

Jaké tituly na zahraničních trzích doporučuje Patria k nákupu?

**PATRIA
FINANCE**

Branislav Soták

Analytik Patria Finance se specializací na zahraniční trhy

Obsah

- **Apple**
- **Roche**
- **AP Moeller-Maersk**
- **Modelové dividendové portfolio**



Apple - iPhone

- Alfou omegou iPhone -> >50% tržeb; cca 70% EBIT
- Probíhající produktový cyklus (iPhone 6/plus) velmi robustní -> prodeje rostou 2,5x rychleji než trh
 - Produktový mix -> nárůst profitability
 - Hrubá marže již v polovině cyklu 40,8% (FX přitom -100 bps)
 - Kanibalizace iPadů, ALE
 - Z hlediska profitability OK, neboť iPhony nesou vyšší hrubou marži než iPad
 - Blížící se „S“ cyklus -> pravděpodobné další zlepšení nákladové struktury výroby
- Daleko do plné saturace koncových trhů -> pro upgrade se doposud rozhodlo jen zhruba 20% stávajících uživatelů
- Podíl nových zákazníků v USA je 40%, v Číně 70%
- Poptávka v Asii rostla ve F2Q15 o 70-100% yoy, což (v kombinaci se sílícím USD) poněkud nahlodává tezi o vyšší cenové elasticitě poptávky na rozvíjejících se trzích



Apple - CF

- iPhone krmí generovaný CF, ten nachází odezvu
 - V hotovosti -> hrubá hotovost 194 mld. USD (33 USD na akcii gross)
 - V kapitálové politice společnosti -> 5letý kapitálový program (dividendy + zpětný odkup akcií) v hodnotě 200 mld. USD (platnost končí v roce 2017)
- Objem čisté hotovosti v uplynulých 3 letech dále roste i přes výplatu dividend a zpětný odkup akcií o souhrnném objemu 113 mld. USD!
- Dostupný arzenál čítá 60 mld. USD -> cca 8 % tržní kapitalizace s odpovídajícím nárůstem EPS (+9%, ceteris paribus)



- Výsledkem je **příznivá valuace** -> forward P/E 15x, což je 0,9x trhu a sektoru, přičemž průměr posledních 35 let činí 1,5x, resp. 1,1x
 - **Cílová cena 152 USD** (160 USD cum-buyback), **doporučení koupit**
- **plus Apple Watch, Software, Apple Pay, Apple TV, Beats Music,, iCar??? ☺*

Roche - pipeline

- Bohatý pipeline (koncentrovaný zejména v I-O), ALE
- S nezvykle nízkou valuací -> tržní cenou implikovaná IRR R&D výdajů dosahuje jen 6 %, což je druhé nejnižší číslo mezi globálními farmaciemi (po GSK)

$$NPV = 0 = (-R\&D) + \frac{CF_1}{(1+IRR)^1} + \frac{CF_2}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+IRR)^n}$$

- Uvažujeme-li IRR R&D investic na úrovni 10 % (stále pod úrovní posledních 10 let) -> **férová hodnota akcií by měla dosahovat cca 350 CHF** (upside 30 %) -> 25% valuační prémie vůči sektoru, což je na úrovni historického průměru
- PV budoucího CF vygenerovaného JEN z existujícího produktového portfolia (ex-pipeline R&D) dosahuje dle našich odhadů 325 CHF/akcii (upside 20 %)
- Nové léky v pipeline by na vrcholu cyklu (kolem 2025) mohly vynášet až kolem 30 mld. USD (s případným úspěchem u Alzheimeru až 40 mld. USD) -> 3/5 stávajících tržeb
 - Tržní konsenzus pro rok 2018 -> jen 2,5 mld. USD
- Do roku 2018 by měla společnost vygenerovat 100 mld. USD hotovosti. S užitím se ale jaksi nepočítá. Dle vedení ovšem není akumulace hotovosti na programu dne.
 - 15 mld. USD capex; 44 mld. USD dividendy
 - Zbývá tak ještě cca 30 mld. USD (ex-InterMune) na divi/M&A
 - DY by tedy opět měl přesáhnout sektorový průměr

AP Moeller Maersk - profitabilita

- Pozitivní cyklické i strukturální vlivy v kontejnerové divizi (80% NOPAT) -> očekávaný 15% EPS CAGR v nejbližších dvou letech
 - *Cyklické vlivy:*
 - Oživení mezinárodního obchodu tažené rozvinutými trhy (USA/EU)
 - Nízké ceny ropy
 - Pomalejší růst globální nabídky (flotily), čili objemu přepravních kapacit
 - Nebývale silná expanze globální přepravní kapacity kolidovala v uplynulých letech (cca do roku 2013) s finanční/hospodářskou krizí
 - *Strukturální vlivy:*
 - Konsolidace v odvětví, zformování aliance s MSC (2M – 30% tržní podíl)
 - Sdílená kapacita s MSC -> nižší jednotkové náklady
 - Konsolidované odvětví (Herfindahl-Hirschman index nyní v pásmu 1500-2500 bodů -> středně koncentrované odvětví; před konsolidací hluboko pod 1000) -> větší disciplína při navyšování přepravních kapacit -> pricing power -> vyšší jednotkové výnosy
- Výsledkem je situace de facto reverzní k období 2007-2013 (hospodářský útlum, drahá ropa, rychlý růst globálních přepravních kapacit),
- která by měla vyústit do nárůstu profitability -> ROIC z 9% v 2014 na 11% v 2016; Maersk Line z 11% na 15%; v souladu s vrcholem předešlých cyklů

AP Moeller Maersk - valuace

- *Další strukturální vlivy:*
 - Restrukturalizace = zeštíhlení
 - prodej 20% podílu v Danske Bank, případně dceřiné DAMCO
 - Osekávání Maersk Oil
 - podíl na celkovém zisku klesá z loňských cca 20 % na letošních necelých 15 %
 - plánovaný 20% pokles opex
 - předpokládaný exit z (high breakeven) projektu Chissonga -> capex > 5 mld. USD -> pozitivní dopad na FCF
- Přes všechny příznivé (i nepříznivé) cyklické a strukturální vlivy není **valuace** nikterak napjatá:
 - Kombinovaný výnos (divi+buyback) = 4%; 2005-2013 1-2%
 - SOTP – při současné ceně akcií je implikovaná hodnota Maersk Oil prakticky rovná 0
 - 2016E P/E 9x; P/B 1x
 - pod průměrem odvětví (P/E avg 15x)
 - na spodní hranici historického pásma (P/E 10y avg 11x) -> cyklická příležitost

Modelové dividendové portfolio

Název společnosti	Sektor	Indikovaný DY	Poznámka
HSBC	Financials	5,617	
GDF Suez	Utilities	5,208	
Telenor	Telecom	4,103	
ProSieben SAT.1 N	Consumer Discretionary	3,274	
Nestle	Consumer Staples	2,906	
Roche Holding AG	Healthcare	2,886	
Daimler	Consumer Discretionary	2,773	
EasyJet	Industrials	2,678	
APM Maersk	Industrials	2,094	
Banco Santander SA	Financials	9,109	scrip+cash
ENI SPA	Energy	6,604	
Allianz SE-REG	Financials	4,182	
Orange SA	Telecom	3,910	
E.ON SE	Utilities	3,445	
Siemens AG-REG	Industrials	3,259	
Anheuser-Busch InBev NV	Consumer Staples	2,611	
Intesa Sanpaolo	Financials	2,301	
Verizon Communications	Telecom	4,471	
General Motors	Consumer Discretionary	3,938	
Qualcomm Inc	IT	2,776	
JPMorgan Chase	Financials	2,593	
McDonald's Corp	Consumer Discretionary	3,584	
General Electric Co	Industrials	3,455	
The Coca-Cola Co	Consumer Staples	3,235	
Pfizer Inc	Healthcare	3,210	
The Procter & Gamble co	Consumer Staples	3,192	
Exxon Mobil Corp	Energy	3,177	
Merck & Co. Inc	Healthcare	3,121	
Microsoft Corp	IT	2,908	
AVG DY		3,701	
SX5E DY		3,190	

Kontakt

Děkuji za pozornost

Tel. +420 221 424 240
Email info@patria.cz
Web www.patria.cz

Branislav Soták
Analytik Patria Finance



Disclaimer

Informace pro klienty skupiny Patria

Právní upozornění týkající se prezentace investičních doporučení Skupina Patria:

Tento dokument, investiční doporučení a jiné ekonomické či investiční analýzy (dále jen „analýzy“) byl připraven analytickým oddělením společnosti Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria Finance“), licencovaným obchodníkem s cennými papíry regulovaným Českou národní bankou. Společnost Patria Finance, a.s. je součástí skupiny Patria. Součástí této skupiny jsou i společnosti Patria Online, a.s. a Patria Corporate Finance a.s. (všechny společnosti patří do skupiny Patria Finance dále jen jako „Patria“) 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.

Metoda oceňování:

Při přípravě analýz používá Patria všeobecně uznávané metody oceňování, zejména: (i) diskontování budoucího volného cash-flow (Discounted Cash Flow valuation, DCF), (ii) diskontování budoucích dividend (Dividend Discount Model, DDM), (iii) porovnání ve skupině srovnatelných společností (Market-Based Valuation) a (iv) screeningový systém. Méně často jsou pak využívány některé další metody stanovení férového ocenění, resp. cílové ceny, jako například Residual Income Valuation.

DCF a DDM: výhodou těchto metod je, že jsou propočítány budoucí finanční výsledky, jejich nevýhodou však je, že prognóza budoucích finančních výsledků je ovlivněna vlastním úsudkem analytika.

Porovnání ve skupině srovnatelných společností: je více nezávislé na úsudku analytika, ale je obvykle založeno na současných finančních výsledcích, které se mohou od výsledků budoucích lišit.

Screeningový systém: je založen na dvou dimenzích – ohodnocení potenciálního růstu a identifikaci atraktivní hodnoty akcií. Podle výsledků screeningu se tak jednotlivé sektory a tituly dají seřadit ve dvojrozměrném prostoru, což umožňuje posoudit jejich relativní atraktivnost.

Konflikt zájmů:

Patria nebo s ní propojené osoby (zejména společnosti ze skupiny Patria Finance) 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 konfliktu zájmů který může ovlivnit objektivitu daných analýz.

Není-li v dokumentu uvedeno jinak, tak 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 investiční profil konkrétního klienta Patrie, kterému je poskytována služba investičního poradenství ale také s ohledem na současný, resp. očekávaný budoucí vývoj na finančních a kapitálových trzích.

Přestože tento dokument a analýzy byly vytvořeny v souladu s pravidly k zamezení střetu zájmů, propojené osoby a jednotlivá oddělení Patrie mohou realizovat investiční rozhodnutí která jsou nekonsistentní s doporučeními nebo názory vyjádřenými v těchto analýzách.

Investoři by proto měli tento konkrétní analýzu považovat pouze za jeden z několika faktorů při svém investičním rozhodování.

Patria analytikům vnitřními pravidly zakazuje provádět osobní obchody s investičními nástroji, které spadají do působení daného analytika, tj. s nástroji, ke kterým daný analytik vytváří analýzy investiční příležitosti. Analytici mají dále zakázáno ve vztahu k těmto investičním nástrojům poskytovat investiční služby, kromě služby investičního doporučení. Bližší informace o omezení střetu zájmů jsou uvedeny na internetové stránce www.patria-direct.cz v sekci dokumenty, v dokumentu nazvaném „Opatření k omezení střetu zájmů“.

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

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

Jsou uveřejněny způsobem umožňujícím dálkový přístup na internetové adrese <http://www.patria.cz/akcie/vyzkum/doporuceni.html>. Na této adrese je rovněž uveden seznam smluv o poskytování investičních služeb uzavřených s emitentem a přehled změn stupně investičního doporučení a cenového cíle během posledních 12 měsíců.

Patria patří do podnikatelské skupiny KBC Bank a není-li v analýze uvedeno jinak, Patrii není znám případný střet zájmů vyplývající z účasti v této skupině. Patria vytvořila analýzu nezávisle na ostatních členech této skupiny a bez jakékoliv bližší znalosti konkrétních investičních aktivit a zájmů jednotlivých členů této podnikatelské skupiny.

Disclaimer

Odměna analytiků:

Analytici jsou odměňováni dle různých kritérií, včetně kvality a přesnosti rozborů, spokojenosti klientů, konkurenčních faktorů a celkové ziskovosti Patrie, 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 analýzách.

Všeobecné informace:

Patria 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.