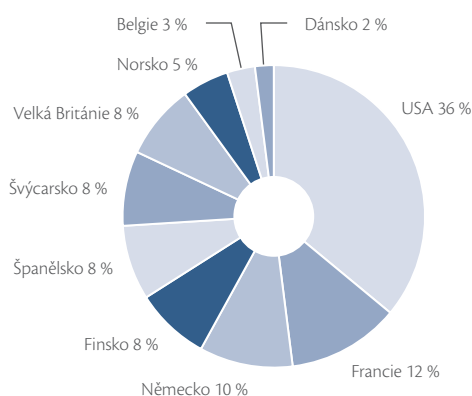


# Složení koše akcií fondu Patria Selection 2

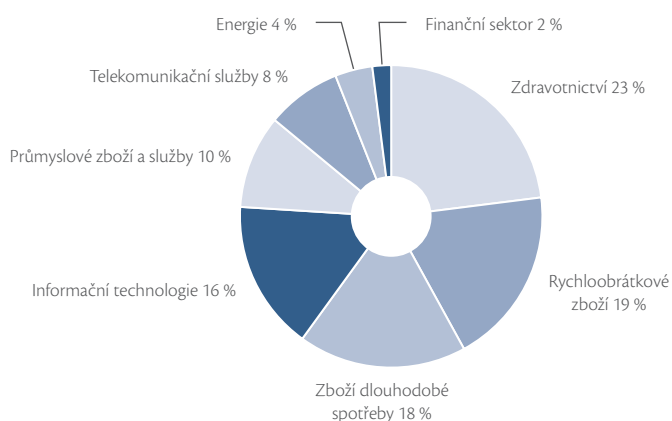
podfond lucemburského investičního fondu Global Partners

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

Regionální rozložení:



Sektorové rozložení:



ABBVIE INC (2 %)	HONEYWELL INTERNATIONAL INC (2 %)	PHILLIPS 66 (2 %)
AMGEN (UW) (2 %)	IMPERIAL BRANDS PLC (3 %)	QUALCOMM INC (UW) (2 %)
ANHEUSER-BUSCH INBEV NV (3 %)	INT CONSOLIDATED AIRLINES GROUP (8 %)	REYNOLDS AMERICAN INC (2 %)
APPLE INC (2 %)	MARINE HARVEST ASA (5 %)	ROCHE HOLDING AG-GENUSSSCHEIN (8 %)
CARDINAL HEALTH INC (2 %)	METLIFE INC (2 %)	SAP AG (2 %)
CARREFOUR SA (4 %)	MICROSOFT CORP (UW) (2 %)	STARBUCKS CORP (2 %)
CVS HEALTH CORP (2 %)	NOKIA OYJ (8 %)	TIME WARNER INC (2 %)
DAIMLER AG (8 %)	ORANGE (8 %)	TWENTY-FIRST CENTURY FOX-A (2 %)
EXXON MOBIL CORP (2 %)	PANDORA (2 %)	UNITEDHEALTH GROUP INC (2 %)
GLAXOSMITHKLINE PLC (5 %)	PFIZER INC (2 %)	VF CORP (2 %)

Výběr akciových titulů (tvořících 60 % podkladového koše) a zdůvodnění, proč byly zařazeny do akciového koše:

## AbbVie Inc

- Farmaceutický koncern zabývající se výzkumem, vývojem a prodejem pokročilých terapií na různé třídy onemocnění včetně revmatické artritidy, HIV, cystické fibrózy nebo Parkinsonovy choroby.
- 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 moc neladí.
- Důvodem je vysoká koncentrace tržeb u léku Humira, o jehož budoucnost se trh obává ve světle očekávaného příchodu biosimilár 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 (částečně 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 14x, zatímco sektor se obchoduje s násobkem poblíž 17x. Zisk na akcii by přitom dle managementu měl v příštích pěti letech růst v průměru zhruba 15% tempem (CACR), což je nad úrovní sektoru.

## Amgen Inc

- Nadnárodní biotechnologický a farmaceutický koncern. Zabývá se výzkumem, vývojem, výrobou a prodejem léčiv výhradně na lidská onemocnění. Základem pro vývoj léků je buněčná a molekulární biologie. Produktové portfolio (včetně experimentálních léků v středních/pozdních fázích vývoje a testování) se zaměřuje na onkologii, hematologii, nefrologii, choroby kostí, kardiovaskulárního a nervového systému.
- Amgen si podle nás velmi dobře stojí v rámci svého sektoru především díky kombinaci své nižší expozice na trhy mimo USA, atraktivního ocenění, perspektivám pro růst dividendy i slibné pipeline nového léčiva.
- Navíc, přípravek Prolia, který léčí úbytek kostní hmoty a osteoporózu, natolik významně přispěl k celkovým tržbám, že společnost v rámci svých výsledků za 2Q16 zvýšila své celoroční cíle. Další z nově uvedených léků – Repatha – k léčbě vysokého cholesterolu, měl sice co do výsledků pomalejší start, když nadále čelí omezením prodeje. Vedení společnosti ovšem předpokládá, že tato omezení by měla odeznít během druhé poloviny letošního roku s předpokládaným dalším pokrokem v testovací fázi III. Domníváme se, že právě v tomto případě může jít o (aktuálně) podceňovaný katalyzátor dalšího růstu tržeb i zisků.
- Jistou podporou pro cenu akcii je i program zpětného odkupu vlastních akcií v letos plánovaném objemu 2–3 mld. USD (cca 2 % tržní kapitalize).

## Apple Inc

- Notoricky známá technologická jednička s globálně největší tržní kapitalizací přesahující 550 mld. USD; představuje téměř pětinu indexu Nasdaq 100; Apple stojí za množstvím technologických inovací a ikonických spotřebitelských produktů; hlavní produktové linie tvoří iPhone, služby (iTunes, App Store, iCloud, Apple Pay, Apple Music, atd.), Mac, iPad.
- V posledním horečnatě očekávaném oznámení Applu převládá dle našeho názoru pozitivita. Tím nejvýznamnějším je lepší se meziroční dynamika v dominantním segmentu iPhoneů, jež se promítá i do celkových tržeb.
- Takový vývoj by dal v konečném důsledku za pravdu managementu společnosti, jenž připisuje nynější slabší období veleúspěšnému iPhone 6 cyklu, na nějž navázal naopak nevelmi úspěšný 6S cyklus. Období klesajících tržeb by tak z definice mělo být pouze přechodného charakteru. Samozřejmě pod podmínkou, že bude očekávaný iPhone 7 úspěšnější než jeho předchůdce. Srovnávací základna pro iPhone 7 bude ale tak jako tak o poznání benevolentnější než u iPhone 6S, a to především od F2Q17. Dlužno dodat, že s návratem k dvojcifernému meziročnímu tempu růstu v dohledné době nepočítáme, neboť globální trh s chytrými telefony se pomalu blíží saturaci.
- Čekání na iPhone 7 „zachránit“ z hlediska tržeb letošní levnější přírůstek do produktové nabídky v podobě modelu SE. I díky němu se propadly prodeje iPhoneů v sezóně nejslabším F3Q meziročně „jen“ o 15 % (F2Q16 –16 % yoy), přičemž qoq propadl na úrovni –21 % je v souladu s historickým sezónním vzorcem (průměr FY 13, 14 a 15 je za F3Q –20 % qoq).
- To samé ale bohužel neplatí pro profitabilitu podnikání, což je logickým vyústěním příznivé cenovky na modelu SE (399, resp. 499 USD dle velikosti úložného). Výsledný prodejní mix je tak dosti výrazně vychýlen směrem k levnějším verzím hardwaru, což lze vidět už na úrovni tržeb z prodeje iPhoneů, jež klesly ve srovnání s –15 % na prodejích meziročně až o 23 %. Průměrná prodejní cena (ASP – average selling price) iPhoneů spadla na 595 USD (z 642 USD ve F2Q16 a 660 USD ve F3Q15).
- Pod tlak se tak dostává ostře sledovaná hrubá marže, jež poklesla meziročně o 170 bps na 38 %, přesto se ale dostala na horní hranici poskytnutého výhledu. S hlasitým oddechnutím byl pak na trhu přijat fakt, že bychom již v tomto cyklu neměli být svědky další eroze profitability. Hrubá marže by tak měla i ve F4Q16 zůstat stabilní v pásnu 37,5–38 %. Jak na úrovni tržeb, tak zisku (zresp. hrubé marže) jsme již tedy ve F3Q16 velmi pravděpodobně viděli dno, od něhož se bude společnost odrážet za pomoci již zmiňovaného iPhoneu 7.
- Dle našeho názoru stále nedoceněný segment služeb (nyní již druhý největší) si nadále udržuje velmi solidní meziroční dynamiku na úrovni +19 % yoy (ve F2Q16 +20 % yoy). Příjmy z App Storu dokonce akcelerovaly již čtvrtým čtvrtletím v řadě (+37 % yoy). Přírůstek celkových hrubých tržeb v segmentu taktéž opět akceleroval na +29 % yoy (+27 % yoy ve F2Q16 a +24 % yoy ve F1Q16).
- Za stěžejní negativum pak považujeme pokračující prudký propad v Číně (tržby –33 % yoy). Důvodů je hned několik, od pomalejšího růstu HDP přes slabou měnu až po agresivní čínskou konkurenci. Ambicí Applu je nahradit část příjmů utíkajících k levnější domácí čínské konkurenci indickým trhem, jenž prozatím letos přidal >50 % yoy.
- Sečteno podtrženo, to nejhorší má již společnost v tomto produktovém cyklu pravděpodobně za sebou. Apple se navíc může opírat o nezvykle příznivou valuaci:
  - Segment služeb by jako samostatná jednotka (po vzoru úžeji profilovaných konkurentů) dosáhl na hodnotu 31–41 USD/akcii (15–20x FY17 P/E);
  - Společnost disponuje 27 USD/akcii hotovostí (pre-tax);
  - Čímž se dostáváme k hodnotě celého hardwarového businessu (iPhone, iPad, Mac) na úrovni 38–48 USD/akcii, což je jen 5–6x hardwarového EPS;
  - A zároveň P/E násobek příslušící hardwarovým společnostem, jež jsou v setrvalém strukturálním poklesu, což ovšem není případ Applu (viz. výše).

## Carrefour

- Carrefour a.s. je francouzský maloobchodní řetězec. Provozuje síť hypermarketů, supermarketů, diskontních prodejen, samoobslužných prodejen a cash-and-carry obchodů doplněných o služby internetového prodeje.
- Akcie Carrefour za posledních 12 měsíců ztratily 16 % a výrazně tak zaostaly za zisky širokého indexu evropských maloobchodních řetězců (+9 %), k čemuž zřejmě přispěly obavy o provozní ziskovost, nízké volné cash-flow či vysoké investiční výdaje (CAPEX), ale i nepříznivý vývoj měn v latinské Americe či ztráty v Číně. Věříme ale v postupnou normalizaci CAPEX a vylepšení volného cash-flow. Zhruba 20% diskont vůči sektoru na P/E násobku, či 30% na EV/EBITDA násobku tak podle nás představuje (hodnotovou) investiční příležitost.
- Francouzský trh stojí za téměř 50 % celkových tržeb i provozních zisků Carrefour. Postavení Carrefour na saturovaném tuzemském trhu je podle nás dobré. Společnost se po období snahy o zlepšování hotovostní pozice Carrefour France bude nyní více zaměřit na rozvoj (ziskovějších) supermarketů a menších prodejen a na přenášení „best-practice“ z menších prodejen do svých hypermarketů.

## Daimler AG

- Německá automobilka, jejímž hlavním aktivem je značka Mercedes-Benz.
- Zlepšení spotřebitelské důvěry nahrává postupnému oživení poptávky po cyklickém spotřebním zboží – tedy i produktech automobilového sektoru. Zatímco v USA je prostor pro další růst automobilového trhu již relativně omezený, když se nachází poblíž svých cyklických maxim, tak v Evropě ještě prostor pro růst k cyklickému vrcholu zbývá.
- Daimler by měl s ohledem na silný produktový cyklus reprezentovaný uvedením nové verze neúspěšnějšího modelu sedanu E patřit mezi lídry odvětví.
- Aktuální ocenění se pohybuje pod svým historickým průměrem, což je v ostrém kontrastu k nadstandardní výši realizovaných marží. Vynaložené náklady a odklad nákupů ze strany spotřebitelů v 1Q16 negativně promluvily do realizované marže. Uvedení modelu E by nicméně mělo přinést kýžené ovoce a podpořit posun marže vzhůru.
- Za loňský rok byla vyplacena dividenda ve výši 3,25 EUR na akcii (DY>5%), což představuje meziroční nárůst o 33 %. CFO společnosti navíc ujistil, že Daimler hodlá její výši pro letošek (minimálně) zachovat. Posloužit by k tomu měl i solidní volný peněžní tok generovaný „industriálními“ divizemi (nespadá do nich segment finančních služeb). Ten sice v minulém roce meziročně poklesl, na svědomí to nicméně měly mimořádné položky v podobě příspěvku do penzijního plánu a akvizice (například ve společnosti HERE poskytující digitální mapové služby). Letošní volný peněžní tok má navíc dle výhledu společnosti bezpečně pokrýt distribuci dividendy.

## Exxon Mobil

- Exxon Mobil Corporation je pohledem na tržní kapitalizaci největší světovou těžební společností a výrobcem a prodejcem komoditních petrochemických produktů. Exxon Mobil má mnoho divizí, poboček a je vlastníkem značek jako například Esso nebo Mobil. Hlavní činností je těžba ropy, zemního plynu, výroba petrochemických produktů, doprava a prodej ropy. Zabývá se také výrobou elektrické energie.
- Silná bilance, atraktivní a podle nás i udržitelný dividendový výnos převyšující 3 % a krystalizující plán pro budoucí růst produkce, včetně nových nalezišť Liza (Guyana), či Tengiz (Kazachstán), to jsou ve stručnosti důvody, které nás vedou k označení těžebního gigantu Exxon Mobile za zajímavou investiční příležitost.
- Exxon Mobil je díky svému velmi nízkému čistému dluhu vůči provoznímu cash flow (< 1,5x) jednou z nejvíce „defenzivních sázek“ mezi velkými těžebními společnostmi (relativně nízká beta). Vysoký podíl zisků z „downstream“ byznysu, tedy ze zpracování ropy a výroby a prodeje rafinérských a petrochemických produktů vyvažuje zisky z „upstream“ byznysu, tedy z těžebních aktivit a hospodaření společnosti, resp. vývoj ceny akcií je tak (v rámci sektoru) relativně málo poplatný výkyvům v ceně ropy.

## GlaxoSmithKline plc

- Britský farmaceutický koncern zabývající se výzkumem, vývojem a prodejem léků na předpis, vakcín, OTC léčiv a spotřebních zdravotních produktů.
- Konzervativní dlouhodobý výhled dává prostor pro pozitivní revize výhledu/tržních očekávání.
- Tržní cena akcií implikuje vůbec nejnižší IRR R&D výdajů mezi velkými globálními farmaceutickými koncerny.
- Prostor pro snižování nákladů.
- 5% dividendový výnos v kontextu převládajících nízkých úroků.
- Krystalizace SOTP hodnoty v spotřebitelské divizi a divizi vakcín (u níž by mohlo dojít i na prodej).
- Malá expozice na domácí britskou ekonomiku. Naopak velká expozice na oslabující libru skrze poměrně velký podíl librových nákladů a převážnou většinu tržeb generovaných v zahraničí.

## Honeywell International Inc

- Jeden z největších globálních průmyslových konglomerátů. Zaměřuje se na letectví, průmyslové technologie, automatizaci, kontrolní systémy a dodávky pro energetický sektor.
- Americká společnost disponuje atraktivní expozicí na letecký průmysl. Kromě očekávaného růstu dodávek komponentů pozitivně vnímáme pokračující přesun aktivity směrem k profitabilnějším softwarovým dodávkám (pro zajímavost polovina vývojářských inženýrů společnosti pracuje na softwarových projektech), které jsou nezbytnou součástí letadel. Z hlediska profitability je obdobným přírůstkem rostoucí podíl after-market servisních služeb, jež navazují na robustní cyklus objednávek nových typů letounů v uplynulých letech.
- 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).

## Imperial Brands plc

- Britský tabákový koncern.
- Vítáme především rizikový profil. Jedná se o 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).
- 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, FY2016–2018).
- Výše zmíněný růstový profil v kombinaci s dividendovým výnosem na úrovni 4 % (v prostředí převládajících nízkých úrokových sazeb) by byl atraktivní pro jakýkoliv titul ze sektoru běžné spotřeby; tím spíše pak pro titul, který se obchoduje vůči sektoru se zhruba 17% diskontem (CY16E P/E).
- Společnost je navíc podobně jako farmaceutický koncern GSK v pozici profitovat ze slabé libry, neboť většina tržeb je generovaná v zahraničí.

## International Consolidated Airlines Group

- International Consolidated Airlines Group (IAG) je leteckou holdingovou společností, s podíly v řadě aerolinek. Působí na trzích ve Velké Británii, Španělsku či Irsku. Do skupiny patří kupříkladu značky British Airways, Iberia, Vueling, Aer Lingus.
- Jestli některý sektor skutečně zasáhlo rozhodnutí Britů opustit Evropskou unii, jsou to evropské letecké přepravci. Akcie společností jako Air France KLM, easyJet či právě IAG se v den oznámení výsledků referenda odepsaly dvouciferné procentuální hodnoty, které z větší části získat zpět zatím nedokázaly. K obavám o snížení poptávky po letových službách, zejména na trasách směrem a z ostrovního státu v důsledku Brexitu se totiž přidala i další vlna teroristických útoků ve Francii, která poptávce po turismu nikdy nepřispěje.
- Evropské aerolinky tedy prošly vlnou výprodejů, doprovázených snižováním odhadů budoucích výsledků hospodaření i cílových cen a doporučení. Řada aerolinek (včetně IAG) také následkem Brexitu vydala tzv. „profit warning“. Výprodeje ovšem nezřídka kdy znamenají i příležitosti a právě IAG by mohla podle nás patřit mezi ně, když skupina pro letošní druhé pololetí značně zintenzivnila své zaměření na kontrolu nákladů a disciplínu v přepravní kapacitě.
- Právě disciplinované navyšování přepravních kapacit bylo relativní výhodou IAG již v minulosti. „Load factor“, tedy počet platících cestujících vůči celkové kapacitě, se v posledních měsících vytrvale zlepšoval a dosáhl až na 85 % a překonává sektorový průměr.
- Zařazení akcií IAG do portfolia fondu opíráme také o silnou strategickou pozici skupiny na (kapacitně omezeném) londýnském letišti Heathrow, synergii z uzavřených aliancí na transatlantických linkách či stabilizujícího se španělského přepravce Iberia, který se v roce 2014 po letech strádání přehoupal do provozního zisku a postupně navyšuje počet obsluhovaných destinací.

## Metlife Inc

- Představuje poměrně čistou sázkou na americký pojišťovací trh. Právě na něm totiž Metlife generuje zhruba 4/5 svých tržeb.
- Hospodaření Metlife významnou měrou ovlivňuje vývoj výnosové křivky v USA. Časový nesoulad mezi přijetím peněz z pojistného (klient si sjedná a zaplatí pojištění) a případnou náhradou škody (vznik nároku v důsledku pojistné události), totiž umožňuje pojišťovně reinvestice přebytkové likvidity. Významným zdrojem tržeb se posléze stává investiční příjem, který v případě Metlife tvoří takřka třetinu celku (údaj za rok 2015).
- Zhruba 80 % veškeré přebytkové likvidity Metlife míří do produktů, jako jsou dluhopisy, úvěry, či cenné papíry kryté hypotékou (MBS). Nižší úrokové sazby v ekonomice tak snižují výnos reinvestované likvidity, taktéž zvyšují šance na předčasné splácení dluhových produktů klienty, protože se výnos pojištěven dostává pod dodatečný tlak. Zapojení hedgeovacích nástrojů (kupříkladu swapů, či „floorletů“) eliminuje negativní dopad pouze u rolovaných investičních portfolií.
- Zařazení Metlife opíráme o předpokládanou změnu ve vývoji výnosové křivky. Od začátku roku je patrné její zploštění. Avšak dochází k němu v důsledku poklesu výnosů na delších splatnostech, nikoliv v důsledku růstu výnosů u splatností kratších. Důvodem je zhoršený výhled pro vývoj americké ekonomiky (promítá se na dlouhém konci křivky) a nadále váhavý postoj americké centrální banky k možnosti dále utáhnout měnové kohouty (klíčový aspekt pro krátký konec). Zlepšení dynamiky růstu spotřebitelské poptávky či odeznívání obtíží energetického sektoru by postupně mělo stabilizovat hospodářství a dopomoci taktéž růstu výnosů. Zesílení hospodářství navíc obecně zvyšuje objem upsané pojistného.

## Orange SA

- Největší francouzská telekomunikační společnost.
- I po krachu jednání o převzetí Bouygues Telecom společností Orange vidíme u druhého jmenovaného značný potenciál. Ten se odvíjí od příznivějšího cenového prostředí na francouzském telekomunikačním trhu.
- Poté, co se Bouygues již potěšit nedohodil (zkoušely to Altice, Iliad i Orange), bude muset akcionářům vydělat sám. Vzhledem k tomu, že jak Bouygues Telecom, tak Iliad operují se záporným cash flow, bude nutná větší orientace na profitabilitu, a tudíž méně prostoru pro agresivní cenovou politiku. K tomu samému se před svými akcionáři zavázala i Numeri-cable-SFR.
- Ve finále by tudíž měly být cenové války ve Francii do velké míry u konce, což v konečném důsledku prospěje všem, ale především Orange, jenž má na trhu největší podíl. Společnost je již zároveň v vrcholem co do objemu investic, což by mělo dále podpořit volný cash flow. Náznaky pozitiv bylo cítit již ve výsledcích za 1H16. Na úrovni tržeb by se tak Orange měl v 2H16 vrátit po dlouhých šesti letech poklesů k růstu.
- Investici navíc hraje do karet atraktivní dividendový výnos (4,5 %).

## Pfizer Inc

- Největší světový farmaceutický koncern.
- K pozitivům řadíme vysoký a udržitelný dividendový výnos. Mezi velkými farmaceutickými společnostmi 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.
- Strukturální teze spočívá v zamýšleném rozdělení společnosti na dvě samostatné entity, z nichž jedna se bude soustředit na vývoj nových léků, přičemž v portfoliu druhé zůstanou léky zavedené/generické. Případné rozdělení se ale nově přesouvá dále do budoucnosti, za horizont letošního i příštího roku.
- To vše za situace, kdy se titul obchoduje se značným valuačním diskontem vůči sektoru. 2016 P/E poměr dosahuje 14,3x, zatímco sektorový průměr se pohybuje kolem 17x.
- Ze strategického hlediska pak existuje hned několik variant jak dostat P/E na úroveň sektorového průměru. Akvizicí Hospiry bylo nedávno posíleno 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. 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 akcelerační organický růst by sám o sobě odpodstatňoval 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 koncentrován v divizi VOC, v menší míře pak v GIP.
- Uvažujeme-li o ceně GEP na úrovni průměru konkurence (MYL, AGN, PRGO, VRX, ENDP), ocenění VOC na úrovni rychle rostoucích a profitabilních biofarmacií (resp. konvergujících biotechnologií a farmacií; BMY, BIIB, 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).

## Roche Holding AG

- Švýcarská nadnárodní farmaceutická společnost zabývající se výzkumem, vývojem a prodejem širokého spektra léčiv.
- 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.
- Naděje vkládáme také do léku ocrelizumab. Ten představuje první zkoumaný lék s pozitivními klinickými výsledky při léčbě roztroušené sklerózy jak u recidivní (pacient střídá lepší stavy s horšími), tak progresivní (stav se zhoršuje) formy. Diagnostická divize navíc vhodně reaguje na trend personalizace léčby. Dokáže kupříkladu napomáhat přesnějšímu rozklíčování mutací jednotlivých antigenů, či efektivně využít biopsie k identifikaci rakovinových buněk.
- Tržní cenou implikovaná IRR R&D výdajů dosahuje jen 6 %, což je druhé nejnižší číslo mezi globálními farmaceutickými společnostmi (po GSK). Průměr reálně dosahované IRR posledních 10 let přitom přesahuje 10 %.
- 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 (do roku 2018 by měla společnost vygenerovat až 100 mld. USD hotovosti) navíc nahrává zatraktivnění kapitálové politiky, popřípadě navýšení akviziční aktivity s možným příznivým dopadem na hodnotu společnosti. Dle vedení totiž není akumulace hotovosti na programu dne.

## SAP AG

- Německý výrobce podnikového softwaru. Vestavěná technologie uvnitř datových řešení umožňuje real time analýzu velkých datových souborů, a to i prostřednictvím cloudu.
- 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 úspěšně navyšuje svůj tržní podíl. SAP se navíc může chlubit prudkým růstem poptávky po cloudových službách, které v budoucnu sehrají 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.

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 2. 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. Návrh investice není zaručen. Podrobné informace o uvedených fondech naleznete na [www.patria-direct.cz](http://www.patria-direct.cz) a [www.csob.cz](http://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.