



Jak správně porozumět ceně akcií

*Co vše lze vidět za cenou akcie?
A proč ceny akcií některých společností rostou více než jiných?
To jsou jen příklady otázek, které investory zajímají nejčastěji.*

Text Ján Hájek, manažer fondu ISČS Top Stocks Foto I 23RF

Obecně platí, že kurz akcie jakékoli společnosti je odrazem dvou základních charakteristik – toho, jak si firma vede, respektive jak se bude s největší pravděpodobností v budoucnu vyvíjet její hospodaření, a také průměrného názoru všech účastníků trhu, jakou by tento předpokládaný scénář měl mít hodnotu. Dá se vyjádřit několik dvojic ukazatelů, které tyto charakteristiky popisují. Nejčastěji se používají ukazatele zisku na jednu akcii (tzv. EPS) a jeho násobku (tzv. P/E). Podobné dvojice lze určit i pro ukazatele tržeb (a násobku tržeb, tzv. P/Sales), účetní hodnoty (a násobku účetní hodnoty P/BV), provozního zisku (a násobku provozního zisku EV/EBITDA) nebo čistého cash-flow (a úrovně požadovaného výnosu, kterým je budoucí čistý cash-flow diskontováno).

My se zaměříme jen na dvojici EPS a P/E, jejichž konsenzuální hodnoty lze najít v ekonomických periodikách, na specializovaných internetových serverech, případně v různých publikovaných analýzách o zmiňovaných společnostech. Nicméně mnohé z popsaných závěrů platí i pro zbývající ukazatele.

Je zřejmé, o co se všichni investoři neustále snaží: nalézt takové společnosti, od nichž většina investorů nic významného neočekává, jež ale překvapí svým budoucím nadprůměrným růstem.



Vývoj ukazatele zisku na jednu akcii může poskytnout velmi dobrý obrázek o kvalitě společnosti – jde o důležitější indikátor, než je pouhý vývoj ziskovosti celé společnosti. Pokud totiž ziskovost společnosti roste jen díky tomu, že musí získávat vydáváním nových akcií dodatečný kapitál pro další expanzi, nemá z tohoto růstu stávající akcionář žádný prospěch. Naopak mnohem cennější je případ, kdy je společnost ze stávajícího kapitálu schopna financovat nejen svůj budoucí růst, ale navíc vyplácet dividendy nebo odkupovat vlastní akcie a nepotřebnou část kapitálu vracet stávajícím akcionářům.

JAKÝ RŮST UKAZATELE EPS JE DOBRÝ?

Pohled do historie ukazuje, že největší americké společnosti obsažené v tržním indexu S&P500 za posledních zhruba osmdesát let vykázaly v průměru přibližně šestiprocentní růst ukazatele EPS. Pokud tedy narazím na společnost, o níž se domnívám, že by mohla v budoucnu zvyšovat tento svůj ukazatel o více než šest procent, a tento předpoklad se naplní, mám velkou šanci, že můj výnos z této investice bude nadprůměrný.

Jestli tomu tak bude, záleží na vývoji ukazatele P/E, jenž vyjadřuje míru optimismu investorů ohledně budoucího růstu společnosti. Ukazatel P/E nám říká, jaký násobek budoucího zisku na jednu akcii společnosti jsou investoři ochotni zaplatit. Čím vyšší je tato hodnota, tím vyšší je očekávaný budoucí růst. Optimální předpoklad úspěšné investice tedy nastává, když společnost naplní naše očekávání a dosáhne

oproti tržnímu předpokladu vyššího nadprůměrného růstu ukazatele EPS. To znamená, že současně s vyšším růstem zisku na jednu akcii nedojde k poklesu hodnoty relativního ocenění v podobě ukazatele P/E.

IDÉALNÍ INVESTICE?

Jak poznat z ukazatele P/E, jaký scénář je již v ceně akcií započítán? Ve finanční teorii platí, že v případě, kdy jsou inflace, úrokové sazby dlouhodobých státních dluhopisů, úroveň rizikové prémie a rizikovost podnikání společnosti na historicky průměrných hodnotách, úroveň odpovídající průměrnému růstu EPS ve výši šest procent je P/E rovna šestnácti.

Rychleji rostoucí společnosti by se měly obchodovat na vyšších hodnotách relativního ocenění P/E, a naopak pomaleji rostoucí na hodnotách nižších. Vyšší než historicky průměrné hodnoty inflace, úrokových sazeb, rizikové prémie a rizikovosti podnikání povedou k nižšímu ukazateli P/E, opačně očekávání dlouhodobě nižších než průměrných hodnot k vyššímu P/E.

Je tedy zřejmé, o co se všichni investoři neustále snaží: nalézt takové společnosti, od nichž většina investorů nic významného neočekává, jež ale překvapí svým budoucím nadprůměrným růstem. A současně se vyvarovat takových investic, kdy společnosti v budoucnu nenaplní do nich vkládaná očekávání budoucího nadprůměrného růstu EPS. Velmi dobrá firma se pozná tak, že má zpravidla jeden nebo více produktů, jež jsou stále více poptávány, konkurence je nedokáže napodobit, natož překonat, a její náklady

rostou pomaleji než tržby. Proto dochází i k vyššímu růstu ziskovosti společnosti, než je její růst tržeb, a není potřeba ho neustále financovat vydáváním dalších nových akcií.

FOCUS INVESTING

Takto jasně lze identifikovat velmi kvalitní společnost většinou až poté, co svého úspěchu dosáhne. Kouzlo úspěšného investora spočívá ve schopnosti odhadnout budoucí scénář dlouho před ostatními. Investování neznamená stoprocentní úspěšnost předpovědí. Je samozřejmé, že se hospodaření mnoha společností nevyvine podle původních představ investora. K dlouhodobé úspěšnosti v investování je však potřebné dosáhnout alespoň nadpoloviční úspěšnosti svých odhadů budoucnosti. Tu lze podle mého názoru získat jenom tak, že investor dobře porozumí specifikům podnikání jednotlivé společnosti, díky čemuž má pak i šanci přesněji odhadnout její budoucí vývoj.

Věřím, že metoda „focus investing“, tj. zaměření se na menší okruh společností a sektorů, i důkladná analýza příslušných podnikatelských modelů, kterou používám při řízení fondu ISČS Top Stocks, může pomoci k dosažení tohoto cíle. Právě v tomto přístupu spočívá umění investovat. Poté, co investor přijde na to, jaká bude budoucnost jednotlivé společnosti, je zpravidla již snadné spočítat její hodnotu (hovoříme o řemesle investování). A dojít tak k závěru, zda je tento scénář již započítán v ceně akcií, a tudíž jestli je zde prostor pro úspěšnou investici.

Slovník

EPS – zisk společnosti připadající na jednu vydanou akcii (čistý zisk společnosti je vydělen počtem emitovaných akcií)
PIE – násobek zisku na jednu vydanou akcii, který investoři platí v ceně jedné akcie; je to indikátor toho, jak optimistický

je pohled investorů na budoucí růst ziskovosti společnosti
P/Sales – násobek tržeb na jednu akcii
P/BV – násobek čistého jmění společnosti připadajícího na jednu akcii
EV/EBITDA – násobek provozního zisku

před odečtením odpisů, výplaty úroků a daní; v tomto případě je poměřována hodnota společnosti včetně existujících dluhů (EV = tržní kapitalizace společnosti + výše existujícího čistého zadlužení)
Cash-flow – volné prostředky, které

zůstávají společnosti k dispozici poté, co z inkasovaných tržeb uhradí veškeré provozní náklady a výdaje spojené s investicemi
S&P500 – index 500 nejvýznamnějších obchodovaných amerických společností