

Investiční výhled z pohledu obchodníka a analytika



Martin Urban
Martin Krajhanzl

- Současná makrosituace ve světě (USA, EU)
- Index S&P 500 alias barometr ocenění akcií obecně + český trh
- Možné scénáře dalšího vývoje dluhové krize v EMU
- ČR makropredikce
- Top-down akciová doporučení
- Na které SPADové akcie vsadit v roce 2012?

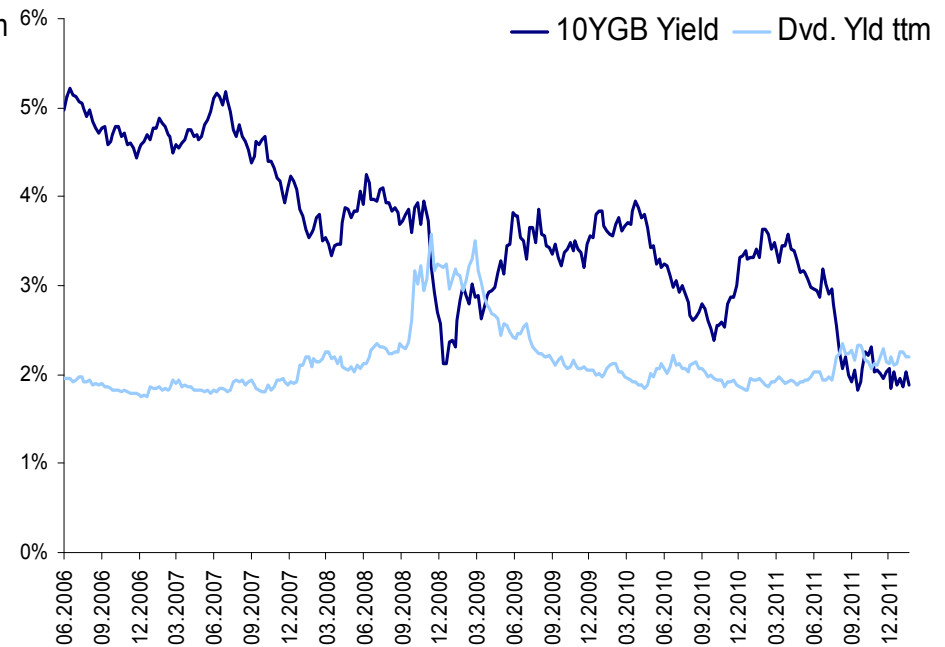
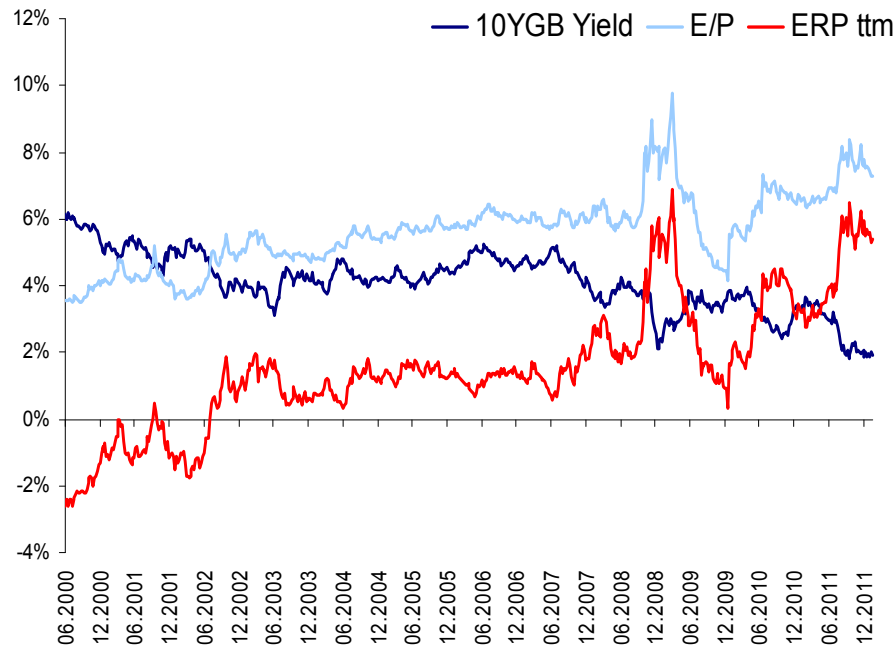


- Momentální stav ekonomiky relativně dobrý (v rámci „nového normálu“ = dlouhodobý růst cca 2 %)
- Indicie dalšího vývoje dává především nemovitostní trh a trh práce
- Rizika:
 - velký podíl transferů i poslední dobou klesající mezní míra úspor
 - politická: zastavení stimulačních opatření (nižší daň ze mzdy, prodloužení výplaty podpor v nezaměstnanosti) by citelně zasáhlo růst
 - Prezidentské volby přinesou neaktivitu = neřešení velkého strukturálního deficitu
 - Problémy se kumulují i na úrovni municipálních dluhů
- tlačení fiskální bolesti před sebou. Ačkoliv rizika amerického růstu jsou velká a výlučně směrem dolů, tempo amerického růstu by tempo růstu v EMU překonat mělo - náš základní scénář počítá s meziročním růstem HDP o 2 % s riziky směrem dolů (CPI oč. +2 % r/r)

- Fiskální úspory + nízká důvěra spotřebitelů a podniků + napětí na finančním trhu + zadření úvěrů = oč. pokles ekonomik EMU ve 2012
- Přicházející data a trvalí nejistota tento scénář potvrzují
- Předstihové indikátory ukazují, že Německo a napojené státy jsou na tom stále relativně dobře. Pravděpodobně však plně neustojí míru zpomalení na jihu Evropy.
- ECB maximálně podporuje finanční sektor prostřednictvím dlouhodobých refinančních aukcí a (s nechtí) také přímo státní dluhopisy nejslabších členů
- Indikátorem stavu jsou probíhající aukce státních dluhopisů, jednání kolem pomoci Řecku a stav na mezibankovním trhu



Vysoká riziková prémie akcií nechce pustit S&P 500 výše



Zdroj dat: Bloomberg

- Riziková prémie akcií (ERP) na úrovni srovnatelné s vrcholem v roce 2008 odráží
 1. nejistotu dalšího makroekonomického vývoje
 2. v historickém srovnání extrémně vysokou volatilitu zisků indexu

- Dividendový výnos indexu vyšší než výnos 10letých amerických vládních dluhopisů celé 2H2011 + historicky velmi nízký dividendový výplatní poměr a nadprůměrné množství hotovosti v rozvahách firem dává naději na jeho další růst

- Index PX je skrze téměř 50% váhu finančních institucí (KB+Erste+VIG) silně závislý na vývoji krize v eurozóně
- P/E 2012e = 11,1 => trh z části počítá s návratem zisků bank do normálu. Současně je ale český trh méně rizikový než například maďarský.
- Odhadovaný dividendový výnos indexu by měl zůstat okolo 5 % (z pohledu udržitelnosti dividendy zajímavý ČEZ a VIG).

	Zisk celkem (CZK mld.)			P/E
	2011e	2012e	Změna	2012e
AAA Auto	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.
CME	-1.2	0.1	n.m.	77.0
ČEZ	40.8	44.2	8.5%	9.7
ERSTE	-18.5	23.9	n.m.	6.6
Kit Digital	-0.4	0.8	n.m.	10.5
KB	11.0	13.1	19.6%	10.0
NWR	4.7	5.1	8.8%	7.3
ORCO	-0.9	-0.7	n.m.	-2.3
PEGAS	0.6	0.5	-9.2%	8.3
PHILIP MORRIS	2.7	2.5	-8.5%	13.9
TELEFONICA O2	8.1	8.2	1.4%	15.2
UNIPETROL	0.4	1.5	307.4%	21.1
VIG	10.5	11.7	11.2%	8.9
FORTUNA	0.4	0.4	21.1%	11.1
Celkem	57.9	111.3	92.2%	11.1

	Dividenda na akcii			DY
	2011e	2012e	Změna	2012e
AAA	0.0	0.0	n.m.	0.0%
CME (USD)	0.0	0.0	n.m.	0.0%
ČEZ	50.0	45.8	-8.4%	5.7%
ERSTE (EUR)	0.70	0.00	n.m.	0.0%
Kit Digital	0.0	0.0	n.m.	0.0%
KB	270	216	-20.1%	6.3%
NWR (EUR)	0.27	0.35	26.6%	6.3%
ORCO (EUR)	0.0	0.0	n.m.	0.0%
PEGAS (EUR)	1.00	1.07	6.5%	5.9%
PHILIP MORRIS	1 260	930	-26.2%	7.5%
TELEFONICA O2	40.0	37.4	-6.6%	9.7%
UNIPETROL	0.0	0.0	n.m.	0.0%
VIG (EUR)	1.00	1.10	10.0%	3.4%
FORTUNA	0.30	0.23	-23.3%	6.2%
Celkem	--	--	--	4.9%

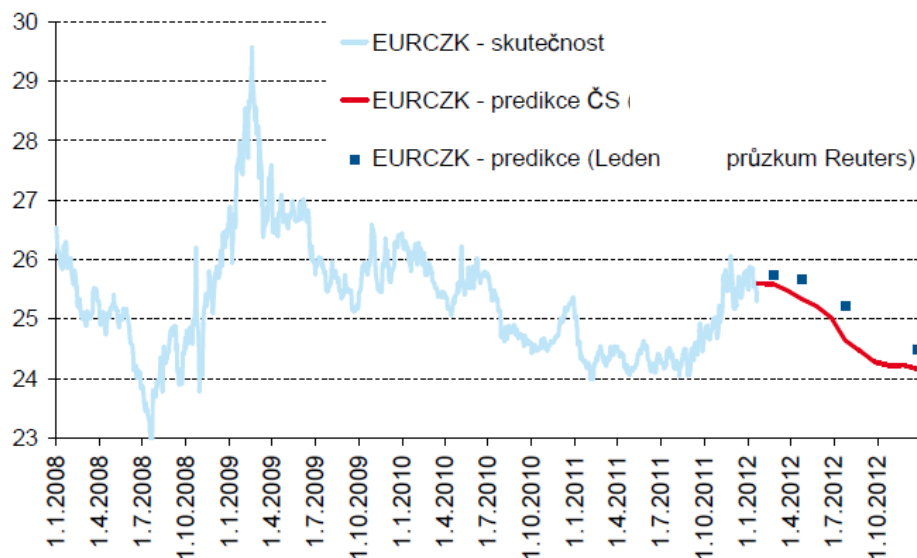
Bloomberg konsensus, výpočty ČS při kurzu EUR/CZK 25,5 a USD/CZK 19,7

- Nejistoty, které před námi v letošním roce stojí z velké části vychází z politické situace ve světě, kde na jedné straně je požadována akce politiků k zastavení prohlubování krize (především EMU) a na druhé straně současná složitá hospodářská situace především ve vyspělých zemích vyvolává politickou nestabilitu a náznaky sociálních nepokojů, které se zpožděním historicky následují ekonomické krize..
- nejistá politika => nejistá politická rozhodnutí => zhoršená schopnost předvídat další vývoj na trzích



- Fiskální restrikce, do půlky roku oddlužování a ECB jako „ta, která nedopustí nejhorší“. Pokračující divergence mezi jádrem a periferií, Německo s nejmenšími problémy.
- **Scénář 1** – *mírný růst*: eurozóna jako celek sice projde mírnou recesí na rozmezí let 2011/2012, ale díky postupu při řešení dluhové krize se v průběhu roku 2012 podaří obnovit důvěru spotřebitelů a podnikatelů (růst HDP o 0,5%, pravděpodobnost 40%).
- **Scénář 2** *základní* – mírná recese: recese bude o něco hlubší a především podstatně delší než v prvním scénáři. Příčinou bude nedůsledné řešení dluhové krize, které bude dlouhodobě podkopávat důvěru spotřebitelů a podnikatelů a oslabovat finanční systém (pokles HDP o 1,2 %, pravděpodobnost 50%).
- **Scénář 3** – *krize*: „Lehmanovský moment“ rozpoutá horší období finanční krize a recese z let 2008/2009 (pokles HDP o 5 %, pravděpodobnost 10%).

ČR: Odhad kurzu EURCZK (ČS a trh) na rok 2012



V letošním roce očekáváme nulový růst českého hospodářství, který by měl být tlačěn dolů očekávanou zápornou spotřebou a poklesem investic

Zdroj: ČS, data Bloomberg

V následujících čtvrtletích očekáváme obnovení trendu posilování české koruny vůči euru

	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012f	2013f
HDP (s. c. %)	7,2	5,7	2,9	-4,5	2,6	1,6	0,0	2,0
Spotřeba (s. c. %)	4,4	4,1	3,0	-0,3	0,5	-0,5	-0,9	1,2
Celkové investice (s. c. %)	10,8	15,8	1,4	-20,5	6,0	3,2	-4,2	2,0
Vývoz (s. c. %)	14,4	11,2	3,9	-9,3	16,0	11,3	2,2	4,8
Dovoz (s. c. %)	11,2	12,8	2,6	-11,0	15,7	9,2	2,1	4,6
Obchodní bilance (mld Kč)	59,3	46,9	25,7	87,3	53,8	107,7	121,7	106,8
Zpracovatelský průmysl	18,8	7,7	9,9	-10,2	13,2	11,5	2,6	9,6
Maloobchod (s. c. %)	10,8	10,1	3,1	-4,7	1,2	2,1	0,0	2,7
Běžný účet (mld. Kč)	-67,1	-156,9	-81,3	-89,3	-116,4	-71,7	-58,2	-69,1


- Preference amerických akciových titulů s vysokým ratingem, nízkou zadlužeností, podnikajících v relativně stabilních sektorech. Ty mohou buď levně nakupovat jiné firmy, a konsolidovat tak své subsektory, nebo soustavně vyplácet nadprůměrné dividendové výnosy
- preference energetického sektoru a sektoru nezbytného spotřebního zboží (tzv. staples)
- opatrnost vůči evropským automobilkám
- při eskalaci problémů kolem Íránu: spekulace na růst energetických firem a pokles aerolinek, případně dopravních společností

Mastercard - společně se společností VISA monopolní postavení, stále rostoucí trh s platebními kartami ve světě, čekáme růst především v Asii

Johnson & Johnson – dividendový výnos 3,5 %, široká produktová nabídka výrobků, operující po celém světě

Tesco – pokles o více než 10 % po oznámení tržeb za minulý rok, věříme v růst tržeb v zemích mimo UK, které tvoří 1/3 celkových tržeb společnost + plánovaná expanze v Indii, dividendový výnos cca 4,5 %

Google – růst segmentu internetové reklamy, stále větší podíl na trhu „chytrých“ mobilních telefonů, propojení s výrobcem telefonů Motorola

- Společnosti obchodované na pražské burze nabízejí investorům především zajímavý dividendový výnos:
 - PM, Telefonica cca 8-10 %,
 - CEZ, Fortuna, KB cca 5-7 %
 - Příležitost především pro konzervativní investory
 - Firmám schází růstový potenciál
 - Nepřichází nové firmy na burzu
- 
- Cyklické cenné papíry jsou zastoupeny společnostmi CETV a NWR, zde však možnost výrazného růstu cen akcií nepředpokládáme

Fortuna

Aktuálně se obchoduje s asi premií vůči konkurenci na úrovni P/E 2012, což je ovlivněno zejména očekávanou ztrátou z loterijního projektu ještě v 2012.

Pro Fortunu v současnosti existují 3 katalyzátory růstu:

1. nově schválený start online sázení v Polsku, které by mělo být navíc podpořeno fotbalovým EURO 2012 v Polsku a na Ukrajině a méně rozvinutým polským trhem sázení i ve srovnání s českým (objem sázek na obyvatele 4 EUR vůči 14 EUR v ČR)
2. relativně vysoký dividendový výnos (okolo 6 %) a
3. loterijní projekt, kterému by se mělo postupně více dařit s tím, jak se bude rozrůstat síť terminálů.

ČEZ

Díky očekávané stabilitě dividend a růstu produkce elektřiny. Korunovým cenám by mohla pomoci delší slabost CZK proti EUR a USD; elektřina na 2012 již téměř celá předprodaná + na 2013 z poloviny

VIG

Díky relativně nízké expozici vůči nejslabším členům eurozóny (PIIGS), očekávanému růstu, případné akvizice v regionu (primární zájem o Polsko a Maďarsko, pokračujícímu růstu (loni hrubé pojistné rostlo o 10 %) a plánovanému zvýšení dividendy o desetinu na 1,1 EUR

Je i přes krizi čas na investice ?

Věříme, že ano...

Současná situace na trzích, ale není a nebude jednoduchá. Má-li být investor úspěšný, musí zvolit a dodržet správnou obchodní strategii.

Proto investorům spíše doporučujeme jednotlivé tituly (případně sektory) než celé trhy a věříme spíše v hodnotově laděné investice než v oceňování vzdušných zámků.

Je čas bedlivě vybírat investiční příležitosti...



Děkujeme za pozornost

Služba Můj Makléř

Tel. : + 420 224 995 768

Email: mujmakler@brokerjet.cz
www.brokerjet.cz/mujmakler