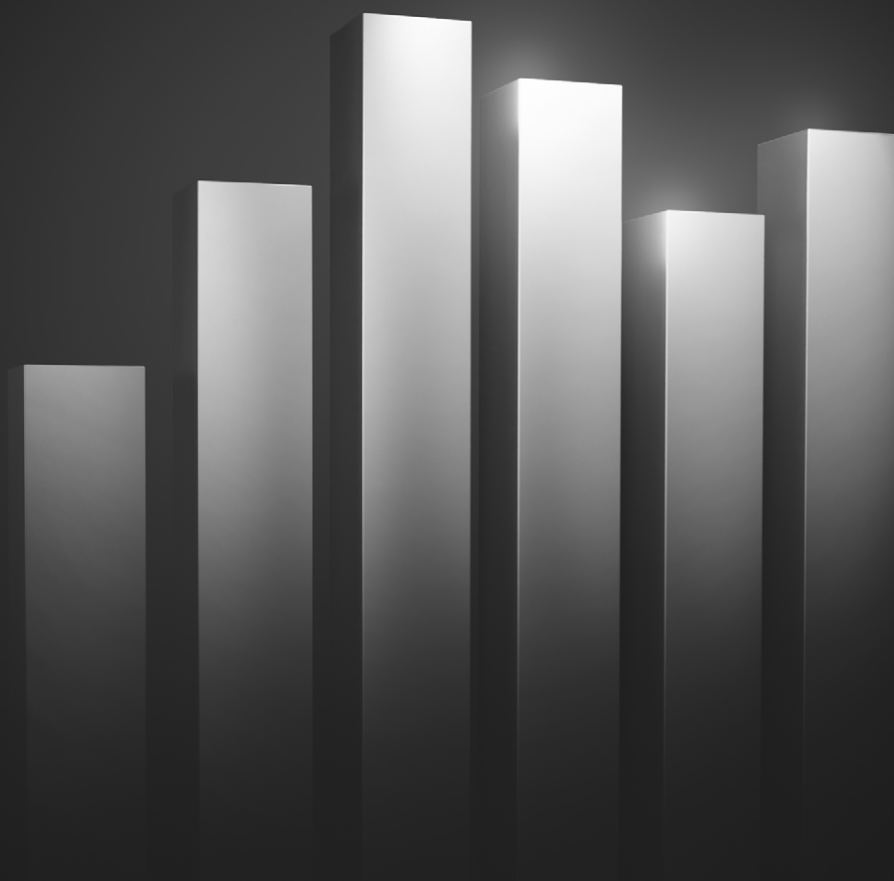




INVESTOVÁNÍ VE STÍNU VÁLKY

JAK STRACH A TITULKY OVLIVŇUJÍ CENY ZBROJNÍCH AKCIÍ

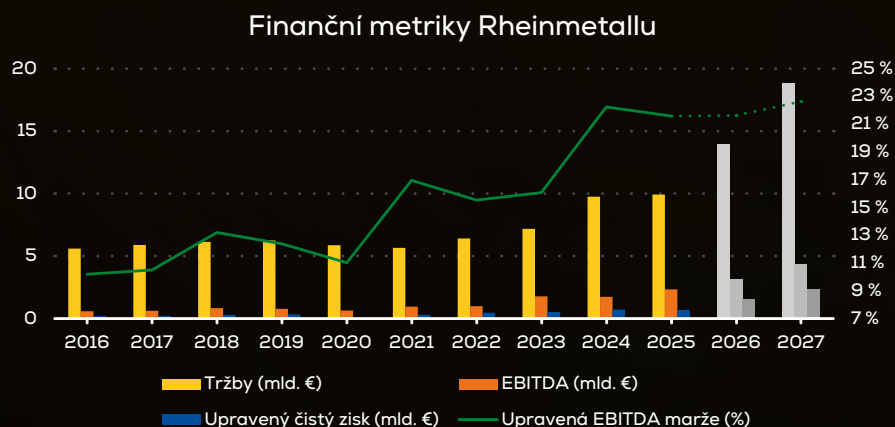
Investování ve stínu války: Jak strach a titulky ovlivňují ceny zbrojních akcí

Rostoucí výdaje na obranu mají silné fundamentální opodstatnění. Současně jde ale o sektor, jehož ceny velmi citlivě reagují na politická vyjádření, geopolitické incidenty a očekávání dalších státních zakázek.

Dlouhodobý růst obranných rozpočtů může být správný investiční příběh, ale prudké krátkodobé pohyby akcií často odrážejí emoce více než změnu skutečné hodnoty firem. Vývoj evropského zbrojního sektoru od roku 2022 je v tomto ohledu učebnicovým příkladem – a nabízí konkrétní ilustrace tří klasických investorských zkreslení.

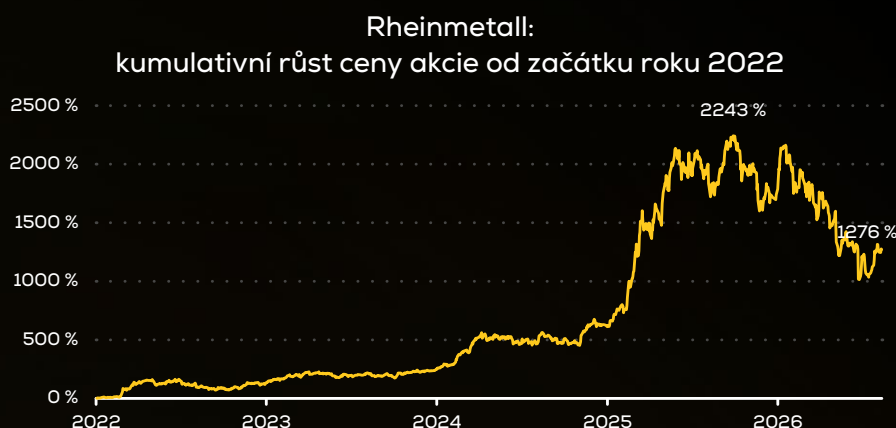
Po ruské invazi na Ukrajinu se evropská obranná politika skutečně strukturálně změnila. Evropské vojenské výdaje v roce 2025 podle SIPRI vzrostly o 14 % na rekordních 864 mld. USD (zahrnuje také Rusko a Ukrajinu; samotných 29 evropských členů NATO utratilo podle stejného zdroje 559 mld. USD). NATO navíc v Haagu v roce 2025 přijalo závazek směřovat do roku 2035 k výdajům odpovídajícím 5 % HDP, z toho minimálně 3,5 % na samotnou obranu. To znamená, že za růstem sektoru nestála pouze spekulace na pokračování války, ale reálná a dlouhodobá změna veřejných rozpočtů.

Tato změna obranné politiky se postupně začala promítat i do hospodaření samotných zbrojařů. Dobře je to vidět na Rheinmetallu, jehož výsledky po roce 2022 začaly výrazně akcelarovat. Zatímco v roce 2022 firma utržila 6,4 mld. EUR, v roce 2025 už téměř 10 mld. EUR a podle konsenzu Bloomberg by tržby mohly do roku 2027 vzrůst až k 19 mld. EUR. Ještě rychleji má růst ziskovost – spolu s vyššími objemy zakázek se EBITDA marže posunula z přibližně 15,5 % v roce 2022 nad 20 % a na těchto úrovních by se měla podle současných odhadů udržet i v dalších letech. Růst cen zbrojních akcií tak měl zpočátku velmi konkrétní fundamentální oporu: trh postupně začal oceňovat výrazně vyšší budoucí tržby, zisky a marže.



Zdroj: Bloomberg; roky 2026–2027 představují konsenzuální odhady analytiků

Od února 2022 do jara 2026 evropské obranné akcie podle MSCI vzrostly o více než 450 %, zatímco širší evropský akciový trh přidal zhruba 40 %. V srpnu 2025 se osm významných evropských zbrojařů včetně Rheinmetallu, Saabu, Leonarda, Hensoldtu a Renku obchodovalo v průměru za více než **30násobek očekávaných zisků**, téměř dvojnásobek svého pětiletého průměru. Valuačně se tak zbrojaři dostali přibližně na úroveň společností jako Microsoft či Nvidia. Akcie Rheinmetallu, největšího německého zbrojaře, si od začátku roku 2022 do října 2025 připsaly zisk kolem 2 240 %, z toho jen v roce 2025 přidaly asi 150 %. Ještě na začátku roku 2026 patřily zbrojařské tituly k nejobdivovanějším příběhům evropského trhu.



Změna ceny akcie, 1. 1. 2022 = 0 %. Graf nezahrnuje dividendy.

Zdroj: Bloomberg

Výjimečně příznivé nálady kolem zbrojního sektoru dokázaly využít také samotné firmy a jejich vlastníci. Ukázkovým příkladem je česká Czechoslovak Group (CSG), která vstoupila na amsterdamskou burzu v lednu 2026, tedy v době, kdy se evropské obranné akcie pohybovaly poblíž historických maxim. IPO ocenilo společnost na 25 miliard eur a v rámci nabídky akcií v objemu až 3,8 miliardy eur se na burzu dostalo přibližně 15 % společnosti. Šlo o největší burzovní úpis obranné společnosti v historii. Značnou část nabídky přitom tvořily již existující akcie prodávané majoritním vlastníkem, což dobře ilustruje, jak atraktivní tržní okno tehdy sektor nabízel.

Analytici začínali otevřeně přiznávat, že se u tak vysokých násobků ocenění těžko hledá „správná“ hodnota – trh do ceny zabudoval roky udržitelného růstu dopředu. Citigroup například v létě 2025 odhadovala, že tehdejší ocenění Hensoldtu, Renku a Saabu předpokládalo zhruba **4 až 5,5násobný růst provozního zisku do roku 2034**. Tempo růstu zisků zabudované v cenách bylo zhruba dvojnásobné proti očekávanému tempu růstu státních rozpočtů na nákup obranné techniky.

V průběhu roku 2026 ale začala euforie slábnout. V březnu MSCI Europe Aerospace & Defence Index propadl o 9,2 %, což byl jeho nejhorší měsíc za pět let. Výmluvným **kontrastem k úspěšnému načasování IPO CSG** je francouzsko-německý výrobce obrněné techniky KNDS. Ten plánoval vlastní vstup na burzu jen několik měsíců po CSG, na začátku července 2026 jej **však kvůli nepříznivým podmínkám na trhu odložil**. Korekce se přitom nevyhnula ani předchozím hvězdám sektoru. Rheinmetall byl začátkem července více než 30 % pod úroveň ze začátku roku, přestože evropské vlády své plány na vyšší obranné výdaje neopouštěly. **Jedním z nejvýraznějších jednotlivých katalyzátorů dalšího poklesu byla zpráva, že Berlín ruší program fregat F126. Rheinmetall nabízel převzetí projektu za 12,8 miliardy eur a trh s tímto scénářem do značné míry počítal.** Trh reagoval okamžitě a tvrdě.

Ukazuje to, že vztah více **geopolitického napětí** → vyšší výdaje → vyšší ceny zbrojních akcií funguje jen do okamžiku, kdy první dvě položky už nejsou z velké části započtené v ceně. Navíc se začal měnit charakter debaty. Investoři řeší nejen velikost obranných rozpočtů, ale také to, **kdo peníze skutečně získá, jak rychle budou zakázky podepisovány, jaké budou marže** a zda budoucnost válčení nebude více patřit levným dronům, senzorům, elektronickému boji a softwaru než tradičním drahým platformám.

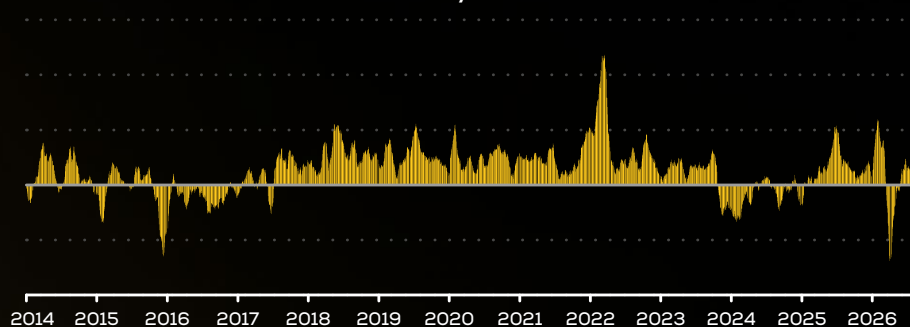
Zbrojní sektor je proto mimořádně vhodným prostředím pro sledování dalšího fenoménu. **Cena akcie totiž ne-reaguje pouze na změnu očekávaných zisků, ale také na způsob, jakým investoři nové informace zpracovávají.** A málokde jsou informace emotivnější, viditelnější a politicky citlivější než právě u války a obrany.

Dosavadní vývoj zbrojního sektoru lze dobře zachytit i vizuálně. **Následující graf proto porovnává vývoj valuací evropského obranného sektoru a Rheinmetallu s tím, zda v geopolitickém zpravodajství v daném období převažovaly hrozby a obavy, nebo již realizované události.** Umožňuje tak sledovat, jak se původní geopolitický šok postupně proměnil v očekávání dlouhodobého růstu zisků – a později i ve výraznou expanzi valuací.

Od geopolitického šoku k valuační euforii:
jak se měnil příběh evropských zbrojařů



Rozdíl mezi geopolitickými hrozbami
a realizovanými událostmi



Zdroj: Bloomberg;

GPR Threats minus GPR Acts, 30denní klouzavý průměr; vlastní výpočet z dat Caldara & Iacoviello

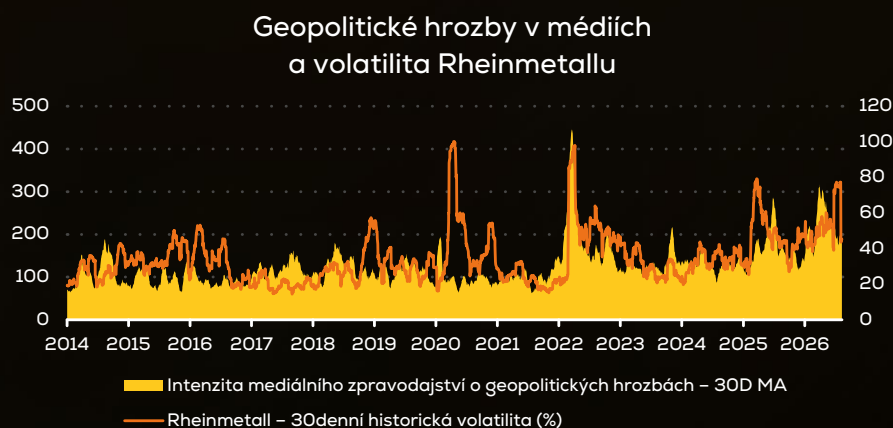
Graf kombinuje dvě roviny stejného investičního příběhu. V horní části sleduje 12měsíční forward P/E evropského obranného sektoru a Rheinmetallu, tedy kolikanásobek očekávaných zisků byli investoři v daném okamžiku ochotni za akcie platit. Spodní část vychází z Geopolitical Risk Indexu ekonomů Daria Caldara a Mattea Iacoviella. **Porovnává jeho dvě složky – zprávy o geopolitických hrozbách, tedy například obavách z války, eskalace nebo vojenského zbrojení, a zprávy zachycující realizované geopolitické události, například vypuknutí**

či eskalaci konfliktu. Zobrazen je rozdíl jejich 30denních klouzavých průměrů. Hodnoty nad nulou proto neznamena-
menají „více strachu“ v absolutním smyslu, ale období, kdy v geopolitickém zpravodajství relativně více domi-
novaly hrozby a očekávání než samotné realizované události.

Delší historie ukazuje, že samotná geopolitická nejistota k trvalému přecenění zbrojařů nestačila. V letech před
ruskou invazí se objevovala řada období, kdy hrozby v médiích zesílily, forward P/E evropského obranného sek-
toru se však většinou pohybovalo přibližně mezi 10- a 20násobkem očekávaných zisků. Zlom nastal po roce
2022. Geopolitický šok přitáhl k sektoru mimořádnou pozornost, nejvyšší valuační ale nepřišly okamžitě. Nejprve
se začala měnit očekávání budoucích zisků.

To je důležitý rozdíl. Forward P/E je poměrem ceny akcie a očekávaného zisku. Pokud po vypuknutí vál-
ky rostou ceny zbrojních akcií, ale analytici zároveň ještě rychleji zvyšují odhady jejich budoucích zisků, valu-
ace nemusí růst – a může dokonce klesat. Až v dalších letech začal trh platit nejen za vyšší očekávané zisky,
ale také stále vyšší násobek těchto zisků. Z krátkodobého „war trade“ se tak postupně stal strukturální příběh
evropského přezbrojení.

Behaviorální vliv geopolitických zpráv lze hledat nejen ve směru pohybu akcií, ale také v jejich volatilitě. Pokud
se válka a geopolitické hrozby stanou významnější součástí investorského rozhodování, měla by se zvýšená in-
tenzita mediálního zpravodajství o těchto tématech častěji překrývat s prudšími cenovými pohyby. Proto po-
rovnáváme 30denní historickou volatilitu Rheinmetallu s 30denním průměrem GPR Threats Indexu, který za-
chycuje intenzitu mediální pozornosti věnované geopolitickým hrozbám.



Zdroj: Bloomberg, Caldara & Iacoviello; vlastní výpočet.

Korelace je počítána z měsíčních pozorování, použita je poslední dostupná hodnota každého dokončeného měsíce.

Výsledek naznačuje výraznou změnu po roce 2022. Zatímco v letech 2014–2021 mezi oběma veličinami neexis-
toval stabilní pozitivní vztah, od roku 2022 dosahuje jejich korelace na měsíčních datech přibližně 0,64. Pozitivní
vztah přitom zůstává patrný i po vynechání celého roku 2022, přibližně 0,52. Neznamená to, že geopolitické ti-
tulky volatilitu přímo způsobují, ukazuje to ale, že se po vypuknutí války období zvýšené mediální pozornosti
geopolitickým hrozbám začala výrazně častěji překrývat s obdobími vyšší volatility Rheinmetallu.

Právě zde vstupuje do hry způsob, jakým investoři informace zpracovávají. Několik klasických behaviorálních
zkreslení pomáhá vysvětlit, proč mohou být reakce na geopolitické zprávy tak výrazné.

Availability heuristic: když jedna zpráva zastíní celý příběh

Příkladem bylo zrušení programu fregat F126. Rheinmetall byl považován za pravděpodobného nového hlavního dodavatele a po oznámení ukončení projektu jeho akcie během dne propadly až o 20 %. Z tržní kapitalizace firmy zmizelo přes 10 miliard eur a výprodej zasáhl i další zbrojaře. Zpráva měla reálný fundamentální dopad, síla reakce ale ukázala, jak snadno může jedna dominantní informace na krátkou dobu přebít širší příběh evropského přezbrojování.

Recency bias: několik let růstu se snadno změní v nový normál

Po několika letech růstu obranných rozpočtů, objednávek, zisků i cen akcií bylo stále snazší předpokládat, že stejný trend bude pokračovat téměř automaticky. Graf tuto fázi zachycuje dobře: největší kladný rozdíl mezi oběma ukazateli přišel kolem roku 2022, největší expanze valuací ale až v letech 2024 a 2025. Rheinmetall se tehdy dostal k více než padesátinásobku očekávaných ročních zisků.

Stejný mechanismus fungoval i opačně. Zprávy o možném pokroku v mírových jednáních na Ukrajině dokázaly v roce 2025 vyvolat prudké sektorové výprodeje, přestože dlouhodobé evropské závazky k vyšším obranným výdajům se zásadně nezměnily. Krátkodobý geopolitický vývoj tak investoři opakovaně promítali do mnohem delšího investičního horizontu.

Herding: když se správný příběh stane přeplněným obchodem

Poslední fázi charakterizuje stádní chování. Investoři se často přidávají k úspěšnému tématu až ve chvíli, kdy jeho správnost několik let potvrzují ceny, výsledky firem i mediální pozornost – tedy v okamžiku, kdy už velká část optimismu může být v cenách. V letech 2024 a 2025 se obrana stala jedním z nejpopulárnějších evropských investičních témat, valuace vystoupaly vysoko nad historické průměry a mimořádně příznivé tržní podmínky umožnily na začátku roku 2026 rekordní IPO CSG. O několik měsíců později už bylo prostředí výrazně méně příznivé a podobně silný investorský apetit zmizel.

Tento obrat neznamena, že původní investiční teze byla chybná. Evropské státy dál zvyšují obranné rozpočty a řada firem vykazuje rekordní objednávkové knihy. Ukazuje ale rozdíl mezi **správným názorem na budoucnost odvětví a správnou cenou akcie**.

Celý příběh tak lze shrnout do několika kroků: geopolitický šok přitáhl pozornost, politická rozhodnutí a kontrakty zvýšily očekávané zisky a opakované potvrzování této teze následně vytáhlo vzhůru i násobky ocenění. Jakmile se optimistický scénář stal široce přijímaným konsenzem, začaly být ceny mnohem citlivější na každé zklamání.

Titulky investiční příběh odstartovaly, fundament jej potvrdil a rostoucí očekávání jej nakonec dostala do fáze, kdy už ani velmi dobré zprávy nemusely stačit.

Zdrojem budoucích výnosů tak bude muset být stále více růst zisků, nikoli další expanze násobků, které jsou investoři ochotni za tyto zisky platit. Rozptyl výkonnosti jednotlivých zbrojních akcií by proto měl být v příštích letech větší než v první fázi evropského přezbrojování. V roce 2022 prakticky všem pomáhala stejná makro teze: Evropa musí více utrácet za obranu. Z původně plošného „defence trade“ se tak s největší pravděpodobností přesouváme do období výraznější diferenciace mezi vítězi a poraženými.

Investorovi už proto nestačí mít správný názor na evropské přezbrojování. Od jednoduché teze založené na plošném růstu obranných výdajů se přesouváme k detailnějšímu zkoumání fundamentů jednotlivých firem – jejich výrobních kapacit, schopnosti integrovat akvizice, navyšovat výrobu bez tlaku na marže a převádět rostoucí objem zakázek do tržeb, zisků a cash flow. Právě tyto faktory budou stále více rozhodovat o tom, které společnosti dokážou vysoká očekávání skutečně proměnit v ekonomické výsledky. Investor tak musí správně odhadnout nejen to, které firmy budou z evropského přezbrojování skutečně těžit, ale také jakou cenu má smysl za jejich budoucí růst zaplatit.



Ing. Martin Vatrť

Head of Analytics

☎ 517 076 829

✉ martin.vatrť@cyrrus.cz

Ing. David Lysek

Chief Marketing Officer

☎ 538 705 776

✉ david.lysek@cyrrus.cz



Investujte. CYRRUS



800 297 787
bezplatná infolinka



www.cyrrus.cz



Důležitá upozornění: Dokument byl zpracován společností CYRRUS, a. s., obchodníkem s cennými papíry, se sídlem Brno, Veverí 111 (dále jen „společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a. s. a Frankfurt Stock Exchange (FWB) – Deutsche Börse. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Dokument je určen pouze pro reklamní účely a není nabídkou ani návrhem k uzavření smlouvy. Společnost dále upozorňuje, že v rámci sdělení nebyl zohledněn cílový trh ani znalosti, zkušenosti a investiční cíle klienta. Sdělení se tak může pohybovat mimo cílový trh klienta, případně také v negativním cílovém trhu. Dokument poskytuje pouze krátký přehled o jednom z investičních produktů v současné nabídce. Dokument nenahrazuje odborné poradenství k finančním nástrojům v něm uvedeným, ani nenahrazuje komplexní poučení o rizicích. Dokument je určen výhradně pro počáteční informační účely a společnost důrazně doporučuje investorům podstoupit investiční a/nebo právní a/nebo daňové poradenství před tím, než učiní investiční rozhodnutí. Informace obsažené v tomto dokumentu nelze považovat za radu k jednotlivé investici, ani za daňovou nebo právní radu. Pokud se v dokumentu hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není, pokud v textu dokumentu není uvedeno jinak, zaručena. Investoři mohou získat při prodeji uvedeného investičního nástroje před datem splatnosti nebo při splacení investičního nástroje částku nižší než částku investovanou. Potenciální ztráta je omezena na původně investovanou částku. Informace jsou založeny na hrubé výkonnosti před zdaněním. Tento dokument obsahuje příklady vytvořené na základě analýzy scénářů vývoje podkladových instrumentů. Očekávání a predikce analytiků a strategií nejsou spolehlivým indikátorem budoucího vývoje tržního kurzu dotčených investičních nástrojů. Příklady jsou založeny pouze na hypotetických předpokladech a neumožňují jakýkoli závěr o budoucím vývoji ceny investičního nástroje. Pro investiční nabídku dle zjištěných parametrů klienta nás prosím kontaktujte.

Za tento dokument nese odpovědnost výhradně společnost CYRRUS, jakožto distributor investičního nástroje. Emitent, ručitel a jejich přidružené společnosti nenesou žádnou odpovědnost za spolehlivost, přesnost a úplnost obsahu tohoto dokumentu, ani za jakákoliv zde uvedená vyjádření, za výkonnost nástroje a za způsob propagace nástroje, zahrnující dodržování platných zákonů, předpisů a pravidel upravujících reklamu a propagaci investičních nástrojů. Emitent, ručitel a jejich přidružené společnosti se výslovně vzdávají jakékoli odpovědnosti za jakékoliv přímé, nepřímé, následné nebo jiné škody, včetně ztráty zisku, která může investorovi nebo kterékoli třetí straně vzniknout na základě spoléhání se na informace uvedené v tomto dokumentu.

Zdanění je závislé na osobních poměrech každého investora a podléhá zákonným předpisům a dohledu příslušných úřadů. Tento dokument byl připraven s náležitou a patřičnou pečlivostí a pozorností, společnost však neposkytuje garance či ujištění, ať výslovně nebo předpokládané, o jeho přesnosti, správnosti, aktuálnosti nebo úplnosti. Z informací v tomto dokumentu není možné odvozovat žádná práva ani povinnosti. Informace o společnosti a podrobné informace o pobídkách a střetech zájmů naleznete na www.cyrrus.cz v sekci O nás. Tiskové chyby vyhrazeny. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost zakazuje zveřejnění a šíření dokumentu bez jejího písemného souhlasu. Společnost nenes odpovědnost za šíření nebo uveřejnění dokumentu třetími osobami.