

ANTIBUBLINA JEŠTĚ POROSTE

Jít s rozumem proti trendu se vyplácí

Máme ze sebou několik krušných let, kdy trhům vládly masová euforie a masová skepse. Euforie způsobila internetovou bublinu roku 2000 a skepse „antibublinu“, která následovala. Pokud jste se před pár měsíci ptali investičních poradců, zda máte investovat do akcií, většina vás od toho – v duchu všeobecné skepse – pravděpodobně odrazovala s tím, že máte investovat do obligací, které vynášejí dvě až tři procenta, nebo do bytů, kde výnos nájmu není o mnoho lepší než tři procenta. Těm, kteří vám naopak poradili, abyste investovali do akcií, vděčíte za pěkných patnáct až 50 procent zisku. Zkrátka, pokud si dáte práci s analýzou a odvážíte se jít proti trendu, můžete vydělat. Zde je několik netradičních typů.

Jako tulipánová mánie. Koncem roku 1999 se zdálo, že čím vyšší byly ztráty internetových podniků, tím vyšší byla hodnota jejich akcií, a nikoho nezajímalo, že nové podniky neměly žádné tržby. Stačilo v prospektech utrousit slova, jako „internetová platforma“ nebo „B2B“, a ceny akcií rostly. Například BOO.com, internetový prodejce oděvů, investoval 120 milionů dolarů s pomocí Goldman Sachs a J. P. Morgan. Za dva roky firma přišla o veškerou hotovost a byla nucena propustit všechny zaměstnance. Přední technologické společnosti, jako Dell, Cisco nebo Oracle, se obchodovaly při poměru P/E 100 a více. Nebylo to však poprvé! V polovině 17. století Holandsko prožilo tulipánovou máni, kdy jedna cibule měla cenu čtyř hektolitrů piva a vyvažovala se zlatem. Internetové šílenství v roce 1999 bylo podobné – investoři skupovali akcie technologických podniků bez ohledu na podstatu věci – ekonomiku. Podobně jako tomu bylo s tulipány, i stodolarové akcie spadly na několik centů.

Bylo možné se pokušení velkých zisků bránit? Ponechme stranou vágní argumenty o vysokých P/E a žádných ziscích, ty se

daly odbýt slibem prudkého růstu. Podívejme se na IPO společnosti PALM, dceřině společnosti 3COM. Když 3COM emitoval akcie PALM na burze, tržní hodnota této společnosti byla dvakrát vyšší než hodnota její mateřské společnosti 3COM, část byla dvakrát větší než celek (*viz schema*). Hodnota společnosti dosáhla 80 miliard dolarů se zisky přibližně 30 milionů dolarů, což představuje P/E 2700. Pro racionálně uvažujícího člověka, který ví, že část je menší než celek, to byla pobídka, aby prodal nejen PALM ale všechny hi-tech akcie.

Vše se dostalo rychle do normálu. Cena původní akcie klesla zhruba na 80 centů (nyní 16 dolarů díky snížení počtu akcií v poměru 20:1) a PALM je čtyřikrát menší než 3COM. Tak jako holandský pěstitel tulipánů i investoři nakonec požadovali návratnost svých investic, vysněné výnosy se nekonaly, finanční rezervy rychle mizely a investoři dávali některým společnostem po jejich úspěšném IPO pouze šest až dvanáct měsíců do vyhlášení bankrotu. Výsledná prodejní skepse smetla nejen internetové společnosti, ale i firmy, které byly ve své podstatě silné – index S&P 500 ztratil 40 procent hodnoty – vytvořila se „antibublina“.

První důvod. Přehnaná očekávání a nedostatečné sebevědomí investorů, které původně vedly ke vzniku bubliny, stály za vznikem zajímavých příležitostí. Druhý graf ukazuje, jak se masové euforie a skepse podepisují na cenách indexů S&P 500 a NASDAQ. Ve srovnání s dlouhodobou návratností na akciích asi dvanáct procent (která logicky a dlouhodobě odpovídá riziku podnikání) je vidět přehnané odchylky jak nahoru, tak dolů – což je zjev-



CHRISTOPHER KOTTBAUER

ná, byť povrchní, indikace příležitosti.

Druhý důvod. Internetové a telekomunikační společnosti dnes mají spolehlivější modely tvorby zisku, soustřeďují se na cash flow, napravují své pošramocené rozvahy a snižují jak náklady, tak investice. Hi-tech společnosti však nejsou samy. I ostatní sektory jsou opatrnější na cash flow a ve snižování nákladů jim navíc napomáhají mimořádně nízké úrokové sazby,

které se musejí projevit jak v zisku, tak v růstu podniků.

Třetí důvod. Nejpřesvědčivější je srovnání výnosů obligací s výnosy dividend S&P 500. Snížením úrokových sazeb došlo k propadu výnosů z obligací, které by normálně měly být vyšší než výnosy dividend, neboť akcie přináší kromě dividend i zisky z růstu společnosti. Například akcie se čtyřprocentním výnosem dividend vynášejí po připočtení tří procent růstu celkem sedm procent, což je mnohem zajímavější než 4,3 procenta u třicetiletých obligací. Z grafu číslo 3 je navíc patrné, jak výnos dividend konverguje s výnosy obligací a že akcie začínají být zajímavější než obligace.

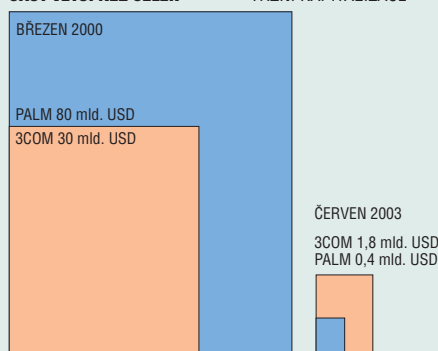
Získejte akcie. V Čechách lze očekávat dividendový výnos ČEZ přes tři procenta a Philip Morris přes dvanáct procent. Unipetrol, který strategií investoři v roce 2001 hodnotili mezi 70 a 120 Kč na akcii, má před sebou rovněž zajímavý nárůst. V USA mají některé významné firmy také zajímavé dividendové výnosy čtyři procenta (Ford) a 5,7 procenta (GM). Doporučujeme zvýšit podíl akcií ve vašich portfoliích.

(Data se vztahují k 6. červnu 2003.)

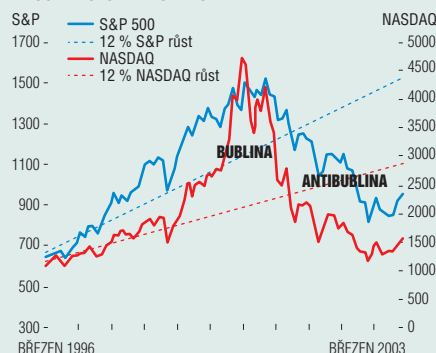
CHRISTOPHER KOTTBAUER,
Pravda Capital

ČÁST VĚTŠÍ NEŽ CELEK

TRŽNÍ KAPITALIZACE



MASOVÁ EUFORIE A SKEPSE



AKCIE JSOU ZASE ZAJÍMAVĚJŠÍ

