

Týdenní výhled

MAKRO, FIRMY, POLITIKA

Aktuální tržní témata

Kalendář hlavních událostí

24. – 28. listopadu

- ♦ **Google má výhodu, OpenAI problém**
- ♦ **Otazník nad prosincovým snížením sazeb**
- ♦ **Novo Nordisk selhává v další klinické studii**

Klíčovým tématem ovlivňujícím dění na akciových trzích **zůstává umělá inteligence**, respektive to, jestli se spustí nová vlna zájmu investorů, nebo zda ještě potrvá opatrnost. Už nyní je ale zřejmé, že se tradiční vzorce posouvají, takže související otázkou je určitě i to, jak se role jednotlivých hráčů v oboru umělé inteligence promíchají.

Situace se vyvíjí hodně dynamicky a občas je obtížné jí vůbec stačit sledovat. Přírozeným vrcholem minulého týdne byly **výsledky Nvidie za F3Q26**. Přestože byly výtečné, neodpověděly na otázky kolem gigantických finančních závazků OpenAI, o kterých oprávněně panují pochyby, neboť prozatím nejsou finančně podloženy. Ani Nvidii navíc úplně neobešly účetní hrátky, a na bilanci tak narostly jak zásoby, tak pohledávky. V křehkém sentimentu optimismus z úvodu obchodování nevydržel a ve čtvrtek jsme tak nakonec byli svědky největšího intradenního obratu od letošního dubna, přičemž v historii najdeme jen tři další paralely, všechny v říjnu 2008...

Jedno velké technologické jméno se ovšem z negativního vzorce posledních dní zcela vymyká, jde o **Google**, resp. její matku **Alphabet** (*Investiční tipy*). Sentiment zkraje týdne podpořila zpráva o investici od Buffettovy **Berkshire Hathaway** (17,8 mil. kusů akcií třídy A, aktuální tržní hodnota přesahuje 4 mld. USD), načež byla světu představena nová verze LLM Gemini 3. Ten nejenže překonává ve většině parametrů aktuální konkurenci, ale trénink a také inference probíhají na custom TPU (tensor processing unit) čipech od Googlu. Google má tudíž rázem nákladovou výhodu, ChatGPT, resp. **OpenAI** problém. Pro **Nvidii** a **AMD** bude důležitější až velikost výsledného koláče, ale (minimálně) krátkodobě je to i pro ně negativní zpráva, neboť Google je velkým zákazníkem a podobným směrem (tj. cestou custom-made čipů pro specializovaný workload) se navíc ubírají i další velcí hráči jako **Amazon** (čipy Trainium), **Microsoft** (Maia), nebo **Meta** (MTIA) – všechno *Investiční tipy*.

Branislav Soták
Senior Equity Analyst
+420 221 424 163
sotak@patria.cz

Jakub Blaha
Equity Analyst
+420 221 424 183
blaha@patria.cz

Tomáš Vlk
Head of Research
+420 221 424 139
vlk@patria.cz

Tím ovšem u AI nekončíme. AI aplikace Qwen od čínské **Alibaby** (Investiční tipy) má za sebou velmi úspěšný debut, který přinesl za první týden přes 10 mil. stažení. Akcie otevřely v Hong Kongu týden +5 %. Toto nadšení projde testem již zítra, kdy Alibaba zveřejní **výsledky za F2Q26**.

Umělá inteligence ale zároveň vysává určité části dodavatelského řetězce. Napjatá situace panuje např. v paměťovém segmentu polovodičového průmyslu. A to až do té míry, že si největší světový výrobce výpočetní techniky, čínská společnost **Lenovo**, zajistila kritické (zejména) paměťové komponenty již rok předem. Aktuální zásoby (paměťových) komponentů jsou tak o polovinu vyšší, než je u společnosti běžné. Částečně to může vysvětlovat i nárůst zásob u Nvidie, neboť vedení argumentovalo podobně.

Když už jsme se vrátili k Nvidii, minulý pátek přinesl rovněž **zprávy o ranných jednáních americké a čínské strany o návratu Nvidie** (resp. verze čipu H200) **na čínský trh**. Dalším důležitým datovým vstupem pro nynější fázi AI cyklu budou úterní výsledky jednoho z největších světových výrobců serverů, společnosti **Dell**. Tolik o AI...

Co se týče makra, na trhy dokázala částečně dolehnout **změna očekávání o Fedu**. Po datech z trhu práce se skoro přestalo počítat se snížením sazeb v prosinci, což akciím minulý týden přitížilo. Očekávání se ale postupně vracejí díky komentáři šéfa newyorské pobočky Fedu, Williamse. Nyní se trh opět kloní k tomu, že prosinec přece jen nižší sazby přinese, a navíc že Fed do konce roku 2026 srazí sazby skoro 4krát.

Tento týden vyjdou **data o maloobchodních tržbách**. Půjde o statistiku teprve za září a čeká se, že maloobchod opět solidně roste. Na stejnou oblast míří také **průzkum spotřebitelské důvěry Conference Board**, ovšem už za listopad. Vzhledem k nestálosti očekávání o Fedu se můžeme dočkat reakce, přestože obvykle taková čísla moc rozruchu nevzbudí.

Obecně vzato by pro trh bylo optimální, pokud by spotřebitelská poptávka zůstala dostatečně silná k udržení ekonomického růstu, ale ne tak silná, aby Fed odradila od uvolňování politiky. A kromě dat a průzkumů v následujících dnech dostaneme signál o síle spotřebitele i od tradičního startu předvánočního nákupního šílenství, kterým je tzv. **Black friday**.

Pojďme ještě na chvíli do Evropy. **Deutsche Bank** využije příznivých podmínek na trhu a emituje nový juniorní dluh (započitatelný do tzv. Additional Tier 1 kapitálu) s cca 7% kuponem. Těžař **BHP** upouští od snahy o převzetí konkurenční **Anglo American** poté, co byla i nová vyšší nabídka odmítnuta. Vedení Anglo American preferuje fúzi s kanadskou **Teck Resources**. Trh na zprávu výrazněji nereaguje. Progres

v (mírových) jednáních na Ukrajině zase tlačí dolů dřívější letošní tahouny z řad evropských zbrojařů. Ti již od říjnového vrcholu odepsali přes 20 %, výkladní skříň **Rheinmetall** téměř 30 %.

A konečně to nejhorší na závěr, dánská **Novo Nordisk** neuspěla v klinické studii, v rámci níž byl testován vliv „hubnouceho“ hitu Ozempic na progresi neuro-degenerativní Alzheimerovy choroby. Akcie v reakci prohlubují svůj letošní tragický pád o dalších -8 %.

OČEKÁVANÁ DATA A UDÁLOSTI

Datum	Čas	Událost	Období	Konsensus	Předchozí
24.11.	10:00	DE - Index podnikatelského klimatu Ifo	listopad	88,5	88,1
24.11.	0:00	USA - Prodeje nových domů	září	-- k	800 k
25.11.	14:30	USA - Maloobchodní tržby, m/m	září	0,4 %	0,6 %
25.11.	14:30	USA - PPI, y/y	září	2,6 %	2,6 %
25.11.	16:00	USA - Index spotř. důvěry Conference Board	listopad	93,35	94,6
26.11.	14:30	USA - Nové žádosti o dávky v nezam.	22. listopad	225,5	220
26.11.	14:30	USA - Objednávky zboží dlouh. spotřeby	září P	0,5	2,9
26.11.	15:45	USA - Index aktivity ISM Chicago	listopad	44	43,8
28.11.	9:00	CZ - HDP, y/y	3Q P	2,7	2,7
28.11.	14:00	DE - Harmonizovaný CPI, y/y	listopad P	2,4	2,3

OČEKÁVANÉ FIREMNÍ VÝSLEDKY

Datum	Čas	Společnost	Období	Konsensus EPS
24.11.	Aft-mkt	Agilent Technologies Inc	10/25 Q4	1,585 USD
24.11.	Aft-mkt	Fluence Energy Inc	09/25 Q4	0,206 USD
25.11.	Bef-mkt	easyJet PLC	09/25 Q4	
25.11.	Bef-mkt	Abercrombie & Fitch Co	10/25 Q3	2,155 USD
25.11.	Bef-mkt	Best Buy Co Inc	10/25 Q3	1,303 USD
25.11.	Bef-mkt	Kohl's Corp	10/25 Q3	-0,196 USD
25.11.	Bef-mkt	Dick's Sporting Goods Inc	10/25 Q3	2,7 USD
25.11.	13:00	Analog Devices Inc	10/25 Q4	2,226 USD
25.11.	13:00	J M Smucker Co/The	10/25 Q2	2,101 USD
25.11.	Bef-mkt	Alibaba Group	10/25 Q2	6,336 CNY
25.11.	Aft-mkt	Dell Technologies Inc	10/25 Q3	2,482 USD
25.11.	Aft-mkt	HP Inc	10/25 Q4	0,924 USD
25.11.	Aft-mkt	Zscaler Inc	10/25 Q1	0,862 USD
25.11.	Aft-mkt	Workday Inc	10/25 Q3	2,173 USD
25.11.	Aft-mkt	Autodesk Inc	10/25 Q3	2,496 USD
25.11.	Aft-mkt	NetApp Inc	10/25 Q2	1,883 USD
25.11.	Aft-mkt	Urban Outfitters Inc	10/25 Q3	1,195 USD
26.11.	Bef-mkt	Deere & Co	10/25 Q4	3,878 USD
27.11.	Bef-mkt	Remy Cointreau SA	12/25 Q3	

Zdroj: Bloomberg

Bef-mkt: firma zveřejní výsledky před otevřením příslušného trhu.

Aft-mkt: firma zveřejní výsledky po zavření příslušného trhu.

Odhady firemních výsledků jsou reprezentovány ziskem na akcii v jednotce příslušné měny.

Disclaimer

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 Šoták, Jakub Blaha, Matěj Vlček. V případě, že se na příprave 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 informací.

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/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.

Není-li v dokumentu uvedeno jinak, Patria nemá významný finanční zájem na žádném z investičních nástrojů nebo strategií, které jsou v analýzách uváděny.

Tituly uvedené v analýzách představují investiční tipy analytiků Patrie. Doporučení makléřů Patrie či jiných zaměstnanců Patrie, ohledně těchto titulů v konkrétním okamžiku však mohou být odlišné, a to zejména s ohledem na (i) investiční profil konkrétního klienta Patrie, kterému je poskytována služba investičního poradenství, ale také s ohledem (ii) na současný, resp. očekávaný budoucí vývoj na finančních a kapitálových trzích.

Část analytického týmu vytvářející investiční tipy je fyzicky oddělena od dalších oddělení Patria Finance a jiného byznysu. Celý analytický tým podléhá pravidlům pro vytváření a distribuci investičních doporučení, pravidlům obsažených v etickém kodexu, politice poskytování a přijímání darů, pravidlům pro zamezení střetu zájmů, pro pobídky a pro odměňování. Analytický tým se dále řídí pravidly informačních bariér včetně pravidel jejich překračování, pravidly pro distribuci, pravidly osobních obchodů (PAD) a přísně oddělenému reportování přímo generálnímu řediteli Patria Finance.

Informace o tom, zda Patria nebo s ní propojené osoby (zejména společnosti ze skupiny Patria Finance):

- (1) působí jako tvůrce trhu ve vztahu k finančním nástrojům některé ze společností v analýze zmíněné („emitenta“);
- (2) zajišťují likviditu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
- (3) obdržely od emitenta kompenzaci za služby investičního bankovníctví;
- (4) mají přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta přesahující pět procent;
- (5) mají čistou pozici (dlouhou nebo krátkou) převyšující půl procenta na základním kapitálu emitenta;
- (6) v posledních dvanácti měsících byla vedoucím manažerem nebo spolu vedoucím manažerem veřejně nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- (7) má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení;
- (8) seznámila emitenta s danou analýzou před jejím rozšířením, resp. zda byla na základě toho daná analýza upravena;

jsou uveřejněny zde:

Společnost

Střet zájmů

Patria Finance ani entity ze skupiny KBC nemají žádnou korporátní dohodu s emitentem akcií, na které Patria Finance vydala expertní doporučení, a proto Patria Finance neoznamuje podíl doporučení Koupit/Držet/Prodat (či ekvivalentů) za posledních 12 měsíců a podíl emitentů odpovídající každé z této kategorií, se kterými měla za posledních 12 měsíců vztah v investičním bankovníctví.

Odměna analytiků:

Členové Expertního týmu jsou odměňováni dle různých kritérií, včetně kvality a přesnosti analýz, spokojenosti klientů, konkurenčních faktorů a celkové ziskovosti Patria Finance, což zahrnuje i zisky odvozené od tržeb z investičního bankovníctví. Žádná část odměn těchto analytiků nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními doporučeními nebo názory vyjádřenými v daných investičních tipech.

Rizika a další všeobecné informace:

Patria Finance při přípravě dokumentu vycházela z důvěrných externích zdrojů, avšak za úplnost a přesnost takto převzatých informací neodpovídá. Tento dokument může být změněn bez předchozího upozornění.

Analýzy poskytují pouze obecné informace. Nepředstavuje nabídku k nákupu či prodeji Finančních nástrojů. Zmíněné finanční nástroje nebo strategie nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení v analýze uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých klientů, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní finanční nástroje nebo strategie konkrétním investorům.

Analýzy jsou připravovány primárně pro investory, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí a budou se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů v uvedených dané analýze rozhodovat samostatně, zejména na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace. Analýza by neměla být jediným podkladem pro investiční rozhodnutí.

Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství, o výhodnosti investic do jakýchkoli 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.