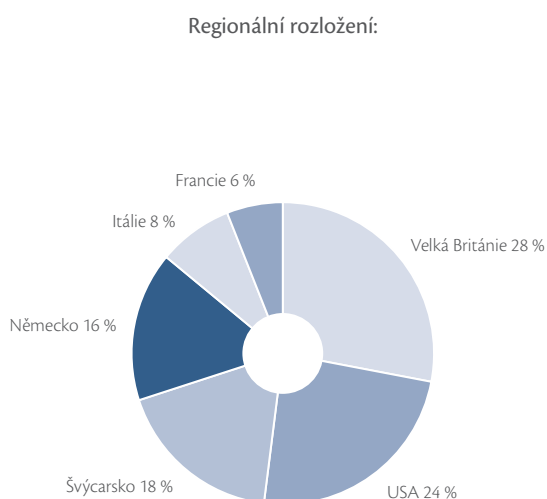


Složení koše akcií fondu Patria Selection 1

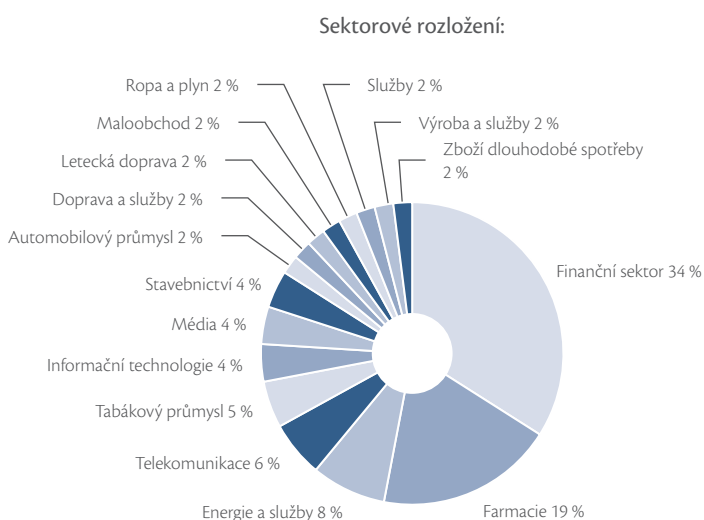
podfond lucemburského investičního fondu Global Partners

Koš akcií obsahuje 30 kvalitních společností vybraných specialisty Patria Finance a ČSOB Asset Management.

Regionální rozložení:



Sektorové rozložení:



ABBVIE INC (2 %)	E.ON SE (8 %)	PFIZER INC (2 %)
ASHTREAD GROUP PLC (2 %)	EASYJET PLC (2 %)	PUBLICIS GROUPE (2 %)
AZIMUT HOLDING SPA (8 %)	EXXON MOBIL CORP (2 %)	QUALCOMM INC (2 %)
BARCLAYS PLC (2 %)	GLAXOSMITHKLINE PLC (5 %)	ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN (8 %)
BAYER AG-REG (2 %)	HONEYWELL INTERNATIONAL INC (2 %)	SAP SE (2 %)
CIE FINANCIERE RICHEMONT-REG (2 %)	HSBC HOLDINGS PLC (8 %)	TAYLOR WIMPEY PLC (4 %)
CREDIT SUISSE GROUP AG-REG (8 %)	IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC (5 %)	TIME WARNER INC (2 %)
DAIMLER AG-REGISTERED SHARES (2 %)	JPMORGAN CHASE & CO (2 %)	UNION PACIFIC CORP (2 %)
DEUTSCHE BOERSE AG (2 %)	METLIFE INC (2 %)	WAL-MART STORES INC (2 %)
DISCOVER FINANCIAL SERVICES (2 %)	ORANGE (4 %)	WESTERN DIGITAL CORP (2 %)

Výběr akciových titulů a proč byly zařazeny do akciového koše:

Bayer

- Atraktivita společnosti tkví v probíhajícím restrukturalizačním příběhu.
- Probíhá spin-off/IPO divize Material Sciences, která je exponována vůči problémovému komoditnímu trhu a stavební poptávce z Číny. Prodejem této divize by se tak měly notně vylepšit růstové vyhlídky celé skupiny.
- Vzhledem k tomu, že bude tento nízko-maržový cyklicky volatilní business posléze nahrazen vysoko-maržovými aktivy s delší durací (nejspíš v divizi Life Sciences, která byla posílena spotřebitelskou divizí koncernu Merck), dočkáme se velmi pravděpodobně i růstu celkové profitability podnikání.

Credit Suisse

- Švýcarská bankovní skupina prochází ráznou obměnou. V jejím rámci realizuje hluboké vertikální řezy, které mají za cíl redukovat méně profitabilní a kapitálově náročné operace (převážně) v rámci investiční divize. Posílena by naopak měla být vysoce profitabilní a kapitálově nenáročná privátní banka.
- Negativní faktor v podobě potřeby externích zdrojů kapitálu (akciová emise ředící zisk na akcii) již na ocenění dolehl, naopak se postupně v hospodářských číslech začne zhmotňovat oznámený plán úspory nákladů.
- Výše zmíněné strategické kroky zvednou rentabilitu vlastního kapitálu do pásma 11–13 %, což by mělo s přehledem stačit na poměrně citelný nárůst valuace.

Daimler

- Automobilka Daimler bude moci zřejmě i v nejbližších kvartálech těžit z pokračujícího cyklického oživení evropské ekonomiky, které se může i nadále opírat o expanzivní monetární politiku ECB, jež uvolňuje finanční podmínky v ekonomice.
- Zlepšení spotřebitelské důvěry pak nahrává postupnému oživení poptávky po cyklickém spotřebním zboží – tedy i produktech automobilového sektoru. Daimler by měl s ohledem na silný produktový cyklus patřit mezi lídry odvětví.
- Ocenění se pohybuje pod svým historickým průměrem, což je v ostrém kontrastu k nadstandardní výši realizovaných marží.

easyJet

- Podnikatelský model britské aerolinky skýtá klíčovou výhodu v podobě výrazně sektorově nižších jednotkových nákladů. Společnost si tak může dovolit tlačit na ceny letenek a neustále přivlakuje zájem pasažérů. Dokazuje to ostatně rostoucí obsazenost jejích letadel, která se do čísel pozitivně promítá skrze efekt vyšší provozní páky.
- Profitabilitu podnikání externě podporují stlačené ceny ropy, které se odráží v nižších nákladech na letový benzín. Především pro budoucí roky, na které ještě nebyly sjednány zajišťovací kontrakty na palivo, se jedná o příznivý faktor.

Honeywell

- Americká společnost disponuje atraktivní expozicí na letecký průmysl. Kromě očekávaného růstu dodávek komponentů pozitivně vnímáme pokračující přesun aktivity směrem k profitabilnějším softwarovým službám (pro zajímavost polovina vývojářských inženýrů společnosti pracuje na softwarových projektech), které jsou nezbytnou součástí letadel.
- Společností představený strategický plán počítá s generováním rozsáhlé výše provozního peněžního toku. Ačkoliv část objemu padne na akviziční aktivitu a kapitálové výdaje, zůstává dostatek prostoru pro vylepšení kapitálové politiky (např. skrze navýšení dividendy).

HSBC

- Restrukturalizační plán počítá s osekáním rizikově vážených aktiv, prodejem některých operací, nákladovými škrti. Opuštění maržově méně atraktivních oblastí umožní orientaci na jádrové složky podnikání. Nižší vázanost kapitálu pak sníží riziko skupiny.
- Posílení kapitálových ukazatelů by mělo přispět udržení vysoce nadstandardní dividendy, která může do určité míry působit jako kotva pro cenu akcií.
- Posílení profitability podnikání by navíc mělo dopomoci rozšíření valuačních násobků.

JPMorgan Chase

- Utažení měnové politiky americké centrální banky představuje významný externí faktor pro zámořské tituly z bankovního sektoru. Především pak pro ty s expozicí na tradiční produkty (úvěry/vklady). Jednou z takových skupin je i americká JPMorgan, která by měla těžit z růstů čisté úrokové marže. Zesílení hospodářství navíc přispívá zvýšení celkového objemu poskytnutých úvěrů.
- JPMorgan se chlubí vysokou kvalitou svého úvěrového portfolia, protože se výrazně snižují rizika možných ztrát spojených s odpisy a opravnými položkami.
- Dostatečná výše kapitálových ukazatelů, které navíc budou nadále posilovány, v kombinaci s vysokou návratností vlastního kapitálu vytváří příhodné podmínky pro růst akcií.

Roche

- Švýcarský zdravotnický gigant se „těší“ poměrně konzervativním odhadům ohledně budoucího peněžního toku generovaného z léků procházejících vývojovými stádii. Portfolio nových léků Roche přitom podle nás patří mezi to nejlepší, co sektor v současnosti nabízí. Příležitost je koncentrována především v portfoliu nových imuno-onkologických terapií.
- Nové léky by na vrcholu cyklu mohly Roche vynášet až kolem 30 mld. USD (v případě úspěšné léčby Alzheimerovy choroby až téměř 40 mld. USD). Tržní konsensus jim nicméně přisuzují tržby v jednotkách miliard dolarů.
- Objemný peněžní tok následujících let navíc nahrává zatráktivnější kapitálové politiky, popřípadě navýšení akviziční aktivity s možným příznivým dopadem na hodnotu společnosti.

SAP

- Německá společnost disponuje komplexní softwarovou platformou (S4/HANA), která na prahu nutné obměny podnikových systémů hodlá zaujmout pozici lídra v segmentu. Úspěchu nahrává využití konfigurace předchozích verzí, díky němuž je implementace systému levnější, či softwarová architektura snižující náklady spojené s udržováním systému.
- Platforma S4/HANA v minulém roce úspěšně navýšovala svůj tržní podíl. SAP se navíc může chlubit prudkým růstem poptávky po cloudových službách, které v budoucnu sehraji prim v oblasti úschovy a přenosu dat.
- K posílení poptávky po službách dle našeho názoru přispěje také podniková síť (SAP Business Network), která umožňuje vzájemnou interakci firem. Jejich motivace k využití služeb společnosti SAP tudíž narůstá v důsledku snahy o zachování přístupu ke zdroji obchodních kontaktů.

Barclays

- Alfou a omegou je zamýšlená restrukturalizace, která by měla pod novým vedením akcelarovat.
- Opírá se o dva pilíře – a) výraznou úsporu nákladů, která by měla podpořit výnosy; b) redukcí RWA (převážně v nejadrových operacích v rámci investiční divize), což by mělo zmírnit kapitálovou náročnost podnikání.
- Díky těmto krokům by se měla ROTE posunout nad 10 %, a tedy přesáhnout COE, což posléze povede k P/TBV > 1x.
- Očekávané zvýšení referenčních sazeb BoE pak může být vzpruhou pro úrokové výnosy.

Azimut Holding

- Doporučení opíráme téměř výlučně o flow trendy u italských správců aktiv; zčásti i díky QE jsme byli v tomto odvětví v uplynulých kvartálech svědky soustavného čistého přílivu nových peněz.
- QE a jím zapříčiněné nízko-výnosové prostředí totiž spustilo poměrně velkou rotaci od deposit, termínovaných vkladů a dalších bankovních retailových produktů směrem k správcům aktiv, kde je výnos obecně atraktivnější.
- Pokud bude politika ECB nadále expanzivní, a nic prozatím nesvědčí o opaku, pak by mělo dojít nejenom na další růst objemu AuM (a tedy i správních poplatků – management fees), ale i stabilizaci/odraz finančních trhů, což by zase podpořilo výkonnostní poplatky (performance fees).

GlaxoSmithKline

- Konzervativní dlouhodobý výhled dává prostor pro pozitivní revize výhledu/tržních očekávání.
- Tržní cena akcí implikuje vůbec nejnižší IRR R&D výdajů mezi velkými globálními farmaceutickými koncerny.
- Prostor pro snižování nákladů.
- 6% dividendový výnos v kontextu převládajících nízkých úroků.
- Krystalizace SOTP hodnoty v spotřebitelské divizi a divizi vakcín (u níž by mohlo dojít i na prodej).

Ashtead Group

- Expozice na konjunkturální fázi hospodářského cyklu v USA (80 % tržeb) a UK (zbytek), primárně v odvětví stavebnictví.
- Podnikání producentů kapitálového vybavení se odvíjí od tří hlavních pilířů, jimiž jsou a) kapitálové výdaje; b) stavebnictví; c) provozní výdaje. S ohledem na zveřejňované investiční plány korporátního sektoru očekáváme, že agregátní kapitálové výdaje v letošním roce poprvé od roku 2009 poklesnou (velký podíl na tomto poklesu mají rapidně seškrťávané investiční výdaje v energetickém a těžebním sektoru).
- Největší podíl na tržbách mají právě kapitálové výdaje (cca 60 %). Zatímco od kapitálových výdajů očekáváme v letošním roce pokles, od stavebnictví čekáme přesný opak (alespoň na předemtných trzích v USA a UK).
- Proběhnou korekce sektoru na nejnižší relativní P/E prémii vůči trhu (Stoxx Europe 600) od roku 2008 ale poněkud paradoxně táhly tituly exponované primárně na stavebnictví, což je i případ Ashtead Group...
- ...z čehož vyplývá nynější atraktivní valuace titulu.

Imperial Tobacco Group

- Vítáme především rizikový profil → defenzivní titul se stabilním cash flow (do roku 2020 dosáhne vygenerovaný FCF cca poloviny nynější tržní kapitalizace, většina by měla být alokována akcionářům ve formě dividend/zpětného odkupu akcií), který by měl v přetrvávajícím volatilním prostředí přitáhnout pozornost rizikově averznějších investorů.
- Expozice vůči probíhajícímu zpomalení (spotřebitelské poptávky) na rozvíjejících se trzích je malá; gros zisku tvoří trhy USA, UK, EU a Austrálie (cca 80 %).
- Po nedávném převzetí konkurenta Lorillard ze strany dalšího konkurenta Reynolds American došlo na regulatorní námítky, které podmiňují výše zmíněnou transakci prodejem několika značek v portfoliu Lorillard-Reynolds. Kupcem je právě Imperial Tobacco Group. Výsledkem by mělo být sektorově nadstandardní vyšší jednociferné tempo růstu EPS v následujících letech (CAGR, FY2015-2018).
- Výše zmíněný růstový profil v kombinaci s dividendovým výnosem na úrovni 5,5 % (v prostředí převládajících nízkých úrokových sazeb) by byl atraktivní pro jakýkoliv titul ze sektoru běžné spotřeby (dle standardního GICS členění); tím spíše pak pro titul, který obchoduje vůči sektoru se zhruba 25% diskontem (CY16E P/E).

Orange

- Kýžená stabilizace na domácím trhu podtrhuje obrat stěžejní větve podnikání.
- Mimo to začíná být domácí cenové prostředí stále více inflační. Poté, co se Numericable-SFR a Iliad po vstupu na trh snažily všemožně navyšovat tržní podíl, povětšinou prostřednictvím velmi agresivní cenové politiky, se již blýská na lepší časy.
- Ve střednědobém horizontu by tento pozitivní trend neměl být ohrožen, neboť k posilování profitability se zavázala Num-SFR; Bouygues Telecom navíc bude muset jít podobnou cestou vzhledem k tomu, že odmítl nabídku na převzetí od holdingu Altice (vlastník Numericable).
- Orange by se tedy měl vrátit po dlouhých letech k růstu; navíc má stále značný prostor k redukcí nákladů...
- ...což by vzhledem k velké provozní/finanční páce, se kterou společnost operuje, mělo vést k dalšímu vylepšení již beztak atraktivní valuace → 2016E FCF výnos na úrovni 10 %, 2016E EV/EBITDA poblíž 10letého minima relativně ke zbytku sektoru.
- Dle našeho názoru není zatím plně ze hry ani konsolidace francouzského telekomunikačního trhu; Bouygues načrtl podmínky, za jejichž splnění by byl k eventuálnímu převzetí svolný; v případě, že by k tomu ve finále došlo, měli bychom na stole koncentrovanější trh s o poznání nižšími cenovými tlaky a pozitivním dopadem na provozní marže; k možným kupcům se řadí i samotný Orange.

E.ON

- Investiční teze stojí na plánované změně podnikatelské struktury; společnost se počínaje letošním rokem rozdělí na regulovanou (distribuce, obnovitelné zdroje, jádro) a neregulovanou (Uniper, konvenční výroba elektřiny) část.
- Rozdělení by mělo zefektivnit operace a alokaci kapitálu.
- Z hlediska valuace by mělo dojít na odemčení valuačního potenciálu jednotlivých částí; při aktuální tržní kapitalizaci obchoduje E.ON s diskontem vůči samotné regulované části; trh tedy přisuzuje nulovou (nebo dokonce zápornou) hodnotu konvenční výrobě elektřiny (>2 mld. EUR EBITDA).
- S ohledem na nižší kapitálové požadavky (jádro jako součást regulované části) ponechá neregulovaná část prostor pro zvýšení vyplácené dividendy (resp. vyšší výplatu generované volné hotovosti); dividendový výnos by tak během příštího roku mohl vyšplhat na vysoce sektorově nadstandardní úroveň.

Union Pacific

- Zisky železničních společností se opírají o tři hlavní faktory – objem přepraveného zboží, cenu za přepravu a produktivitu. Prudká sektorová korekce loňského roku byla zapříčiněna setrvalě klesajícím objemem přepraveného zboží. Zbylé dva faktory jsou dle našeho názoru v pořádku.
- Pokles objemu přepraveného zboží je dle našeho názoru do velké míry cyklickou záležitostí koncentrující se zejména u přepravy energetických vstupů (v případě Union Pacific především uhlí), nikoliv problémem strukturálního rázu. Vede nás k tomu pohled na meziroční dynamiku objemu přepravy v loňském roce. Již počátkem roku jsme pozorovali citelné ochlazení meziročního růstu, které pak posléze v 2Q15 rychle akcelerovalo až na meziroční pokles v řádu -10 % yoy. S příchodem léta se ovšem situace postupně stabilizovala na zhruba -5 % yoy. Z historického hlediska je pak situace, kdy padá objem přepravy dva roky v řadě velmi neobvyklá. Pro letošní rok tudíž počítáme se zformováním dna a pozvolným návratem do lehce černých čísel (z yoy perspektivy).
- Valuace v sektoru již ovšem diskontují závažnější vývoj, což činí z těchto titulů, a jmenovitě UNP, atraktivní investici. Sektorový NTM P/E poměr dosahuje pouze 15,2x (UNP 14,6x), což je zhruba 1x pod trhem. Historicky pak tyto tituly zvyknou vůči trhu obchodovat spíše s > 1x valuační prémie, což je dáno strukturálně vyšší provozní profitabilitou dosahovanou od roku 2010. Union Pacific je pak naším sektorovým koněm především díky nadstandardní provozní efektivnosti a silné rozvaze.

AbbVie

- AbbVie je z našeho pohledu poměrně nedocenenou farmacií. Přestože je společnost jedním ze sektorových lídrů co do očekávaného růstu zisku i návratnosti investic, za což vděčí do velké míry svému slibnému pipeline, nynější valuace s tímto výhledem vůbec neladí.
- Důvodem je vysoká koncentrace tržeb u léku Humira, o jehož budoucnost se trh obává ve světle očekávaného příchodu biosimilar konkurence. My tyto obavy z různých důvodů nesdílíme. Předně, ABBV usiluje o ochranu/růst tržeb z prodeje Humiry přes rozšíření patentové ochrany na další kategorie onemocnění (časově prostřednictvím kombinovaných terapií). Případný pokles tržeb z prodeje Humiry by měl posléze kompenzovat bohatý pipeline nových léků. A do třetice, ABBV má prostor pro posílení marží na úroveň bio-farmaceutické konkurence.
- V současnosti navíc pozorujeme, že se výhled managementu pro příští roky dosti dramaticky rozchází s tržním očekáváním. Tudíž tak dle našeho názoru existuje prostor pro revizi očekávání směrem vzhůru, což by mělo být taženo odezníváním akutních obav o budoucnost Humiry a pipeline. Vedení společnosti např. nepočítá s plnou konkurencí Humiry dříve než v roce 2020. Např. Amgen je již s vlastní konkurencí ve skluzu. Výhled přitom není nikterak přehnaně agresivní. Třeba u Humiry počítá jen s nízkým jednociferným růstem cen.
- 2016E P/E poměr se pohybuje jen na úrovni 13x, zatímco sektor obchoduje s násobkem na 17x. Zisk na akcii by přitom dle managementu měl v příštích pěti letech růst v průměru zhruba 15% tempem (CAGR), což je nad úroveň sektoru.

Pfizer

- K pozitivům řadíme vysoký a udržitelný dividendový výnos. Mezi velkými farmaciemi bude Pfizer dle našeho názoru vůbec jedním z nejagresivnějších alokátorů „přebytečného“ kapitálu (hotovostní zůstatky ex-Hospira cca 40 mld. USD), opět skrze dividendy/zpětný odkup akcií, nebo M&A.
- Což se již potvrzuje snahou o převzetí Allerganu. Transakce by měla být strukturována tak, aby byl irský Allergan technicky tou entitou, která převezme o mnoho větší Pfizer. Takto strukturovaná transakce by měla posléze umožnit nově vzniknuté entitě ponechat si daňový domicil v nízko-nákladovém Irsku. Dle našeho názoru navíc tento krok potvrzuje naši strukturální tezi, již je zamýšlené rozdělení společnosti na dvě samostatné entity, z nichž jedna se bude soustředit na vývoj nových léků, přičemž v portfoliu druhé zůstanou léky zavedené/generické. K rozdělení by dle našeho názoru mohlo dojít někdy v letech 2017/2018.
- To vše za situace, kdy titul obchoduje se značným valuačním diskontem vůči sektoru. 2016 P/E poměr dosahuje 14,8x, zatímco sektorový průměr se pohybuje lehce nad 17x.
- Ze strategického hlediska pak existuje hned několik variant jak dostat P/E na úroveň sektorového průměru. Akvizicí Hospiry bylo nedávno posláno portfolio generik, resp. reportovací segment GEP (Global Established Pharmaceutical), který je dle našeho názoru hlavním kandidátem na prodej. Samotné vedení se ostatně netají tím, že prodej zvažuje, přičemž se nechalo slyšet, že divize určené k prodeji zkusí před uskutečněním případné transakce ještě posílit. Do této kategorie spadá i zmíněná akvizice Allerganu. Zisk divize GEP by se díky Hospirě měl přehoupnout z poklesu do růstu, což z ní činí atraktivnější aktivum ke koupi.
- Naproti tomu úspěšně posilují jádrové divize GIP (Global Innovative Pharmaceutical) a VOC (Vaccines, Oncology, Consumer), jejichž akcelerující organický růst by sám o sobě opodstatňoval oddělení od GEP, což by pravděpodobně vedlo i k zmiňované vyšší valuaci.
- Pfizer se navíc může opřít o bohatý mid a late-stage pipeline nových léků, který je koncentrovaný v divizi VOC, v menší míře pak v GIP.
- Uvažujeme-li ocenění GEP na úrovni průměru konkurence (MYL, ACT, PRGO, VRX, ENDP), ocenění VOC na úrovni rychle rostoucích a profitabilních biofarmacií (resp. konvergujících biotechnologií a farmacií; BMY, BILB, CELG), a ocenění GIP na úrovni velkých globálních farmacií (AMGN, JNJ, MRK; růstový profil může být ještě posílen skrze M&A), dostáváme hypotetickou SOTP (sum of the parts) cílovou cenu na úrovni 38 USD (ex-Hospira, ex-Allergan).

Tento materiál má pouze informační charakter a nejedná se o nabídku ani veřejnou nabídku. Obsah tohoto materiálu nelze vykládat jako poskytování investičního poradenství nebo jiné investiční služby, slouží jako doprovodný dokument k materiálům k fondu Patria Selection 1. Informace se vztahují k době úpisu fondu. Byl připraven na základě dostupných veřejných zdrojů analytickým týmem společnosti Patria Finance, a.s. Názory zde uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých investorů a nepředstavují investiční doporučení. Hodnota investice a výnosů z ní mohou kolísat v čase. Návratnost investice není zaručena. Podrobné informace o uvedených fondech naleznete na www.patria-direct.cz a www.csob.cz.

Československá obchodní banka, a. s., se sídlem Praha 5, Radlická 333/150, PSČ 150 57, IČO: 00001350, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B: XXXVI, vložka 46.