

KDYŽ SE ŘEKNE ZISK

Vážení akcionáři,

tři investoři seděli v hospodě a hádali se o tom, jak drahý je americký akciový trh. První tvrdil, že index S&P 500 se obchoduje za 24násobek zisků, tedy s PE 24. Druhý tvrdil, že PE je 21,6 a třetí tvrdil, že PE je 17,3. Všichni tři se přitom odvolávali na stejný zdroj – na oficiální údaje agentury Standard & Poor's. Jak je možné, že se jejich čísla od sebe tolik lišila? Každý z nich totiž použil jinou definici zisku. Všichni tři měli pravdu, ale každý z nich mluvil o něčem jiném.

Náhodnému kolemjdoucímu to může připadat divné. Zisk je přece zisk, ne? Ve financích a v investicích to tak úplně není. Když se řekne zisk, lze to chápat různě, a proto je potřeba upřesnit, jaký zisk se má na mysli. V zásadě se dají zisky členit dvěma způsoby. Za prvé časově, na skutečné historické a na ty budoucí, očekávané a za druhé podle toho, jak jsou spočítané.

První investor, který tvrdil, že trh se obchoduje za 24násobek zisků, měl na mysli zisky historické, skutečně dosažené za posledních 12 měsíců a počítané podle GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) účetních předpisů. Tyto zisky mají vysokou kvalitu, protože jde o skutečnost, nikoliv o odhad, a jsou spočítané podle jednotných účetních pravidel. Druhý investor používal také historické skutečně dosažené zisky, nebyly však spočítané podle GAAP předpisů, ale byly upravené (vylepšené) managementy jednotlivých firem. O co vlastně jde?

Non-GAAP zisky

V posledních letech se mezi americkými společnostmi stále výrazněji rozmáhá jev, kdy managementy před zisky počítanými podle GAAP dávají přednost reportování vlastnoručně upravených non-GAAP zisků. Používají pro ně různá pojmenování, například adjusted earnings, operating earnings, core earnings, pro forma earnings, earnings ex items a podobně. Takto reportované zisky mají jedno společné. Vyřazují položky, které GAAP předpisy nařizují, a zařazují položky, které GAAP předpisy zakazují. Managementy tvrdí, že jimi takto upravené zisky přesněji ukazují skutečnou ziskovost jejich společností. Zajímavé je, že ale téměř vždy vyjdou mnohem lépe než GAAP zisky, a to velmi výrazně. Motivace managementů firem bude pravděpodobně jiná než snaha o dokonalejší účetnictví.

Podle různých studií a statistických dat jsou non-GAAP zisky vykazované americkými firmami v posledních letech o celých 22 % vyšší než jejich zisky spočítané podle GAAP pravidel. To je obrovský rozdíl. U jednotlivých společností jsou pak rozdíly mnohdy ještě daleko větší. Pro každého investora, který se snaží o ocenění veřejně obchodovaných společností, je nutné, aby o tomto problému věděl a aby si s ním uměl poradit.

Nejčastějšími a největšími položkami, kde se GAAP a non-GAAP čísla liší, jsou jednorázové odpisy aktiv a jednorázové amortizace. Pokud společnost najednou odepíše kus vlastních

aktiv, pak tím buď přiznává, že její historické zisky byly nadhodnocené (protože její odpisy byly v předchozích letech příliš nízké), nebo slibuje, že nadhodnocené budou její budoucí zisky (tím, že velký jednorázový odpis aktiv na dlouho dopředu sníží pravidelné odpisy).

Dalšími častými položkami non-GAAP výkazů jsou náklady spojené s akvizicemi a náklady na restrukturalizaci. Společnosti se často tváří, že jde o jednorázové položky, které by se neměly brát v úvahu. V jejich výkazech se však často objevují rok co rok.

Mou „nejoblíbenější“ položkou, která se masivně používá hlavně u společností v technologickém sektoru, jsou odměny zaměstnancům placené akciemi společnosti. Společnosti emitují nové akcie a ty dávají místo platu svým zaměstnancům, a protože to nejsou hotovostní platby, tak se tváří, že vlastně nejde o náklad, což je naprosto směšné. Navíc zpravidla nejde o drobné, ale o velké sumy. Zde je krásný příklad z účetnictví společnosti Splunk.

Tržby Splunku činily loni 950 miliónů dolarů. To je snad jediné číslo, na kterém se s managementem ještě shodneme. Ve svých non-GAAP výsledcích Splunk uvádí, že jeho čistý zisk loni činil 55 miliónů. Jeho GAAP účetnictví však udává ztrátu 355 miliónů. Drtivá většina rozdílu jde na vrub výplat placených formou akcií – celých 378 miliónů. Prodělát 355 miliónů při tržbách 950 miliónů je hodně špatný výsledek. Management se však nicméně tváří spokojeně a pyšní se vlastnoručně upraveným výsledkem, který Splunk prezentuje jako ziskovou společnost.

Zásadní problém s non-GAAP zisky je, že jsou do velké míry výsledkem „kreativity“ managementů, nejsou samozřejmě

auditované, dávají investorům zkreslené informace a velmi ztěžují srovnávání mezi jednotlivými společnostmi. To přiřazuje těmto ziskům nízkou kvalitu a nízkou vypovídací schopnost. Druhý z našich tří investorů v hospodě použil právě tyto zisky. Může s nimi pracovat, měl by si však být vědom toho, co dělá. Třetí investor šel ve své agresivitě ještě dál a použil non-GAAP očekávané zisky pro příští rok. Tady už jsme hodně na tenkém ledě. Pracovat s nízkou kvalitou zisků, a ještě navíc zhoršenou nepřesností odhadu do budoucna, to už chce velkou investorskou otrlost. Přesto se právě s těmito čísly často pracuje. Když se vezmou vylepšené non-GAAP zisky, a ještě nadhodnocené typicky přehnaně optimistickými projekcemi do budoucna, potom dojdeme k vysokému číslu, které dělá celý trh opticky levnější.

Pozor na srovnávání nesrovnatelného

Pokud budeme posuzovat drahost celého trhu, například relativně vůči historickým průměrům, musíme vždy dbát na to, jaký zisk používáme, abychom nesrovnávali jablka s hruškami. GAAP zisky společností v indexu S&P 500 k letošnímu červnu jsou 104. PE indexu je tedy 24,1. Průměr tohoto ukazatele za posledních 70 let je 17,5. V tomto srovnání vychází tedy americký trh jako drahý. Non-GAAP zisky (operating profit) dosažené za posledních 12 měsíců byly 115,9. To by znamenalo PE 21,6. Toto PE je ale potřeba porovnat s průměrnými historickými non-GAAP zisky. Ty byly za posledních let přibližně o 15 % vyšší než GAAP zisky, což by znamenalo, že průměrné PE by se mělo pohybovat někde na úrovni 15. I toto měřítko ukazuje na momentálně drahý trh.

Pokud analytici nebo komentátoři chtějí přesvědčit okolí o tom, že trh je levný, velmi často vezmou očekávané non-GAAP zisky pro následující rok a ty pak porovnají s průměrem počítaným na základě dosažených GAAP zisků. V dnešním konkrétním případě by to vypadalo takto. Non-GAAP zisky společností v indexu S&P 500 očekávané pro rok 2018 jsou 144,7. To dává PE 17,3, což je o trochu nižší, než průměrné PE trhu (17,5), takže trh vůbec není drahý. Aby se ale trh obchodoval někde kolem svého dlouhodobého průměru, muselo by PE počítané k odhadovaným non-GAAP ziskům pro příští rok být přibližně 12,5.

Když tedy někdo hovoří o tom, jak je trh jako celek drahý, měl by jasně říct, s jakými zisky pracuje a s jakými dlouhodobými průměry je srovnává. Zorientovat se v těchto číslech není nijak složité, stačí jen trocha pozornosti. Mnohem těžší je udělat si pořádek v číslech reportovaných jednotlivými společnostmi. Naše investování je založeno právě na výběru jednotlivých akcií a při jejich analyzování jsme si postupně vytvořili následující interní pravidla:

1. Nikdy nepřijímáme automaticky čísla, která jsou nám předkládána, ale přistupujeme k nim se zdravou dávkou skepse.
2. Jsme si vědomi toho, že managementy firem mají různou motivaci a že velmi důležitá je i celková kultura společnosti. Pokud se nám nedaří porozumět předkládaným finančním výkazům určité společnosti, je to často proto, že management nechce, aby jim někdo porozuměl.
3. Jednoznačně dáváme přednost GAAP číslům před různými non-GAAP úpravami. GAAP je sice nedokonalá soustava účetních předpisů, je však

všeobecně známá a pro všechny firmy stejná. Pokud máme dojem, že GAAP výkazy vyžadují určitou úpravu pro to, aby dávaly lepší obrázek o hospodaření společnosti, úpravy si provedeme sami. To je velmi důležité i při srovnávání jednotlivých firem mezi sebou.

4. Větší důraz než na zisk klademe na volné cash flow, což je ukazatel, který je hůře manipulovatelný a navíc klíčový pro oceňování společností.

To všechno je poměrně pracné, ale nikdo nemůže čekat, že akciový trh je místo, kde se dají vydělat bezpracně velké peníze.

Adjusted REBITDAR

Managementy řady firem se snaží odpoutat pozornost od faktu, že jejich společnosti jsou na tom z hlediska ziskovosti bídne a přesvědčují investory (a bankéře), že důležitější než zisk jsou jiné, výše ležící položky ve výsledovce. Kdysi se začala používat zkratka EBIT (earnings before interest and tax), která měla lépe ukázat na schopnost společnosti generovat cash flow nutné k obsluze vlastního dluhu. Ukázalo se, že svůj účel moc neplní, protože jak úroky, tak daně jsou reálný a často velmi podstatný náklad.

Nicméně EBIT je za normálních okolností vyšší než čistý zisk a to je lákavé. Nejenže se tento ukazatel dál používá, ale byl obohacen o další dvě položky – o odpisy a amortizaci. Argumentem bylo, že odpisy a amortizace nejsou hotovostní položky, a proto je možné je ignorovat. Každý, kdo někdy řídil nějakou firmu, tak ví, že odpisy jsou velmi reálný náklad podnikání, podobné námitky však byly smeteny ze stolu. Nová zkratka zněla EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortization). Buffettův partner Charlie

Munger, který nikdy nechodí daleko pro ostřejší výrazy, nazývá EBITDA „bullshit earnings“. A má pravdu.

Ani zde však ještě nekončí účetní kreativita. Někdy se objevuje zkratka EBITDAR. R na konci znamená rent, neboli náklady na pronájem a používá se často třeba u obchodních sítí, kde zahrnuje náklady na pronájem prodejních prostor. Někteří dokážou jít ještě dál a prezentují výsledky pod zkratkou REBITDAR. To první R znamená recurring, neboli opakující se EBITDAR. Zlatá medaile potom jde účetní položce nazvané Adjusted REBITDAR. Celým jménem Adjusted recurring earnings before interest, tax, depreciation, amortization and rent. Takový údaj neříká o společnosti a její hodnotě prakticky nic a je už jen krůček od dokonalosti v manipulaci s čísly, kterou můžeme nezvat EBE (earnings before expenses). Myslím, že i toho se dočkáme.

Jak to tedy je s drahostí trhů?

Velmi často slýchám větu – trhy jsou drahé. Téměř vždy je slovem trh myšlen americký trh, jako by ani jiné trhy neexistovaly. Americký trh drahý opravdu je. Podle většiny základních ukazatelů se nachází výše než v 90. percentilu své drahosti. To znamená, že dražší, než je teď, byl v méně než 10 % historie. Jeho férová hodnota by mohla být o 20-25 % níže. To samo o sobě ale neříká nic o tom, jak se bude dál trh vyvíjet. Může dál růst a zůstat drahý ještě spoustu let. Může stagnovat a postupně zlevňovat tím, jak porostou zisky amerických společností a samozřejmě může svou drahost srovnat rychleji výraznějším poklesem. Co z toho je nejpravděpodobnější, nelze říct. Určitě se nejedná o nějakou bublinu. V každém případě to ale nabádá k opatrnosti a

proto je naše čistá expozice vůči americkému trhu jen 28 % z celého portfolia.

Na naší planetě je však ještě řada dalších trhů, které umožňují dobře investovat peníze. Evropa, druhý největší trh, je o poznání levnější než ten americký a japonský trh považujeme za levný. Na těchto trzích se dá v současné době pohybovat mnohem bezpečněji. Zajímavé je, že v Evropě a především v Japonsku není manipulování s finančními výkazy zdaleka tak rozšířené jako v Americe. Řekl bych, že s tím souvisí i to, že tyto trhy jsou levnější a managementy firem jsou pod daleko menším tlakem okolního prostředí dosahovat krátkodobě dobré výsledky.

Drahost celých trhů se nás jako aktivních manažerů dotýká jen nepřímo. Vždycky lze najít atraktivní příležitosti, na drahých trzích to jen vyžaduje větší úsilí. Naše současné portfolio je oceněno přibližně na 11násobek historicky dosažených zisků (námi upravených). To znamená, že za naše akcie platíme řádově o polovinu nižší násobky jejich zisků, než na kolik je oceněn americký trh. To však není všechno. Společnosti, které vlastníme, jsou nadprůměrně kvalitní businessy. Je to dáno kombinací samotného typu jejich podnikání, tržního postavení, finanční zdravoti (nízkého dluhu) a jejich manažerské a podnikatelské kultury. Levné není jen portfolio jako celek, ale i každá jednotlivá akcie v něm. Všechny společnosti, které vlastníme, jsou vysoce, pravidelně a dlouhodobě ziskové.

Takové společnosti není lehké najít, nenabízejí se na každém rohu, ale existují a úkolem aktivních investorů je vybrat ty nejlepší z nich. Investoři nejčastěji mluví u jednotlivých akcií



(nebo i u celých trhů) o výnosech. Zapomínají však na druhou stranu téže mince, kterou je riziko. Naše portfolio je nejen levnější než trh, ale také mnohem méně riskantní. Nízká úroveň rizika je zde dána jak oceněním jednotlivých akcií (jejich poměrem mezi cenou a hodnotou), tak kvalitou jejich businessu.

Změny v portfoliu

Prodali jsme Irish Continental Group. Tohoto lodního dopravce jsme koupili loni v červenci těsně po brexitu. Britský akciový trh a řada akcií dalších společností, které v Británii podnikají, prošly loni na konci června panickým výprodejem ze strany investorů, kteří považovali brexit málem za konec světa. Dobře si pamatuji, jak jsme tenkrát nevěřičně hleděli na ceny některých akcií a přemýšleli, co koupit dřív. Jeden z našich nákupů se týkal

ICG. Zhruba po roce jsme akcie prodali se ziskem 35 %, protože se nám zdálo, že se naše investiční teze naplnila a akcie již přestaly být atraktivně oceněny.

Uvolněné peníze jsme vložili do jiné společnosti podnikající shodou okolností také v lodní dopravě. Na jiném konci světa a s jinými druhy přepravovaných nákladů, ale také jde o lodě. Tuto společnost jsme měli v portfoliu již v letech 2004-2007 a není to tak pro nás žádná novinka. Tento business leží mimo hlavní zájem investorů a mimo hlavní indexy. Navíc se jedná o speciální situaci, kterou podle nás trh vyhodnocuje zcela špatně. Pokaždé, když jsem tuto investici vysvětloval někomu z našich akcionářů, reakce byla vždy stejná – kup toho, co nejvíce to jde! Hlásíme: úkol splněn. 😊

Daniel Gladiš, říjen 2017

Pro více informací

Navštivte www.vltavafund.com

Napište investor@vltavafund.com

Sledujte www.facebook.com/vltavafund

P. S. 4. Česká investiční konference

V listopadu pořádáme 4. ročník České investiční konference. Všichni jste srdečně zváni!

Těšíme se na vás 23. – 24. 11. v hotelu Pyramida v Praze!

Program a registrace zde:

www.ceskainvesticnikonference.cz

Tento dokument vyjadřuje názory autora v době, kdy byl napsán a je určen výhradně pro edukativní účely.

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti mohou být a pravděpodobně také budou chybné. Nespolehejte na ně a při svých investičních rozhodnutích používejte i vlastní selský rozum.

Informace obsažené v tomto komentáři mohou obsahovat prohlášení, která, pokud nejsou citacemi historických skutečností, tvoří „výhledová prohlášení“ ve smyslu platných zahraničních právních předpisů o cenných papírech. Tato prohlášení mohou obsahovat finanční a jiné předpoklady, stejně jako prohlášení o našich budoucích plánech, cílech nebo hospodářských výsledcích anebo odhady na tom založené. Jakákoli taková výhledová prohlášení vycházejí z předpokladů a rozborů provedených fondem na základě jeho zkušeností a vnímání historických trendů, současného stavu a očekávaného budoucího vývoje i dalších skutečností, které považujeme za daných okolností za vhodné. To, zda budou skutečné výsledky a vývoj odpovídat našemu očekávání a předpovědím, však závisí na množství rizik, předpokladů a nejistých skutečností. Při hodnocení výhledových prohlášení by měli čtenáři zvláště zvažovat různé faktory, které by mohly způsobit, že se skutečné události anebo výsledky zásadně liší od těch, jež jsou uvedeny v takových výhledových prohlášeních. Pokud platné právní předpisy o cenných papírech nevyžadují jinak, nemáme v úmyslu, ani se nezavazujeme aktualizovat či upravovat

výhledová prohlášení tak, aby odrážela následně informace, události, výsledky, okolnosti či jiné skutečnosti.

Tento komentář nepředstavuje, není součástí, ani by neměl být vykládán jako jakákoli nabídka k prodeji nebo úpisu nebo výzva k nabídce koupě či úpisu cenných papírů fondu.

Před úpisem by měli potenciální investoři vyhledat nezávislé odborné poradce, pokud jde o maltské či jakékoli jiné zahraniční právní předpisy týkající se nabytí, držení či zpětný prodej akcií Fondu nebo výplaty akcionářům.

Akcie fondu nebyly a nebudou registrovány podle amerického zákona o cenných papírech z roku 1933, v platném znění („Zákon z roku 1933“) nebo podle předpisů o cenných papírech kteréhokoli jiného státu. Podle amerického zákona o investičních společnostech z roku 1940 („Zákon z roku 1940“) není fond registrovanou investiční společností.

Akcie fondu nesmějí být nabízeny investorům v České republice v rámci veřejné nabídky, jak se uvádí v § 34 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu („Zákon o podnikání na kapitálovém trhu“).

Výnosnost v jakémkoli období v minulosti nemusí nutně znamenat, že podobné výsledky lze očekávat i v budoucnosti. Výnosy u jednotlivých investic jsou neauditované, jsou uváděny v přibližné výši a mohou zahrnovat dividendy i opce.

© Copyright 2017 Vltava Fund SICAV, plc a www.vltavafund.com – Všechna práva vyhrazena.

Tento dokument nelze použít v jakékoli publikaci, není možné jej dále šířit, distribuovat, ani kopírovat bez předchozího písemného souhlasu Vltava Fund SICAV, plc.