

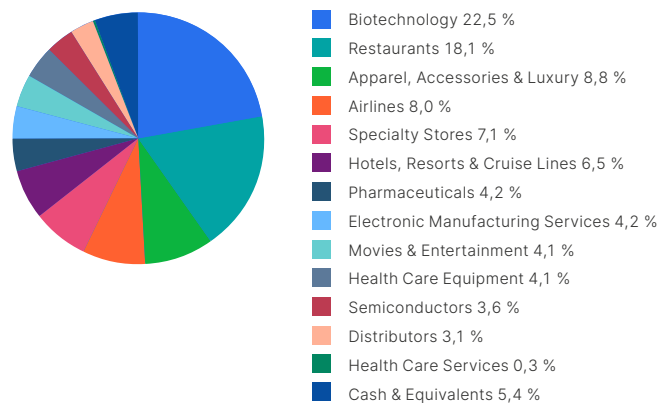
Měsíční zpráva – říjen 2023

Top Stocks



Očekávaný konsenzuální dividendový výnos společností obsažených v portfoliu fondu Top Stocks v roce 2023 je 1,58 %.

Sektorové členění fondu (podle metodiky GICS)



Rizikovost produktu podle ukazatele SRI*



* SRI (Summary Risk Indicator) – Souhrnný ukazatel rizik.

Komentář k uplynulému měsíci

V průběhu října přiteklo do fondu 144,4 mil. Kč. Ke konci měsíce byl objem prostředků ve fondu ve výši 20,709 mld. Kč. V tomto měsíci došlo k jedné významnější změně ve struktuře portfolia – byly prodány akcie společnosti Hess v důsledku převzetí společností Chevron a nově byly do portfolia nakoupeny akcie společnosti 89bio (jako součást investičního nápadu „Portfolio poručíka Dana“). Ke dni psaní této zprávy obsahovalo portfolio fondu 24 různých investičních nápadů. Aktuální sektorové členění fondu naleznete v následujícím grafu.

Část portfolia obsahující společnosti, které jsou pravidelně ziskové, se obchoduje s konsenzuálním relativním oceněním P/E pro příštích 12 a 24 měsíců ve výši 11,3; resp. 9,2. Společnosti zahrnuté v indexu S&P 500 se obchodují s konsenzuálním relativním oceněním P/E pro příštích 12 měsíců ve výši 17,6. Společnosti zahrnuté v evropském indexu Stoxx 600 se obchodují s konsenzuálním relativním oceněním P/E pro příštích 12 měsíců ve výši 11,5. Ukazatel P/Sales pro rok 2023 portfolia fondu Top Stocks je 2,32.

Komentář k nové investici do společnosti 89bio

Společnost 89bio má v klinických testech svůj lék pegozaferrin na léčbu pozdní fáze nealkoholické steatohepatitidy (NASH – před zahájením testu ve fázi III.) a těžké hypertriglyceridémie (SHTG – test ve fázi III. probíhá). Současný kurz akcie zohledňuje jenom velmi nízkou pravděpodobnost úspěchu některého z těchto dvou klinických testů. Na základě předchozích výsledků se domnívám, že pravděpodobnost úspěchu je mnohem vyšší.

Komentář k letošnímu vývoji na akciových trzích a ve fondu Top Stocks

Po loňském roce, kdy většina indexů na vyspělých trzích skončila v záporných hodnotách je letos situace o něco lepší, alespoň při pohledu na hlavní akciové indexy (S&P 100, S&P 500, S&P 1500). Když se však podíváme na jejich kompozici, je vidět, že v USA výkonnost indexů táhne sedmička největších společností (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta a Tesla – tzv. „Magnificent 7“). Zbylé skupiny společností (dalších 93 společností do Top 100, dalších 400 společností do Top 500, 400 středně

velkých společností a 600 malých společností) byly jako celek na konci října v minusu.

Index / skupina společností	Tržní kapitalizace USDbn	Zhodnocení
„Magnificent 7“	10 538	52,27 %
zbylých 93 společností do Top 100	14 457	-2,67 %
S&P 100	24 955	15,69 %
zbylých 400 společností do Top 500	11 579	-1,23 %
S&P 500	36 574	9,23 %
S&P 500 rovnoměrně vážený index	36 574	-3,92 %
S&P 400 Mid Caps	2 290	-2,63 %
S&P 600 Small Caps	1 007	-6,34 %
S&P 1500 Composite	39 890	7,40 %
Europe Stoxx 600	11 623	2,06 %

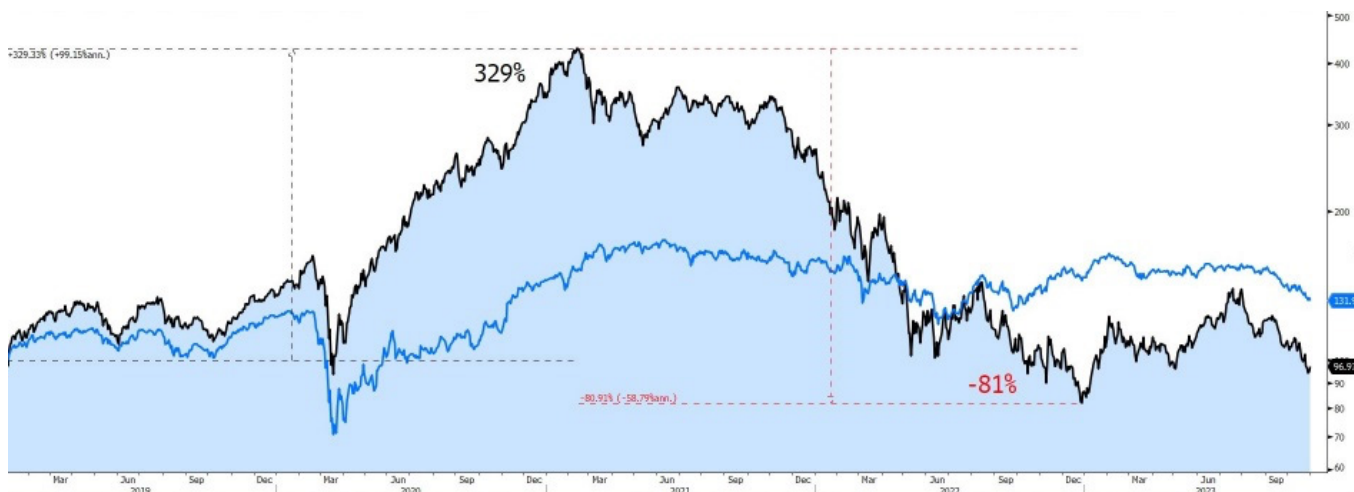
Zdroj: Bloomberg, výpočty EAM

Sedmička největších společností má letos výjimečnou výkonnost – i ta nejhorší společnost (Apple) z nich se zhodnotila 3x lépe než index S&P 500 a 4 společnosti (Nvidia, Meta, Tesla a Amazon) se umístily v prozatímním Top 10 amerických akcií z pohledu letošní výkonnosti. Dá se však říct, že kromě výrazného růstu očekávané ziskovosti u společnosti Nvidia je u těchto společností růst kurzu akcií tažen primárně růstem ocenění. Slušné zlepšení hospodaření letos vykázaly také Amazon a Meta, v jejich případě však byl růst očekávané ziskovosti důsledkem snižování nákladů a aktuální odhady se pouze vrátily na úroveň, kde byly

na konci roku 2021 před jejich propadem v roce 2022 v důsledku nadměrného růstu nákladů. Zastoupení těchto 7 společností v jednotlivých portfoliích do velké míry ovlivnilo i jejich letošní výkonnost, protože zbytek amerického trhu se zdaleka netěšil takovému optimismu (ocenění „Mag7“ je 26,7 ve srovnání s oceněním zbylých 493 společností indexu S&P 500, které je 15,4). I když i tyto zbylé společnosti dosáhly podobného růstu očekávané ziskovosti, kvůli poklesu ocenění jsou letos jako celek v záporných hodnotách.

Je velmi lákavé podílet se na vlně optimismu zvyšování ocenění, nicméně tato strategie přináší i zvýšenou volatilitu. Nejlépe to lze dokumentovat na vývoji známého fondu ARK Innovation, který se snaží investovat do nejrychleji rostoucích společností. Zatímco zvýšení hodnoty fondu o 329 % od konce roku 2018 do jara 2021 bylo skvělé, následný pokles o 81 % během dalších dvou let už zdaleka tak skvělý nebyl. Ve fondu Top Stocks se sice také snažím investovat do růstových společností, ale pouze v případě, že tento růst není trhem správně oceněn a stále mám na paměti, že v případě vysoce oceněných společností musím být se svým odhadem budoucnosti velmi přesný. Co určitě v žádném případě nechci dopustit je, aby fond za takhle krátké období vykázal tak velký pokles, jak tomu bylo v případě fondu ARK Innovation.

Společnosti zastoupené ve fondu by se daly rozdělit do tří kategorií – známé růstové společnosti, kde ale podle mého názoru není dlouhodobý nadprůměrný růst stále plně zacelený (ze současného portfolia je dobrým příkladem Starbucks, Netflix nebo Compass Group), méně známe růstové společnosti, které se dlouhodobě obchodují na nižším ocenění (tj. trh jejich dlouhodobý růstový potenciál ještě neidentifikoval – sem určitě patří např. LKQ, Ryanair nebo Tapestry) a pak růstové



Zdroj: Bloomberg, výpočty EAM, černá čára ARK Innovation ETF, modrá čára Top Stocks

			letos	PE 12MF
US	Communication Services	Netflix	39,6 %	26,5
	Consumer Discretionary	Bath & Body Works	-29,6 %	8,6
	Consumer Discretionary	Bloomin' Brands	16,0 %	8,4
	Consumer Discretionary	LKQ	-17,8 %	10,6
	Consumer Discretionary	Sabre	-43,4 %	15,2
	Consumer Discretionary	Starbucks	-7,0 %	22,0
	Consumer Discretionary	Tapestry	-27,6 %	6,4
	Consumer Discretionary	Texas Roadhouse	11,6 %	19,4
	Health Care	Agios Pharmaceuticals	-25,2 %	nm
	Health Care	Biogen	-14,2 %	14,5
Nová inv.	Health Care	Biomarin Pharmaceuticals	-21,3 %	35,8
	Health Care	Madrigal Pharmaceuticals	-25,0 %	nm
	Health Care	Portfolio poručíka Dana	-25,8 %	nm
	Health Care	Sarepta Therapeutics	-48,1 %	38,9
	Health Care	Zimmer Biomet	-18,1 %	13,1
Evropa	Information Technology	Silicon Motion	-17,6 %	15,0
	Information Technology	TE Connectivity	2,7 %	15,3
	Consumer Discretionary	Compass Group	8,1 %	20,5
Nová inv.	Consumer Discretionary	Dufry	-17,7 %	11,4
	Consumer Discretionary	Pandora	63,5 %	12,6
	Consumer Discretionary	TUI AG	-46,2 %	4,4
	Health Care	Astra Zeneca ADR	-12,7 %	15,4
Letos prodané	Industrials	ICAG (British Airways)	16,4 %	4,6
	Industrials	Ryanair Holdings	16,1 %	7,7
Letos prodané	Energy	Hess	16,9 %	
	Consumer Discretionary	Marriott	38,4 %	
	Consumer Discretionary	Victoria's Secret	-41,7 %	

Zdroj: Bloomberg, IBES data od Refinitiv, výpočty EAM, pozn.: nm = společnost ještě nedosahuje čistý zisk

společnosti, které mají významnou cyklickou komponentu (např. polovodičová společnost Silicon Motion, nebo ICAG – British Airways kvůli vyššímu dluhu). Dlouhodobým zdrojem růstu hodnoty fondu by měl být právě dlouhodobě nadprůměrný růst fundamentálních veličin (tržeb, ziskovosti, cash-flow). I když se aktuálně portfolio obchoduje s výrazným diskontem vůči indexu S&P 500, neplatí, že by se všechny společnosti obchodovaly s takto nízkým oceněním.

Při pohledu na letošní výkonnost fondu (pokles o 10,7 % ke konci října) je zřejmé, že růst ocenění ho ovlivnil negativním způsobem, dost podobně jako tomu bylo v případě zbylých 493 společností z indexu S&P 500. Dalším faktorem, který výkonnost fondu letos ovlivnil je vyšší zastoupení zdravotnického

sektoru, ze kterého je v portfoliu 8 různých investičních nápadů (přibližně 32 % portfolio). Přestože většina společností z tohoto sektoru (s výjimkou Sarepty – detailní informace níže v textu) letos přinesla pozitivní zprávy, je tento sektor zatím stranou zájmu investorů a patří mezi ty nejhorší z pohledu letošní sektorové výkonnosti. Pozitivně k výkonnosti přispělo zastoupení evropských společností, podobně jak výkonnost indexu Stoxx 600 byla lepší než zbylých 493 společností z indexu S&P 500.

Akcie Sarepty poslední říjnový den propadly o 37 % v důsledku horších než očekávaných výsledků klinického testu. Bohužel se naplnilo jedno ze tří možných rizik, které jsem v tomto testu viděl a sice, že stupnice NSAA, která byla použita k vyhodnocení primárního cíle, nebude dostatečně senzitivní, aby

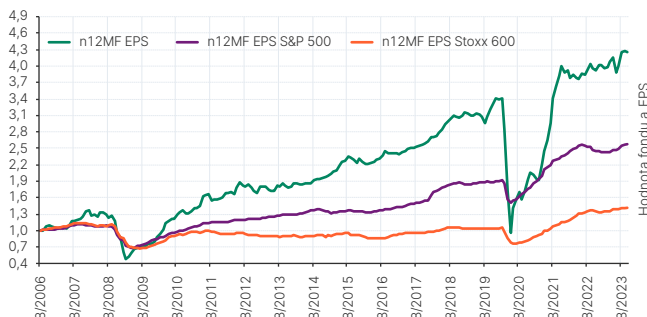
zaznamenala pozitivní efekt léku. Přestože tento primární cíl nebyl naplněn, všech zbylých 5 sekundárních cílů bylo dosaženo. Pokud společnost dalšími detailními daty z tohoto klinického testu bude schopna podpořit svoji hypotézu, že tento lék je účinný a použitá metoda NSAA nedostatečně senzitivní, aby v tak krátkém časovém úseku zaznamenala efekt, tak by mohlo dojít k rozšíření schválení na další věkové skupiny mimo aktuálně schválenou věkovou kategorii 4 až 5 let. Výsledek sekundárních cílů potvrzují i informace, které jsem průběžně získával od doktorů, kteří u svých pacientů pozorovali pozitivní efekt této léčby a kteří po oznámení výsledků tento test hodnotily jako dostatečně úspěšný pro další používání. Aktuální kurz akcie Sarepty diskontuje extrémně negativní scénář úplného stažení tohoto léku, který považuji za nepravděpodobný. Návrat na hodnoty před oznámením výsledků testů by odpovídal dosavadnímu stavu (tj. schválení jen pro věkovou kategorii 4 až 5 let v USA). Případné rozšíření o další věkové kategorie, resp. schválení léku v EU na základě těchto výsledků by představovalo další výrazné zhodnocení akcie, což bylo hlavním důvodem, proč jsem akcie společnosti v minulosti držel v portfoliu. Na základě současných dostupných informací je hodlám i nadále držet ve fondu Top Stocks.

	Top Stocks		S&P 500		Europe Stoxx 600	
	P/E	EPS	P/E	EPS	P/E	EPS
Letos	-15,8 %	6,2 %	3,7 %	5,3 %	-3,2 %	5,6 %
Od konce 2021	-24,8 %	9,9 %	-18,8 %	8,4 %	-24,7 %	22,7 %
Od konce 2018	-4,2 %	37,7 %	20,6 %	37,9 %	-6,0 %	35,6 %

Zdroj: Bloomberg, IBES data od Refinitiv, výpočty EAM

I když se mi v uplynulých pěti letech nepovedlo ani zdaleka tak úspěšně jako v prvních dvanácti letech existence fondu nacházet společnosti, které by svým růstem ziskovosti výrazně překonávaly růst ziskovosti dvou hlavních reprezentativních indexů, nedá se říct, že by tyto společnosti svým růstem za těmito indexy v uplynulých pěti letech také zaostávaly. Průměrný růst EPS od konce roku 2018 je přibližně 6,8 % ročně, což je méně než průměrný růst ziskovosti portfolia od založení fondu ve výši 8,8 % ročně, ale s ohledem na skutečnost, že tato doba obsahuje pandemii COVID19 ho lze považovat za dostatečně dobrý. Pro srovnání dlouhodobý průměrný růst ziskovosti společností zahrnutých v indexech S&P 500 a Stoxx 600 od srpna 2006, kdy byl fond založen, je 5,66 %, resp. 1,60 % ročně.

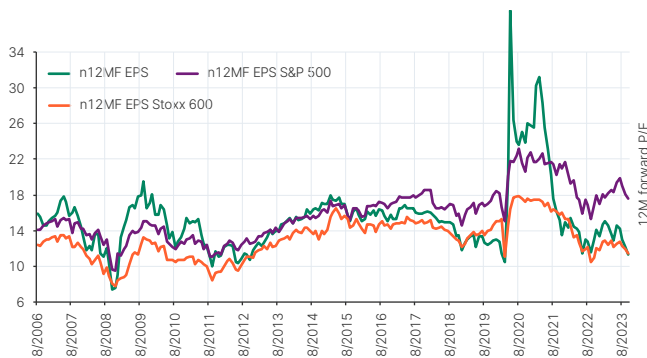
Srovnání ziskovosti portfolia se ziskovostí indexů S&P 500 a Stoxx 600



Zdroj: Bloomberg, IBES data od Refinitiv, výpočty EAM

Vzhledem k tomu, že se portfolio fondu již na konci roku 2018 obchodovalo s větším diskontem vůči indexu S&P 500 (P/E 11,8 vs. 14,6 indexu) a s mírným diskontem i vůči evropskému indexu Stoxx 600 (12,2), mohl jsem očekávat, že pokud mé společnosti vykážou alespoň stejný růst ziskovosti jako tyto dva indexy, tak že za jejich výkonností nebudu nijak výrazně zaostávat. Protože se ocenění indexu S&P 500 za 5 let zvýšilo na hodnotu 17,6 a ocenění fondu při stejném růstu ziskovosti naopak pokleslo na aktuálních 11,3, došlo i k zaostávání fondu za svým benchmarkem. Po roce 2022, kdy došlo k většímu poklesu cen akcií po delší době (s výjimkou propadu během začátku pandemie COVID19) zůstávají investoři stále nervózní ohledně budoucího vývoje (pozitivní zprávy u většiny společností nejsou nijak významně oceněny vzhledem k tomu, že se investoři obávají možné recese kvůli důsledkům rychlého růstu úrokových sazeb) a považují ty největší společnosti za relativně bezpečný přístav kam se lze se svojí akciovou expozicí ukrýt v tomto období zvýšené nejistoty. Tyto obavy podle mého názoru z velké míry vysvětlují rozdílný vývoj v ocenění Mag7 a zbylých společností obchodovaných na amerických trzích.

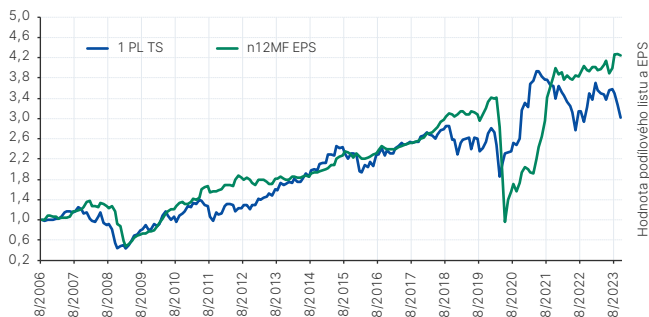
Srovnání ocenění portfolia s oceněním indexů S&P 500 a Stoxx 600



Zdroj: Bloomberg, IBES data od Refinitiv, výpočty EAM

Pokud nebudu budoucí růst přepřáčet vysokým oceněním akcií během nákupu do portfolia, tak by mělo platit, že hodnota fondu bude v dlouhém období následovat vývoj fundamentálních veličin společností (např. v následujícím grafu ziskovost společností), podobně jak tomu bylo po většinu existence fondu Top Stocks. Jestliže v budoucnu dojde k obnovení nadprůměrného růstu fundamentů, bude současný oceňovací diskont dalším potenciálním zdrojem nadvýnosu, podobně jako tomu bylo v letech 2012 až 2015. Tenkrát došlo k uzavření oceňovacího diskontu poté, co se nenaplnily obavy investorů z příchodu nové finanční krize vyvolané problémy v eurozóně (zadlužení Řecka, problémy evropských bank související z pomalým čištěním jejich bilancí). Na rozdíl od většiny společností v indexu S&P 500 je v portfoliu fondu stále ještě několik společností jejichž marže nedosáhly předcovidových úrovní, a tudíž díky tomu mohou zaznamenat nadprůměrný růst ziskovosti v příštích 12 až 24 měsících s tím, jak se jejich hospodaření bude vracet do normálu.

Srovnání hodnoty fondu s vývojem ziskovosti portfolia



Zdroj: Bloomberg, IBES data od Refinitiv, výpočty EAM

Ján Hájek, CFA
manažer fondu Top Stocks

P.S. Pokud máte zájem dostávat zprávy o aktuálním dění ve fondu a na trzích, přidejte si na Twitteru sledování příspěvků @EAM_Top_Stocks. Další informace o fondu Top Stocks naleznete na internetové stránce www.investicnicentrum.cz/topstocks v sekcích „Články manažera“ a „Napsali o nás“. Na této stránce rovněž najdete šest předchozích měsíčních zpráv v sekci „Měsíční zprávy“.

Upozornění pro investory

Hodnota investované částky a výnos z ní může stoupat i klesat, přičemž není zaručena návratnost původně investované částky. Minulá výkonnost nezaručuje výkonnost budoucí. Správcem fondu je Erste Asset Management, pobočka Česká republika. Ceny za obstarání koupě a prodeje podílových fondů jsou součástí Ceníku České spořitelny. Další informace včetně úplného názvu fondu naleznete ve statutu fondu, který Vám poskytneme ve všech pobočkách České spořitelny, na www.investicnicentrum.cz nebo na informační lince 800 INVEST (800 468 378).

Tento informační materiál vytvořila Česká spořitelna, útvar Wealth Management, a byl uvolněn k rozšiřování 8. 11. 2023. Česká spořitelna podléhá doзору České národní banky.