

Pohled do kuchyně portfolio manažera

Úspěšné aktivní řízení akciového fondu není snadná věc. Z pohledu stylů založených na fundamentální analýze existují přitom dva základní přístupy, růstový a hodnotový.

V loňském článku, který vyšel ve FOND SHOPu 20/2017, jsem se zabýval tím, jak rozmach indexového investování ovlivňuje práci aktivního manažera fondu. Tentokrát bych se chtěl detailněji zamyslet nad tím, jakou strategii by měl investor zvolit, pokud chce aktivním výběrem být schopen dlouhodobě porážet index.

Budu se zejména věnovat investičnímu stylu postavenému na fundamentální analýze (a to nejenom kvantitativní, ale zejména i kvalitativní), který je mi blízký a popíšu svojí představu o tom, jak by měl aktivní manažer fondu postupovat, pokud si zvolí jeden ze dvou hlavních investičních stylů – hodnotový nebo růstový. Než se ale dostanu k detailům pro jednotlivé styly, zastavil bych se krátce u společných faktorů, které považuji za nutné pro případný úspěch.

ÚPLNÝ ZÁKLAD

Jak jsem již psal v loňském roce, myslím si, že aktivní investor by si neměl vystačit s pouhým kvantitativním způsobem investování, protože větší využití tzv. smart-beta fondů bude většinu příležitostí spojených se screeningem a identifikací jednoduchých nerovnováh eliminovat.

Aktivní investující manažer fondu se bude muset mnohem více zaměřit na předpovědi, které se budou lišit od současného konsensu trhu. Pokud bude úspěšný v identifikaci těchto příležitostí, které nejsou jednoduše kvantifikovatelné, bude mít podle mého názoru i šanci na dlouhodobý úspěch.

Dalším důležitým předpokladem je míra odchýlení se od indexu reprezentujícího skupinu společností, ze které manažer fondu své investice vybírá. Ať už bude aktivně spravovaný fond široce diverzifikovaný nebo koncentrovaný do menšího počtu společností, bude se muset výrazně

lišit od složení indexu. A je potřeba, aby důvody odchýlení byly právě založeny na předpovědích odlišných od současného konsensu.

Jenom tak bude mít šanci odlišit se svou výkonností od výkonností indexu a také obhájit svou nákladovou strukturu nutnou pro aktivní investování.

Jedním z důvodů atraktivity pasivních fondů bylo zjištění, že většina fondů v minulosti svých výsledků dosahovala spíše betou, respektive pouhou aplikací některého z kvantitativních faktorů (momentum, valuace, růst, volatilita, atd.) a poplatky spojené se správou neodpovídaly míře aktivní správy, což vedlo k substituci pasivními, resp. smart-beta fondy.

JAK SPRÁVNĚ VYBÍRAT?

Pokud se podívám na výběr jednotlivých investic, tak obecně platí, že změna kurzu akcie jakékoliv společnosti je funkcí dvou základních charakteristik – toho, jak se bude v budoucnu vyvíjet její hospodaření a pak změny průměrného názoru všech účastníků trhu na to, jakou by očekávaný budoucí vývoj měl mít hodnotu.

Dá se nadefinovat několik dvojic ukazatelů, které popisují tyto dvě základní charakteristiky. Nejčastěji se používají ukazatele zisku na jednu akcii (tzv. EPS) a násobku tohoto zisku (tzv. P/E), podobné dvojice lze definovat 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).

V tomto článku se budu věnovat pouze již zmiňované nejčastěji používané dvojici ukazatelů EPS a P/E, jejichž konsensuální hodnoty lze najít buď v ekonomických

periodikách, nebo na specializovaných internetových serverech, případně v různých publikovaných analýzách o těchto společnostech. Nicméně mnohé z níže uvedených závěrů lze aplikovat i pro zbývající ukazatele.

Z historických dat a teorie víme, že dlouhodobý růst EPS pro široce diverzifikovaný index velkých amerických společností (např. S&P 500) byl přibližně 6 % ročně a že ocenění společností je kromě budoucích růstových vyhlídek také funkcí úrovně očekávané inflace, produktivity a rizikové premie.

Pokud se však díváme na relativní pohyby, tak nás zajímají akcie, které budou mít lepší výkonnost, než je průměr trhu reprezentovaný nějakým indexem.

Tím pádem bude důležité sledovat relativní změny těchto charakteristik, to jest, o kolik rychleji poroste EPS nějaké společnosti než průměr trhu, resp. o kolik vzroste ocenění nějaké společnosti ve srovnání s růstem ocenění celého trhu (což většinou nastane v důsledku nějaké specifické informace spojené jenom s touto společností a ne s celým trhem).

HODNOTOVÝ VS. RŮSTOVÝ STYL

Tyto dvě základní charakteristiky podle mého názoru také definují dva základní investiční styly. Investoři, kteří používají hodnotový styl investování, věří, že názor trhu na vyhlídky společnosti, který se projevuje pomocí nějakého oceňovacího ukazatele, je příliš pesimistický a že postupně dojde k jeho návratu na úroveň odpovídající fundamentální hodnotě.

Vzhledem k tomu, že přikládají větší důraz na zhodnocení prostřednictvím změny ocenění, vyhledávají situace, kde nějaké nové informace o společnosti vedou k relativně rychlému přehodnocení jejich vyhlídek a tím pádem i k růstu ocenění a kurzu těchto akcií. Protože tato změna ocenění dokáže v krátkém horizontu výrazně pohnout s kurzem akcií, dokážou v případě identifikace nerovnováhy a události, která vede k zavření této mezery, realizovat nadprůměrný výnos.

Hodnotový investoři většinou nekladou důraz na nadprůměrný růst fundamentálních veličin. Pro tento styl je tím pádem důležitá správná identifikace důvodů a nových informací, které povedou k přehodnocení ocenění. Pokud totiž k takovému přecenění delší dobu nedochází,

může být investice do takovéto společnosti relativně ztrátová, pokud je růst fundamentálních hodnot relativně podprůměrný (tzv. hodnotová past).

Z tohoto důvodu je také investiční horizont většiny investic spíše střednědobý – maximálně 1-2 roky a i pro hodnotové investory je dobré, pokud najdou podhodnocenou společnost mezi alespoň průměrně fundamentálně rostoucími společnostmi.

Většina situací, které vedou k vychýlení z rovnovážné situace, má své příčiny v iracionálním chování investorů – jedná se o intenzivní krátkodobé změny dosavadního příběhu společnosti, které jsou spojeny s přirozenou volatilitou podnikání a které mají tendenci vést k přestřelení pohybu ceny akcie pod hodnotu odpovídající dlouhodobé perspektivě společnosti.

Hodnotoví investoři hledají své příležitosti také v cyklických sektorech nebo sektorech, které už mají fázi největšího růstu za sebou a tím pádem nejsou středobodem pozornosti investorů a snáze lze zde identifikovat nesprávně oceněné společnosti. Růstoví investoři naopak kladou důraz na nadprůměrný růst fundamentálních hodnot.

Na rozdíl od hodnotových investorů nevyhledávají situace, kdy dojde k návratu do normálu, ale spíše naopak. Hledají společnosti, které dokáží dlouhodobě odolávat konkurenci a tím pádem i nadprůměrně růst (tj. odolat přirozenému vyčerpání konkurenční výhody a návratu k průměrnému růstu). Růstový investor většinou hledá odpovědi na několik následujících otázek:

- „Čím jsou produkty společnosti tak výjimečné, že neustále nadprůměrně rostou jejich prodeje a ani vstup konkurence nevede k zastavení tohoto růstu?“
- „Je potenciální trh pro existující produkty dostatečně velký?“
- „Je společnost schopna těžit z provozní páky, nebo musí na podporu dalších prodejů investovat stále větší jednotkové investice?“
- „Má společnost dostatečnou ziskovou marži, která jí umožní získat prostředky pro investice do dalšího růstu?“
- „Je management společnosti schopen udržovat růst tržeb zaváděním dalších nových produktů, nebo je to jenom příběh jednoho úspěšného produktu?“

Pochopitelně to není konečný výčet otázek, ale pokud výsledkem analýzy nějaké společnosti je nízké hodnocení v případě výše uvedených a dalších podobných otázek, stěží lze pak danou společnost klasifikovat jako nadprůměrně růstovou.

Navíc růstový investor potřebuje nalézt ty situace, kdy tento nadprůměrný růst fundamentálních hodnot vydrží déle, než aktuálně tržní konsensus očekává. Pouze v tomto případě je možné, aby investor při nákupu jejích akcií nezaplatil příliš vysokou cenu, přestože většinou bude nakupovat za prémiové ocenění.

Právě nákup za prémiové ocenění v sobě obsahuje největší riziko růstového investování. Pokud už je v ceně akcií započteno více než společnost svým růstem v budoucnu dodá, může být i z nadprůměrně fundamentálně rostoucí společnosti relativně podprůměrná investice.

Samozřejmě růstový investor ve srovnání s hodnotovým investorem podstupuje větší riziko, protože v případě zklamání ohledně budoucího vývoje fundamentálních hodnot dochází k větším ztrátám v důsledku negativního pohybu oceňovacích ukazatelů než v případě hodnotových investic, kde zpravidla očekávání na počátku investice nejsou příliš optimistická a tudíž negativní dopad fundamentálního zklamání není až tak velký.

Typické růstové investice bývají zpravidla delší, protože teprve v několikaletém horizontu se má šance naplno projevit rozdíl v růstu ziskovosti dané společnosti ve srovnání s celým trhem a růstový investor může být odměněn za svůj přesný odhad.

Pokud oba styly porovnáme, tak se domnívám, že pro hodnotové investory je důležitá konzistence výnosů jednotlivých investic. Řečeno baseballovou terminologií, u tohoto stylu je důležité mít vysokou úspěšnost v dosažení první mety.

Naopak v případě růstového investora je kromě alespoň průměrné úspěšnosti důležité, aby některé z jeho investic byly také extrémně výnosné (baseballový home-run), protože kromě většího podílu ztrátových investic na celkovém počtu investic budou některé z těchto jeho pozic i nadprůměrně ztrátové (efekt prudkého poklesu prémiového ocenění v případě nenaplnění investičního příběhu).

Když se podívám na svou dosavadní dvanáctiletou historii při řízení fondu Top Stocks, tak

podíl absolutně kladných a záporných investic je přibližně 65 % / 35 %. V sedmi případech ze 72 doposud uskutečněných investic byla ztráta větší než 50 %, na druhou stranu sedm nejlepších investic vyneslo 300 a více procent (nejlepší absolutní investice vynesla 639 % za 10 let držení těchto akcií, tj. v průměru výnos 20 % ročně).

Pro růstového investora je extrémně důležité nalézt alespoň několik vysoce kvalitních a nadprůměrně rostoucích společností a pak odolat pokušení předčasně vybrat své zisky. Naopak pro hodnotového investora je důležité, aby po uzavření oceňovací mezery tuto investici disciplinovaně opustil a šel hledat další příležitost, protože zpravidla nemůže těžit z dlouhodobě nadprůměrného růstu fundamentů.

Samozřejmě, realizovaný výnos závisí na úspěšnosti správných odhadů budoucího vývoje a ani aplikace výše popsaných postupů automaticky negarantuje úspěch ve vysoce konkurenčním prostředí, jakým investování na akciových trzích je. Jak jsem již psal v loňském roce, ani pasivní investování není jednoduchá a univerzálně dobrá strategie bez nutnosti vynaložit alespoň nějaké úsilí, takže určitě stojí za zvážení, jestli se investor nemá pustit cestou aktivního investování. V případě, že tomu tak bude, určitě stojí za to vzít do úvahy nutné podmínky, které každý z výše zmínovaných dvou investičních stylů má, aby měl investor šanci na úspěch. ■

Ján Hájek

*manažer fondu Top Stocks
Autor je jeden z řečníků, který
vystoupí na 5. ročníku
České investiční konference
(19. - 20. 11. 2018)*

www.ceskainvesticnikonference.cz

Graf 1: Uskutečněné investice fondu Top Stocks

