Čínské ledy se hnuly

Šance pro tradery, nebo i investory?

Investiční tipy

Tematický report

11. října 2024

01

#Čína
#Rally
#BABA
#BIDU
#KWEB
#Hang Seng Index
#9115.HK
#LVMH
#Metals & Mining

Ačkoli je teprve začátek října, investoři do čínských akcií se letos dočkali Vánoc o pár měsíců dříve. Čínské úřady totiž oznámily nový balíček stimulačních opatření, která mají podpořit realitní a akciové trhy a zlepšit pošramocenou náladu investorů. Jen v září vzrostl index MSCI China o téměř 22 %, načež přišla týdenní odmlka čínského trhu kvůli svátku. A obnovený rozjezd akcií přinesl propad. Čínské akcie přesto zůstávají výrazně nad úrovní před stimuly a investorům vrtá hlavou řada otázek. Přišel čas dlouhodobějšího růstu akcií, nebo to byl jen další falešný start, který skončí masivním výkyvem? Budou stimuly stačit ekonomice k udržení 5procentního růstu a realitnímu trhu ke stabilizaci? Jsou čínské akcie stále valuačně levné, nebo už naopak drahé?

Nejprve se podíváme, jak vypadal čínský trh před stimulem. Ocenění před akciovým boomem se pohybovalo v oblasti „deep value". Baidu (BIDU, *Investiční tipy*) jste mohli získat za 7,5násobek, Alibabu (BABA, *Investiční tipy*) za 9násobek a JD.com (JD) dokonce za 7násobek budoucích zisků. Deep value nacenění pro nás znamená, že se čínské akcie dostaly po oznámení stimulu z pásma „velmi levné" na „levné".

Zadruhé je třeba pochopit, co je v ceně akcií zaceněno. Před rally byl v ceně akcií zaceněn jen velmi malý růst zisků. Očekávání byla nízká vzhledem k nedostatku katalyzátorů ze strany vlády na podporu ekonomiky, které investoři věřili čím dál méně. Soudruzi navíc mnohými kroky po Covidu pošlapali čínské společnosti natolik, že šly jejich akcie od roku 2021 přinejlepším do boku, zatímco fundament se i přes zpomalující ekonomiku zlepšoval. To všechno se promítlo do velkého valuačního diskontu, který trh čínským akciím kvůli jejich rizikům přisoudil.

Velikost stimulu překvapila

O podpůrných opatřeních se mluvilo dlouho jako o možném spouštěči změny pozitivním směrem. Čínská vláda / centrální banka také s podpůrnými akcemi přicházely, jenže šlo o izolované akce, které kýžený obrat názoru na Čínu nepřinesly. Postupně se zmírnil regulatorní tlak na velké čínské firmy, vláda představila kroky na podporu realitního trh, centrální banka uvolnila finanční podmínky.

Tomáš Vlk
Head of Research
vlk@patria.cz

Jakub Blaha
Equity Analyst
blaha@patria.cz

PATRIA FINANCE

Trh ale výrazně pozitivně zareagoval až právě v září, kdy přišla hned celá řada opatření, jejichž rozsah předčil očekávání investorů. O co konkrétně šlo?

• Snížení 7denní REPO sazby o 20 bazických bodů na 1,5 %.
• Snížení sazby povinných minimálních rezerv (RRR) o 50 bazických bodů; další snížení o 25-50 bazických bodů ještě možná přijde do konce roku.
• Snížení sazeb u stávajících hypotečních úvěrů o 50 bazických bodů (v průměru).
• Snížení požadavku na akontaci u druhého bydlení z 25 % na 15 %.
• Zvýšení míry podpory financování programu na obnovu bydlení z 60 % na 100 %.
• Zvýhodněné půjčky ve výši 800 miliard RMB (asi 110 miliard USD) na podporu nákupu a zpětného odkupu akcií.

Musíme přiznat, že tento stimulační balíček přinesl mnohem větší pozitivní odezvu, než jsme předpokládali. Možná ještě víc než samotná opatření podle nás na akcie zabrala důvěra, že to vláda myslí tentokrát opravdu vážně a v případě potřeby ještě „přitlačí na pilu. A to se potvrdilo v říjnu po konci oslav Čínského národního dne (velmi dlouhého, trhy byly zavřené týden). Národní rozvojová a reformní komise na své schůzi překvapivě konstatovala důvěru v dosažení letošního růstového cíle a nepředstavila nové podpůrné kroky. Nadšení na trzích pominulo a akcie na velkých objemech strmě propadly.

Extrémně volatilní krátkodobý vývoj může naznačovat, že řada investorů víru v Čínu opět ztratila. Spíše jde ale o to, že velkou roli hrají krátkodobí hráči, kteří vybrali zisky, zatímco dlouhodobí investoři čelí stále řadě dilemat. Z našeho pohledu se pozice čínských akcií po posledních zprávách zlepšila, ale rizik zůstává stále hodně.

Co mluví pro čínské akcie

Dosavadní bull run čínských akcií byl doposud způsoben růstem násobků, nikoli však fundamentu. Násobky čínských akcií jsou však stále na rozumné úrovni. Stačí se podívat na P/E indexu CSI 300 (13,3 vs. 16,7x). I po zářijové rally se stále nacházíme pod dvacetiletým průměrným P/E.

K dalšímu růstu cen budou pomáhat zpětné odkupy akcií. PBOC (čínská centrální banka) vytvořila swapovou linku v hodnotě 500 mld. jüanů (CNY), což odpovídá něco málo přes 70 mld. dolarů. Institucionální investoři včetně správců aktiv, fondů a pojišťoven mohou zastavit různá riziková aktiva jako kolaterál a zvýšit tak svou schopnost nakupovat akcie. Toto oznámení bylo doprovázeno novou linkou v hodnotě 300 miliard CNY, v rámci které lze půjčky

 Copyright © 2024 Patria Finance, člen skupiny KBC

použít na financování zpětného odkupu akcií. Společnosti jako JD.com, Alibaba nebo Tencent jsou net cash, čili mají více hotovosti než dluhu, a změna kapitálové struktury by jim umožnila levnější náklady na kapitál. Do toho by vyslaly jasný signál investorům, že nejlepší investice, kterou momentálně mohou udělat, je zpětný nákup akcií, což prozrazuje hodně o jejich podhodnocenosti. Jako bonus by tím navíc zvýšily zisk na akcii, velmi sledovanou metriku při oznamování výsledků.

S ohledem na oznámené uvolnění a podpůrná opatření bude pravděpodobně dalším faktorem ovlivňujícím cenu akcií růst zisků. Vzhledem k nízkým očekáváním ohledně zisků při zahájení této rally očekáváme, že v nadcházejících měsících uvidíme revizi zisků směrem nahoru ze strany analytiků a investorů. Až k tomu dojde, odrazí se to ve vyšším tempu růstu, což koneckonců povede k vyšším cílovým cenám a čínské akcie znovu budou vypadat „podhodnocené".

Snížení sedmidenní REPO sazby na 1,5 % a redukce RRR o 50 bazických bodů, s předpokladem dalšího klesání, dodá trhu potřebnou likviditu a sníží úrokové náklady pro čínské korporace, což povede k narůstu korporátních zisků. Snížením sazeb hypoték a požadavku na akontaci druhého bydlení z 25 % na 15 % se zase mírně uleví čínskému spotřebiteli. Tento faktor ovšem bereme s rezervou. Jednak nebude fungovat bez stabilizace cen nemovitostí a dále spotřebitel čelí rozvahovému problému, takže tendence zbavovat se dluhu může spotřebu dál dusit.

Kde vidíme rizika

Klíčové riziko nadále tkví v samotném podpůrném balíčku. Po zklamání ze zasedání rozvojové komise se zraky upínají k sobotě 12. října, kdy čínské ministerstvo financí uspořádá brífink pro média, který by mělo poskytnout bližší informace. Investoři očekávají oznámení velkého balíčku fiskálních stimulů, který by se měl pohybovat v rozmezí 2-3 bilionů jüanů. Trvání nadšení ohledně čínského akciového trhu bude hodně záviset na fiskální straně rovnice, což určí, jestli se zahraniční kapitál do Číny přesune pouze dočasně, nebo zda zde zůstane jako dlouhodobá investice.

Dále tu máme historickou zkušenost. Před deseti lety se Čína také potýkala se zpomalujícím se růstem a dezinflačními tlaky, a tak vláda přešla koncem roku 2014 do stimulačního režimu, což odstartovalo závratnou akciovou rally. Index CSI 300 během pouhého roku vystoupal až o 150 %, ale netrvalo to dlouho, a v polovině roku 2015 se čínské akcie začaly sesypávat jako domeček z karet. Úřady zpočátku tento prudký nárůst do značné míry vítaly a považovaly ho za způsob, jak přilákat zahraniční kapitál. Když se ale vše zvrtlo, problémy se jen zvětšily, což ještě umocnila devalvace měny, která vedla k opětovnému odlivu kapitálu.

 Copyright © 2024 Patria Finance, člen skupiny KBC

Můžeme to ale brát pouze jako odstrašující příklad, protože prezident Si Ťin-pching a guvernér centrální banky Pan Kung-šeng jsou odhodláni tentokrát za každou cenu předejít opakování akciových vzestupů a pádů, jichž jsme byli svědky v letech 2014/2015. Jak to ale nakonec dopadne, je hudba budoucnosti.

A ještě jedna divoká karta – americké volby. Pro Čínu dobrý výsledek nemají, přesto jí rozhodně nemůže být jedno, jak to dopadne. Na jedné straně Kamala Harrisová, která by nejspíš pokračovala v Bidenově postupném utahování protičínských šroubů (přístup k technologiím, protekcionistická opatření, odklánění kapitálu od Číny). Na straně druhé Donald Trump, potenciálně postupující rychleji v dosavadních liniích a nadto slibující 60procentní clo na veškeré čínské zboží. Jen toto clo by podle UBS srazilo růst čínské ekonomiky z plánovaných 5 procent na polovinu, a to odhad ještě nepočítá se zapojením dalších zemí či roztočením série odvet. Zajímavé je, že před volbami obvykle bývá americký akciový trh nervózní a klesá. Tentokrát ne a volby na obzoru nebyly překážkou ani pro čínskou rally. Těžko ale čekat, že by zůstaly úplně bez odezvy.

Jaké čínské akcie sledujeme

Během několika let, kdy čínský trh postupně chřadl a dokázal se vždy nadechnout jen přechodně, přibývalo hlasů, že Čína je už neinvestovatelná. Po mohutné zářijové rally se někteří poopravili, že to ještě neznamená, že Čína není tradovatelná. Trefně to ilustruje, že investor čelí rozhodnutí, zda Číně opět vzít na milost, nebo se jen zkusit svézt na současné vlně.

Pro investory s větší tolerancí k riziku, kteří stále chtějí přidat expozici vůči Číně, mohou stát za zvážení akcie technologického sektoru, v čele s **Alibabou** nebo **Baidu (obě *Investiční tipy*)**, které se stále obchodují s výrazným diskontem oproti historickým průměrům. Navzdory nedávnému růstu zůstává Alibaba ve srovnání s americkými technologickými akciemi stále podhodnocená a obchoduje se za 11,8násobek forwardového zisku na akcii a 15,5násobek FCF. Pravdou ale je, že *country risk prémie* zůstane u této akcie už zřejmě navždy.

Medvědi měli poměrně dlouho navrch, protože akcie BABA se propadly o více než 75 % ze svých maxim z roku 2020, kdy přesáhly 300 USD. Na společnost BABA byly od té doby vrhány všechny negativní scénáře, od invaze Číny na Tchaj-wan až po nejistotu ze stažení ADR akcií z americké burzy. Tyto obavy šly však v poslední době do pozadí. Alibaba se navíc snaží významným způsobem vrátit kapitál akcionářům a letos poprvé vyplatila dividendu 0,98 USD na akcie (2,4 % div. výnos). Mimo to, v rámci programu zpětného

 Copyright © 2024 Patria Finance, člen skupiny KBC

odkupu akcií schváleného do března 2027 zbývá společnosti Alibaba ještě 22 miliard USD (přibližně 8 % její tržní kapitalizace).

Pokud ve zlepšení ekonomické situace v Číně věříte a nechcete sázet přímo na jednotlivé firmy, stojí za zvážení KraneShares **CSI China Internet ETF (KWEB)** s expozicí na čínské technologické giganty**,** který sice jen za poslední měsíc vzrostl o 38 %, stále je však o více než 65 % níže oproti svým maximům z roku 2021. Za zvážení také stojí **iShares Core Hang Seng Index ETF (9115.HK)** od BlackRocku, který kopíruje výkonnost Hang Seng Indexu, zahrnujícího 82 největších firem na hongkongské burze**.**

Mezi méně rizikové investice bychom zařadili vybrané akcie luxusních a těžebních společností – a to hlavně v případě oznámení významné fiskálné podpory. **LVMH (*Investični tipy***), která v Číně generuje nezanedbatelnou část svých tržeb, by stejně, jako tomu bylo po fiskálním stimulu v Covidu, mohla těžit z obnoveného zájmu čínského retailu, který stál za stagnujícím výkonem této společnosti v uplynulém roce. I když se akcie MC.PA od oznámení stimulu zvedly o dvouciferné procento, pořád vnímáme tyto akcie jako vhodnou dlouhodobou investici pro naše klienty. Rizikem ale je potenciální zavedení cel na luxusní zboží (Čína již uvalila cla na dovoz brandy z EU), které by LVMH poškodilo. Z těžařského sektoru bychom hledali společnosti s expozicí na hliník, měď, ocel nebo nikl, u kterých má Čína více než 50 % podíl na celosvětové spotřebě.

 Copyright © 2024 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 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 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 © 2024 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 © 2024 Patria Finance, člen skupiny KBC

PATRIA FINANCE