



Investujte v zahraničí #3

23. dubna 2014

Přednášející: Branislav Soták



PATRIADIRECT

Orientace v investičních příležitostech v zahraničí

- **Krátkodobé investiční tipy**
- **Dlouhodobé investiční tipy**
- <https://webtrader.patria-direct.cz/research/prehled>
- náhled dostupný všem klientům
- plný pohled **pouze aktivním klientům** -> alespoň jeden obchod za čtvrtletí

Research

Přehled

- » Doporučení akcie ČR
- » Krátkodobé tipy
- » Dlouhodobé příležitosti
- » Analytický servis
- » Denní přehled zpráv
- » Kalendář událostí
- » Korporátní výsledky

PŘEHLED TRHŮ



Evropa	Poslední obchod	Změna (%)	Amerika, Asie	Poslední obchod	Změna (%)
PX Index	1 008,04	0,54 ↑	Dow Jones Industrial Average Index	16 437,18	1,11 ↑
Dow Jones EURO STOXX 50 Index	3 182,79	0,16 ↑	NASDAQ Composite Index	4 183,90	1,72 ↑
Dow Jones EURO STOXX Index	324,72	0,32 ↑	Shanghai SE Composite Index	2 133,65	1,35 ↑
DAX Index	9 533,05	0,28 ↑	Nikkei 225 Index	14 300,12	0,00
CAC 40 Index	4 445,66	0,07 ↑	Sao Paulo SE Bovespa Index	51 185,40	-0,86 ↓
CZK/USD	19,77	-0,08 ↓	USD/EUR	1,39	0,11 ↑
CZK/EUR	27,43	0,06 ↑	USD/GBP	1,68	-0,10 ↓
CZK/GBP	33,17	-0,17 ↓	JPY/USD	101,73	-0,25 ↓

DOPORUČENÍ PATRIA DIRECT

DOPORUČENÍ AKCIE ČR

Název	Aktuální doporučení	Předchozí doporučení	Poslední obchod	Cílová cena (12M)	Potenciál (%)
ČEZ	Držet	Koupit	566,00	600,00	6,01 ↑
ERSTE BANK	Akumulovat	Akumulovat	688,50	794,75	15,43 ↑
KOMERČNÍ BANKA	Držet	Držet	4 810,00	4 300,00	-10,60 ↓
TELEFÓNICA O2 C.R.	Držet	Redukovat	298,70	297,00	-0,57 ↓
NWR	Prodat	Prodat	12,05	3,50	-70,95 ↓

PŘEHLED VŠECH DOPORUČENÍ

KRÁTKODOBÉ INVESTIČNÍ TIPY - AKCIOVÝ RADAR 2.4.2014

Název	Trh	Měna	Poslední obchod	Take profit	Stop loss
eBay Inc	NSQ	USD	55,90	60,06	49,96
Estee Lauder	NYSE	USD	69,71	75,20	60,40
Gilead Sciences	NSQ	USD	71,30	86,68	66,76
Google	NSQ	USD	568,08	609,45	509,67
Precision Cast	NYSE	USD	253,83	275,88	236,26

DLOUHODOBÉ INVESTIČNÍ PŘÍLEŽITOSTI

USA

Název	Trh	Měna	Cena při zařazení	Poslední obchod	Výnos od zařazení (%)
Vanguard Health Care ETF	NYSE	USD	82,74	106,17	28,32 ↑
Amgen Inc	NYSE	USD	112,91	119,26	5,62 ↑
Baxter Intl	NYSE	USD	65,01	73,89	13,66 ↑
Gilead Sciences	NYSE	USD	47,98	71,30	48,60 ↑
Apple Computer	NYSE	USD	483,03	531,99	10,14 ↑

KOMPLETNÍ DLOUHODOBÉ PŘÍLEŽITOSTI - USA

EVROPA

Název	Trh	Měna	Cena při zařazení	Poslední obchod	Výnos od zařazení (%)
BNP Paribas	PAR	EUR	39,15	56,53	44,39 ↑
UBS AG	VTX	CHF	14,78	18,18	23,00 ↑
HSBC	LSE	GBP	7,08	6,21	-12,31 ↓
Roche Holding AG	VTX	CHF	218,60	255,90	17,06 ↑
Fresenius AG	GER	EUR	87,95	109,25	24,22 ↑



Rozdíly

	Radar	Dlouhodobé investiční příležitosti
Publikum	ST spekulanti	LT investoři
Benchmark	S&P 500, Stoxx Europe 600	žádný
Diverzifikace	Ano (mini portfolia)	Možná, dle diskrece klienta
Výnos	Pouze kapitálový, relativně k benchmarku (LT úspěšnost cca 65 %)	Absolutní (kapitálový + dividendový)
Další vstupy	Aktuální ST fáze cyklu, tržní kons, vybrané indikátory TA	Čistě FA bez ohledu na převládající názor na trhu s důrazem na strukturální příběh
Risk management	Doporučený take profit, stop loss	Preference platí po celou dobu zařazení



O mých top (3/4/2013) -> kap. výnos TD (ex divi)

- **S&P 500** +21 %
- **Stoxx Europe 600** +14 %
- **Shanghai SE Composite Index** -7 %

- **MasterCard** +40 %
- **SAP** -8 %
- **Volkswagen** +28 %
- **Apple** +23 %
- **Google** +35 %
- **Qualcomm** +22 %

- **Medical Marijuana** (from Dec 2013 low TD) +125 %
- **SPDR S&P China ETF** +7 %



Stav trhu

USA:

- Aktuálně lehce nadhodnocené, v řádu 5-10 %, v závislosti na použití konkrétní metriky (P/E, P/B, DDM, apod.)
 - pro zajímavost: cyklicky očištěné Shillerovo P/E ukazuje na daleko větší valuační prémii, **jenomže** za poslední 1-2 dekády indikoval tento ukazatel nadhodnocený trh až zhruba 4/5 periody
- v závislosti na fázi trhu letos osciluje mezi férovým oceněním a valuační premií
- roste volatilita -> sázet lze např. přes opční strategie typu **long straddle** (long put, long call, same strike/expiration), nebo VIX

Evropa:

- s valuačním diskontem v řádu 10-15 %

Fáze hospodářského cyklu:

- US MAP score (GS) - po slabším začátku roku opět v plusu
- GLI (GS) – po šesti měsících zpomalení (v březnu) návrat do fáze expanze
- Expanze: pozitivní růst, pozitivní akcelerace



Investiční prostředí

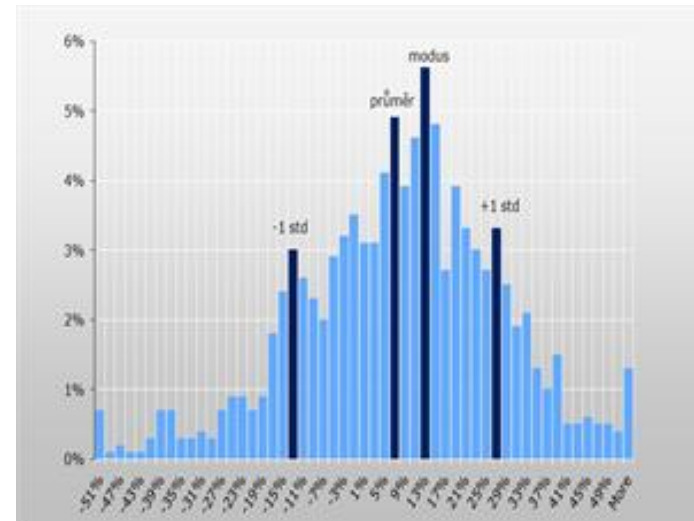
Pro investice do akcií (S&P 500) ve fázi expanze platí:

- avg (exp) výnos jasně kladný
- šikmost* (skew) negativní**, ale blízká nule
- nízká volatilita
- po fázi expanze následuje vždycky zpomalení (pozitivní růst, negativní akcelerace, nižší avg výnos, růst volatility)

* lze aproximovat rozdílem mezi průměrem a modem

** obvykle negativní -> (mean < mode) ->

časté malé zisky, zřídka extrémní ztráty



Externí:

- Zpomalení v Číně, které již v současné situaci nelze zachraňovat administrativně určenými neefektivními investicemi, jež jsou financované přes již tak rizikový „bankovní sektor“
- Ukrajina/Rusko

„Interní“:

- Především budoucnost domácí monetární politiky (cyklus rostoucích referenčních sazeb by měl začít v 2H15 -> empiricky ovšem neznamená automatický konec bull market)
- Příliš rychlý exit z proběhnuvší/probíhající monetární expanze by mohl:
 - Utáhnout finanční podmínky a přibrzdit hospodářské oživení
 - Způsobit růst diskontních sazeb, což by při pomalejším/absentujícím růstu korporátních zisků vedlo k poklesu současné hodnoty budoucích cash flow -> tudíž i valuaci
- Exit navíc způsobuje růst domácích výnosů (na peněžním a dluhopisovém trhu), což vede k odlivu kapitálu z rozvíjejících se trhů zpět na trhy rozvinuté
- Rozvíjející se trhy s větším externím dluhem/deficitem na běžném účtu platební bilance by se mohly dostat do problémů s potenciálním dopadem na NX USA



Tip #1 - EURUSD

Exhibit 1: The US Dollar TVM against the G10 has traded with the 2-year rate differential in recent years, ...

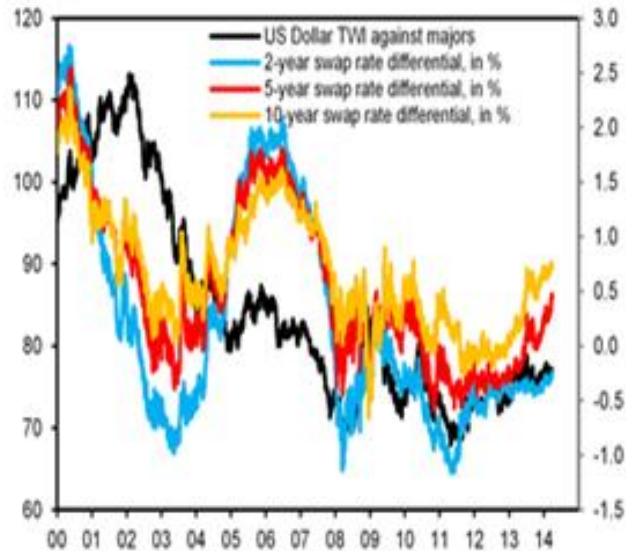
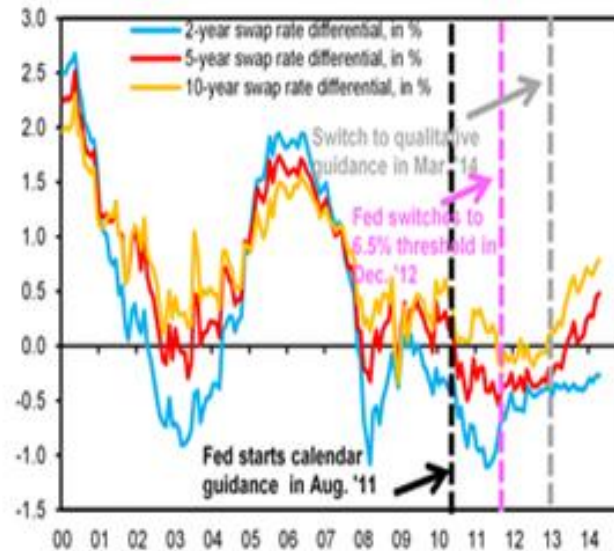


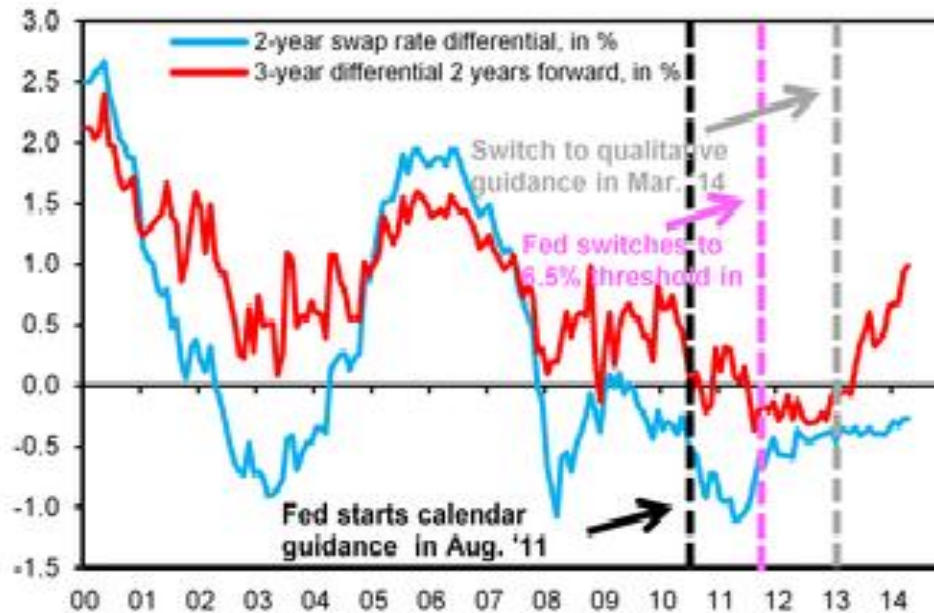
Exhibit 2: ... which has remained pinned way below the 5- or 10-year differentials by the Fed's forward guidance



- Dichotomie mezi 2 a 5/10 letým diferencíálem (váženo TWI, měřeno swapovou křivkou) je do velké míry umělá, umělá ve smyslu ovlivněná Fedem
- Je proto namístě se ptát, jak silný by mohl být dolar, pokud by na krátkém konci neoperoval Fed
- Pokud rozdělíme 5 letý diferenciál na: 2 letý
- a 2 letý forward 3 letého (tedy až po časovém horizontu, do kterého sahá výhled Fedu)
- **Zjistíme**, že 2 letý forward 3 letého diferenciálu se pohybuje na úrovni 125 bps ve prospěch USD
- na rozdíl od aktuálního 2letého diferenciálu na úrovni -27 bps v neprospěch USD
- Následnou regresí USD TWI proti 2letému úrokovému diferenciálu pak dostáváme teoretickou hodnotu USD, která je vůči měnám zemí G10 zhruba o 10 % vyšší, než je tomu nyní ve skutečnosti
- Mimo Fedu je ovšem v tuto chvíli **brzdou** především kapitálový flow -> diverzifikace rezerv, periferie vs rozvíjející se trhy



Exhibit 4: ... which suggests that US Dollar could be trading a lot stronger in the absence of Fed forward guidance



Tip #2

Finanční sektor v USA:

- Vybraní zástupci sektoru jsou jedněmi z mála beneficentů vyšších výnosů/úrokových sazeb v ekonomice
- Proč? Protože ocenění jakéhokoliv sektoru/titulu je povětšinou funkcí jeho ziskovosti
- Na úrovni zisku je již v této chvíli „zespoda“ prostor notně omezen
- Valnou část rostoucí profitability uplynulých let, jež vynesla poměrové ukazatele zpět k jejich historickým průměrům, lze totiž připsat finanční páce, která se odvíjí od kreditního cyklu/úspory nákladů
- Rizikové náklady se již ovšem aktuálně pohybují spíše poblíž historických minim (měřeno poměrem odpisů/klasifikovaných úvěrů apod. k celkové hodnotě úvěrových portfolií/aktiv)
- Úspora provozních nákladů je rovněž z definice zespoda ohraničená
- Další růst zisků, o nějž by se mohla opřít případná vyšší valuace sektoru, tedy musí přijít shora přes tržby
- Očekávaný růst nijak překotný, brzdou (alespoň dle indikací za 1Q14) příjmy z obchodování na dluhopisových trzích, hypoteční segment



Tip #2 (continued)

Růst tržeb tažen:

- a) obchodními operacemi na kapitálových, resp. **akciových!** trzích, což souvisí primárně s nárůstem zobchodovaných objemů
- b) růstem objemu poskytnutých úvěrů, jenž se bude moct opřít o předpokládanou akceleraci růstu HDP -> až ke 3+ % ann. (negativní makro-překvapení dosáhly dna již v únoru 2014; počasí se normalizuje; finanční podmínky zůstávají příznivé; zvedat by se měly kapitálové výdaje)
- c) **ale především** rostoucími úrokovými sazbami, minimálně na dlouhém konci výnosové křivky, což je jeden z hlavních výsledků měnicího se nastavení monetární politiky Fedu

ad c)

- Při absenci externích šoků/deflace -> omezování QE = výprodeje na trzích se státními dluhopisy, především na delším konci výnosové křivky
- Jakožto risk-free benchmark na peněžním/dluhopisovém trhu -> nižší ceny státních dluhopisů = vyšší úrokové sazby napříč ekonomikou = pozitivní vliv na čisté úrokové marže bank (doposud v průběhu celého cyklu pozvolna klesaly, v lepším případě stagnovaly)
- Negativní vlivy z vyšších úrokových nákladů jsou notně omezeny strukturami bilancí, kde převládají ve většině případů depozita (např. u JPMorgan, Wells Fargo, BofA atd.)
- Většiny benefitů z rostoucích úrokových sazeb (56 %) se bankám ovšem dostává přes krátký konec výnosové křivky



Tip #2 (long only)

- **JPMorgan Chase** – a, b, c + z velké části eliminována právní rizika, struktura bilance, velký podíl na celkové úvěrové bázi, kvalita portfolia, kapitálová pozice, DY
 - V USA tvoří DY historicky až 54 % z celkového výnosu z držení akcií bankovních titulů
- **MetLife/Prudential Financial** - nejčistší sázky na růst výnosů, „financují se“ převážně z upsaných pojistných prémie, které dále reinvestují povětšinou na dluhopisovém trhu
- **Morgan Stanley** – díky proběhnuvší restrukturalizaci jen málo závislá na dluhopisovém segmentu, exponovaná naopak na akciové trhy a správu aktiv s rostoucí marží
- **Discover Financial Services** – sázka na reálný vývoj ekonomiky (objem úvěrů, úrokové sazby), vysoce nadstandardní portfolio a marže (NIM až 9 %), velký kapitálový polštář -> dividendy/zpětný odkup akcií (i při výplatním poměru na úrovni 100 % zůstává DFS v roce 2015 extra polštář na úrovni 2 mld. USD -> EPS +10-15 %)
- **BB&T** - sázka na reálný vývoj ekonomiky, struktura bilance, nízké efficiency ratio (C/I)



Tip #3 - Apple

- **příznivá valuace**
 - Naše cílová cena na úrovni 610 USD aktuálně skýtá 15procentní potenciál kapitálového zhodnocení investice
 - Vstupy do použitého DCF modelu jsou přitom konzervativnější než tržní konsenzus
 - Předpokládaný růst dividendy a/nebo zpětného odkupu akcií
- **stávající schválený program zpětného odkupu akcií** -> zbývá realizovat ještě cca 18 mld. USD (cca 4 % tržní kapitalizace)
- **limitované riziko dalšího poklesu** -> zpětný odkup se dle posledních indikací aktivuje kolem 500 USD za akcii
- již schválený/realizovaný zpětný odkup akcií by stáhl z trhu cca 13 % emitovaných akcií a zařídil tak (ceteris paribus) přibližně 15 % růst EPS
- **Hotovostní zůstatky na úrovni 160 mld. USD** (1/3 tržní kapitalizace, přibližně 2/3 na zahraničních účtech)
- **Stabilizace marží** díky iPhoneu 5S a 5C
- **China Mobile**
- **Očekávaný příchod iWatch, průnik do podnikání v oblasti mobilních plateb, software**
- **„Mother of all replacement cycles“** -> iPhone 6 (4,7" 5,5") s + dopadem na tržby/marže
- **Rizika:** výhled pro F3Q14 (A/MKT, letos nejspíš nejslabší čtvrtletí) -> předpokládaná negativní reakce trhu by mohla představovat vhodnou příležitost k akumulaci, rostoucí saturevanost high-end segmentu (ve F4Q14 ovšem očekáváme přesun iPhoneu 5C do mid-tier segmentu)



Tip #4 – General Motors

- **Opět příznivá valuace**
 - Nynější valuační diskont (resp. riziková přírážka) do velké míry odrazem medializovaných problémů se zapalováním, jež povedou k mimořádným nákladům a možná i nižším tržbám
 - Stačí se podívat na konkurenční Ford, se kterým mají akcie GM tradičně velmi vysokou (téměř jednotkovou) korelaci -> F +4 % YTD, GM -16 % YTD
 - Problém se zapalováním je velký, **ALE** jednorázového charakteru
 - Nynější valuace přitom implikuje záporný růst zisku počínaje příštím rokem
- V projekcích naopak počítáme s **dalším růstem zisku**, což je dáno primárně **třemi faktory**
 - Novým produktovým portfoliem, což ruku v ruce s vyššími prodejními cenami podpoří marže
 - Neochotou společnosti účastnit se diskontních cenových válek, zejména v segmentu užitkových automobilů (Ford F150, Chevrolet Silverado, atd.), což je patrné z prodejních čísel za 1Q14 -> tato neochota má pak za následek pomalejší růst prodeje ve srovnání s konkurencí, naproti tomu ale stabilizuje marže
 - Vyšší utilizací výrobních kapacit -> opět stabilizace marží
- Stoupající věk americké automobilové flotily, což by mělo ve finále vyústit v další „**replacement cycle**“ (průměrný věk automobilu z 9,6 roku v roce 2002 na 11,4 roku koncem roku 2013)
- **Oživení automobilového trhu v Evropě, pokračující (i když pomalejší) růst v Číně**
- **Rizika:** větší než očekávané mimořádné náklady (opravy, soudní spory, klesající spotřebitelská důvěra), aktuální mírný přebytek zásob v dealerské síti (75 dní poptávky vs 10letý průměr na úrovni 71 dní), horší než předpokládaný vývoj HDP/spotřebitelské důvěry



Děkuji za pozornost

Tel. +420 221 424 240
Email sotak@patria.cz
Web www.patria-direct.cz

Analytik Patria Direct: **Branislav Soták**

Disclaimer

Uvedený dokument, který jste obdrželi na vzdělávacím semináři společnosti Patria Direct, není analýzou investičních příležitostí nebo investičním doporučením. Při jeho tvorbě nebo šíření Patria Direct nepostupovala podle požadavků zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení.

Informace zde uveřejněné jsou získávány z několika důvěryhodných zdrojů. Přesto, že byl tento dokument připravován v dobré víře, nemůže Patria Direct přijmout odpovědnost a zaručit úplnost nebo přesnost informací zde uvedených s výjimkou údajů vztahujících se k Patrii Direct. Tento dokument sděluje názor Patrie Direct ke dni zveřejnění a může být změněn bez předchozího upozornění. Úspěšné investice v minulosti neindikují příznivé výsledky do budoucna. Tento dokument nepředstavuje v žádném případě nabídku k nákupu či prodeji investičních nástrojů. Investiční nástroje nebo strategie zde zmíněné nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení zde uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých zákazníků, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní investiční nástroje nebo strategie konkrétním zákazníkům. Zákazníci jsou povinni se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů zde uvedených rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace.

Kurzy, ceny, výnosy, zhodnocení, výkonnost či jiné parametry dosažené jednotlivými investičními nástroji v minulosti nemohou v žádném případě sloužit jako indikátor nebo záruka budoucích kurzů, cen, výnosů, zhodnocení, výkonnosti či jiných parametrů takovýchto nebo obdobných investičních nástrojů. S investicí je vždy spojeno riziko kolísání hodnoty a návratnost původně investovaných prostředků není zaručena. Investiční nástroje denominované v cizích měnách jsou rovněž vystaveny fluktuacím vyplývajících ze změn devizových kurzů, které mohou mít jak pozitivní, tak i negativní vliv na jejich kurzy, ceny, zhodnocení či výnosy z nich plynoucí v jiných měnách, popřípadě jejich jiné parametry.

Podrobnější informace o Patria Direct, poskytovaných investičních službách, investičních nástrojích a souvisejících rizicích, opatřeních na ochranu majetku zákazníků (včetně systému odškodnění) a obsahu závazkového vztahu naleznete na internetových stránkách Patria Direct v sekci MiFID.

