

Agresivně

Investice nejsou jen
o *výnosech*, ale o schopnosti včas
zastavit ztrátu a řídit riziko.



S Davidem Rusňákem o tom, proč
telekomunikace doplňují real estate, kdy
se vyplatí neinvestovat a proč je největším
rizikem vlastní ambice růstu.

ale disciplinovaně



Jednou větou to podle něj říct nejde. David Rusňák, majoritní akcionář investiční skupiny DRFG, považuje jak vlastní profesní dráhu, tak investování samotné za příliš proměnlivé na jednoduché teze. Přesto se v jeho přístupu opakuje jeden princip: v některých momentech je potřeba být agresivnější než ostatní, ale právě tehdy musí přijít o to větší důraz na správu aktiv a ochranu investorů.

V jednom starším rozhovoru jste říkal, že není nic smysluplnějšího než vzít český kapitál a investovat ho v Česku. Jak se ta věta změnila po expanzi do zahraničí? Je to pořád vaše mantra? . . . V době, kdy jsme říkali „investujeme české peníze v České republice“, nám to dávalo velký smysl a do určité míry to platí dodnes. Jenže jsme se výrazně posunuli za hranice Česka, působíme v Polsku, logicky i na Slovensku, v Maďarsku a aktuálně v Chorvatsku, a investujeme také ve Švýcarsku nebo v Německu.

Nejraději bychom investovali doma, máme to nejbližší a prostředí nejlépe známe. Zároveň ale hledáme investice s vyšším výnosem. A takových u nás ubývá, typicky na reálním trhu. Pokud chceme růst tempem, které považujeme za zdravé a zároveň ambiciózní, musíme se dívat i za hranice.

Když vás budu tlačit na čísla: jaký je dnes poměr Česko vs. zahraničí? . . . Nemám to teď přesně spočítané, ale odhaduji zhruba 25 procent Česko a 75 procent okolní trhy, kde působíme. Když se doma objeví atraktivní příležitost, nakupujeme, naposledy například kancelářskou budovu v Praze 4, a díváme se i na další větší projekty, třeba na severní Moravě. Zároveň ale platí, že dnes se převážná část příležitostí jeví atraktivněji jinde.

Znamená to, že replikujete model? . . . Ano. Pomalu replikujeme model, který jsme před zhruba patnácti lety začali budovat v Česku. Chceme aktivně růst ve všech zemích, kde už stojíme na vlastním portfoliu, a to se jen s českým kapitálem dlouhodobě udržet nedá. Proto je pro nás čím dál přirozenější uvažovat i v logice „polské peníze v Polsku“, „slovenské peníze na Slovensku“ a podobně. Proto rozvíjíme distribuci finančních produktů v těch zemích, kde vyvíjíme již déle investiční aktivitu; v těchto zemích mimo jiné klademe velký důraz na online kanály.

Pamatujete si moment, kdy jste si poprvé řekli: „Tady už nejde o peníze, tady jde o reputaci“? . . . Reputační problém jsme zažili v rané fázi, zhruba před dvanácti lety. Jedním z našich cílů byly tehdy energetické projekty, jeden projekt v Česku se zpočátku jevil dobře, ale nakonec nedopadl. V relativně rané fázi jsme pochopili, že nemá smysl do něj posílat další peníze, investici jsme zastavili a odepsali. To je zásadní moment, protože jakmile vidíte, že se projekt nevyvíjí směrem, který jste si stanovili, je nutné umět včas zastavit další financování i ztrátu času, který je také velmi drahý.

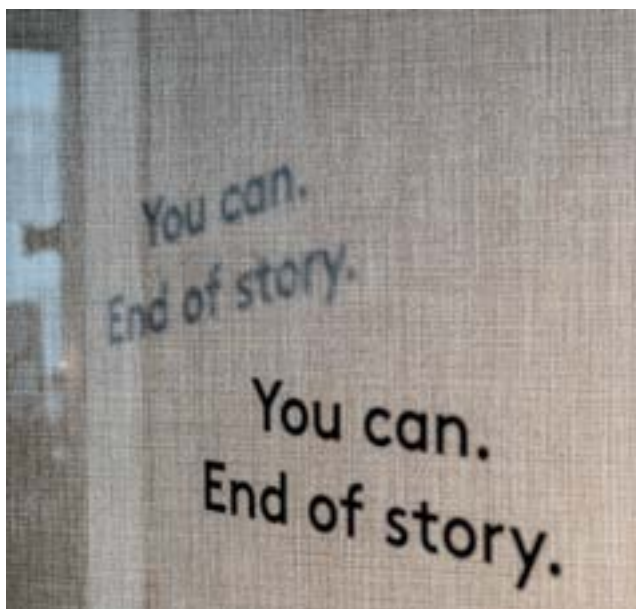
A pamatujete si konkrétní red flag, který byl ten dělicí okamžik? . . . Konkrétní signál si po tolika letech už nevybavím. Pamatuji si ale logiku toho rozhodnutí: objevila se další komplikace a postupně vznikl soubor okolností, které nedávaly dobrý obraz. V takové chvíli je lepší projekt odepsat a soustředit se na příležitosti s perspektivou, než dál vkládat peníze i čas do něčeho, co se hroutí.

Vaše pilíře jsou nemovitosti, telekomunikace a finanční služby. Co ty tři věci spojuje? . . . U nás finanční služby dlouho fungovaly především jako nástroj pro financování investic v realitách a telekomunikacích. Postupně jsme ale dospěli k závěru, že by byla škoda tuto oblast nerozvíjet samostatně, protože ve financích vidíme širší spektrum příležitostí, a dnes tak máme plnohodnotnou výdělečnou větev s licencovanými společnostmi, vlastními produkty i dalším rozvojovým potenciálem.

Nemovitosti patří do stabilní části portfolia, v našem regionu jde o mimořádně stabilní třídu aktiv a nepozorujeme tak výrazné výkyvy jako na západ od nás. A telekomunikace? Tam hraje roli i osobní příběh, můj společník Roman Řezníček v tomto oboru dlouhodobě podnikal. Vidíme v něm výrazný potenciál a také zajímavé propojení s finančními službami. Telekomunikace jsou odvětví ve vývoji a zároveň pod silným investičním tlakem, což vytváří dlouhodobý prostor pro firmy s podobným byznysovým modelem.

Který pilíř je dnes nejvíc „cash flow business“ a který je nejvíc sázka na budoucnost? . . . Největší cash flow dnes generují nemovitosti. V těsném závěsu jsou telekomunikace, kde jsme výrazně investovali a rostli akvizičně,

„Žádný trh není dlouhodobě výjimečný. To, co dnes vypadá jako nejatraktivnější destinace, může být zítra přeplněné kapitálem a bez výnosu. Klíčem je umět se včas přesouvat tam, kde se poměr rizika a výnosu znovu vyvažuje.“



takže efekt se neprojevuje okamžitě, ale ve střednědobém horizontu ho vnímáme jako velmi zajímavý. Finanční služby jsou nyní ve fázi vývoje produktů a platforem, což je nákladné; ziskovost je kladná, ale zatím ne vysoká. Přesto je považujeme za nedílnou součást naší budoucnosti, podobně jako jsme ji před lety viděli v telekomunikacích.

Říká se, že investiční skupiny se dělí na ty, které umí akvizovat, a ty, které umí dlouhodobě držet a spravovat. Kam patříte vy? . . . Myslím, že jsme obojí a že to dnes platí pro řadu skupin. Jeden pohled je investorský, tedy řízení rizika, nákupy a prodeje. Druhý je správcovský, který znamená dlouhodobou práci s firmami a rozvoj aktiv. Aktiva nakoupíte, roky je rozvíjíte a pak přijde moment, kdy se znovu prosadí investorský pohled a přichází prodej. Já osobně přiznávám, že raději nakupuji než prodávám. Každý prodej pro mě znamená určitou nejistotu, aktiva odcházejí a vy stojíte před otázkou, kam kapitál nasměrovat dál. Zároveň ale věřím, že s kolegy dokážeme velmi dobře odhadnout, kdy je správný čas prodávat.

Pamatujete si, kdy jste naposledy neakvizoval, i když to vypadalo lákavě? . . . Upřímně, když se potká volný kapitál se zajímavou příležitostí, snažíme se jednat rychle a aktivně. Neznamená to, že kupujeme vše, co se objeví, máme dlouhodobě prověřený proces, který vyřadí příliš rizikové věci i ty, které nezapadají do portfolia. Pokud se ale shodneme, že danou příležitost chceme, zpravidla ji také dotáhneme.

Pojďme na Polsko. V roce 2020 se psalo o první expanzi — jaká byla nejdražší chyba, kterou jste tam udělali, i kdyby nebyla vidět v účetnictví? . . . V Polsku jsme v zásadě aktivní jen v real estate a zatím jsme se vyhnuli zásadním chybám. Naučilo nás to ale specifika tamního trhu, například v oblasti financování, kde polské banky nebývají tak vstřícné jako jinde v regionu, což může zhoršovat ekonomiku jednotlivých investic. Zároveň platí, že žádná země v regionu není investičním ideálem, vždy se to vyvažuje a něco funguje lépe tam, zatímco jiné příležitosti se nabízejí jinde.

Polsko je obrovský vnitřní trh a jeho škálovatelnost je velmi lákavá. V posledních letech ale jeho atraktivitu snižuje i silný příliv investorů z okolních zemí, typicky české realitní

„Když vidíte, že projekt nejde správným směrem, je nutné umět včas zastavit další investice i ztrátu času. *Disciplína neinvestovat je stejně důležitá jako schopnost příležitost rozpoznat.*“







fondy jsou tam stále aktivnější. Když pak v tendru stojí proti sobě třeba tři české fondy, ceny se tlačí až nezdravě vysoko a to už není prostředí, které by nám vyhovovalo. Polské portfolio dál rozvíjíme, ale nové příležitosti dnes hledáme i jinde, například v Maďarsku, Chorvatsku a pravděpodobně brzy na dalším trhu, kterým je Itálie.

V souvislosti s Maďarskem bývá často zmiňováno politické riziko a nejistota práva. Jak tohle čtete jako investor? . . . Je pravda, že řada velkých institucionálních investorů se do Maďarska nehne. Má to své důvody. My se ale díváme na konkrétní segmenty: real estate — typicky retailové plochy a kancelářské budovy se stabilními globálními nájemci. V tom nevidíme vyšší riziko než jinde, pokud je aktivum dobře postavené a správně řízené. Navíc historicky tamní trh komerčních nemovitostí je v eurech, tudíž odpadají rizika z pohybu forintu, který přece jen není tak stabilní jako česká koruna.

Kdy je dluh chytrý a kdy je toxický? Kde je vaše hranice? . . . Nevím, jestli se to dá popsat jednou linií. Když jsme začali, pracovali jsme s poměrně vysokým podílem externího dluhu, možná vyšším, než by bylo ideální, ale bylo to v době nízkých sazeb a výrazného růstu cen nemovitostí. Od začátku jsme si ale uvědomovali, že takové prostředí nemůže trvat věčně, a proto bylo nutné postupně posilovat vlastní kapitál a omezovat závislost na externím financování, konkrétně na dluhopisech. Tento proces realizujeme už několik let. Deklaroval jsem závazek dostat podíl vlastního kapitálu nad 20 procent a tuto úroveň dlouhodobě udržet, přičemž k tomu dnes máme velmi blízko.

A co je toxické? Je to hlavně o stabilitě byznysu, který tím dluhem financujete: někde může být problém už 40—50 % dluhu, jinde může být zvládnutelných i 90 %. Záleží na předvídatelnosti cash flow a ziskovosti. I proto se držíme oborů, které umíme číst a považujeme je za stabilní: nemovitosti a telekomunikace podle nás s přehledem unesou porci dluhu, kterou máme.

Kdybich vám na začátku vzal možnost financovat se dluhopisy, jak by vypadal příběh DRFG ve „verzi B“? . . . Kdyby nám někdo dluhopisy sebral na začátku, DRFG v dnešní podobě by podle mě neexistovala. Bez kapitálu se to udělat nedá. Možná bychom šli cestou kapitálu od investorů, kteří podporují jednotlivé projekty, ale nedalo by nám to tu dynamiku a flexibilitu, kterou dluhopisy přinesly.

Současně jsme od začátku věděli, že dluhopisy nepředstavují dlouhodobé řešení. Udržitelnější variantou jsou fondové struktury, tedy investiční podílové fondy. S jejich zakládáním jsme začali poměrně brzy a postupně jsme na ně přesměrovali distribuci. Dnes získáváme kapitál zhruba z 20 procent prostřednictvím dluhopisů a z 80 procent přes fondové struktury, což je výsledek, který předčil naše původní očekávání.

Část veřejnosti vnímá firemní dluhopisy jako produkt „na hraně“. Je to fér nástroj pro retail? . . . Záleží, co přesně myslíme „retail“. Každopádně jsme zastánci regulovaného prodeje těchto nástrojů. Dlouhodobě je distribuujeme prostřednictvím prospěku a přes licencované a regulované instituce. Pokud by se celý trh posunul od neregulovaného prodeje k regulovanému, tedy aby nákup probíhal výhradně přes licencované subjekty pod dohledem, podle mého názoru by to odstranilo velkou část problémů, které se na trhu objevují.

Z perspektivy drobného investora: jak poznám rozdíl mezi výnosem a slibem výnosu? Co mám udělat před nákupem? . . . Buď investujete do něčeho, čemu rozumíte, a pak se dokážete zorientovat lépe než laik. Anebo tomu oboru nerozumíte; v takovém případě je dobrým vodítkem historie a transparentnost společnosti. Tedy to, zda plní zákonné povinnosti, zda máte přístup k informacím, například prostřednictvím veřejných rejstříků, a zda už v minulosti dokázala naplnit to, co deklarovala. Pokud nemám odbornou expertizu, držel bych se ověřeného track recordu a transparentního chování, protože nevím, co jiného by mi mělo pomoci udělat rozumné rozhodnutí.

Jak u vás vypadá „deal memo“ — jaké body musí sedět, abyste řekl ano? . . . Někdy je těch kritérií pět, jindy pětadvacet, vždy záleží na konkrétním případě. U telekomunikací sledujeme například to, jak vyvažujeme poměr mezi fixními a mobilními sítěmi, vnímáme regionální poptávku operátorů, dlouhodobé výsledky firmy, cenu a samozřejmě i synergie. Jako strategický investor dokážeme část ceny obhájit právě synergii, ale jen do určité míry. Pořád platí, že čím lépe nakoupíte, tím větší prostor máte pro úspěšný exit.

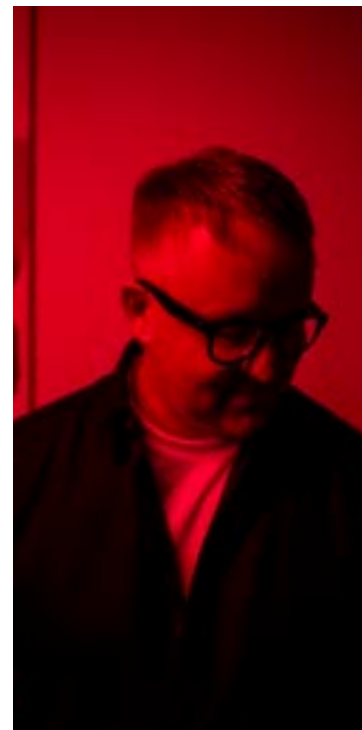
Obecně preferujeme koupit funkční, kvalitní firmu za vyšší cenu, než levnou firmu, do které pak musíte investovat extrémní energii, čas a další peníze.

A který bod bývá nejčastějším důvodem „ne“? . . .

Nízká výnosnost. Pracujeme s kapitálem, který není zadarmo, takže projekt musí vycházet od začátku: po započtení nákladů kapitálu a nákladů správy nám musí dávat smysl návratnost. Když nespĺňuje naše výnosové procento, typicky do něj nejdeme.

U nemovitostí se říká „lokalita, lokalita, lokalita“. Platí to? . . . V principu ano, ale ne vždy a ne všude. U kancelářských budov investujeme výhradně v hlavních městech, v portfoliu máme například Varšavu, Prahu nebo Budapešť a do budoucna se může objevit i Záhřeb. U retailových ploch ale „lokalita“ neznamená nutně centrum velkého města, klíčové je, zda dokážete nabídnout nákupní příležitost dostatečnému množství lidí, klidně i v demograficky silném nebo perspektivním regionu.





„Dluh není sám o sobě problém, klíčové je, co jím financujete. V některých byznysech může být rizikový už při polovičním podílu, jinde je zvládnutelný i výrazně vyšší. Rozhodující je stabilita cash flow a schopnost aktiva dluh dlouhodobě unést.“

...

Co vás na telekomunikacích láká víc než na realitách? . . . Diverzifikace je pro nás klíčová. Pokud bychom kapitál směřovali jen tam, kde je právě nejvyšší výnos, byli bychom čistě realitní skupina. My ale věříme, že rozložení rizika napříč sektory je zásadní. Telekomunikační infrastruktura je navíc do určité míry podobná nemovitostem, zároveň ale může nabídnout vyšší ziskovost, i když je na začátku extrémně kapitálově náročná.

My to vidíme i prakticky: jsme majiteli nejdelší a nejmodernější optické trasy na Slovensku, která spojuje Ukrajinu, Slovensko, Maďarsko a Rakousko. Kupovali jsme ji částečně rozestavěnou a víme, jak náročné bylo ji dobudovat. Na druhé straně, když takové aktivum dává strategickému investorovi smysl, umí být valuace v telekomunikacích velmi zajímavá.

Proč bylo strategické stát se 100% vlastníkem FibreNet?

Co vám to dalo? . . . U FibreNet je to především o flexibilitě v rozhodování. Když se objevila příležitost vykoupit tehdejšího společníka, který už neměl prostředky na další investice, dávalo nám smysl ji využít. Stali jsme se majoritním akcionářem, projekt dokončili a dále ho rozvíjíme. Na Slovensku nyní konsolidujeme firmy poskytující datové připojení, tedy něco, co jsme už v minulosti realizovali i v Česku, kdy jsme vybudovali operátora Libli a následně ho prodali společnosti Nordic Telecom, která později přešla pod O2. Rozdíl je v tom, že na Slovensku disponujeme vlastní infrastrukturou, na kterou tyto operátory napojujeme.

V investování bývá často těžší prodat než koupit. Pamatu- jete si prodej, který vás mrzel lidsky, ale investorsky dával smysl? . . .

Máme štěstí, že drtivá většina našich prodejů dávala investorsky smysl, projekty dlouhodobě generovaly výnos a při exitu jsme realizovali zisk. Z lidského pohledu mě ale mrzel vlastně každý prodej, protože mě baví sledovat, jak se aktiva postupně skládají, a při prodeji se znovu otevírá otázka, kam kapitál dál alokovat. Do budoucna bych si přál, abychom měli ještě větší a levnější kapitál, který by nám umožnil více a déle držet a méně často prodávat.

Kdo je pro vás v byznysu skutečný protivník: konkurence, stát, nebo vlastní pokušení růstu? . . .

Férovou konkurenci nevnímám jako protivníka, naopak může být inspirativní. Problém představuje neférová konkurence, ta už může být reálným ohrožením, ale věřím, že za patnáct let jsme se naučili se vůči ní bránit.

Stát vnímám jako toho, kdo nastavuje pravidla. Brát ho jako protivníka nedává smysl už jen proto, že ho nelze porazit, vždy disponuje silnějšími nástroji než soukromý sektor. Obecně platí, že čím menší zásah státu, tím lépe, zároveň jsou ale určitá pravidla nezbytná, jen ne vždy bývají optimálně vyvážená.

Největším rizikem je podle mě pokušení růstu. Neorganizovaný, nekoordinovaný a neřízený růst dokáže zničit i velmi dobrý nápad, proto volíme tempo tak, abychom ho byli schopni zvládnout. Měli jsme na stole i příležitosti, které by skupinu v daný moment posunuly třeba na dvojnásobek velikosti, ale rozhodli jsme se je nevyužít právě kvůli riziku. Koupit aktivum je relativně snadné, mnohem složitější je následně byznys kvalitně řídit tak, abyste ho jednou dokázali prodat se ziskem. ☺

DAVID RUSŇÁK & ČÍSLA

27 mld.

Objem realitních aktiv spravovaných skupinou DRFG.

... **Více než 20 tis.**

Klientů ve fondech založených skupinou DRFG.

1,2 mld.

Roční EBITDA skupiny DRFG.

