

Investiční tipy

Kompletní přehled investičních tezí

10. července 2024

V průběhu letoška se nám postupně množila klientská poptávka po updatu investičních tezí v rámci Investičních tipů. A protože se snažíme vycházet klientům vstříc, níže uvádíme kompletní přehled investičních tezí. Resp. není úplně kompletní, protože té v průměru nejhorší záložce, tj. rozvíjejícím se trhům, se budeme věnovat příště v samostatné edici, neboť je to také úplně samostatný příběh, především v Číně.

Začneme tam, kde původní investiční teze buďto zdárně dospěla do cíle, nebo naopak nedošla naplnění. V úvodu tedy tituly, které náš seznam Investičních tipů tímto opouští.

Biomarin Pharmaceutical – doporučení zavíráme, protože naše investiční teze nedošla ani za 3 roky naplnění a další čekání považujeme za neproduktivní využití kapitálu. Trh s léky na vzácné genetické poruchy je z definice relativně malý, a tak je každé zaváhání o to víc cítit. Terapie jsou navíc velmi drahé, a tudíž náchylné k regulatorním tlakům, které hrozí po amerických volbách. Blízká budoucnost bude záviset především na zářijovém investorském dnu, kde bude pod drobnohledem zejména roadmap pro rozšíření indikací pro klíčový preparát Voxzogo (achondroplazie), což je ale opět během na delší trať. Naše teze ovšem padla s vlažným přijetím vývojově drahého Roctavianu, jemuž by v téhle fázi nejspíš více slušela divestice. Celkový výnos **+6,5 %**.

Iqvia Holdings – jeden z pohrobků pandemie a z našeho pohledu nevydařeného roku 2021, který byl jedním z nejslabších za celou 11-letou historii Investičních tipů. Tady asi nelze mluvit přímo o covidové bublině, valuace je ostatně i nyní vcelku příznivá, ale tempa růstu dosahovaná během pandemie jsou v nenávratnu. Skokové zrychlení během pandemie bylo bohužel až příliš závislé na „covidových“ tržbách a s jejím odezněním se postupně ukázalo jako neudržitelné. Titul je tak nyní oceněný zhruba na úrovni svého historického průměru a mnoho prostoru pro rychlou nápravu nevidíme. Celkový výnos **-20,7 %**.

London Stock Exchange – akcie jsou téměř v našem 10 GBP cíli, hlavní teze v podobě úspěšné integrace převzaté datové a analytické platformy Refinitiv byla splněna. Bereme profit. Celkový výnos **+38,8 %**.

Dlouhodobé investiční tipy

Aktuálně platný seznam

Update investičních tezí

OUT

Biomarin Pharmaceutical
Iqvia Holdings
London Stock Exchange
BP
Engie
Roche Holding

Tomáš Vlček
Head of Research
vlk@patria.cz

Branislav Soták
Senior Equity Analyst
sotak@patria.cz

Jakub Blaha
Equity Analyst
blaha@patria.cz

BP – britský ropný koncern i přes kladný výnos soustavně podstřeluje naše očekávání. Zatímco sektor postupně posouvá historická maxima, BP toho není schopen ani v obecně přejícím prostředí, kde OPEC drží mimo trh necelých 6 mil. bbl denně, a přestože se koncern chová velmi vstřícně k akcionářům. Z přebytečného cash flow (po pokrytí provozních a investičních potřeb) je alespoň 80 % alokováno akcionářům ve formě dividend (>5 %) a zpětného odkupu akcií (cca 6 %). Pro hodnotového investora téměř ráj. Ale to je právě ten problém. Pokud si akcie nijak zvlášť nevedou dnes, co teprve pokud se trh s ropou otočí. Veškerá pozitiva již trh zná (včetně dividendy a zpětného odkupu akcií až do konce příštího roku), zatímco třeba případné vítězství Trumpa v prezidentských volbách zavání zvyšováním americké produkce. Společnost navíc hodně spoléhá na rozvoj nízko-emisního businessu (zejména biopaliva a síť dobíjecích stanic), což něco stojí. A to až do té míry, že by provozní zisk v rámci divize měl v roce 2025 narůst na 3-4 mld. USD z 1 mld. USD v roce 2023. Trh je, zdá se, skeptický, a my také. Celkový výnos **+23,3 %**.

Engie – chtěli jsme dividendu a re-rating, zůstala jen dividendy, jakkoli štedrá (9 %). I když, i re-rating se pomalu dostavuje, ovšem ze špatného důvodu. Valuace sice roste, ale důvodem jsou klesající zisky. Normalizující evropský energetický trh a vítězství levice v předčasných francouzských volbách s růstem určitě nepomůžou. Ambiciózní investice do obnovitelných zdrojů na blízkém horizontu nenesou kýžené ovoce. Návratnost investic je poměrně malá (CROCI kolem 6 %) a FCF záporný. Ani 9% dividendy titul v Investičních tipech neudrží, neboť v Evropě dosahujeme historicky v průměru takřka dvojnásobného zhodnocení. Celkový výnos **+17,7 %**.

Roche Holding – švýcarský farmaceutický koncern je pro nás velkým zklamáním, neboť nejenže se mu nepovedlo nahradit skokový covidový nárůst tržeb (v diagnostické divizi), nad čímž se ještě dá přimhouřit oko, ale nebyl také schopen najít adekvátní náhradu k onkologickým blockbusterům Rituxan a Herceptin, jež v uplynulých letech přišly o patentovou ochranu. A to po dlouhou dobu více než čtyř let, během kterých jsme byli vůči společnosti shovívaví, neboť vývoj nových léků není sprintem. Růst tak postupně skomíral až k nynějším nízkým jednociferným hodnotám. Celkový výnos **-5 %**.

Nyní následuje slíbený přehled stále platných investičních tezí.

USA

PepsiCo

PEP

Doporučení bylo postaveno na silné cenotvorbě, která se v době stále ještě vysoké inflace (listopad 2022) projevila třeba tím, že 16% nárůst cen nebylo na prodejkách téměř znát. Nízká cenová elasticita poptávky za vysoké inflace na tou dobu ještě poměrně rozkývaných trzích se zdály být dostatečně lákavými atributy minimálně z hlediska diverzifikace. Od té doby postupně zpomaluje americký spotřebitel a prodejům nejspíš nepomáhá ani loňská spanilá jízda léků proti obezitě (Ozempic/Wegovy/Mounjaro), které vesměs fungují na principu menší chutě do jídla. Po započtení dividend jsme tak na doporučení aktuálně zhruba na svém.

iShares 20+ YR Treasury Bond ETF

TLT

Tady není co dlouze rozebírat. Byť mohlo být načasování o něco lepší, dlouhé americké bondy jsou zajištěním proti eventuální recesi, která by přinesla změnu větru do americké monetární politiky (rozuměj nižší sazby). Čekání zpřijemňuje bezmála 4% roční dividendu vyplácenou s měsíční frekvencí. Po započtení dividend jsme opět zhruba na svém.

Berkshire Hathaway

BRK/B

Holding snad ani není potřeba představovat. V Covidu jsme využili zřídka korekce a od té doby se vezeme, neboť pánové Buffett a Munger i v posledních volatilních letech dokazovali držet krok s trhem, a to i bez výraznějšího zastoupení u polovodičů.

Intercontinental Exchange

ICE

Burzovní operátor, pod něhož spadá třeba NYSE Euronext nebo Liffe, je jedním z pilířů moderních finančních trhů. Mimo obchodních a clearingových platforem je láková především datová množina, kterou společnost disponuje. Nevelmi šťastně načasovaná (květen 2022) akvizice softwarové a analytické firmy Black Knight (obsahuje hypoteční trh) tezi načas vykolejila, ale nyní jsme, zdá se, zpátky.

JPMorgan Chase

JPM

Už ani nevím, kde všude a kolikrát jsem zmiňoval, že JPMorgan je dle mého názoru nejlépe spravovanou bankou na světě. Není proto divu, že jsme si na ni počíhali loni během americké bankovní krize. *Case in point*, převzetí krachující First Republic znamenalo okamžitý účetní zisk ve výši bezmála 3 mld. USD.

PayPal Holdings

PYPL

Jeden z mála našich omylů, který je zosobněním pojmu *value trap*. Valuace nevypadala špatně už na 190 USD, jenomže když v odvětví zuří tvrdý konkurenční boj, který stahuje ceny i marže, a růst cílového trhu po covidu prudce brzdí, jen valuace zjevně nestačí. Lekce je to pro nás tvrdá, ale nyní už trh dle našeho názoru předbíhá fundament. Business se i díky nákladovým iniciativám v poslední době stabilizoval a momentálně generuje bezmála 10% FCF výnos. Balance pracuje s minimálním dluhem a FY24 P/E poměr je pod 14x. Tudiž počítáme minimálně s korekcí, tentokrát směrem vzhůru. Dlužno dodat, že v tomto případě jsme na doporučení už víceméně smíření se ztrátou a nyní už vyhlížíme jenom atraktivnější exit kolem úrovně 100 USD.

S&P Global

SPGI

Data jsou v moderní ekonomice konkurenční výhodou a bylo tomu tak už před nástupem AI. I proto jsme v oblasti finančních dat a analytiky přirozeně dospěli k sektorové jedničce, která vznikla v roce 2020 fúzí S&P Global a IHS Markit. Načasování ovšem nebylo ideální, protože S&P Global jakožto prémiově naceněný titul dosti výrazně pocítila nejrychlejší restriktivní monetární cyklus v historii. S vrcholem inflace a sazeb koncem roku 2022, resp. v pololetí 2023 se konečně začalo opět blýskat na lepší časy.

Alphabet

GOOGL

Aktuálně nejžhavější AI kolbiště není jenom o hardwaru (tj. s trochou nadsázky kdo má kolik železa od Nvidie) a LLM neuronových sítích, ale i o datech, na kterých lze tyto modely trénovat. Jen těžko bychom hledali robustnější datovou množinu než tu, kterou disponuje Alphabet, resp. Google. Proti ChatGPT staví model Gemini.

AT&T

T

S výhledem pro cyklický vrchol amerických úrokových sazeb a následné uvolňování (bez ohledu na důvod nebo načasování) jsme na trhu hledali tzv. *bond proxy* k dluhopisům. Našli jsme ji u telekomunikačního operátora AT&T. Hlavním lákadlem AT&T je štědrá dividenda (DY aktuálně necelých 6 %, při zařazení o procento výše), 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 počítáme, valuace (P/E cca 8x) by neměla představovat problém. Co se týče fundamentu, jenž valuaci podepírá, ten se koncem loňska 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 (4,4 %), AT&T ho naopak pohodlně převyšuje.

Newmont

NEM

Asi největší paradox v aktuální skladbě Investičních tipů. Ne proto, že bychom se mýlili v tezi ohledně Newmontu, ale zlato jakožto hlavní produkt společnosti se poslední dobou vůbec nechová dle zažitých pouček. Loni ještě korelace s reálnými dolarovými výnosy fungovala celkem dobře. Na podzim, když rostly, cena zlata klesala. Pokles v zimě přinesl růst ceny zlata. Letos se reálné výnosy prakticky nepohnuly a cena zlata již stihla překreslit historické tabulky. Za pohybem tak nejspíš budou centrální banky, obzvláště v rozvíjejících se ekonomikách. Tak jako tak, Newmont se už letos stihl nadechnout k 40 % odrazu ode dna, a to spíše navzdory než díky našim předpokladům. S vrcholem monetárního cyklu a následným poklesem sazeb by ale měla opět vstoupit do hry stará známá korelace s dolarovými výnosy. Produkce zlata by tak měla být o něco profitabilnější, a to i navzdory rostoucím (především energetickým) nákladům. K pokrytí provozních a kapitálových výdajů postačují Newmontu ceny na úrovni kolem 1500 USD/uncie. Společnost navíc usiluje i o neorganický růst. Z tohoto pohledu je nejvýznamnější loňská akvizice australské Newcrest Mining, která disponuje velkými depozity mědi. Ta by měla být dle naprosté většiny tržních odhadů v této dekádě ve strukturálním deficitu (na straně nabídky) zapříčiněným přechodem na obnovitelné zdroje energie (plus AI data centra). Vedení Newmontu dále spoléhá na nákladové synergie, které dokázalo odemknout i při předešlém převzetí Goldcorp v roce 2019. Newcrest hodlá do konce dekády zvýšit podíl mědi na tržbách ze současných cca 25 % na více než 50 %.

Advance Auto Parts

AAP

Jeden z posledních přírůstků do Investičních tipů je špatně spravovanou společností v dobrém odvětví. Nový perspektivní management se zkušenostmi z úspěšných obchodních sítí Home Depot a Lowe's, kde je podobně jako u AAP kritické efektivní řízení zásob a kamenných poboček, se již pustil do ozdravování, ale progres je zatím pomalý a nákladového tuku je stále víc než dost. Přiblížení se konkurenci by znamenalo mnohonásobný nárůst cash flow i čistého zisku. Doporučení patří mezi rizikovější, neboť sázíme na obrát dlouhodobě negativního trendu v podnikání.

Autozone

AZO

Na konci května 2024 jsme zařadili společnost AutoZone (AZO), specializující se na prodej autodílů, mezi naše dlouhodobé investiční tipy. Přestože akcie v tomto odvětví momentálně procházejí mírnou korekcí, stále věříme, že tento sektor je atraktivní a odolný vůči cyklickým výkyvům. AZO se díky své expanzi, 33 letům kontinuálního růstu tržeb a vysoké hrubé marži etablovala jako lídr na trhu. Naše investiční teze pro AZO je podložena následujícími faktory: dlouhodobým proakcionářským zaměřením společnosti, pomalejším nástupem elektromobility v USA, expanzí na trhy v Mexiku a Brazílii a růstem podílu u komerčních zákazníků. Rostoucí průměrný věk vozidel v USA zvyšuje potřebu jejich servisu, což pozitivně ovlivňuje tržby firem s autodíly. AutoZone neustále otevírá nové prodejny a zvyšuje efektivitu svého kapitálu. Další výhodou AZO je nízká potřeba hotovosti na rozvaze, jelikož dodavatelé akceptují platby až po prodeji zboží na prodejně. Vidíme rovněž velký potenciál růstu v segmentu „do-it-for-me“, který v roce 2023 tvořil pouze 25 % tržeb, zatímco zbylých 75 % pocházelo z „do-it-yourself“ divize. Díky své stabilitě a konkurenceschopnosti se AutoZone jeví jako atraktivní dlouhodobá investice, zvláště v kontextu aktuální korekce na jeho akciích.

Amazon.com

AMZN

Nejdřív to byl covid a migrace k e-commerce a cloudu (2020). Ty ovšem přinesly mimo krátkodobého skokového zrychlení tržeb i velmi nákladný investiční cyklus. Nákladová disciplína posléze vylétla tradičně po amazonovsku oknem, což se potkalo s restriktivním monetárním cyklem Fedu. Ani tehdy (rok 2022) jsme ovšem z doporučení necoukli, neboť s Amazonem už máme jisté zkušenosti. Jiný velký investiční cyklus z let 2013-2015 rovněž držel akcie dva roky na uzdě. Jakmile ale náklady přestaly předbíhat tržby, bylo najednou zřejmé, že Amazon má díky svým obrovským tržbám více možností, jak realizovat provozní páku. To samé se v divizi e-commerce děje nyní, částečně díky rostoucí přítomnosti v lukrativním reklamním segmentu. Nadto je AWS globální cloudovou jedničkou, což z něj činí primárního beneficienta masivních investic do rozvoje AI.

AMD

AMD

Loňský více než 200% meziroční růst data center segmentu Nvidie, spolu s bezmála 80% hrubou marží jsou obrovským lákadlem pro konkurenci. Pokud má nyní někdo alespoň teoretickou šanci vyzvat Nvidii, je to právě AMD se svou rodinou grafických akceleratorů MI300 (potažmo Broadcom se svými na míru dělanými AI clustery). Čipy od AMD by se dle našeho názoru mohly uplatnit v méně výpočetně náročných aplikacích, kde můžou konkurovat svou nižší nákladovou a energetickou náročností. Start zatím vypadá slibně. Z loňských nulových tržeb společnost nejdřív pro letošek guidance na 2 mld. USD, pak na 3,5 mld. USD, a nyní jsme už na 4 mld. USD,

příčemž limitujícím faktorem jsou dle vedení spíše produkční kapacity než poptávka. Pro srovnání, Nvidia nabíhala zhruba před 5-6 lety pomalejším tempem; to ale bylo v „dřevních“ dobách před ChatGPT. Nyní jsme už v roce 2024 a trh by si očividně přál od AMD víc.

Microsoft

MSFT

Vlastnický podíl v Open AI => ChatGPT => široké pole monetizovatelných aplikací napříč softwarovou nabídkou firmy, např. Office/GitHub Copilot, ChatGPT powered Bing, LLM aplikace v rámci cloudové služby Azure; to vše pomáhá udržovat rychlý cca 15% růst tržeb a zhruba 20% růst zisku (dlužno dodat z obrovského základu).

Palantir Technologies

PLTR

I v tomto případě sázíme na pokračující rozvoj AI, konkrétně AI Platform Palantiru. Platforma umožňuje integrovat data třetích stran s nadstavbou v podobě velkých jazykových modelů a další AI funkcionality. Kladného přijetí se platforma dočkala zejména v dříve se trápícím komerčním segmentu, kde přinesla čerstvý vítr a prakticky okamžitou markantní akceleraci tržeb i přes poměrně komplikovaný a nákladný sales proces, který je postaven na tzv. bootcampech, kde se platforma představuje potenciálním zákazníkům. Těch se letos zúčastnilo už cca 1000 organizací, přičemž jen v 1Q24 bylo uzavřeno 136 nových kontraktů (oproti 70 v 1Q23). Palantir letos v USA očekává minimálně 45% nárůst tržeb v komerčním segmentu (loni +36 % yoy zejména díky zpuštění AIP v druhé polovině roku). Vládní segment (zhruba polovina tržeb), do jehož střev moc nevidíme, protože hodně kontraktů podléhá utajení, neoplývá zdaleka takovou dynamikou, ale oproti pomalému loňsku by měl rovněž akcelarovat. Vzhledem ke globální bezpečnostní a geopolitické situaci počítáme s tím, že růst tohoto segmentu bude sice pomalejší, ale poměrně stabilní. Dosavadní slabší celková výkonnost (+3 %) je poplatná tomu, že jsme se bohužel nechali chytit do covidové bubliny v roce 2021. Investoři, kteří měli šťastnější načasování, budou ovšem nejspíš spokojeni, neboť titul je od předloňského dna o více než 300 % výše.

UnitedHealth Group

UNH

Největší americkou zdravotní pojišťovnu a jednu z největších firem na světě vidíme jako dlouhodobého „compoundera“ (CROCI, ROE > 20 %) s celkem příznivou valuací (FY25 P/E < 16x, čili diskontem vůči trhu), stabilním růstem (tržby cca 7 % p.a., EPS > 10 % p.a.) a bilancí takřka bez dluhu. Stagnaci akcií v uplynulých dvou letech připisujeme předešlému rychlému nárůstu (takřka +150 % od covidového dna) a v poslední době také nižší než očekávané úpravě ceníku v rámci vládního programu Medicare a riziku pro zdravotní sektor směrem k americkým volbám.

Evropa

Stellantis

STLA

Americko-italsko-francouzský automobilový koncern byl covidovou sázkou na to, že se obrátí, za který automobilka vděčí zesnulému CEO Marchionnemu, po pandemickém šoku zákonitě projeví, což se i stalo. Svižné ozdravení FCF vedlo k rychlému oddlužení bilance a posléze také k návratu k výplatě velmi štědré dividendy, která i po dosavadním +120% kapitálovém výnosu představuje cca 8% výnos. Přestože s hrozbou cel, rozbitým čínským trhem a drahým přechodem na elektromobilitu evropský automobilový sektor zrovna neprochází nejlepším obdobím (sektorový index od dubnového vrcholu -13 %, STLA -30 %), fundament nás u doporučení stále drží. Fwd P/E < 4x, FCF yield > 16 %, EV/EBITDA cca 1,5x, DY 8 %, růst nízký jednociferný, bilance s čistou hotovostí. Dlužno dodat, že mimo dosavadního 120% kapitálového výnosu je na doporučení za 4 roky dalších přes 80 % jen na dividendách a různých divesticích.

Volkswagen

VOW3

Myšlenka za největší evropskou automobilkou byla vlastně v něčem podobná Stellantisu (valuace neodpovídá schopnosti generovat pro akcionáře cash flow), načasování horší (pomalu vrcholící covidová „elektro-bublina“), exekuce od automobilky úplně nejhorší. Elektrická MEB platforma se zatím dočkala celkem vlažného přijetí, vývoj (plus software) navíc spolyká obrovské kapitálové výdaje. Automobilka trpí všemi aktuálními neduhy sektoru (viz. výše), které se negativně podepsaly zejména na dřívějším pilíři Audi. Zpomalením ale prochází také korunní klenot Porsche, které navíc nemá v Číně výrobní kapacity v případě zavedení cel. Pro minoritní akcionáře nevýhodná vlastnická struktura také nepomáhá. Výsledkem je hluboký valuační diskont vůči sektoru i trhu; fwd P/E cca 3x, FCF yield téměř 20 %, DY v příštím roce až k 10 %, na rozvaze čistá hotovost, tak proč to tedy nefunguje? Odpověď se dle našeho názoru skrývá v ukazateli CROCI, který na úrovni kolem 5 % poukazuje na velmi slabou návratnost investic (převážně) do elektromobility (pro srovnání, Stellantis je hodně přes 20 %). Přestože hlavní motivací za případným nákupem akcií VW je v tuto chvíli pouze diskontní valuace, zatím je naše doporučení spíše další tzv. value trap. Hrozivě vypadající kapitálovou ztrátu na úrovni -38 % mírní doposud vyplacené dividendy včetně té mimořádné z listingu Porsche dosahující téměř 30 %.

BNP Paribas

BNP

Největší evropská bankovní skupina je hodnotovou sázkou (P/E < 6x, P/TBV cca 0,7x s 11% ROTE) na pokračující příznivé úrokové prostředí po letech strádání se zápornými/nízkými úrokovými sazbami. Tenhle scénář celkem funguje, navíc s překvapivě odolnou

ekonomikou. Vyhlášení předčasných voleb francouzským aktivům neprospělo, ale vzhledem k výsledku (roztříštěný parlament) počítáme s alespoň pozvolným návratem na dřívější úroveň. K aktuálnímu 22% kapitálovému výnosu je naakumulováno dalších 25 % na dividendách.

LVMH

MC

Francouzské synonymum luxusu Louis Vuitton Moet Hennessy není potřeba dlouze představovat. Po tučných pandemických letech přišlo loni post-pandemické vystřízlivění, což jsme využili k oportunistickému vstupu. Nejslabší čísla momentálně 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. Nyní je pro změnu problémem Čína. Zatímco čínská ekonomika slábne a luxus obecně tam nyní nemá zrovna na růžích ustláno, LVMH zhoršení trendu prozatím celkem odolává. Nicméně, 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 velmi 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 jednociferním růstu tržeb a zisku (s výjimkou letoška, kdy je zpomalení na čínském trhu cítit a růst se tak pohybuje jen v lehce kladných vodách). Aktuální valuace je na úrovni 5letých minim.

ASML Holding

ASML

Praktický monopol v páteční oblasti výroby čipů těmi nejdokonalejšími výrobními procesy (rozuměj EUV litografie). Vývoj nové generace tzv. High NA přístrojů (high numerical aperture), které by měly udržet v platnosti Moorův zákon, byl všechno jen ne levný a trval 10 let. Pro zajímavost, první z dodaných High NA přístrojů směřoval koncem loňska do Intelu, který z hlediska vývoje úplně prospal poslední dekádu. Je to sice jenom anekdotický důkaz, ale celkem dobře ilustruje konkurenční výhodu a strategickou povahu produktu ASML. Objednávky daleko za horizontem roku 2025 -> robustní pricing power -> tučné marže.

Deutsche Telekom

DTE

Podle našeho názoru opět jasná jednička ve svém sektoru, tj. evropských telekomunikacích. Nemalou mírou se na tom podílí vlastnický podíl v americkém T-Mobile US. Načasování vstupu bylo dáno nečekanou příležitostí, která se objevila jako výsledek plánů Amazonu vstoupit na americký mobilní trh. Oznámení zasáhlo akcie T-Mobile US a zprostředkovaně také Deutsche Telekom. Deutsche Telekom je přitom operátorem, který stabilně generuje až 20% FCF výnos, a přitom vyplácí „jen“ cca 5% dividendu.

Shell

SHELL

Covidová sázka na nesmyslně nízké ceny ropy prozatím vychází nad očekávání. Aby ne, když Shell (stejně jako většina sektoru) opět prokázal nákladovou flexibilitu. Lekce z amerického břidlicového boomu v letech 2014-2016 byla pro sektor velmi tvrdá. Obdobné vzpruhy (myšlena cena ropy díky post-covidovému boomu a válce na Ukrajině) se již sektor nedočká a dynamika tak zákonitě zpomaluje, ale Shell generuje momentálně i tak přes 13% FCF výnos. Dividenda (4 %) v kombinaci s buybackem (6 %) dávají dohromady celkový 10% p.a. výnos pro akcionáře, který je vzhledem k našemu vstupu okořeněný výrazným compound efektem. Společnost navíc hodlá z nákladů osekát další 2 mld. USD, a podle nás je prostor i větší. Chvíli se ještě povežeme.

Společnost	Ticker	Datum zařazení	Kapitálový výnos od zařazení
USA			
PepsiCo Inc	PEP	25.11.2022	-12%
iShares 20+YR Treasury Bond ETF	TLT	25.11.2022	-10%
Berkshire Hathaway	BRK/B	10.06.2020	110%
Intercontinental Exchange	ICE	24.02.2021	28%
JPMorgan Chase	JPM	29.06.2023	48%
PayPal Holdings	PYPL	22.12.2021	-69%
S&P Global	SPGI	22.12.2021	-2%
AMD	AMD	24.02.2021	109%
Microsoft	MSFT	27.03.2020	207%
Palantir Technologies	PLTR	24.02.2021	3%
Alphabet	GOOGL	27.03.2020	241%
AT&T Inc	T	17.01.2024	15%
Newmont Mining	NEM	09.05.2023	-9%
Advance Auto Parts	AAP	17.01.2024	-6%
Amazon	AMZN	27.03.2020	110%
Autozone	AZO	06.06.2024	2%
UnitedHealth Group	UNH	29.06.2022	-5%
Evropa			
Stellantis	STLA	10.06.2020	118%
Volkswagen	VOW3	24.02.2021	-38%
LVMH SE	MC	17.01.2024	3%
BNP Paribas	BNP	06.08.2021	17%
ASML Holding	ASML	08.04.2020	281%
Deutsche Telekom AG	DTE	29.06.2023	19%
Shell	SHELL	08.04.2020	95%
Emerging markets			
Alibaba	BABA	27.03.2020	-60%
Allegro.eu	ALE	24.02.2021	-44%
Baidu	BIDU	06.08.2021	-42%

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, projevový v silné tendenci zvyšovat/snižovat expozici), finanční výsledky (zda výsledky povedou ke zlepšení/zhoršení tržních konsensuálních 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 nevztahuje 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 společností, 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 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 veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- (7) má s emitentem uzavřenu smlouvu 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 smlouvu 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.