Tyto informace jsou určené pouze investičním profesionálům a soukromí investoři by se na ně neměli spoléhat.

Duben 2022

Slibné vyhlídky pro americké hodnotové akcie

ROSANNA BURCHERI | ASHISH BHARDWAJ | JAMES HICKLING

Důležité informace

- Hodnota investic a výnosy z nich mohou klesat nebo stoupat a investoři nemusí dostat zpět investovanou částku.
- Odkaz na konkrétní cenné papíry nelze chápat jako doporučení k nákupu nebo prodeji těchto cenných papírů a je uveden pouze pro ilustraci.
- Tento fond investuje na zahraničních trzích a hodnota investic může být ovlivněna změnami měnových kurzů.
- Investoři by měli vzít na vědomí, že vyjádřené názory již nemusí být aktuální a mohou být již realizovány.
- Minulá výkonnost není spolehlivým ukazatelem budoucích výnosů.
- Fond podporuje environmentální a/nebo sociální charakteristiky. Zaměření investičních manažerů na cenné papíry emitentů, kteří si zachovávají trvale udržitelné charakteristiky, může příznivě nebo nepříznivě ovlivnit investiční výkonnost fondu ve srovnání s podobnými fondy bez takového zaměření. Charakteristiky udržitelnosti cenných papírů se mohou v průběhu času měnit.

Vzhledem k rostoucí inflaci, očekávání vyšších úrokových sazeb a ruské invazi na Ukrajinu trhy letos výrazně zasáhla volatilita. Jak ovšem nastiňují manažeři portfolia FF America Rosanna Burcheri a Ashish Bhardwaj, existují přesvědčivé argumenty ve prospěch amerických hodnotových akcií. V tomto článku se zabývají mylnými představami o hodnotě, významem ocenění při analýze akcií nebo tím, jak se FF America liší od konkurence a pasivních strategií, spolu s několika komentáři k nedávné výkonnosti a výhledem

Prostředí amerického trhu

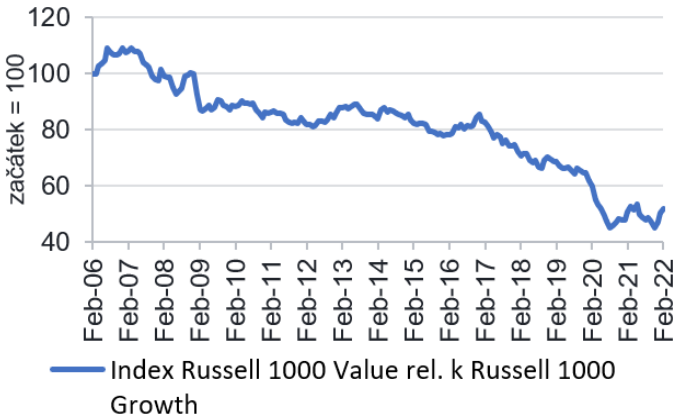
Vzhledem k volatilitě, která letos panuje, stojí za to se zamyslet nad celkovým tržní prostředím, ve kterém se nacházejí americké akcie. Navzdory obavám z dopadu vyšší inflace a zvyšování sazeb Fedu na ekonomiku zůstává americký spotřebitel příjemcem bezprecedentní fiskální podpory - více než 800 miliard USD - ze strany federální vlády za poslední dva roky. Rozvahy domácností jsou silné, s nízkou mírou zadlužení. Stejně tak podniky mají dostatek hotovosti a financují investiční výdaje prostřednictvím úspor. USA jsou téměř soběstačné v oblasti energií a měkkých komodit, což znamená, že jsou relativně izolovány od některých negativních vlivů války na Ukrajině.

Kromě toho existují strukturální faktory, které z USA stále činí atraktivní destinaci pro kapitál: zažité principy právního státu a kultura přátelská k podnikání, zdravý demografický profil, jsou centrem inovací a pyšní se historicky lepšími akciovými výnosy ve srovnání s mnoha jinými trhy. To vše vytváří velmi atraktivní prostředí pro aktivní stock-picking (výběr akcií).

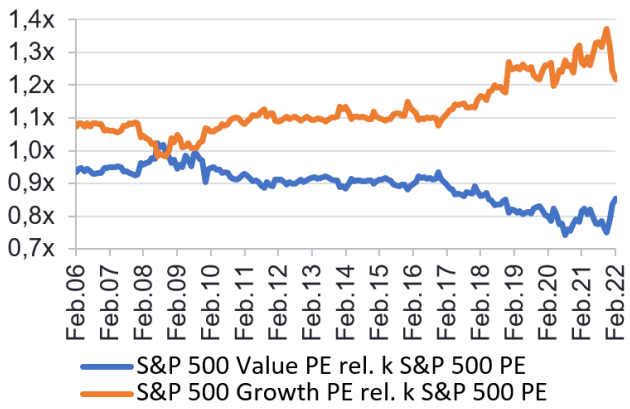
Mylné představy o hodnotě

Přestože hodnotové akcie obecně překonávají své růstové protějšky již od roku 1930 (Graf 1), od globální finanční krize v roce 2008 zažívají hodnotové akcie v porovnání s růstovými těžké časy (Graf 2). Od roku 2017 se pak převaha růstu prohloubila až do extrémních poloh. Rozdíl v ocenění se v posledních několika měsících mírně zmenšil, ale podle historických standardů zůstává stále velmi vysoký.

Graf 1: Relativní výkonnost indexu Russell 1000 Value



Graf 2: Hodnotové a růstové násobky, 2006-současnost



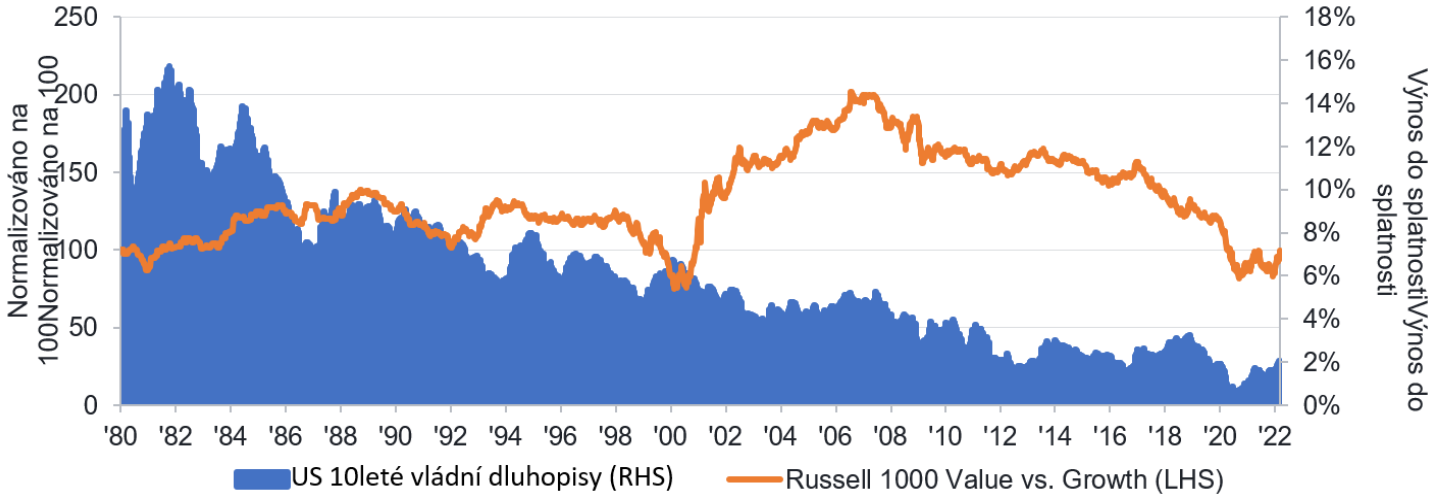
Zdroj: Fidelity International, Refinitiv Datastream, 28. února 2022. Spočteno na základě indexů celkové návratnosti v USD

Proč k tomu dochází? Někteří se domnívají, že tento rozdíl lze vysvětlit tím, že se hodnotové akcie stávají méně kvalitními - zejména ve srovnání s vysoce kvalitními růstovými akciemi s velkou kapitalizací, jako jsou akcie FAAMNG. Analýza výnosů z aktiv u hodnotových akcií za poslední půlstoletí však ukazuje poměrně konzistentní rozdíl -5 % oproti drahým "růstovým" portfoliím, přičemž v posledním desetiletí nedošlo k žádné výrazné odchylce[1]. Kvalita hodnotových akcií se v poslední době výrazně nezhoršila.

Jako další vysvětlení se nabízejí úrokové sazby. Násobky růstových akcií jsou založeny na potenciálu budoucích zisků, které jsou velmi citlivé na změny diskontní sazby. Nižší diskontní sazba způsobuje, že budoucí peněžní toky mají vyšší současnou hodnotu, při zachování všech ostatních podmínek. Vyšší sazby znamenají, že současné peněžní toky jsou relativně hodnotnější, takže pokles úrokových sazeb v posledních letech je považován za příčinu vyšších výnosů růstových akcií oproti hodnotovým.

Nicméně přestože během období, jako bylo poslední desetiletí, se toto vysvětlení jevilo jako správné, úrokové sazby dlouhodobě klesají již od roku 1982. Od té doby až do roku 2007 však hodnota ve skutečnosti překonávala růst a zvláště silně potom v letech 2000 až 2007 (Graf 3). Opět se tedy nezdá, že by to bylo adekvátní vysvětlení.

Graf 3: Hodnotová výkonnost nesouvisí s úrokovými sazbami
Hodnota vs. růst v čase vs. výnos 10-ti letých amerických pokladničních poukázek



Zdroj: Fidelity International, Refinitiv Datastream, 8.března 2022. Indexy celkové výkonnosti v USD.

Důležitost ocenění

Část divergence mezi hodnotou a růstem pomáhají vysvětlit technologické cykly. Od poloviny do konce devadesátých let minulého století hodnota vynášela relativně méně v důsledku nástupu internetu, zatímco v posledním desetiletí se technologie stále více prosazují, ať už hovoříme o cloud computingu nebo digitální reklamě. Investoři si brzy uvědomili, že společnosti zabývající se těmito činnostmi mají mnohem delší dobu růstu, než se původně předpokládalo. Mnohé IT akcie tak pohodlně a oprávněně překonaly svou výkonností širší trh.

Nyní se však růst u mnoha z těchto témat nachází ve zralejší fázi a již neospravedlňuje ambiciózní ocenění, jaké vidíme u mnoha růstových titulů. Růstové firmy s velkou tržní kapitalizací se obchodují s výraznou prémií oproti širšímu trhu na základě forwardových zisků, i když započteme příštích několik let růstu. Tyto prémie jsou velmi napjaté vzhledem k tomu, jak daleko by se tyto společnosti posunuly na křivce zralosti a penetrace jejich produktů za několik příštích let. Tržní kapitalizace společnosti Apple je přibližně o 70 % vyšší než celého energetického sektoru, přestože akcie energetických společností generují o cca 30 % vyšší volný peněžní tok.[3]

Prémie u těchto velkých růstových společností připomíná bublinu Nifty 50 z přelomu 60. a 70. let, kdy násobky u tehdejších velkých růstových společností vzrostly z přibližně 20x na 60x zisků. Mnoho růstových akcií s menší kapitalizací spojených s technologickými tématy se také nadále obchoduje za velkorysá ocenění, a to navzdory letům neziskovosti a kumulovaným ztrátám.

Mnohé růstové akcie v sobě mají zaceněno více růstu, než mohou reálně poskytnout. My se raději zaměřujeme na dobré akcie podpořené atraktivním oceněním, které trh špatně vyhodnotil nebo uvrhl v nemilost, protože jejich vnitřní hodnota je špatně pochopena. Stejně jako jsou obecně rozšířené teorie o pod-výkonnosti hodnotových akcií v poslední době založeny na mylných představách, investoři jako celek nedoceňují, že dosud existuje spousta velmi dobrých hodnotových akcií, které nejsou umírajícími businessy nebo v umírajících odvětvích, které nabízejí solidní růst nad úroveň HDP a vynikající potenciál dlouhodobého výnosu.

Náš přístup k hodnotovému investování

Naše portfoliové společnosti mají obvykle nižší poměry P/E a P/B než širší trh. To je však pouze jedna část příběhu. Někdy se firmy obchodují za nízké násobky z dobrých důvodů. Klíčem k dlouhodobé lepší výkonnosti je najít akcie, u nichž není důvod k nízkému ocenění, a najít kvalitní franšízy, které jsou nedoceněnými příjemci ze strukturálních růstových témat (tabulka 1 níže). To znamená, že se vyhýbáme společnostem, které se nacházejí ve strukturálně klesajících oblastech, neboli hodnotovým pastem - což je možná nejdůležitější úkol pro hodnotového investora.

Z hlediska ocenění aktiv se zaměřujeme na bezpečnostní polštář (margin of safety) a nakupujeme akcie pouze tehdy, když jsme si jisti, že jejich kvalita je vysoká nebo se bude zlepšovat. Historická analýza ukázala, že nákupem kvalitních a podhodnocených akcií lze

generovat významnou alfu (nadvýnos). To znamená, že bez ohledu na makroekonomické pozadí může portfolio v průběhu času přinášet dobré a konzistentní výnosy

Tabulka 1: Struktura portfolia; hledání dlouhodobých růstových témat

Téma	Popis	Váha (%)	Příklady
Klimatická změna	Důsledky změny klimatu budou vyžadovat zvýšené úsilí o adaptaci a zmírnění dopadů	15.5	BUNGE, Weyerhaeuser, NORFOLK SOUTHERN
Náklady na zdravotnictví	Demografické změny mají negativní dopad na přístup ke zdravotní péči. Zaměřujeme se na společnosti, které systematicky pomáhají tomuto problému čelit.	20.3	AmerisourceBergen, Anthem, CENTENE Corporation
Osobní spotřeba	Nerovnoměrné zotavení spotřebitelské poptávky na různých cenových úrovních	11.6	Advance Auto Parts, LAMAR, tapestry
Energetické zabezpečení	Poskytovatelé řešení	7.6	CHENIERE, Baker Hughes, Denbury
Infrastruktura	Hledání cest za růstem digitálních služeb, elektronického obchodu, elektrických vozidel	12.8	NXP, salesforce, Micron
Obsah	Obsah kraluje – a jsme indiferentní vzhledem k tomu, kdy/kde/jak je konzumován	7.0	ACTIVISION BLIZZARD ESPORTS, UNIVERSAL MUSIC GROUP, Discovery
Kvalitní aktiva	Aktiva s nedoceněnou vnitřní hodnotou	17.5	BARRICK, WELLS FARGO, BERKSHIRE HATHAWAY INC.
Speciální situace	Obrat firmy k zisku nebo speciální situace	4.2	intel, DXC TECHNOLOGY

Source: Zdroj: Fidelity International, 31. prosince 2021. Loga třetích stran, ochranné známky, autorská práva a další práva duševního vlastnictví jsou a zůstávají majetkem příslušných vlastníků.

Analýza nehmotných aktiv je pro náš fond obzvláště důležitým rozdílem oproti naší aktivní i pasivní konkurenci. Ekonomika USA se vnitřně proměnila, pokud jde o zásadní význam inovací, technologií a výzkumu a vývoje pro podniky. Tradiční hodnotové investování založené na P/B screenech nezachycuje hodnotu nehmotných aktiv (výzkum a vývoj a celková hodnota franšízy). Zohlednění a analýza hodnoty těchto nehmotných aktiv v naší bottom-up analýze společností je kritickou součástí našeho procesu a důvodem, proč si myslíme, že by náš přístup měl přinést lepší výnosy než mnoho konkurenčních produktů.

Zakomponování udržitelnosti je dalším aspektem, který nás odlišuje od mnoha hodnotových konkurentů. Hodnotové akcie jsou obvykle považovány za akcie se slabším profilem ESG vzhledem k jejich váze v oblastech, jako jsou energetika, materiály a průmyslové podniky. Analýza udržitelnosti a zohlednění rizik ESG a souvisejících nákladů je však klíčovou součástí našeho investičního procesu. Prostřednictvím spolupráce s naším interním týmem pro udržitelné investování potom usilujeme o smysluplné zapojení našich společností do témat ESG. Pozice se slabším profilem udržitelnosti sledujeme a případně se jich zbavíme, pokud nezaznamenáme zlepšení.

Navzdory našemu zaměření na kvalitu zůstává fond konzistentně nakloněn hodnotovým investicím. Díky našemu idiosynkratickému přístupu se však naše portfolio liší jak od indexu, tak od ostatních hodnotových fondů. Fond je také diverzifikovaný, pokud jde o sektorovou expozici a výběr akcií, a to navzdory relativně koncentrovanému portfoliu 50-60 akcií. Neustále také vyhodnocujeme korelace mezi jednotlivými tématy a akciemi, abychom dosáhli lepší diverzifikace.

Nedávná výkonnost a výhled

Výkonnost fondu od zahájení naší týmové spolupráce (1. září 2021) je vysoká – fond (A-USD) vykazuje výnos 7,0 % po započtení poplatků oproti -2,8 % u srovnávacího indexu S&P 500. Nedávná rotace k hodnotě byla oporou naší strategii, ale i tak pohodlně překonala výkonnost indexu Russell 1000 Value. Výběr akcií z oblasti zdravotní péče, spotřebního zboží a komunikačních služeb generoval alfu (nadvýnos bez dodatečného rizika). Nadále nacházíme dobré příležitosti v oblasti zdravotní péče, která zůstává jako celek ve srovnání s širokým trhem dlouhodobě poměrně výrazně podhodnocená.

Největším individuálním přispěvatelem byl distributor léků McKesson. Nadále těží z jedinečných růstových impulzů, jakož i z podpory na straně aktiv a nedostatečně zaceněného přírůstku volných peněžních toků. Výrazně se dařilo vývozci LNG Cheniere Energy, který těžil z robustní poptávky po LNG, přičemž se očekává, že se globální trh zdvojnásobí ze současných 300mt/rok na 600mt/rok do roku 2035. Má velmi defenzivní obchodní model, který je podpořen dlouhodobými smlouvami typu "odebírej, nebo plať" se silnými růstovými vyhlídkami díky přístupu k levným a hojným zásobám zemního plynu v USA. Další námi držená energetická společnost, Marathon Petroleum, posílila díky velmi pro-akcionářským rozhodnutím o alokaci kapitálu a lepším rafinérským maržím. Fond také těžil z toho, že nedržel některé z předražených růstových megacap společností; zejména společnost Meta po jejích nedávných slabých výsledcích a výprodeji akcií.

I nadále se zaměřujeme na výběr akcií zdola nahoru (bottom-up) a raději se příliš nepouštíme do makro předpovědí. To, jak je portfolio nastaveno z pohledu inflace, však zůstává klíčovou otázkou klientů a klíčovým hlediskem i pro nás. Konzultace se společnostmi nás vedou k přesvědčení, že trh stále podceňuje, jak systémové jsou cenové tlaky. Nicméně inflace by měla být pro naše portfolio podporou vzhledem k silné schopnosti stanovovat ceny, kterou naše společnosti disponují. Spotřebitelské výdaje - cca 70 % HDP USA - by se měly udržet vzhledem k silnému růstu mezd a stimulačním šekům z období covidu. Je také třeba zdůraznit, že portfolio je složeno méně „mezinárodně“ a více orientováno na příjmy z USA ve srovnání s benchmarkem (68 % příjmů z USA u fondu ke konci února oproti 59 %

u indexu S&P 500)[4]. To by mohlo být zdrojem odolnosti vzhledem k nejistotám spojeným s válkou na Ukrajině na poptávku v Evropě a na některých rozvíjejících se trzích.

Závěrem lze říci, že USA disponují strukturálními výhodami, jako je atraktivní investiční prostředí a relativní izolace od některých negativních dopadů války na Ukrajině. I když ocenění některých růstových titulů a zejména technologických gigantů zůstává nadměrně vysoké, vidíme dobré příležitosti pro náš přístup založený na individuálním výběru a ocenění. Naše zaměření na bezpečnostní polštář, ocenění nehmotných aktiv a vyhledávání akcií s podporou strukturálních trendů znamená, že se vyhneme některým problémům vlastním jiným hodnotovým fondům a všem pasivním přístupům, jako je expozice vůči hodnotovým pastem a umírajícím odvětvím. Bez ohledu na makroekonomické pozadí by portfolio mělo být schopno dlouhodobě dosahovat solidních výnosů.

Výkonnost po započtení poplatků, USD (%)

Čisté výnosy (%)	Fond (%)	Index (%)	Nadvýnos (%)
1 měsíc	3.3	-3.0	**6.4**
3 měsíce	8.2	-4.0	**12.2**
1 rok	20.0	15.9	**4.1**
3 roky (ann.)	9.9	17.6	**-7.7**
5 let (ann.)	7.5	14.5	**-7.0**

Klouzavé 12měsíční výnosy po započtení poplatků, USD (%)

Čisté výnosy (%)	Fond (%)	Index (%)	Nadvýnos (%)
28.02.17 - 28.02.18	7.2	16.4	**-9.2**
28.02.18 - 28.02.19	1.0	4.1	**-3.0**
28.02.19 - 29.02.20	-11.2	7.6	**-18.8**
29.02.20 - 28.02.21	24.7	30.6	**-5.9**
28.02.21 - 28.02.22	20.0	15.9	**4.1**

Source: Zdroj: Fidelity International, 28. února 2022. Výkonnost fondu FF America Fund A-USD v USD. Základ nav-nav, bez poplatků, s hrubým výnosem reinvestovaným v USD. Srovnávací index: S&P 500 (N). Uvedené údaje nezohledňují případné počáteční poplatky. Součty se nemusí shodovat z důvodu zaokrouhlování. Rosanna Burcheriová bude ve funkci od 1. září 2021 a Ashish Bhardwaj od 1. července 2019.

Poznámky

1. AQR, CRSP, XPressFeed, 31. prosince 1967 - 31. března 2020. Portfolia založená na 1000 největších akciích o stejné váze, průmyslově neutrální, řazená podle P/B. Pouze pro ilustrační účely a nereprezentuje žádné portfolio, které AQR v současné době spravuje. Výše uvedený graf znázorňuje hrubou ziskovost levného portfolia sníženou o hrubou ziskovost drahého portfolia (a totéž pro ROA).
2. Visible Alpha, Empirical Research Partners Analysis
3. Fidelity International, na základě údajů analytiků agregovaných ke dni 12. března 2022
4. FactSet, 28.února 2022

Důležité sdělení:

Jedná se o marketingové sdělení. Tyto informace nesmí být reprodukovány ani šířeny bez předchozího souhlasu.

Společnost Fidelity nabízí pouze informace o produktech a službách a neposkytuje investiční poradenství na základě individuálních okolností, kromě případů, kdy je to výslovně stanoveno příslušně oprávněnou firmou ve formální komunikaci s klientem.

Fidelity International označuje skupinu společností, které tvoří globální organizaci pro správu investic, která poskytuje informace o produktech a službách v určených jurisdikcích mimo Severní Ameriku. Toto sdělení není určeno osobám na území Spojených států amerických a nesmí se jím řídit a jinak je určeno pouze osobám s bydlištěm v jurisdikcích, kde jsou příslušné fondy povoleny k distribuci nebo kde takové povolení není vyžadováno. Není-li uvedeno jinak, všechny produkty a služby poskytuje společnost Fidelity International a všechny vyjádřené názory jsou názory společnosti Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, logo Fidelity International a symbol F jsou registrované ochranné známky společnosti FIL Limited. Dokument s klíčovými informacemi pro investory (KIID) je k dispozici v angličtině a lze jej získat na našich internetových stránkách www.fidelityinternational.com. Prospekt lze rovněž získat u společnosti Fidelity.

Fidelity Funds "FF" je otevřená investiční společnost (UCITS) se sídlem v Lucembursku s různými třídami akcií. Společnost FIL Investment Management (Luxembourg) S.A. si vyhrazuje právo ukončit opatření přijatá pro uvádění podfondu a/nebo jeho akcií na trh v souladu s článkem 93a směrnice 2009/65/ES a článkem 32a směrnice 2011/61/EU. Toto ukončení bude předem oznámeno v Lucemburku.

Držené podíly se mohou lišit od podílů v citovaném indexu. Z tohoto důvodu se srovnávací index používá pouze jako referenční.

Investoři by měli vzít na vědomí, že u fondů distribuovaných ve Francii, vzhledem k očekáváním Autorité des marchés financiers, tento fond představuje nepřiměřené sdělení o zohlednění nefinančních kritérií v investiční politice. Při přípravě tohoto dokumentu byly použity analýzy a data Barra. Inc. (www.barra.com). Copyright 2022 BARRA, INC. Všechna práva vyhrazena.

Vydala společnost FIL Pensions Management. Autorizováno a regulováno úřadem Financial Conduct Authority.

Česká republika: Před přijetím jakéhokoli investičního rozhodnutí doporučujeme získat podrobné informace. Investice by měly být prováděny na základě aktuálního prospektu (v angličtině a češtině) a KIID (Key Investor Information Document), které jsou k dispozici v angličtině a češtině spolu s aktuálními výročními a pololetními zprávami zdarma prostřednictvím https://www.fidelityinternational.com u našeho platebního agenta UniCredit Bank Czech Republic a.s., Želetavská 1525/1, 14092 Praha 4 - Michle, Česká republika. Vydává společnost FIL (Luxembourg) S.A., která má povolení a podléhá dohledu CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier).

Investoři/potenciální investoři mohou získat informace o svých příslušných právech týkajících se stížností a soudních sporů na následujícím odkazu: https://www.fidelity.cz v češtině

GLEMUS4047-0622 MKAT10549