

Vážení podílníci,

hodnota podílového listu fondu VAULT OPF za poslední čtvrtletí roku 2020 vzrostla o 17,16 %. Jeden podílový list měl k 31.12.2020 hodnotu 1,0666 Kč. Akciový index MSCI World vzrostl v témže období o 12,36 %.

Pokud by se dalo poslední čtvrtletí roku 2020 shrnout jedním slovem, asi by to bylo slovo „vakcína“. Toto téma dokonce zastínilo i výsledek amerických prezidentských voleb. V pondělí 9. listopadu přišlo oznámení od společností Pfizer a BioNTech o účinnosti jejich společného kandidáta na vakcínu v rámci 3. fáze vývoje. Přestože se podobné oznámení do konce roku čekalo, byla reakce trhů neskutečně pozitivní. V minulých dopisech jsem zmiňoval preferenci investorů vsadit na jistotu v podobě velkých společností, zejména z technologického, spotřebního a komunikačního sektoru. Na podzim však tato preference postupně slábla a oznámení vakcíny spustilo rotaci ze zmiňovaných sektorů do společností, pro jejichž hospodaření byl Covid přímou nebo nepřímou hrozbou. V průběhu listopadu a prosince jsme se dočkali schválení několika vakcín a oznámení více než desítky dalších nadějných kandidátů ve 3. fázi vývoje. Ačkoliv bude reálná vakcinace většího počtu obyvatel realizovatelná až v druhém pololetí letošního roku a do té doby budou světové ekonomiky čelit dalším omezením a selektivním lockdownům, téma Covidu bude ustupovat. Věřím, že vlády budou dále pokračovat v podpůrných balíčcích, centrální banky podpoří ekonomiku nízkými sazbami a spotřebitelé díky přímé podpoře (zejména v USA) neztratí na kupní síle (Covidem způsobená recese je první v historii, kdy vzrostl jak disponibilní příjem, tak míra úspor domácností). Globální růst by měla dále podpořit Asie (zejména Čína), která v posledních letech tvoří kolem dvou třetin globálního růstu HDP a která se navíc s pandemií vyrovnala mnohem lépe než západ. Stimulus, který vlády a centrální banky vloni vytvořily, dosahuje zhruba 33 % globálního HDP (částka okolo 30 bilionů USD). Tyto peníze se postupně dostaly, a ještě dostanou, jak do reálné ekonomiky, tak do investičních aktiv.

I přes vysokou dosaženou výkonnost v posledním kvartálu věříme, že naše portfolio stále nabízí atraktivní výnos na úrovni 10 až 11 % p.a., který je vyšší než odhadovaný výnos trhu jako celku. Očekávaný výnos se příliš nesnížil díky dobrým výsledkům vlastněných firem a také díky aktivitě v portfoliu, kdy nahrazujeme firmy s menším potenciálem těmi s vyšším potenciálem.

Aktivita v portfoliu

V průběhu čtvrtletí jsme doplnili portfolio o společností IAC/InterActiveCorp (viz investiční část dopisu), Viasat, eBay, DXC Technology a Immofinanz. Dále jsme postupně prodali celou pozici ve společnosti Envista Holdings Corporation, kde jsme realizovali zisk 68 %. Akcie Envista jsme nakupovali v průběhu 2. čtvrtletí za cenu, která nám nabízela cca 14% p.a. očekávaný výnos. Vzhledem k rychlému návratu akcií na úroveň před epidemií, nám již akcie společnosti nenabízely atraktivní očekávaný výnos.

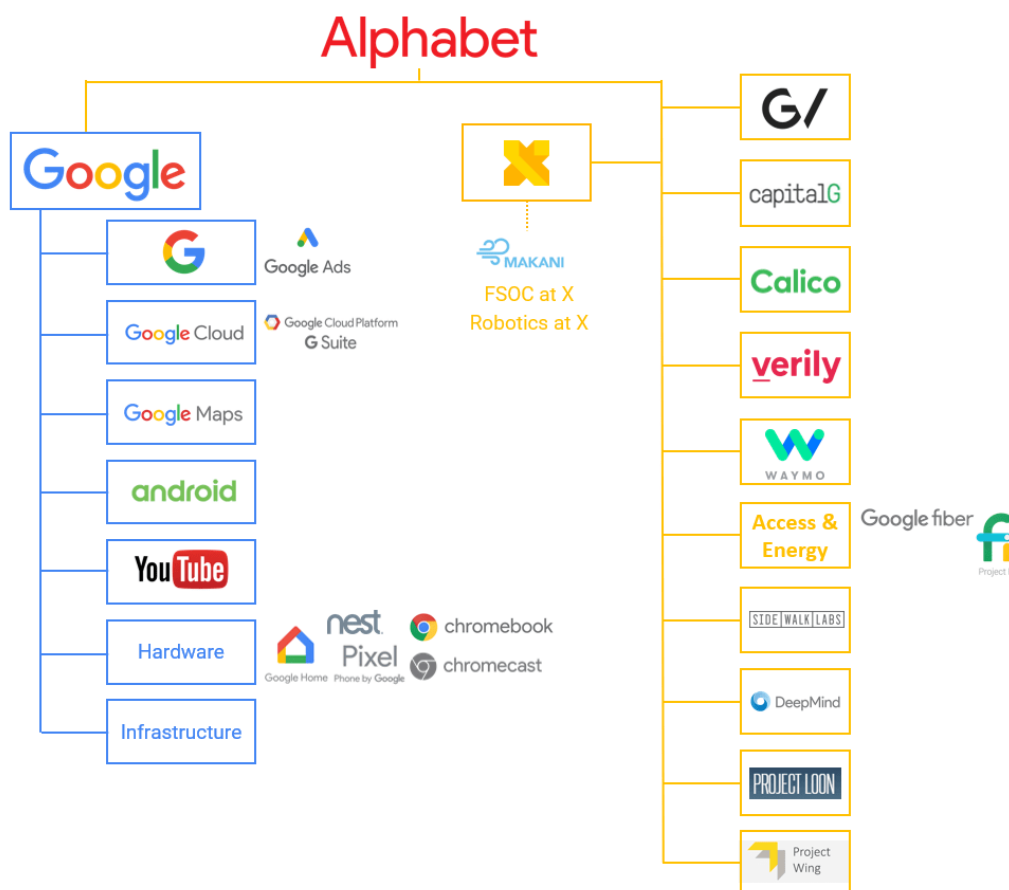
Za tým Art of Finance Vám přeji úspěšný rok 2021.

Jakub Skryja, manažer fondu VAULT

1. Investiční část

Alphabet Inc. („Alphabet“)

Společnost Alphabet vznikla roku 2015 reorganizací společnosti Google, aby lépe oddělila hlavní byznys Googlu, který je vysoce ziskový, od jejich ostatních aktivit, které jsou provozně ztrátové, ale představují v případě úspěchu velmi zajímavou investici. Struktura holdingu je zobrazena grafikou níže.



Google – reklamní byznys

Hlavní složkou tržeb Googlu je stále především internetová reklama, která za prvních 9 měsíců roku 2020 tvořila 81 % tržeb. Nejvýznamnější je jejich ikonický vyhledávač Google.com spolu s dalšími produkty, jako jsou Gmail, Google Maps a Google Play (58 % tržeb). Menší, ale rychleji rostoucí složkou, jsou reklamní tržby video portálu YouTube (10 % tržeb). Zbýlý reklamní byznys jsou reklamy zobrazované na cizích webech, které jsou obsluhované pomocí reklamních platform vlastněných společnostmi Google (13 % tržeb).

Reklamní byznys je velmi ziskový a disponuje silnou konkurenční výhodou, která plyne především ze síťového efektu – např. u vyhledávače funguje tak, že čím více lidí hledá, tím se vyhledávač rychleji učí ukazovat nejrelevantnější odkazy a tím raději vyhledávač lidé používají. Tržní podíl vyhledávače Google.com se odhaduje kolem 90 % (celosvětově mimo Čínu) a je již několik let poměrně stabilní. Reklamní místo ve vyhledávači je omezené a dostat se do horních placených odkazů je u nejběžnějších slov (auto, lednička nebo telefon) velmi drahé. Největší prodejci si navíc nemůžou dovolit neplatit si reklamu na vyhledávači s dominantním tržním podílem, protože by ztratili své tržní postavení. Google se snaží své dominantní postavení udržet pomocí dalších podpůrných produktů. Vyvinul prohlížeč Chrome, který je nejpoužívanějším prohlížečem skrze všechny platformy s tržním podílem přes 60 %. Provozuje mapovou

službu Google Maps, která má v mobilních zařízeních odhadovaný tržní podíl 67 %, navíc v roce 2013 koupil druhého největšího konkurenta Waze, u kterého se odhaduje podíl 12 %. Google také vyvíjí nejrozšířenější systém pro chytré telefony Android, s tržním podílem kolem 72 %. Přibližně 26 % tržní podíl má systém iOS od Applu, kterému Google platí 8 až 12 miliard USD ročně za to, že je primárním vyhledávačem v iOS, což představuje okolo 10 % reklamních tržeb z vyhledávače a dalších produktů. Svým vlastním mobilním systémem a ostatními zmíněnými produkty si tak Google ušetří poměrně velké množství nákladů na udržení svého postavení.

Nejrychleji rostoucí částí reklamního byznysu je video portál YouTube, jehož tržby rostou přes 30 % ročně. Na servery YouTube nahrávají uživatelé video obsah, který je monetizován pomocí reklamy ukázané sledujícímu na začátku a v průběhu videa. Část reklamních tržeb jde tvůrcům obsahu a část si nechává YouTube (55:45 ve prospěch tvůrců). Jedná se o největší službu svého druhu a disponuje taktéž síťovým efektem. Jelikož je tam nejvíce obsahu, má služba nejvyšší návštěvnost. Proto je atraktivní pro inzerenty, jelikož jejich reklamu vidí nejvíce lidí. Konkurence mezi inzerenty žene cenu reklamy výše, proto je i pro tvůrce obsahu nejatraktivnější nahrát svou tvorbu právě na YouTube, čímž se dále zvyšuje náskok v množství obsahu.

Google – nereklamní byznys

Reklamní byznys tvořil v roce 2007 téměř 99 % tržeb, a ještě v roce 2015 přes 90 % tržeb. Tento byznys produkující velké množství volné hotovosti umožnil Googlu investovat do dalších oblastí a diverzifikovat se. Nereklamní byznys Googlu představoval za prvních 9 měsíců roku 2020 19 % tržeb. Tvoří jej Google Cloud (7 % tržeb) a ostatní Google služby (12 % tržeb). Cloud je kapitálově náročný byznys, který má ale výrazný růstový potenciál. Ziskovost je hodně podmíněná velikostí byznysu, proto si myslíme, že v současnosti tato divize ziskovost celého Googlu spíše snižuje. Google do cloudu začal výrazně investovat později než jeho hlavní konkurenti Amazon a Microsoft. Ve velikosti za nimi zaostává, ale postupně navyšuje tržní podíl, který v současnosti činí 7 %. Celé odvětví dle odhadů rostlo v roce 2020 přes 30 % a Google za prvních 9 měsíců zaznamenal 46% růst.

Ostatní Google služby zahrnují především podíl na tržbách v obchodu Google Play (oficiální místo pro nakupování aplikací v systému Android), prodej hardwaru a nereklamní tržby platformy YouTube. Tato divize na tržbách vyrostla za prvních 9 měsíců o téměř 30 %, přičemž výsledky byly taženy především obchodem Play a platformou YouTube. Obchod Play těžil z více času tráveného domácí zábavou, především hraním her na mobilních zařízeních. YouTube navštíví každý měsíc přes 2 miliardy lidí, proto je logické, že se Google snaží tuto platformu zpeněžit více způsoby. Služby YouTube Music (konkurence Spotify) a YouTube Premium (umožňuje přehrávat videa bez reklam) měly ke konci třetího kvartálu dohromady přes 30 milionů platících uživatelů. Streamovací televizní služba (konkurence kabelové nebo satelitní televize) YouTube TV měla přes 3 miliony předplatitelů.

Other Bets – ostatní sázky

Ziskový byznys Googlu umožňuje společnosti Alphabet investovat také do velkého množství mladých nadějných firem, které spadají do divize „Other Bets“ (ostatní sázky). Jak již jméno divize napovídá, jedná se o firmy, které mají potenciál velkého zhodnocení, ale také mohou skončit neúspěchem. Jako interní inkubátor slouží firma X (dříve Google X), kde se vyvíjí nové nadějně produkty. Pokud se produkt ukáže jako životaschopný, vyčlení se z X a funguje dále jako samostatná firma v rámci holdingu Alphabet. Nejznámějším příkladem je Waymo, jež vyvíjí nejpokročilejší systém pro samořiditelná auta na světě. Další nadějnou firmou v divizi je například Deepmind, dle mnohých jedna z nejpokročilejších firem v oboru umělé inteligence, kterou koupili v roce 2014. Kromě firem spadajících provozně přímo pod Alphabet investuje firma do minoritních podílů pomocí svých investičních platforem GV (venture capital) a CapitalG (firmy

v pozdější fázi růstu). Zde zaznamenali plno investičních úspěchů, když před vstupem na burzu majetkově vstoupili do firem jako Uber, Slack, Snapchat nebo Airbnb.

Valuace a očekávaný zisk z investice

Celý byznys firmy Alphabet se ukázal i letos v průběhu pandemie jako velmi odolný. Přestože je hlavní reklamní byznys korelovan s HDP, tak za prvních 9 měsíců roku 2020 i díky diverzifikaci firma zvýšila své tržby o 9 % a provozní zisk se snížil jen o 2 %. Nižší provozní zisk je způsoben vyššími náklady na lidi (počet zaměstnanců roste), vyššími investicemi ve srovnání s loňským rokem a také pomalejším růstem nejziskovější reklamní divize. Firma si díky velkému množství držené hotovosti (na konci třetího kvartálu více než 130 miliard USD) mohla dovolit pokračovat dál ve svých růstových iniciativách a nemusela šetřit jako mnoho cyklických a zadlužených firem.

Valuace firmy Alphabet není ani dnes extrémně vysoká. Hodnotu firmy vnímáme jako součet hodnoty Googlu, Other Bets, dalších investic a hotovosti mínus hodnoty dluhu. Nejdůležitější částí valuace je hodnota Googlu. Abychom zjistili, za jaké valuační násobky se Google obchoduje, musíme si ohodnotit zbylé části byznysu. Hodnotu hotovosti, investic a dluhu vezmeme z poslední kvartální zprávy k 30.9.2020. Hodnota Other Bets je poměrně velkou neznámou, proto k ní budeme přistupovat konzervativně. Firma Waymo získala v roce 2020 investice ve výši 3 miliard USD od externích investorů, které určily hodnotu firmy na přibližně 30 miliard USD. Jednalo se o první externí investice, proto budeme předpokládat, že Alphabet stále drží 90 % firmy v hodnotě 27 miliard USD. Zbylé firmy jsou pravděpodobně hodnotnější než 3 miliardy, ale konzervativně předpokládejme, že hodnota všech Other Bets držených firmou Alphabet je 30 miliard USD. Nutno podotknout, že díky investicím do Other Bets vypadá firma Alphabet na první pohled dražší, než ve skutečnosti je. Použitím valuačních násobků podobných Googlu (viz níže) by hodnota Other Bets byla blízko -100 miliardám USD, přičemž jejich skutečná hodnota bude alespoň v kladných desítkách miliard USD.

Pokud vezmeme tržní kapitalizaci k 31.12.2020 a očistíme ji o zmíněné položky, dostaneme hodnotu firmy Google očištěnou o finanční aktiva a investice v podobě Other Bets. Provozní zisk před odpisy a amortizací (EBITDA) společnosti Google je za posledních 12 měsíců končících 30.9.2020 téměř 53 miliard USD. Other Bets za stejné období skončily ve ztrátě 4,8 miliard USD.

V milionech USD

+ Tržní kapitalizace Alphabet	1 185 532	k 31.12.2020
- Hotovost a investice mínus dluh	119 537	k 30.9.2020
- Other Bets	30 000	odhad
Hodnota firmy Google	1 035 995	
EBITDA Google	52 989	k 30.9.2020
EV / EBITDA	19,6	

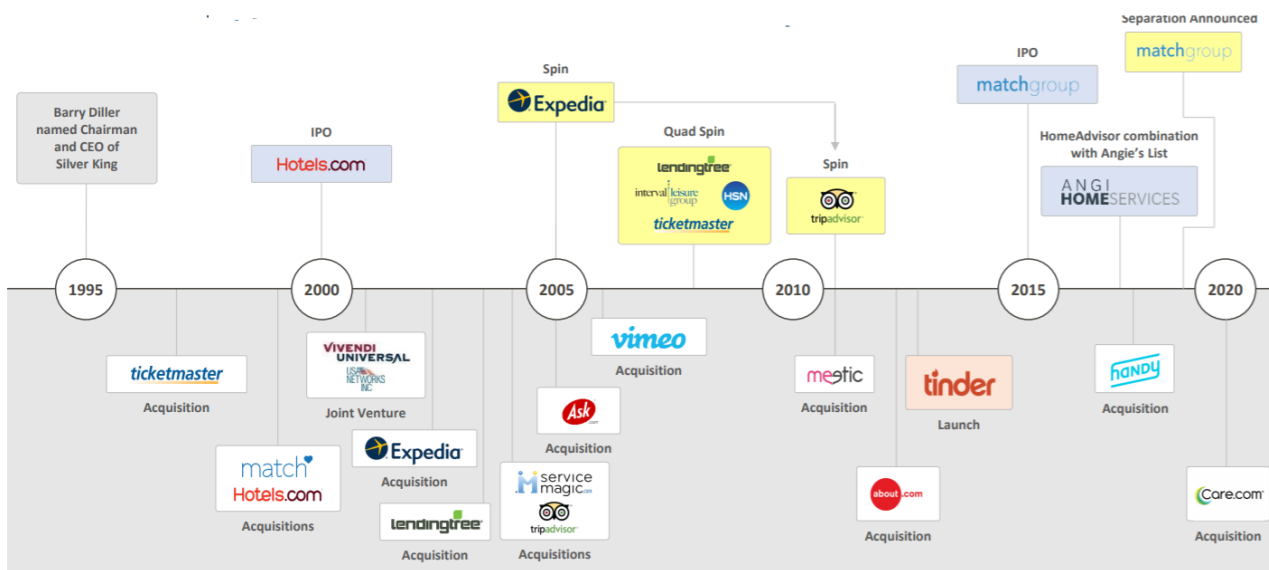
Výpočtem výše zjistíme, že firma Google se momentálně (ke konci roku 2020) obchoduje za méně než 20násobek zisku EBITDA. Tato hodnota je mírně nižší než valuace indexu S&P 500 na začátku roku 2020 (mnoho firem má nyní sníženou ziskovost z důvodu pandemie, proto je férovější porovnat se stavem před pandemií). Google navíc roste výrazně rychleji než trh (průměrný růst provozního zisku za posledních 8 let byl 15 %) a vysokou návratností na investovaný kapitál pravidelně převyšující 30 % hravě překonává většinu obchodovaných společností.

Při současné ceně očekáváme výnosnost od společnosti Alphabet na úrovni 8 % ročně, což je na takto velkou a stabilní společnost nadstandardní výnos. Vyšší výnos dosáhneme v případě, že nadprůměrný růst tržeb potrvá déle, než očekáváme, společnost bude mít vyšší profitabilitu nebo se některá z menších investic materiálně zhodnotí. Nadprůměrný růst tržeb a vyšší profitabilitu by mohl dál táhnout především nereklamní byznys Googlu, který je nyní spíše v investiční fázi. Riziko naopak představuje vyšší regulace ze strany antimonopolních úřadů, pro které jsou vysoké tržní podíly jednotlivých služeb Googlu již dlouho trnem v oku. Divokou kartou zůstává vysoké množství hotovosti, které Alphabet drží. Doufáme, že jej rozumně využije, například k odkupu vlastních akcií.

IAC/InterActiveCorp („IAC“)

IAC byla založena v roce 2001 pod názvem Vivendi Universal Entertainment jako sjednocení Univision Communications a USA Broadcasting. Společnost působí v podstatě jako inkubátor byznysů působících v segmentu online platforem. Za svoji historii pomohla růst společnostem jako Expedia, LendingTree, ANGI, Match Group a mnoho dalším. IAC je dlouhodobě řízena generálním ředitelem Joey Levinem a je pod stálým dozorem zakladatele Barryho Dillera.

Současná aktiva společnosti se skládají zejména z 85% podílu v ANGI, 12% v MGM International, 95% ve Vimeo a podílů v menších firmách, které vytváří ročně téměř 1,2 miliardy USD tržeb a 190 milionů USD zisku před zdaněním a odpisy (EBITDA). Podíl jednotlivých částí na tržní kapitalizaci IAC uvádíme na konci textu v tabulce.



ANGI Homeservice (ANGI)

Jedna z veřejně obchodovaných firem, na kterou jsme v posledních letech narazili už vícekrát a díky které jsme se dostali k IAC, je dvoustranná platforma ANGI. Historie této společnosti sahá až do roku 1998, IAC ji koupila v roce 2004. Pod vedením IAC se firma několikrát přejmenovala a v roce 2017 se spojila se společností Angie List. ANGI operuje pod dvěma značkami – Angie List a HomeAdvisor. HomeAdvisor spojuje domácnosti a poskytovatele domácích opravářských služeb. Zákazník pomocí formuláře zadá požadavek na výkon specifické práce, následně je požadavek rozeslán maximálně 4 poskytovatelům a ti už mohou napřímo kontaktovat zákazníka. ANGI za to dostává od poskytovatelů služeb za každý odeslaný požadavek od 10 do 110 USD v závislosti na typu činnosti a lokalitě. Průměrná odměna je kolem 30 USD za

odeslané propojení. Díky tomuto mechanismu ANGI v roce 2019 propojila více než 190 tisíc poskytovatelů s přibližně 12,4 milionu domácností a celkem ANGI přijala od domácností kolem 27,5 milionu požadavků.

Za atraktivní část příběhu ANGI považujeme nízkou penetraci online zprostředkování domácích prací. V USA se velikost trhu pro opravy a úpravy domů odhaduje na 500 miliard USD, ročně zde interaguje 125 milionů domácností, které poptávají více než 500 milionů domácích prací od 5 milionů poskytovatelů. Odhadovaná online penetrace těchto služeb je pouze kolem 10 až 15 %, v dlouhodobém horizontu může dle našeho názoru dosáhnout na více než 40 %.

Za normálních okolností se u modelu dvojstranných platforem dá očekávat náběh síťového efektu, který vede k vzájemné akceleraci počtu domácností a poskytovatelů na platformě. Růst počtu obou protistran vytváří vyšší přidanou hodnotu pro obě strany a pro ANGI vytváří bariéru vstupu ze strany dalších hráčů. Častým výsledkem síťového efektu je oligopolní trh, ve kterém dominují 2 až 3 společnosti. Tento jev v případě ANGI již pozorujeme. Odhadujeme, že její tržní podíl je kolem 20 % a do budoucna může dále růst. Důvod, proč úroveň síťového efektu není zatím dostatečně silná, je ten, že na platformě ANGI není dostatek poskytovatelů. Tím vzniká nepoměr mezi nabídkou a poptávkou, konkrétně v roce 2019 bylo z celkových 27,5 milionu požadavků pouze 16 milionů odesláno poskytovatelům služeb a zbývajících 11,5 milionu nemohlo být ANGI zpeněženo. Problematika se kvůli silné poptávce ze strany domácností v roce 2020 ještě zvýšila a počet zpeněžených požadavků poklesl z 58 % na 48 %.

Převis poptávky nad nabídkou je sice lepší stav, než kdyby tomu bylo naopak, nicméně vyžaduje akutní nápravu. Pomoci by mohla pokračující integrace společností Handy, kterou ANGI koupila v roce 2018. Domácnosti si přes Handy mohou přímo objednat práci s předem stanovenou fixní cenou a Handy následně zkontaktuje nasmlouvané opraváře. ANGI je v tomto případě poskytovatel služby domácnostem a zároveň zákazníkem z perspektivy poskytovatelů oprav. Pokud je zákaznická báze dostatečná, dokáže tak ANGI zaplnit poskytovatelům kapacitu a ti nemusí vynakládat dodatečné náklady na marketing. Tím by se měla zvýšit vyjednávací síla ANGI a poskytovatelé budou více nuceni být součástí platformy místo toho, aby se snažili svou kapacitu zaplnit sami.

V současnosti je ziskovost ANGI deformovaná růstem, se kterým se zároveň pojí investice do marketingu. Ty jsou dle účetních standardů vykazovány čistě jako náklady. Pokud se pokusíme očistit ziskovost o tyto investice spojené s růstem, provozní marže se zvýší z 5 % na přibližně 25 %. Tato úroveň ziskovosti odpovídá dlouhodobému cíli, který si stanovilo vedení a reflektuje návratnost na investovaný kapitál přes 30 %. ANGI má potenciál zečtyřnásobit tržby v následujících 10 letech díky zvýšení penetrace a tržního podílu. Za těchto předpokladů by se současná hodnota ANGI měla pohybovat na úrovni 25 miliard USD (oproti aktuální tržní hodnotě kolem 6 miliard USD).

MGM International (MGM)

V srpnu ohlásila IAC akvizici 12% podílu (za zhruba 1 miliardu USD) ve veřejně obchodované společnosti MGM. Hlavním byznysem MGM je síť kasin a hotelů v USA, která ročně tvoří zisk na úrovni EBITDA ve výši 1 miliardy USD. Dále drží podíly ve veřejně obchodovaných firmách MGP (57 %) a MGM China (56 %) a 50% podíl v online sázkové platformě BetMGM. Právě kvůli této části se vedení IAC rozhodlo investovat do MGM, protože online sázení je rychle škálovatelné, má malou penetraci a BetMGM je jedním z lídrů s tržním podílem kolem 20 %. Investice do MGM představuje dle našeho názoru velmi dobrou ukázkou kvalitní kapitálové alokace ze strany managementu IAC. Pokud bychom ocenili BetMGM na podobných násobcích tržeb, za jaké se obchodují přímí konkurenti, a ocenili MGP a MGM China tehdejší tržní hodnotou, tak IAC koupilo podíl v americké síti kasin a hotelů za 4,5násobek EBITDA.

Vimeo

Další podstatnou částí IAC je firma Vimeo. Je to platforma na tvorbu a sdílení video obsahu. Od YouTube se Vimeo liší tím, že mechanismus zpeněžení je zaměřený na tvůrce obsahu, kteří si platí předplatné, a ne zobrazování reklam třetích stran. Z tohoto důvodu se služba především zaměřuje na B2B zákazníky, kteří nejčastěji sdílejí svá marketingová videa přes více kanálů. Vimeo jim k tomu poskytuje nástroje na tvorbu, editaci a správu videí. Trh video marketingu byl významně podpořen COVIDem, díky tomu vzrostly společnosti tržby v roce 2020 o přibližně 50 % a dosahují na úroveň 300 milionů USD. IAC má tendenci provádět odštěpení byznysů, které jsou již soběstačné. Platformu Vimeo plánují odštěpit v roce 2021. Indikovaná hodnota samotné společnosti Vimeo se odhaduje na 2,75 miliardy USD, tzn. téměř 10násobek tržeb. Na základě počtu potenciálních zákazníků a jejich průměrné roční útraty odhadujeme velikost trhu, na kterém Vimeo působí, na 27 až 36 miliard USD. Odhadujeme tedy tržní podíl Vimeoa na 1 %. Současná valuace je ospravedlnitelná, pokud by Vimeo dosáhlo na 2% tržní podíl při 20% EBITDA marži. Lepší profitabilita nebo vyšší tržní podíl představují cestu k nadprůměrnému zhodnocení této investice.

Ostatní byznysy IAC

Mezi ostatní byznysy IAC patří DotDash, který provozuje 14 separátních informačních internetových portálů (např. Investopedia). Dále divize Search, která provozuje vyhledávač Ask.com a vyvíjí doplňky do prohlížeče Google Chrome. Divize Search je v pozdější fázi svého byznysového cyklu a generuje volnou hotovost, kterou IAC investuje do mladších nadějných firem. Mezi tyto firmy patří například Care.com, platforma na zprostředkování pečovatelských služeb, Turo, platforma na pronájem automobilů, nebo Mosaic Group, vývojář mobilních aplikací. Naše ocenění těchto společností je mezi 3 až 3,5 miliardy USD.

Závěr

K investici do IAC přistupujeme jako ke třem samostatným investicím. Úvodní alokaci 6 % portfolia VAULTu do IAC můžeme rozdělit na 2,7% investici do ANGI, 0,7% do MGM a 2,6% do ostatních byznysů IAC a čisté hotovosti (viz tabulka níže). Vzhledem k tomu, že za dobu naší držby se již stihly některé části IAC přiblížit námi odhadované hodnotě, hlavní potenciál spatřujeme v ANGI. Podíly v ostatních byznysech, které představují opce do budoucna¹, jsme navíc získali v rámci nákupu v podstatě zdarma (při naší nákupní ceně IAC kolem 127 USD dne 23.10.2020 byla jejich implikovaná hodnota záporná).

V milionech USD

Ohodnocení Tržní cena k datu nákupu Tržní cena k 31.12.2020

IAC Hodnota	31 940	10 786	16 120
+ ANGI podíl	21 100	4 575	5 571
+ MGM podíl	1 835	1 385	1 865
+ Vimeo podíl	2 612	1 708	5 566
+ Ostatní podíly	3 275		
+ Čistá hotovost	3 118	3 118	3 118
Hodnota IAC na akcii	375	127	189

Poslední úlohou je odpověď na otázku, jak přistupovat k nákladům, které jsou odměnou vedení holdingu IAC. Na první pohled jsou pro akcionáře IAC tyto náklady pouze negativum. Výměnou za tyto náklady však vedení společnosti generuje přidanou hodnotu ve formě dlouhodobě úspěšné alokace kapitálu. Jedním příkladem je provoz interního inkubátoru pro nové nápady, který se dlouhodobě ukazuje jako skvělý zdroj nových byznysů. Dalším může být oportunistická investice do MGM International, která se během 4 měsíců

¹ Viz úvaha o opcích a S-křivkách

již zhodnotila o 60 %. Myslíme si, že přidaná hodnota managementu více než kompenzuje korporátní náklady, proto je do naší valuace nezahrnujeme.

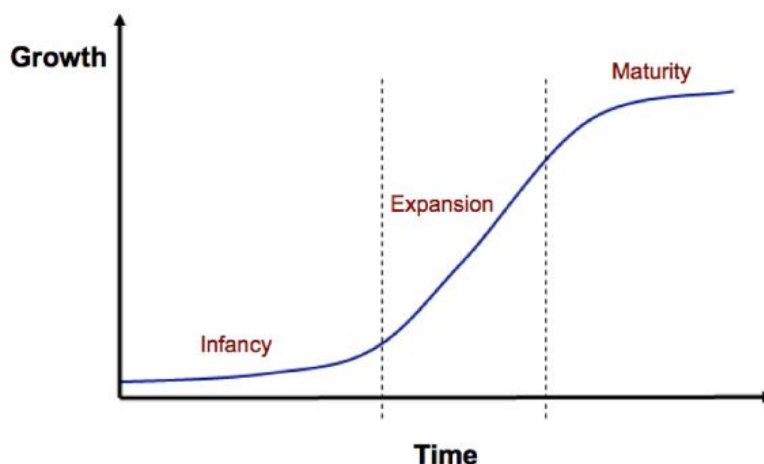
V případě, že by se kompletně materializovala naše teze ohledně ANGI, MGM a Vimeo, a pokud bychom konzervativně přistoupili k ohodnocení ostatních podílů a byznysových opcí, hodnota IAC by se měla pohybovat kolem 350 až 400 USD na akcii (současná cena je kolem 190 USD).

2. Úvaha o opcionalitě a S-křivkách v investování

V investiční části dopisu podílníkům jsme se věnovali firmám Alphabet a IAC/InterActiveCorp. Naše investiční teze do těchto společností se částečně opírá o koncepty opcionalit a S-křivek. Oba tyto koncepty bývají investory často z krátkodobého hlediska přeceňovány, ale z dlouhodobého podceňovány. Podívejme se na ně například u společnosti Alphabet.

S-křivky

Jak bylo zmíněno v investiční části dopisu, Google se v roce 2015 reorganizoval na Alphabet, aby světu ukázal, že vše se netočí jen kolem jeho vyhledávače, ale jako firma poskytuje celou „abecedu“ služeb a produktů. Významný počet těchto produktů je ve fázi raného vývoje („Other Bets“). Vývoj produktu s sebou přináší především náklady a některé z nich dost podstatné. Například Waymo, startup na samořiditelnou technologii vozidel, za svou více než desetiletou historii spolýkal již několik miliard dolarů, zatímco tržby jsou téměř nulové (levá část v grafu níže zvaná Infancy – dětství). Významnější tržby začne Waymo generovat až v okamžiku, kdy bude produkt, tzn. samořiditelná technologie, plně funkční. V tomto okamžiku se zrealizuje pověstný exponenciální růst tržeb (rapidně rostoucí část v grafu níže zvaná Expansion) až do okamžiku, kdy se trh nasatí (Maturity – dospělost). **Graf tzv. logistické funkce připomíná písmeno ve tvaru S, proto se jí říká S-křivka.**

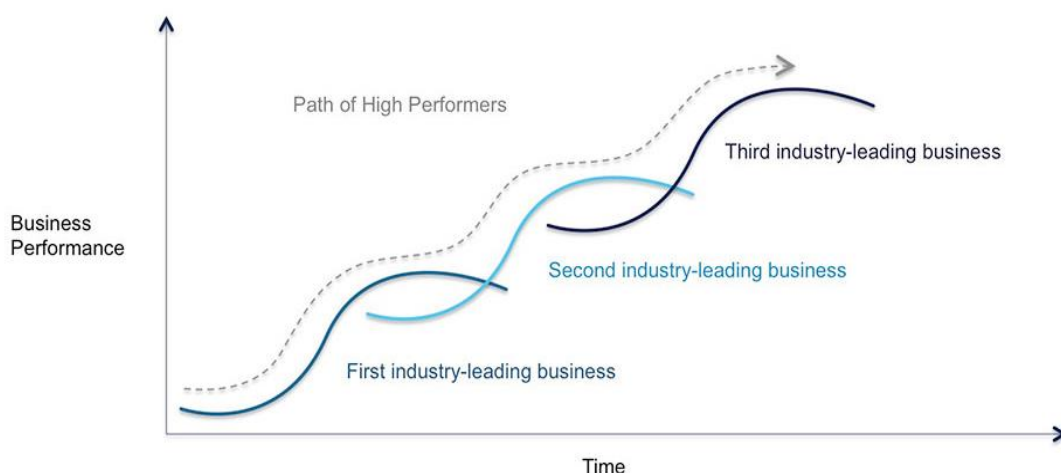


Pro samotný Alphabet je důležité, aby z mohutného cashflow, které mu generují příjmy z reklamy, investoval do většího počtu podobných startupů. Reklamní část Alphabetu už není tou nejrychleji rostoucí částí, například cloudové služby rostou za poslední tři roky tempem 40 až 50 % ročně. Zpomalující motor je zkrátka potřeba nahradit něčím jiným. Proč je dobré mít takových nezávislých nápadů více? Snad ve všech myslitelných odvětvích je velmi silná konkurence. Velké firmy na burze soupeří nejen mezi sebou, ale je tu i spousta projektů financovaných venture capital a private equity firmami. Každý by chtěl přijít první s technologií samořiditelných aut nebo s komerční verzí kvantového počítače. Dobře financovaných startupů

v každém odvětví jsou desítky, někdy i stovky. Velmi často v těchto odvětvích platí, že první hráč získá dominantní tržní postavení. Vedení Googlu si vzhledem k vlastním zkušenostem tento fakt velmi dobře uvědomuje.

Dalším důvodem, proč Alphabet potřebuje více nezávislých projektů a klidně i ve stejném odvětví, je riziko, že daný projekt se ubírá slepou uličkou. Například technologie, kterou vyvíjí Waymo, je postavená na kombinaci několika senzorů (radar, lidar a kamery), které by měly zabezpečit úplnou autonomii řízení. Může se však ukázat, že k úspěchu je potřeba jiná kombinace nebo jiná technologie anebo že řešení, které Waymo vyvine, bude oproti konkurenci zbytečně drahé. Nástrah, kterým Waymo a obecně nové produkty a technologie čelí, je obrovské množství, a proto je třeba uvažovat statisticky. Pro úspěch je potřeba jak kvantita, tak kvalita. Alphabet by měl mít dostatečný počet nadějných projektů a zároveň by měl vytvořit atraktivní pracovní prostředí, aby přilákal ty největší talenty a kapacity z oboru. Díky tomu může v budoucnu vytvořit další ziskové divize, jejichž S-křivka bude buď dlouhá (méně strmá růstová fáze, ale s dlouhou dobou před dosažením fáze Maturity) anebo strmá (rychlá expanze ale zároveň i rychlé nasycení trhu). **Dlouhé S-křivky jsou z pohledu investora mnohem lepší. Zaprvé zajistí dlouhodobý stabilní růst a zadruhé bývají velmi podceňované. Investoři totiž mají tendenci významně zkracovat rostoucí fázi S-křivky a často předvídají rychlé nasycení trhu. Strmé křivky bývají naopak často přeceňované. Očekává se mnohem strmější růst, než ke kterému ve výsledku dojde anebo dojde k rychlému nasycení poptávky (třeba proto, že nový produkt brzy představí mnoho dalších firem nebo se ukáže, že cílový trh je mnohem menší, než se čekalo).**

Ideálním případem je pak společnost, která dokáže vytvářet sérii produktů, kde se jednotlivé S-křivky vzájemně skládají a společnost tak vykazuje dlouhodobý růst tržeb, který je zároveň diverzifikovaný (viz obrázek níže). Alphabet považujeme za lídra hned v několika oblastech (kromě zmiňovaného Waymo je to např. Deepmind – výzkum umělé inteligence nebo vývoj kvantového počítače, který aktuálně nese jméno Sycamore) a věříme, že bude schopný v budoucnu proměnit některé ze svých startupů v další motory růstu.



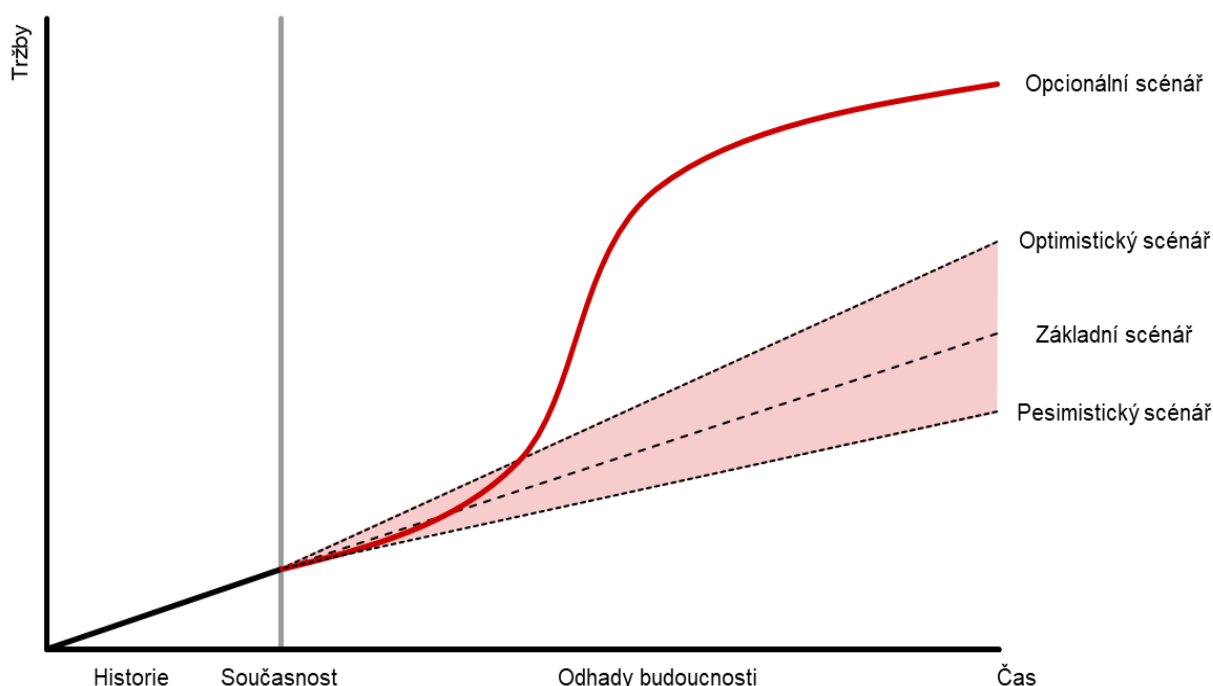
Byznysové opce

Určení hodnoty firmy můžeme rozdělit na dvě části. První část, ocenění současného podnikání, můžeme ohodnotit například určením současné hodnoty budoucích peněžních toků (DCF metoda) anebo jednodušeji třeba násobkem zisku před zdaněním, který nám pro růstový profil a rizikovost společnosti přijde adekvátní (metoda násobků). Druhou část hodnoty pak tvoří byznysové opce – projekty v rané fázi vývoje. Protože není jasné, zda a jakou hodnotu bude v budoucnu projekt generovat, jeho hodnota se určuje nesnadno. Je

to opce, za kterou jsme zaplatili (a dále platíme) a která nám zatím vytvořila pouze ztrátu. Zda se v budoucnu uplatní, nevíme.

Je dobré rozlišit mezi běžnými opcemi, které mají méně rizikový charakter (například běžné kapitálové výdaje na expanzi nebo nová variace produktu) a opcemi rizikovějšího charakteru, kde se společnost pouští do úplně nového odvětví nebo se výsledek očekává až po několika letech (zmiňované Waymo u Alphabetu, nákup Instagramu Facebookem, mezinárodní expanze Starbucks, vývoj cloudového řešení Amazonu). Méně rizikové byznysové opce mají zpravidla menší potenciální výnos, tedy menší páku. Rizikovější opce naopak zpravidla nabízí vyšší potenciální výnos. **Vzhledem k tomu, že se jedná o kapitálovou alokaci, je především na vedení společnosti, jaký mix opcí namíchají. Myslíme si, že pouze velmi kvalitní a inovativní management je schopen dlouhodobě správně volit mezi byznysovými opcemi.** Velká část firem rizikovější opce nemá a v některých případech to ani nedává smysl (například lokální hráči s dominantním postavením na trhu a velkou konkurenční výhodou).

Když už takovou opci společnost má, její správné ocenění a vyjádření pravděpodobnosti úspěchu je prakticky nemožné. Názory na valuaci byznysových opcí se velmi liší a pak mohou vzniknout významné rozdíly v odhadech hodnoty i tak velkých firem jako je Microsoft, Apple, Amazon nebo Alphabet (které mají více opcí). Například aktuální hodnota Waymo se může pohybovat v rozmezí od -5 miliard až po +100 miliard USD, v závislosti na tom, zda vezmeme vynaložené náklady, které nepovedou k budoucím tržbám a ziskům, nebo odvážnou predikci exponenciálního růstu tržeb. Proto se analytici často pečlivě zaměřují pouze na ocenění hlavní části businessu, na který je dostatek dat, a zbývající části vytváří prostor pro velký rozptyl hodnoty, jak směrem dolů, tak nahoru. A tento rozptyl může vytvářet zajímavé příležitosti pro investory. Velmi častou predikcí je lineární protahování současného trendu. Pokud si investor není jistý, lineární extrapolace současného trendu je snadno ospravedlnitelná. Navíc může investor přidat k základnímu scénáři další scénáře – například optimistický nebo pesimistický. Všechny scénáře však mění pouze sklon lineární křivky a neberou v potaz možný nelineární vývoj, natož S-křivku (viz graf níže), a může tak docházet k podstatnému podhodnocení budoucího růstového potenciálu.



Na všechny Other Bets u Alphetu se můžeme podívat jako na portfolio výše zmíněných nejistých opcí. Z podstaty věci většina těchto opcí skončí neúspěchem a firma na nich pouze spálí kapitál. Ztráty zkrusují profitabilitu celku a díky tomu se společnost na první pohled jeví významně dražší. **Cílem je z tohoto portfolia občas vygenerovat vítěze, jehož S-křivka bude natolik dlouhá či strmá a jenž mnohonásobně zaplatí ztráty, které vytvoří ostatní opce.** Kvalitní zaměstnanci z neživotaschopných projektů navíc mohou najít úspěšné uplatnění v jiných projektech společnosti. Klíčové je udržet talent a kvalitní prostředí a znásobit tak šanci na úspěch. **Pro nás jako investory je výhodné, pokud trh přiřazuje těmto opcím nízkou hodnotu. Díky tomu, je v podstatě nejhorší možný scénář již promítnut do současné ceny akcie společnosti a pokud se náhodou nějaká opce zrealizuje v mnohem větší míře, než trh očekával, představuje to pro nás podstatný benefit.** Čím více takových opcí dostaneme, tím je větší šance na proměnu alespoň jedné z nich v materiální byznys, který celou firmu posune dál. Často se také stává, že pokud nějaký projekt začne vykazovat známky životaschopnosti a začne generovat tržby (nemusí být nutně ziskový od počátku), tak ho trh dokáže velmi rychle a štědře promítnout do valuace společnosti².

Úzké predikce

Investice do společností s širokou paletou opcí snižuje či přímo eliminuje potřebu pouštět se při analýzách do velmi úzkého spektra předpovědí. Vezměme třeba v úvahu lokálního výrobce polystyrenu. Vzhledem k tomu, že se jedná o zavedené odvětví a polystyren není možné levně přepravovat na dlouhé vzdálenosti, byznysové opce nebudou představovat významnou část hodnoty společnosti. Predikce dalšího úspěchu společnosti se bude zhruba redukovat na odhad vývoje ceny polystyrenu, udržení vztahu se zákazníky a kontroly nákladů. Největší váhu bude mít pravděpodobně vývoj ceny polystyrenu. Pokud chce investor do výrobce investovat, investiční teze by se tak zjednodušeně redukovala na předvídaní jediné významné proměnné. Pokud se v této jediné predikci splete, výrobce může mít problémy a návratnost investice bude nízká. Investování do společností, kde vše záleží jen na několika málo proměnných, jejichž přesnější odhad do budoucna je prakticky nemožný, je dobré provádět jen v případech, že tržní cena je dostatečně nízká a reflektuje zmíněná rizika. Obecně to jsou třeba komoditní společnosti, společnosti s jediným produktem nebo sektory, kde ziskovost určuje míra inflace nebo výše úrokových sazeb. **Zajímavější jsou investice, kde spektrum možných scénářů a proměnných je velmi široké a zdraví společnosti není zásadně závislé na jednom těžko odhadnutelném parametru.** Pokud je tržní cena diverzifikované společnosti příznivá, může z ní být skvělá dlouhodobá investice. Investice do společností, kde se nemusíme pouštět do precizních odhadů, má ještě jeden skrytý benefit. Je známo, že lidé nejsou moc dobří v predikcích, zejména těch, které se týkají budoucnosti³. Proto je užitečné a dlouhodobě finančně výhodné přiznat si tento lidský nedostatek a místo vysokého počtu úzkých předpovědí částečně spoléhat na pravděpodobnost a statistiku skrze diverzifikované sázky.

Upozornil bych ještě na jeden typ společností, které se skládají pouze z jedné nebo několika málo opcí a nemají zatím žádný kotevní byznys generující hotovost. Takové společnosti jsou závislé na externím financování prozatím neziskových nápadů, a to může být jejich Achillovou patou. Skvělé podmínky pro financování, které vidíme například dnes, rozhodně nejsou standardem a společnosti nezdědka potřebují hotovost v nejnevhodnější okamžik. S velkou pravděpodobností to pak odnese běžný akcionář (buď dojde k ředění akcionářů za nevýhodnou cenu akcií nebo k načerpání nevýhodného dluhu). Před koncem milénia bývalo zvykem, že takové společnosti byly doménou venture capital fondů a na burzu se dostávaly až v ziskové fázi nebo alespoň ve fázi, kdy už alespoň generovaly tržby. Dnes má šanci se dostat na burzu i

² Například nacenění hodnoty cloudových služeb u společností Microsoft nebo Amazon v letech 2012 – 2018, kdy započala masivní výstavba datacenter nebo nacenění zcela nového využití grafických karet Nvidia v letech 2016 - 2018

³ Autor tohoto moudra je nejistý, v různých formulacích ho užívali fyzik Niels Bohr, filozof Yogi Berra nebo filmový producent Samuel Goldwyn

firma, která má pouze koncept produktu⁴. Značná část firem z této množiny navíc čelí i výše popsanému riziku strmé, ale krátké S-křivky.

Čím dlouhodoběji investor uvažuje, tím vhodnější je pro něj analyzovat a investovat do společností s širokým spektrem možných scénářů vývoje nebo alespoň do firem s robustním a diverzifikovaným byznys modelem. Ačkoliv občas neodoláme investicím krátkodobějšího charakteru do společností, které nespádají do těchto množin, naším cílem je dlouhodobě zvyšovat podíl opcionality v portfoliu. Hledání těchto společností je během na dlouhou trať, zejména proto, že většina z nich bývá velmi vysoce naceněna.

⁴ Velká poptávka je nyní v oblasti vývoje vozidel s alternativním zdrojem energie. Například společnost Nikola, která netvoří žádné tržby, má zatím pouze koncepty vozidel, které by chtěla v budoucnu uvést na trh