CONSEQ V MÉDIÍCH

CENA AKCIÍ SPOLEČNOSTI TESLA JE PRAVDĚPODOBNĚ SILNĚ PŘESTŘELENÁ

Fundamentální vnitřní hodnotu akcie, resp. celé společnosti, stanovujeme pomocí modelu diskontovaného cash flow (discounted cash flow – DCF). Jednoduchý DCF model na společnost Tesla je znázorněn v tabulce níže. V tomto případě se nicméně jedná o tzv. reverzní DCF model (reverse-engineered DCF model), který zpopularizoval známý investiční stratég a proponent behaviorálních financí James Montier. U tohoto typu modelu se nesnažíme odhadnout fundamentální vnitřní hodnotu společnosti, ale naopak se snažíme zjistit, jaká růstová očekávání jsou v ceně akcie, resp. v tržní kapitalizaci společnosti, zaceněna.

Vycházíme přitom z tzv. volného cash flow (free cash flow – FCF), které je nejčastěji dáno rozdílem mezi provozním cash flow a investičními výdaji (CAPEX). Místo provozního cash flow můžeme někdy použít provozní zisk před odpisy, amortizací, úroky a daněmi (EBITDA). Volné cash flow je hotovost, kterou společnost vygeneruje svým provozem, a to po nutných kapitálových výdajích do obnovy dlouhodobých aktiv, případně do dalšího růstu. Volné cash flow se dá například používat na výplatu dividendy, zpětné akciové odkupy, splátky dluhu a úroků či případně fúze a akvizice.

Níže jsem použil klasický dvoufázový DCF model s tím, že délka první fáze je 10 let od roku 2020 do roku 2029. Volné cash flow za roky 2016–2019 jsem převzal z terminálu Bloomberg. Konsenzuální odhad volného cash flow na roky 2020 až 2021 jsem rovněž převzal z Bloombergu, nicméně jsem je nepatrně o 15–20 % posunul směrem dolů kvůli tomu, že sell-side analytici obvykle trpí behaviorálním předsudkem přehnaného optimismu (overoptimism bias), tudíž jejich odhady mají silnou tendenci klesat v čase směrem dolů. Odhady volného cash flow na roky 2022 až 2029 jsem vypočítal jednoduše s pomocí očekávaného tempa růstu, které se v průběhu času nemění. Pro druhou terminální fázi modelu (do nekonečna) jsem přitom použil stejnou míru růstu.

Nyní šlo o nastavení takové míry růstu volného cash flow, aby se odhad fundamentální vnitřní hodnoty společnosti přibližně rovnal současné tržní kapitalizaci ve výši 1,4 bilionu dolarů. Předpokládanou diskontní míru (WACC) jsem oproti akciím společnosti Apple zvýšil o jeden procentní bod na 11 %, neboť riziko společnosti Tesla je rozhodně větší než u společnosti Apple. Ukázalo se, že v ceně akcií Tesly, resp. jeho tržní kapitalizaci, je zaceněn nekonečný růst volného cash flow o 9,2 % ročně. Je to málo nebo hodně? Domnívám se, že toto tempo růstu je donekonečna naprosto nedosažitelné. Analytici totiž obvykle pro druhou fázi DCF modelu používají terminální míru růstu (terminal growth rate – g) 3 % a v případě silně rostoucích společností s nadprůměrným výhledem 4 %, možná maximálně 5 %. Ale 9,2 % je podle mého názoru úplně mimo.

Troufám si tedy tvrdit, že aktuální cena akcií Tesly, resp. její tržní kapitalizace, je velice pravděpodobně silně přestřelená. Ostatně to dokládají i velmi vysoké úrovně poměrových valuačních ukazatelů: P/B 17x, P/S 5x a EV/EBITDA 60x! Dodejme, že společnost byla za celý rok 2019 na úrovni čistého výsledku hospodaření opět ve ztrátě. Dlouhodobým fundamentálním investorům bych proto nákup akcií Tesly na současných úrovních raději nedoporučoval a snažil bych se počkat na dílčí korekci a výrazně atraktivnější cenu a valuace. Na druhou stranu bych nedoporučoval ani krátký prodej, resp. shortování, neboť valuace samy o sobě bývají velice zřídka faktorem náhlého propadu nebo i naopak růstu ceny jakékoliv akcie, pokud valuace považujeme za silně podhodnocené.

Michal Stupavský
investiční stratég
Conseq Investment Management

(Kurzy.cz, 4. 2. 2020)

Millions of USD	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
FCF	–1,405	–3,476	–3	1,078	1,170	2,480	2,708	2,957	3,229	3,526	3,851	4,205	4,592	5,015
FCF dynamics		147,4%	–99,9 %	–36 033,3 %	8,5 %	112,0 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %
FCF growth from 2022 till 2030	9,2 %													
WACC	11,0 %													
Year of the model					1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Discount factor					0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35
PV of FCF					1,054	2,013	1,980	1,948	1,916	1,885	1,855	1,825	1,795	1,766
Sum of PV of FCF in 1st stage till 2029	18,037													
Terminal growth rate	9,2 %													
Terminal value	304,217													
PV of terminal value (2nd stage)	107,140													
Enterprise value	125,178													
Debt	13,419													
Cash	6,268													
Net debt	7,151													
Equity value	118,027													
Market cap	116,211													

Source: Bloomberg, Conseq

FIRMY VSADILY NA PŮJČKY V EURECH. JSOU LEVNĚJŠÍ.

České firmy rekordně sázejí na financování v eurech. V závěru loňského roku měly napůjčováno ve společné měně přesně třetinu všech svých úvěrů, tedy bezmála 380 miliard korun. Větší váhu euro v ekonomice tuzemských firem dosud nemělo. Společnosti upřednostňují měnu eurozóny nejen kvůli stále otevřenějším obchodním vztahům se zahraničím, ale i kvůli nižším úrokům. Část z nich sází rovněž na posilování koruny vůči euru, a tedy perspektivní zlevnění splátek dluhů nabraných v eurech. Jen během loňského roku vzrostl objem firemních eurových úvěrů v ekonomice o více než 11 procent, půjčky v korunách přitom nevzrostly ani o půlprocento. Finančníci ovšem upozorňují na rizika předlužení v eurech, která rostou zejména u firem, jejichž byznys se odehrává primárně v korunách.

„Firmy se snaží využívat levnějšího eurového financování obzvláště v případě, že mohou využít takzvaného přirozeného zajištění v podobě eurových tržeb. Pokud touto schopností nedisponují, podstupují poměrně výrazné měnové riziko a měly by alespoň uvážit kurzové zajištění," zdůrazňuje obchodní ředitel Consequ Lukáš Vácha.

(Jaroslav Bukovský, E15, 13. 2. 2020)

BRITSKÁ CESTA KE KAPITULACI

Británie minulý týden po více než čtyřech desetiletích opustila EU. Je to skutečně tečka za skoro čtyřletým řízením, které začalo referendem v červnu 2016? Čeká nás nová, klidnější epocha vztahů mezi rozvedenými partnery?

Kdepak. Největší drama teprve přijde. A pokud byla jednání mezi Bruselem a Londýnem o odchodu ostrá a nepříjemná, ta, která nás čekají, budou ještě vyhrocenější. Nepůjde o nic menšího než o nastavení vztahů po konci přechodného období, tedy po konci letošního roku. V jednáních o odchodu sice šlo i o peníze, primárně však o Severní Irsko. Ve skutečnosti se bojovalo o symbol.

Asi jako v „pomlčkové válce" v ČSFR. A protože se běžných lidí v Británii situace na Irském ostrově moc nedotýká a na Severním Irsku jim zase tolik nezáleží, kapitulace Borise Johnsona (přijetí celní hranice v Irském moři) byla v podstatě očekávatelná. Jakkoli se nerodila lehce.

Teď však půjde o obchod, živobytí a peníze obyčejných Britů. A vyhlídky na smír rozhodně nejsou růžové.

Konzervativci, což je k neuvěření, nadále malují obraz velké Velké Británie, k jejímž nohám padne evropská sedmadvacítka s dohodou o volném obchodu umožňující Británii si na prahu unie v poklidu budovat „Singapur na Temži". Premiér Johnson a jeho ministři se opájejí možností dohody po vzoru Kanady, která se rodila hodně dlouhá léta, nebo Austrálie – na celní vyjednávání položku po položce přitom není ani náhodou čas.

Boris Johnson se chová jako exmanžel cítící potřebu ponižovat po rozvodu svou exmanželku. Od první minuty porozvodového soužití unii vyhrožuje celními kontrolami či nedodržováním politické deklarace, ke které se, jak mu připomněl hlavní vyjednávač EU Michel Barnier, přihlásil před pár měsíci.

Realita však nakonec jako vždy zvítězí. A jednání skončí stejně jako jednání o odchodu: kapitulací Británie. V první polovině roku bude Johnson řinčet zbraněmi a hrozit odchodem bez dohody, s blížícím se koncem roku, nad propastí s nápisem „pravidla Světové obchodní organizace", však zjistí, jak jsou ve vyjednávání rozdány karty. A navzdory svým kategorickým slovům a navzdory tomu, že podle dohody tak může učinit jen do léta, nakonec požádá o prodloužení přechodného období.

A v některém z následujících roků se uzavře dohoda, ve které se Británie zaváže v podstatě ke všemu, co od ní požaduje EU. Tedy ke sladění pracovní legislativy, regulí kolem životního prostředí či státní pomoci, ke zpřístupnění svých výsostných vod.

Na konci ledna 2020 nic neskončilo. Přesně naopak. Brexit jen zvolna začíná.

Martin Lobotka
hlavní analytik
Conseq Investment Management

(E15, 5. 2. 2020)

NĚMECKO SE OCITÁ NA POKRAJI RECESE, UŽ JÍ DVAKRÁT TĚSNĚ UNIKLO

Poslední německá makroekonomická data představovala pro investorské býky studenou sprchu a ukázalo se, že pravděpodobnost recese v největší evropské ekonomice výrazně stoupla. Minulý pátek zveřejněná data totiž ukázala, že německá průmyslová produkce představila nejhorší sadu čísel od ledna 2009.

Průmyslová produkce v prosinci poklesla o 7 procent meziročně a 3,5 procenta meziměsíčně. Z posledních sedmi měsíců to tak byl již pátý pokles. Navíc tovární objednávky také poklesly, konkrétně o 2,1 procenta meziměsíčně.

Německá ekonomika je enormně závislá na exportech, které v prosinci vzrostly pouze o 0,1 procenta meziměsíčně. Ukazuje se tak, že klíčová globální rizika mají na německý ekonomický motor velký dopad. Patří sem celkové zpomalení světového obchodu, pokračující obchodní válka mezi USA a Čínou, byť do určité míry zmírněná podpisem první fáze obchodní dohody, dále epidemie koronaviru, slabý finanční sektor v Evropě a samozřejmě rovněž brexit.

V průběhu posledních 18 měsíců Německo těsně dvakrát uniklo recesi, která je definována jako pokles HDP ve dvou čtvrtletích za sebou. Podle předběžných dat přitom německá ekonomika v roce 2019 vzrostla pouze o 0,6 procenta, což je nejslabší tempo růstu od roku 2013. Německá vláda přitom v pátek potvrdila, že celkový výhled pro průmyslový sektor zůstává poměrně slabý (subdued), což je poměrně silné vyjádření od oficiálních vládních činitelů.

Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD) přitom odhaduje, že Německo poroste v letošním roce pouze tempem 0,4 procenta a v příštím roce by mělo dojít ke zlepšení na 0,9 procenta. Ekonomové proto tlačí německou vládu, aby výrazně zvýšila investice do infrastruktury. Ta na to ovšem zatím neslyší a je už do určité míry obsedantní se svou posedlostí vyrovnaným státním rozpočtem, resp. alespoň černou nulou (schwarze null).

Troufám si tvrdit, že bychom se neměli příliš divit, že až německý statistický úřad zveřejní čísla za dynamiku HDP v posledním loňském čtvrtletí, budeme po dlouhých letech svědky německé recese. V tomto ohledu se například nová makroekonomická prognóza ČNB z minulého týdne jeví jako poměrně optimistická, když odhad růstu české ekonomiky na letošní a příští rok prakticky nezměnila.

Michal Stupavský
investiční stratég
Conseq Investment Management

(Ekonomickymagazin.cz, 16. 2. 2020)