

# O zyskach amerykańskich korporacji w sześciu punktach

**Komentarz z 18.05.2020 r.**

**Tomasz Hońdo**

**CFA, Starszy Ekonomista**

**Quercus TFI S.A.**

*W I kwartale zyski spółek z S&P 500 spadły najmocniej od 2009 roku. To jednak zostało już w marcu z nawiązką zdyskontowane przez rynek akcji. Podstawowe ryzyko polega natomiast na tym, że w poprzednich recesjach spadek zarobków korporacji był znacznie głębszy i dłuższy niż obecnie zakłada ogół analityków.*

Z danych S&P Dow Jones Indices (na których będziemy bazować w niniejszej analizie) wynika, że raporty finansowe za I kwartał opublikowało już prawie 90 proc. spółek z S&P 500 (wg stanu na chwilę pisania tego artykułu). Tradycyjnie warto przyrzeć się najnowszemu trendom.

## **Punkt nr 1 - zyski spadły w I kwartale najmocniej od 11 lat**

Nie jest niespodzianką fakt, że zyski korporacji zmalały. I to w tempie niewidzianym od 2009 roku. Wg stanu na chwilę obecną (po opublikowaniu raportów przez wszystkie spółki dane mogą się jeszcze nieco zmienić) raportowany EPS (earnings per share, zysk na akcję) dla indeksu S&P 500 (liczony za cztery kolejne kwartały) spadł z ok. 139 do 117 USD (zgodnie z przyjętą konwencją podaje się go w dolarach, choć w rzeczywistości z matematycznego punktu widzenia wyrażony jest w punktach indeksowych). Z kolei preferowany przez większość analityków (bo ulegający mniejszym fluktuacjom) operacyjny EPS spadł z ok. 157 do niespełna 140 USD.

## **Punkt nr 2 - najgorszy może być II kwartał, ale w 2021 r. zysk na akcję (EPS) ma być znów rekordowy**

Na tym prawdopodobnie jeszcze niestety nie koniec. Zyski będą pod jeszcze większą presją w trwającym II kwartale ze względu na to, że wybuch pandemii uderzył w gospodarkę dopiero pod koniec I kwartału. Na temat konkretnych liczb można tylko spekulować. Wiadomo natomiast, że na cały ten rok tzw. konsensus prognoz analityków mówi o spadku operacyjnego EPS do ok. 128 USD, choć wartość ta uwzględnia prawdopodobnie oczekiwaną poprawę w III-IV kwartale,

więc niewiele mówi o samej skali tąpnięcia w okresie kwiecień-czerwiec. Dobra wiadomość jest natomiast taka, że w przyszłym roku operacyjny EPS powinien podskoczyć do ok. 166 USD – przynajmniej wg ogółu prognoz analityków. Oznaczałoby to nowy rekord zysków.

### **Punkt nr 3 - P/E'21 to ok. 17**

Przy silnych wahaniami zysku na akcję zawsze pojawia się problem z właściwą wyceną walorów. Wydaje się, że zupełnie błędne byłoby wycenianie S&P 500 na podstawie zarówno aktualnego poziomu EPS po I kwartale, jak i prognoz na ten rok, który często bywa określany jako „stracony” z punktu widzenia zarobków korporacji.

Może zatem bazować na EPS prognozowanym na przyszły rok? Właśnie takie jest częste podejście analityków. Przy obecnej prognozie (166 USD) i aktualnym poziomie S&P 500 (2820 pkt. w chwili pisania tej analizy) dawałoby to P/E'21 rzędu 17. Czyli ani szczególnie dużo, ani też nisko. Innymi słowy, bazując na prognozach na 2021 amerykański indeks nie wydaje się ani bardzo drogi, ani też tani.

### **Punkt nr 4 - prognozy to nie wyrocznia; systematycznie idą w dół**

Z szacunkami analityków, na których bazują popularne wskaźniki P/E, jest jeden zasadniczy problem – niekoniecznie trafnie pokazują przyszłość. Historyczny fakt jest taki, że prognozy na dany rok startują z reguły z wysokiego pułapu (słynny nadmierny optymizm analityków), po czym są na ogół regularnie rewidowane w dół. Obecnie na ten typowy proces nakłada się jeszcze strach przed skutkami recesji. To sprawia, że szacunki idą w dół już od ... dziesięciu tygodni. Czy można zatem z przekonaniem zakładać, że prognozy już trafnie pokazują przyszły poziom zysków? Można mieć uzasadnione wątpliwości.

### **Punkt nr 5 - jak na ostrą recesję, spadek zysków nie jest jeszcze mocno zaawansowany**

I to właśnie groźba kontynuacji spadku zysków – głębszego niż zakładają analitycy i/lub znacznie bardziej długotrwałego – stanowi obecnie podstawowy czynnik ryzyka.

Na jednym z wykresów pokazujemy, że obecny (znany już na podstawie raportów) spadek zysków został już perfekcyjnie zdyskontowany w trakcie marcowego krachu. Załamanie dyskutowało nawet przynajmniej jakąś część spadku zysków w trwającym II kwartale.

Problem polega na tym, że w poprzednich dwóch recesjach redukcja zarobków korporacji była (a) jeszcze głębsza – wyniosła od 32 do 44 proc. w przypadku operacyjnego EPS, (b) długotrwała – obejmowała od pięciu do dziewięciu

kwartałów.

Zagrożeń jeśli chodzi o zyski spółek z pewnością nie brakuje. Goldman Sachs ostrzegął ostatnio przed perspektywą ponad 100 mld USD strat w sektorze bankowym na skutek odpisów na „złe” kredyty. Na dodatek mocno słabnie jeden z motorów napędzających wzrost EPS w ostatnich latach, czyli fala buyback’ów (skupów akcji własnych) – w tym roku ich wartość wg GS ma być o połowę mniejsza (buyback redukuje liczbę akcji danej spółki, a tym samym automatycznie zwiększa zysk na akcję).

Z drugiej strony optymiści przekonują, że przecież w żadnej poprzedniej recesji rządy i banki centralne nie sięgnęły tak zgodnie i szybko po ogromną stymulację fiskalną i monetarną, a to powinno złagodzić recesję i skrócić okres spadku zysków spółek.

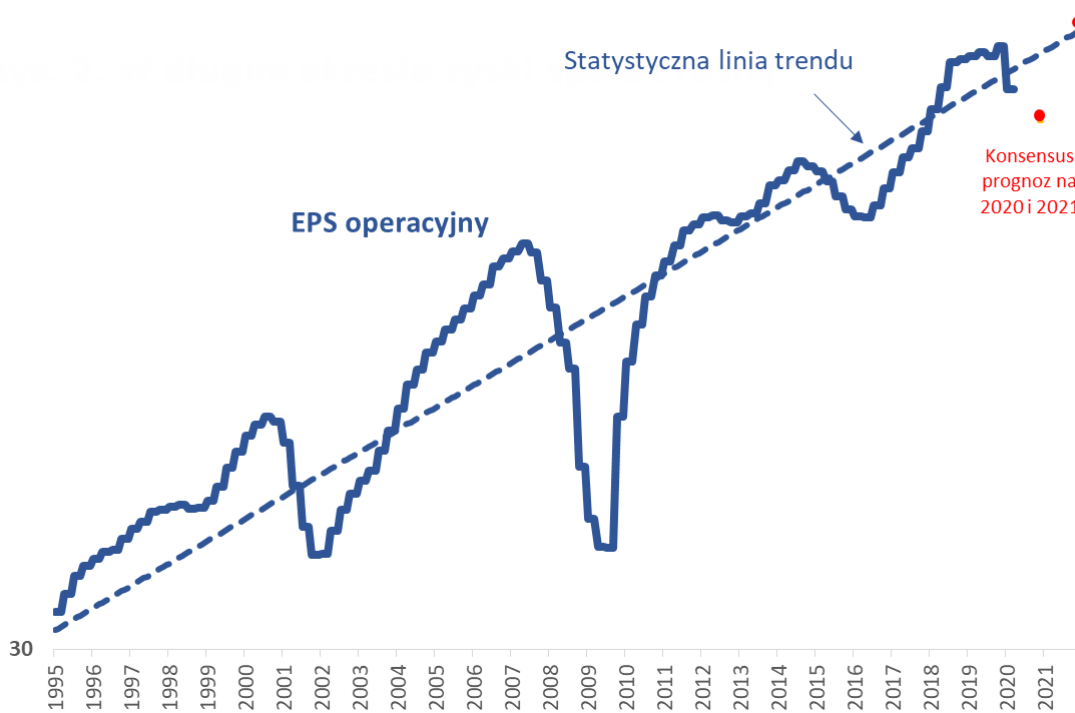
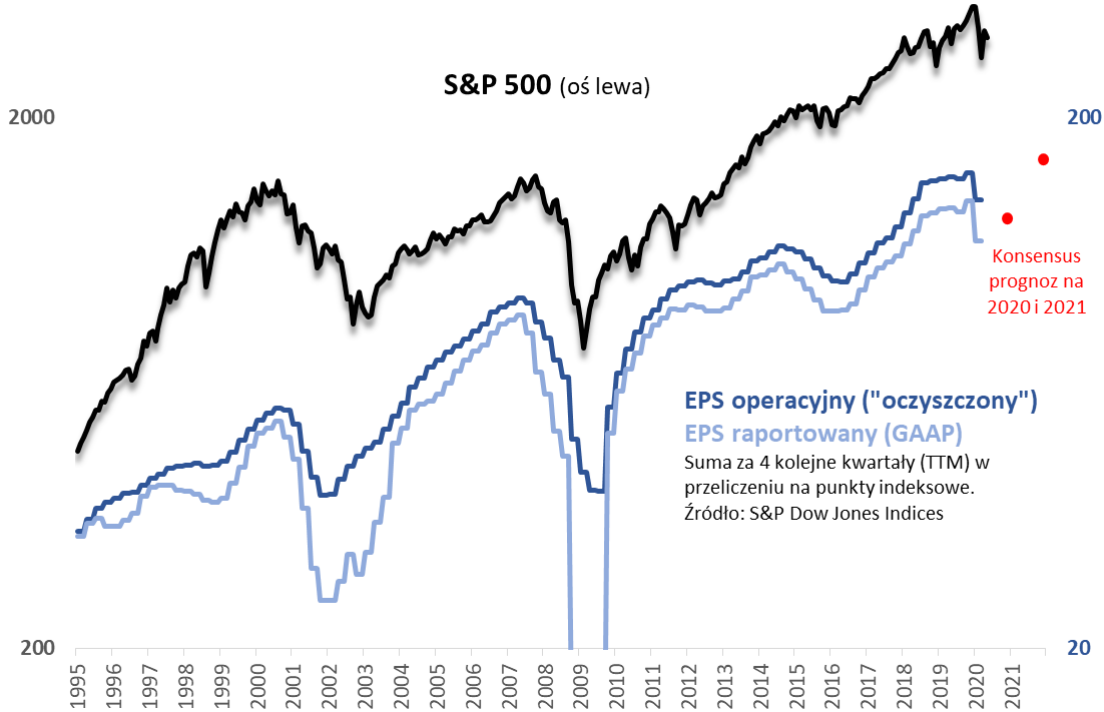
### **Punkt nr 6 - na długą metę zyski korporacji rosną (a wraz z nimi rynek akcji)**

Powyższe rozważania mogą brzmieć w dość ostrzegawczym tonie, ale nie tracimy też z oczu długoterminowego horyzontu inwestycyjnego. Na jednym z wykresów pokazujemy, że mimo pojawiających się dość regularnie silnych wahań zysków, w perspektywie wieloletniej zarobki korporacji rosną. Ilustracją tego wzrostu jest naniesiona przez nas linia statystycznego trendu. Implikowane przez nią tempo wzrostu wynosi ok. 6,3 proc. – o tyle średnio rzecz biorąc rośnie operacyjny EPS w skali roku. Zauważmy też, że im niżej EPS wędruje poniżej linii trendu (czyli swoistej długoterminowej normy), tym mocniej musi potem rosnać, by powrócić do owej linii. To z pewnością pocieszająca myśl dla długoterminowych inwestorów.

### **KONKLUZJE**

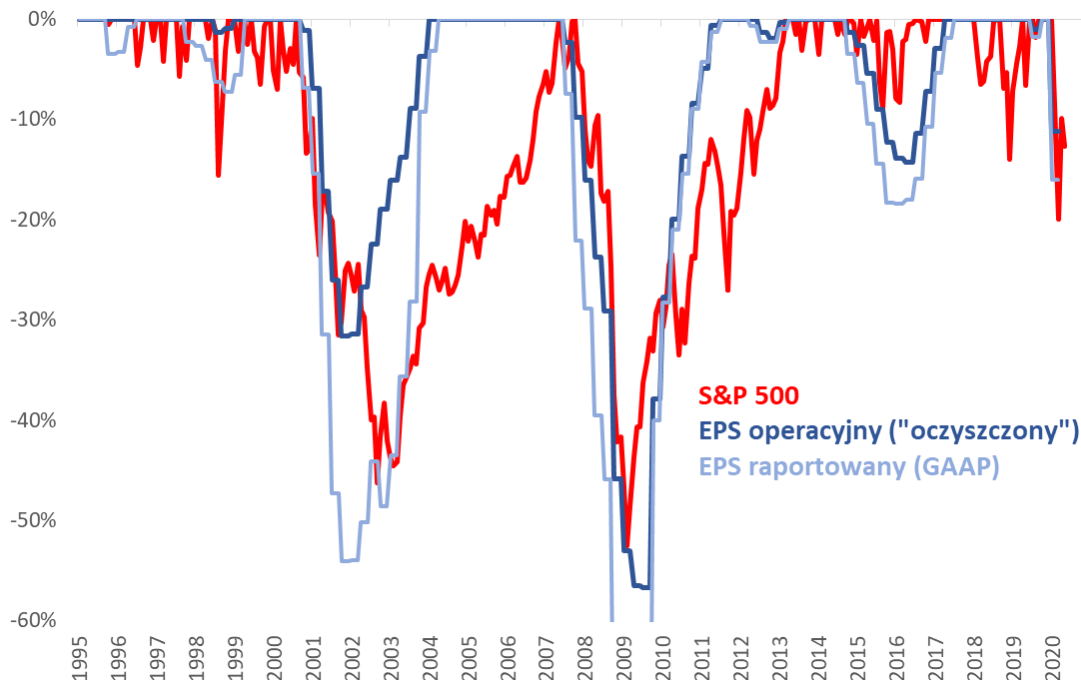
- **Zyski amerykańskich spółek spadły w I kwartale najmocniej od 2009 roku;**
- **W trwającym II kwartale spadek może zostać znacznie pogłębiony;**
- **Analitycy oczekują jednak zdecydowanego odbudowania zysków po wyjściu z recesji, co jest spójne z długoterminową normą;**
- **W średnim terminie liczymy się z ryzykiem pogłębienia spadku zysków większego niż wynikałoby z tzw. konsensusu prognoz;**
- **Na długą metę przypominamy, że zyski korporacji rosną średnio o ponad 6 proc. w skali roku.**

**Rys. 1. S&P 500 i zyski spółek**



Źródło: Qnews.pl, S&P Dow Jones Indices.

**Rys. 3. Przewidywania amerykańskich akcji w porównaniu ze spadkami zysków**



Źródło: Qnews.pl, S&P Dow Jones Indices.

Autor jest Redaktorem Qnews.pl oraz Starszym Ekonomistą w Quercus TFI S.A.

*Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie edukacyjno - informacyjny / promocyjny i stanowi on wyraz własnych ocen, przemyśleń i opinii autora (autorów). Niniejszy materiał nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podane informacje nie mogą być traktowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego lub innego typu doradztwa, w tym świadczenia pomocy prawno - podatkowej. Podane informacje nie stanowią oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego ani publicznego proponowania w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej.*

*Autor (autorzy) niniejszej publikacji oraz Quercus TFI S.A. dołożyli należytej staranności w celu zapewnienia, aby zawarte w niej informacje były rzetelne i oparte na wiarygodnych źródłach. Niemniej jednak autor (autorzy) niniejszej publikacji oraz Quercus TFI S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za jej prawdziwość i kompletność informacji, ani za wszelkie szkody mogące powstać w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.*

*Quercus TFI S.A. posiada zezwolenie na prowadzenie działalności udzielone przez Komisję Nadzoru Finansowego, będącą dla Quercus TFI S.A. organem nadzoru.*

*Quercus TFI S.A. udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie. Quercus TFI S.A. informuje, że z każdą inwestycją związane jest ryzyko.*

- [Drukuj](#)
- [PDF](#)
- 2 odstony

[Wszystkie komentarze zarządzającego](#)