

Lepší vrabec v hrsti

Investiční tipy

2. března 2023

Téma

V minulém videu k *Investičním tipům* jsme se spolu s T. Vlkem zamýšleli nad eventualitou, že se tržní režim z taktického hlediska opět mění. Primárním důvodem je překvapivě odolná globální ekonomika, která prozatím odsouvá obavy z recese, přestože ty si konečně plíživě nacházejí cestu alespoň do tržního konsenzu ohledně korporátních zisků. Odvrácenou stranou mince jsou však přetrvávající inflační tlaky, které se již v USA stihly projevit na úrovni PPI, CPI i Fedem preferované PCE. Ani zbytek světa přitom bohužel nestojí stranou, podobný problém řeší Japonsko, Austrálie a také Evropa. Do hry tak opět rázněji promlouvají centrální banky, které trh v některých případech (např. u Fedu) paradoxně již takřka odepsal. Znovu se mění tržní očekávání o budoucí trajektorii úrokových sazeb a „vyšší po delší dobu“ (neboli *higher-for-longer*) se z pohledu trhu stává reálnou možností, což nejspíš potvrdí i nové březnové *dots* z dílny Fedu.

Faktorové investování
Hodnota na úkor růstu
MSCI Value vs MSCI Growth

Trh jako takový tak dost možná čeká další korekce, když padá jeden z pilířů optimistické teze posledních měsíců v podobě očekávaných nižších úrokových sazeb. V souvislosti s tím je z našeho pohledu celkem pravděpodobné, že se načas vrátíme do tržního režimu loňského roku, kdy měla po letech strádání hodnota většinou navrch nad růstem (obr.1). **V grafu níže bychom tudíž nyní sázeli na obnovený růst.**

Obr.1: MSCI Value/MSCI Growth Index



Zdroj: Bloomberg, Patria Finance

Tomáš Vlk
Head of Research
vlk@patria.cz

Branislav Soták
Senior Equity Analyst
sotak@patria.cz

Ján Hladký
Equity Analyst
hladky@patria.cz

PATRIA
FINANCE

Z fundamentálního hlediska jsou k tomu dobré důvody. Vyšší úroky zvedají diskontní sazby, což ovlivňuje disproporcionálně více růstové segmenty trhu, neboť u nich má vzdálenější budoucnost relativně větší podíl na celkovém očekávaném cash flow z investice (právě díky jeho rychlému růstu). Tento typ firem navíc častokrát dostává na trhu větší či menší valuační prémii, opět právě díky svému rychlému růstu, který je trh obvykle ochoten náležitě ocenit. Inverzně to ovšem taky znamená, že ziskový výnos (*earnings yield*, neboli obrácený P/E poměr, čili E/P, tedy generovaný procentuální zisk na investovanou jednotku měny) bude obecně nižší a tím pádem hůře konkurenceschopný v prostředí rostoucích bezrizikových výnosů. Jinými slovy, **holub na střeše nebude tolik lákat, pokud vrabec v hrsti náležitě ztloustne. Roli vrabce po dlouhých letech nyní se ctí zastane krátký konec dolarové výnosové křivky s výnosem do splatnosti na úrovni cca 5 % p.a.**

Protože se ale v těžších chvílích na trhu ohání hodnotou kdekdo, přičemž většinou zůstává u poměrně vágních formulací, **připravili jsme** v tomhle vydání *Tématu celkem konkrétní hodnotový průřez napříč aktuální podobou Investičních tipů* (viz. tabulka níže). Aktuálně atraktivní hodnotové atributy jsou v tabulce vyznačeny zeleně.

Z tabulky lze vyčíst ledacos, ale z našeho pohledu je hlavním poselstvím **pokračující koncentrace hodnoty v energetickém a automobilovém sektoru**. Hodnotový triumvirát doplňovaly po valnou část loňska také (evropské) banky, ale při letmém pohledu na sektorovou jedničku BNP Paribas je zřejmé, že zuřivá rally posledních zhruba pěti měsíců (v zády s optimističtější ekonomickým výhledem a vyššími sazbami) notnou část tohoto valuačního diskontu umazala.

Z regionálního hlediska má navrch Evropa (potažmo Čína), což je také důvod, proč vypadá nejlépe zrovna cyklická část *Investičních tipů*.

A jedna poznámka na závěr, hluboké valuační diskonty oproti historickým průměrům (třetí sloupec) dávají tušit, jak velká vlastně byla covidová bublina. **Dlužno dodat, že návrat k vrcholovým valuacím považujeme za stávající monetární politiky za nereálný.**

Otevřené dlouhodobé tipy

Společnost	FY23 P/E	Premium/Discount vs 5yr AVG*	Premium/Discount vs Sector**	DY	FCF yield***	Earnings yield
Cyklické						
BNP Paribas	7,7x	-3%	-8%	6%	9%	13%
London Stock Exchange	23,5x	-61%	+83%	1,4%	14,5%	4%
Intercontinental Exchange	18,8x	-30%	+50%	1,7%	6,4%	5%
S&P Global	27,4x	-13%	+85%	1%	17%	4%
iShares 20+YR Treasury Bond ETF	n/a	n/a	n/a	3,3%	n/a	n/a
PepsiCo Inc	24,3x	-3%	+20%	2,6%	2,3%	4%
Bath & Body Works Inc	13x	+12%	-49%	1,9%	7,5%	8%
Stellantis	3,7x	-25%	-34%	8%	22%	27%
Volkswagen	4x	-49%	-29%	6%	36%	25%
Royal Dutch Shell	6,5x	-56%	-5%	4%	15%	16%
Total	5,5x	-66%	-19%	5%	19%	18%
BP plc	6,2x	-86%	-9%	4%	23%	16%
Engie SA	9,2x	n/a	-32%	10%	4%	11%
Rolls Royce	39x	n/a	+109%		10%	3%
Cyklické/Strukturální						
MasterCard	29,2x	-25%	+25%	0,6%	3%	3%
Walt Disney	24,8x	+24%	+59%		0%	4%
Alphabet	16x	-40%	+3%		5%	6%
Meta Platforms	14,5x	-36%	-7%		4%	7%
Berkshire Hathaway	22,1x	-26%	+23%		n/a	5%
PayPal Holdings	15,1x	-52%	-35%		6,5%	7%
Strukturální						
Palantir Technologies	40x	n/a	+72%		1%	3%
Baidu	14,7x	-41%	-37%		5%	7%
Microsoft	26,9x	-12%	-9%	1%	3%	4%
Adobe Inc	21x	-56%	+15%		5%	5%
Amazon	33,6x	-60%	+33%		-2%	3%
Alibaba	11,5x	-48%	-54%		7%	9%
Allegro.eu	n/a	n/a	n/a		2%	n/a
iShares Global Clean Energy ETF	n/a	n/a	n/a	0,4%	n/a	n/a
AMD	25,9x	-65%	+11%		2,6%	4%
ASML Holding	31,7x	-19%	+36%	1%	3%	3%
Cellnex Telecom	n/a	n/a	+43%		n/a	n/a
Biomarin Pharma	44x	n/a	+160%		-0,3%	2%
Danaher Corp	24,7x	-32%	+45%	0,4%	4%	4%
IQVIA Holdings	20x	-66%	+17%		4%	5%
Roche	14x	-30%	-20%	3,5%	6,6%	7%
Philips	15,2x	-28%	-13%	5%	-4,5%	7%
UnitedHealth Group	19,4x	-16%	+14%	1,4%	5%	5%
Vanguard Health Care ETF	n/a	n/a	n/a	1,7%	n/a	n/a
				FY22 P/B	5yr AVG	
S&P 500 Index	18x	-18%		3,9x	3,8x	6%
Stoxx Europe 600 Index	13x	-25%		2x	1,9x	8%
2YR Treasury YTM						4,9 %
10YR Treasury YTM						4 %

*10yr, pokud 5yr není dostupný

**P/B pro finanční sektor a Cellnex, Berkshire vs S&P 500

***RoE pro finanční sektor

****Tabulka je sestavená na základě cen z 27.2.2023

Zdroj: Bloomberg, Patria Finance

Disclaimer

Pro další informace viz <http://www.patria.cz/disclaimer.html>

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 Soták, 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, jejích oznámeních, tržních podmínkách a dalších veřejně dostupných informacích.

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 fúzích, akvizicích, projevech vyšší moci, změnách regulace) nebo technické signály (standardní ukazatele jako technická podpora/rezistence, 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 vytvořen 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.

Autor investičního tipu potvrzuje, že na svém účtu nemá žádné zmíněné finanční instrumenty.

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 pobídky 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 veřejně 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 jakýchkoliv 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.