

Návrat ke kořenům

Investiční tipy

17. ledna 2024

Téma

V Investičním výhledu pro letošní rok jsme psali, že letos na rozdíl od loňska nebudeme honit tržní betu, nýbrž alfu. A jako prostředek volíme variaci na tzv. *barbell* strategii. V tomhle smyslu je to pro nás něco jako návrat ke kořenům, neboť *stockpicking* vždy byl a bude jedním z pilířů naší investiční strategie.

Předtím, než přejdeme k představení našich nových investičních tipů, je tedy namístě vysvětlit, co to ta *barbell* strategie vlastně je. Pojem má původ na dluhopisových trzích, kde označuje portfolia, která kombinují velmi krátké splatnosti s velmi dlouhými. Střed výnosové křivky nemá v takových portfoliích žádné zastoupení. Distribuce výnosů v závislosti na splatnosti pak vytváří charakteristický tvar činky, odtud název *barbell* strategie. Motivací bývá expozice na (obvykle) výnosnější dlouhý konec křivky za cenu pouze limitovaného rizika, které je dáno krátkými splatnostmi v portfoliu. Výnosy z investic do krátkých a dlouhých splatností jsou totiž obvykle negativně korelovány, což je odrazem úrokového rizika. Při růstu sazeb totiž krátký konec jednoduše přerolujeme, zatímco dlouhé bondy ztrácí na ceně a naopak.

V prostředí akciových trhů má tento teoretický koncept trochu jinou podobu. Postuluje, že optimálního rozložení z hlediska výnosu a rizika lze v akciovém portfoliu dosáhnout kombinací velmi rizikových a takřka „bezrizikových“ investic.

Pokud abstrahujeme od inflace, je nasnadě, že nejbezpečnějším aktivem v portfoliu je hotovost. Během loňska jsme několikrát zmiňovali, že oproti letem minulým je hotovost navíc opět solidně úročená. I přes korekci výnosů v závěru roku je na dolarovém peněžním trhu stále k mání cca 5 % p.a. Jednou z možností, jak na tento výnos dosáhnout, je nákup **ETF BIL** (rodina SPDR od State Street), který má v podkladovém portfoliu pouze americké pokladniční poukázky se splatností od 1 do 3 měsíců. Ovšem hotovost, byť úročená, úplně nezapadá do konceptu našich Investičních tipů, a tak budeme na akciovém trhu hledat „bezpečnou“ alternativu k bondům, tj. tzv. *bond proxy*.

Aktuálně ji nacházíme např. v akcích telekomunikačního obra **AT&T**. Hlavním lákadlem AT&T je štedrá dividend (DY necelých 7 %), tj. akciová obdoba fixed income kupónu u dluhopisů. Jako typická telekomunikační společnost operuje i AT&T s poměrně vysokou finanční pákou (čistý dluh/EBITDA > 3x). Tyto dva atributy činí akcie AT&T pozitivně korelované s delšími dolarovými splatnostmi. Pokud jsou tedy úroky skutečně na vrcholu, s čímž

IN

AT&T Inc

LVMH SE

Advance Auto Parts Inc

počítáme, valuace ($P/E < 7x$) by neměla představovat problém. Co se týče fundamentu, jenž valuaci podepírá, ten se koncem roku stabilizoval a pro letošek společnost počítá s dalším zlepšením. Predikce pro růst volného cash flow (FCF) z loňských 16,5 mld. USD, které pokrývají dividendové potřeby, se opírají o lepší provozní trendy (primárně v 5G a fiber) a nákladové úspory, které by měly vyústit v mírný nárůst provozního zisku. Po loňských objemných investicích do spektra letos klesají i kapitálové požadavky. Počítá se s kapitálovými výdaji na úrovni 20 mld. USD proti loňským 24 mld. USD. Dividenda by tak měla být bezpečně pokryta. No a zatímco dividendový výnos indexu S&P 500 zdaleka nedosahuje na 10letý státní dluhopis (cca 4 %), AT&T ho naopak pohodlně převyšuje.

Větší riziko eventuálně vstoupí do portfolií s dalším novým doporučením, jímž je francouzské synonymum luxusu **Louis Vuitton Moet Hennessy**. Toto riziko je zejména cyklické povahy, když po tučných pandemických letech přichází hubenější post-pandemické vystřízlivění. A to doslova, neboť nejslabší čísla produkuje divize *Wines & Spirits*, která je ale nejmenší divizí holdingu. V USA se cyklus otočil už vloni v létě, na podzim se slabost dostala do Evropy. Do budoucna ovšem bude podstatněji Čína, a to nejenom lokálně, ale taky globálně skrze čínského turistu. Zatímco čínská ekonomika slábne a luxus obecně tam nyní nemá zrovna na růžích ustláno, LVMH prozatím nezaznamenala zhoršení trendu. Oproti covidovému roku 2021 trendují tržby z čínského spotřebitele o více než 40 % výš. V posledních dnech se navíc zdá, že práh bolesti pro čínské politbyro se přece jenom přiblížil. Centrální banka stojí prozatím stranou, ale na fiskální straně se zvažuje nová mimořádná emise dluhu o objemu cca 140 mld. USD, která by měla stimulovat ekonomiku. Pomoc se stabilizací potápajícího se akciového trhu slíbil státní fond, který spravuje prostředky o objemu 1,2 bil. USD.

LVMH má velmi loajální klientskou základnu, jejíž poptávka je cenově dosti neelastická, což dává holdingu velký manévrovací prostor při tvorbě cen. Provozní marže tak během této inflační periody vystoupala až nad 26 %. Vzhledem k tomu, že na knize je jen málo dluhu (čistý dluh/EBITDA $< 1x$), návratnost vlastního kapitálu (RoE) v posledních pěti letech (s výjimkou Covidu v 2020) konsistentně přesahuje 20 % (ROIC cca 20 %). To vše s valuací na úrovni cca 20x očekávaných zisků při vyšším jednocičném růstu tržeb a zisku. Aktuální valuace se pohybuje na úrovni 5letých minim.

Na pomyslné rizikové ose se nyní posuneme k tomu nejrizikovějšímu z nových investičních tipů. Rizikového proto, že u **Advance Auto Parts** (AAP) sázíme na obrat až doposud velmi špatně spravované společnosti, která operuje v dobrém odvětví. Stačí se podívat na akcie obou hlavních konkurentů (Autozone,

O'Reilly Automotive), které obchodují poblíž historických maxim. To AAP, která držela až do roku 2021 jakž takž krok, má za sebou hrozivý 75% propad od historických maxim.

Prodej náhradních dílů je přitom dosti necyklický business opírající se o růst HDP a stárí vozového parku. Obě proměnné hrají nyní odvětví do karet. Recese prozatím není na programu dne a průměrný věk americké automobilové flotily se postupně vyšplhal od dob Velké finanční krize ze zhruba 10 let až na aktuálních cca 13.

Jenomže u AAP bylo v posledních letech snad všechno špatně. Série zlých manažerských rozhodnutí postupně vedla k ztrátě tržního podílu, erodovala profitabilitu i generovaný cash flow. Konkurence naopak zbírala vavříny a zejména v případě Autozone alokovala generovaný cash flow namísto dividendy do agresivního zpětného odkupu akcií. Počet emitovaných akcií tak třeba u Autozonu klesl za poslední tři dekády o bezmála 90 %!

Začátek problémů se datuje už do roku 2014, kdy AAP převzala konkurenční General Parts včetně značek Worldpac a Carquest. Tato aktiva ovšem byla a dle všeho stále jsou méně profitabilní než zbytek společnosti, zamýšlená konvergence se nepovedla. Přestože transakce posílila tržby, AAP přišla o velkou část manévrovacího prostoru v podobě hrubé marže. Zatímco do roku 2014 společnost stíhala konkurenci s hrubou marží poblíž 50 %, po tristním loňsku je nyní o 10 p.b. níž. S nepovedenou akvizicí přistál na knize i nový dluh, u něhož bychom se na chvíli rádi přistavili. Na první pohled totiž vypadá hrozivě, poměr čistého dluhu k provoznímu zisku přesahuje 7x. Dle našeho názoru to ale s bilancí není až tak špatné. Za prvé, poměrový ukazatel vylétl primárně kvůli hlubokému propadu provozního zisku (více níže), s dluhem samotným se zas až tak moc nedělo. A za druhé, dlouhodobý dluh na knize skokově narostl po roce 2019, kdy vstoupily v platnost nové účetní standardy, které požadují, aby byly jako součást dluhových závazků reportovány i dlouhodobé provozní nájem. Ty tvoří více než polovinu celkového reportovaného dluhu společnosti. Jenomže nájem není tak úplně dluhem, tedy alespoň dojde-li k defaultu. Touto optikou tedy balance není zdaleka tak napákováná, jak by se mohlo na první pohled zdát.

Už jsme zmiňovali, že nejpálčivějším problémem společnosti je v současnosti profitabilita. Dalším z příkladů jsou provozní výdaje. Ty dosahují bezmála 40 % tržeb, zatímco konkurence operuje opět o téměř 10 p.b. níž. Přidejme neefektivitu v dodavatelském řetězci (přiznává samotný management), obtíže s přenosem rostoucích nákladů do koncových cen kvůli klesajícímu tržnímu podílu (a taktéž kvůli dalšímu nešťastnému rozhodnutí tlačit do popředí vlastní značky, což zákazníci nepřijali zrovna kladně) a přebujelý inventář

vyžadující přecenění, a máme víc než dostatek přebytečného tuku čekajícího na nákladovou dietu.

Tu by měli naordinovat noví CEO a CFO, kteří mají dostatek relevantních zkušeností z let strávených ve vele-úspěšných maloobchodních sítích Home Depot a Lowe's. Již letos by tak mělo dojít k 150 mil. USD úspoře nákladů, z čehož 50 mil. USD bude reinvestováno do odměn zaměstnanců. Součástí strategického plánu je i prodej méně profitabilních divizí Worldpac a Carquest, což by mohlo vynést nižší jednotky miliard dolarů.

Laťka je po hrůzostrašném loňsku opravdu nízko. Dva šokující profit warningy z 1H23 provázela výrazná redukce dividendy a první čistá ztráta za dlouhou řadu let ve 3Q23. Ta vyplynula z opravných položek k zásobám o objemu 119 mil. USD. To by se ve 4Q23 nemělo opakovat a tak počítáme s brzkým návratem do černých čísel. Cesta k ozdravení však bude ještě dlouhá a trnitá, protože konkurence nespí, ovšem management to má dle našeho názoru vo vlastních rukou, neboť odvětví se stále daří. Vzhledem k tržní kapitalizaci AAP, která klesla již pod 4 mld. USD, a necelým 2 mld. USD dluhu, nevylučujeme, že by se AAP mohla výhledově stát akvizičním cílem pro někoho z větších konkurentů, jejichž tržní kapitalizace se pohybují o řád výš.

Nově otevřené dlouhodobé tipy

Společnost	Ticker	Datum zařazení	Vstupní cena
AT&T Inc	T	17.01.2024	16,44 USD
LVMH SE	MC	17.01.2024	666,3 EUR
Advance Auto Parts	AAP	17.01.2024	61,4 USD

Zavřené dlouhodobé tipy

Společnost	Ticker	Datum zařazení	Datum vyřazení	Celkový výnos
------------	--------	----------------	----------------	---------------

Otevřené dlouhodobé tipy

Společnost	Ticker	Datum zařazení	Výnos od zařazení
Cyklické			
BNP Paribas	BNP	06.08.2021	15,9%
London Stock Exchange	LSEG	22.12.2021	35,6%
Intercontinental Exchange	ICE	24.02.2021	12,7%
S&P Global	SPGI	22.12.2021	-7,2%
iShares 20+YR Treasury Bond ETF	TLT	25.11.2022	-7,6%
JPMorgan Chase	JPM	29.06.2023	19,9%
PepsiCo Inc	PEP	25.11.2022	-9,7%
Advance Auto Parts	AAP	17.01.2024	
LVMH SE	MC	17.01.2024	
Stellantis	STLA	10.06.2020	139,9%
Volkswagen	VOW3	24.02.2021	-34,9%
Royal Dutch Shell	SHELL	08.04.2020	66,6%
BP plc	BP	29.06.2022	13,9%
Engie SA	ENGI	25.11.2022	9,4%
Cyklické/Strukturální			
Alphabet	GOOGL	27.03.2020	156,6%
Berkshire Hathaway	BRK/B	10.06.2020	84,2%
PayPal Holdings	PYPL	22.12.2021	-69,1%
Newmont Mining	NEM	09.05.2023	-25,0%
Strukturální			
Palantir Technologies	PLTR	24.02.2021	-38,4%
Baidu	BIDU	06.08.2021	-36,2%
Microsoft	MSFT	27.03.2020	160,9%
Amazon	AMZN	27.03.2020	61,1%
Alibaba	BABA	27.03.2020	-63,2%
Allegro.eu	ALE	24.02.2021	-52,2%
AMD	AMD	24.02.2021	88,8%
ASML Holding	ASML	08.04.2020	152,8%
AT&T Inc	T	17.01.2024	
Deutsche Telekom AG	DTE	29.06.2023	14,2%
Biomarin Pharma	BMRN	06.08.2021	19,9%
IQVIA Holdings	IQV	22.12.2021	-20,8%
Roche	ROG	27.03.2020	-15,7%
UnitedHealth Group	UNH	29.06.2022	0,7%

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 analytiku: 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 uvedených komunikací 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, projevový 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/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 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 uzavřenou 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.