

Detail - články

E-mailem | Zpět | Tisk | Diskutuj



Jak skutečně fungují technologické stroje na peníze: Apple, Microsoft, Google

10.2.2015 17:45

Autor: Jiří Soustružník

Článek „Jak a proč porazil Apple Microsoft“ výstižně shrnuje „boj“ těchto dvou technologických gigantů o vládu v celé světové ekonomice. Přidejme k nim Google a máme tři technologické stroje na peníze. Jak ale vlastně fungují? Otázkou mám na mysli zejména to, jak skutečně generují hotovost akcionářům a všem ostatním zúčastněným. Při tom, jak moc se o těchto společnostech hovoří, jejich konkrétní cash flow model není zase tak znám. Navíc je to už dost dlouho, co jsem se zde těmto společnostem v této sérii věnoval a k dispozici jsou nová čísla. Takže směle do toho.

Začněme pohledem na vývoj tržeb naší trojky, její ziskovost spolu s maržemi a návratnostmi. Tržbami nejmenší je Google, který se ale může pyšnit tím, že jeho zisky v posledních pěti letech soustavně rostou. Fakticky nemusí jít o zase tak velké plus, protože zisky jsou názory účetních, záleží hlavně na toku hotovosti. Na druhou stranu je faktem, že trh se minimálně v prvních reakcích na nová čísla opájí právě názory účetních. Google vykázal v posledních letech následující čísla:



Zdroj: FT

Hrubá marže se o Googlu pohybuje nad 60 % a je v tomto směru druhý za Microsoftem, který zde dosahuje marže dokonce necelých 66 %. Apple je jim svou výrobní vertikálou přece jen vzdálenější a to se projevuje i na maržích. Jeho hrubá marže dosahuje asi 40 % (tato marže, respektive tyto hrubé zisky, nejsou ekvivalentem naší přidané hodnoty). Na úrovni provozního zisku se ale vše mění – nejlépe je na tom s necelými 30 % Apple, za ním je Microsoft (cca 29 %) a nakonec Google s 25 %. To, co Apple z hlediska marží ztrácí na přímých vstupech, tedy bezpečně dohání na nižší celkové režii. Čísla Microsoftu vypadají následovně:



Pozoruhodné je porovnání návratností. Návratnost vlastního jmění ukazuje, jak moc se „rentuje“ vlastní kapitál. Pořadí je zde od nejhoršího Googlu (cca 14 %) přes druhý Microsoft (23,3 %) až po výjimečný Apple s ROE na 35 %. V této sérii občas narazíme na firmy s vysokým ROE a víme, že to samo o sobě ještě nemusí znamenat žádnou slávu. Důvod je jednoduchý: Firma může mít i podprůměrnou návratnost aktiv, celkových investic, či celkového kapitálu a zároveň dosahovat výjimečně vysokého ROE. Dokáže to prostě tím, že svou rozvahu a návratnosti zapáchá – velkou část aktiv/investic financuje dluhem. Může to znít jako oběd zadarmo, ale samozřejmě tomu tak není. Pokud páčíme rozvahu dluhem, zvyšuje se ROE (pokud je náklad dluhu pod návratností kapitálu), ale zvyšuje se také riziko a tudíž i požadovaná návratnost. Proti vyššímu ROE tak stojí vyšší požadovaná návratnost a celkový dopad na hodnotu vlastního jmění může být klidně negativní.

Google má ROI blízko ROE, což značí, že jeho finanční páka je mimořádně nízko a žádný dluhový doping se zde nekoná. Což asi nikdo ani u jedné z těchto firem nečeká už proto, že jsou pod přílišným drobnohledem. Ony spíše trpí opačným neduhem – příliš vysokou zásobou hotovosti. Ale byla by to delší diskuse nad tím, co je v tomto ohledu pro akcionáře nejlepší. Microsoft už určitý rozdíl mezi ROE a ROI ukazuje, podobné tomu je u Applu. Pokud pak chceme rychle odhadnout, jakou firma přidává svým akcionářům hodnotu, můžeme porovnat realizovanou návratnost (tedy ROE) a návratnost požadovanou:

Dopustím se nyní zjednodušení a budu předpokládat, že beta všech třech společností je 1 (křivdím tím Applu, který jí má o něco nižší). Požadovaná návratnost se tedy u všech třech může pohybovat kolem 7,7 – 7,8 % (2,25 % + 1 krát 5,5 %). I nejhorší Google svým ROE tuto metu hravě překonává. Apple, jehož výsledky jsou v následujících grafech, se pak při pohledu na ní asi jen usmívá. Interpretace vysokého rozdílu mezi požadovanou a realizovanou návratností zde také není žádným hlavolamem: Firmy si vytvořily poměrně silné bariéry vstupu na trhu, který jim umožňuje diktovat si ceny do té míry, že dosahují „nadměrného“ ROE. Ale je samozřejmé, že žádná bariéra bez oprav a předělávek nevydrží věčně, možná ani s nimi ne.



Zdroj: FT

Pro délku celé úvahy jsem se rozhodl jí rozdělit na dvě části, příště se tedy podíváme na konkrétní cash flow modely všech společností. Pro čtenáře zajímavějšího se více o zde diskutovaný vztah mezi ROE a dalšími návratnostmi bych na konec této první části rád trochu rozebral jednu z variant tzv. Du Pont analýzy. Ta rozděluje ROE na jednotlivé komponenty a může sloužit jako dobrý základ finanční analýzy firem. ROE je zde čistým ziskem děleným účetní hodnotou vlastního jmění:

$$1. \text{ ROE} = \text{čistý zisk} / \text{vlastní jmění}$$

Nyní můžeme tento poměr rozložit na marže (čistý zisk k tržbám), obrat aktiv (tržby k aktivům) a finanční páku (aktiva k vlastnímu jmění). Máme tak přehled o tom, kde je ROE generováno, či naopak ztraceno: Zda zejména na maržích, obratu aktiv či zda je „dopováno“ finanční pákou:

$$2. \text{ ROE} = \text{čistý zisk} / \text{tržby} * \text{tržby} / \text{aktiva} * \text{aktiva} / \text{vlastní jmění}$$

$$\text{ROE} = \text{ziskovost tržeb} * \text{obrat aktiv} * \text{finanční páka}$$

Alternativně se dá použít rozdělení na návratnost aktiv ROA a finanční páku. Ovšem pozor – takový jednoduchý rozklad musí pro ROA používat čisté zisky a tím míchá hruška s jablky – k aktivům patří provozní zisky a jejich ekvivalenty.

$$3. \text{ ROE} = \text{čistý zisk} / \text{aktiva} * \text{aktiva} / \text{vlastní jmění}$$

$$\text{ROE} = \text{„návratnost aktiv“} * \text{finanční páka}$$

Uvedenou ošemetnost můžeme korigovat tím, že do rovnice zabudujeme poměr čistého a provozního zisku (třeba EBIT). Pak máme skutečně smysluplnou ROA a její vztah k ROE:

$$4. \text{ ROE} = \text{čistý zisk/EBIT} * \text{EBIT/aktiva} * \text{aktiva/vlastní jmění}$$

$$\text{ROE} = \text{poměr čisté a provozní ziskovosti} * \text{návratnost aktiv} * \text{finanční páka}$$

Podobná analýza může být vhodná pro srovnávání jednotlivých firem, či pro sledování firemních výsledků v čase. Základní premisa je jednoduchá – je třeba maximalizovat vnitřní hodnotu vlastního jmění. To nemusí vždy znamenat maximalizaci ROE (do hry vstupuje ještě požadovaná návratnost a očekávaný růst zisků), ale v principu tu silné rovnítko je. Samozřejmě, že se nebavíme o ničem jiném, než o maximalizaci marží spolu s maximalizací tržeb a minimalizací do toho všeho vloženého kapitálu (aktiv). Vtip je v tom, že obvykle se pro zlepšení jednoho musíme smířit se zhoršením jiného a potřebujeme vědět, jaký dopad na ROE to bude mít.