

1. Investiční seminář České spořitelny

Martin Burda, generální ředitel Investiční společnosti České spořitelny

Štěpán Mikolášek, hlavní portfoliomanážer Investiční společnosti České spořitelny

Jan Hájek, portfoliomanážer Investiční společnosti České spořitelny

25. Prosince 2009

Praha, 25. listopadu 2009

 **INVESTIČNÍ
SPOLEČNOST**
ČESKÉ SPOŘITELNY

Obsah

- 1. Rok po krachu Lehman Brothers. Ekonomika se zvedá. A jak to vypadá s finančními trhy rok poté? Kdo jsou vítězové a poražení?**
- 2. Investiční výhled do roku 2010**
 - Peněžní a dluhopisový trh
 - Akciový trh

Finanční trhy rok po krachu Lehman Brothers – vítězové a poražení

Data k 20.11.2009

63% ode dna, ale stále pod Lehmany...



Zdroj: Bloomberg

Rekapitulace letošního roku

	52w min	52w max	YTD
Auto & Components	266,5%	-4,5%	100,1%
Banks	174,8%	-16,8%	-6,6%
Capital Goods	88,2%	-3,0%	15,7%
Commercial Services & Supplies	54,8%	-3,3%	6,9%
Consumer Durables & Apparel	97,1%	-5,2%	27,7%
Consumer Services	57,0%	-2,2%	17,6%
Diversified Financials	163,6%	-8,7%	32,1%
Energy	44,3%	-5,6%	11,7%
Food & Staples Retail	30,4%	-3,1%	7,6%
Food, Beverages & Tobacco	42,8%	-0,6%	18,0%
Health Care	56,2%	-1,7%	23,8%
Household & Personal Products	47,1%	-1,5%	7,5%
Insurance	118,1%	-7,3%	10,5%
Materials	83,3%	-2,4%	42,8%
Media	87,0%	-3,4%	26,4%
Pharmaceuticals & Biotechnology	35,4%	-0,2%	9,5%
Real Estate	116,4%	-5,5%	12,3%
Retailing	93,1%	-2,6%	43,4%
Semiconductors & Sem. Equipment	71,7%	-7,8%	39,6%
Software & Services	75,9%	-2,0%	48,2%
Technology Hardware & Equipment	86,0%	-2,8%	57,8%
Telecommunications Services	21,5%	-9,5%	-4,5%
Transportation	81,0%	-1,3%	17,8%
Utilities	30,5%	-4,7%	-0,3%
S&P 500	63,7%	-2,0%	20,8%

Letošní vítězové:

- Automobily
- Technologie
- Maloobchod

Letošní poražení:

- Banky
- Telekomunikace
- Rozvodné společnosti

Zdroj: Bloomberg

Vítězové a poražení: sektory

Chart 29: Information Technology (\$,b)

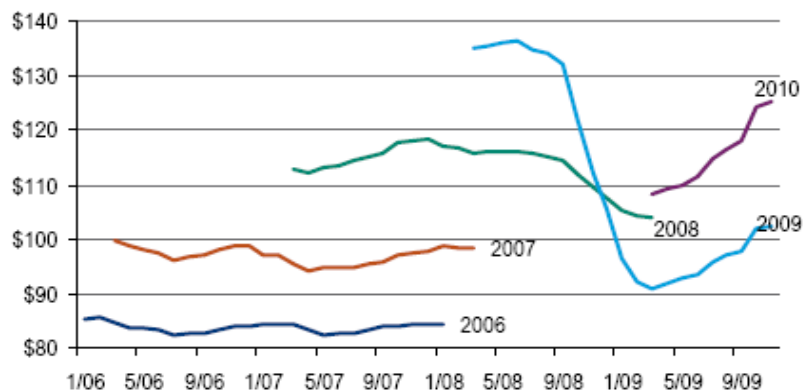


Chart 26: Financials (\$, b)

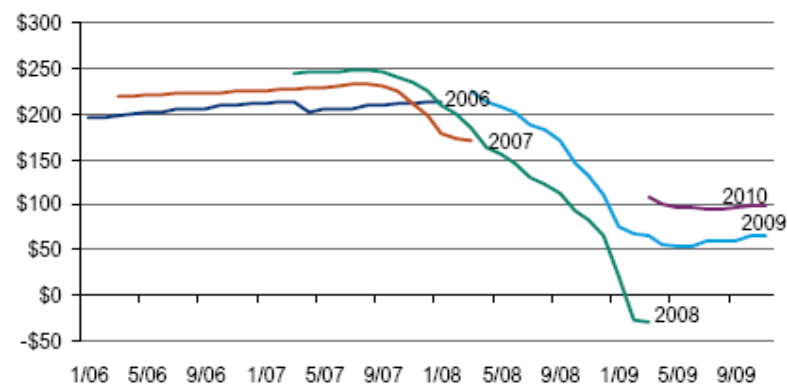


Chart 23: Consumer Discretionary (\$,b)

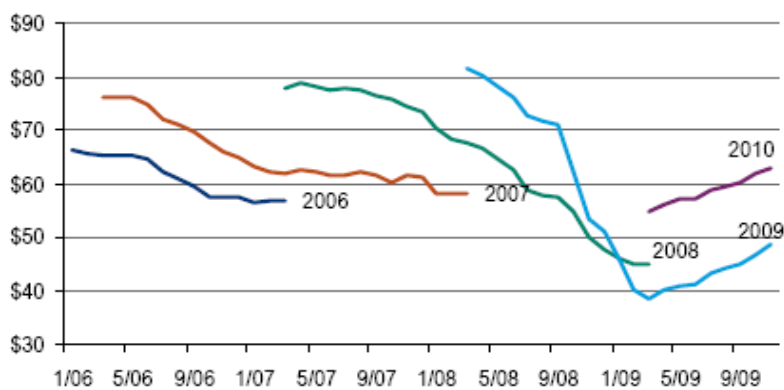
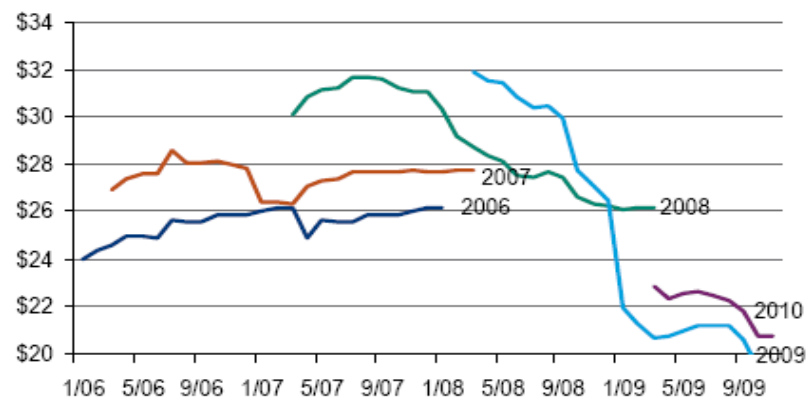


Chart 31: Telecom (\$,b)



Zdroj: Thomson One Analytics, BofAML

„Bottom-up“ vs „top-down“ odhady

Chart 34: S&P 500 EPS (\$/sh)

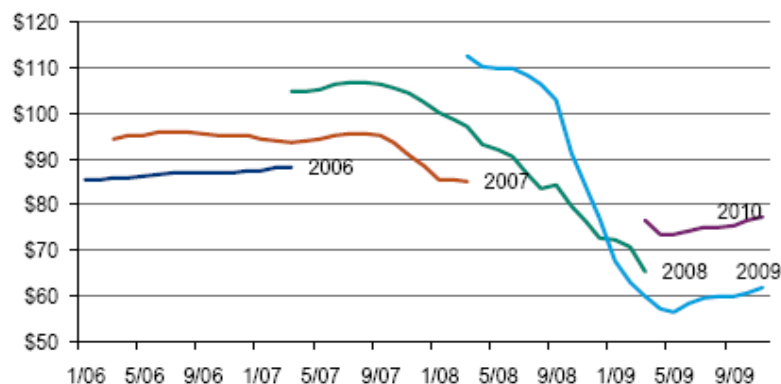
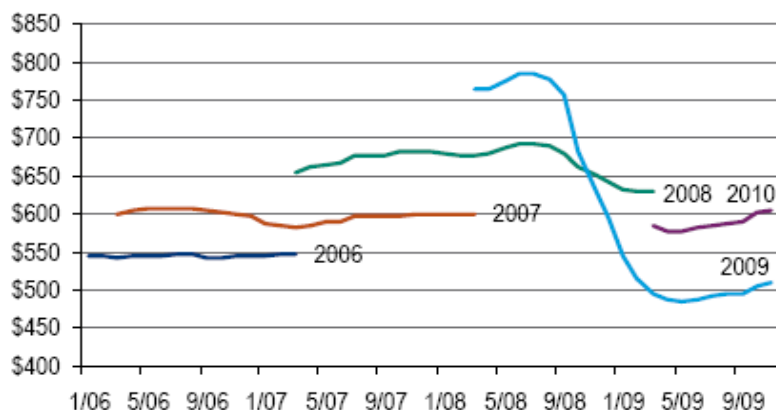


Chart 33: S&P 500, ex. Financials (\$, b)



Zdroj: Thomson One Analytics, BofAML, Bloomberg

top strategists	prumer '09	min	max
leden 09	58,07	46,0	65,0
únor 09	57,31	42,0	65,0
březen 09	52,55	40,0	65,0
duben 09	47,45	39,5	58,0
květen 09	47,06	39,5	57,0
červen 09	47,17	39,5	57,0
červenec 09	50,56	40,0	58,0
srpen 09	52,78	41,0	59,0
září 09	54,68	48,8	59,0
říjen 09	56,53	50,0	61,5
listopad 09	56,86	50,0	62,5

- Odhady stratégů velkých investičních bank pro rok 2009 byly letos „behind the curve“

top strategists	prumer '10	min	max
červenec 09	64,79	46,0	79,0
srpen 09	66,68	46,0	79,0
září 09	67,57	60,0	75,0
říjen 09	70,04	60,0	76,0
listopad 09	71,09	60,0	80,0

Vítěz: Restaurace

spolecnost	ticker	2.9.2008	20.11.2008	20.11.2009	% vs 09/08	% vs 11/08	EPS09 puv	EPS09 akt	EPS08 akt	rust EPS
BJ's Restaurants	BJRI	11,88	6,79	17,27	154%	45%	0,49	0,50	0,43	16%
Starbucks	SBUX	15,74	7,17	21,41	199%	36%	0,83	0,92	0,58	59%
Cheesecake Co.	CAKE	15,41	5,32	18,80	253%	22%	0,91	1,00	0,85	18%
P.F. Chang Bistro	PFCB	26,32	15,22	31,95	110%	21%	1,42	1,75	1,45	21%
Chipotle Mexican Group	CMG	73,60	38,69	83,88	117%	14%	2,57	3,77	2,36	60%
Texas Roadhouse	TXRH	9,30	4,46	10,49	135%	13%	0,51	0,63	0,52	21%
Buffalo Wild Wings	BWLD	37,15	15,52	40,90	164%	10%	1,61	1,76	1,36	29%
Darden Restaurants	DRI	29,78	13,54	31,44	132%	6%	2,63	2,68	2,53	6%

- ✓ Společnosti ze segmentu “casual dining” jsou dnes nad úrovní před pádem Lehman Brothers
- ✓ Přitom ve dvou měsících po pádu Lehman Brothers došlo k > 50 % poklesu cen akcií
- ✓ Nejenom, že od loňského podzimu výrazně vzrostly odhady EPS09, ale společnosti nejspíše i vykážou meziroční růst ziskovosti 09/08
- ✓ Pokles „same-store-sales“ a průměrné útraty byl kompenzován snížením nákladů (pokles cen zemědělských komodit, snížení mzdových nákladů), růstem průměrné ceny jídla (2-3 %) a růstem pobočkové sítě

Zdroj: Thomson One Analytics, Bloomberg

Investiční výhled 2010

- Peněžní trh a dluhopisy
- Akciové trhy

Peněžní trh, dluhopisy

Výhled pro peněžní trh

- ✓ Situace na peněžním trhu je determinována 2týdenní repo sazbou České národní banky
- ✓ Nevylučujeme ještě jedno její snížení z 1,25 % na 1,00 % (ovlivněno vývojem kurzu koruny vůči euru)
- ✓ V druhé polovině roku 2010 očekáváme začátek cyklu pozvolného zvyšování sazeb (asi 0,50 procentního bodu v roce 2010)
- ✓ V úrokových sazbách na peněžním trhu je stále patrná likviditní prémie a vysoké rozdíly mezi sazbami PRIBID a PRIBOR

Výhled pro fondy peněžního trhu

- ✓ Fondy PT v ČR investují typicky do krátkodobých instrumentů emitovaných vládou ČR, popř. bonitními institucemi s vysokým kreditním ratingem
- ✓ Ze své podstaty tyto fondy kopírují s mírným zpožděním trendy mezibankovních úrokových sazeb
- ✓ Čistý výnos do splatnosti největšího fondu PT v ČR Sporoinvestu je aktuálně na úrovni 2 %
- ✓ V případě dalšího mírného poklesu úrokových sazeb se může výkonnost tohoto typu fondů pohybovat mírně pod touto úrovní
- ✓ Významnou výhodou pro drobného koncového investora je daňové osvobození výnosu po 6ti měsících držby podílového listu, přičemž přístup k investovaným prostředkům je nepřetržitý

Dluhopisové trhy

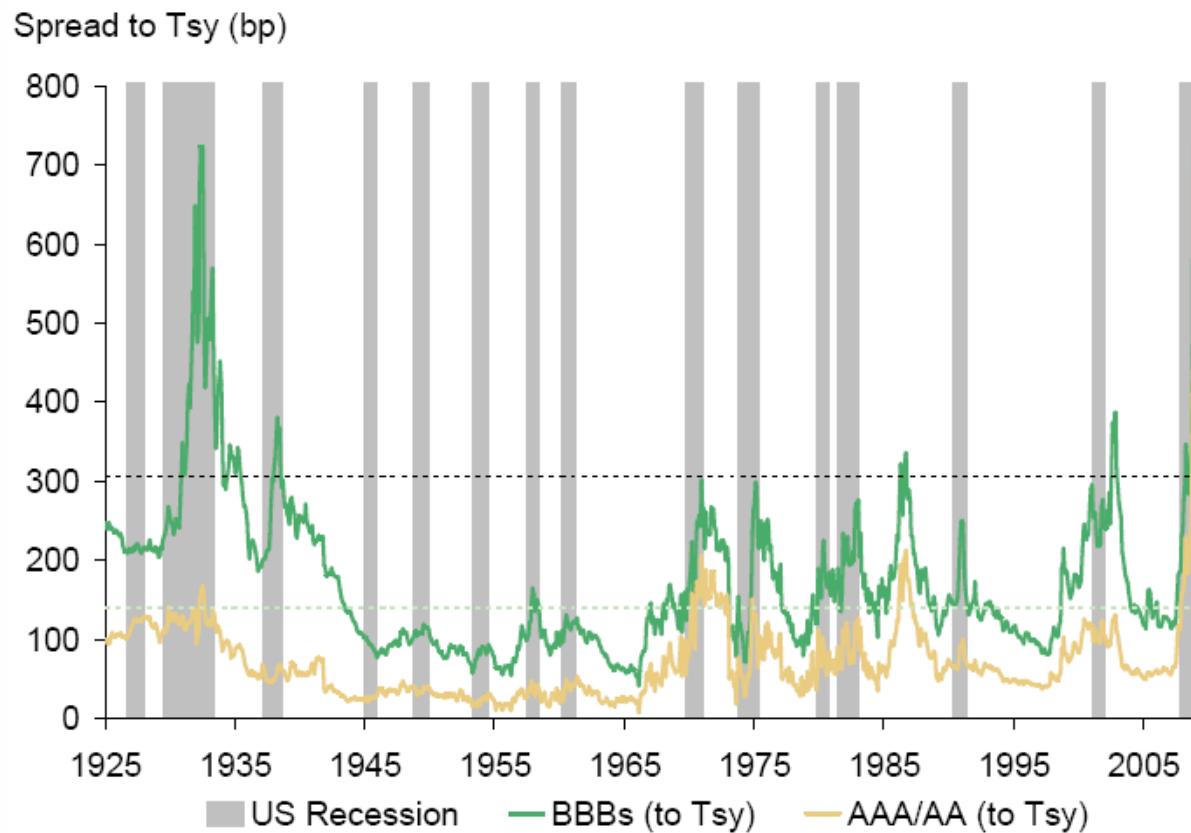
- ✓ Po kolapsu českého dluhopisového trhu v závěru roku 2008 a počátku roku 2009 došlo k postupné normalizaci podmínek
- ✓ Původní problém nelikvidity trhu byl dále umocněn vysokou rizikovou přírůžkou, která byla společná všem zemím regionu
- ✓ Zahraniční investoři opustili český dluhopisový trh a poptávka byla zcela v rukou českých bank, institucionálních investorů a podílových fondů

Výnosová přírážka českých st. dluhopisů



Zdroj: Bloomberg

Trh firemních dluhopisů



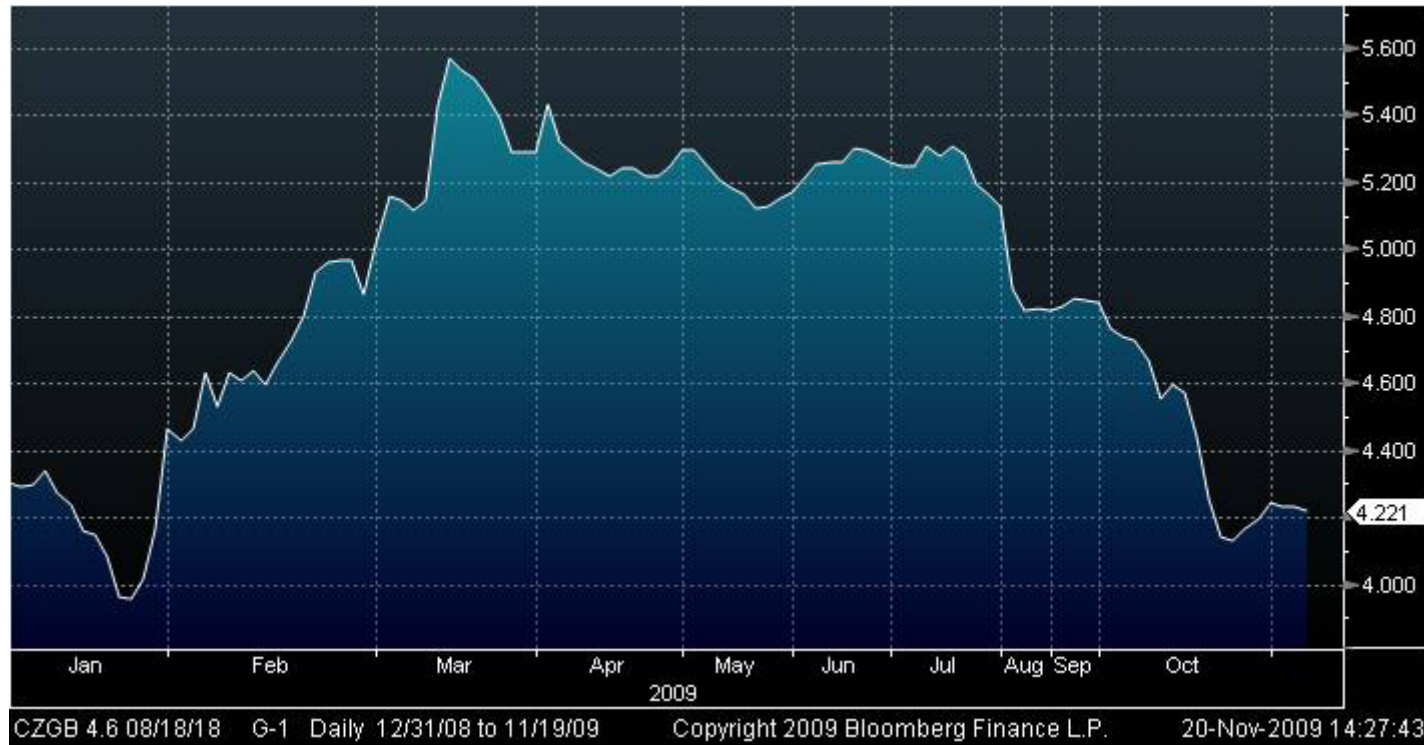
Source: Morgan Stanley, Moody's, The Yield Book, NBER

Zdroj: Morgan Stanley

Dluhopisové trhy

- ✓ V březnu letošního roku dosáhla riziková averze svého vrcholu – po té došlo k obratu na finančních trzích
- ✓ Jedním z efektů byl propad kreditních premií jak u státních tak firemních dluhopisů (klesla pravděpodobnost realizace depresního scénáře)
- ✓ Od srpna letošního roku došlo ke značnému poklesu výnosů českých státních dluhopisů (růstu jejich cen)
- ✓ **Hlavní faktory:**
 - Schválení „Janotova státního rozpočtu“
 - Emise českých dluhopisů na EUR/CHF trhu (ekvivalent 15 mld. Kč)
 - Rétorika ČNB týkající se dalšího uvolňování měnové politiky

Vývoj výnosu 10letého st. dluhopisu



Zdroj: Bloomberg

Letošní výkonnost trhu + 5,71 %



Zdroj: Bloomberg

Výhled pro dluhopisy

- ✓ **Od počátku roku 2010 uvidíme čilou emisní aktivitu Ministerstva financí vyvolanou potřebou profinancování státního dluhu**
- ✓ **Nabídka státních instrumentů 255 mld. Kč:**
 - 160 mld. Kč rozpočtový schodek
 - 80 mld. Kč dluhopisy splatné v roce 2010
 - 15 mld. Kč dodatečná rezerva
- ✓ **Předpokládáme, že především vlivem vysoké nabídky dluhopisů uvidíme tlak na mírný růst výnosů především u dluhopisů s delší dobou do splatnosti**

Shrnutí

- ✓ Fondy peněžního trhu by měly přinášet výnos mírně pod 2 %
- ✓ Dluhopisový trh bude pod tlakem vysoké nabídky a poté i odstraňování měnově - politických stimulů
- ✓ Věříme, že díky aktivní správě dluhopisových portfolií fondy překonají výkonnost fondů peněžního trhu, a že jejich výkonnost se může pohybovat okolo 3 %
- ✓ Regionálně zaměřené dluhopisové fondy by měly profitovat především z potenciálu polského zlotého; jejich výkonnost by měla překonat 5 %

Akciové trhy

Výhled pro akcie – Q1 2010, shrnutí

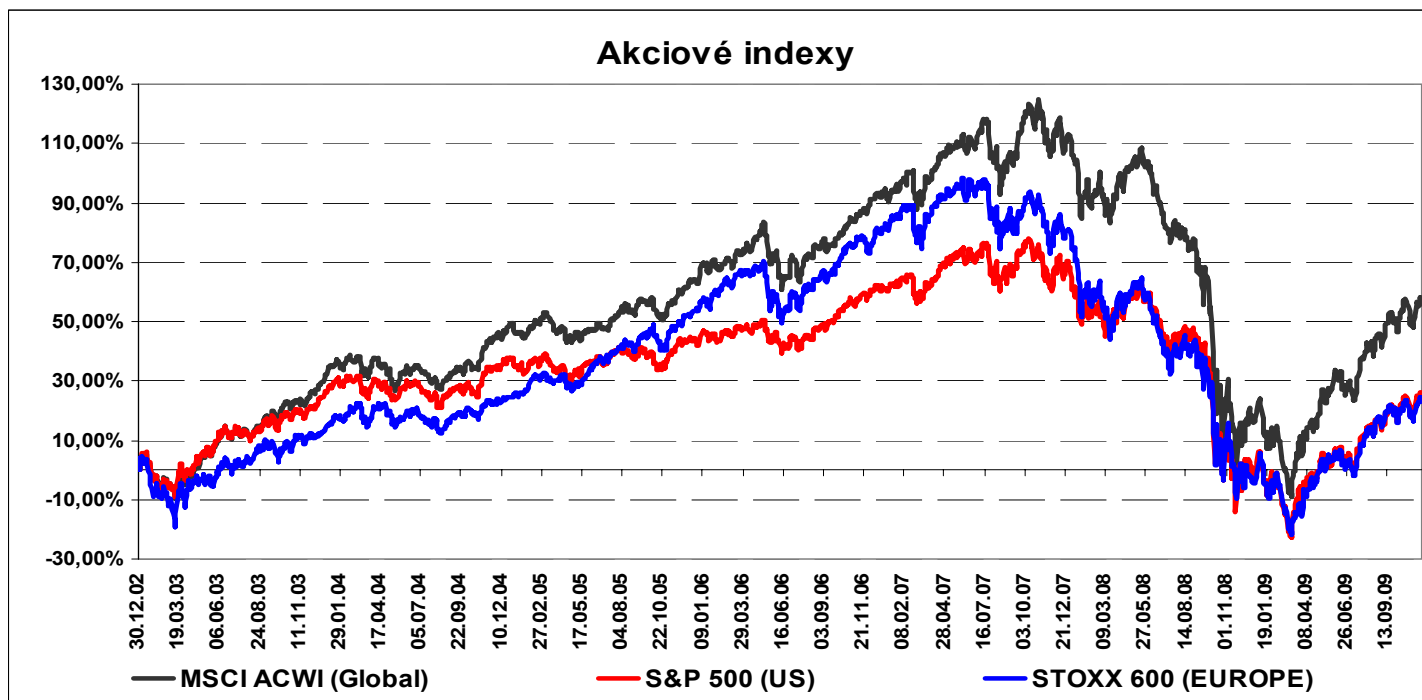
Hlavní scénář

- ✓ Pokračování ekonomického oživení; růst globálního HDP kolem 3,5 %, motorem růstu Asie
- ✓ Fiskální a monetární stimuly ponechány v platnosti minimálně v 1. pololetí
- ✓ Růst tržeb firem převyšší růst HDP
- ✓ Pokračování býčího trendu na akciových trzích (~20 % v roce 2010)
- ✓ Regiony: převážit Evropu, podvážit Japonsko; emerging markets už nejsou levné (pozitivní náhled na EMEA)
- ✓ Sektory: globální cyklické sektory (energy, financials, infrastructure) + consumer staples

Rizika

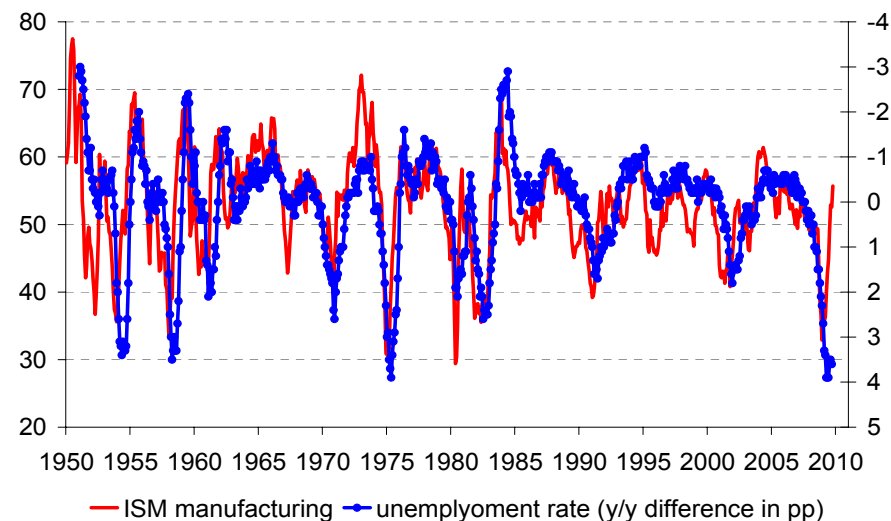
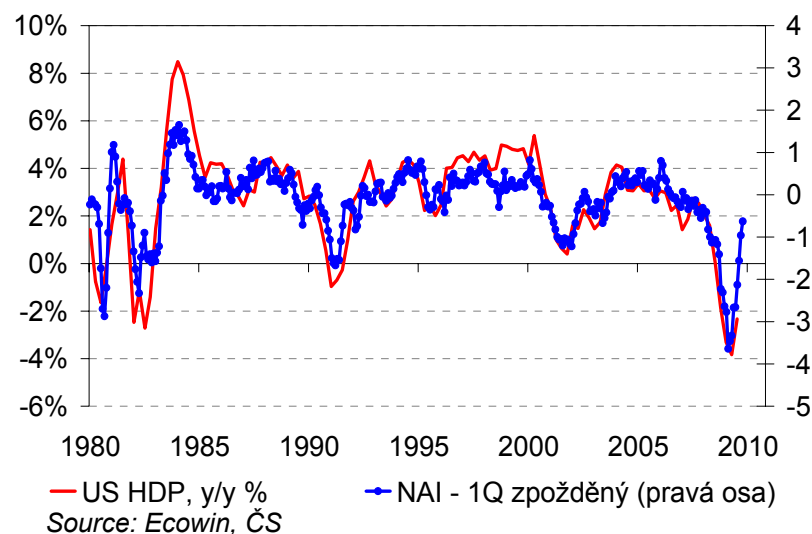
- ✓ Ekonomické oživení ve tvaru W
- ✓ Absence stabilizace na trhu nemovitostí v USA
- ✓ Změna očekávání na pohyb úrokových sazeb (včetně tržních)
- ✓ Pokračující růst nezaměstnanosti v USA
- ✓ Nafouknutí bubliny na čínských aktivech (akcie, nemovitosti)
- ✓ Prudký růst ceny ropy v prvním pololetí, inflační tlaky

Akciové trhy stále hluboce pod svými maximy z roku 2007



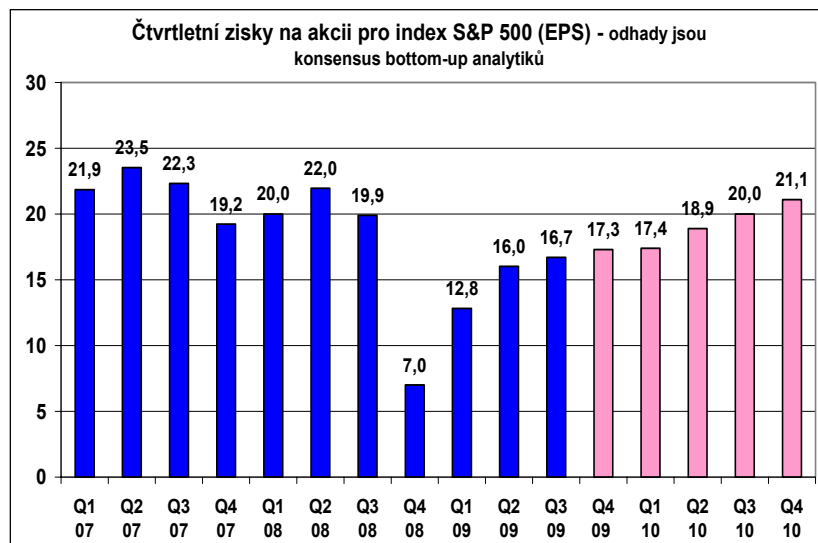
růst indexů od březnových minim		potencionální růst k maximům roku 2007	
MSCI ACWI (globální, \$)	62,4%	MSCI ACWI (globální, \$)	45%
S&P 500 (USA)	52,2%	S&P 500 (USA)	43%
STOXX 600 (Evropa)	47,8%	STOXX 600 (Evropa)	63%
Emerging markets	71,0%	Emerging markets	30%

Americká ekonomika oživuje

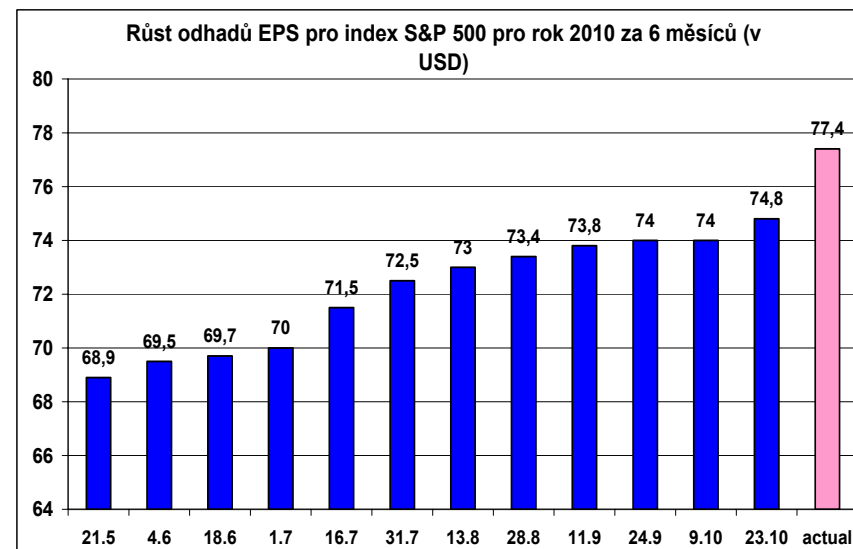


- ✓ Předstihový indikátor kombinující produkci i spotřebu ukazuje oživení růstu v USA ve tvaru V (obr.1)
- ✓ Data o nezaměstnanosti se stále zhoršují, první pozitivní data o tvorbě pracovních míst čekáme v prvním čtvrtletí roku 2010 (obr.2)
- ✓ Silná data o růstu produktivity a naopak velký pokles nákladů na pracovní sílu zvedá ziskové marže amerických korporací

Firemní zisky v USA ožívují rychleji než ekonomika



zdroj: ThomsonReuters, ISČS

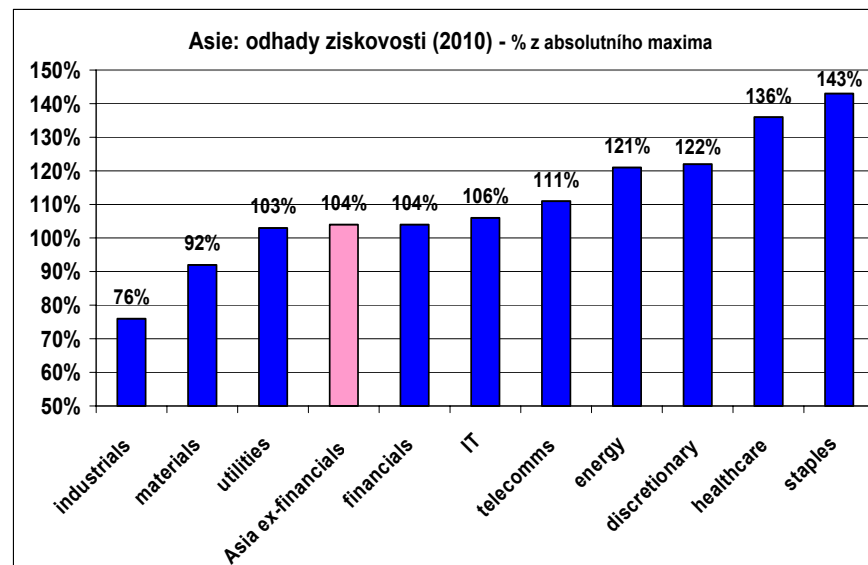


zdroj: ThomsonReuters, ISČS

- ✓ Zisky firem se odrazily ode dna (obr.1) a analytici zvyšují své projekce na rok 2010 (obr. 2) a 2011 (dobíhají za trhem)
- ✓ Agresivní snížení nákladů ze strany korporací a vyšší než očekávaný růst tržeb, zejména u firem s globální expozicí, vede k překonávání odhadů analytiků už 3. čtvrtletí v řadě
- ✓ příklad: 3. čtvrtletí 2009 – EPS 16,7 USD vs. 14,8 USD odhad analytiků; tržby 3% růst Q3/Q2 vs. 0,8 % analytický odhad

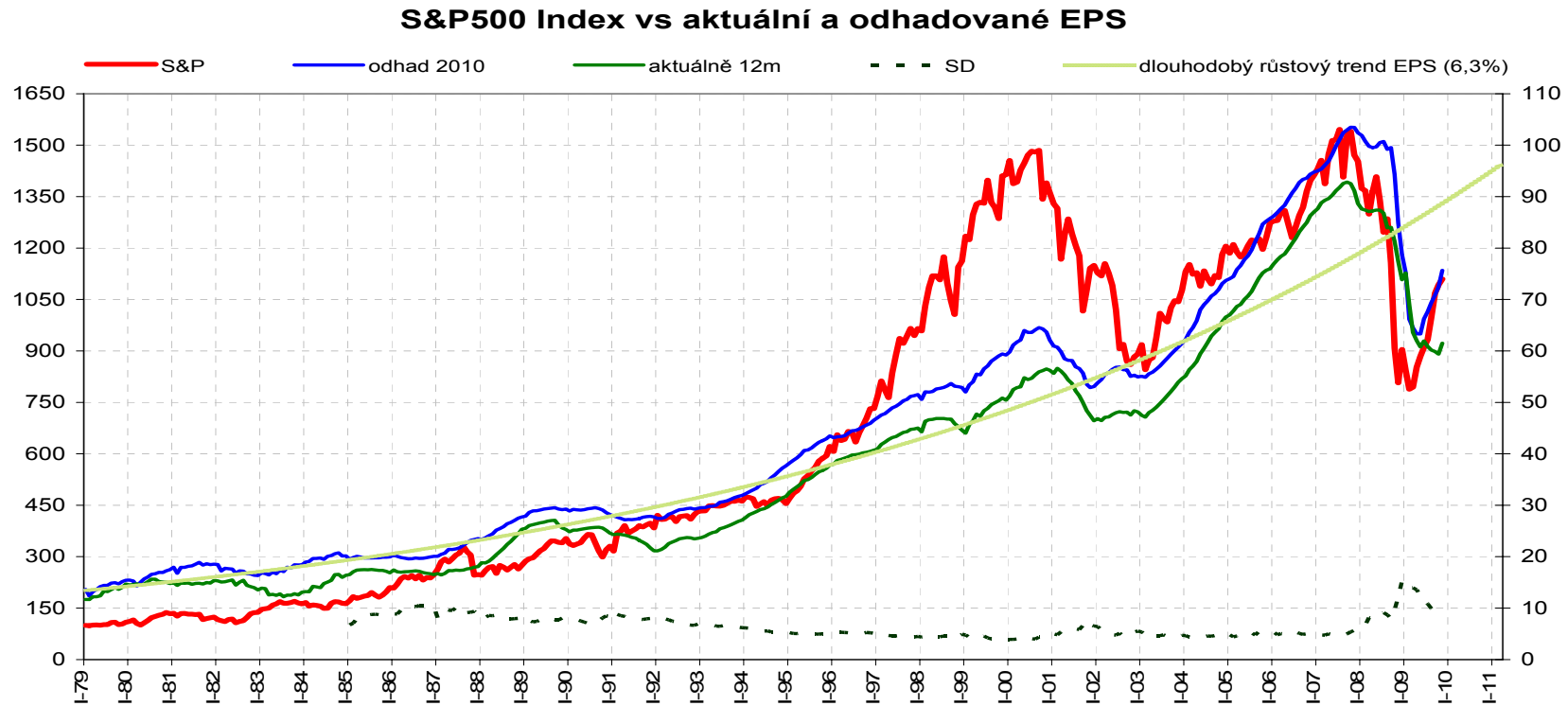
Vývoj ziskovosti v roce 2010

- ✓ Projekce analytiků se zvyšují
- ✓ 4. čtvrtletí roku 2009 bude prvním s meziročním růstem po 9 propadech v řadě
- ✓ Růst zisků v USA není plně závislý na růstu domácí spotřeby: 40 % provozního zisku pochází ze zahraničí
- ✓ Pozitivní efekt slabého dolaru, vyšších cen komodit, investic do infrastruktury a růstu v Asii
- ✓ Více než 60 % růstu obstarají sektory energy, financials a technology
- ✓ Efekt nízké srovnávací základny v 1. pololetí (energy, financials)
- ✓ Vysoké ziskové marže spolu s růstem tržeb o 8-10 % povedou ve výsledku k růstu zisků o 25 % v roce 2010 a o 15 % v roce 2011 v USA
- ✓ Riziko: jednoznačně na straně tržeb – odhady pro rok 2010 jsou však vzhledem k jejich současnému mezikvartálnímu růstu konzervativní



zdroj: ThomsonReuters, Morgan Stanley, ISČS

Zisky vs. cena akcií



Zdroj: ThomsonReuters, výpočty ISČS

- ✓ Další růst cen akcií podmíněn růstem zisků
- ✓ Fáze tzv. multiple expansion, provázející trhy kolem jejich dna je u konce

Závěr

- ✓ **Dlouhodobé ocenění akciových trhů na bázi ukazatele P/E je 16-17 pro americký index S&P 500**

- ✓ **Aktuálně (19. listopadu 2009) se akcie obchodují na**
 - P/E roku 2009 17,4 (EPS 62,9)
 - P/E roku 2010 14,1 (EPS 77,4)
 - P/E roku 2011 11,6 (EPS 94,1)

- ✓ **Stanovení férové hodnoty indexu amerických akcií S&P 500: vzhledem k nadprůměrnému očekávanému růstu zisků pro rok 2011 můžeme pro stanovení férové hodnoty indexu použít P/E ve výši 17 (podobně jako je tomu na konci roku 2009), a tím se dostáváme k férové hodnotě kolem úrovně 1300 ($17 \cdot 77 = 1309$)**

Východní Evropa

- ✓ Růst HDP započatý ve 3. čtvrtletí 2009 bude pokračovat
- ✓ Ekonomiky postižené letos největším propadem (Pobaltí, Ukrajina, Rusko, Turecko) porostou relativně nejrychleji
- ✓ Akciové trhy – pokles rizikové averze s pokračující stabilizací ekonomických očekávání; re-rating Ruska bude pokračovat
- ✓ Pokles rizikové prémie a vyšší dostupnost financování napomohou ocenění akcií středně velkých a menších společností
- ✓ **Sektory:**
 - ropa a plyn** (růst poptávky ve vyspělých zemích, příznivé ocenění)
 - finance** (NPLs dosáhnou vrcholu ve Q2 – Q3, lepší „čitelnost“ přispěje k re-ratingu odvětví)
 - materiály** (stabilizace rel. vysokých cen kovů)
 - chemie (hnojiva)** (návrat „odložené poptávky“ z r. 2009, vyšší cena ropy podpoří růst cen produktů)