

Růstové firmy mohou být bezpečné

Investoři si zvykli dělit akcie na růstové a hodnotové s tím, že ty růstové jsou obecně potenciálně považovány za výnosnější, ale rizikovější. Jenže i růstová firma může být bezpečná.

V investování se běžně používá rozdělení stylů, fondů nebo jednotlivých akcií na hodnotové a růstové. Jedná se o rozdělení značně zavádějící a často se dokonce chápe protikladně. Lze se rovněž setkat s pohledem na hodnotové akcie a fondy jako synonymem pro levné a málo rizikové. Růstové akcie a fondy se pak považují automaticky za drahé a rizikové.

Podnikání růstových firem může být přitom podstatně bezpečnější, než se na první pohled zdá. Jako protiklad růstových firem by se neměly uvádět hodnotové, ale ty s upadajícím podnikáním. Investování je ve své podstatě vždy hodnotové. Cílem je najít akcie, jejichž hodnota určená na základě diskontovaného budoucího cash flow převyšuje aktuální cenu. Hodnotoví i růstoví investoři se snaží o to samé, tedy najít hodnotu, jen většinou u společností s rozdílným tempem růstu.

Za hodnotové akcie se často mylně považují akcie, které se prostě obchodují s nízkým valuačním násobkem zisku nebo jiné veličiny. Investoři, kteří se sami označují za hodnotové, běžně dělají chybu, že se ve svých analýzách nedostatečně zaměřují na budoucí růst firmy a udržitelnost tohoto růstu. Obvykle mají určenou hranici na úrovni nějakého násobku aktuálního zisku, přes kterou se nechtějí pouštět. Je pak možné být svědkem rychlého závěru těchto investorů, že je akcie drahá jen při pohledu na vyšší násobek aktuálního zisku.

Takový investor pak může skončit s portfoliem málo rostoucích a rizikových firem. I u mírně rostoucích společností lze samozřejmě najít hodnotu a vysoké zhodnocení, ale jejich akcie musí být oceněny na stagnaci nebo

poklesu hospodaření. Nízký valuační násobek sám o sobě neznamená, že jsou akcie firmy levné a je tam nějaká hodnota. Stejně tak vysoký valuační násobek nutně neznamená, že jsou akcie drahé. Nejlepší variantou je samozřejmě nakoupit co nejrychleji rostoucí firmu za co nejmenší valuační násobek. Čím rychleji firma roste, tím vyšší valuační násobek je ospravedlnitelný.

Za růstovou se obecně považuje firma, když je její očekávané tempo růstu tržeb anebo ziskovosti vyšší než průměr trhu v podobě některého indexu. V posledních letech se jednalo hlavně o firmy z technologického,

Za hodnotové akcie se často mylně považují akcie, které se prostě obchodují s nízkým valuačním násobkem zisku nebo jiné veličiny.

zdravotnického nebo části spotřebitelského a průmyslového sektoru. Může se jednat o společnosti z jakéhokoli oboru, ale většinou jde o ekonomické oblasti rostoucí delší dobu rychleji než HDP. Krátkodobě by se za růstové firmy daly označit i ty, které těží z cyklického oživení ekonomiky, jakého jsme svědky například dnes po odeznění pandemie.

Za bezpečné růstové firmy osobně považuji ale pouze takové, jejichž byznys model se již dostal do stádia, kdy umožňuje stabilní generování nadprůměrně vysokého tempa růstu nejen tržeb, ale i zisku a free-cash flow. Zároveň musí existovat velká pravděpodobnost udržení tohoto růstu v budoucnosti bez ohledu na celkový vývoj ekonomiky. Takovéto z pohledu podnikání bezpečné růstové společnosti mají některé podobné charakteristiky.

Mezi tyto charakteristiky patří působení na velkém a navíc rostoucím trhu. Zpravidla tyto společnosti těží z některého sekulárního trendu v ekonomice a disponují určitou trvale udržitelnou konkurenční výhodou.

Díky tomu mohou dlouhodobě vykazovat nadprůměrný růst a ještě vylepšovat marže. Jejich podnikání většinou nevyžaduje velké investice do fyzických aktiv a mohou fungovat prakticky bez dluhu. Jsou řízeny kvalitním managementem, který efektivně alokuje kapitál do nových investičních příležitostí. Mají dobře zvládnutou akviziční politiku a zbytek generovaného free-cash flow je využit na zpětné odkupy akcií nebo výplatu dividend.

Většina těchto firem má vedle vlastního R&D i nějakou formu venture capital divize, která skupuje nadějně mladé společnosti s potenciálně konkurenčními technologiemi. Tím se v průběhu času upevňuje konkurenční výhoda a udržitelnost nadprůměrného růstu. Byznys model bezpečných růstových firem je také z velké části založen na tzv. recurring revenues (lze volně přeložit jako opakované příjmy, které jsou založené např. na pravidelném

poskytování služeb), které dělají podnikání stabilní i v dobách nepříznivého ekonomického vývoje.

Společností naplňujících tyto charakteristiky není mnoho. V jakých oblastech se dají nalézt a jaké jsou zmiňované sekulární trendy? Hlavním trendem je postupná digitalizace světa umožněná pokrokem v oblasti informačních technologií a výrobě čipů. Digitalizace mění komunikaci, obchod, zábavu, platební služby, reklamu nebo podnikové procesy.

Díky digitalizaci vznikly některé úplně nové obory jako cloud computing, technologické poradenství nebo zajišťování kybernetické bezpečnosti.

Technologický pokrok umožnil také nové inovace ve zdravotnictví jako vývoj biologických léků a využití robotiky v chirurgii. Z dalších globálních trendů se dá zmínit například

elektrifikace aut nebo přechod na obnovitelné zdroje.

Růstových firem v těchto oblastech je spousta a stále vznikají nové. Samotná expozice na určitý sekulární trend umožňující rychlý růst ale nestačí.

Některé dnes extrémně oceněné populární firmy vykazují sice rychlý růst tržeb, ale odhadování budoucích

ní výhody a zároveň podceňovat udržitelnost tempa růstu u již zavedených firem s výraznou konkurenční výhodou. Dlouhodobě udržitelné tempo růstu bezpečných růstových firem je většinou v rozmezí 10-20 % ročně.

Při valuaci investor může klasicky prostřednictvím oceňovacího modelu přímo odhadnout vnitřní hodnotu akcie a porovnat ji s aktuální cenou. Pro

ce do akcií mladých rychle rostoucích firem se podobá výstřelu z brokovnice. Některé akcie investor trefí a mohou přinést velmi vysoké zhodnocení, ale u některých může dojít k trvalé ztrátě investovaného kapitálu.

Investováním do bezpečných růstových akcií investor nepřímo investuje i do těchto začínajících firem. Za investora však tyto firmy vybírá management bezpečné růstové firmy se zkušenostmi a informacemi přímo z oboru.

Využití dnešních úrokových sazeb jako diskontního faktoru ve valuačních modelech nebo stávajícího ocenění pro určení očekávaného výnosu může být ošidné. Prostředí nízkých úrokových sazeb tlačí nahoru ocenění všech aktiv včetně akcií.

Nejvíce pomáhá právě růstovým akciím, protože větší část diskontovaného cash flow se nachází v budoucnosti. Nízké sazby zároveň umožňují snadnější využití dluhu. Jedním z efektů jsou rostoucí bariéry vstupu do odvětví kvůli rychlejší monopolizaci trhu díky akvizicím menších konkuren-

Za růstovou se obecně považuje firma, když je její očekávané tempo růstu tržeb anebo ziskovosti vyšší než průměr trhu v podobě některého indexu.

zisků je takřka nemožné. Jakmile se firma začne snažit o generování zisku, nabízený produkt nebo služba se může stát pro zákazníky neatraktivní. Většina společností postrádá onu klíčovou trvale udržitelnou konkurenční výhodu a je otázkou, jestli si ji někdy vybudují. Z důvodu její absence rychlé tempo růstu tržeb vydrží jen několik let, následně kvůli přibývajícím konkurencím začne slábnout a společnost se ziskovou stát nikdy nemusí.

U takových firem se velmi těžko předvídá, v jaké podobě, nebo zda vůbec budou za několik let ještě existovat. Někdo jistě nebude souhlasit, ale do této kategorie společností se dají zařadit např. Tesla, Palantir nebo Peloton.

Bezpečná růstová firma musí disponovat trvale udržitelnou konkurenční výhodou, aby mohla nadprůměrně vysokým tempem růst dlouhodobě a udržela si tržní podíl nebo ho ještě lépe postupně navyšovala.

Bezpečné růstové firmy mají často monopolní postavení nebo je trh rozdělen jen mezi několik málo firem s velkými bariérami vstupu do odvětví. Typicky jde o společnosti, které vyvinuly novou technologii a poté ji nabízí jiným firmám k podnikání. Konkrétně jde například o společnosti Alphabet, ASML, Illumina nebo Synopsys.

I v případě nákupu akcií byznysově bezpečných růstových firem za přemrštěnou cenu se ale může jednat o nebezpečnou investici. V ocenění akcií nesmí být tempo růstu plně reflektováno. Trh má tendenci přeceňovat velmi rychle rostoucí mladé společnosti bez výraznější konkurenč-

zjednodušení se přímému určení hodnoty může investor vyhnout, určit očekávaný výnos z držení akcií a porovnat jej s požadovaným výnosem. Pro lepší výkonnost než akciový index by měl požadovaný výnos být s dostatečnou rezervou nad historickým průměrným ročním zhodnocením daného benchmarku.

Očekávaný výnos akcií bezpečných růstových firem lze odvodit z odhadova-

Za bezpečné růstové firmy osobně považuji pouze takové, jejichž byznys model se již dostal do stádia, kdy umožňuje stabilní generování nadprůměrně vysokého tempa růstu nejen tržeb, ale i zisku.

ných budoucích zisků a určitého valuačního násobku, přičemž je možné využít průměr za posledních několik let.

Bezpečné růstové firmy sice mají v posledních letech tendenci si ocenění udržet nebo ho postupně navyšovat, ale vždy je jistější počítat spíše s kompresí ocenění na určitou normalizovanou úroveň než s jeho růstem.

Platí, že pokud si firma rostoucí na zisku každý rok například o 15 % udrží stejné ocenění, akcie budou růst o 15 % ročně. Akcie na zisku stagnující firmy při udržení stávajícího ocenění pak zůstanou bez změny.

V potaz je třeba vzít samozřejmě také případný dividendový výnos, který u málo rostoucích firem může tvořit hlavní část celkového výnosu.

U rychle rostoucích společností v prvotní fázi svého životního cyklu jsou odhady výrazně komplikovanější. Vzhledem k velké nejistotě týkající se budoucího hospodaření by i požadovaný výnos měl být nastaven výše. Investi-

rentů. Velké společnosti v dnešním světě dokonce mohou akvizice financovat vydáním dluhopisů, které od nich koupí na primárním trhu přímo centrální banka.

Nárůst úrokových sazeb je správně uváděn jako riziko pro ceny aktiv a zejména růstové akcie. Ačkoli výhled globálního ekonomického vývoje a úrokových sazeb není předmětem tohoto textu, je na místě závěrem alespoň krátké zamyšlení. Výraznější růst úrokových sazeb v západním světě je těžko představitelný, aniž by se nezačal finanční systém hroutit.

V současném systému a paradigmatu centrálního bankovníctví se po odeznění pandemie jako nejpravděpodobnější jeví návrat k slabému ekonomickému růstu s nízkými úrokovými sazbami. ■

Lukáš Brodniček

Portfolio manažer Fio globálního akciového fondu a řečník na České investiční konferenci, která proběhne 8. a 9. listopadu 2021 online