Co když se Fed nemýlí

Investiční tipy

30. června 2023

Téma

V minulém vydání jsme se zamýšleli nad eventualitou, že se Fed mýlí. Ale co když se přece jenom nemýlí? To by znamenalo, že ekonomika projde jen mírnou, nebo dokonce žádnou recesí, což by Fedu umožnilo udržet měnovou restrikci za účelem normalizace inflace v souladu se svou prognózou. Té trh po valnou většinu letoška nevěřil, obzvláště pak po březnových problémech amerického bankovního sektoru. Mezitím se ovšem pod tíhou dat a rétoriky Fedu změnilo i tržní očekávání reflektované v cenách úrokových futures kontraktů. S nižšími sazbami se najednou do konce roku nepočítá (obr.1). Do ohně navíc posledně přilil i J. Powell, který se nechal slyšet, že případné snižování sazeb je ještě pár let vzdálené. Dovolte nám jízlivou poznámku, že od nejvyššího představitele hlavní globální monetární autority, která byla celý rok a půl výrazně za křivkou, jde o vyjádření přinejmenším odvážné. Vzpomeňme třeba dnes už legendární covidové ujištění, že úrokové sazby zůstanou u nuly až do roku 2023. Že je kredibilita Fedu, kulantně řečeno, nalomená, jde ostatně vidět i z grafu. Cyklus uvolňování by měl začít již v 1Q24 a pak postupně nabírat na obrátkách.

OUT

Meta Platforms Inc

IN

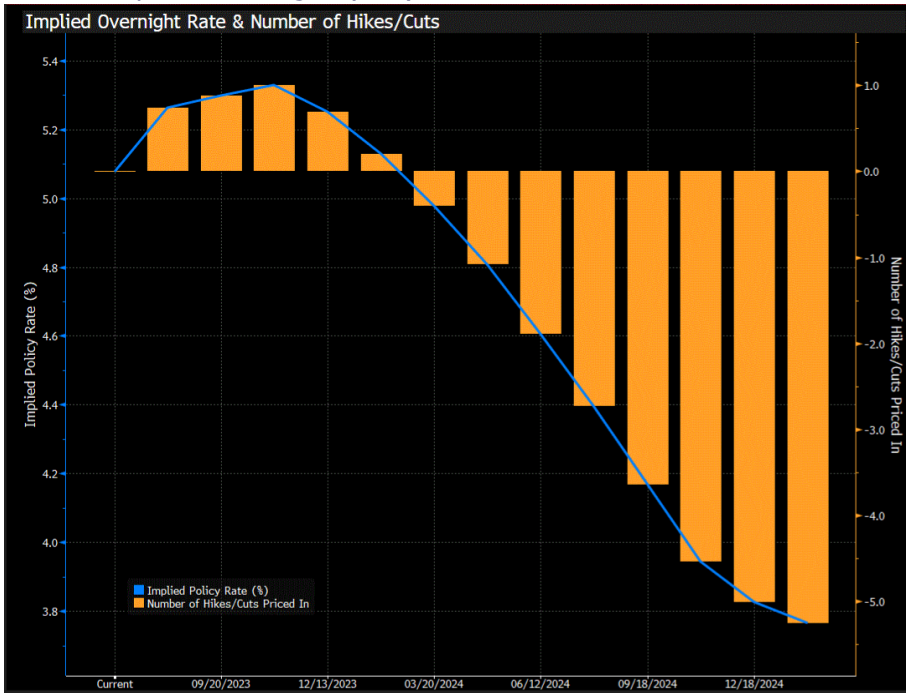
JPMorgan Chase & Co

Bank of America Corp

Deutsche Telekom AG

Enphase Energy Inc

Obr.1: *Implied overnight (Fed) rate*



Zdroj: Bloomberg

Tomáš Vlk
Head of Research
vlk@patria.cz

Branislav Soták
Senior Equity Analyst
sotak@patria.cz

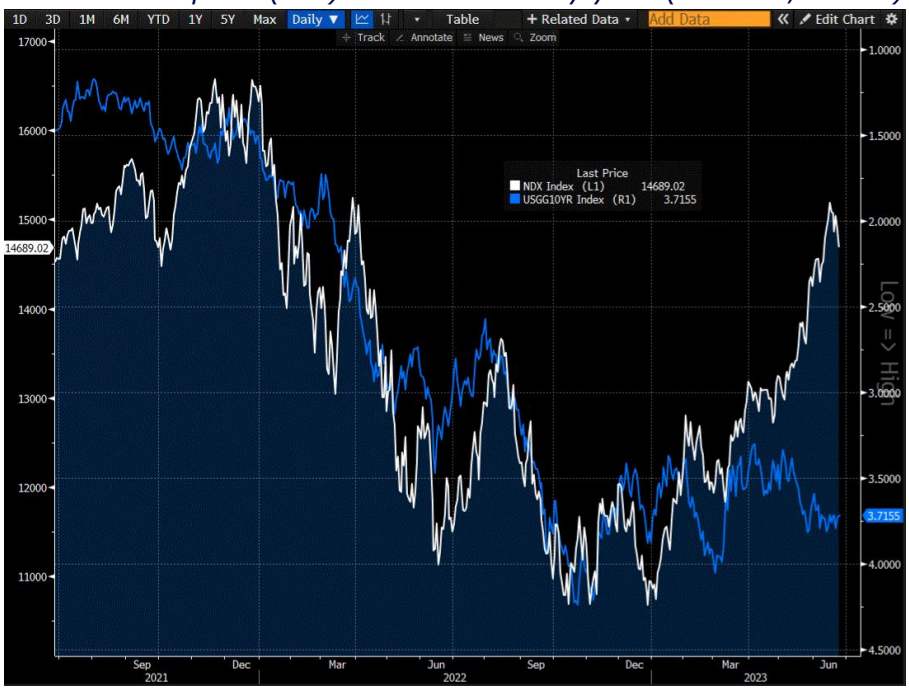
Ján Hladký
Equity Analyst
hladky@patria.cz

PATRIA FINANCE

Stále můžeme jenom spekulovat, co by mělo být příčinou. Ale protože se pro účely tohoto textu zabýváme variantou, že se Fed nemýlí, budeme dále předpokládat, že inflace (a s ní i sazby) bude normalizovat takříkajíc „lineárně", nikoliv skokově kvůli recesi, přestože výnosová křivka v hluboké inverzi přímo křičí, že správně je b.

Pokud se na akciových trzích v průběhu roku v stále větší míře diskontuje varianta měkkého přistání v kombinaci s (alespoň krátkodobě) vyššími úroky, řekli byste, že navrch budou mít nejspíš hodnotové části trhu, ideálně šmrncnuté ekonomickým cyklem. Jenomže to je špatně, protože #AI. Obáváme se, že lepší vysvětlení nemáme, jakkoliv si zástupci velkého techu zaslouží určité uznání za stabilizaci businessu, i díky rozsáhlým nákladovým škrtům. Letošní prudká rally, která táhne vzhůru i zbytek trhu, stojí v podstatě celá na valuacích, dluhopisovému trhu navzdory (obr.2).

Obr.2: *Nasdaq 100 (bílá) vs 10YR Treasury yield (inverted, modrá)*



Zdroj: Bloomberg

Přestože my v základním scénáři s recesí nadále počítáme, naše obavy byly, zdá se, předčasné. Dle dostupných dat se ekonomika stále jakžtakž drží a s nástupem recese nelze počítat dříve než na přelomu roku.

Jako nejbezpečnější nám tudíž nyní vychází sázka, že se rozevřené nůžky v nejbližších měsících zavřou. Pokud jste v táboře *recese*, nabízí se výběr zisků, které lze přetočit třeba do dluhopisů, např. **v dluhopisovém ETF (TLT), které je součástí našich *Investičních tipů*. Ovšem kvalitních emisí, které dosahují alespoň na *earnings yield* trhu (obrácené P/E) je nyní nepřeberně.**

Copyright © 2023 Patria Finance, člen skupiny KBC

Zajímavější však možná bude druhá varianta, která se opírá o představu více či méně měkkého přistání a spočívá v rotaci od prémiově naceněného big (a spekulativního) techu k cykličtějším částem trhu, které jsou valuačně o poznání atraktivnější a za rally taženou několika málo technologickými jmény výrazně zaostaly.

Nahrává tomu i empirická zkušenost, kdy po periodách, kdy se trh opírá o stále menší počet titulů (tj. tzv. šířka trhu klesá), zpravidla přichází konsolidace, kdy se pomyslné nůžky postupně zavírají. Může k tomu dojít skrze propady na vrcholu pyramidy, stejně jako tím, že se k rally postupně přidává širší část trhu. Ostatně ne nepodobně závěru roku 2021. Představa měkkého přistání by přitom nahrávala druhé variantě. Vrchol pyramidy zosobněný velkým techem (primárně AAPL, MSFT, AMZN, GOOGL, TSLA, META, NVDA) navíc někdy od dubna zcela ignoruje vývoj na trhu s výnosy (obr.2); případné procitnutí by pak určitě bylo cítit napříč trhem.

Jak jsme už několikrát psali, zisky se vybírají nejlíp tam, kde jsou největší. V souladu s tím zavíráme přesně po roce nákupní doporučení na akciích **Meta Platforms** s **+75%** výnosem od zařazení. Díky AI horečce akcie obchodují nyní již výrazně nad férovou hodnotou v našem DCF modelu. Pro zajímavost, ani pokud budeme v našich předpokladech o poznání benevolentnější, nedostaneme se s férovou hodnotou nad aktuální spotovou cenu (282 USD). Nákladová kúra má holt své limity, s nižšími sazbami přitom nelze v krátkém horizontu počítat.

Na druhé straně, vyšší sazby za předpokladu měkkého přistání (nebo alespoň opožděné mírné recese) jsou přímo vodou na mlýn bankovnímu sektoru. Jenže zatímco v Evropě tento příběh spolehlivě funguje, v USA zasažených březnovou krizí regionálních bank nikoliv. Z našeho pohledu ale není banka jako banka a ty systémově důležité mají, co se týče depozit, daleko pevnější půdu pod nohama díky implicitním garancím ze strany regulátorů. Regionální krize přitom vytvořila pro celý sektor určitý rizikový polštář co do valuací. Čerstvou vzpruhou pro sektor je úspěšné složení posledního kola zátěžových testů z dílny Fedu. Všechny velké banky prošly testovaným scénářem s 10% nezaměstnaností a 40% poklesem hodnoty komerčních nemovitostí, přestože některým hrozí vyšší kapitálové požadavky.

Což ovšem není případ našich dvou favoritů **JPMorgan** a **Bank of America**, kteří dle výsledku zátěžových testů disponují naopak extra kapitálovým polštářem v rámci SCB (*stress capital buffer*) ve výši 110 bps, resp. 90 bps z RWA (rizikově vážená aktiva). Obě banky tak nyní mají alespoň 110 bps přebytečného CET1 kapitálu vůči minimálním regulatorním požadavkům v rámci testovaného zátěžového scénáře; navíc už po započtení +50bps pro systémově

 Copyright © 2023 Patria Finance, člen skupiny KBC

důležité banky (G-SIBs) od 1. ledna 2024. Obě banky se tak po nějaké době vrací do našich *Investičních tipů*.

Pokud jsme dříve mluvili o hodnotě, nečekaná příležitost se objevila na akciích **Deutsche Telekom**. Plány Amazonu na poskytování mobilních služeb v rámci předplatného Prime poslali dolů akcie dceřiné T-Mobile US, což pocítily i akcie Deutsche Telekom. Titul nyní obchoduje s forward P/E u 10x a FCF výnosem na úrovni 20 %. S nízkým jednociferným růstem tržeb jde především o hodnotovou sázku.

Ovšem nebyli bychom to my, kdybychom se nepodívali i po něčem potenciálně výnosnějším. **Enphase Energy** není hodnotový titul v pravém slova smyslu, neboť obchoduje na 29x odhadovaných zisků pro FY23. Vysoký P/E poměr je částečně odrazem expirace dřívějších energetických tarifů v Kalifornii, které měly za cíl podpořit rezidenční investice do obnovitelných zdrojů. Nové tarify platné od 2Q23 jsou v tomhle ohledu méně výhodné, což v kombinaci s vysokými úrokovými sazbami citelně brzdí překotný růst uplynulých let. Jenomže akcie jsou oproti vrcholu o polovinu levnější, přičemž růst podpořený expanzí do Evropy, kde je po obnovitelných zdrojích silná politická poptávka, by měl v dalších dvou letech přesto atakovat 20 % p.a. Ocenění tak už v příštím roce klesá k 22x očekávaných zisků, což je spodní hranice pásma, ve kterém se valuace pohybovala v posledních pěti letech. Navíc se jedná o cyklický titul, jemuž by mělo vyhovovat jak případné měkké přistání, tak eventuální nižší sazby v příštím roce. V zádech má taktéž tzv. IRA (*Inflation Reduction Act*), který zavádí daňové úlevy pro investice do rozvoje obnovitelných zdrojů. S vládní podporou by v příštích letech mělo vzniknout 4-6 nových výrobních linek pro produkci mikro-inverterů, což je stěžejní business Enphase.

 Copyright © 2023 Patria Finance, člen skupiny KBC

PATRIA FINANCE

Nově otevřené dlouhodobé tipy

Společnost	Ticker	Datum zařazení	Vstupní cena
JPMorgan Chase & Co	JPM	29.06.2023	140,00 USD
Bank of America Corp	BAC	29.06.2023	28,42 USD
Deutsche Telekom AG	DTE	29.06.2023	19,95 EUR
Enphase Energy Inc	ENPH	29.06.2023	158,77 USD

Zavřené dlouhodobé tipy

Společnost	Ticker	Datum zařazení	Datum vyřazení	Celkový výnos
Meta Platforms Inc	META	29.06.2022	29.06.2023	+75%

Copyright © 2023 Patria Finance, člen skupiny KBC

Otevřené dlouhodobé tipy

Společnost	Ticker	Datum zařazení	Výnos od zařazení
Cyklické			
BNP Paribas	BNP	06.08.2021	9,5%
London Stock Exchange	LSEG	22.12.2021	22,8%
Intercontinental Exchange	ICE	24.02.2021	0,8%
S&P Global	SPGI	22.12.2021	-15,9%
iShares 20+YR Treasury Bond ETF	TLT	25.11.2022	-0,8%
PepsiCo Inc	PEP	25.11.2022	-0,2%
Bath & Body Works Inc	BBWI	25.11.2022	-4,9%
Stellantis	STLA	10.06.2020	94,5%
Volkswagen	VOW3	24.02.2021	-27,9%
Royal Dutch Shell	SHELL	08.04.2020	60,1%
Total	TTE	08.04.2020	55,8%
BP plc	BP	29.06.2022	16,0%
Engie SA	ENGI	25.11.2022	5,9%
Rolls Royce	RR/	10.06.2020	21,5%
Cyklické/Strukturální			
MasterCard	MA	27.03.2020	56,5%
Walt Disney	DIS	27.03.2020	-7,7%
Alphabet	GOOGL	27.03.2020	114,5%
Berkshire Hathaway	BRK/B	10.06.2020	71,8%
PayPal Holdings	PYPL	22.12.2021	-65,2%
Newmont Mining	NEM	09.05.2023	-13,0%
Strukturální			
Palantir Technologies	PLTR	24.02.2021	-43,2%
Baidu	BIDU	06.08.2021	-18,1%
Microsoft	MSFT	27.03.2020	123,8%
Adobe Inc	ADBE	25.11.2022	45,2%
Amazon	AMZN	27.03.2020	34,6%
Alibaba	BABA	27.03.2020	-55,7%
Allegro.eu	ALE	24.02.2021	-50,9%
iShares Global Clean Energy ETF	ICLN	24.02.2021	-31,6%
AMD	AMD	24.02.2021	31,3%
ASML Holding	ASML	08.04.2020	151,7%
Cellnex Telecom	CLNX	08.04.2020	-2,2%
Biomarin Pharma	BMRN	06.08.2021	14,1%
Danaher Corp	DHR	25.11.2022	-9,7%
IQVIA Holdings	IQV	22.12.2021	-17,6%
Roche	ROG	27.03.2020	-6,9%
Philips	PHIA	06.08.2021	-47,3%
UnitedHealth Group	UNH	29.06.2022	-7,6%
Vanguard Health Care ETF	VHT	24.02.2021	6,6%

Copyright © 2023 Patria Finance, člen skupiny KBC

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 bankovnictví;
(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 bankovnictví.

Copyright © 2023 Patria Finance, člen skupiny KBC

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 bankovnictví. 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 takovéhoto omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země.

 Copyright © 2023 Patria Finance, člen skupiny KBC

PATRIA FINANCE