

## Na co (ne)koukat při investicích do akcií: Aktuální (Trailing) P/E

### Závěr a doporučení

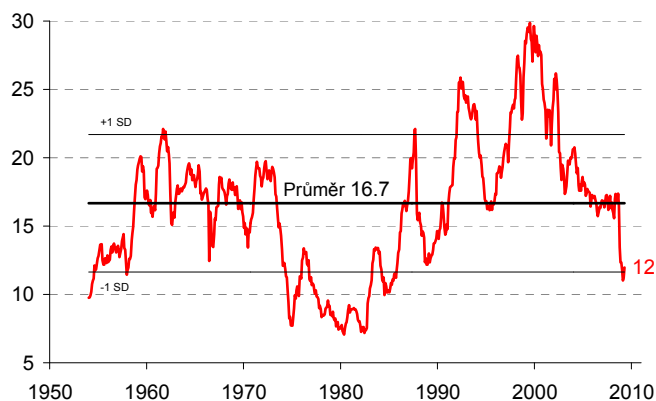
- V posledních týdnech můžeme slyšet, že investice do akcií vypadají zajímavě, protože ocenění zisků za posledních 12. měsíců (trailing P/E) je na nízkých úrovních. Je tomu skutečně tak? **Zajistí nízké P/E akcií budoucí kladný a „zajímavý“ růst cen akcií? Je ocenění P/E na začátku investice indikátorem, jak poroste akciový index?** Tak na to se dnes podíváme.
- **Z našich odhadů vyplývá, že výše dvanáctiměsíčního trailing P/E na začátku investičního rozhodnutí hraje malou roli při skutečné výkonnosti akciového indexu: např. při ročním investičním horizontu nám počáteční P/E vysvětlí jen 6% ze 100% konečného růstu akciového indexu, při pětiletém 11%, při desetiletém 26% a při 20Y 53% ze 100%.**
- Pokud se skutečně investor chce spolehnout pouze na 12M P/E, musí:
  1. prodloužit svůj horizont investice = prodloužení horizontu ale neznamená nic jiného než snížení rizika, že nakupují ve fázi, kdy bude klesat ziskovost firem;
  2. a/nebo si počkat na mnohem nižší P/E než je aktuální hodnota (12) = aktuální úroveň není nijak výrazně vystresovaná.
- Pokud se investor skutečně rozhoduje jen na základě aktuálního P/E (12), potom by podle našich odhadů měl mít investiční horizont minimálně pět let: až v tomto horizontu investor může očekávat s 95% pravděpodobností kladný výnos (+2% až +16%).
- Čím kratší horizont, tím je rozptýlen očekávaná výkonnost větší. Investor s pouze ročním horizontem rozhodující se jen podle 12M P/E může očekávat s 95% pravděpodobností výnos mezi -7% a 29%. Jinými slovy, aktuální úroveň valuace na začátku investice při tak krátkém investičním horizontu nefuká, že investice do akcií bude s velkou jistotou profitabilní.
- **Konec 1: Při rozhodování o investicích do akcií je tak nutné brát v úvahu nejen aktuální P/E, ale i další proměnné: především očekávání růstu zisků společností, skutečnou změnu valuace a dividendový výnos...**
- **Konec 2: A tak se může zdát, že nemá cenu sledovat P/E. Má...**
- **Konec 3: Moment, na začátku stojí ještě jedno rozhodnutí: zda investovat do akcií nebo raději do jiné třídy aktiv, např. do dluhopisů...**

...a k tomu všemu a nejen k tomu se budeme postupně vracet v našich Speciálech...

### Ocenění akcií

- Ocenění je podíl mezi cenou a zisků (P/E = price to earnings) a říká, kolik dolarů platíme za zisk ve výši jednoho dolaru v daném roce. Když hovoříme o P/E, máme na mysli tzv. trailing P/E neboli ocenění, které bere historický dvanáctiměsíční zisk (na rozdíl od forward P/E, který bere v úvahu očekávání analytiků ohledně zisku).
- Obrázek 1 ukazuje vývoj P/E pro SP500 od roku 1954 až do března 2009. Při výpočtech dáváme přednost P/E, kde E je provozní zisk, který je méně náchylný na jednorázové výkyvy.
- Nicméně stejné testy jsme aplikovali i na Shillerova data (1871-2008) a jeho desetileté P/E, které vycházejí z reportovaných celkových zisků. A se stejným výsledkem.

Obrázek 1: vývoj P/E pro S&P 500 (trailing, provozní zisk)



Zdroj: Bloomberg, vlastní výpočty

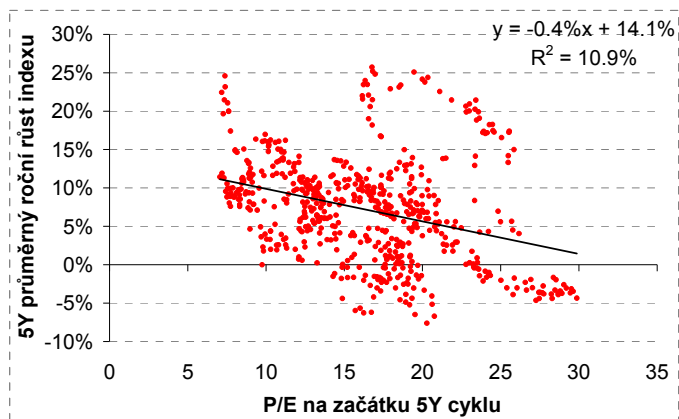
### Akcie a jejich ocenění na začátku

- V posledních týdnech můžeme slyšet, že akcie jsou již levné, protože valuace se dostaly na nízkou úroveň. Aktuální P/E je na 12, což je zhruba 28% pod dlouhodobým průměrem. Pokud budeme věřit, že rovnovážnou hodnotou P/E je skutečně dlouhodobý průměr kolem 16-17, potom návrat valuace na tuto úroveň (za předpokladu neměnných zisků) představuje zajímavý potenciál...
- Dnes ale nebudeme zkoumat, co vše by mělo stát za pohybem P/E, ale zda úroveň P/E nám může říci něco o tom, o kolik vzroste akciový index a tedy i investice do něj.
- Jako obvykle v investičním světě záleží na horizontu události = na investičním horizontu, po který danou investici držíme.
- Druhý obrázek (viz níže) ukazuje jednoduchou vazbu mezi P/E na začátku investice a vzrůst akciového indexu S&P

500 za pět let (tj. investiční horizont je 5 let).

- Linie je sice negativně skloněná, což by odpovídalo. Další pohled na obrázek ukazuje, že při P/E pod 14 nebyla minulá pětiletá výkonnost nikdy záporná. Pro úplnost dodávám, že nikdy od roku 1954.

**Obrázek 2: P/E na začátku investice a průměrný roční růst SP500 při pětiletém horizontu**



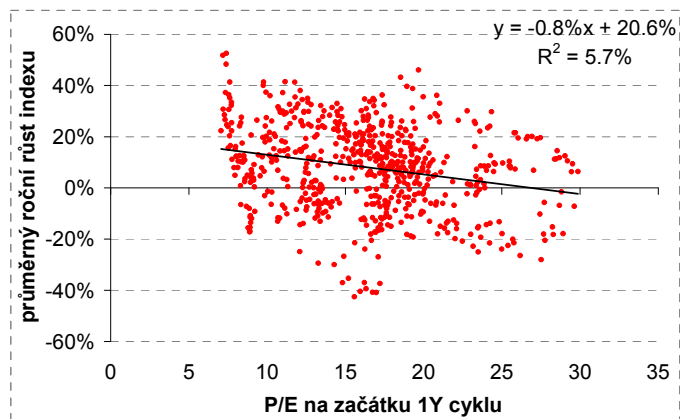
Zdroj: Bloomberg, vlastní výpočty

- Ale také se vám zdá, že vazba mezi počátečním historickým P/E a konečným výsledkem investice není moc silná? Máte pravdu.
- Ekonometrie nám potvrzuje, že aktuální P/E skutečně umí jen málo vysvětlit konečný výkon akciové investice: pouze 11% ze 100% konečného výsledku. 89% konečného výsledku jde na vrub ostatních faktorů.
- Dále, při P/E 12 by měl být průměrný výnos 9%. To je 2,2pb nad dlouhodobým průměrem pětiletého růstu indexu (6,8% nominálně, geometrický průměr). Ale nás zajímá míra pravděpodobnosti. Testy nám potvrzují, že s pravděpodobností 95% můžeme říci, že tento pětiletý výnos s počáteční P/E 12 se bude pohybovat mezi +2% a +16% (průměrný roční výnos), viz tabulka na konci.
- Důležitý je poznatek, že s růstem horizontu roste schopnost počáteční valuace vysvětlit průměrný výnos. Při ročním to je 6% ze 100%, při 5Y 11%, při 10Y 26% a při 20Y 53% ze 100%.
- Znamená to, že při dostatečně dlouhém horizontu se můžete spolehnout na to, že počáteční P/E vám lépe dokáže říci něco o vašem konečném výsledku? Není to důkaz, že akcie jsou dlouhodobou investicí?
- Ne a není!
- Ve výkonu vaší akciové investice (změna P) totiž hrají roli dvě veličiny: změna profitů (změna E) a změna valuace (změna P/E). Jinými slovy:

$$\% \text{ změna } P = \% \text{ změna } E + \% \text{ změna } P/E$$

- Historická analýza ukazuje, že v pětiletých oknech roste index v průměru o 6,8% (od ledna 1954 do března 2009). Změna ocenění (% změna P/E) umí vysvětlit cca půl procentního bodu z celkových 6,8%. A změna provozního zisku (% změna E) pak 6,3pb. „Éčka“ jsou tedy dlouhodobě klíčová pro konečný stav vaší akciové investice: čím více „éček“, tím lépe, na rozdíl od jídla.
- Při investování do akcií tedy musí hrát prim fundament: odhad kolik budou firmy vydělávat. A to vám neprozradí počáteční valuace (ano, testovali jsme to). A druhý faktor, který značně ovlivní váš výnos, je dividendový výnos.
- Tonoucí se stěbla chytá, ale bohužel přichází zklamání: počáteční P/E neumí moc naznačit o budoucí změně P/E.
- Tak proč ale s délkou investičního horizontu roste vysvětlující role počátečního P/E?
- Vysvětlení spočívá v průměrování. Při dostatečně dlouhém horizontu se totiž v průměru méně spletete v odhadu ziskovosti. Za dvacet let si totiž ekonomika projde tak či tak dvěma, třemi ekonomickými cykly, takže se růst provozních zisků bude pohybovat na dlouhodobém průměru (6,3%). Pokud ale investujete na kratší horizont a nedíváte se na odhad zisků (a počáteční P/E vám o růstu zisků moc neřekne), tak se mnohem pravděpodobněji spletete. Negativně, ale i pozitivně, každopádně spletete.
- Poslední obrázek jako varování: investování pouze a jen podle aktuálního P/E při ročním horizontu je čistou spekulací. Ačkoliv pro příznivce hazardu dobrá zpráva: tato metoda nabízí o něco vyšší pravděpodobnost než sázka na konkrétní číslo při ruletě :-)

**Obrázek 3: P/E na začátku investice a průměrný roční růst SP500 při ročním horizontu**



Zdroj: Bloomberg, vlastní výpočty

- Literatura: The Only Three Questions That Count, Fisher K., 2007

**Tabulka: Průměrný roční růst SP500 a 95% pravděpodobnostní interval (+/- SD) při tříměsíčním, ročním, pětiletém, desetiletém a dvacetiletém investičním horizontu**

P/E	Průměr					Interval, ve kterém se bude výsledek pohybovat s 95% pravděpodobností									
						Průměr - 2SD					Průměr + 2SD				
	3M	1Y	5Y	10Y	20Y	3M	1Y	5Y	10Y	20Y	3M	1Y	5Y	10Y	20Y
6	19%	16%	11%	12%	12%	-40%	-2%	4%	7%	8%	77%	34%	18%	16%	17%
8	17%	14%	11%	11%	11%	-41%	-4%	4%	7%	7%	76%	32%	18%	15%	15%
10	16%	13%	10%	10%	10%	-43%	-5%	3%	6%	5%	74%	31%	17%	14%	14%
12	14%	11%	9%	9%	9%	-44%	-7%	2%	5%	4%	72%	29%	16%	13%	13%
14	12%	10%	8%	8%	7%	-46%	-8%	1%	4%	3%	71%	28%	15%	12%	12%
16	11%	8%	7%	7%	6%	-47%	-10%	0%	3%	2%	69%	26%	14%	11%	11%
18	9%	7%	7%	6%	5%	-49%	-11%	0%	2%	1%	68%	25%	14%	10%	9%
20	8%	5%	6%	5%	4%	-51%	-13%	-1%	1%	-1%	66%	23%	13%	10%	8%
22	6%	4%	5%	4%	3%	-52%	-14%	-2%	0%	-2%	65%	22%	12%	9%	7%
24	5%	2%	4%	3%	1%	-54%	-16%	-3%	-1%	-3%	63%	20%	11%	8%	6%