

Týdenní výhled

MAKRO, FIRMY, POLITIKA

Aktuální tržní témata

Kalendář hlavních událostí

28. listopadu – 2. prosince

- ♦ **Protesty v Číně nabírají na síle**
- ♦ **Americká data by se měla zhoršit**
- ♦ **Slovo si vezme neprofitabilní software**

Začátkem nového týdne **je třeba věnovat pozornost Číně**. Na riziko spojené s covidem a protesty jsme upozorňovali už v pátek, načež demonstrace přes víkend nabraly na síle. Náš závěr je v podstatě pořád stejný – tento **vývoj není nic dobrého pro čínskou poptávku, potažmo pro globální oživení či cyklické sektory** v západních ekonomikách. Efekt směrem dolů na ceny komodit bude znamenat další pokles inflačních obav, ale pozornost by se o to více měla přesunout k fundamentu a recesi.

Za pravděpodobné považujeme udržení tvrdého přístupu. Není to dobrá varianta, ale čínská vláda lepší nemá. Protesty proti nulové toleranci se spojily s odporem proti vládě a ta si nemůže dovolit je nechat nekontrolovaně rozrůst. Sám prezident Xi navíc nedávno na národním kongresu upevnil svou moc, kterou určitě nechce hned nechat drolit, a zároveň do nulové tolerance k covidu vložil hodně politického kapitálu. Právě nákaza se nabízí jako dobrá záminka k utažení šroubů a zákrokům proti politicky nepohodlným. Jedním opatřením je zatím utužení cenzury s cílem minimalizovat schopnost veřejnosti organizovat se do masovějších akcí.

Na druhou stranu se nedá vyloučit, že vláda v zájmu uklidnění a propagandy nabídne i nějaký drobný ústupek v proticovidových opatřeních, nic velkého bychom ale nečekali. Kromě politiky je důvodem i obrovské riziko propuknutí epidemie většího rozměru ve společnosti chráněné jen slabou vakcínou a mizivou promořeností.

Ve výsledku vidíme malou šanci, jak se vyhnout dopadu na poptávku. Může to být skrze nové uzávěry, ale rovněž strach z testování, domácího vězení či přesunu do karanténních táborů. A útlum by přišel i v případě propuknutí větší epidemie, pokud vláda nečekaně zvolí měkký přístup. Ve vzduchu pak visí riziko větších politických změn, jeho velikost však v tuto chvíli těžko předjímat. Čínský režim si zatím s politickým odporem věděl rady, včetně silových řešení.

Kromě Číny budou nepochybně důležitým tématem americká data. **Vyjde zpráva ISM z průmyslu**, která by měla ukázat pokles

Branislav Soták
Senior Equity Analyst
+420 221 424 163
sotak@patria.cz

Ján Hladký
Equity Analyst
+420 221 424 183
hladky@patria.cz

Tomáš Vlk
Head of Research
+420 221 424 139
vlk@patria.cz

hlavního indexu za listopad mírně pod 50, tedy do oblasti ukazující pokles sektoru. Zároveň dostaneme další **měsíční report z trhu práce**. Také v jeho případě se čeká indikace zhoršení, tedy ochlazení trhu. Ten by měl tvořit méně pracovních míst a vykázat o chlup pomalejší mzdový růst.

V obou případech by šlo o indikaci slábnoucí ekonomiky, což dosud investorům vyhovovalo díky lince směrem k pomalejšímu zvedání sazeb Fedu. Podle nás se však očekávání posunula dostatečně a počítat s tím, že by Fed v prosinci zvedl sazby jen o 25 bodů, či dokonce cyklus přerušil úplně, by vyžadovalo opravdu velmi silný signál o problémech v ekonomice či systémových rizicích. Tím data nebudou.

Pozornost by se měla přesouvat od inflace a sazeb k pomalejší ekonomice, respektive možné recesi. Právě to je věc, která by měla potrápít zvláště cyklické sektory, kterým se v posledních pár měsících daří překvapivě dobře. Otázkou však je, zda ke změně nahlížení na data dojde už nyní, nebo se investoři budou před koncem roku chtít ještě vozit na příznivé vlně mírného Fedu. K výhledu i posunu tržních očekávání, resp. měnovým podmínkám může říct své i samotný předseda **Powell, který má tento týden v plánu jedno ze svých vystoupení**.

Inflace každopádně zůstává živé téma v Evropě. V eurozóně je stále velmi vysoko, a to by mělo platit i po zveřejnění předběžných dat za listopad. Krom toho zástupci ECB nešetří ujištěními, že sazby míří dál nahoru a že příště to bude zřejmě o 75 bps. Tento kontrast s USA určitě přispívá k lepší výkonnosti eura na páru s dolarem a menší citlivosti páru na změny v averzi k riziku.

S výsledkovou sezónou blízko závěru nám zůstává oblíbená třešnička na závěr – **neprofitabilní software**. S kůží na trh přijde **CrowdStrike, Snowflake, Okta, UiPath** a další. Ne všichni mají za sebou v tomto roce prudký propad – například CrowdStrike ztratil sotva 30 % hodnoty. U jiných jsou poklesy skutečně mohutné, nicméně kvůli přecenění očekávání zůstává jejich valuace vysoká – Snowflake se i po -55 % YTD obchoduje s násobkem P/S až 14,7x.

U čtení výsledků doporučujeme nesledovat jen hlavní čísla jako růst tržeb nebo překvapení na čistém zisku na akcii. Je nutné dívat se i **na vývoj nákladových položek**, a to především na náklady na prodej a marketing. Pokud rostou rychleji než tržby, má společnost problémy prodávat svůj produkt.

Ve spodní části výsledovky bychom zase doporučovali sledovat **čísla zahrnující SBC** (stock based compensation), neboli odměny pro zaměstnance formou akcií. Navzdory tomu, že růst tržeb často zpomaluje, tato položka prudce roste a naředňuje tím akcionáře. Zoom Video Communications nedávno reportoval růst tržeb o slabých 5 % yoy, přičemž ale SBC vylétly nahoru o 150 %!

OČEKÁVANÁ DATA A UDÁLOSTI

Datum	Čas	Událost	Období	Konsensus	Předchozí
29.11.	14:00	DE - Harmonizovaný CPI, y/y	listopad P	11,4 %	11,6 %
29.11.	16:00	USA - Index spotř. důvěry Conference Board	listopad	100	102,5
30.11.	2:30	Čína - PMI v průmyslu	listopad	49,2	49,2
30.11.	2:30	Čína - PMI ve službách	listopad	48	48,7
30.11.	11:00	EMU - Inflace, předběžný odhad, y/y	listopad	10,4 %	10,7 %
30.11.	14:15	USA - Změna zaměstnanosti (ADP)	listopad	195 k	239 k
30.11.	14:30	USA - HDP, q/q a	3Q S	2,7 %	2,6 %
1.12.	2:45	Čína - PMI v průmyslu Caixin	listopad	48,9	49,2
1.12.	9:30	CZ - PMI v průmyslu	listopad	42,6 0	41,7 0
1.12.	9:55	DE - PMI v průmyslu	listopad F	46,7	46,7
1.12.	10:00	EMU - PMI v průmyslu	listopad F	47,3	47,3
1.12.	10:30	UK - PMI v průmyslu	listopad F	46,2	46,2
1.12.	14:30	USA - Výdaje na osobní spotřebu, m/m	říjen	0,8 %	0,6 %
1.12.	14:30	USA - Nové žádosti o dávky v nezam.	26. listopad	-- k	240 k
1.12.	16:00	USA - Index ISM v průmyslu	listopad	49,8	50,2
2.12.	9:00	CZ - HDP, q/q	3Q P	-0,4 %	-0,4 %
2.12.	14:30	USA - Změna počtu prac. míst	listopad	200 k	261 k
2.12.	14:30	USA - Průměrná hodinová mzda, m/m	listopad	0,3 %	0,4 %

OČEKÁVANÉ FIREMNÍ VÝSLEDKY

Datum	Čas	Společnost	Období	Konsensus EPS
29.11.	Bef-mkt	easyJet PLC	09/22 Q4	
29.11.	Aft-mkt	CrowdStrike Holdings Inc	10/22 Q3	0,31 USD
29.11.	Aft-mkt	Workday Inc	10/22 Q3	0,843 USD
29.11.	Aft-mkt	Intuit Inc	10/22 Q1	1,197 USD
30.11.	Aft-mkt	Okta Inc	10/22 Q3	-0,241 USD
30.11.	Aft-mkt	Splunk Inc	10/22 Q3	0,245 USD
30.11.	Aft-mkt	Snowflake Inc	10/22 Q3	0,038 USD
30.11.	Aft-mkt	Victoria's Secret & Co	10/22 Q3	0,219 USD
30.11.	Aft-mkt	Synopsys Inc	10/22 Q4	1,842 USD
30.11.	Aft-mkt	Salesforce Inc	10/22 Q3	1,219 USD
1.12.	Bef-mkt	Dollar General Corp	10/22 Q3	2,554 USD
1.12.	Bef-mkt	Kroger Co/The	10/22 Q3	0,813 USD
1.12.	Aft-mkt	UiPath Inc	10/22 Q3	-0,019 USD
1.12.	Aft-mkt	Marvell Technology Inc	10/22 Q3	0,587 USD
1.12.	Aft-mkt	Zscaler Inc	10/22 Q1	0,26 USD
1.12.	Aft-mkt	Veeva Systems Inc	10/22 Q3	1,079 USD

Zdroj: Bloomberg

Bef-mkt: firma zveřejní výsledky před otevřením příslušného trhu.

Aft-mkt: firma zveřejní výsledky po zavření příslušného trhu.

Odhady firemních výsledků jsou reprezentovány ziskem na akcii v jednotce příslušné měny.

Disclaimer

Patria Finance
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 111
regulovaná ČNB

Patria – institucionální klienti
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 151
regulovaná ČNB

Patria – retailoví klienti
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 240
regulovaná ČNB

Patria - Research
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 128
regulovaná ČNB

Informace pro klienty skupiny Patria

Původ dokumentu:

Tento dokument je investičním doporučením (investičním tipem) připraveným analytickým oddělením (expertní tým) společnosti Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria Finance“), licencovaným obchodníkem s cennými papíry regulovaným Českou národní bankou. Expertní tým zahrnuje analytiky: Tomáš Vlk, Branislav Šoták, Ján Hladký. V případě, že se na přípravě dokumentu nebo analýzy podílely i jiné osoby nežli analytici společnosti Patria Finance, jsou tyto osoby uvedeny v těle dokumentu.

Datum a čas vytvoření a distribuce:

Datum a čas výše uvedené komunikace je datem a časem dokončení investičního tipu a datem a časem jeho prvního zveřejnění, pokud není uvedeno jinak; je to zároveň odpovídající datum a čas cen, pokud jsou uvedeny v tomto investičním tipu. Investiční tip je vytvořen k datu a času svého zveřejnění, pokud není uvedeno jinak. Investiční tip je aktuální, dokud není vyřazen ze seznamu investičních tipů. Patria Finance se nezavazuje aktualizovat investiční tip v žádný předem určený čas nebo v předem určené frekvenci.

Seznam všech investičních tipů vytvořených Expertním týmem na jakýkoli investiční nástroj či jeho emitenta za posledních 12 měsíců je dostupný [ZDE](#).

Patria Finance bude provádět periodické aktualizace v závislosti na vývoji dané společnosti, jejich oznámeních, tržních podmínkách a dalších veřejně dostupných informací.

Metoda oceňování:

Expertní tým k vytváření investičních tipů využívá vlastní screening společností z indexů Stoxx Europe 600 a S&P 500, který počítá vážené skóre valuace a výhledu pro růst jednotlivých firem relativně k trhu a také relativně v každém sektoru. Data využívaná ke screeningu jsou z většiny z databáze Bloomberg. Cílem tohoto procesu je prohledat zmíněné indexy z pohledu "mimořádného růstu za rozumnou cenu".

Výstupem je seřazení sektorů a individuálních společností ve 2D prostoru podle jejich relativní hodnoty a růstového potenciálu, což umožní posouzení jejich relativní atraktivity. Společnosti z obou zmíněných indexů jsou prověřovány s využitím sedmi růstových metrik (oček. tržby, oček. EPS, revize EPS za poslední 4 týdny – indikace fundamentálního momenta, oček. provozní marže, oček. zisková marže, oček. změna ziskové marže, RoE) a sedmi hodnotových metrik (oček. EV/tržby, oček. P/E, PEG (P/E k oček. dlouhodobému růstu), výnos volného cash flow, EV/EBITDA, P/B, dividendový výnos).

Výstup je předmětem následného výběru Expertním týmem na základě standardních oceňovacích technik, jako jsou DCF, DDM, porovnávání ve skupině srovnatelných společností (MBV, RoE/CoE, EV/IC ku ROIC/WACC, se zaměřením na zajímavé investiční příběhy a dlouhodobý růstový potenciál. Popis zmíněných standardních oceňovacích technik je k dispozici [ZDE](#).

Především v případě krátkodobých investičních tipů Expertní tým přihlíží také k dalším proměnným, které jsou těžko modelovatelné. Zahrnují momentum (pozitivní/negativní tržní sentiment směrem ke společnosti, projevený v silné tendenci zvyšovat/snižovat expozici), finanční výsledky (zda výsledky povedou ke zlepšení/zhoršení tržních konsenzuálních odhadů), zprávy/události (například o fúzcích, akvizicích, projevech vyšší moci, změnách regulace) nebo technické signály (standardní ukazatele jako technická podpora/resistence, prolomení dlouhodobých trendů na grafech).

Investiční tipy Patria Finance jsou principiálně zaměřené pouze na dlouhé pozice, proto v posledních 12 měsících bylo 100 % doporučení ve směru Koupit (tj. očekávaný celkový výnos vč. dividend 5 % a více). Když investiční tip přestane být aktuální, Patria Finance ho vyřadí ze seznamu investičních tipů. Vyřazené tipy včetně celé historie jsou následně dostupné [ZDE](#). K investičnímu tipu se neváže konkrétní zveřejňovaná cílová cena.

Konflikt zájmů:

Investiční tip není připravován v souladu s požadavky právních předpisů, které jsou určeny k vytváření nezávislého investičního výzkumu, a není předmětem zákazu obchodování před vlastní distribucí. I přesto byl tento dokument i další dokumenty připravované Expertním týmem vytvořeny v souladu s pravidly pro zamezení střetu zájmů.

Propojené entity a jednotlivá oddělení Patria Finance mohou uskutečňovat investiční rozhodnutí, která nejsou konsistentní s investičními doporučeními Expertního týmu nebo názory vyjádřenými v daných dokumentech. Investoři by proto měli tento daný investiční tip považovat pouze za jeden z několika faktorů při svých investičních rozhodnutích.

Patria Finance nebo její zaměstnanci mohou uskutečňovat nebo vyhledávat možnosti k realizaci obchodů se společnostmi, které jsou v konkrétních analýzách zmiňovány. Patria nebo s ní propojené osoby se tak mohou dostat do střetu zájmů, který může ovlivnit objektivitu daných analýz.

Není-li v dokumentu uvedeno jinak, Patria nemá významný finanční zájem na žádném z investičních nástrojů nebo strategií, které jsou v analýzách uváděny.

Tituly uvedené v analýzách představují investiční tipy analytiků Patrie. Doporučení makléřů Patrie či jiných zaměstnanců Patrie, ohledně těchto titulů v konkrétním okamžiku však mohou být odlišné, a to zejména s ohledem na (i) investiční profil konkrétního klienta Patrie, kterému je poskytována služba investičního poradenství, ale také s ohledem (ii) na současný, resp. očekávaný budoucí vývoj na finančních a kapitálových trzích.

Část analytického týmu vytvářející investiční tipy je fyzicky oddělena od dalších oddělení Patria Finance a jiného byznysu. Celý analytický tým podléhá pravidlům pro vytváření a distribuci investičních doporučení, pravidlům obsažených v etickém kodexu, politice poskytování a přijímání darů, pravidlům pro zamezení střetu zájmů, pro podniky a pro odměňování. Analytický tým se dále řídí pravidly informačních bariér včetně pravidel jejich překračování, pravidly pro distribuci, pravidly osobních obchodů (PAD) a přísně oddělenému reportování přímo generálnímu řediteli Patria Finance.

Informace o tom, zda Patria nebo s ní propojené osoby (zejména společnosti ze skupiny Patria Finance):

- (1) působí jako tvůrce trhu ve vztahu k finančním nástrojům některé ze společností v analýze zmíněné („emitenta“);
- (2) zajišťují likviditu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
- (3) obdržely od emitenta kompenzaci za služby investičního bankovníctví;
- (4) mají přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta přesahující pět procent;
- (5) mají čistou pozici (dlouhou nebo krátkou) převyšující půl procenta na základním kapitálu emitenta;
- (6) v posledních dvanácti měsících byla vedoucím manažerem nebo spolu vedoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- (7) má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení;
- (8) seznámila emitenta s danou analýzou před jejím rozšířením, resp. zda byla na základě toho daná analýza upravena;

jsou uveřejněny zde:

Společnost

Střet zájmů

Patria Finance ani entity ze skupiny KBC nemají žádnou korporátní dohodu s emitentem akcií, na které Patria Finance vydala expertní doporučení, a proto Patria Finance neoznamuje podíl doporučení Koupit/Držet/Prodat (či ekvivalentů) za posledních 12 měsíců a podíl emitentů odpovídající každé z této kategorií, se kterými měla za posledních 12 měsíců vztah v investičním bankovníctví.

Odměna analytiků:

Členové Expertního týmu jsou odměňováni dle různých kritérií, včetně kvality a přesnosti analýz, spokojenosti klientů, konkurenčních faktorů a celkové ziskovosti Patria Finance, což zahrnuje i zisky odvozené od tržeb z investičního bankovníctví. Žádná část odměn těchto analytiků nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními doporučeními nebo názory vyjádřenými v daných investičních tipech.

Rizika a další všeobecné informace:

Patria Finance při přípravě dokumentu vycházela z důvěrných externích zdrojů, avšak za úplnost a přesnost takto převzatých informací neodpovídá. Tento dokument může být změněn bez předchozího upozornění.

Analýzy poskytují pouze obecné informace. Nepředstavuje nabídku k nákupu či prodeji Finančních nástrojů. Zmíněné finanční nástroje nebo strategie nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení v analýze uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých klientů, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní finanční nástroje nebo strategie konkrétním investorům.

Analýzy jsou připravovány primárně pro investory, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí a budou se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů v uvedených dané analýze rozhodovat samostatně, zejména na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace. Analýza by neměla být jediným podkladem pro investiční rozhodnutí.

Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství, o vhodnosti investic do jakýchkoli finančních nástrojů, jiných investic nebo investičních strategií v dané analýze zmíněných nebo doporučených v analýze. Hodnota, cena či příjem z uvedených aktiv se může měnit anebo být ovlivněna pohybem směnných kurzů. V důsledku těchto změn může být hodnota investice do uvedených aktiv znehodnocena. Úspěšné investice v minulosti neindikují ani nezaručují příznivé výsledky do budoucna.

Jurisdikce mimo Českou republiku:

Analýzy jsou určeny k distribuci na území České a Slovenské republiky, případně jiných zemí Evropské unie. Distribuce konkrétních analýz vůči veřejnosti mimo Českou a Slovenskou republiku může být omezena právními předpisy příslušné země. Osoby, do jejichž dispozice se daná analýza dostane, by se tedy měly řádně informovat o existenci takového omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země.