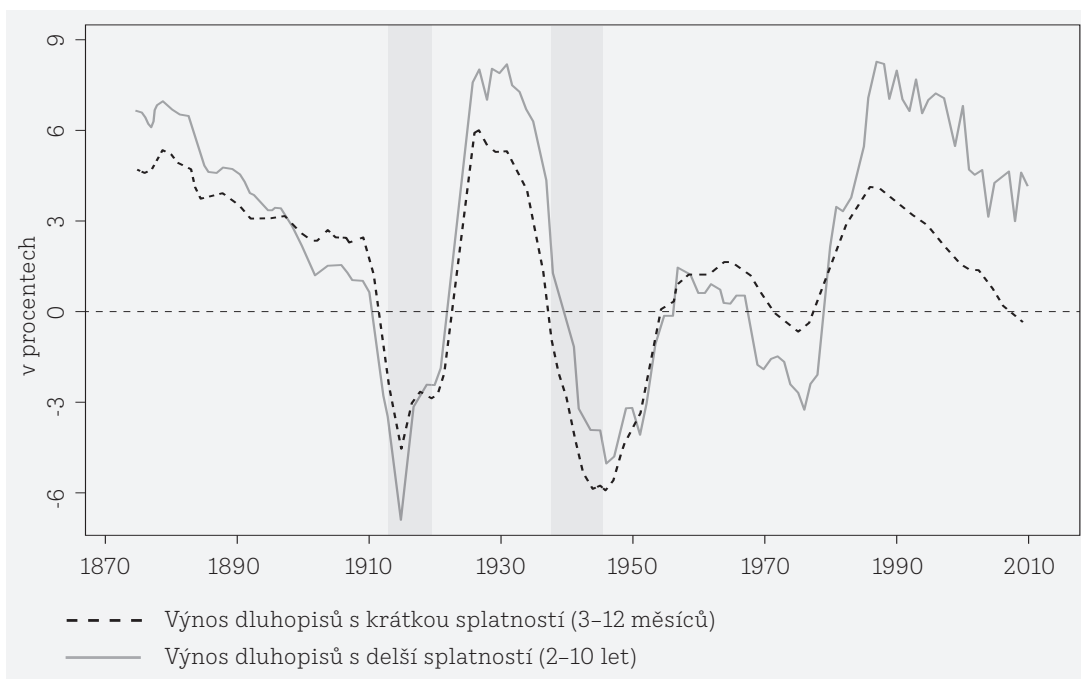


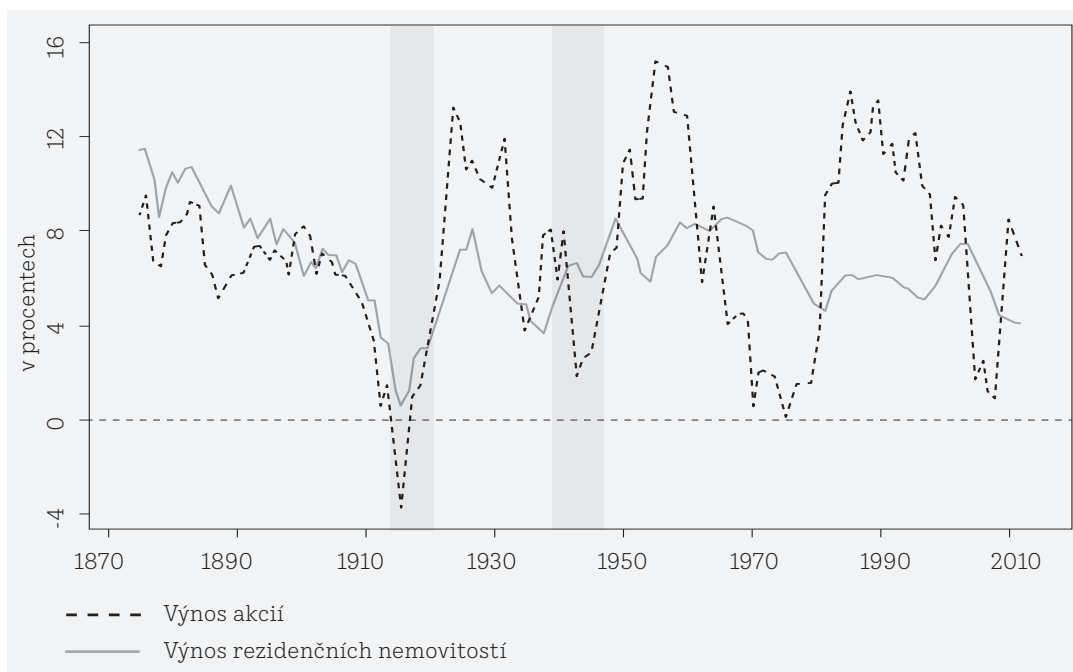
Stát se investorem

Doplňkové materiály k audioknize

Materiály k 1. kapitole



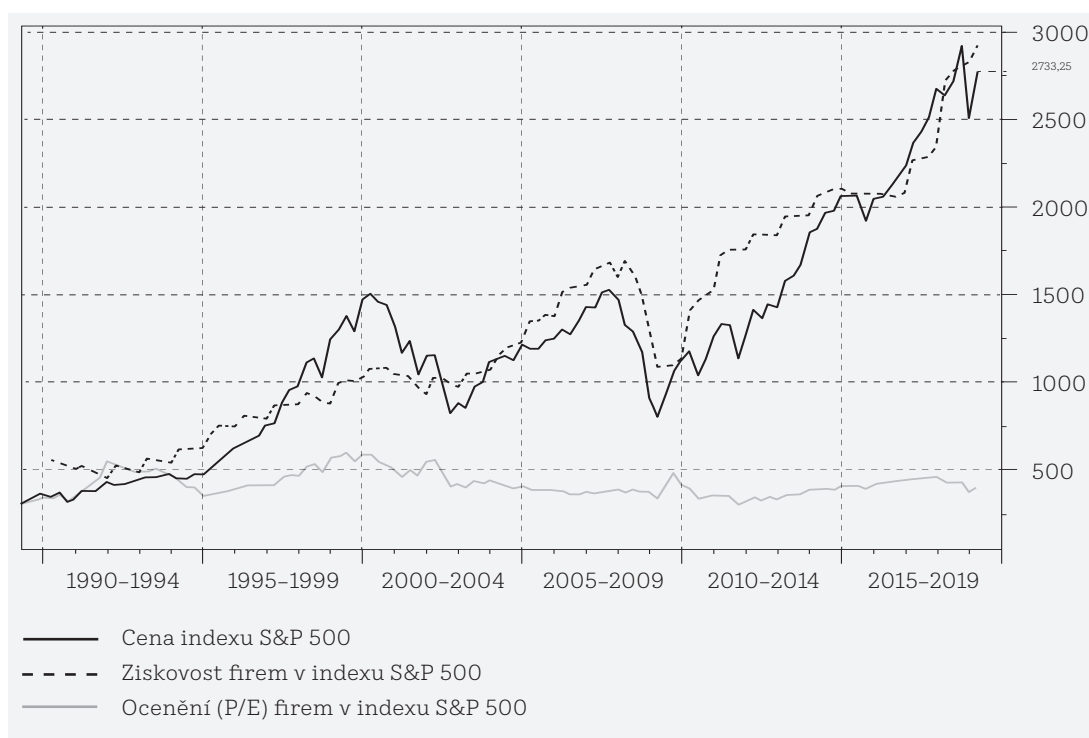
Graf 1: Inflačně očištěný výnos dluhopisů, desetiletý klouzavý průměr



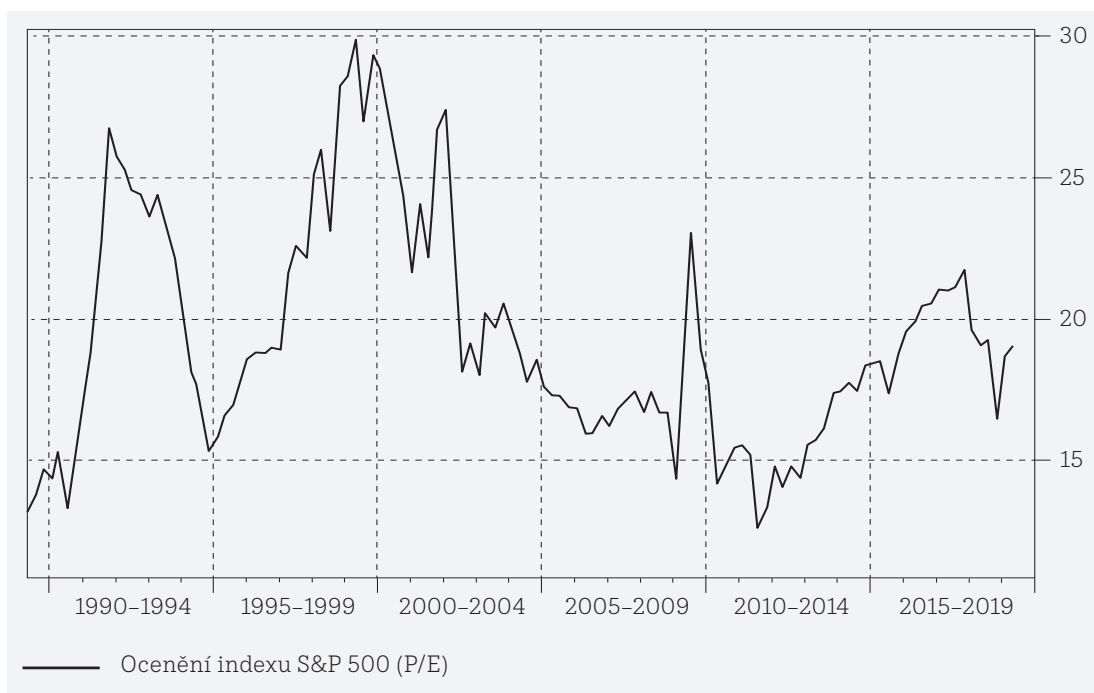
Graf 2: Inflačně očištěný výnos akcií a rezidenčních nemovitostí, desetiletý klouzavý průměr

Rok	Dividendový výnos	Vývoj ziskovosti	Změna P/E	Celkový výnos
2008	3,2 %	-26,9 %	-15,9 %	-35,3 %
2009	2,0 %	0,3 %	23,1 %	25,5 %
2010	1,8 %	37,8 %	-18,2 %	14,6 %
2011	2,1 %	14,4 %	-12,6 %	2,1 %
2012	2,2 %	6,1 %	6,9 %	15,6 %
2013	2,0 %	5,7 %	22,6 %	32,0 %
2014	2,1 %	8,1 %	3,0 %	13,7 %
2015	2,1 %	0,6 %	-1,4 %	1,4 %
2016	2,2 %	0,3 %	9,2 %	11,9 %
2017	2,2 %	13,4 %	6,0 %	19,6 %
2018	1,9 %	24,0 %	-25,0 %	-4,4 %

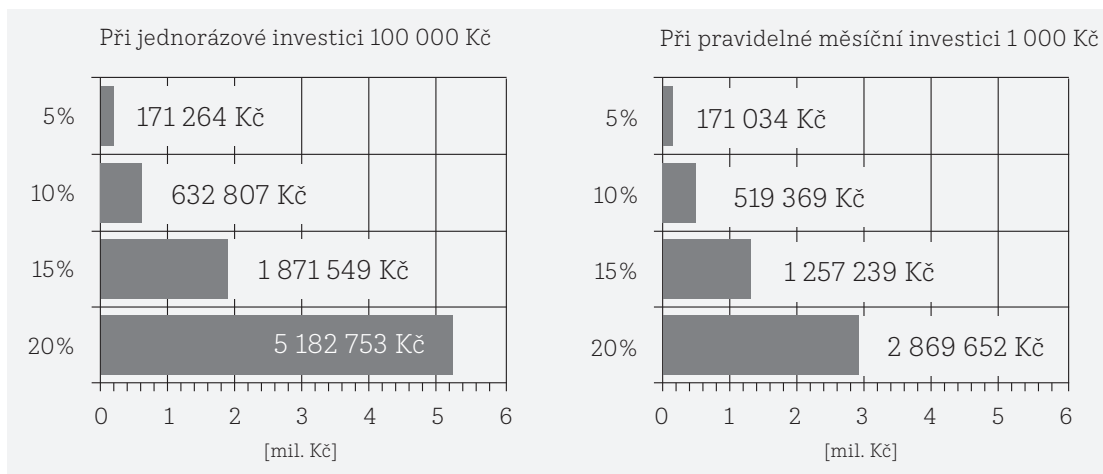
Tabulka 1: Rozklad výnosů akcií v indexu S&P 500 mezi lety 2008–2018



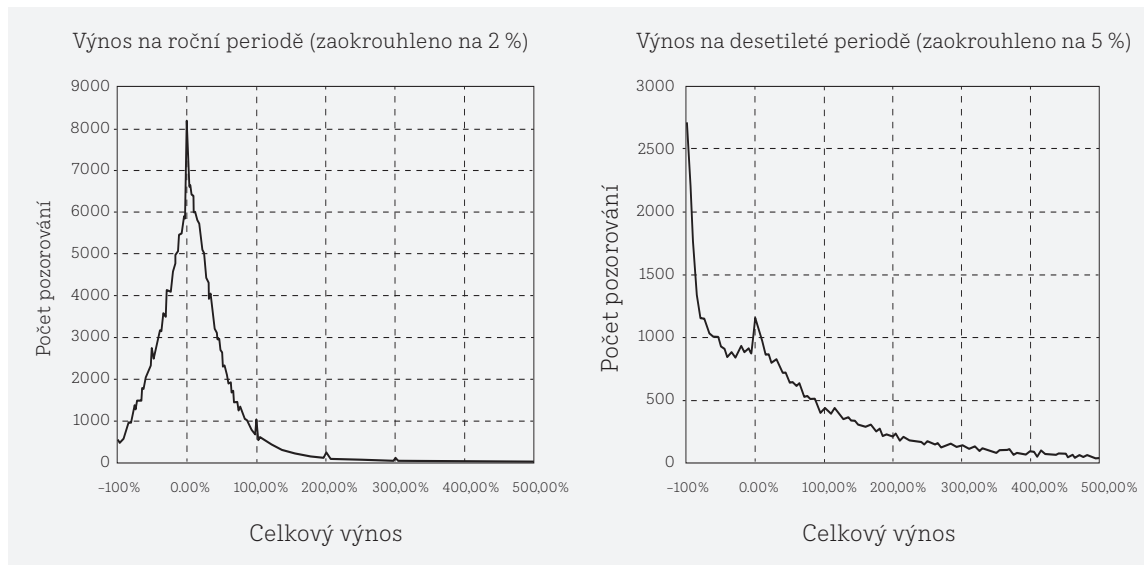
Graf 3: Dlouhodobý vztah mezi ziskovostí a oceněním firem v indexu S&P 500



Graf 4: Kolísavost ocenění (P/E) firem v indexu S&P 500, kvartální údaje v letech 1988–2018



Graf 5: Síla složeného úročení – částka vydělaná nad rámec vloženého kapitálu během 20 let



Graf 6: Historická distribuce výnosů na americkém akciovém trhu, data z let 1926–2015

Materiály k 2. kapitole

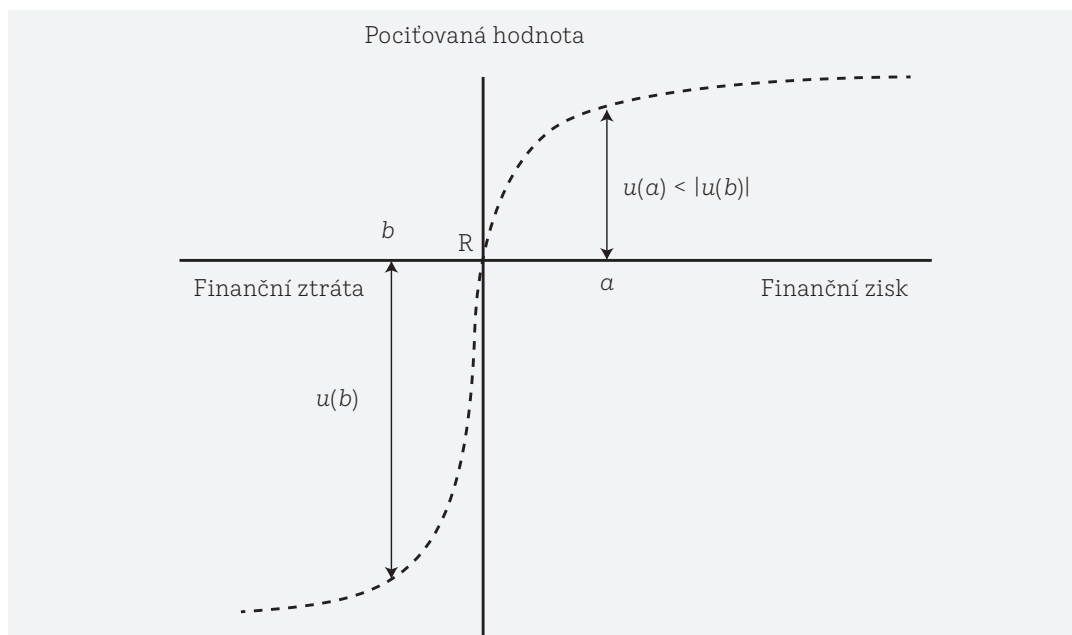


Obrázek 1: Maslowova pyramida lidských potřeb

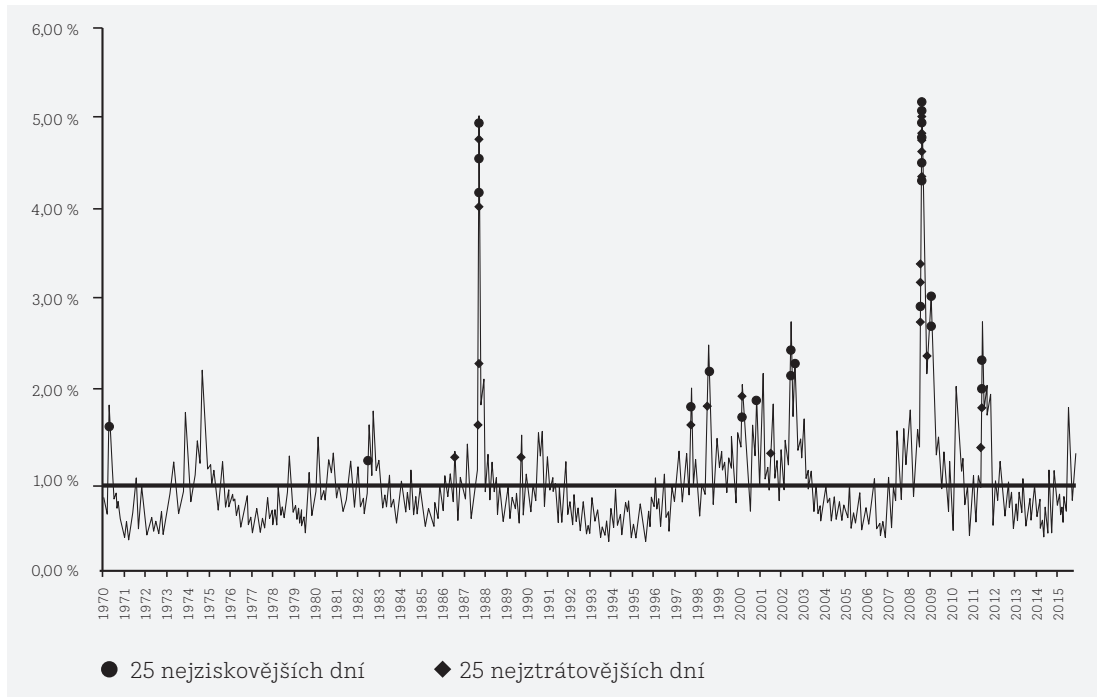


Obrázek 2: Schéma sebeaktualizace neboli vývoje k sobě samému

Materiály k 3. kapitole



Graf 7: Asymetrická oceňovací křivka Kahnemana a Tverského



Graf 8: Klouzavá 30denní směrodatná odchylka indexu S&P 500 v letech 1970–2016

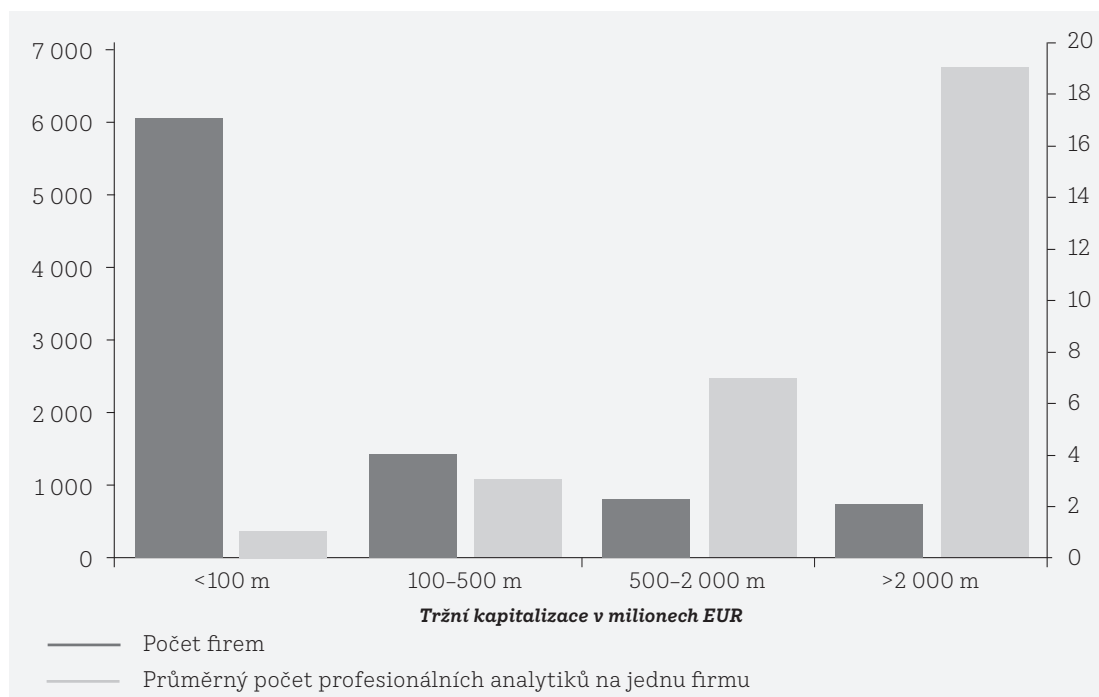
Materiály k 8. kapitole

Obecný trend	Co se na světě ne/změní	Konkrétní firma/y
Urbanizace	Propojí se skladovací prostory a půjčovny dodávek na stěhování.	Amerco
	Využívání (a efektivita) klimatizační techniky bude nadále růst.	Aaon, Belimo
	Stravování mimo domov bude získávat tržní podíl.	Rational, MTY
Formy placení a komunikace	Nemovitosti se stanou standardizovanou a veřejně obchodovanou třídou aktiv.	Costar
	IT oddělení budou diktovat používání softwarových nástrojů ve firmách.	Atlassian
	Penetrace elektronických plateb mezi menšími podniky a živnostníky nadále poroste.	Square
	Leasing jako vhodný způsob financování bude nahrazovat bankovní půjčky.	Grenke
Energie a odpad	Burzovní byznys se bude nadále konsolidovat a posouvat k prodeji dat.	TMX
	Zavádění depozitních systémů na odpadový materiál se zrychlí.	Tomra
Letectví a cestovní ruch	Elektromobilita bude získávat tržní podíl na úkor spalovacích motorů.	Umicore
	Aerolinky budou více používat díly pro opravy letadel od třetích stran.	Heico
Online obchod	Z letišť se postupně stanou nové megalopole.	SSP Group
	Penetrace internetových prodejnů nábytku a designových doplňků poroste.	Wayfair
	Online nakupování hraje do karet LTL distribučním společností.	Old Dominion
Automatizace provozů	Stavebnictví musí dohánět ostatní obory v digitalizaci.	Nemetschek
	Výdaje na IT budou čím dál větší položkou v rozpočtu firem.	CDW, Constellation Software, Cancom
	Robotizace výroby bude (byť s výkyvy) pokračovat.	Cognex
Spotřebitelské chování	Zpracování masa a ryb je nutné pro potřeby online obchodu a doručování.	Hilton Food
	Nákup hraček zůstane v rozvíjejících se zemích fyzický a anticyklický.	Jumbo Toys
	Pokračující příklon k organické, geneticky nemodifikované stravě.	Amsterdam Commodities

Tabulka 2: Příklad rejstříku investičních nápadů

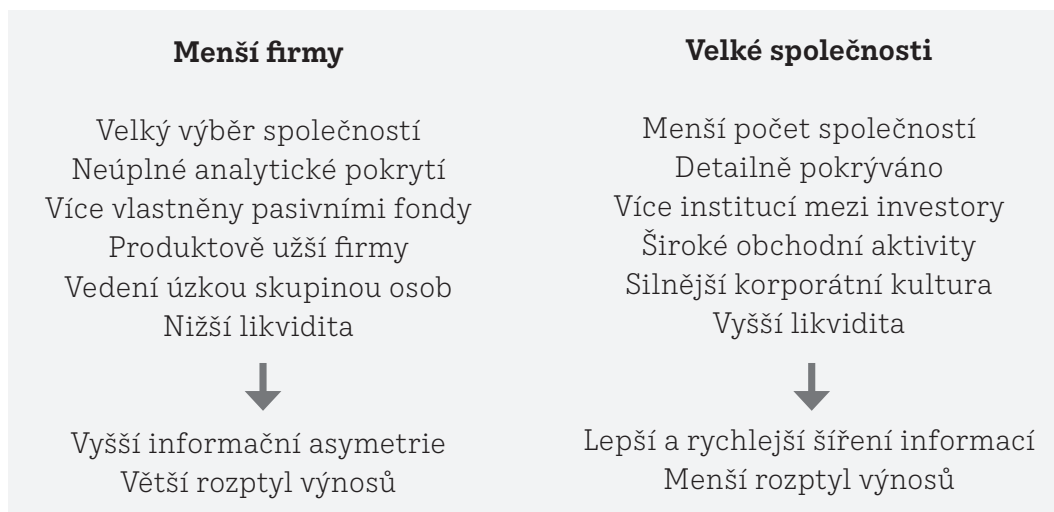


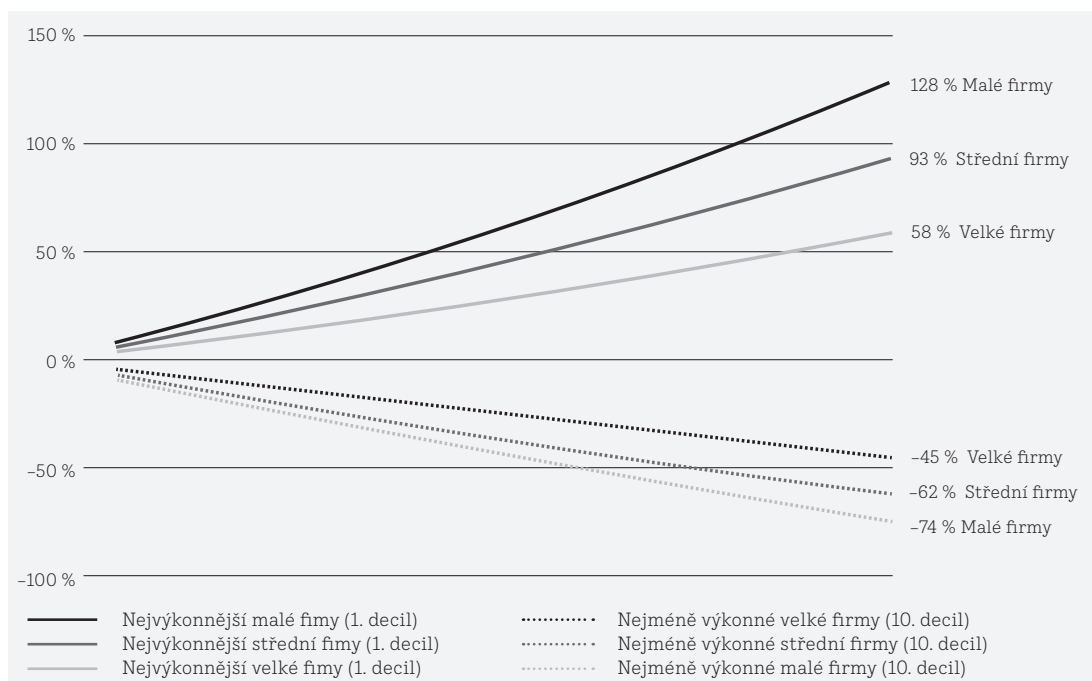
Obrázek 3: Schéma Porterovy analýzy tržních sil



Graf 9: Analytické pokrytí firem v Evropě v závislosti na jejich velikosti

Specifika menších firem v porovnání s velkými společnostmi



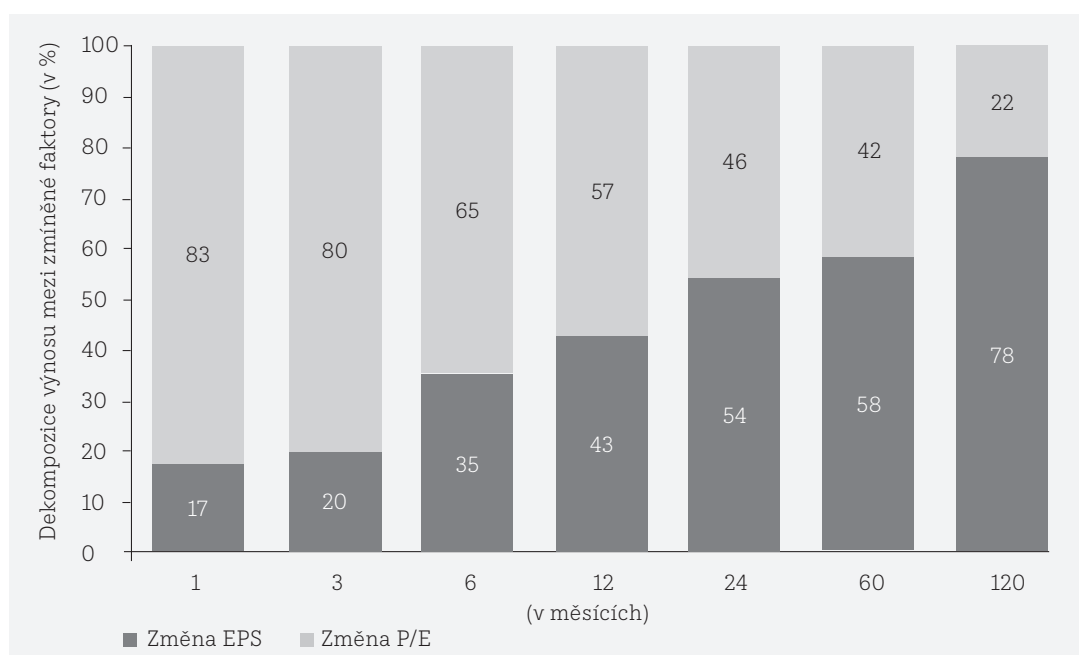


Graf 10: Rozptyl výnosů u velkých, středních a malých firem, v porovnání s průměrem kategorie v letech 1963–2015

Příklad – Terry Smith

	ROCE	Počáteční ocenění	Výsledné ocenění	CAGR
Firma A	20 %	4× účetní hodnota	2× účetní hodnota	18 %
Firma B	10 %	2× účetní hodnota	4× účetní hodnota	12 %

Tabulka 3: Dlouhodobý efekt vyšší návratnosti kapitálu



Graf 11: Mediánový příspěvek vlivu ziskovosti (EPS) a ocenění (P/E) k celkovému výnosu akcií od roku 1964

Vzorce k 8. kapitole, podkapitole Kam se vydává ziskovost

$$R \approx \Delta EPS + \Delta \frac{P}{E} + DY$$

kde:

R celkový akciový výnos ve sledovaném období (v %)

Δ relativní změna proměnné v daném období (v %)

EPS absolutní hodnota zisku na jednu akcii firmy

P/E ukazatel ocenění akcií, který je poměrem ceny (P) a ziskovosti (E)

DY dividendový výnos akcií ve sledovaném období (v %)

$$\Delta EPS \approx \Delta tržeb + \Delta EBITm \pm \text{vliv financování a daní} - \Delta \text{počtu akcií}$$

Tržby: 0,7–1,25 mld. USD	Srovnávací základna			
	1 rok	3 roky	5 let	10 let
Tržby CAGR (%)				
<(25)	1,6 %	0,4 %	0,2 %	0,2 %
(25)–(20)	0,9 %	0,3 %	0,3 %	0,1 %
(20)–(15)	1,4 %	0,8 %	0,5 %	0,2 %
(15)–(10)	2,7 %	1,8 %	1,3 %	0,8 %
(10)–(5)	4,7 %	3,5 %	3,3 %	2,2 %
(5)–0	10,2 %	9,5 %	8,8 %	9,2 %
0–5	19,5 %	23,6 %	26,6 %	31,9 %
5–10	18,3 %	23,6 %	26,6 %	32,1 %
10–15	12,3 %	14,5 %	15,3 %	14,8 %
15–20	7,9 %	8,2 %	7,3 %	4,9 %
20–25	5,2 %	4,3 %	4,2 %	2,0 %
25–30	3,1 %	2,9 %	2,3 %	1,1 %
30–35	2,8 %	1,9 %	1,0 %	0,3 %
35–40	1,8 %	1,5 %	1,0 %	0,1 %
40–45	1,4 %	0,9 %	0,4 %	0,0 %
>45	6,1 %	2,2 %	0,9 %	0,0 %
Průměr	12,4 %	9,2 %	7,9 %	6,2 %
Medián	7,1 %	6,8 %	6,4 %	5,7 %
Směrodatná odchylka	31,7 %	13,5 %	10,5 %	7,0 %

Tabulka 4: Přehled růstu tržeb amerických firem ve velikostní kategorii 0,7–1,25 miliardy dolarů v letech 1950–2015

Sektor	Korelační koeficient (5 let)	Směrodatná odchylka
Spotřební zboží nezbytné	0,89	0,06
Zdravotnictví	0,74	0,10
Spotřební zboží zbytné	0,73	0,08
Průmysl	0,72	0,09
Telekomunikační služby	0,63	0,23
Materiály	0,62	0,13
Informační technologie	0,62	0,13
Energetika	0,62	0,14

Tabulka 5: Korelační koeficient pro provozní marži u jednotlivých sektorů v letech 1950–2015

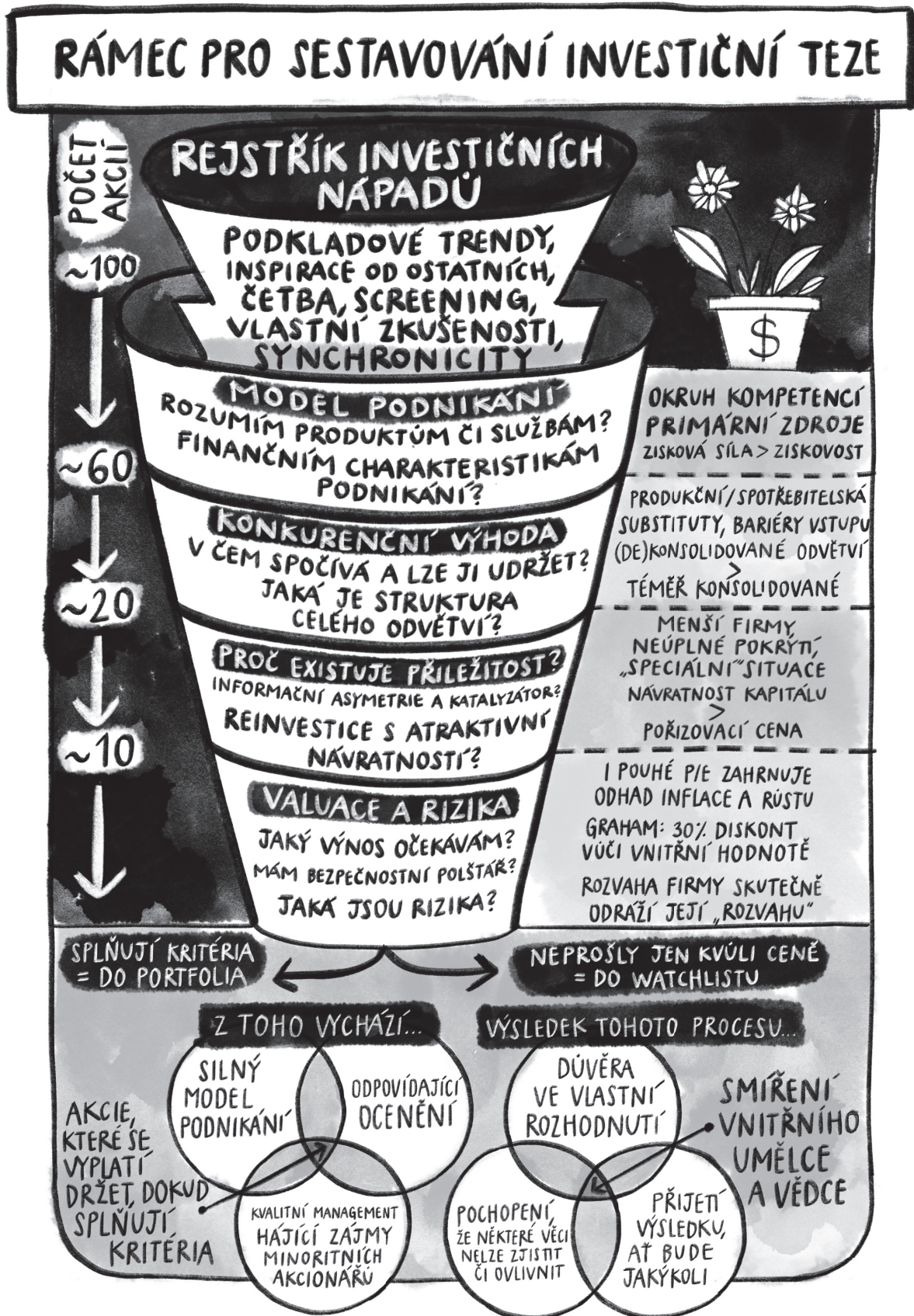
Stát se investorem: doplňkové materiály k audioknize

Rok	EPS	Růst	P/E	Kurz	Výnos
0	1,00	15%	30	30,0	15,0 %
1	1,15	15 %	29	33,4	11,0 %
2	1,32	15 %	27	35,7	7,0 %
3	1,52	15 %	25	38,0	6,0 %
4	1,75	15 %	23	40,2	6,0 %
5	2,01	12 %	21	42,2	5,0 %
6	2,25	10 %	19	42,8	1,0 %
7	2,48	8 %	18	44,6	4,0 %
8	2,68	6 %	17	45,5	2,0 %
9	2,84	6 %	16	45,4	0,0 %
Absolutní výnos 10 let					174,0 %
CAGR					5,7 %

Tabulka 6: Vliv růstu ziskovosti a změny ocenění na celkový výnos (I)

Rok	EPS	Růst	P/E	Kurz	Výnos
0	1,00	15%	22	22,0	15,0 %
1	1,15	15 %	25	28,8	31,0 %
2	1,32	15 %	28	37,0	29,0 %
3	1,52	15 %	25	38,0	3,0 %
4	1,75	15 %	23	40,2	6,0 %
5	2,01	12 %	21	42,2	5,0 %
6	2,25	10 %	19	42,8	1,0 %
7	2,48	8 %	18	44,6	4,0 %
8	2,68	6 %	17	45,5	2,0 %
9	2,84	6 %	16	45,4	0,0 %
Absolutní výnos 10 let					237,0 %
CAGR					9,0 %

Tabulka 7: Vliv růstu ziskovosti a změny ocenění na celkový výnos (II)



Rámeč pro sestavování investiční teze

Materiály k 9. a 10. kapitole

Příklad 1: Arcos Dorados

(psáno v květnu 2016)

Popis podnikání a historie

Arcos Dorados (ARCO) je největší franšizant McDonald's (MCD) na světě, co do počtu restaurací i tržeb. Ke konci roku 2015 vlastnila společnost 2 100 prodejen ve Střední a Latinské Americe a zaměstnávala 90 tisíc lidí. ARCO vznikla v roce 2007, kdy regionální manažeři MCD pod vedením Woodse Statona (vlastní 40 % podniku a 75 % hlasovacích práv) odkoupili zhruba 1 500 poboček a podepsali s mateřskou organizací dohodu s platností dvacet let a následnou desetiletou opcí. Na burzu v New Yorku ji přivedli v roce 2011. ARCO účtuje v dolarech, loni vygenerovala tržby 2,93 miliardy, ztrátu 51 milionů a má momentální tržní kapitalizaci 800 milionů dolarů (plus dluh zhruba 600 milionů, takže hodnota společnosti je 1,4 miliardy dolarů).

Analýza odvětví a konkurenční výhoda

Na první pohled vypadá podnikatelský model ARCO velmi přímočaře. Zaplatíte si licenci, MCD vám nadiktuje téměř vše (od vzhledu provozovny přes školení zaměstnanců po menu), vy hlídáte náklady a důvěřujete tomu, že globální značka spolehlivě přitáhne zákazníky (neoddiskutovatelná konkurenční výhoda). Navíc operujete na demograficky rostoucím trhu (plus 600 milionů obyvatel), se zvyšující se životní úrovní, ale stále mnohem menší průměrnou útratou v provozovnách rychlého občerstvení (QSR – Quick Service Restaurant) oproti rozvinutým zemím a nízkou konkurencí jiných QSR řetězců. Takto to management „prodával“ po IPO. Akcie od té doby ztratily 80 % a ze zisku 115 milionů je ztráta. Aby se dalo předvídat, co se může pokazit, bylo nutné uvědomit si několik věcí.

Příjmy ARCO jsou v místních měnách, ale část nákladů v dolarech: licenční poplatky MCD (přibližně 5 % tržeb), některé dodávky obalů a jídla (odhadem 10–12 % tržeb), splátky dluhu, byt

se ARCO snaží přirozeně jistit tím, že má zhruba 50 % dluhu v brazilském realu (asi 3 % tržeb) – celkově jde tedy o nějakých 20 % tržeb. Od roku 2011 oslabila brazilská měna oproti dolaru 2,2krát (a to byla jedna ze stabilnějších měn v regionu, považte země jako Kolumbie, Venezuela nebo Argentina), takže relativně rostly operativní i úrokové náklady. Odhaduji, že celková inflace vážená velikostí trhů Střední a Latinské Ameriky bude 12–15 % ročně. Tímto tempem tedy ARCO musí zvyšovat ceny, aby udrželo status quo, a k tomu potřebuje jedině – hospodářský růst.

Tyto země jsou však, přes nesporný pokrok, stále komoditně orientované. Komoditní cyklus kulminoval v roce 2012 a pokles umocnil pád cen ropy na podzim 2014. Od té doby vstoupilo mnoho tamních zemí do recese. Jak už to navíc bývá, ekonomické zpomalení vyvolává otřesy na politické scéně, viz korupční skandál státní brazilské firmy Petrobras spojený s prezidentkou Dilmou Rousseffovou. Kupní síla obyvatelstva tedy poklesla, společnost ARCO nebyla schopná zvyšovat ceny minimálně o inflaci, aniž by dramaticky snížila návštěvnost restaurací, což vedlo k erozi ziskovosti.

Ve smlouvě s MCD se ARCO navíc zavázala otevírat nové pobočky (250 v letech 2014–2016) a renovovat část stávajících, ačkoli to v dané situaci nebylo ekonomicky výhodné. Dále Burger King naplánoval expanzi do regionu a v letech 2011–2015 tam otevřel více než 600 poboček. A aby toho nebylo málo, začátkem roku ohlásil brazilský prokurátor vyšetřování ARCO ohledně zneužívání postavení vůči lokálním dodavatelům.

Shrnu-li situaci jedním termínem z angličtiny, ARCO postihla „perfektní bouře“ – část nákladů mimo vlastní kontrolu, silná inflace lokálních měn, recese na cílových trzích, nutnost expandovat, i když zrovna nechcete, zvýšená konkurence a hrozba soudních sankcí.

Proč existuje příležitost

Hodnotové příležitosti jsou mnohdy postavené na tom, že situace firmy těžko může být horší a pouhý návrat blíže k normálu přinese zisk – takto vnímám právě ARCO. Nemá smysl předvídat, kdy skončí oslabování tamních měn či propad hospodářství, ale jednou to skoro jistě přijde (minimálně na čas). V tu chvíli se stabilizuje rozdíl mezi nákladovou a příjmovou stranou. Srovnatelné podniky v lepším makroekonomickém prostředí mají výrazně vyšší marže – TAST (franšizant Burger King ve Spojených státech) má EBITDA marži 9–10 %, EAT (franšizant Starbucks především ve střední a východní Evropě) dokonce 13–14 %, zatímco ARCO nyní pouze 6–7 %. Všichni ovšem mají srovnatelné tržby na zaměstnance (zhruba 35 tisíc dolarů ročně). V lepších podmínkách se dle mého názoru ARCO vrátí k 8–9% marži, kterou měla v letech 2010–2011.

Bývalý CEO Woods Staton nesoustředil na řízení firmy svou plnou pozornost, provozoval současně realitní byznys a užíval si statusu brazilské celebrity. Na podzim 2015 jeho místo převzal Sergio Alonso (Staton zůstává majoritním vlastníkem a předsedou představenstva), který chápe, že ARCO je principiálně „price taker“ – může a musí ovlivňovat pouze nákladovou stranu. Správně preferuje úsporný program a ohlásil prodej části majetku ke snížení zadlužení o zhruba 200 milionů dolarů (na rozumný poměr dluhu vůči EBITDA ve výši dvojnásobku).

Valuace a rizika

Společnost ARCO je nyní ztrátová, k ocenění tedy použiju provozní ukazatel EV/EBITDA. Budu-li předpokládat stagnující tržby (konzervativní odhad kvůli dalšímu možnému oslabení lokálních měn, na organické bázi budou růst), dopad úsporných opatření a sníženého zadlužení o jeden procentní bod na marži, vychází provozní zisk na rok 2017 kolem 200 milionů dolarů, EV/EBITDA momentálně na 7násobek. Zmínění konkurenti TAST a EAT se obchodují za 9-, respektive 10,5násobek, byť strukturálně jde o totožné

podnikatelské modely. Růst valuace na jejich úroveň společně s organickým růstem EBITDA o 10–15 % (inflace) v roce 2018 pak zakládá můj ziskový cíl 60–70 % pro období 12–18 měsíců. Dolní hranice je dána likvidační hodnotou, tedy hlavně cenou nemovitostí. V roce 2007 koupilo ARCO od MCD 1 500 poboček za 700 milionů dolarů. Nyní jich má 2 100, posunuli jsme se v čase, ale budeme-li konzervativně uvažovat stejný valuační násobek, hodnota je někde okolo 1 miliardy dolarů (mimořádně cenové dno z února 2016: 2,2 dolarů za akcii).

Další rizika již byla zmíněna, protože již ARCO postihla. Obavy z konkurence umenšuje fakt, že MCD je schopen růst na mnohem nasycenějších trzích, než je Latinská Amerika. Regulační zásahy se občas v sektoru QSR objevují (vzpomeňte na extrémní situaci MCD v Rusku či KFC v Číně), ale nemívají dlouhodobý efekt. ARCO je navíc jedním z největších zaměstnavatelů v Brazílii.

Shrnutí

Arcos Dorados je největší franšizant McDonald's na světě co do počtu restaurací i tržeb, který operuje výhradně ve Střední a Latinské Americe. Z důvodu propadu tamních ekonomik a měn se společnost dostala do velkých problémů, které stlačily její ocenění až k likvidační hodnotě. Výše argumentuji, proč je model jejího podnikání životaschopný a firma by měla být ohodnocena jako „ongoing“. V takovém scénáři mám stanoven ziskový cíl 60–70 % pro období následujících 12–18 měsíců.*

* Jak to s ARCO a dalšími dvěma investičními tezemi nakonec dopadlo, uvidíme v kapitole 12.

Příklad 2: Core-Mark

(psáno v srpnu 2015)

Popis podnikání a historie

Core-Mark (CORE) distribuuje zboží do tzv. C-Stores (večerky, obchody u čerpacích stanic). Její historie sahá do roku 1888, kdy bratři Glaserové začali v San Francisku rozvážet cukrovinky a tabák. Na burzu v Torontu vstoupila poprvé v roce 1984, aby vzápětí padla do soukromých rukou, a k veřejnému obchodování se vrátila v roce 2004. Letos vygeneruje tržby zhruba 11 miliard dolarů a obsluhuje 35 tisíc zákazníků z 29 distribučních center.

Analýza odvětví a konkurenční výhoda

Ve státech, kde působí, je CORE jedničkou či dvojkou za McLane (americký lídr, kterého v roce 2003 koupila Buffettova Berkshire Hathaway). Distribuce do C-Stores je typicky lokální oligopol, kdy dva hráči ovládají velkou část trhu, což přispívá k racionální cenotvorbě. Navíc to brání vstupu dalších konkurentů, protože úspory z rozsahu jsou značné díky překryvu tras kamionů a nutné blízkosti distribučních center. Není tedy divu, že se CORE daří konsolidovat fragmentovaný trh, což potvrzuje o 5 procentních bodů vyšším růstem tržeb, než je průměr sektoru (CAGR 4 % vs. 9 %).

C-Stores ročně utrží zhruba 170 miliard dolarů, z čehož třetinu činí tabákové výrobky. Právě klesající prodeje cigaret (o přibližně 2,15 % ročně od roku 1981), které mají vysokou marži, vedly k přesvědčení, že tržby i marže v sektoru jsou na ústupu. Proti stojí dva faktory. Zaprvé, tabákové koncerny byly schopny zvyšovat cenu rychleji než inflace, klesající objem tedy kompenzovala vyšší cena. Zadruhé, cigarety efektivně nahrazuje čerstvé a mražené jídlo (rovněž vyšší marže než nápoje a cukrovinky), na což společnost CORE pohotově zareagovala vybudováním chladicích boxů v distribučních centrech. Proto udržela hrubou ziskovou marži stabilní, změnil se pouze produktový mix – začátkem tisíciletí tvořila distribuce cigaret 60 % zisku, nyní pouze 30 %. Díky

těmto dvěma trendům C-Stores tržby přidaly za poslední dekádu přibližně 4 % ročně, a CORE se tedy navzdory rozšířenému přesvědčení pohybuje v organicky rostoucím odvětví.

Další silnou stránkou CORE je kapitálově „lehký“ model. Průmyslové podniky nesou riziko odepsání skladových zásob a nižší platební morálky odběratelů, když se situace na trhu náhle zhorší. Model podnikání společnosti CORE toto riziko minimalizuje, protože zboží ve skladu se protočí každé dva týdny a podobně krátký cyklus mají pohledávky. To poskytuje ochranu proti inflaci. V prostředí rychle se zvyšujících cen podniky nemusí být schopny ihned přenést vyšší náklady na spotřebitele, zatímco CORE funguje na bázi provize z distribuovaného zboží, takže jakákoli změna maloobchodních cen v C-Stores se automaticky promítne do příjmu.

Proč existuje příležitost

Podle historických dat se sektory zotavují z propadu ekonomiky zhruba v následujícím pořadí: finance, spotřební cyklické zboží, průmyslová produkce, inflační a komoditní akcie a na závěr spotřební acyklické zboží. Podle všeho jsme asi za polovinou cyklu. Společnost CORE bývá nesprávně přiřazována k sortě průmyslových distributorů (jako například FAST či CHRW), ačkoli má silně acyklický (cigarety, sendviče, nápoje) a protiinflační (kapitálově nenáročný) model. Dle mého názoru je tedy vhodnou akcí pro tuto fázi cyklu.

Společnost CORE je neúplně analyticky pokrývána – pouze čtyři brokerské firmy a jedna banka (Jefferies). Povědomí o jejím podnikání tedy není v investorské komunitě nijak zvlášť rozšířené.

Na první pohled má CORE velmi nízké marže (EBITDA marže okolo 1 %), takže se ve screeningu nezobrazuje dobře (což je pro distributory typické). Defenzivní povaha zisků a téměř nulové riziko skladových zásob mě ovšem vedou k názoru, že lepším ukazatelem je poměr hrubý zisk / operativní zisk, který se pohybuje v rozmezí 15–20 %.

CORE buduje další bariéru vstupu pro konkurenty díky své Focused Marketing Initiative. Z vlastní databáze prodejů poskytuje vlastníkům obchodů údaje pro optimalizaci jejich produktové nabídky. Jednoduše jim říká, co se dobře prodává. Tím se stává zčásti také konzultantem, nejen distributorem, což s sebou nese i vyšší marže. Ačkoli se zatím nejedná o velké procento byznysu, slibně roste.

Valuace a rizika

Management inteligentně reagoval na kritiku akcionářů v letech 2006–2010, kdy cena akcií CORE stagnovala na úrovni okolo 1,5násobku TBV (účetní hodnota hmotných aktiv), tím, že agresivně odkupoval vlastní akcie, a tak vylepšoval kapitálovou strukturu. Naopak při růstu ceny akcií nad 2,5násobek TBV v letech 2011–2014 postupně snižoval odkupy a zvyšoval dividendu, což bylo z pohledu akcionáře ideální.

CORE se nyní prodává za EV/EBITDA 11,8× (2015) a 10,7× (2016), výrazně nad historickým průměrem 7–8×. Trh tedy reflektuje oligopolní postavení a svou roli hraje i prostředí nízkých úrokových sazeb (inverzně ospravedlňují vyšší valuace akciového trhu). Při stabilních spotřebitelských výdajích a občasných akvizicích by měla ziskovost CORE v dalších letech růst o 10–15 % ročně. Problém by neměl představovat dluh, který je na velmi nízkých úrovních (čistý dluh / celková aktiva = 7 %). Vinou zhoršení makroekonomické situace se může ocenění snížit zpět k historickému průměru či pod něj. Dalším rizikem mohou být rychle rostoucí ceny pohonných hmot, které negativně ovlivňují výdaje spotřebitelů v C-Stores. V neposlední řadě může dojít k nevhodným akvizicím. Management byl historicky disciplinovaný a návratnost akvizic dosahovala 20–25 %, ovšem příští cíle mohou být přeplaceny.

Shrnutí

CORE navzdory rozšířenému přesvědčení operuje v organicky rostoucím odvětví. Díky oligopolnímu postavení navíc získává tržní

podíl a má unikátní postavení při konsolidaci fragmentovaného trhu. Má jednoduchý, defenzivní model odolný vůči inflaci s nízkým rizikem skladových zásob, takže při nezměněné valuaci očekávám v příštích letech růst ziskovosti o 10–15 %. Riziko představuje historicky nadprůměrná valuace, kterou dle mého názoru ospravedlňuje unikátní postavení firmy.

Příklad 3: Wayfair

(psáno v červnu 2016)

Popis podnikání a historie

Wayfair (W) je online prodejce dekorativního zboží a nábytku, který sídlí v Bostonu. Firmu založili v roce 2002 Niraj Shah a Steve Conine jako CSN Stores a postupně ji rozšířili na více než 240 značek. V roce 2011 byly všechny sloučeny pod názvem Wayfair a o tři roky později vstoupila společnost na burzu. Oba zakladatelé se na její činnosti dále podílejí (CEO a CTO) a skrze duální strukturu akcí drží zhruba 40 % hlasovacích práv. Letos společnost vygeneruje okolo 3,5 miliardy dolarů tržeb a bude ztrátová na úrovni EBITDA zhruba 50 milionů dolarů. Zaměstnává okolo 3 800 lidí a má tržní kapitalizaci 3,6 miliardy dolarů (čistou hotovostní pozici 380 milionů, takže hodnota společnosti odpovídá 3,2 miliardy dolarů).

Analýza odvětví a konkurenční výhoda

Velikost trhu s interiérovými doplňky ve Spojených státech je zhruba 250 miliardy dolarů, z čehož se loni online prodalo 9 %. Růst celkového objemu zhruba kopíruje HDP (2–3 % CAGR), ale rozdílně pro oba kanály. Zatímco tržby v kamenných obchodech stagnují, online prodeje se zvyšují o více než 10 % ročně. Tento trend bude dále pokračovat: zlepšují se technologické a logistické možnosti obchodníků a mladší generace zvyklá vybírat na internetu získává kupní sílu. Penetrace online prodeje dekoru a nábytku je navíc poměrně nízká v porovnání s oblečením (více než 15 % online) či

elektronikou (více než 50 %). Wayfair tedy operuje v organicky rostoucím odvětví.

Wayfair postupně nasmlouvala 7 000 partnerů, jejichž nabídku agreguje, a po transakci sám výrobce zasílá zboží zákazníkovi (v případě rozměrné dodávky skrze distribuční centrum), takže Wayfair nedrží žádné zásoby. Proto může nabídnout nejširší soubor produktů – nyní 7 milionů kusů (o polovinu více než Amazon ve stejné kategorii a mnohonásobně víc než tradiční konkurenti BBY, WSM, PIR) – a investovat volné prostředky do prodejních (smlouvy s výrobcí, kvalita webu) a marketingových (AdWords, inzerce) aktivit, a tak ve spojení se slušnou exekucí (kvalita, return policy) získávat tržní podíl. Za pět let se stala největším online prodejcem dekoru a nábytku a podle tržeb 33. největším retailerem ve Spojených státech.

Bariéry vstupu do odvětví nejsou vysoké, ale právě množství partnerů přidává hodnotu pro zákazníka (chce nakupovat na jednom místě, zároveň chce originální předmět), poskytuje vyjednávací sílu při nákupu produktů i mediálního prostoru a umožňuje reklamu lépe cílit (klientská data) – tvoří tak jakousi „pozitivní spirálu“. Stejně funguje zmíněný Amazon – nepřekvapivě jsou oba zakladatelé Wayfair také původem softwaroví inženýři. Pozitivně vnímám, že Wayfair nesoupeří s Amazonem cenou (podle průzkumu William Blair z června 2016 byl cenový rozdíl mezi skupinou vybraných produktů -0,5 %, a podobně dopadly výsledky před dvěma lety), což by bylo stěží udržitelné. Naopak, tradiční retailery Wayfair díky kapitálově lehkému modelu cenově válčuje a jejich pokusy o zachycení trendu vnímám jako dosti nesystematické (například nedávná akvizice společnosti One Kings Lane, která byla v problémech, ze strany BBY).

Proč existuje příležitost

Wayfair má jen 15% podíl na (oproti klasickému retailu) poměrně konsolidovaném trhu, kde 10 hráčů ovládá 62 %. Bude jej dále navyšovat díky rostoucímu povědomí o značce a vysoké zákaznické

retenci (více než 70 %). Další příležitostí je mezinárodní expanze. Od roku 2011 operuje ve Spojeném království a Německu, ale teprve letos cítí, že získala dostatečné množství partnerů a kapacit, aby začala masivně inzerovat. V sázce je zdvojnásobení cílového trhu, ale samozřejmě i silně konkurenční prostředí (IKEA, aj.).

Společnost Wayfair předestřela jasný plán na dosažení marží běžných pro retail (8–10 % EBITDA marže). V růstové fázi vynakládá značné prostředky na získání nového zákazníka, ale toto číslo postupně klesá (58 dolarů v roce 2014, 46 dolarů nyní), jak firma dospívá a více zákazníků se vrací. Pokles pod hranici 30 dolarů by znamenal snížení marketingových nákladů z 12,5 % tržeb na 7 % a dosažení cílové marže. Tento předpoklad vnímám jako reálný do roku 2019.

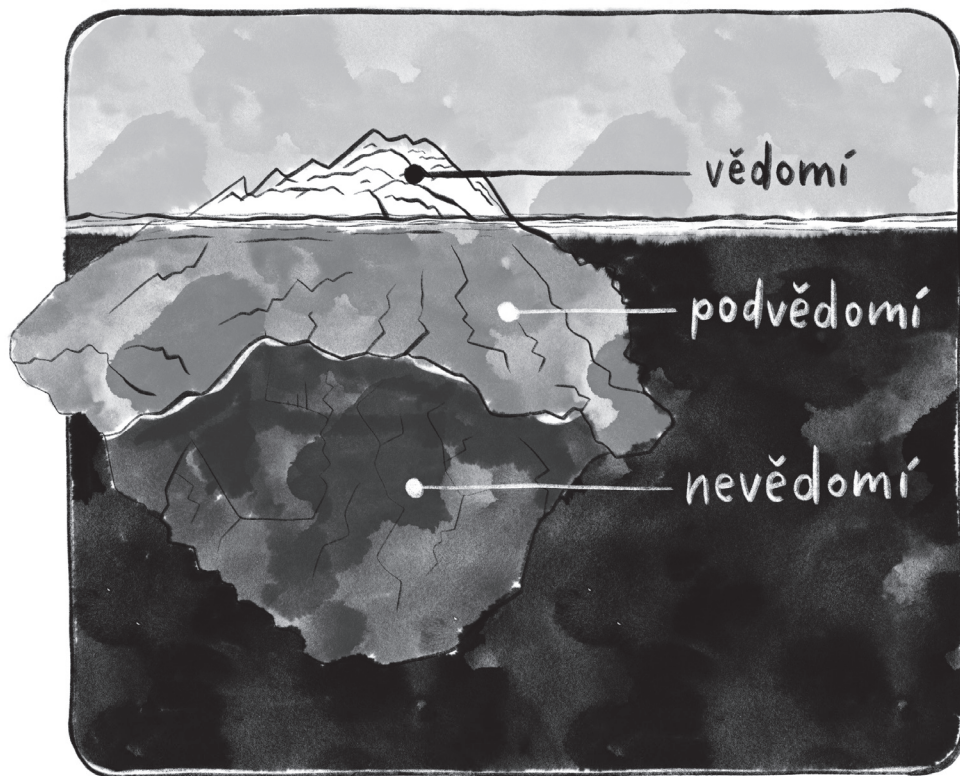
Společnost není listovaná dlouho a větší analytické domy ji začaly pokrývat teprve letos, většinou s neutrálním doporučením pro chybějící ziskovost.

Valuace a rizika

Kvůli absenci zisku je nejužitečnější poměrový ukazatel hodnota společnosti vztažená k tržbám. Po nepřesvědčivých výsledcích amerického retailu obecně se Wayfair nyní obchoduje za $0,9 \times$ EV/Sales 2016, zhruba na úrovni WSM, a o něco dražší než BBBY ($0,7 \times$), TCS ($0,7 \times$) a RH ($0,6 \times$). Oproti nim má ovšem lepší růstové vyhlídky díky 100% zaměření na internetový prodej. Jednonásobek tržeb vnímám jako rozumné ohodnocení tohoto byznysu. Pro období 2017–2020 modeluji růst tržeb 15–20 % (10 % organicky, 5–10 % zisky tržního podílu), což při nezměněné valuaci dává i očekávaný výnos. Firma nemá dluh, má naopak dostatek hotovosti na financování expanze, a vzhledem k předpokladu pozitivní EBITDA 2017 se neobávám ředění stávajících podílů.

Retailový prodej dekoru a nábytku je citlivý na ekonomické zpomalení, protože lidé tyto výdaje snadno odloží. V letech 2008 až 2009 propadly prodeje o 10–12 %. Věříte-li, že jsme na pokraji recese, Wayfair (ale ani žádný jiný prodejce nábytku) nebude ve

vašem portfoliu. Dalšími riziky jsou nepovedená mezinárodní expanze, neefektivně vynaložené náklady na inzerci, zvýšená konkurence ze strany Amazonu (dedikovaná sekce Furniture Prime) či tradičních retailerů (kteří jsou o dost pozadu), a v neposlední řadě chybná exekuce a tím poškozené vztahy s výrobcí či zákazníky.



Struktura lidské psýché

Materiály k 12. kapitole

Příklad 1: Arcos Dorados

Bps – bazický bod je jedna setina procentního bodu (1 pp = 100 bps). V bazických bodech se udávají především změny úrokových a výnosových měř
Refranshizing – odprodej lokací, které provozuje sama společnost, franšízovým partnerům; tímto způsobem je možné uvolnit cash flow, snížit kapitálové nároky a urychlit růst sítě poboček

Royalties – jsou periodické platby za používání licence či franšízy; obvykle bývají stanoveny jako procenta z tržeb

CAPEX (Capital Expenditures) – jsou kapitálové náklady na pořízení a obnovu dlouhodobých aktiv společnosti, např. zařízení, nemovitostí, technologií

^{4/2016} Podle výročních zpráv byl McDonald's (MCD) v Latinské Americe ztrátový, než prodali práva ARCO. Pravděpodobně nechtěli investovat do stávajících obchodů a rovněž sami nést břemeno expanze. Pro srovnání: v roce 2014 bylo 993 (47 %) restaurací volně stojících (těm se dařilo nejlépe), 490 (23 %) bylo v restauračních komplexech, 340 (16 %) bylo v obchodních centrech a 298 (14 %) uvnitř jiných obchodů.

- ⊕ ^{5/2016} Výsledky za Q1 dobré: tržby 658 mil. USD, **EBITDA marže o 200 bps výše na 7,3 %**. Návštěvnost restaurací lehce v minusu, ale průměrná útrata výrazně nad inflací.

^{7/2016} MCD ohlásil, že zaúčtoval ztrátu 235 mil. USD v souvislosti se strategickými změnami – šlo o přesunutí sídla společnosti a poté úpravu **podmínek některých franšíz (rozvolnili podmínky pro ARCO?)**.

- ⊕ ^{7/2016} Brazilská vláda přijala ústavní dodatek, který má poprvé v historii zakotvit nezávislost Centrální banky, řekl její šéf Ilan Goldfajn. Banka očekává splnění inflačního cíle na úrovni 4,5 % ke konci příštího roku. Goldfajn rovněž dodal, že „ani inflaci 4,5 % nepovažuje v dlouhém horizontu za přijatelnou“ (**pravicové kroky**).

^{8/2016} Výsledky za 2Q: tržby v účetní měně -9,4 % na 687 mil. USD, bez měnových fluktuací se ovšem jedná o mírný růst. EBITDA marže výše o 50 bps (režijní náklady meziročně o 5,8 % nižší). Čistý zisk 43,4 mil. USD výrazně nad očekáváními, ovšem díky prodeji části majetku, refranšizingu a zhodnocení brazilského realu (povahou jednorázové vlivy). Podle poměrů EV/EBITDA a EV/Sales je nyní ARCO ohodnocena podobně jako konkurent TAST a o zhruba třetinu levněji než EAT – **samotná valuační sázka se do velké míry naplnila.**

^{9/2016} Brazilská prezidentka Rousseffová odvolána Senátem.

^{11/16} MCD přestává provozovat své restaurace na Tchaj-wanu a hledá dlouhodobého franšizanta. Nabízí 404 poboček + 20 vlajkových, přímo vlastněných lokací za 30 mld. TWD (933 mil. USD). Podle *Businessweekly* požaduje: 1. nejméně 20 mld. TWD, 2. franšizant musí síť provozovat nejméně 20 let, 3. rodina franšizanta by měla zajistit nástupnictví další generace. Cena 20–30 mld. TWD implikuje zhruba 1–2 mil. USD za jednu pobočku – což by v případě ARCO dávalo celkovou hodnotu 2–4 mld. USD (**stále prostor pro růst!**).

Konferenční hovor: EBITDA marže 8,1 % (růst o 140 bps), důraz na efektivitu zdá se funguje, otevřeli 35 restaurací (1,5 % z celkového počtu – rozumné).

^{11/16} Prezident Temer čelí impeachmentu. Brazílie se připojila k tzv. Pařížskému klubu (globální spolek koordinující zadlužené země).

^{11/16} Podle *Financial Times*: MCD prodává čínskou franšizu, tedy 2 800 poboček za 2–3 mld. USD (**opět nad momentální valuační ARCO**). Dva dny poté se MCD rozhodl ponechat si část podílu v čínské franšize a získat prodejem pouze 1–2 mld. USD.



Graf 12: Cenový vývoj akcií Arcos Dorados (1/2015–12/2018)

- ⊖ ^{12/16} Na stránkách VIC (ValueInvestorsClub) byčí teze na Via Varejo (největší brazilský retailer elektroniky a nábytku). **Lidé si začínají všimnat oživení v Brazílii.**

^{1/17} MCD prodal podíl v čínské franšize státnímu konglomerátu CITIC a fondu Carlyle za 2,1 mld. USD a ponechal si 20% podíl. To oceňuje jednu pobočku na 1,3 mil. USD – v případě ARCO 60% prostor pro růst (ovšem Čína je rychleji rostoucí a méně nasycený trh). MCD nechce nést břemeno expanze (požadují po nových majitelích zdvojnásobení počtu poboček do roku 2020) – jako v minulosti s ARCO.

- ⊕ ^{3/17} ARCO po dobrých výsledcích odkupuje 80 mil. USD svých dluhopisů (splatnost 2023, kupon 6,6 %). Srovnatelné tržby +9 %, vyšší průměrná útrata přebila stagnující návštěvnost restaurací (**už ne klesající**). Akcie v reakci +25 %. Nový CFO Tannenbaum (v ARCO 8 let) mluvil o tom, že zastavili prodej majetku a zpomalili refranšizing. Plánují otevřít **dalších 180** poboček během tří let a investovat 290 mil. USD do stávající sítě. Celkem kapitálové výdaje 500 až 600 mil. USD, ale prý (**úplně nevěřím**) bez nutnosti zvýšit dluh nebo vydat akcie (CFO: „Nemůžeme zveřejnit, na kolik se bude MCD spolupodílet.“). Několik dní poté ratingová agentura Moody’s upgraduje výhled z negativního na pozitivní, zmiňuje lepší likviditní pozici.

^{4/17} Bank of America upgradovala ARCO, cílová cena 10 USD za akcii – první moment, kdy zvažují prodej. Na druhou stranu, prezidentské volby budou za rok a půl, vláda by mohla na chvíli opustit úsporná opatření a podpořit důvěru domácností. V souhrnu myslím, že cíl 10 USD je dosažitelný (hodlám prodávat za 9–9,5 USD).

^{5/17} Poprvé od krize stoupla návštěvnost restaurací. Cítím, že po provozní stránce management svoji úlohu zvládá, nejsem si jistý budoucí kapitálovou alokací (expanze, refranšizing).

^{8/17} Brazílie pod tíhou korupčního skandálu prezidenta Temera opustila své rozpočtové cíle pro následující roky. Výborně, veřejný dluh bude dále růst!

^{11/17} Tržby +8 %, ale EBITDA podpořena hlavně **nižšími royalties od MCD** (přiznali to ve svém komentáři). Počet nových restaurací zatím neroste nijak rychle (pouze 20 nových za poslední rok), ale to se změní. EBITDA je meziročně o 30 % výš, ale akcie o 60 % (nesoulad indikuje uzavření pokrizové mezery). Blíží se můj prodej. ⊖

^{1/18} Uzavřel jsem pozice těsně pod 10 dolarů za akcii. **Dobry obchod.** ⊕

^{2/18} Na stránkách VCI negativní teze na LTM – jihoamerické aerolinky. Autor rovněž vnímá, že cyklické oživení se blíží svému vrcholu.

^{3/18} ARCO zvýšilo cíl počtu nových poboček ze 180 na 200 a CAPEX na roky 2017–2019 z 500 na 660 mil. USD (**toho jsem se bál**). ⊖

Příklad 2: Core-Mark

TL (Truck-Load) vs. *LTL* (Less-than-Truck-Load) – *TL* dopravuje velké množství homogenního materiálu či zboží pro jednoho zákazníka, čímž je zaplněn celý kamion. *LTL* naopak kombinuje množství zboží pro vícero zákazníků během jedné trasy

Up-sell – je marketingová technika, kdy prodejce pobízí zákazníky ke koupi nadstandardní (a tedy dražší) verze zboží nebo služby, na kterou jsou zvyklí

SSS (Same-Store-Sales) – procentuální změna tržeb za určitou skupinou obchodů a zvolené časové období; používá se ke zjištění „organického“ růstu, bez vlivu nově otevíraných obchodů

Dollar stores – obchody prodávající malé položky (typicky jídlo, hygienické pomůcky, hračky) za jeden dolar či méně; nejznámějšími jsou Dollar Tree, Dollar General, Family Dollar

M&A (Mergers and Acquisitions) – zkratka pro fúze a akvizice, zastřešující termín pro spojení dvou společností

^{3/2015} Zajímavá teze VIC ohledně *LTL* (Less-than-Truck-Load) distributorů (Saia, Arkansas Best, Con-way, Old Dominion) – popisuje vlny kapitálových výdajů, a jak se zvyšuje ziskovost s maturujícími lokacemi, také se zabývá cykličností proti *TL* (Truck-Load).

^{5/2015} Konferenční hovor 1Q: nové CRM nasazeno v celé firmě (vyšší CAPEX), organický růst o 700 lokací, **uvolněná atmosféra** (dokonce smích).

^{10/15} CORE vyhráli zakázku od Murphy USA. Budou distribuovat 75 % jejich sortimentu (**cca 1,7 mld. USD ročně**), který tvoří z 90 % cigarety (**Proč? Chtěli přece diverzifikovat pryč**). Pozitivně překvapily právě prodeje cigaret (uvolnili část zásob) a segment čerstvého jídla, celkově tržby +8,9 %, zisková marže mírně lepší (EBITDA +13,2 %), dividenda zvýšena o 23 % na 0,64 USD ročně.

^{1/2016} Konference pro analytiky: *up-sell* příležitosti ve stávajících obchodech (dává mi smysl), 63 % C-Stores tržeb stále tvoří nezávislé obchody.

^{2/2016} Tržby v roce 2015 +8 %, EBITDA +10,2 %, EPS 2,21 USD. CORE musí integrovat nové zakázky od Murphy a 7-Eleven (odhad růstu tržeb 20–24 %). Cigarety nesou nižší marže než zbytek sortimentu – očekávají negativní dopad na hrubou marži do 50 bps (**poměrně dost při marži 5,5 %**) kompenzovaný vyšším objemem. Celkem 1 300 nových lokací, obsluhovány z 10 již existujících distribučních středisek. Integrace se většinou rovná problémy a vyšší náklady (CORE si například ponechala **více sezonních pracovníků přes konec roku**). Zajímavá dvojsečnost cen ropy – management jim přičítá lepší sentiment amerických zákazníků, zatímco v Kanadě kvůli těžebnímu útlumu ztratilo práci 300 tisíc lidí.

^{3/2016} Teze VIC na odpočívadla pro kamiony (ATD/B, CASY, CTS), podobná dynamika jako C-Stores a čerpací stanice – **konsolidace, úspory z rozsahu**. Porovnal jsem si valuace SYSCO a UNFI – **CORE výrazně dražší** (ale lepší vyhlídky konsolidace a nízká zákaznická koncentrace – pro UNFI tvoří WholeFoods 35 % tržeb).

^{5/2016} SSS (Same-Store-Sales) u cigaret poklesly o 0,1 %, v dalších segmentech (čerstvé jídlo, cukrovinky, nápoje) naopak rostly o 3 %, což je slušné oproti zbytku amerického retailu. Integrace nejde plynule (**dopad na EBITDA**), nedaří se kanadské divizi (SSS poklesly o 8,3 %), jak CEO předpokládal. Management věří (nevedl zdroj), že počet nezávislých C-Stores roste rychleji než celkový počet C-Stores (**nepřijde mi pravděpodobné**).

CORE kupuje distributora Pine State za 121 mil. USD, největší akvizice v historii (tržby cca 1 mld. USD), **potvrzení konsolidace**. Odvětví stále fragmentované, neměl by být problém s regulátorem. Management cílí návratnost investice v rozmezí 15–18 % (**níže než u dřívějších akvizic**).

^{7/16} Medvědí teze na CORE na SeekingAlpha. Mé protiargumenty: 1. způsob účtování zásob, pokud zůstává koherentní, 2. manage-

ment započítává akciové granty do upraveného cash flow, 3. oportunistické nákupy zásob (před pravidelným zvyšováním cen cigaret) jsou součástí jejich modelu, 4. valuace je samozřejmě napjatá, ale P/B porovnání je chybné, protože ostatní vlastní kamiony napřímo (nikoli leasing).

^{8/2016} SSS u cigaret mírně poklesly (-0,3 %), ale překonaly průměr trhu (-2 %), a v dalších segmentech naopak rostly o 4 % (Kanada zlepšení z -8 % na -0,6 %). Management vyjádřil nespokojenost s růstem provozní marže (**složitá integrace**). CEO Thomas Perkins přiznal, že nevidí tak velké akviziční cíle jako v minulosti.

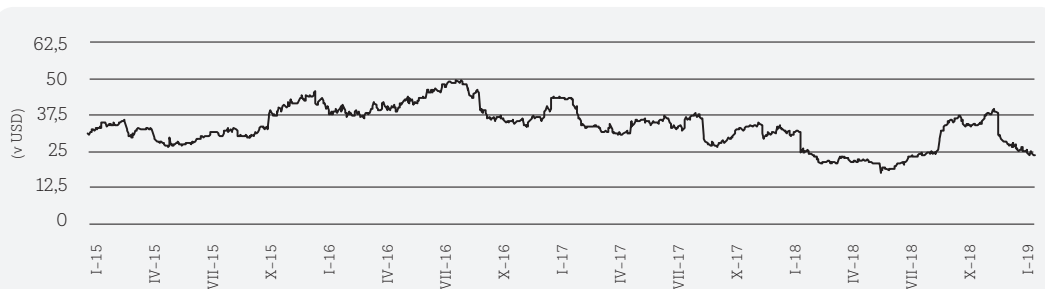
- ⊖ ^{9/16} CORE **ztratil část kontraktu s Circle K Stores** (1 100 lokací, 36 % objemu).

- ⊖ ^{11/16} SSS u cigaret poklesly o 3,3 % - vlivem vyšších daní v některých státech (**nevratný trend!**). Celkově negativní pocit z konferenčního hovoru - pomalá integrace, větší akvizice v nedohlednu, zákazníkům se nevede (deflace v jídle) - ale akcie si ponechávám jako konsolidační sázku.

- ⊕ ^{12/16} CORE vyhrál zakázku od Wal-Martu (60 % objemu jsou cukrovinky). Kellog je další příklad přechodu od vlastní prime distribuce k najatému distributorovi - **pozitivní pro CORE**, ovšem
- ⊖ **roste jim tím zákaznická koncentrace.**

- ⊕ ^{6/17} Akvizice Farner-Bocken za 175 mil. USD (namísto původně ohlášených 190 mil.). Couche-Tard (zákazník CORE, který tvoří 14 % tržeb) koupil Holiday Stationstores (středozápad, kde CORE nemá velké pokrytí - **příležitost**).

^{7/17} Velmi špatný kvartál - dvě divize (spojené s 7-Eleven) excesivní náklady. Návštěvnost C-Stores trpí (na vrub Wal-martu



Graf 13: Cenový vývoj akcií Core-Mark (1/2015–12/2018)

a dollar stores?). Management vidí příležitost v čerpacích stanicích (**nesmysl**, budou postupně zanikat s elektromobilitou – americká agentura EIA projektuje, že spotřeba paliv bude klesat o 1,7 % ročně mezi lety 2017 a 2030, navíc v posledních 5 letech počet čerpacích stanic ve Spojených státech rostl 1–2 % CAGR).

^{8/17} Rite-Aid je v problémech (bývalý zákazník). Tento typ obchodů trpí. Kolik procent byznysu je s těmito řetězci? Odpověď (Milton Draper): „Zhruba 65 % obchodů je definováno jako řetězce (10 a více lokací), z pohledu tržeb to bude o něco víc, ale nemám k dispozici přesná čísla.“ **Poprvé zvažují prodej pozice.**

^{8/17} CORE ohlásila odkup vlastních akcií v objemu 40 mil. USD (**příhodná kapitálová alokace**).

^{11/17} Provozní problémy pokračují (tržby +6 %, náklady +12 %), ztratili kontrakt s Kum&Go (430 obchodů, 350 mil. tržeb), CEO Thomas Perkins zní podivně smutně. Otázka od analytika Ch. Mandevilla (Jefferies): Jaké jsou zákaznické trendy mezi řetězci a nezávislými obchody? **Vágní odpověď.** Jaké jsou M&A příležitosti (s dluhem 3× EBITDA a 16% tržním podílem)? „Museli bychom vydat akcie.“ Můj závěr: V oddlužovací fázi, pokles cigaret zrychluje, chápu, proč to ostatní vyprodali, ale při této valuaci CORE vnímám jako protiinflační sázku („jsme s FEDem“) a vhodný defenzivní doplněk portfolia.

- ⊖ ^{1/18} Profit warning (akcie -20 %). William Blair nově pokrývá CORE s doporučením „koupit“ – na můj vkus **přílišný důraz na rezistenci vůči online v jejich tezi.**
- ⊕ ^{3/18} CEO T. Perkins v květnu odejde do důchodu (aha). „**Dvě problémové divize už nejsou ve ztrátě.**“ Scott (nastupující CEO) chce zaměřit pozornost zpátky na nezávislé obchody, přiznal, že dollar stores ubírají tržby C-Stores, kvituji jeho **důraz na provozní stránku.** Ch. Miller (CFO) oznamuje cíl snížení dluhu na 350 mil. USD. Můj závěr: Mzdová a logistická inflace se dřív nebo později projeví i v jídle (dobré pro CORE), cigarety tvoří nyní 70 % tržeb, ale pouze 40 % ziskovosti (OTP produkty kompenzují chybějící objem vyšší marží).
- ⊖ ^{7/18} Cowen predikuje, že objem prodaných cigaret ve Spojených státech bude klesat 8 % CAGR (2018–2025) a pro výrobce to nevykompenzuje zvyšování ceny jako v minulosti. **Tomu bude CORE těžko vzdorovat.**

Příklad 3: Wayfair

Break-even – označuje bod zvratu, kdy se náklady rovnají tržbám, takže není generován žádný zisk (ale ani ztráta)

Payback – označuje dobu, která je potřeba k pokrytí prvotních nákladů, aby se investice dostala do bodu break-even

Last-mile – termín používaný v logistice pro doručení zboží z distribučního centra do finální destinace (maloobchodník, domov, kancelář atd.)

IoT (Internet of Things – internet věcí) – propojení fyzických zařízení (vozidla, domácí spotřebiče atd.) pomocí senzorů, softwaru a internetu tak, že si mohou vyměňovat data a být ovládána vzdáleně

Off-price – maloobchodní koncept prodávající luxusní zboží ve slevě; na rozdíl od outletů ovšem bývají off-price obchody umístěny v centrech měst

Traffic – ukazatel návštěvnosti obchodů či obchodních center

Placený ranking – forma internetové reklamy, kdy je výsledek vyhledávacího algoritmu na stránkách obchodníka ovlivněn tak, aby preferoval určité zboží

^{7/2016} teze VIC na konkurenta Restoration Hardware (high-end nábytek) – chtějí eliminovat slevy (Wayfair nemá slevovou kartu), přesunout se do větších lokací (Wayfair má v podstatě neomezenou nabídku), sloučit katalogy do jednoho (Wayfair přesně tohle udělal před lety). Zajímavé zmínky o Ethan Allen (výrobce, ne retailer) a Williams-Sonoma (slušná online nabídka, nejbližší konkurent).

^{8/16} Volatilní obchodování: Wayfair jmenovala J. Millera (z Google) do představenstva (akcie +15 %), následně zklamání ohledně ziskovosti (akcie -20 %). Kvartální ztráty v expanzivním módu nevyhnutelné: rozšiřování aktivit v Kanadě (lokální verze stránek, posílen marketing) a v Evropě (+600 zaměstnanců, tržby zatím pouze 50 mil. USD). Spuštěna aplikace Patio pro virtuální prozkoumávání nábytku (na Oculus Rift).

^{11/16} EBITDA mírně negativní (-3,6 %), ale tržby od déle aktivních zákazníků rostou (+10 %) a **průměrná útrata také** (235 vs. 244 dolarů). Spustili svatební registr (dobrý doplněk, minimální dopad), vlastní značky tvoří 35 % tržeb (Amazon nikdy nenabídne). ⊕

^{2/17} US EBITDA break-even, mezinárodní EBITDA -25 mil. USD, přidali sanitu a matrace (**nekvituji – malá designová hodnota**, ale inkrementálně prospěšné). Rozdělení logistiky: malé balíčky 70 % (UPS, Fedex), rozměrné zásilky 30 % (vlastní doprava), Castlegate (stejně jako „Fulfilled by Amazon“) **vytížené zatím pouze na 15 %**. Přidávají kreditní kartu, půjčky, svatební registr má už 50 tisíc členů. Cítím, že někteří lidé mohou být unaveni chybějící ziskovostí. ⊖

^{4/17} **Amazon spouští vlastní sekci nábytku**. Ihned poté vyšla medvědí teze od firmy Citron. Nevidím v ní ale hlubší podstatu (zaměřují se pouze na chybějící ziskovost Wayfairu). ⊖

- ⊕ ^{5/17} V konferenčním hovoru je znát rozdíl mezi oběma zakladateli: Niraj (obchodník) a Steve (IT specialista). **Vlastní značky už 45 % tržeb!** „Payback pro reklamu máme stanoven na 12 měsíců.“
- ⊕ ^{6/17} Konference v Chicagu: Michael Fleisher (CFO od roku 2013), **velmi fundovaný a přesný, se zápalem pro firmu.** „Retail je těžší, než se zdá, musíš totiž udělat všechno správně (marketing, selekci, doručení) a za plné rychlosti“ (proto jsou opatrnější v Evropě), zavedli vlastní last-mile doručování i o večerech a víkendech, Amazon jde po „rychloobrátkových položkách, nemají takový výběr, prodávají i věci, které byly v módě před deseti lety“, „měsíční poplatek (Wayfair Prime) nezavedeme, nemyslím, že to bude fungovat v mass marketu“, „průměrný počet transakcí s námi je 1,7× ročně, ale lidé nakupují v této kategorii 6–7×“, „plán EBITDA ziskovosti nemá stanoven přesný časový horizont“, vratky jsou zhruba 5 % obratu – hustota sítě nefunguje na druhou stranu (vrácení je logisticky výrazně dražší), nový program Perigold – pouze pro luxusní zboží (odhaduje cílový trh 5 mld. USD).
- ^{7/17} *Financial Times*: Houzz získal privátním úpisem 400 mil. (oceňuje firmu na 4 mld. USD), soupeří s Angie's, Wayfairem, Amazonem nebo Pinterestem, ale sám kupuje zboží – retailer, ne platforma.
- ⊕ ^{7/17} Medvědí teze na Wayfair na VIC – nepřináší nic nového. Líbí se mi **tento komentář**: *Souhlasím s pozitivním pohledem na cenovou úroveň, kvalitu a nabídku zboží. Navíc jsem měl možnost interagovat s jejich pracovníky a musím říct, že mi připomínají modely jako GEICO či Starbucks. Ve zkratce, velmi prozákaznický orientovaní.*
- ⊖ ^{8/17} Wayfair nadále nebude v prezentaci zobrazovat historické zákaznické skupiny (vysvětlení ohledně míchání mezinárodního a domácího byznysu mi **smysl nedává**).

^{9/17} Berenberg nově pokrývá Maisons du Monde (Fidelity drží 10% podíl) – dobrý přehled konkurentů, argumentuje vysokou marží (ale to je slabina – **nevrací to zákazníkům**), vysoká závislost na periferních retailových lokacích (budou trpět), EU online penetrace v nábytku pouze 3 % (US 12 %, UK 15 %) – potenciál. ⊖

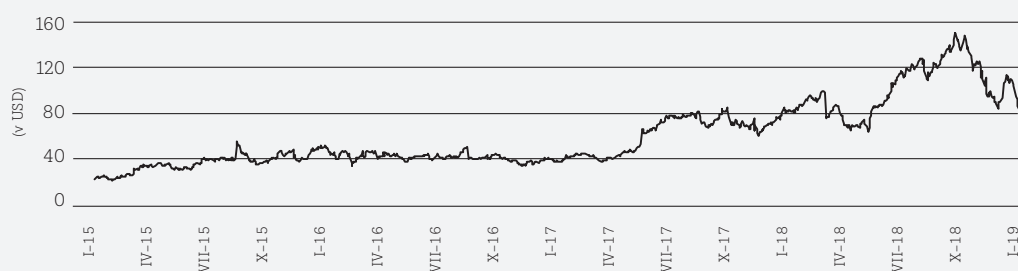
^{9/17} Akademická studie „Customer-Based Corporate Valuation for Publicly Traded Non-Contractual Firms“ používá Wayfair jako příklad, dává mu **cílovou cenu 10 USD** (shortař Citron pochopitelně aplauduje). Nestačí ovšem sledovat akviziční náklady na zákazníka a jeho celkovou útratu, protože to ignoruje: využití vlastní logistiky, síťový efekt (v marketingu i v přitažlivosti pro výrobce), a především akcelerující online prodej (ztráty podílu fyzických obchodů se zrychlují). ⊖

^{11/17} Wayfair přidává do nabídky velké domácí spotřebiče od GE (je potřeba chytit se IoT). Amazon právě spustil dvě vlastní značky v kategorii domácího zboží: Rivet, Stone & Beam.

^{1/18} Wayfair jmenoval J. Naylora (59 let) do představenstva – pochází z TJX, úspěšný off-price retailer s kapitalizací 50 mld. USD. Dobrý znak, že dokážou přitáhnout takové lidi.

^{1/18} Teze VIC na BBBY. Zajímavý komentář: Zdá se, že off-price obchody (mají podobný model podnikání jako outletry, ale bývají umístěny v centrech měst) jsou větší hrozbou pro klasický retail než Amazon. Divize TJX prodává podobné zboží jako BBBY, ale s 20–60% slevou. Off-price získává tržní podíl v oblečení už dlouho, ale u nábytku tento trend dosud nebyl pozorovatelný. Při posledním hovoru šéf BBBY konečně přiznal, že ztrácí traffic na úkor off-price.

^{2/18} **Akcie po výsledcích –20 %**, silné tržby, žádná EBITDA páka ani ve Spojených státech – analytici nervózní (R. Domyancic z William Blair zmiňuje růst akvizičních nákladů ze 43 na 51 USD), Niraj ⊖



Graf 14: Cenový vývoj akcií Wayfair (1/2015–12/2018)

to vysvětluje mohutným nabíráním zaměstnanců. Nově přebírají zodpovědnost za kontejnery (v podstatě vlastní **forwarding business – kapitálově nebezpečné**). Chtějí tím snížit míru poškození, zefektivnit trasy a spolupráci s dodavateli (dává smysl).

^{3/18} Někteří připisují slabost akcií Wayfair nové online strategii ze strany Overstock. Retail ale nikdy nebyl o malé konkurenci, vždy byl o vlastních schopnostech.

^{6/18} IPO nábytkáře Lovesac (LOVE) upsáno nad očekávání za 16 USD za akcii, kapitalizace 450 mil. Nyní +50 % na 24 USD za akcii. Další noví konkurenti v Evropě: Vente-Unique, Made.com a Home24 – **mnoho primárních nabídek signalizuje vrchol cyklu**.

^{7/18} Berenberg pokrývá Home24, dává cíl 1,8× tržeb, což značí 40% prémii oproti Wayfair s tím, že Home24 dosáhne vyšší cílové EBITDA marže (13 % vs. 9 %), začínali pod **Rocket Internet (pochybná reputace)**, tvořilo je větší množství webshopů, sloučili se s hlavním soupeřem Fashion for Home (znak slabosti), **50 % tržeb z vlastních značek** (ale jen 25 % položek, v private label tedy mají položky s vyšší cenou), 50 % tržeb vyžaduje doručení dvěma pracovníky – velké zásilky, vratkovost 10 % (Wayfair 5 %), riziko skladových zásob 11 % (Wayfair 1 %), ze statistiky na str. 41: Wayfair v Německu **nenabízí vrácení zboží zdarma**, a přesto má v přehledu **vysokou zákaznickou satisfakci**.

^{7/18} Licence na námořní dopravu (Spojené státy, Kanada, Čína) – cíl vybudovat logistickou platformu i pro menší asijské dodavatele (aby nemuseli zaplnit celý kontejner). Nové produkty: venkovní sauny, pergoly (prodlužuje sezonu, nemají omezení prodejního prostoru). Nově nabízejí služby interiérových designerů (za 79 nebo 149 USD) – jako americký **StitchFix?** (Samo nemůže fungovat, jako doplněk ano.) ⊖

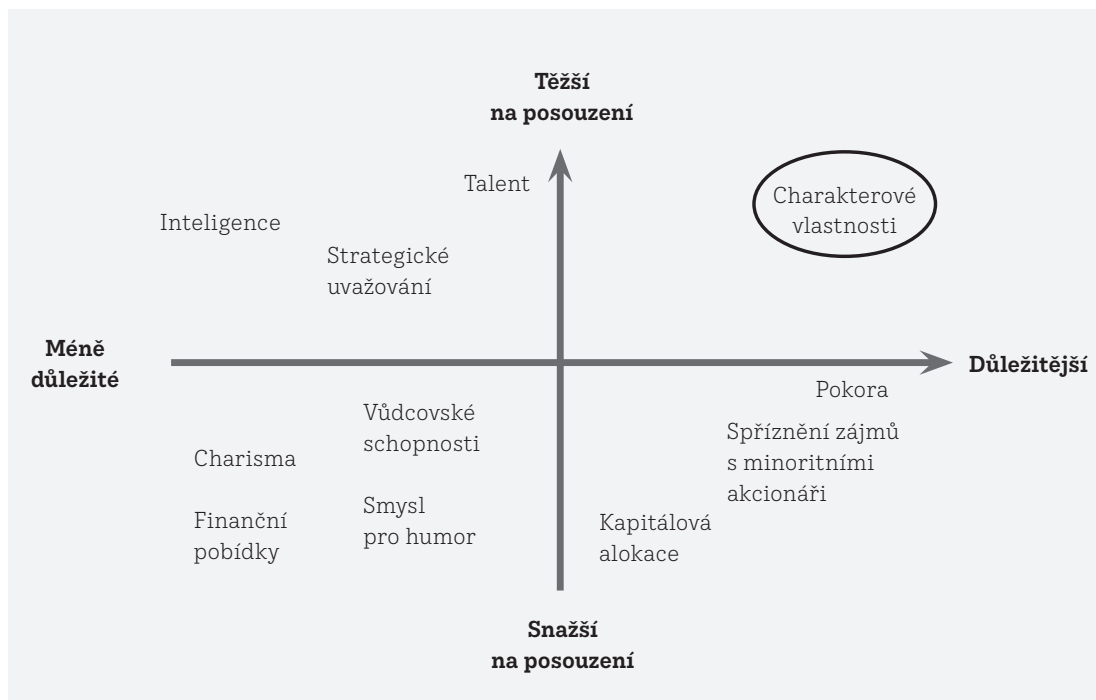
^{9/18} Private Equity firmy Investindustrial and Carlyle zakládají holding pro luxusní interiérové firmy – B&B Italia, Flos and Louis Poulsen (kombinované tržby kolem 500 mil. EUR) – **dokonce Carlyle se o tento obor zajímá.** ⊕

^{9/18} Další podobné IPO – Westwing Group AG, ohlášené cenové rozmezí akcií je 23–29 EUR (implikovaná valuace 1,2–1,5násobek tržeb), kapitalizace 500 mil.

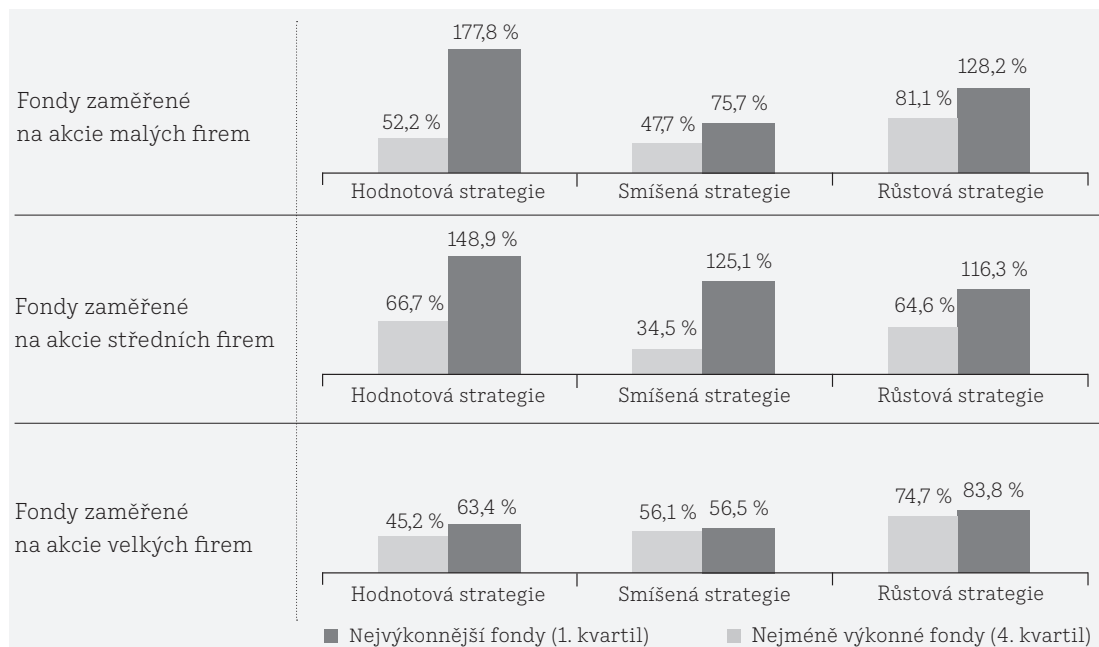
^{10/18} Dobrá analýza od Kepler Cheuvreux na Maison du Monde – hlavně tabulka dosahu na sociálních sítích (Wayfair #2). Cyklické zpomalení v nábytku je ovšem nedaleko (**nedaří se výstavbě a ceny nemovitostí začínají stagnovat**). ⊖

^{11/18} Niraj (CEO) v konferenčním hovoru indikoval „**mírně horší vánoční sezonu**“ (Amazon reaguje podobně), začínají experimentovat s fyzickými showroomy Dallas, New Jersey), zavedli „sponsored products“ (placený marketing na stránkách, jako dělá Amazon) – **rozporuplné**, protože je zde inherentně střet zájmů (otevřená platforma vs. placený ranking), říkají, že se jim skrze data daří eliminovat negativní vliv pro zákazníka (zatím těžko posoudit). ⊖

Materiály k 13. a 14. kapitole



Obrázek 4: Schéma posouzení kvalit managementu



Graf 15: Vztah mezi průměrnou desetiletou výkonností a obrátkovostí portfolia v jednotlivých kategoriích podílových fondů

Charlieho checklist

K předsevzetí držet dobré akcie by vám měl pomoci kontrolní seznam, který pochází od již několikrát zmíněného investora Charlieho Mungera. Vypůjčil jsem si od něj osmero principů, o nichž jsme v drtivé většině (byť možná jinými slovy) mluvili, a mírně jsem je doplnil. Osobně si tento seznam před každým nákupem i prodejem procházím, abych se ujistil, že nejednám ve spěchu či jinak nerozvázně. Jak Charlie upozorňuje: „Žádný rozumný pilot, nezávisle na tom, kolik má zkušeností a talentu, si nezapomene projít předstartovní seznam.“ Šetří to energii a předchází starostem.

1. Riziko – Začínáte ohodnocením rizika, především toho reputačního. Vyhněte se lidem s pochybnou pověstí (ať už jde o manažery firem, zaměstnavatele či klienty). Zahrňte do své investice dostatečný bezpečnostní polštář proti poklesu valuace. Za podstupované riziko chťejte odpovídající zhodnocení. Nesoupeřte tam, kde nemůžete vyhrát (krátkodobé obchody). Vyhněte se velkým chybám – vyvarujte se případů úplné ztráty investovaného kapitálu (velký dluh, vysoká cykličnost firmy, příliš mnoho akvizic). Berte v potaz i geopolitické hrozby a měnové riziko.
2. Nezávislost – Mějte na paměti, že pouhý fakt, že s vámi druzí lidé souhlasí či nesouhlasí, neznamená, že je vaše investiční teze správná nebo chybná. Napodobování davového chování pouze zvyšuje pravděpodobnost návratu k průměru (vás i vašich investičních výsledků). Jenom v pohádkách někdo nahlas řekne: „Císař je nahý.“
3. Příprava – Pracujte, pracujte, pracujte. Staňte se celoživotním studentem pomocí soustavného čtení a přemýšlení. Důležitější než touha vyhrát je touha být připraven. Vzdělávejte se v množství mentálních modelů, tedy takových, jaké jsme si ukázali například v psychologii (koncept nevědomí, Bandurovy zásady učení), v behaviorálních financích (prospektová teorie), matematice (složené úročení, Mandelbrotovy fraktály) a dalších vědních disciplínách – čím širěji, tím lépe – a neustále se ptejte: „Proč, proč, proč?“
4. Intelektuální pokora – Přiznání si toho, co nevíme, je úsvitem moudrosti. Zůstaňte ve svém okruhu kompetencí. Hledejte a zpracovávejte důkazy, proč je vaše hypotéza chybná (spíše než potvrzující důkazy – jak máme všichni automaticky naprogramováno). Odolejte pokušení předvídat něco s falešnou přesností či jistotou. Nezapomínejte, že vy sami (kvůli prostému faktu, že jste člověkem) jste tím, koho lze

nejjednodušeji napálit. Shromažďujte i informace, které se zdají být vedlejší nebo nesouvisející (možná jsou synchronicitami, které jste pouze nerozpoznali). Vždy stůjte k problémům čelem – nezametejte je pod koberec. Pokud na něco nemůžete nebo nechcete odpovědět, přiznejte to a svůj okruh kompetencí zužte.

5. Analytická důslednost – Používáním vědeckých metod a seznamů (např. Porterovo schéma či Phelpsovy charakteristiky atraktivních firem) minimalizujte chybovost a nedůslednost. Stanovujte hodnotu nezávisle na ceně. Odlište opravdový vývoj od pouhé aktivity, bohatství od pouhé velikosti. Analyzujte v první řadě podnikatelský model (nikoli chování trhu, akcí či politiků). Přemýšlejte o důsledcích vzdálených (druhá derivace) a nepřímých (efekt motýlích křídel). Uvažujte tam a zpátky – vždy se snažte úvahu obrátit (always invert). Nezapředněte do malých detailů na úkor širokého podprahového trendu.
6. Alokace – Optimální alokace je nejdůležitější prací investora. Připomínejte si, že nejlepší použití kapitálu je vždy dáno druhým nejlepším použitím (zákon obětované příležitosti). Dobré nápady jsou vzácné – když je pravděpodobnost výhry nakloněna na vaši stranu, sázejte (alokujte) mocně, buďte chamtiví, když se ostatní bojí, a opatrní, když jsou ostatní chamtiví. Chtějte odpovídající odměnu za své schopnosti a vynaloženou energii. Nezapomeňte, že trh má regulační funkci (obnovuje rovnováhu na obě strany). Uvažujte i o širším dopadu své alokace na společnost. Nechte se vést situací. Buďte v dobrém smyslu oportunističtí.
7. Trpělivost – Odolávejte přirozeně lidské potřebě stále něco dělat, nuda je špatný pomocník investora, v profesi investora nejste placeni za aktivitu. Složené úročení je osmým divem světa, takže je nikdy zbytečně nepřerušujte. Vyhněte se zbytečným daním a transakčním nákladům. Nechte příležitosti, aby se objevily, užívejte si proces společně s výdělkem, protože proces je to, čím žijete.
8. Změna – Přijměte změnu a neodmyslitelnou komplexitu světa. Rozpoznejte a přizpůsobte se skutečnému stavu okolí, neočekávejte, že se v každém ohledu přizpůsobí ono vám (ale zároveň nevzdávejte snahu o jeho úpravu, pokud cítíte, že je potřeba). Ustavičně zpochybňujte své nejoblíbenější nápady a vědomě se snažte je procházet

a měnit jejich pořadí, abyste svému vědci zajistili objektivitu. Průběžně reflektujte realitu, ačkoli se vám nemusí líbit. Mějte na paměti, že musíte rozlišit, zda jsou jednotlivé události pravidlem, nebo výjimkou (Drucker).

Kdybych vám tento seznam ukázal v úvodu, zřejmě by se vám pořádně zatočila hlava. Tolik cizích termínů a abstraktních konceptů. Tolik požadavků! Ne nadarmo také Fisher píše: „Práce investora je natolik specializovaná, že není o moc více důvodů pro to, aby člověk sám investoval na burze, než pro to, aby byl svým vlastním právníkem, lékařem, architektem nebo automechanikem. Těmito činnostmi by se měl zabývat, jen pokud ho vskutku baví a získal v nich značné zkušenosti.“ Nyní vám ovšem ty termíny a požadavky zapadají do sebe. Nacházíte mezi nimi vztahy a dohromady vytvářejí obrázek toho, jaké to je být investorem. Je pochopitelně ještě poměrně rozostřený, ale ostrost mu budou postupně dodávat vaše vlastní, samostatnější zkušenosti. Doufám, že po strachu už není ani památky a že se na tyto nové zkušenosti těšíte. Výborně. A za takový posun si v následující kapitole zasloužíte skutečnou investorskou „perlu“.

Materiály k 15. kapitole

Benjamin Graham: ***Security in an Insecure World***

15. listopadu 1963

Doktor Rappaport vybral pro mou řeč velmi zajímavý název: „Security in an Insecure World.“* Věřím, že nikdo z vás nepodlehł mylnému dojmu, že budu mluvit o bezpečí obecně. Budu mluvit o finančních aktivech, nikoli o fyzickém bezpečí, psychickém bezpečí a podobně. Název této přednášky by tedy měl znít spíše: „Securities in an Insecure World“. A co se finančních aktiv týče, budu se zabývat pouze investicemi do akcií a dluhopisů, protože ta jsou předmětem mého zájmu. Nebudu hovořit o spoření, rozpočtové politice, životním pojištění, nemovitostech, penzijních plánech a podobných věcech, jelikož v těchto oblastech se nepovažuji za experta a rád bych vám přednášel o věcech, o kterých toho, doufejme, vím víc než vy.

V souvislosti s finančními aktivy – s důrazem na investiční strategii – existují dle mého názoru tři druhy hrozeb, které by měli investoři v současnosti reflektovat. První z nich je nebezpečí atomové války, druhou je riziko inflace a třetí je hrozba výrazného tržního kolísání nahoru a dolů – a samozřejmě především dolů. Nuže, nemám absolutně žádnou radu ohledně zabezpečení aktiv či portfolia v případě jaderné války. A nemyslím si, že kdokoli jiný ji má; obvykle preferujeme zamést tenhle problém

* Finanční aktiva v nejistém světě – v originále jde o slovní hříčku, slovo „security“ má význam „bezpečí“ ale také „finanční aktivum“.

pod koberec a zabývat se věcmi, které můžeme ovlivnit. Druhou hrozbou, kterou jsem zmínil, je inflace. Inflace formovala zkušenosti investorů hluboko zpět v čase, až k roku 1900, a ne každý si uvědomuje, že během prvních třiceti let tohoto století jsme – měřeno standardními indexy – měli mnohem silnější inflaci než v dalších třech desetiletích.

Pokračování jisté míry inflace je pravděpodobné i v budoucnu, a to je hlavní důvod, proč většina inteligentních investorů chápe, že určitá část jejich portfolia musí být tvořena akciemi. Nicméně jde pouze o část hádanky, kterou inflace z pohledu investiční strategie zakládá. Míra inflace a reakce investorů na ni totiž během let výrazně varíují. Jak dobře ukazují nedávná minulost, rozhodně nejde o přímočarý vztah. V uplynulých letech jsme zažívali silný růst akciového trhu, který byl doprovázen velmi nízkou inflací. Od roku 1958 velkoobchodní ceny v podstatě stagnovaly. Došlo sice k 6,5% zdražení bydlení, což samozřejmě není zanedbatelné, ale samo o sobě to těžko vysvětluje 100% růst cen akcií. Naopak během let 1945 až 1949 jsme zažívali téměř explozivní inflaci – index spotřebitelských cen (což je v podstatě soubor „nákladů na živobytí“) poskočil o 33 % – ale v té samé době akcie mírně poklesly.

Vysvětluji si to tak, že očekávání investorů ohledně inflace jsou zřejmě spíše *výsledkem* nedávno zažívaných pohybů akciového trhu než jejich *příčinou*. Tím pádem existuje velké riziko, že investoři přikládají inflaci příliš velkou váhu v dobách, kdy akciový trh roste, a naopak ji úplně ignorují – jako v letech 1945–1949 – když klesá.* Společné chování inflace a akciového trhu již od roku 1900 tento závěr skutečně potvrzuje.

* Nabízí se analogie k současnosti, kdy v prvních letech po finanční krizi byl kvůli uvolněné monetární politice strašák inflace velmi často zmiňován. Nyní – po mohutném růstu akcií a navzdory silnému trhu práce – centrální banky vyšší inflaci dokonce samy podporují a ve Spojených státech se k volné měnové politice přidává i fiskální (rozpočtová) expanze.

Posledním problémem v souvislosti s finančními aktivy je tržní kolísání. Vliv cenových fluktuací je totiž velmi podstatný, ačkoli Wall Street v posledních letech měla, a dokonce stále má tendenci tento fakt zapírat. Jde totiž o to najít nějaké spolehlivé rozlišení mezi investorem a spekulantem, a – jak později ukážu – právě tohle rozlišení z Wall Street v podstatě vymizelo. Taková situace už minulosti mnoho problémů způsobila, a zřejmě jich ještě mnoho způsobí.

Pouhý rok zpátky se tržní kolísání ukázalo jako mimořádně důležité jak pro investory, tak pro spekulanty – index Dow Jones Average (DJIA) propadl z 735 bodů na 535. Tento sedmadvacetiprocentní pokles indexu byl doprovázen padesáti až devadesátiprocentním poklesem cen většiny nových emisí vydaných v průběhu posledních dvou let, které notně přispívaly k nedávné tržní aktivitě.** V té chvíli, tedy v květnu 1962, to vypadalo, že koncept „jednocestného trhu“ – tedy mířícího pouze vzhůru s občasnými malými korekcemi – byl nadobro opuštěn.

Wall Street má však extrémně krátkou paměť a v tuto chvíli se většina finančních autorit znovu přiklání k poučkám z let 1960 a 1961. Mezi profesionály opět převažuje myšlenka, že inteligentní investor se nemusí otázkou tržního kolísání nijak zvlášť zabývat, a používají argumenty dvojího typu.

Zprvé tvrdí, že na dlouhodobý růst akciového trhu se dá beze všeho spolehnout, a proto jsou poklesy v mezidobí relativně nedůležité – pokud má člověk národu pravého investora, může je ignorovat. Zadruhé popírají, že něco jako „akciový trh“ vůbec existuje, čímž je myšleno, že tržní průměry nejsou pro inteligentního a informovaného investora či spekulanta důležité. Pokud provede správnou selekci, nemusí se starat o to, co dělá trh jako celek, protože dobré akcie půjdou vždycky nahoru, zatímco ty špatné

** Velmi podobně reagovaly nové emise i během posledního čtvrtletí roku 2018, přestože celkový propad indexu byl svým rozsahem mírnější (DJIA -19 %).

budou za každých podmínek ztrácet – stačí tedy vybrat ty dobré a na celkový průměr trhu zapomenout.*

Jak validní jsou tyto dva argumenty? První z nich – tedy že akcie jsou atraktivní díky jejich skvělé výkonnosti od roku 1949 – staví hned v základu na velmi důležitém omylu. Je jím představa, že čím lepší je minulá výkonnost akcií, tím pravděpodobněji budou dobrou investicí také dál. Víme sice, že když si konkrétní firma v uplynulých letech vedla dobře, je to celkem spolehlivý indikátor (nikoli však záruka) i do budoucna, protože má zřejmě určitou konkurenční výhodu, která obvykle přetrvává, o akciovém trhu jako celku to ovšem tvrdit nelze.

Podle mého názoru je to právě naopak – čím výše se akciový trh dostane, tím více existuje důvodů, proč *nedůvěřovat* jeho dalším pohybům, bereme-li v úvahu pouze jeho vnitřní zákonitosti. Po mnoho desetiletí byl charakterizován střídavými periodami silného růstu, často spekulativní povahy, a následnými značnými poklesy. Předchozí růstové fáze s sebou tedy pravidelně nesly varovné signály budoucích neradostných zpráv. Silná minulá výkonnost totiž *neindikuje* budoucí pokles pouze za předpokladu, že ji ospravedlňují rovněž *externí* důvody**, ne pouze cenový pohyb sám o sobě. Proto je značný růst akciového trhu signálem k opatrnosti, nikoli důvodem k optimismu.

Jaký může být teoreticky vývoj akciového trhu z dnešních úrovní? Chtěl bych představit tři možné scénáře, ačkoli jich

* Momentálně (i pod cenovým tlakem pasivních fondů) se tento narativ obrací do druhého extrému – že průměr (index) je to jediné, co existuje. O tomto přístupu jsme už hovořili v souvislosti s teorií efektivních trhů a snažili jsme se jej zpochybnit ukázkou toho, že existuje podstatná část firem, které se k tržnímu průměru nevrací a jsou dlouhodobě lepší.

** Tedy pozitivní vývoj podnikání či podkladového trendu, na který je firma navázána – oboje bylo součástí našeho hledání investičních nápadů. V případě celého trhu se však takový „všeobjímající“ externí důvod hledá výrazně hůře, protože by muselo jít o změnu lidské povahy obecně.

nepochybně existuje mnohem víc. První, v současnosti dosti populární variantou, je, že růst, který se odehrál od roku 1949 – z úrovně DJIA 163 až na 750 – odráží jakousi novou a úžasně vylepšenou podstatu akcií, a proto je možné očekávat jeho pokračování v přibližně stejné míře i nadále. Pouze takové očekávání může ospravedlňovat to, že někteří prodejci podílových fondů lákají potenciální klienty na vidinu zisků, které tyto fondy přinesly v předchozích 14 letech. Jde však pouze o hypotetické zisky, protože nyní už si člověk tyto fondy kupuje za zvýšené ceny. Takové výpočty k ohromení investorů jsou mezi prodejci podílových fondů na denním pořádku. Komise pro cenné papíry (SEC) sice vyžaduje, aby byly doplněny upozorněním, že ona kalkulace nedává žádnou budoucí záruku, ale všichni víme, že tuto výhradu málokdo bere vážně.

Druhou možností je, že většina zmíněného růstu byla pouze návratem ze stlačených hodnot roku 1949 na odpovídající úroveň, které vznikly na bázi jakéhosi nového ocenění. V takovém případě by se většina nárůstu z let 1949 až 1963 nemohla opakovat, protože současná hranice už je zkorigovaná. Mohl by však přijít stabilní, uspokojivý růst, řekněme o 4,5 % ročně. Pokud je momentální úroveň 750 bodů skutečně přibližně správná, lze dále očekávat typický historický výdělek 4,5 %, rok za rokem, s mírným tržním kolísáním.

Třetí variantou je, že povaha trhu zůstala stejná jako na prvopočátku, což je – dle našich záznamů datujících se zpátky minimálně k Jihomořské bublině z roku 1720 – alespoň 200 let. Rovněž máme velmi detailní záznamy ohledně cen akcií ve Spojených státech od roku 1871, které jsou základem pro databáze Cowles a Standards and Poor's. Mohlo se tedy lehce stát, že jsme se nevymanili z důvěrně známého střídání překotného optimismu a pesimismu, jehož výstižným příkladem může být chvíle, kdy nynější býčí trh začal. Během roku 1949 dosáhl akciový trh nejnižší úrovně ocenění (P/E) ve své historii (pokud nepočítáme období války). Akcie se tehdy obchodovaly za pouhý sedminásobek své ziskovosti,

v současné chvíli je to však dvacetinásobek.* Z toho lze vyvodit, že stejně jako byly akcie evidentně *podhodnocené* na sedminásobku zisků, mohou být *nadhodnocené* na dvacetinásobku či na jakékoli jiné úrovni, která může ještě přijít.

Dle mého názoru je varianta jedna mimo hru. Ekonomická realita nedovoluje, aby čisté zisky, kterých bylo dosaženo v letech 1949 až 1963 – tedy zhruba 14 % ročně včetně dividend** – pokračovaly donekonečna. Jednoduše nedisponujeme finančním a ekonomickým systémem, který by mohl na takovém základě fungovat. Pokud by tomu tak bylo, nikdo by nemusel kvůli obživě pracovat.*** Živě si pamatuji lidi, kteří ve dvacátých letech podobný názor zastávali, opustili svá zaměstnání a vrhli se na Wall Street, aby profitovali z její skvostné budoucnosti.

Druhá možnost – tedy, že trh bude pozvolna růst z dnešní hladiny, ale nemá už výhodu stlačené startovní pozice – je teoreticky přijatelná. Nicméně problém je (a budu o tom hovořit později), jak nastavit odpovídající valuační úroveň, tedy jak alespoň přibližně stanovit momentální férovou hodnotu akcií. Rozebíral jsem tuto otázku v textu pro Americkou finanční asociaci v prosinci 1961 a konstatoval jsem tehdy, že trh je unášen vlnou neprověřených pravidel. Na původní standardy hodnoty, které fungovaly po desetiletí a možná po celé generace, se už nedá spolehnout, jakožto na příliš konzervativní. Nové standardy však nelze vytvořit zásahem něčího vědomí či matematickým výpočtem. Budeme muset

* Ocenění indexu DJIA dosáhlo po finanční krizi minima 11,5násobku zisků v roce 2011 a dosavadního maxima dvacetinásobku na přelomu let 2017 a 2018 – poté byla minimálně na čas stlačeno snížením korporátním daní.

** V uplynulých deseti letech – ode dna akciového trhu v březnu 2009 do března 2019 – by zisky měřeny stejným indexem DJIA a po započtení dividend vycházely dokonce na 15,8 % ročně. Takový vývoj se tedy jednoduše nebude opakovat.

*** V tomto kontextu lze připomenout debaty, a v některých zemích dokonce pokusy o zavedení nepodmíněného příjmu.

počkat, možná poměrně dlouhou dobu, než budeme moci nové standardy bezpečně stanovit.**** V mezidobí bude akciový trh provádět své vlastní kalkulace metodou pokusu a omylu, což povede k velkému kolísání okolo bodu, který se až později ukáže jako nová střední hodnota. Silný pokles v roce 1962 ukázal příklad takového kolísání v jednom směru a nenadálé oživení od června 1962 by mohlo být příkladem opačné fluktuace.

Bezpochyby vás zajímá, co mám na mysli pojmy „původní“ a „nové“ standardy hodnoty. Původních standardů hodnoty – široce přijímaných řekněme do roku 1955 – bylo dosaženo různými přístupy založenými na úsudku a zkušenosti. Mým nejoblíbenějším byl pochopitelně můj vlastní, který se vžil pod názvem „Graham“. Byl odvozen z průměrné ziskovosti 30 akcií z indexu DJIA za předchozích deset let, kapitalizované dvojnásobkem výnosu do splatnosti kvalitních dluhopisů. Například současný průměrný zisk akcií DJIA za předchozích deset let je 33 dolarů a momentální výnos do splatnosti státních dluhopisů je 4,3 %. Když kapitalizujete 33 dolarů mírou 8,6 % – což dává valuační násobek zhruba 12 – dostanete férovou hodnotu přibližně 380 bodů. Pro srovnání, dnešní úroveň DJIA je 750.

**** Podobná debata se ve finanční komunitě vede i nyní. Jedna skupina argumentuje tím, že inflace (a tedy i úrokové sazby) zůstane ve vyspělém světě nadále nízká kvůli demografickému vývoji a nízké produktivitě práce, a proto si akcie zaslouží nižší rizikovou prémii, a tedy vyšší ocenění. Druhá skupina se prostředím trvale nízkých úroků obává, protože věří v nutnost určité prevence před úvěrováním neproduktivních a pochybných projektů. Inflace totiž nezmizela, pouze se přesouvá z hmotných výrobků do produktivních aktiv (soukromých firem, akcií, nemovitostí), protože se nám v západní společnosti do velké míry podařilo vyřešit problém prosté obživy. Takový scénář mimochodem předvídal už Keynes v mimořádně prozíravé stati *Economic Possibilities for our Grandchildren*. Nejpodstatnější (a toto slovo nemohu víc zdůraznit) ovšem je Grahamova poznámka, že tuto debatu nelze rozhodnout na základě lidského vědomí (či matematických modelů jím vytvořených). Teprve opakované střetávání se zkušeností nás přivede k odpovídajícímu řešení.

Když jsem na začátku roku 1955 vypovídal před Fulbrigh-tovou komisí, trh byl na úrovni 400 bodů, moje férová hodnota byla rovněž kolem 400 a ocenění dalších „expertů“ používajících jiné metody vycházelo podobně. Vývoj akciového trhu od té doby naznačuje, že tyto oceňovací metody jsou přespříliš konzervativní, ačkoli fungovaly nadmíru dobře napříč tržním kolísáním v letech 1871 až 1954, což je výjimečně dlouhé testovací období. Problém této práce, kdy se snažíte přijít na vztah mezi proměnnými na základě historických dat, bohužel téměř vždy tkví ve skutečnosti, že když už máte dostatečně dlouhou časovou řadu, abyste mohli důvěřovat výpočtům, objeví se nové vnější podmínky, které do budoucna závěry zneplatní.*

S tímto problémem jsme se potýkali loni při čtvrtém vydání knihy *Security Analysis*, kdy jsme museli přiznat, že akcie by mohly být nyní ohodnocovány liberálněji než v minulosti. Naším hlavním argumentem přitom nebylo, že se stát momentálně zavázal bránit rozsáhlejšímu ekonomickému poklesu, a že by se tedy měla změnit povaha firemní ziskovosti oproti časům před Záko-nem o zaměstnanosti v roce 1946. Máme spíše za to, že tato nová politika obrany firemní ziskovosti ospravedlňuje vyšší valuační násobek těchto zisků. Proto jsme arbitrárně přidali 50 procent k naší původní valuační hladině. To by nyní znamenalo férovou hodnotu pro index DJIA zhruba 570 bodů a odpovídající hodnotu zhruba 56 bodů pro Standard Poor's (S&P). Je nutné podotknout, že tyto dva indexy jsou v poměru deset ku jedné téměř identické z pohledu ceny, dividend i ziskovosti, takže je člověk může téměř libovolně zaměňovat pro účely analýzy a popisu.**

* Což je přesně důvod, proč jsme opakovaně zmiňovali, že skutečně autentický investiční nápad těžko vzejde z pouhé kombinace už známých dat.

** Je zajímavým faktem, že téměř na chlup stejná situace přetrvala až do současnosti (DJIA ke konci roku 2018 na hodnotě 23 327 a S&P 500 na 2 506 bodech), přestože oba indexy jsou zcela jinak konstituované. DJIA je cenově vážený, stanovovaný arbitrárně komisí na

Je potřeba říct, že za zmíněnou úrovní 570 bodů, která vznikla arbitrárním přidáním 50 % k předchozí technice, nestojí žádná nevyvratitelná autorita. Je to jednoduše náš nejlepší úsudek v situaci, která neumožňuje žádnou opravdu spolehlivou kalkulaci. Koneckonců, pokud je někdo dostatečně optimisticky naladěný, je vcelku možné vyvinout valuační metodu, která snadno ospravedlní současnou hodnotu DJIA 750. Ukážu jak.

Nejprve stanovme, že investoři do budoucna požadují celkový výnos 7,5 % ročně. To je číslo, které akcie – v nominálním cenovém zhodnocení a v dividendách – vynesly od roku 1871 na základě studií od Cowlese a Molodovského. Můžeme-li očekávat růst zisků a dividend tempem 4,5 %, pak nám stačí mít 3% dividendový výnos, abychom dostali požadovaných 7,5 % celkového výnosu. Jelikož aktuální dividendový výnos DJIA i S&P je vzhledem k momentální ceně lehce nad 3 %, tento požadavek je možné naplnit. Mnoho lidí navíc může mít za to, že i méně než 7,5 % postačuje. Celé to zní dobře až do chvíle, kdy bychom změnili budoucí růstové tempo ze 4,5 % na 3,5 % (takový byl skutečný růst zisků a dividend v předchozích deseti letech) – pak totiž vyjde podstatně jiný výsledek. Očekáváte-li pouze 3,5% růst, potřebujete 4% dividendový výnos, abyste získali požadovaný výnos. Na základě takového očekávání by byla férová hodnota DJIA pouze 570^{***}, což je mimochodem číslo, ke kterému jsme arbitrárně došli.

S čísly se dá a vždycky dalo různě žonglovat, ale důležité je, že žádná z metod neposkytuje sama o sobě spolehlivý výsledek. Vstupní proměnné jsou do velké míry odrazem člověka, který je používá, a jeho nastavení je zase determinováno tím, jak se trh choval v nedávné době.^{****} Když je trh na úrovni 750, lidé

základě neveřejných kritérií. Oproti tomu S&P 500 je vážený podle tržní kapitalizace, a tedy určovaný čistě mechanicky.

^{***} Když má dividendový výnos o třetinu vzrůst, musí za jinak stejných podmínek klesnout o čtvrtinu cena.

^{****} Zde jsem si vzpomněl na Mandelbrotovy řádky, když mu v šedesátých letech lidé, kteří zažili Velkou depresi, říkali: „Až opustíme

jsou optimističtí a používají lichotivá čísla. Pokud dramaticky poklesne, většina lidí se vrátí k původním, konzervativnějším metodám ocenění.

Ukažme si nyní oblast, ve které se nejistota ohledně správného ocenění akcií ukazuje v plném světle. Jde o otázku vztahu mezi dividendovým výnosem akcií* a úrokem dluhopisů. Více než padesát let bylo na Wall Street zvykem, že akcie mají vynášet víc než dluhopisy. Během spekulativních období občas akcie posílily tak, že se jejich dividendový výnos vyrovnal dluhopisům, a samotný tento fakt pak býval znamením, že jsme v rizikovém teritoriu a blížíme se pádu.

Jeden můj přítel, ředitel velké brokerské firmy, k této myšlence tak inklinoval, že ji opakovaně zmiňoval ve svých měsíčních zprávách. A nejen to, dokonce si nechal tento vztah graficky ztvárnit na vázanky, které mu vozili z Paříže a které rozdával svým přátelům. Od roku 1958 mají ovšem akcie stabilně nižší dividendový výnos než dluhopisy, a nic nenasvědčuje tomu, že by se měla situace změnit. Pro mého kamaráda bylo čím dál těžší držet se své původní úvahy. Zhruba před dvěma lety, nepříliš dlouho před zmíněným propadem trhu, ji ve dlouhém novinovém článku nadobro opustil a napsal, že je nesmysl porovnávat akciový výnos s dluhopisovým a že nejdůležitějším faktorem je veřejné mínění.

Tento příběh zmiňuji především proto, že jsem nedávno detailně analyzoval týdenní pohyby akciového trhu na datech od jednoho z nejstarších poskytovatelů finančních služeb v zemi (jehož jméno rovněž nebudu uvádět), a zjistil jsem, že úplně stejná věc se přihodila před třiceti lety. Po mnoho let mluvili

tento byznys, něco bude ztraceno. My jsme paměti roku 1929.“ Ano, přes všechny existující knihy a databáze se znalosti, a především přístup nedají úplně předat – vždycky se něco ztratí. Nikdo nevládne celou historií, a proto nás tak silně ovlivňuje nedávná minulost.

* Nyní bychom k tomu ještě přidali odkupy vlastních akcií, což je jiný druh navrácení kapitálu akcionářům, který ovšem za Grahama nebyl zdaleka tak rozšířený jako dnes.

o vztahu mezi akciovým a dluhopisovým výnosem a používali jej ke stanovení pravděpodobného vrcholu při akciových růstech. Během býčího trhu ve dvacátých letech se však tento vztah ukázal jako krátkodobě velmi nespolehlivý. I oni – v rozmáchlém proslovu používajícím téměř identický jazyk – tento vztah ztratili a řekli, že nejlepším základem pro tržní predikce je psychologie. To se událo v roce 1928 a s tímto názorem vydrželi až do krachu v roce 1929.

V současné době nesou akcie stále výrazně méně než dluhopisy. Státní dluhopisy mají výnos kolem 4,3 %, zatímco akciový dividendový výnos je něco přes 3 %.** Protože tento vztah přetrvává už pět let, zakládá to něco pro budoucnost? Nebo jde jen o důkaz toho, že v posledních pěti letech byl trh nadhodnocený, stejně jako byl podhodnocený v období 1949 až 1954? To je otázka za milion, či spíše za mnoho miliard. Odpověď na ni nelze získat pomocí matematiky a neřeknu vám ji já ani kdokoli jiný. Budete si na ni muset odpovědět sami.

Nicméně myšlenka, že byl trh v předchozích pěti letech nadhodnocený, stejně jako byl před patnácti roky podhodnocený, nás přivádí k třetí možnosti, kterou jsem zmínil – že nás v budoucnu čekají silné výkyvy. Tuto variantu považuji za nejvíce pravděpodobnou, ačkoli rozhodně ne jistou. Mé očekávání volatility, jejíž příklad jsme viděli v květnu, vychází z toho, že nepozoruji změnu povahy lidí směrem k akciovému trhu, která by dokázala vystavit větší překážky spekulativnímu chování, než tomu bylo v minulosti.*** Dokladem nedostatečných či chybějících zábran veřej-

** Pokud bychom se na tento vztah podívali nyní, desetileté americké vládní dluhopisy nesou kolem 2 % a přibližně stejný je dividendový výnos amerických akcií. Už jsme ovšem zmínili, že validitu tohoto ukazatele snižuje rostoucí obliba odkupů vlastních akcií, která by nyní akciový výnos zhruba zdvojnásobila.

*** Toto je velmi hluboká úvaha, v níž bych se rád (pochopitelně po uplynutí více než šedesáti let) s Grahamem trochu rozešel. Vnímám totiž, že ve skutečnosti se jakési nenápadné změny ve společnosti

nosti budiž například postoj k novým úpisům spekulativních akcií v letech 1960 až 1961.

Avšak i nejkvalitnější akcie zůstávají předmětem bezbřehého optimismu, což následně vede k jejich dramatickým poklesům. Hned mě napadá příklad IBM, což je nepochybně vedoucí akcie celého trhu. Spekulativní tendence vyhnaly v prosinci 1961 její cenu na 607, aby v červnu 1962 následně poklesla na 300 – propad o více než 50 % během šesti měsíců. General Electric, nejstarší akcie s nejvyšším investičním ratingem, oslabila ze 100 na 54. Dow Chemical, jedna z nejlepších chemiček, ztratila ze 101 na 40 a U.S. Steel, lídr dřívějších dob, poklesl ze 109 na 38. Tyto dramatické výkyvy podtrhují fakt, že povaha akciového trhu zůstává stejná, jako vždycky byla, tedy náchylná k obdobím výrazného nadhodnocení a jindy zase podhodnocení.

Mým závěrem budiž, že investoři i spekulanti musí být připraveni – ve svých myšlenkách i ve své strategii – na dramatické kolísání v obou směrech. Neměli by se spokojit s konejšivými výroky o tom, že opravdový investor se nemusí tržní volatility obávat.

Nyní bych rád řekl něco o málo o tom, kam by se z praktického pohledu mohl akciový trh vydat z aktuálních úrovní. Není pochyb, že tento bod zajímá publikum nejvíce a zároveň je to ten, se kterým mohu nejméně pomoci. Z mého pohledu existuje podstatný rozdíl mezi nynějším akciovým trhem a tím, který existoval (byť v podstatě na stejných cenových úrovních) v prosinci 1961.* Ten-

odehrávají. Důraz na ekologii, mírové řešení konfliktů, snižování spotřeby alkoholu, klesající zájem o pojištění a možná i snižování zadluženosti domácností ve Spojených státech jsou toho možná (a snad) projevem. Jde ovšem o velmi pomalé a dlouhodobé trendy. Každodenní realita akciového trhu (jak nám připomněl volatilní rok 2018) se však od minulosti zřetelně neliší.

- * V úvaze Graham sleduje vnitřní chování trhu – tedy chování jednotlivých skupin akcií oproti sobě. Stanley Druckenmiller uvažuje podobně (nazývá to „tržní intuicí“) a já mám rovněž stanoveno několik různých „referenčních skupin“. Analogicky ke Grahamovi si myslím, že existuje výrazný rozdíl mezi akciovým trhem v polovině roku 2018

krát jsem neváhal předvídat celkem blízký kolaps trhu s novými emisemi, který naplnil všechna kritéria spekulativních excesů. Předpovídal jsem, že pokud by došlo ke kolapsu, přelilo by se to v určité míře do celého trhu, což mohlo vyvolat obecný pokles, který jsem vnitřně očekával už nějakou dobu. Nové emise propadly podle plánu a vskutku měly dopad na zbytek trhu. Oživení však přišlo relativně rychle a pomohlo indexům na nová maxima, což se událo proti mému vnitřnímu přesvědčení, nikoli ale proti jakékoli mé predikci. Rád bych zmínil, že poslední tržní doporučení jsem dal v roce 1914, když mě má firma – na základě měsíční zkušenosti na Wall Street – shledala způsobilým posílat jejich denní report. Od té doby jsem jakékoli predikce vzdal.

Důležité je, že momentálně nepozoruji excesy – jako ten na trhu s novými emisemi – které způsobily zranitelnost trhu v roce 1961.** Wall Street má za to, že aby došlo k dalšímu propadu, či dokonce začal sestupný trend, je potřeba, aby se takové excesy znovu objevily. Zahrnovaly by účast velkého počtu drobných a neinformovaných investorů, rozšířené půjčky na nákup akcií (maržové obchodování), obnovení frenetického zájmu o nové emise a podobně. Tyto podmínky historicky předznamenávaly akciový vrchol, a jejich nepřítomnost by tedy mohla podporovat vidinu možného pokračování růstu. Rád bych ovšem podotkl, že samotné vysoké tržní úrovně mohou předjímat pokles a výprodej mohou spustit nějaké nešťastné ekonomické či politické události. Ještě nikdy v historii se sice nestalo, že by býčí trh skončil

a v polovině roku 2019, ačkoli jsme na velmi podobných cenových úrovních. Cyklické firmy se totiž z podzimní korekce 2018 nezo-tavily zdaleka tak dobře jako organicky rostoucí firmy, a proto se tržní váhy přesunuly, přestože průměrná úroveň je zhruba stejná.

** Na podobném hodnocení bychom se mohli shodnout i nyní – ve Spojených státech sice povážlivě narostlo korporátní zadlužení, ale domácnosti se naopak oddlužují. Také ve finanční komunitě převládá spíše opatrnější přístup – myšlenky na roky 2008 a 2009 jsou koneckonců stále ještě v živé paměti většiny účastníků trhu.

bez přítomnosti spekulativních excesů, ale všechno je jednou poprvé.*

Můj pohled na aktuální tržní situaci musí být nutně neurčitý a také mé rady ohledně investiční strategie budou vycházet z předpokladu, že nikdo nemůže vědět, kam se trh během následujícího roku vydá, pouze že se v budoucnu dají očekávat další silné propady. K tomu by tedy měly směřovat plány a myšlenky investorů, a koneckonců i příčetných spekulantů – pokud tedy nějakí takoví existují.

Druhý argument, tedy prohlášení, že neexistuje nic jako „akciový trh“, nýbrž pouze – jak lidé na Wall Street rádi říkají – „trh akcií“, si rovněž zaslouží pár slov. Je tím myšleno, že investiční výsledky závisí pouze na tom, co se děje s jednotlivými akciemi – z nichž některé půjdou nahoru, jiné dolů – a proto je zavádějící hovořit o trhu jako o celku ve smyslu, že by jeho chování mělo mít na investora dopad. S tímto výrokem nelze souhlasit ze tří důvodů.

Zprvė pochybuji, že trh je v tomto ohledu jiný než kdy v minulosti. Vzpomínám si na situaci v letech 1928–1929 a jsem si jistý, že variabilita a rozdíly mezi akciemi, které si tenkrát vedly dobře, nebo naopak špatně, byly stejně tak velké jako nyní. Tomuto faktu navzdory však bylo pro investory klíčové vnímat vývoj trhu jako celku. Navíc je mi záhadou, jak je možné, že si lidé z Wall Street nenašli čas, aby zanalyzovali rozptyl cenových pohybů mezi jednotlivými akciemi nyní a v minulosti.**

* Nutno dodat, že Graham se v tomto bodě nemýlil – ke spekulativní mánii veřejnosti nedošlo, avšak trh měl před sebou nedobré časy. Ještě rok a půl sice rostl (maximum 995 v únoru 1966), poté ale začal silně kolísat (propad o 30 % v roce 1970, o téměř 50 % v letech 1973–1974), aby po více než patnáct let zůstal „na svém“. Rovněž se zvýšila inflace – jak Graham předjímal v úvodu textu – což pro většinu akciových investorů znamenalo reálné ztráty.

** Data ohledně korelace jednotlivých členů S&P 500 jsou nyní veřejně přístupná (např. index KCJ či ICJ). Ačkoli míra korelace od devadesátých setrvale rostla z úrovně 0,15–0,2 až na 0,6 koncem roku 2007, což značilo klesající rozptyl mezi jednotlivými firmami, v posledních letech naopak znovu poklesla a koncem roku 2017 se dokonce

Druhým důvodem je zřetelná konzistence akciového trhu – měřená pomocí dvou průměrů, které se zdají být rozdílné. Jedním může být Dow Jones Industrial Average (DJIA), který se skládá pouze z 30 emisí, a druhým Standard & Poor's Composite Average, který obsahuje 500 akcií. Dalo by se předpokládat, že pokud existuje vnitřní nekonzistence cenových pohybů, průměr 30 akcií se bude pohybovat jinak než ten složený z 500. Když ovšem prozkoumáte kolísání obou indexů, dostanete paritu deset ku jedné, téměř jistě den po dni a zcela jistě v rámci měsíce či roku. V posledních deseti letech vzrostl DJIA z 275 na 750 a S&P z 24,7 na 73,5. Zajímavostí tedy je, že očividně rozličná skupina 500 akcií měla dokonce o něco lepší výkonnost než třicet lídrů v rámci DJIA. Poukazuje to na fakt, že nelze s jistotou preferovat jednu skupinu akcií před jinou z pohledu výsledku blízké budoucnosti.

Třetí a nejdůležitější důvod, proč by investor neměl klást přílišný důraz na výběr jednotlivých akcií a opomíjet hladinu celého trhu, je fakt, že není nikterak zaručeno, že si na základě vlastního úsudku či rady profesionálů povede lépe než průměr trhu. Tento pesimistický závěr významně podporují výsledky investičních fondů, které reprezentují kombinaci mimořádně vzdělaných lidí, množství vynaložených peněz, času a úsilí. Data ukazují, že fondy se stěží vyrovnají výkonnosti DJIA či S&P.^{***} Pokud je investor schopný přibližně správnou diverzifikací sestavit portfolio, které se bude blížit těmto indexům, mám všechny důvody se domnívat, že může očekávat stejný výsledek, jaký vykazují na základě pečlivé analýzy manažeři fondů. Na druhou stranu, velmi málo investorů

dostala zpět k 0,15. Nůžky mezi jednotlivými firmami se tedy stále zavírají a otevírají, jak Graham předpokládal. Povaha trhu jako celku (přestože kolísá) se tedy skutečně nijak zvlášť nezměnila.

^{***} Stejná situace pokračuje až do současnosti. Výkonnost fondů je samozřejmě zhoršená tím, že si účtují poplatky, které index nemá. Ovšem ani bez nich není matematicky možné, aby průměrný fond překonával průměr trhu. Jak Graham dále lakonicky poznamenává – průměr nemůže překonávat průměr.

takovou zdánlivě prostou, avšak účinnou strategii dodržuje, což existenci podílových fondů ospravedlňuje.

Musím vyjádřit určitou skepsi ohledně efektivity ekonomických předpovědí, predikcí akciového trhu a expertního výběru jednotlivých akcií, co do schopnosti dosáhnout investičních či spekulativních zisků. Mé důvody jsou následující. V rozsahu, ve kterém je ekonomická předpověď spolehlivá – a to bývá pouze kratší časový úsek – je její efekt velmi pravděpodobně už zahrnut v tržních cenách, a proto neexistuje způsob, jak na ní vydělat. Například nelze říct, že bychom měli nyní nakoupit akcie, protože výhled na rok 1964 je pozitivní. Momentální ceny akcií už totiž dobrý výhled na příští rok zahrnují. Dlouhodobé předpovědi ekonomického cyklu se navíc ukázaly jako nespolehlivé.

Obdobná je situace, kdy se určitá akcie stane oblíbencem některého finančního analytika pro své budoucí zisky. V míře, ve které se investoři na jejím zářném výhledu shodnou, je tento výhled už zabudován (možná přezabudován) do její ceny. Občas je možné se setkat s opačným případem, kdy někdo na Wall Street řekne: „Nikdo tuhle firmu nechce, nikdo jí nevěří, ale já vím, že její výsledky se v budoucnu zlepší.“ To by byla zajímavá a hodnotná informace – pokud by byla pravdivá. Potíž je v tom, že většinou se na ni nelze spolehnout. Ten člověk může mít pravdu a nemusí. Stejnému dilematu čelí všichni investoři, kteří usilují o výdělek skrze selekci jednotlivých akcií.

Co se týče schopnosti predikovat vývoj celého trhu – ať už jako zaměstnání či jako rozptýlení – neznám žádnou veřejně používanou metodu, na kterou by se dalo spolehnout. Pokusím se to demonstrovat na tzv. „Dow Theory“, která je jednou z nejrozšířenějších metod časování trhu.* Dow Theory je mechanistický

* Tento příklad by se dal vztáhnout na celou kategorii „technické analýzy“, tedy na techniky, kdy se z minulých dat snažíte predikovat budoucnost. Zajímavým úkazem je fakt, že dnes je tato „disciplína“ dokonce součástí vysokoškolských učebnic.

koncept, který dává nákupní a prodejní příkazy na základě pohybů indexu pod či na úrovni rezistence. Když jsem studoval její aplikaci v letech 1898 až 1933, výsledky byly velmi dobré. Dow Theory se během dvacátých a třicátých let skutečně ukázala jako užitečná, byla ale v té době považována za jakýsi ezoterický návod, který používala jen hrstka nadšenců. Kolem roku 1933 o ni však rapidně vzrostl zájem veřejnosti a stala se extrémně populární. Když se podíváte na její výsledky od té doby, zjistíte, že v žádném z dalších 25 let by člověk na mechanické aplikaci jejích signálů nevydělal. Nikdy by neměl příležitost koupit akcie zpátky za nižší cenu, než za kterou je prodal.

Dow Theory je stále zmiňována množstvím profesionálů i firm. Všichni vám budou tvrdit, že už to není pouze mechanická teorie, ale že do interpretace signálů vstupuje lidský úsudek. V takovém případě se už ale nejedná o teorii, nýbrž o prostou expertizu, která může, ale také nemusí, být spolehlivá a užitečná.

Dovolím si tedy zobecnění – ze zřejmých důvodů je nemožné, aby investoři jako celek, a tedy ani průměrný investor či spekulant, vydělávali více než trh. Oni totiž tím trhem *jsou*, a nemohou si tedy vést lépe než oni sami. Souhlasím, že je možné, aby menšina investorů dosáhla výrazně lepšího výsledku než průměr. Jsou pro to nutné dvě podmínky. První je, že musí následovat nějaké smysluplné principy pro výběr, které jsou navázané na hodnotu podkladových akcií, a nikoli na pohyby tržní ceny. A druhou je, že jejich způsob uvažování a konání musí být podstatně jiný než v případě většiny ostatních účastníků trhu. Musí se vydělit z davu a vklínit se do nějaké speciální kategorie – o tom se ještě zmíním později.

Shrnu-li výše řečené, akcie jsou nutnou součástí portfolia, což ovšem zakládá riziko vysokého kolísání, kterému se prakticky nedá vyhnout – snad pouze v případě, že člověk přemýšlí zcela jinak než dav, a tedy je svou povahou velmi odlišný od průměru.

Nyní přistupme k druhé části mé řeči: Jakou investiční strategii na základě popsaných skutečností zvolit? V tomto směru mám

pevné zásady. Za téměř padesát let zkušeností na Wall Street jsem pochopil, že vím méně a méně o tom, kam se akciový trh vydá, ale čím dál tím víc o tom, co by měl investor dělat – a to je velmi důležitá změna v přístupu.

Prvním důležitou zásadou investora je, že kvůli nejistotám, které v dnešním světě panují, musí bez přestání dělit svá aktiva mezi dluhopisy a akcie (hotovost a další typy úročených produktů lze vnímat jako ekvivalent dluhopisů).^{*} Navrhuji, aby akciová složka tvořila minimálně 25 % a maximálně 75 % portfolia. Analogicky, dluhopisová část bude maximálně 75 % a minimálně 25 % – vždy v opačném poměru. Jakékoli variace portfolia by měly zůstat v těchto mezích. A změny by měly být prováděny na základě ukazatele hodnoty, což by vedlo k většímu poměru akcií, když jsou akcie atraktivněji oceněné, a menšímu poměru, když jsou dražší.

Ačkoli jsem použil klasickou formuli finančních profesionálů, je fascinující, kolik lidí ve skutečnosti jedná úplně opačně. Krátce po propadu trhu v květnu 1962 ke mně přišel zástupce spořitelního družstva s otázkou: „Nemyslíte si, že kvůli nedávnému poklesu jsou akcie nyní méně bezpečné?“ Jako bych dostal ránu mezi oči. Díval jsem se na finančníka, který skutečně považuje akcie za méně bezpečné, když ztratily na ceně. Strategie, kterou navrhuji, jde většinu času právě proti takovéto psychologii investorů. Není nutné dodávat, že proti psychologii spekulantů jde bez ustání.^{**} Ještě zřetelnější to je kvůli stírání rozdílů mezi

* Tato rada dělá vrásky na čele stále více profesionálním investorům, protože v dnešní době mají v mnoha zemích státní dluhopisy záporný výnos. Jak jsme ovšem viděli v první kapitole, i historicky šlo v případě dluhopisů spíše o likviditu pozice, následně o udržení kupní síly, a až poté o výnos. Institucionální investoři tedy mohou kupovat i dluhopisy, za jejichž držení platí. Drobný investor se zřejmě bude chovat jinak a spíše bude držet hotovost.

** Z mnoha různých stran jsem slyšel, že dnešní krátkodobí, trendoví obchodníci na Wall Street nikdy nedrží akcie po více než 12% propadu, takže si sami můžete udělat obrázek o jejich vnímání „hodnoty“.

pojmy „investice“ a „spekulace“, o kterém se ještě zmíním. Přijde mi, že rada držet více akcií, když jsou levnější, a méně, když jsou dražší, je pro většinu investorů možná až příliš detailní. Může ale být dodržována skrze jednoduché, pevně dané pravidlo, že byste neměli aktivně zvyšovat podíl akciové složky, když trh roste.

Sofistikovanější aplikace, která by využívala růstu celého trhu pro prodej, by mohla vypadat následovně. Začít s rozdělením 50 na 50 mezi akcie a dluhopisy. Když akcie posílí tak, že budou tvořit 55–60 %, prodat zpátky, aby opět tvořily polovinu, a peníze vložit do dluhopisů či na spořicí účet. Při poklesu akciové složky na 45 či 40 % naopak vzít peníze z dluhopisů a dokoupit akcie znovu na polovinu.

Jiným použitelným příkladem je metoda „Dollar Averaging“, kdy vkládáte do akcií stejný obnos rok za rokem či kvartál po kvartálu. Tímto způsobem nakupujete více jednotek akcií, když je trh níže, a naopak. Tato metoda může výborně fungovat pro někoho, kdo má a. volné peníze, b. čas, c. náuru na to, aby strategii dodržel nezávisle na tom, jestli jde trh nahoru nebo dolů. Pokud to zvládnete, mohu vám garantovat uspokojivé investiční výsledky.

Samozřejmě existuje mnoho různých variant výše popsaných investičních plánů. Nejdůležitější je, aby si investor vybral pravidlo, které odpovídá jeho nátuře, které ho udrží stranou spekulativních excesů, a které – a to zdůrazňuji – zajistí, že bude mít v portfoliu *vždy alespoň nějaký* podíl akcií nezávisle na tom, jak vysoko trh vystoupá. Pokud totiž budete následovat některou z formulí, které by vás v určité chvíli úplně zbavily akciové složky, vaše zklamání z následného růstu by mohlo být tak velké, že by vás do konce života poznamenalo, a možná úplně zhatilo vaši cestu investora.

Nyní prozkoumejme problém výběru jednotlivých titulů. Zmínili jsme složku dluhopisovou (a/nebo hotovostní) a akciovou. Dluhopisových variant je mnoho, ale ve většině případů mezi nimi není nijak velký rozdíl.*** Dostáváme se tedy konečně k akciové

*** Dále Graham popisuje různé druhy tehdejších státních a korporátních dluhopisů, což je část, kterou pro účely této knihy vynecháme.

části. Doporučuji, aby si investor sestavil seznam 20 až 30 reprezentativních a vedoucích společností, nebo vložil peníze do několika zavedených podílových fondů. (Lepší příležitosti se obvykle skrývají mezi uzavřenými investičními fondy, které se na NYSE někdy obchodují s diskontem vůči hodnotě aktiv, oproti otevřeným podílovým fondům, které se naopak spíše obchodují s prémie.)*

Vím, že mnoho investorů bude považovat takový návod za příliš zjednodušený. Pokud lze tímto způsobem získat průměrný výnos trhu, proč nezkusit dosáhnout podstatně lepšího výsledku skrze rozvážný a kvalifikovaný výběr jednotlivých titulů? Má odpověď už zazněla: jestliže fondy jako celek nemohou překonat trh, ani chytrí investoři v souhrnu nemohou. Největší problém takového výběru je, že „dobré“ akcie – tedy firmy se silným organickým růstem – bývají oceněny podle svého výhledu a mnohdy i nad něj. Na druhém konci spektra bývají nové emise, které v dobách převládajícího optimismu obvykle kombinují velmi nízkou kvalitu s absurdně vysokými valuačními násobky. Někde mezi těmito dvěma extrémy se nacházejí lepší příležitosti, ale do takových míst většina investorů nezabloudí.

Důležité je, že do bondové složky zahrnuje pouze kvalitní dluhopisy (v dnešní terminologii ty s nejvyšším stupněm investičního ratingu) a hotovostní ekvivalenty (dnes například spořicí účty). Do této kategorie tedy nepatří většina korporátních dluhopisů, konvertibilních dluhopisů nebo preferenčních akcií.

- * Uzavřené investiční fondy jsou nyní na burze výjimkou, protože investoři a regulátoři v posledních letech preferovali denní likviditu. Jak ovšem ukázaly události například kolem fondu Woodford Patient Capital z jara 2019, i otevřené fondy se někdy přesouvají do méně likvidních, či dokonce neobchodovaných aktiv, a následně ne vždy mohou dostát požadavkům větších odkupů. Situaci rovněž zhoršuje fakt, že stále méně firem se hlásí k veřejnému obchodování, a naopak více jich končí pod křídly fondů soukromého kapitálu. Například ve Spojených státech bylo koncem roku 1996 celkem 7 322 listovaných firem, na jaře 2018 už pouze 3 671. Možná nás tedy v budoucnu čeká znovuoživení zájmu o uzavřené fondy, které ze své podstaty denní likviditu neslibují.

Z mého pohledu je hlavním problémem akciového trhu právě onen spekulativní element, který je vnášen do ceny nejlepších firem (zmíněný růst IBM na 607, následovaný pádem k 300 budiž příkladem). To pak maskuje rozdíl mezi spekulací a investicí, protože neinformovaný člověk si může docela lehce myslet, že dobrá firma je vždycky dobrou investicí, nezávisle na jejím ocenění. Přesně z toho důvodu se teď každému, kdo si napřímo koupí akcie, říká investor, a říká se tak dokonce i všem krátkodobým obchodníkům na Wall Street.

Dlouho jsem se snažil přesvědčit Wall Street, že dělá chybu – a dokonce škodí sama sobě – když vyřazuje slovo „spekulace“ ze svého žargonu. Spekulace není sama o sobě špatná, škodlivá je až její nadmíra. Důležité je, aby veřejnost měla alespoň přibližně správnou představu o tom, kdy spekuluje – což je nejen tehdy, když si koupí „horké zboží“ nové emise za zcela nesmyslnou cenu, ale rovněž tehdy, když si pořídí akcie skvělé společnosti, jako třeba IBM, za 70násobek nejvyšších dosažených zisků. To nej-cennější, čím z mého pohledu může finanční analytik k umění investovat** přispět, je v momentální ceně akcie oddělit investiční a spekulativní komponentu. Případný kupec si tak může udělat představu o tom, jaká rizika podstupuje a jaký zisk za to může očekávat.

Například můj veřejný odhad investiční složky IBM v roce 1961 byl 200 dolarů za akcii (tedy zhruba 6 miliard dolarů za celou společnost), zbytek tržní ceny tvořil spekulativní prvek. V druhou stranu jsem prohlásil, že nejméně 80 % nejvyšší dosažené ceny akcií firmy International Harvester šlo v roce 1961 na vrub investiční komponenty. Nikterak to nezaručovalo, že by Harvester byl lepší koupí než IBM – i když ve skutečnosti to tak

** Rád bych upozornil na tento moment, kdy „otec fundamentální analýzy“ mluví o „umění investovat“. Proto jsme kladli takový důraz na uměleckou složku osobnosti. V dalších větách naopak Graham brilantně shrnuje funkci „vědce“.

dopadlo – ale demonstrovalo to fakt, že míra rizika u Harvesteru byla výrazně nižší.

Dovolte mi vznést závěrečnou otázku: Je navzdory spíše neuspokojivým výsledkům v předvídání tržních pohybů a výběru nejobtraktivnějších firem možné, aby inteligentní investor dosáhl skrze určitou investiční strategii lepších než průměrných výsledků? Myslím si, že pro určité vyhraněné typy investorů, kteří budou sledovat spíše hodnotu než popularitu a cenu jednotlivých akcií, to možné je. Uvedu několik příkladů: 1. Výběrem akcií systémově důležitých firem, které momentálně podléhají tržní skepsi (například International Harvester). Výborných výsledků mohlo být například dosaženo od roku 1933 tím, že si člověk každý rok koupil šestero firem z DJIA s nejnižším poměrem ceny a ziskovosti.* 2. Koupí výrazně podhodnocených aktiv – typicky za méně, než je samotná hodnota pracovního kapitálu firmy, takže investor neplatí nic za fixní a nehmotná aktiva. Ještě do roku 1957 bylo takových příležitostí poměrně dost a v případě dostatečně diverzifikovaného portfolia byly konzistentně výdělečné. Nyní už takových příležitostí příliš nezbyvá. Možná byly nahrazeny akcemi menších firem, které se obchodují na relativně stlačených úrovních a mohou být převzaty větším konglomerátem s určitou cenovou premií.** 3. Důrazem na širokou skupinu tzv. „speciál-

* Je nutné se na příklady dívat tehdejší optikou – kdy možnosti rozsáhlé, kvantitativní analýzy dat byly mnohem omezenější – a také skrze osobnost samotného Grahama, který byl mimořádně silný v matematice, a tudíž v samotné finanční analýze (zcela oprávněně) viděl svou konkurenční výhodu. Dnes by měl podobně jednoduchý vzorec (stejně jako dřívější Dow Theory) velmi malou šanci na úspěch.

** Jde o připomínku toho, jak se burzovní prostředí mění a jak s rostoucím věkem člověk obvykle ztrácí schopnost se tomuto vývoji přizpůsobovat. Čistě kvantitativní analýza ztratila s rozšířením počítačů v 70. letech část své výhody, což si Graham, jak je vidět, uvědomoval (možnost převzetí lze těžko vyjádřit striktně matematicky). Svůj přístup ovšem nezměnil. V jiném článku se vyjádřil, že trh je

ních situací“ – což jsou reorganizace, sloučení, převzetí, likvidace a podobně. Je to pole určené profesionálům, ale není vyloučené, aby na něm drobní investoři vydělávali za předpokladu, že k cenným papírům ve speciálních situacích budou přistupovat jako k podílům v reálných podnikatelských případech.***

mnohem efektivnější než dřív, a přiklonil se více na stranu pasivních fondů. My však s odstupem času víme, že na oblibě začal získávat *kvalitativní přístup* (P. Fisher), který neefektivit – avšak jiného typu – rovněž využívá. Na Grahamovu obranu je nutné říct, že tyto řádky psal, když mu bylo 69 let, a v takovém věku je schopnost přizpůsobit se pochopitelně menší.

*** Což je mimochodem rada, která by se dala zobecnit na jakékoli investice do akcií a s oblibou ji zmiňuje například Warren Buffett. Koneckonců, akcie jednoduše *jsou* podíly ve firmě, navzdory jejich nehmatatelné, elektronické podobě.

Doporučené investiční knihy

Fisher, Philip Arthur: *Common Stocks and Uncommon Profits*, Harper & Row 1958.

Graham, Benjamin: *Inteligentní investor*, Grada 2007.

Lynch, Peter: *Beating the Street*, Simon & Schuster 1993.

Phelps, Thomas: *100 to 1 in the Stock Market: A Distinguished Security Analyst Tells How to Make More of Your Investment Opportunities*, McGraw-Hill 1972.

Tillinghast, Joel: *Big Money Thinks Small: Biases, Blind Spots, and Smarter Investing*, Columbia Business School Publishing 2017.

Pro pokročilejší

Buffett, Warren: *Berkshire Hathaway Letters to Shareholders*, Explorist Productions 2017.

Damodaran, Aswath: *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, 2. vyd., Wiley 2006.

Graham, Benjamin – Dodd, David: *Security Analysis*, McGraw-Hill 1934.

Mauboussin, Michael: *The Base Rate Book*, Credit Suisse 2016.

Munger, Charles Thomas: *Letters to Wesco Shareholders (1983–2009)*, <http://www.berkshirehathaway.com/wesco>.

Munger, Charles Thomas: *Poor Charlie's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger*, 3. vyd., Walsworth Publishing Company 2005.

Humorné

Edwin, Lefevre: *Reminiscences of a Stock Operator*, The Sun Dial Press 1923.

Schwed, Fred: *Where Are the Customers' Yachts: Or A Good Hard Look at Wall Street*, Simon and Schuster 1940.

Rozcestník

Vanhaverbeke, Frederik: *Excess Returns: A Comparative Study of the Methods of the World's Greatest Investors*, Harriman House 2014.

Seznam grafů, tabulek a obrázků

Graf 1: Inflačně očištěný výnos dluhopisů, desetiletý klouzavý průměr

Graf 2: Inflačně očištěný výnos akcií a rezidenčních nemovitostí, desetiletý klouzavý průměr

Graf 3: Dlouhodobý vztah mezi ziskovostí a oceněním firem v indexu S&P 500

Graf 4: Kolísavost ocenění (P/E) firem v indexu S&P 500

Graf 5: Síla složeného úročení – částka vydělaná nad rámec vloženého kapitálu během 20 let

Graf 6: Historická distribuce výnosů na americkém akciovém trhu, data z let 1926–2015

Graf 7: Asymetrická oceňovací křivka Kahnemana a Tverského

Graf 8: Klouzavá 30denní směrodatná odchylka indexu S&P 500 v letech 1970–2016

Graf 9: Analytické pokrytí firem v Evropě v závislosti na jejich velikosti

Graf 10: Rozptyl výnosů u velkých, středních a malých firem v porovnání s průměrem kategorie v letech 1963–2015

Graf 11: Mediánový příspěvek vlivu ziskovosti (EPS) a ocenění (P/E) k celkovému výnosu akcií od roku 1964

Graf 12: Cenový vývoj akcií Arcos Dorados (1/2015–12/2018)

Graf 13: Cenový vývoj akcií Core-Mark (1/2015–12/2018)

Graf 14: Cenový vývoj akcií Wayfair (1/2015–12/2018)

Graf 15: Vztah mezi průměrnou desetiletou výkonností a obrátkovostí portfolia v jednotlivých kategoriích podílových fondů

Tabulka 1: Rozklad výnosů akcií v indexu S&P 500 mezi lety 2008–2018

Tabulka 2: Příklad rejstříku investičních nápadů

Tabulka 3: Dlouhodobý efekt vyšší návratnosti na kapitál

Tabulka 4: Přehled růstu tržeb amerických firem ve velikostní kategorii 0,7–1,25 miliardy dolarů v letech 1950–2015

Tabulka 5: Korelační koeficient pro provozní marži u jednotlivých sektorů v letech 1950–2015

Tabulka 6: Vliv růstu ziskovosti a změny ocenění na celkový výnos (I)

Tabulka 7: Vliv růstu ziskovosti a změny ocenění na celkový výnos (II)

Obrázek 1: Maslowova pyramida lidských potřeb

Obrázek 2: Schéma sebeaktualizace neboli vývoje k sobě samému

Obrázek 3: Schéma Porterovy analýzy tržních sil

Obrázek 4: Schéma posouzení kvalit managementu