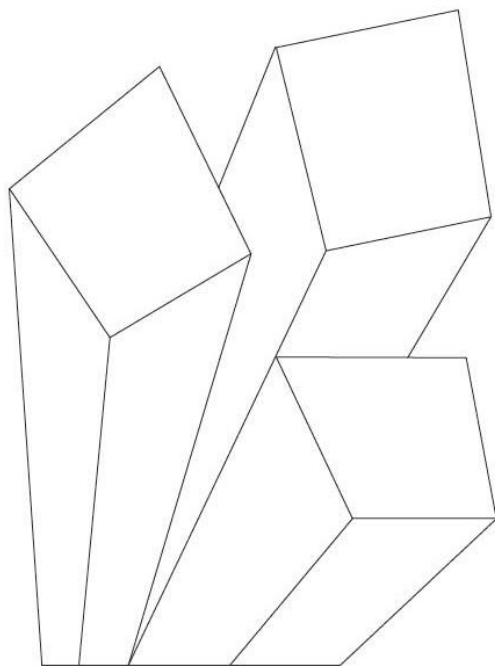


# Americké akcie: Jak přistupovat k trhu s vysokými valuacemi a koncentrací?

Téma čtvrtletí

Q4 2024



DÁVÁME *financím* ŘÁD  
A *smysluplnou* BUDOUCNOST

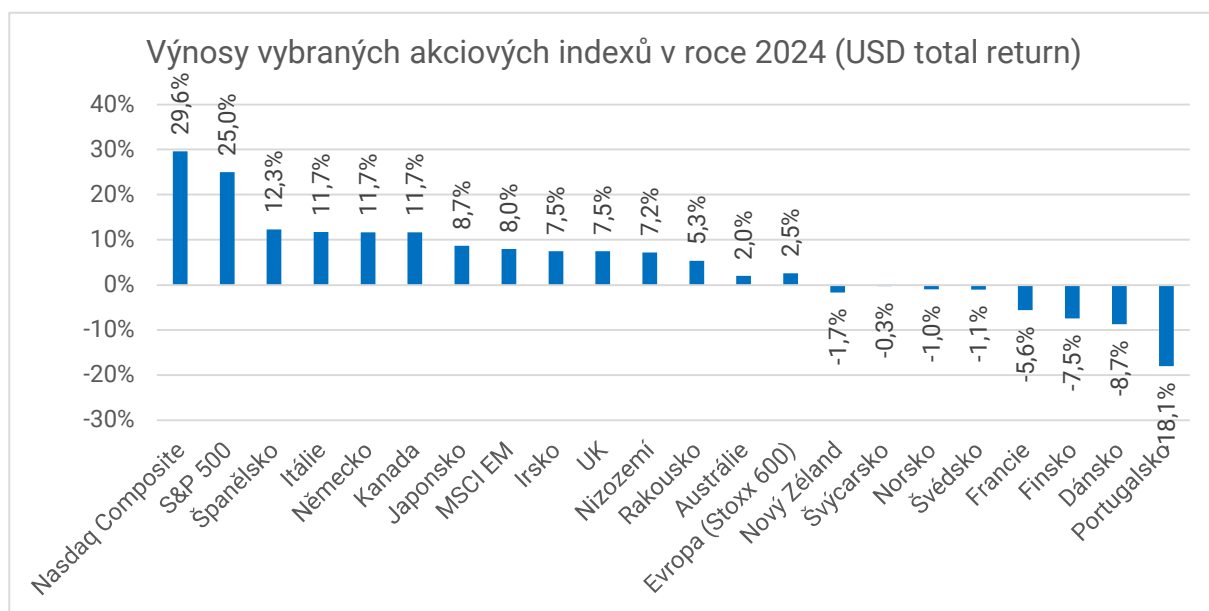
# EMUN

## Americké akcie: Jak přistupovat k trhu s vysokými valuacemi a koncentrací?

Americké akcie v posledních 10 letech zhodnotily o 224,27 %. Akcie mimo USA vzrostly o 66,99 %. Index S&P 500 zaznamenal druhým rokem po sobě zhodnocení o více než 20 %, což se od roku 1871 stalo pouze 10x. Za 55 % celkového zhodnocení byly v uplynulém roce opět zodpovědné akcie Magnificent 7. Váha 10 největších akcií v indexu je nejvyšší za několik desetiletí. Sentiment investorů vůči americkým akciím je velmi pozitivní. Valuace jsou vysoké. Představuje vysoká koncentrace S&P 500 problém? Jak v současném prostředí přistupujeme ve společnosti EMUN k investování do amerických akcií?

### Výkonnost amerických akcií v roce 2024

Americký akciový index **S&P 500 posílil v uplynulém roce o 25 %** a opět překonal většinu ostatních akciových trhů ve světě. Ve srovnání s jinými rozvinutými zeměmi byly výnosy více než dvojnásobné, v případě široce diverzifikovaného evropského indexu Stoxx 600 dokonce 8,8 násobné (USD zhodnocení). S&P 500 zaznamenal již druhým rokem po sobě zhodnocení o více než 20 %.



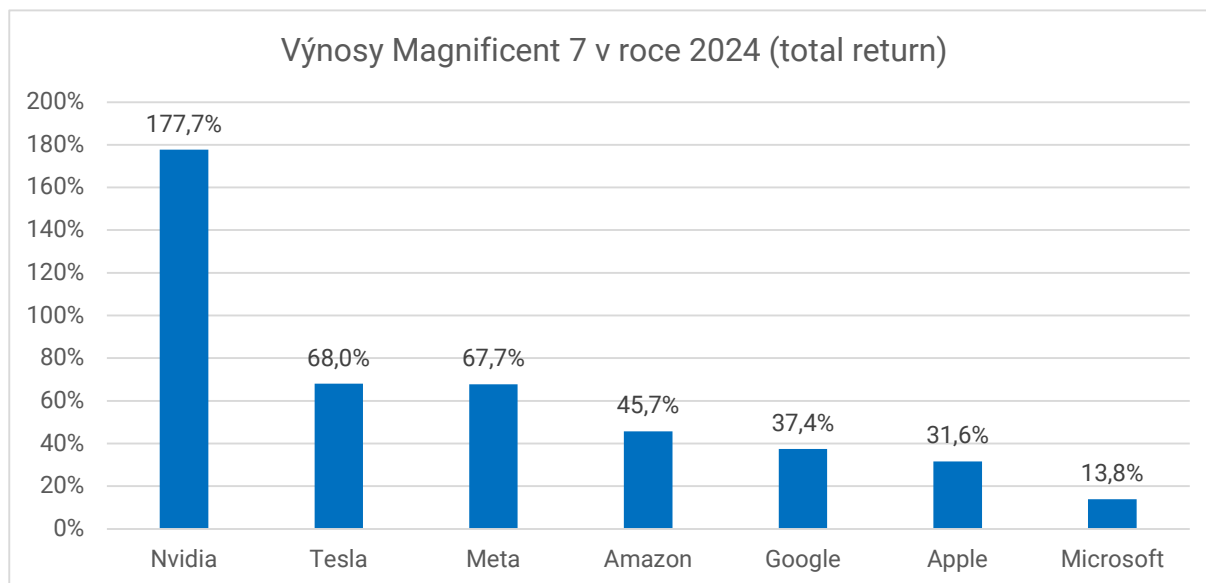
### Zdroje výnosů amerických akcií v roce 2024

**Za růstem** indexu S&P 500 **stály zvyšující se zisky i valuace**. Každý výnos akcií je možné rozložit na několik dílčích složek. V případě akciového indexu můžeme použít rovnici, v níž se celkový výnos skládá z dividendového výnosu za dané období, růstu zisků za dané období a ze změny valuací. V roce 2024 byl v případě indexu S&P 500 **výnos z dividend (včetně výnosu z reinvestovaných dividend) 1,69 %, růst zisků<sup>1</sup> činil 8,25 % a změna valuací<sup>2</sup> 15,1 %** (P/E na konci roku 2023 bylo 23 vs. na konci minulého 26,47 – tzn. +15,1 %). Z výsledků je zřejmé, že většina výnosů S&P 500 v roce 2024 byla dána růstem valuací, a tedy ochotou investorů připlatit si za zisky firem v indexu a nikoliv růstem zisků samotných.

<sup>1</sup> Dopačet z celkového výnosu indexu po odečtení dividendového výnosu a změn valuací. Přesný výpočet bude možné provést až po zveřejnění zisků všech společností ze S&P 500 za 4Q/2024.

<sup>2</sup> P/E s použitím zisků za posledních 12 měsíců. Neobsahuje tudíž zisky za 4Q.

Uděláme-li rozklad celkového zhodnocení indexu dle jednotlivých firem, zjistíme, že většinu výnosů zařídily opět akcie Magnificent 7 („Mag 7“), které byly zodpovědné za 55 % celkového zhodnocení S&P 500.



Akcie Mag 7 jsou zároveň hlavním důvodem, proč americké akcie překonávají v uplynulých deseti letech akcie z jiných regionů. Chceme-li odhadnout další směřování indexu S&P 500, musíme pochopit dynamiku a fundamenty největších akcií v indexu, které stojí za jeho nadprůměrnou výkonností.

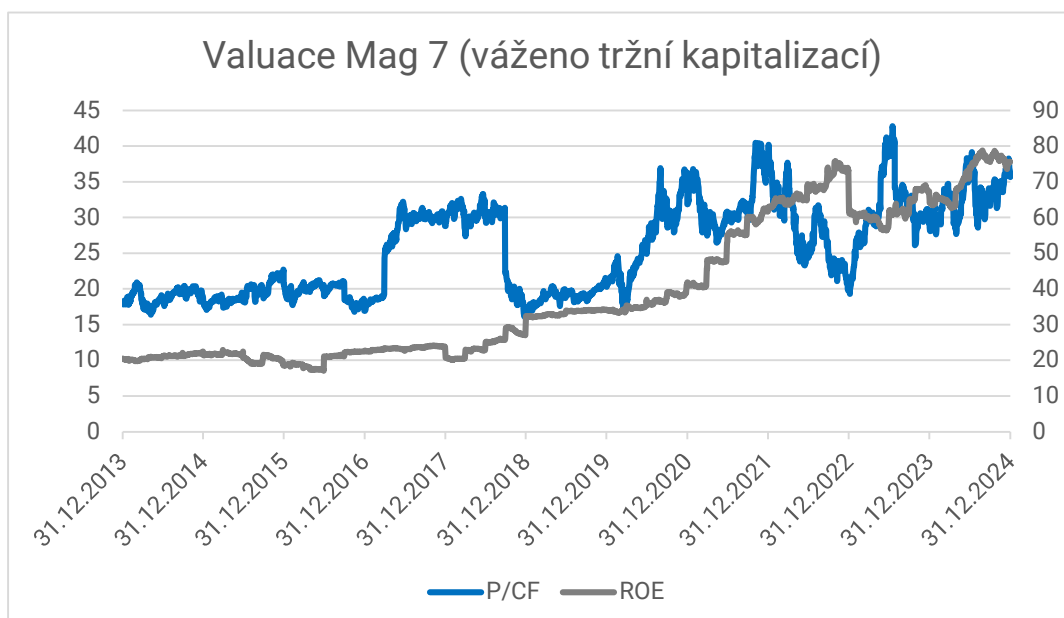
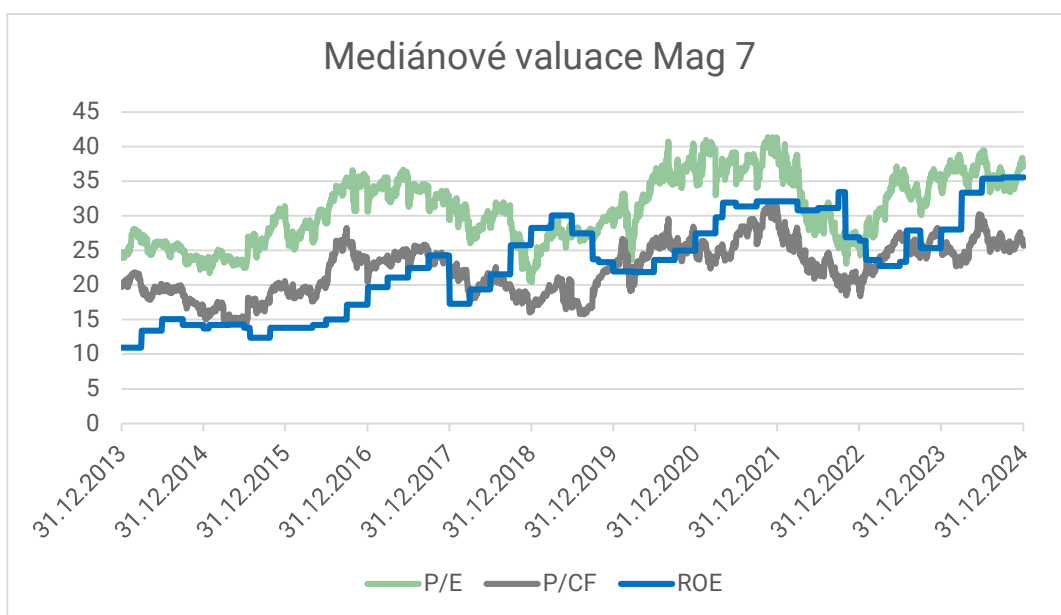
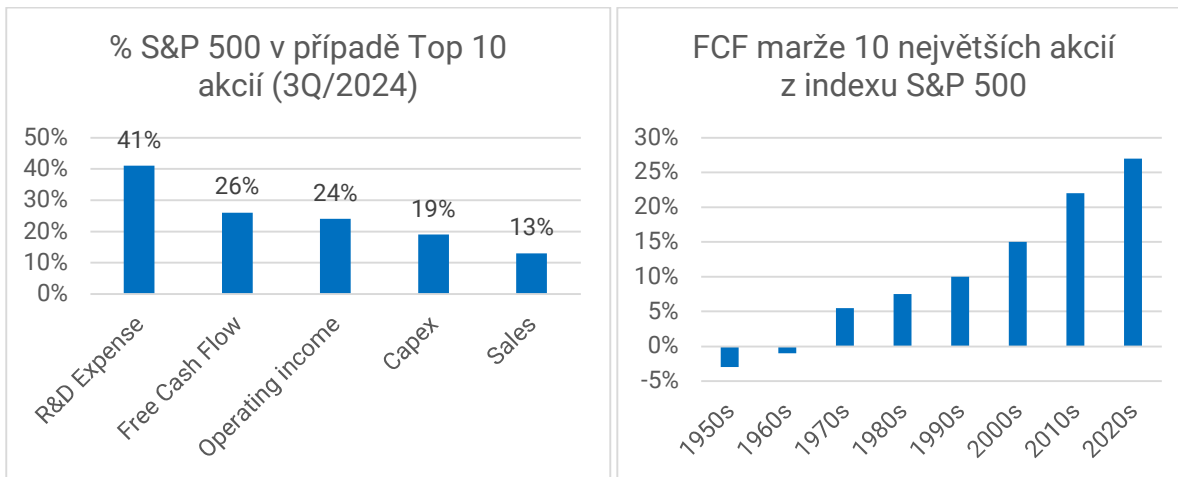
#### Představuje vysoká koncentrace S&P 500 hrozbu?

**Váha 10 největších akcií v indexu S&P 500**, jejichž součástí jsou i Mag 7, vzrostla **ke konci roku na 38,7 %**, což je **nejvyšší hodnota za několik desetiletí**. Investoři si tudíž oprávněně kladou otázku, zda je rostoucí koncentrace problém a zda se náhodou spolu se zvyšujícími se valuacemi indexu již nedostáváme do oblasti spekulativní bubliny.

Domníváme se, že samotný **růst koncentrace indexu nepředstavuje problém, pokud je doprovázen zlepšujícími se fundamenty**. Co to znamená? Pokud tržby, zisky a peněžní toky 10 největších společností rostou dlouhodobě rychleji než v případě ostatních firem v indexu, potom je růst váhy těchto firem v indexu opodstatněný a nepředstavuje problém. Stejně tak pokud tyto firmy dosahují vyšší rentability kapitálu, tak je logické a správné, že se obchodují za vyšší valuace než společnosti s nižší rentabilitou<sup>3</sup>. S rostoucí vahou těchto 10 firem v indexu se tudíž následně přirozeně zvyšují i valuace celého indexu ve srovnání s historickými průměry, kdy top 10tku tvořily společnosti s nižší rentabilitou a tudíž i nižšími valuacemi.

Otázkou tedy je, zda spolu s rostoucí vahou top 10 akcií v indexu rostou odpovídajícím způsobem i jejich fundamenty a zda tyto společnosti mají nadprůměrnou rentabilitu. Váha 10 největších firem v indexu vzrostla na konci roku na 38,7 %. Zároveň jsou však tyto společnosti zodpovědné za tvorbu přibližně čtvrtiny celkového FCF a provozních zisků indexu (26 % FCF, 24 % provozního zisku). Při pohledu do historie je navíc zřejmé, že největší firmy zvyšují každou dekádu své FCF marže. Čistý zisk Mag 7 (vážený tržní kapitalizací) se v uplynulých 5 a 10 letech zvýšil o 131,5 % a 395,4 %. V případě S&P 500 činil nárůst zisků 35,4 % a 96,7 %.

<sup>3</sup> Řekněme, že jste investor požadující 10 % výnos z investice do firmy. Pokud nakoupíte společnost za její účetní hodnotu (tedy  $P/BV = 1$ ), potom dosáhnete výnosu 10 %, pokud má firma rentabilitu vlastního kapitálu („ROE“) 10 % a celý tento zisk vyplatí akcionářům (abstrahujeme od daní). Pokud je ale ROE 20 %, a vy stále požadujete 10 % výnos, potom můžete zaplatit za akcie dvojnásobek účetní hodnoty ( $P/BV = 2$ ) a stále dosáhnete požadovaný výnos. Proto jsou akcie kvalitních firem s vyšší rentabilitou dražší než akcie průměrných a podprůměrných společností s nízkým ROE.



Firmám Mag 7 se zlepšují nejen zisky a free cash flow, ale zároveň se spolu s nimi zvyšuje i rentabilita vlastního jmění (ROE), která se na konci roku pohybovala na 35,6 % (medián; průměr vážený tržní

kapitalizací dokonce 75,7 %), což je přibližně dvojnásobek S&P 500 (17,6 % na konci roku 2024). Trend rentability Mag 7 je navíc v čase rostoucí. To ospravedlňuje i růst valuací.

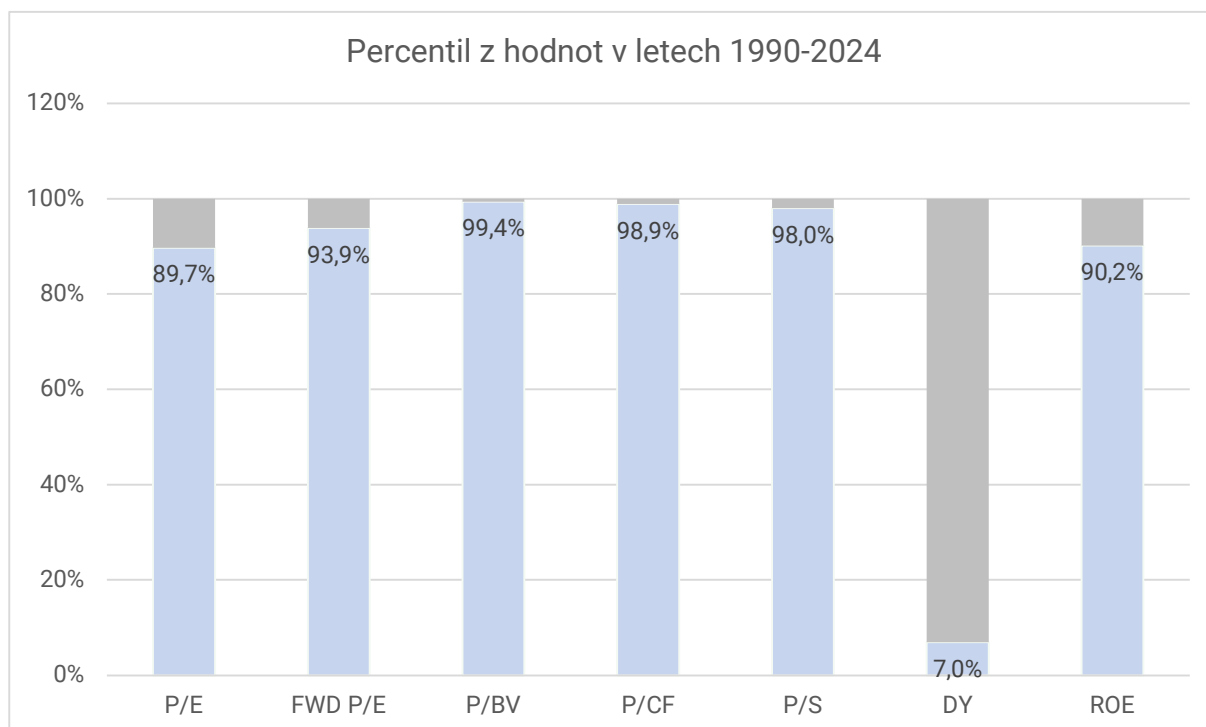
Otázkou tedy je, zda valuace nepředběhly růst fundamentů a zda je současná rentabilita a ziskovost Mag 7 dlouhodobě udržitelná. Při pohledu na ukazatele P/E a P/CF zjistíme, že se valuace pohybují blízko nejvyšších hodnot za posledních deset let. Při pohledu na tržby zjistíme, že tempo růstu v případě Mag 7 v posledních letech klesá (s výjimkou firmy Nvidia), což je s ohledem na rostoucí velikost firem přirozený trend. Ziskové marže nicméně zůstávají nadále relativně vysoké (v případě Nvidie se v čase dokonce zvyšují).

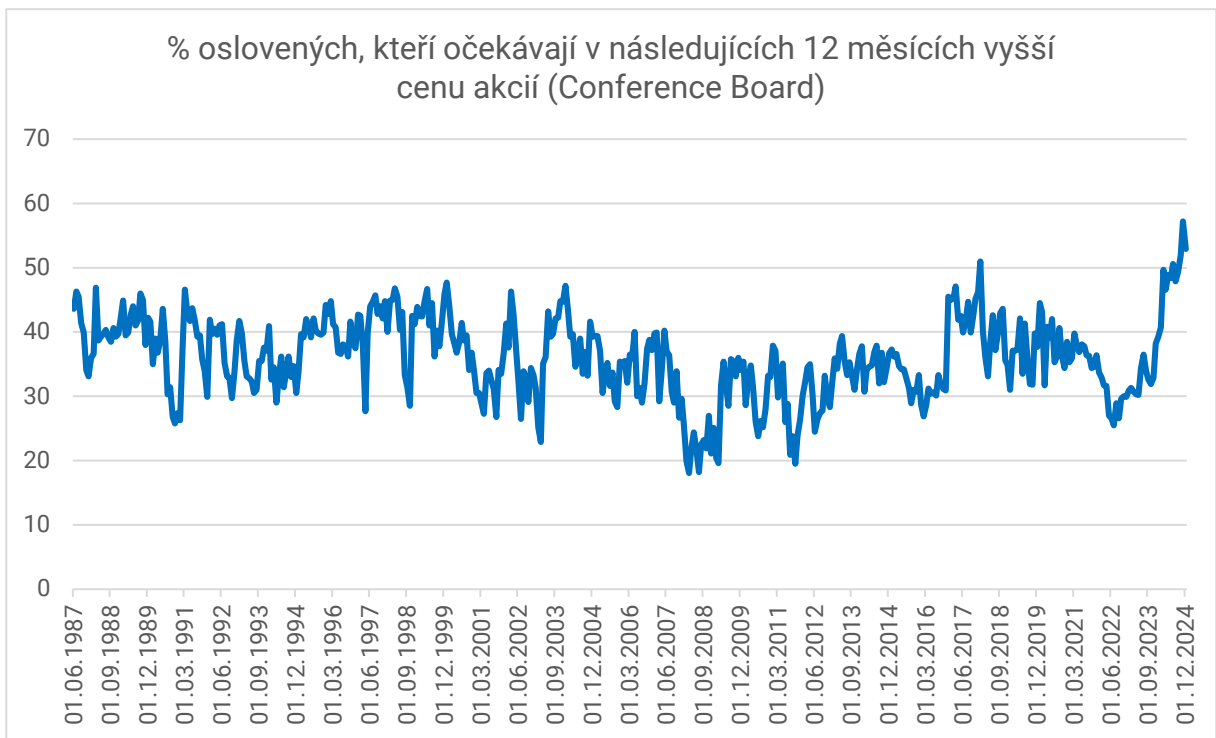
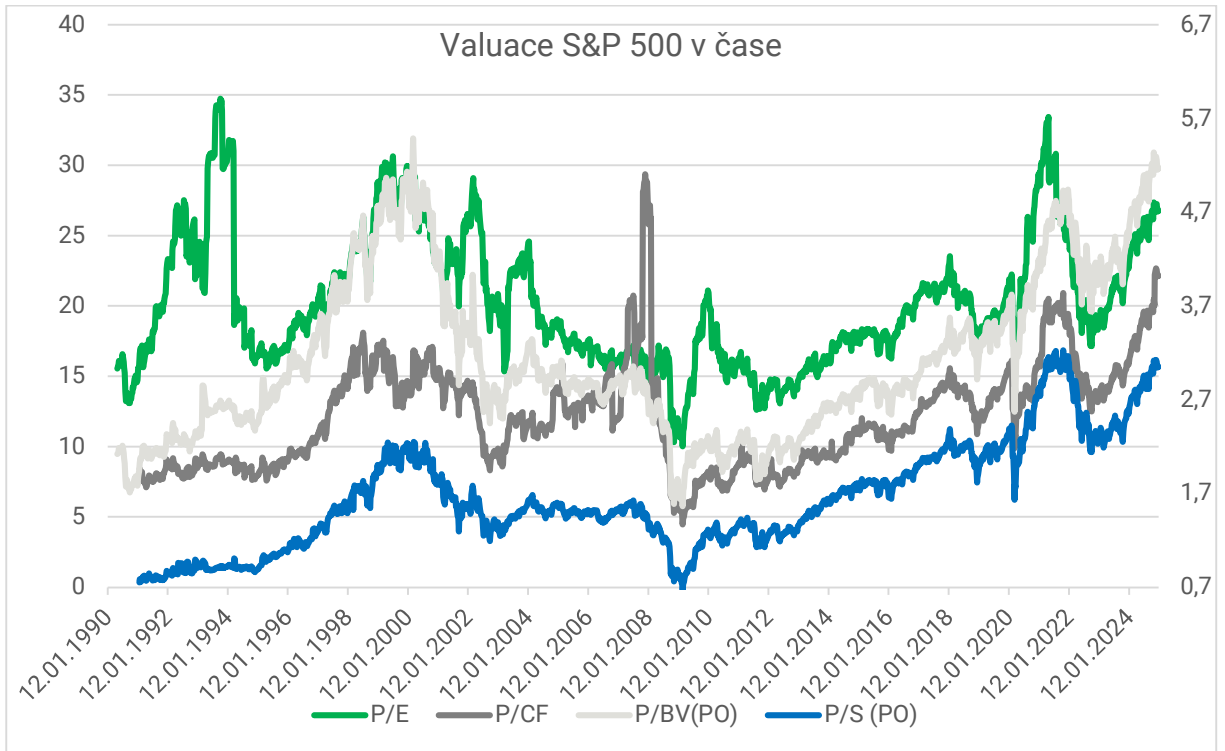
Obáváme se, že kombinace vysokých valuací, klesajícího tempa růstu tržeb, vysokých investic (zejména do umělé inteligence, jejichž návratnost je prozatím nejistá) a potenciálních zásahů regulátorů (antimonopolní úřady) poskytuje **prostor pro nepříznivá překvapení**. V posledních měsících je nepříznivým faktorem i posilující dolar, který může mít negativní dopad na tržby generované mimo USA. V průměru je v případě Mag 7 více než 50 % tržeb generováno mimo území USA (v případě indexu S&P 500 je to přibližně 40 %). V kombinaci s vysokou koncentrací by tato negativní překvapení mohla vést ke zvýšené volatilitě S&P 500.

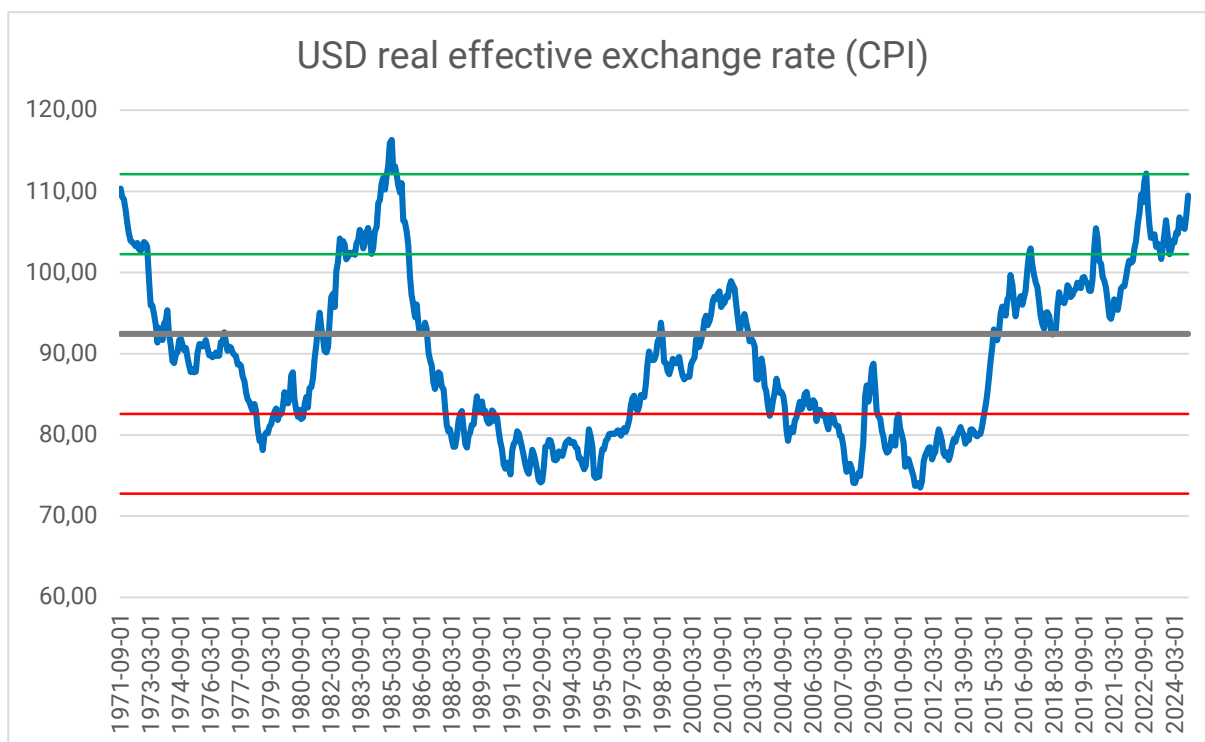
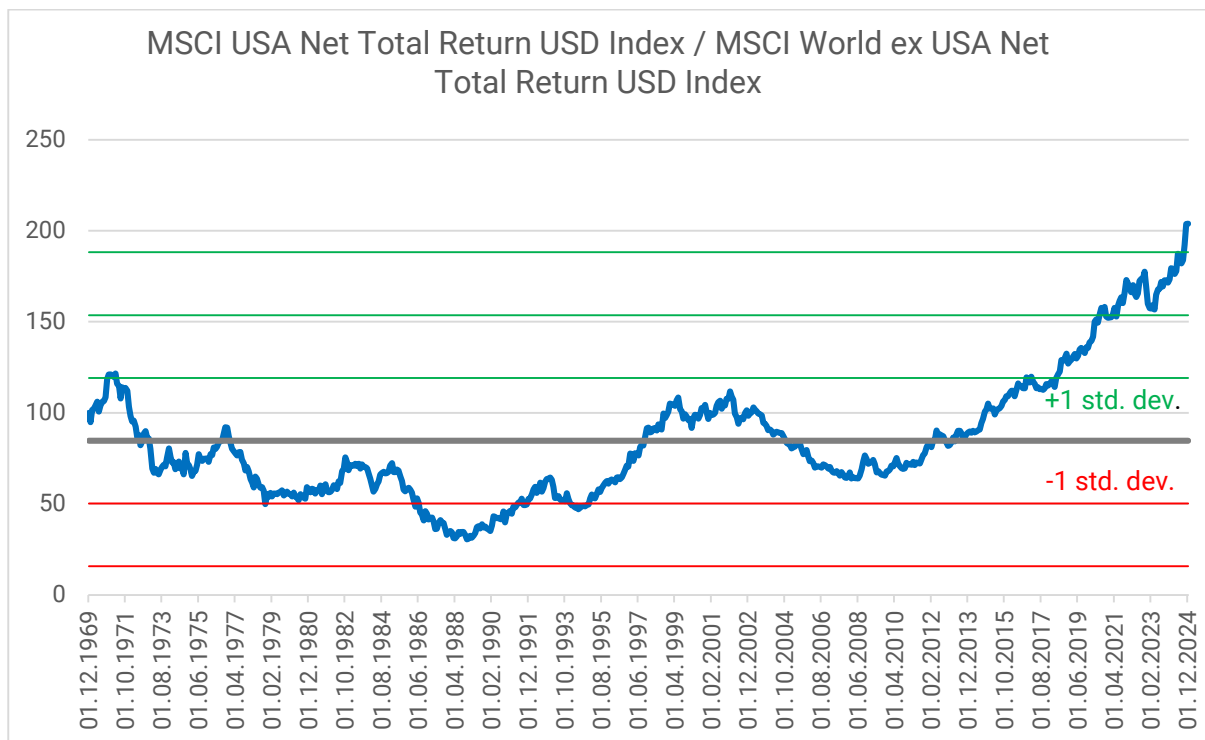
### Aktuální situace na amerických akciových trzích

Americké akcie podporuje silnější relativní růst ekonomiky ve srovnání s jinými rozvinutými zeměmi (očekávaný růst reálného HDP v roce 2025 +2,2 %), vyšší očekávané tempo růstu zisků (odhady pro rok 2025 +15,06 % S&P 500, +4,5 % MSCI Europe) a silné momentum tažené pozitivním sentimentem investorů (% oslovených, kteří očekávají v následujících 12 měsících vyšší cenu amerických akcií je dle průzkumu Conference board blízko nejvyšších úrovní od konce 80. let). To se přirozeně projevuje na valuacích, které jsou blízko historických maxim (zároveň je však velmi vysoko i rentabilita vlastního jmění (ROE)). Výnosy S&P 500 táhnou v uplynulých letech zejména akcie Mag 7. Koncentrace indexu je nejvyšší za několik desetiletí.

S&P 500 zaznamenal již druhým rokem po sobě zhodnocení o více než 20 %. Od roku 1871 nastala tato situace pouze 10x. Výkonnost amerických akcií je z hlediska relativního srovnání s výkonností akcií mimo USA na 3,5 násobku směrodatné odchylky od konce šedesátých let, což je optikou statistiky extrémní nadvýkonnost vůči zbytku světa.

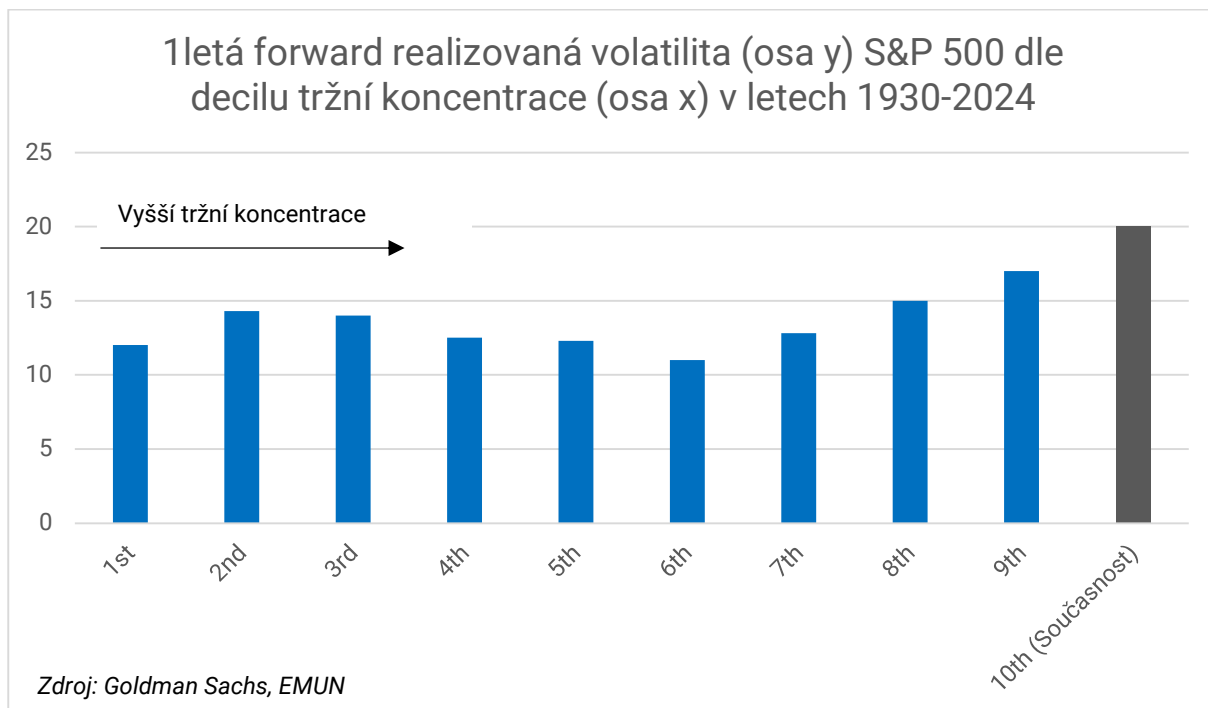






### Jak přistupovat k trhu s vysokými valuacemi a koncentrací?

Americké akcie nejsou ve spekulativní bublině. Silný růst je doprovázen zlepšujícími se fundamenty. Poměr výnos/riziko je nicméně horší než v předchozích dvou letech a vybízí k opatrnosti a spíše defenzivnějšímu přístupu. Zejména s ohledem na vysokou koncentraci S&P 500. Investoři vkládají do akcií Mag 7 značnou dávku optimismu. Nebude-li naplněn, případně nastanou-li jiná neočekávaná negativní překvapení, může dojít k propadům. **Vysoká koncentrace vede k vyšší volatilitě celého indexu.**



Příkladem negativních překvapení jsou horší než očekávané zisky (tempo růstu zisků Mag 7 se bude v následujících letech snižovat, vysoké investice do AI infrastruktury mají prozatím negativní vliv na ziskové marže), horší tržby (např. z důvodu tarifů, cel, silného USD a jiných událostí), regulační zásahy (antimonopolní úřady, nová regulace) a další.

**Ve společnosti EMUN v současnosti preferujeme defenzivnější přístup k investování do amerických akcií, a to prostřednictvím alokace do equal weight produktů,** kde je váha akcií Mag 7 nižší než v případě indexů vážených tržní kapitalizací. Za ideální považujeme koš 30 až 50 největších společností z jednotlivých sektorů S&P 500. Bude tak redukována váha akcií Mag 7, ale zároveň zůstane vyšší než v případě equal weight indexu S&P 500. Pokud by akcie Mag 7 naplnily očekávání či pozitivně překvapily, tak si tento koš akcií stále udrží dostatečný výnosový potenciál. V případě negativních překvapení lze naopak očekávat, že propad equal weight portfolia bude nižší než v případě vysoce koncentrovaného indexu váženého tržními kapitalizacemi.