

Vydrží období optimismu?

Akciové trhy si od začátku roku prošly velmi volatilním obdobím a prudké poklesy vystřídal podobně silný růst. Čím je toto oživení hnáno a nevytváří se na akciových trzích bublina?

Uběhlo jen šest měsíců od doby, kdy na konci února vyspělé akciové trhy v důsledku rozšíření koronavirové nákazy prudce propadly a akciový index S&P 500 je již zpátky na předkrizových hodnotách. Vzhledem k tomu, že nemoc COVID-19 stále není pod kontrolou a vyspělé ekonomiky se pouze velice pomalu zotavují z hlubokého poklesu vyvolaného vynuceným uzavřením jejich velkých částí, je nasnadě otázka, jestli investoři nejsou přehnaně optimističtí ohledně budoucího vývoje a jestli nedochází na trzích k oceňovací bublině.

Faktem je, že podobně dobrý vývoj akciového indexu je vidět pouze v USA, a to zejména díky většímu podílu velkých technologických společností v indexu S&P500, resp. v podobně dobrém výsledku indexu technologických firem obchodovaných na Nasdaqu.

Mnohé další indexy přece jenom ještě nedosáhly svých předchozích maxim – např. evropský akciový index Stoxx 600 je stále (v srpnu) o 15 % níže, než kde se obchodoval koncem února a to samé platí třeba i pro index menších amerických společností Russell 2000. Také vývoj všech společností obsažených v indexu S&P 500 zdaleka nebyl tak dobrý, jak by se ze zhodnocení indexu na první pohled mohlo zdát. Kurzy akcií 82 společností (tj. skoro každá šestá v tomto indexu, převážně z finančního, spotřebitelského a ropného sektoru) jsou stále více než o 30 % níže, než kde se obchodovaly koncem února.

Na celkovém vývoji indexu S&P500 se to však moc neprojevilo, protože tyto společnosti mají jenom velmi nízký podíl na rozdílu od menšího počtu velkých, převážně technologických firem,

jejichž akcie za posledních 6 měsíců vzrostly častokrát i o více než 20 %. I proto také rovnoměrně vážená verze indexu S&P 500 zaostává za tou tržně kapitalizační o přibližně 7 %.

Tyto velké technologické společnosti prošly uplynulými 6 měsíci mnohem lépe než průměr tohoto indexu.

V mnoha případech nedošlo k tak dramatickému poklesu ziskovosti jako u jiných společností, v některých případech došlo dokonce k růstu odhadů očekávaných tržeb a ziskovosti pro příštích 12 měsíců. Přesto se však dá říct, že za celou skupinu těchto akcií spíše došlo ke stabilitě fundamentálních veličin a že hlavním tahounem jejich zhodnocení byl další nárůst relativního ocenění.

I když se tyto společnosti už na konci roku obchodovaly s jistou premií vůči zbytku trhu, došlo k jejímu dalšímu navýšení, což by mohlo naznačovat zárodek určité oceňovací bubliny. Domnívám se však, že investoři v uplynulých 6 měsících spíše preferovali stabilitu a byli tím pádem ochotni smířit se s nižším požadovaným výnosem, který odpovídá nákupu za zvýšené ocenění, než riskovat vyšší volatilitu hospodářských výsledků v ostatních částech akciového investičního spektra.

Musím říct, že tento vývoj byl pro mě jistým překvapením, zejména v posledních dvou měsících. I s ohledem na to, jakým způsobem se vyvíjelo obchodování společností, které se podílejí na vývoji nových léků a vakcín proti nemoci COVID-19.

Tento segment si prošel výrazným růstem, a přestože si na výsledky klíčových klinických testů budeme muset ještě pár měsíců počkat, je současná tržní kapitalizace těchto společností na

úrovních více než odpovídající tomu, že tyto klinické testy dopadnou dobře a nové léky a vakcíny nám pomohou dostat koronavirus pod takovou kontrolu, která postupně umožní návrat ekonomik do normálnějšího stavu.

Očekával bych, že pokud jsou investoři takto pozitivní u této skupiny farmaceutických a biotechnologických společností, tak již budou opouštět bezpečný úkryt největších firem a postupně sázet na vyšší růst, který přinese cyklické oživení právě u společností, které byly uzavíráním ekonomik nejvíce zasažené a které také budou z návratu do normálnějšího fungování ekonomik nejvíce profitovat.

Rozpor v ocenění těchto dvou skupin bude zajímavé dále sledovat a může být určitým vodítkem pro hodnocení potenciálních bublin na trhu v budoucnosti.

I když podle mého názoru nelze současnou situaci stále srovnávat s oceňovací bublinou, která se vytvořila na konci devadesátých let, lze i teď nalézt některé segmenty na trhu, kde současné ocenění jednotlivých společností musí nutně vyvolávat otázky ohledně vytvoření lokální bubliny.

KDE MŮŽE BÝT PROBLÉM?

Jedním takovým segmentem je podle mého názoru sektor mladých softwarových firem (SaaS). I když je nepochybné, že se v mnoha případech bude jednat o velmi úspěšné firmy, které mají před sebou několik let nadprůměrného růstu, jsou současné úrovně relativního ocenění na takových úrovních, že stěží mohou investorům nabídnout do budoucna zajímavý investiční výnos.

Mnohé z těchto společností se obchodují na více než 20násobku očekávaných letošních tržeb, což v jednotlivých případech představuje očekávání více než 30% průměrného růstu tržeb do roku 2030 a podílů na jejich příslušných trzích ve výši kolem 40 % v tomto roce, plus růstu provozní profitability na úroveň, kterých teď dosahují zavedené softwarové firmy jako Microsoft nebo Adobe.

Když se podívám do historie, tak podobně úspěšnou firmou byla v minulosti například společnost Salesforce.

ce, která dokázala po dobu 15 po sobě jdoucích let zvyšovat své tržby o více než 20 % ročně, nicméně to je také jediná firma ze vzorku více než 1400 amerických společností, které před 15 lety měly tržby vyšší než 500 milionů dolarů, která to dokázala.

Za posledních 10 let bylo firem, které dokázaly růst o minimálně 20 % ročně každý rok, přesně 9. Akcie Salesforce navíc byly i velmi dobrou investicí, a to hlavně díky tomu, že se většinu uplynulých 15 let obchodovaly v rozmezí 5 až 8 násobku tržeb.

Domnívám se tedy, že v případě mladých softwarových firem je dost pravděpodobné, že převážnou většinu z nich postihne osud technologických firem z let 2000.

Podobně jako tenkrát, mohou i teď fundamentální veličiny těchto firem několik dalších let nadprůměrně růst, současné přehnaně vysoké ocenění však povede k tomu, že jejich investoři budou muset čekat stejně dlouho na pozitivní výnos, jako tomu bylo například v případě Microsoftu (viz graf 1), Oraclu nebo Adobe po roce 2000.

Podobné případy lze podle mého názoru nalézt i u některých dalších technologických firem. Například u společnosti Apple, kde růst tržeb v posledních letech stagnuje, růst zisku na jednu akcii je tažen velkými odkupy vlastních akcií (což spíše připomíná stabilní společnosti z necyklického spotřebitelského sektoru, které vyplácí vysoký dividendový výnos, protože již mají za sebou období nejlepšího růstu) a skoro celé zhodnocení v posledních 5 letech bylo dáno ztrojnásobením ukazatele P/E.

Také v případě společnosti Nvidia představuje současný více než 20násobek očekávaných tržeb, na kterém se akcie obchoduje, podle mého názoru příliš agresivní ocenění.

Pokud se podívám na srovnání se společností Intel, která má 6krát vyšší tržby, ale současně se také obchoduje na 6krát nižším ocenění, tak není vůbec vyloučené, že za deset let, až Nvidia bude mít podobné tržby (což mimochodem představuje průměrný růst tržeb o 20 % ročně po dobu celých 10 let), může být tato společnost v podobné situaci, kdy její nadprůměrný růstový potenciál bude již vyčerpán a

kvůli tomu se bude obchodovat na podobném ocenění jako dnes Intel. To by však znamenalo, že během příštích 10 let nedojde k žádnému zhodnocení těchto akcií.

Specifickou kapitolou jsou akcie společnosti Tesla, resp. celého sektoru elektrických aut. Tady se zdá, že spekulativní mánie běží na plné obrátky. I když je zřejmé, že hodnotu této společnosti nelze odvozovat pouze z ocenění segmentu výroby aut (software umožňující samořiditelná auta, resp. využití baterií i v jiných segmentech představují další významné zdroje hodnoty společnosti), obchodují se akcie této společnosti na několikanásobku hodnoty, kterou lze vyčíslit rozumnou fundamentální analýzou.

Vysokou míru spekulativního kapitálu lze vyvodit i z obchodů na burze, kdy v letošním roce průměrný denní objem obchodování přesahuje 10 % emitovaných akcií. Zdá se, že hlavním současným motivem investorů je spekulace na vynucené nákupy pasivních indexových fondů poté, co bude společnost Tesla konečně přijata do indexu S&P 500.

V současnosti lze vidět několik dalších symptomů iracionálního chování investorů – bezvýhradná preference nových sektorů (virtuální/digitální svět) ve srovnání s již delší dobu existujícími sektory (fyzický svět) v podobě přílivu nových investic do sektorových fondů/ETF, podobně jako tomu bylo na konci 90. let, kdy pro investory nebyly zajímavé jiné společnosti než ty ze sektorů TMT (technologie, média, telekomunikace). Patrný je také větší počet vysoce spekulativních IPO v biotechnologickém sektoru. Přesto však si myslím, že současná situace má stále daleko do spekulativní mánie, kterou jsme zažili na konci 90. let.

Pro srovnání, na vrcholu oceňovací bubliny na jaře roku 2000 mělo 371 veřejně obchodovaných internetových společností, které byly převážně ztrátové,

cash-flow negativní a jejich podnikatelské plány byly mnohdy pochybné, tržní kapitalizaci ve výši 1,3 bilionů USD, což v té době představovalo 8 % tržní kapitalizace celého amerického trhu.

Mnohé velké technologické společnosti s tržní kapitalizací přes 100 miliard USD se tenkrát obchodovaly na ocenění P/E vyšším než 100. Pokud by si někdo chtěl připomenout tuto dobu, tak mohu doporučit skvělou knížku Roberta Shillera „Irrational Exuberance“.

I když i teď lze najít podobné jednotlivé případy, které jsem popisoval výše, zdaleka se nejedná o tak rozšířený fenomén, jak tomu bylo na konci 90. let.

Současné vyšší ocenění indexu S&P 500 představuje určité riziko a je několik scénářů, které by mohly způsobit další korekce trhu. Jde např. o opětovné zvýšení korporátních daní v USA, větší regulace velkých technologických firem, pokračující deglobalizace ekonomik atd.

Pokud by však relativní ocenění ze současných úrovní dále nerostlo, je možné, že s očekávaným oživením ekonomik se ocenění akcií také vrátí na rozumnější úroveň. Samozřejmě to ale také bude znamenat, že výrazná většina akcií, které se v současnosti obchodují na vyšším ocenění, nepřinesou takový výnos, který by odpovídal budoucímu zlepšení jejich fundamentálních veličin. ■

Ján Hájek

Autor je portfolio manažerem fondu Erste Top Stocks a vystoupí jako řečník na České investiční konferenci 8.11. až 10.11. 2020

Graf 1: Vývoj hodnoty akcií a daných ukazatelů spol. Microsoft

