


**Reportér: Čtvrtletník pro klienty
Erste Private Banking**

ERSTE 
BANK
Private Banking

ČESKÁ 
SPORITELNA





Tým Erste Private
Banking je
připraven vyhovět
vaším náročným
požadavkům.

EDITORIAL

3

KOMENTÁŘ K VÝVOJI TRHŮ

4-5

Třírychlostní svět a srdečné pozdravy z Ruska

PRO POKROČILÉHO INVESTORA

6-7

Využití fundamentální analýzy při řízení akciového portfolia

PRO ZAČÍNAJÍCÍHO INVESTORA


8-9

Aktivně řízená portfolia

PŘIPRAVILI JSME PRO VÁS

10

Prague Ballet Gala ve Státní opeře Praha
Novoroční galakonzert v Obecním domě



Poskytneme vám
nejkvalitnější služby
investičního
poradenství.

Vážený klienti,

co nejsrdečněji vás zdravím na stránkách prvního letošního vydání Reportéra a jménem celého týmu Erste Private Banking České spořitelny si vám dovoluji popřát mnoho úspěchů v osobním i pracovním životě v novém roce.

Česká spořitelna vstoupila do roku 2011 pod vedením nového generálního ředitele Pavla Kysilky s odhodláním udržet si na trhu pozici, kterou si v minulosti vybudovala, orientovat se na další zlepšování klientských služeb a zlepšit konkurenceschopnost skupiny České spořitelny prostřednictvím optimalizace procesů a zefektivněním činností.

V Erste Private Banking se chceme letos zaměřit na co nejkvalitnější poskytování služeb investičního poradenství a prohlubování vztahů s našimi zákazníky. Naším cílem je zajistit nadstandardní zhodnocení majetku našich klientů. V průběhu roku proto plánujeme představit zcela nové investiční produkty a řešení založené na zajímavých investičních nápadech. V rámci zlepšení klientských služeb pro vás připravujeme vylepšení klientských reportů, které budou zpracovávány automatizovaně a budou obsahovat přehlednější informace. I v letošním roce se budeme setkávat na řadě zajímavých kulturních, sportovních či jiných společenských akcí.

Chtěl bych vám touto cestou, milí klienti, poděkovat za to, že jsme se díky vám a vaší přízni zařadili mezi největší poskytovatele služeb privátního bankovníctví v České republice. Služeb Erste Private Banking již v současné době využívá několik tisíc spokojených klientů České spořitelny a je potěšující, že zájem lidí v Česku o naše služby nadále roste. Téměř 80 % z vás bylo v loňském roce velmi spokojeno nebo spokojeno se službou Erste Private Banking. Toto hodnocení, které jste nám loni dali v rámci průzkumu klientské spokojenosti, je pro nás zavazující a v letošním roce chceme udělat maximum pro to, aby byly výsledky ještě o kousek lepší.

Děkuji vám za projevenou důvěru v roce 2010 a těším se na vzájemnou spolupráci v letošním roce.

Martin Kučera
Erste Private Banking CZ
ředitel

Třírychlostní svět a srdečné pozdravy z Ruska

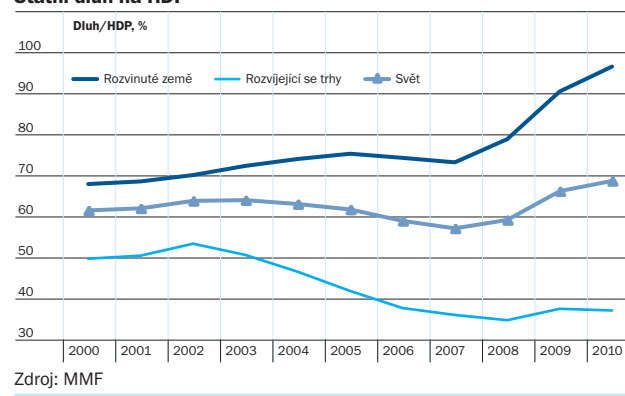
Začátek roku s sebou nese příležitost bilancovat rok minulý a zároveň se podívat na rok, do kterého jsme vstoupili. Tak jaký bude rok 2011? Při závěrečném hodnocení zjistíme, že nevybalancovaný, protože dvourychlostní svět se pomalu mění na svět třírychlostní. Tedy na tři skupiny zemí s různými strukturálními problémy a příležitostmi, které rostou rozdílným tempem.

Za prvé tady máme rozvíjející se ekonomiky, které jsou tahounem růstu. Pokud bychom se podívali pár let dozadu, tak bychom zjistili, že tyto ekonomiky také rostly rychlým tempem, ale tahouny globálního růstu nazývány nebyly. Rostly totiž díky poptávce po jejich levných vývozech, tedy díky růstu spotřeby domácností v USA a EU. Nicméně aktuální růst začíná být čím dál více tažen růstem domácí spotřeby domácností v těchto rozvíjejících se ekonomikách. Např. maloobchodní tržby v Číně rostou více než dvacetiprocentním tempem. Zdá se vám to jako neudržitelné tempo? Čínské autority si uvědomují, že bez podpory domácí spotřeby Čína nemůže udržet vysoké tempo růstu své ekonomiky. A proto vláda a centrální banka dělají vše potřebné, aby tempo růstu zůstalo na vysokých úrovních. „Pozor“ namítnete možná, „jak to sedí s aktuální nervozitou finančních trhů ohledně zpřísňování měnových podmínek v Číně?“ Ano, čínská centrální banka zpřísňuje měnové podmínky v obavě, aby ono podpoření růstu domácí spotřeby nebylo přehnané. Každopádně očekáváme, že si rozvíjející se ekonomiky udrží vysoké tempo růstu. Nicméně nelze očekávat, že tyto ekonomiky nepotká žádné turbulentní období v podobě recese.

Druhou skupinou zemí jsou ty ekonomiky, které dokáží těžit z růstu rozvíjejících se ekonomik. Tedy ekonomiky, které mají proexportní strukturu a jsou konkurenceschopné. Ano, sem naprosto přirozeně můžeme zařadit Německo, které dlouhodobě profituje z růstu v Číně, a další země EMU, které patří do tzv. jádra. V minulosti se jednalo především o vývozy tzv. investičních celků. Aktuálně, se změnou struktury růstu, roste podíl vývozu spotřebního zboží.

Třetí skupinou zemí jsou ekonomiky, které strukturálně čeká stagnace ekonomického růstu. Jde o země, které v minulosti měly vysoké tempo růstu díky rostoucí spotřebě domácností. Ale růst spotřeby (a nutný růst mezd) nebyl důsledkem rostoucí produktivity práce. Byl důsledkem rostoucího zadlužení ekonomik. A rostoucí zadlužení bez růstu produktivity odpovídá situaci, kdy si půjčím peníze v bance tehdy, kdy nejsem schopen splácet, ale tvrdím, že má situace se zlepší. Ale nedělám nic pro to, aby se zlepšila, a banka mi peníze půjčí. Kdo je viník v této situaci? Důvěřivá banka (investor do státních dluhopisů), nebo lživý žadatel o úvěr (stát emitující dluh)? Oba. Každopádně nic není zadarmo – tak šokující zúčtování, kterým si procházejí slabší země EU, přinutilo/přinutí tyto ekonomiky podívat se pravdě do

Státní dluh na HDP



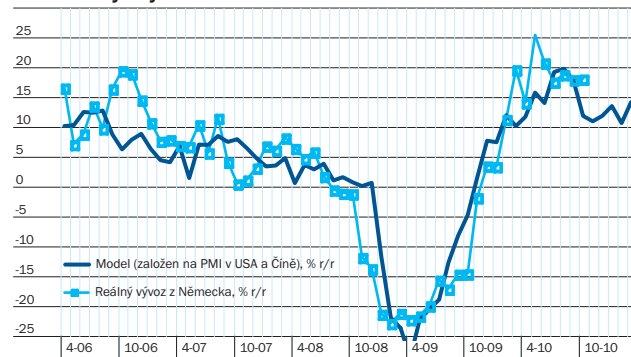
očí. Úroveň spotřeby, na jakou si zvykly, není udržitelná. Spotřeba musí absolutně poklesnout. Problém je, že EU není schopná najít takový plán, kde by pokles spotřeby byl zároveň doprovázen poklesem dluhu (který není dlouhodobě udržitelný). Standardní průběh by předpokládal určitou formu restrukturalizace dluhu, nicméně neakceschopnost EU situaci zatím konzervuje. Samozřejmě také díky silné motivaci Německa a Francie, případně Španělska a Velké Británie, pomoci svým bankám, které mají zainvestováno v dluhopisech „problémových“ ekonomik EU.

Kam patří USA? To je dobrá otázka. Téměř mě láká říci, že USA tvoří svou vlastní skupinu. V letošním roce očekáváme, že USA porostou mezi 2,5–3%, což věru nevypadá na vyspělou ekonomiku po systémové finanční krizi zle. Nicméně pravda je, že růst by byl citelně nižší, kdyby se republikáni (podporující daňové úlevy) a demokrati (podporující prodloužení dávek v nezaměstnanosti) nedohodli na dalším fiskálním impulzu pro tento rok. Deficit vlády USA tak zůstane na vysoké úrovni i v roce 2011. A vzhledem k prezidentským volbám v roce 2012 nelze očekávat nějaké markantní šetření. Jinými slovy: USA si šlehy ještě jednu fiskální dávku, zatímco EMU už prochází detoxikační kúrou. Zní to tvrdě, ale je to tak. Samozřejmě ekonomové se přou, zda bude další dávka dávkou smrtelnou (pozornost světa se přesune k USA v otázce schopnosti dostát svým závazkům, což, jak sami tušíte, by byl teprve pořádný výplach dluhopisových portfolií). Další otázkou je, zda tato dávka postaví ekonomiku na vlastní nohy. To, zda tomu tak skutečně bude, bude záležet na trhu práce. Aktuální údaje ukazují, že ačkoliv se příliv nových nezaměstnaných snižuje, v ekonomice stále nevzniká dostatek nových pracovních míst.

Očekáváme, že rozvíjející se ekonomiky v letošním roce mírně zpomalí své tempo růstu.

Suma sumárum očekáváme, že rozvíjející se ekonomiky v letošním roce mírně zpomalí své tempo růstu. Důvodem bude inflace způsobená růstem cen potravin a dalších komodit. Především potraviny totiž tvoří v rozvíjejících se ekonomikách relativně velkou část spotřebitelského koše, asi 30–50 %. Růst inflace ukousává z reálné kupní síly mezd a snižuje reálný růst ekonomiky. Proto očekáváme, že centrální banky v těchto ekonomikách přistoupí ke zvyšování sazeb, případně nechají své měny posílit, aby zmírily tyto inflační tlaky. Eurozóna bude nadále rozdělena na jádro (Německo a spol.) a PIIGS (Portugalsko, Itálie, Irsko, Řecko a Španělsko). Německo v letošním roce zpomalí ke dvěma procentům díky zpomalení v jeho vývozních destinacích. Slabé státy budou nadále procházet bolestnou fází konsolidace státních financí. Nicméně lze očekávat, že obvyklí podezřelí budou dělat vrásky finančním trhům v i dalších měsících, a to především díky nejednotnému postoji EU ohledně konkrétní podoby záchranného kruhu pro země v problémech.

Německé vývozy



Zdroj: Ecowin, Česká spořitelna

Česká ekonomika poroste podle našich odhadů kolem dvou procent. Díky snížení mzdových nákladů zaměstnancům ve státní sféře nebude spotřeba domácností tahounem růstu. Tím naopak budou investice. Pokračující rychlý růst průmyslu na sebe se zpožděním postupně začne nabalovat investiční aktivitu, v první řadě především tzv. odložené a udržovací investice. Očekáváme růst investic kolem 5 %, což možná vypadá optimisticky. Nicméně samy podniky jsou v této oblasti ještě více optimistické a očekávají navýšení investic v letošním roce o 7 %. Pokles nezaměstnanosti ve státní sféře bude kompenzován opětovným nabíráním nových pracovníků v soukromé sféře, takže očekáváme, že nezaměstnanost poklesne na konci roku pod 9 %.

Jak se v takovém makrosvětě budou vyvíjet státní dluhopisy vyspělých ekonomik? Jsme na ně i nadále naladěni negativně a čekáme růst výnosů. Pozor, to však neplatí obecně. Pokud chcete investovat do dluhopisů vyspělých ekonomik, můžete se soustředit na očekávaný tvar výnosové křivky a především na relativní sazky (tj. zda dluhopis země A je podhodnocen/nadhodnocen více než dluhopis země B). Aktuálně proběhla silná korekce (zvýšení výnosů) bude podle našeho názoru pokračovat, nicméně si nemyslíme, že ve stejné razanci.

A proč jsou v nadpisu tohoto článku uvedeny bondovské „Srdečné pozdravy z Ruska?“ Mohou za to sopky na Kamčatce, protože ty jsou velkým „viníkem“ extrémnějšího počasí, jehož jsme svědky už několik týdnů. Máte pocit, že se počasí zbláznilo? Spousty sněhu v Evropě a USA, nejchladnější zima v Evropě za posledních 100 let, povodně v Austrálii, sucho v Latinské Americe... Na otázku „Proč?“ mají odpověď meteorologové a vulkanologové: neobvyklé globální počasí je způsobeno kombinací klimatického efektu La Niña, vulkanickou činností v Rusku na Kamčatce a teplým Atlantikem.

La Niña je klimatický efekt, který ve svém důsledku způsobuje teplejší léta a chladnější a bouřlivější zimy. A ta aktuální La Niña (v překladu „dívče“) je nadprůměrně silná. K tomu se ovšem přidalo silné soptění sopek na Kamčatce. Popel, který se dostal až do výšky 10 kilometrů, začal totiž měnit arktické proudění vzduchu. To se normálně točí kolem severního pólu, ale aktuálně proudí směrem na jih. Navíc se na popel začala kondenzovat voda, takže s prouděním na jih se posunuly i silné srážky. A podle meteorologů je pravděpodobné, že k vrcholu tohoto extrémního počasí dojde v průběhu prvního čtvrtletí a La Niña bude pokračovat do léta.

Tyto klimatické podmínky snižují odhady úrody zemědělských komodit (už po špatném loňském roce) a omezují těžbu komodit, např. uhlí. Počasí tak bude i nadále výrazně ovlivňovat ceny komodit. To v situaci slabé poptávky domácností bude znamenat tlak na pokles marží podniků (kromě těch těžebních). Dále: urychlení spotřebitelské inflace především v zemích, kde potraviny a energie mají vysokou váhu ve spotřebitelském koši (Čína a další rozvíjející se ekonomiky), sníží kupní sílu domácností. Díky počasí tak budou „trpět“ firmy ze sektoru vyrábějící zboží pro spotřebu. Ohrožena je především Čína, která se potýká s výpadky elektřiny díky nedostatečným zásobám uhlí a podstavu vody v přehradách (např. Tři soutěsky -26 %). To není dobrá zpráva vzhledem k tomu, že Čína je tahounem globálního růstu.

Příroda, a v tomto případě především ruské sopky, nám ukazuje, že člověk může mínit (odhadovat, jak to bude s ekonomikami v letošním roce), ale příroda bude měnit svět podle svého vlastního uvážení.

Shrnutí makroprognózy pro českou ekonomiku

Průměry	2009	2010	2011	2012	2013
HDP	-4,0	2,3	1,9	2,5	3,2
Spotřeba	-0,2	0,9	0,7	1,5	2,7
Fixní investice	-7,9	-1,7	3,4	3,8	3,1
Vývozy	-10,0	14,0	5,2	5,3	6,0
Dovozy	-10,1	14,8	4,4	3,9	5,5
Průmysl	-11,4	7,3	5,6	5,5	5,0
Nezaměstnanost	8,6	9,0	8,8	8,6	7,5
Nominální mzdy	4,0	2,3	2,3	3,5	4,5
Reálné mzdy	3,0	0,8	0,3	1,1	2,6
Obchodní bilance (% HDP)	4,1	3,2	2,8	2,5	2,4
Běžný účet (% HDP)	-1,0	-2,4	-2,3	-2,1	-1,8
CPI inflace	1,1	1,5	2,1	2,5	1,9
Poptávková inflace	0,0	-1,1	0,5	1,1	0,9
CZK/EUR	26,4	25,3	24,4	23,7	23,3
CZK/USD	19,0	19,1	18,2	17,7	17,1
2W repo sazba	1,28	0,84	0,85	1,56	2,33
3M PRIBOR	1,9	1,3	1,3	2,0	2,8
12M PRIBOR	2,4	1,9	1,9	2,5	3,2
10Y Swap	3,7	3,0	3,2	3,5	4,0

Zdroj: Česká spořitelna

David Navrátil,
hlavní ekonom
Česká spořitelna



Využití fundamentální analýzy při řízení akciového portfolia

V minulých vydáních Reportéra se analytik ČS Luboš Mokráš věnoval postupům a analytickým modelům využívaným pro odhad „vnitřní hodnoty“ akcie. Autor dnešního článku se pokusí osvětlit některé související pojmy a nástroje a přiblížit jejich praktické využití.

Dividendy versus volné peněžní toky

Jsou dividendy jediným požitkem, který akcionářům plyne z držby akcií? Je pravda, že historicky představoval dividendový výnos podstatnou část celkového dlouhodobého výnosu akciových trhů. Dividendový diskontní model ostatně patří mezi klasické oceňovací nástroje. Od šedesátých let 20. století se ovšem podíl zisku vypláceného jako dividendy postupně snižuje, rostoucí počet společností nevyplácí dividendy vůbec. Jak tedy ocenit hodnotu akcií takovýchto firem?

Samotná výplata dividendy představuje jen jeden ze způsobů využití peněžních prostředků, které společnost vytvořila svým podnikáním a nad jejichž rozdělením má výhradní pravomoc – tzv. volných peněžních toků (free cash flow). Schopnost vytvářet volné peněžní toky je určující pro hodnotu společnosti, a to nejen ve finanční teorii, ale především v praxi. Každého investora v konečném důsledku zajímá, kolik hotovosti jeho firma dokáže generovat v porovnání s prostředky vynaloženými na její vybudování či na pořízení jejích akcií.

„Ukažte mi hotovost!“

Investoři tedy hledí na reálné peněžní toky. Jak do tohoto schématu zapadá účetní zisk? I když se z něj při výpočtu volných peněžních toků vychází, jedná se o odlišnou veličinu. Důvodem je fakt, že ne vše, co firma vykáže jako zisk, se také nakonec promění v hotovost na jejích účtech. Abychom od zisku dospěli k volným peněžním tokům, je třeba jej očistit o náklady, které nepředstavují skutečný peněžní výdaj, tj. zejména odpisy hmotného a nehmotného majetku. Dále je třeba od zisku odečíst tu část výnosů, která neznamena peněžní příjem, stejně jako transakce, které vážou peněžní prostředky – typicky nárůst objemu zásob a pohledávek (jež spolu s pohyby krátkodobých závazků souhrnně nazýváme změnami pracovního kapitálu). Tím jsme dospěli k provozním peněžním tokům. Když nakonec odečteme výdaje na pořízení výrobních prostředků a dalšího majetku dlouhodobé povahy, dospějeme konečně k volným peněžním tokům. Ty pak firma může použít na svůj další rozvoj (dodatečné investice do rozšíření výroby/služeb), na akvizice či na optimalizaci kapitálové struktury (splacení dluhu) a konečně na výplatu akcionářům ve formě dividendy anebo zpětného odkupu akcií.

Shrnutě: schopnost firmy vytvářet volné peněžní toky definuje její vnitřní hodnotu; model, který se tuto hodnotu pokouší vyčíslit jako současnou hodnotu budoucích peněžních toků, se nazývá modelem diskontovaného cash flow (DCF).

Za hranice modelů: analýza scénářů

Modely jsou bezesporu užitečným nástrojem, nicméně je třeba mít na paměti, že jsou jenom tak dobré jako data, kterými je naplníme. Obzvláště citlivé jsou pak na parametry jako použitá diskontní sazba a dlouhodobě udržitelné tempo růstu dané společnosti. To je ostatně důvodem, proč zvláště v dobách zvýšené nejistoty se u společností, jejichž hospodaření může v závislosti na ekonomických podmínkách procházet významnými výkyvy, vyplatí analyzovat různé scénáře možného vývoje. Typicky se může jednat o těžební společnosti anebo výrobce průmyslových statků, jako např. letadel. Scénáře pro společnost Boeing pak mohou vypadat třeba následovně:

1. Uměřený růst – objem letecké přepravy roste „přirozeným“ tempem, ceny materiálů a energie se daří držet pod kontrolou, produkce letadel roste v rámci existujících kapacit.
2. „Boom“ – poptávka leteckých společností převyšuje původní předpoklady, firma investuje do nových kapacit a současně pociťuje rostoucí ceny vstupů.
3. Vleklá recese – zákazníci ruší objednávky, ceny materiálů a energie sice klesají, ovšem společnost omezuje výrobu a je nucena propouštět, existující dluh se pro ni stává těžkým břemenem.

Výstupy jednotlivých scénářů (kupř. 90 USD pro první scénář, 125 USD pro druhý scénář a 29 USD za akcii pro třetí scénář) pak investorovi naznačí rozptyl, jaký může mít hodnota firmy v různých ekonomických podmínkách. Vážíme-li pak tyto výstupy odhadovanými pravděpodobnostmi, že uvedený vývoj opravdu nastane, dopracujeme se k „průměrné“ teoretické hodnotě společnosti.

Poměrové ukazatele

V praxi je ovšem stěžejí představitelné, aby portfoliový manažer udržoval a průběžně aktualizoval konzistentní modely pro

desítky až stovky společností, které má (anebo by mohl mít) ve svém portfoliu. Jako nástroj rychlé analýzy se tak využívají poměrové ukazatele. Ty poměřují tržní hodnotu společnosti (vyjádřenou jako tržní kapitalizace nebo jako tzv. enterprise value) a její ziskovost v podobě čistého zisku, EBITDA (viz dále) anebo provozních peněžních toků (cash flow).

Mezi nejčastěji používané ukazatele patří P/E (podíl ceny akcie a zisku na akcii), P/CF (podíl ceny akcie a provozních peněžních toků na akcii), EV/EBITDA [podíl „enterprise value“ (součet tržní kapitalizace a dluhu společnosti sníženého o hotovost) a zisku před odpisy, úroky a zdaněním]. Je důležité zmínit, že investoři téměř vždy pracují s očekávaným ziskem / cash flow / EBITDA ve jmenovateli příslušného ukazatele; historické výsledky by totiž měly být plně odraženy v hodnotě akcií společnosti.

Výhodou poměrových ukazatelů je jednoduchost a snadné porovnání ocenění různých společností. Hlavní nevýhodou je pak skutečnost, že berou v úvahu jen zisky / peněžní toky v bezprostředně nadcházejících obdobích, tj. mohou ignorovat dlouhodobou hodnotu společnosti (rozdílná tempa růstu společností). Mezi další nevýhody patří to, že nezohledňují rozdíly v kapitálové struktuře (tj. v úrovni zadlužení – s výjimkou ukazatele EV/EBITDA) a v požadavcích na investice do dlouhodobého majetku.

Čím nižší je hodnota poměrového ukazatele, tím je společnost relativně levnější; porovnání však platí pouze mezi společnostmi z příbuzných odvětví. Různé sektory se totiž obvykle obchodují na odlišných „průměrných“ úrovních poměrových ukazatelů. Např. hodnota P/E ve výši 12 bude vysoká pro těžební společnost s velkou kolísavostí zisků v průběhu ekonomického cyklu a vysokými nároky na investice do výrobních aktiv; stejná hodnota se naopak může jevit jako nízká pro potravinářskou či maloobchodní firmu se stabilními maržemi a relativně nízkými investičními potřebami.

I ukazatele mohou být zavádějící!

To, jak izolovaný pohled na ukazatele P/E a P/CF může dovést investory k mylným závěrům, ukazuje níže uvedená tabulka.

Volga Industries a Něva Machines jsou smyšlené společnosti podnikající v příbuzných oborech s obdobnou výší stálých aktiv. Obě společnosti svá aktiva využívají zhruba stejně efektivně, neboť vytvářejí stejný zisk před odpisy, úroky a zdaněním (EBITDA). Pohled na ocenění jejich akcií podle ukazatelů P/E a P/CF v dolní části tabulky by mohl svádět k závěru, že Volga je výrazně levnější než Něva, neboť se obchoduje na nižších násobcích zisků a cash flow.

Když ovšem vezmeme v úvahu veškerý kapitál, tj. akciový (tržní kapitalizaci) včetně čistého dluhu (souhrnně „Enterprise value“), dospějeme k jinému závěru – na bázi ukazatele EV/EBITDA je Něva výrazně levnější. Pohled na kapitálovou strukturu okamžitě odhalí proč. Zatímco Volga operuje s dluhem asi 100 mil., což implikuje relativně „zdravou“ úroveň zadlužení na úrovni asi 1,3x EBITDA, Něva drží na bilanci 120 mil. finančních aktiv. To by v praxi téměř jistě znamenalo pozvánku pro „predátory“ v podobě fondů soukromého kapitálu k hostině jménem „leveraged buyout“ (LBO).

LBO

„Leveraged buyout“ neboli převzetí s využitím finanční páky spočívá v tom, že „predátor“ odhalí neefektivně řízený podnik – „kořist“, u něž lze zlepšením chodu a kapitálové struktury (tj. poměru dluhu a vlastního kapitálu) využít peněžních toků převzatého podniku k financování samotné akvizice.

V našem jednoduchém příkladě autor předpokládá, že „predátor“ po převzetí Něvy z podniku odčerpá (formou mimořádné dividendy, snížením základního jmění apod.) přebytečnou hotovost a dále ji zadluží o 150 mil. – investor tak téměř okamžitě získá 250 mil. Další předpoklad je, že se mu podaří relativně mírně zvýšit efektivitu podniku (EBITDA naroste o 5 mil.). Nový dluh je Něva schopna pohodlně obsluhovat (úroky činí necelých 14 mil. p. a.), úroveň zadlužení k EBITDA činí stále přijatelných 1,75. Předpokládáme-li, že po této „restrukturalizaci“ je „predátor“ schopen Něvu prodat jinému investorovi na hodnotách P/E a P/CF blízkých konkurenční Volze, pak akcie společnosti peněží za zhruba 278 mil. (nová tržní kapitalizace).

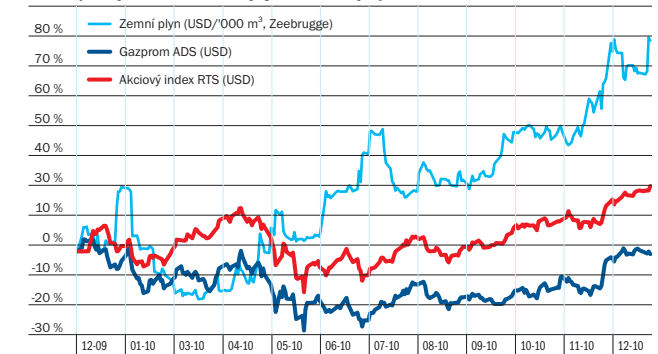
Predátorův zisk z transakce tedy činí 92 mil., což při investovaných 185 mil. (435 minus vyplacených 250 milionů) představuje zisk téměř 50 %!

Ocenění společností a LBO: modelový příklad				
	Volga Industries	Něva Machines	Něva Mach. po LBO	Příjem predátora
Stálá aktiva	360	360	360	
Oběžná aktiva	50	50	50	
Finanční majetek (F)	20	120	20	100
Celková aktiva	430	530	430	
Finanční dluh (D)	120	10	160	150
Ostatní závazky	70	70	70	
Čistý dluh (ČD = D - F)	100	-110	140	
Vlastní jmění	240	450	200	
Zisk před odpisy, úroky a zdaněním (EBITDA)	75	75	80	
Odpisy	-30	-30	-30	
Úroky (úvěr 8,5 %)	-10,2	0,3	-13,6	
Zisk před zdaněním	34,8	45,3	36,4	
Daň (25 %)	-8,7	-11,3	-9,1	
Čistý zisk	26,1	34,0	27,3	
Dividendy (DIV; 35 % zisku)	9,1	11,9	9,6	
Provozní cash flow	56,1	64,0	57,3	
Počet akcií (m)	150	150	150	
Cena akcie	1,90	2,90	1,85	
Tržní kapitalizace (K)	285	435	278	-158
„Enterprise Value“ (EV = K+ČD)	385	325	418	
P/E	10,9	12,8	10,2	
P/CF	5,1	6,8	4,8	
EV/EBITDA	5,1	4,3	5,2	
Dividendový výnos (= DIV / K)	3,2 %	2,7 %	3,4 %	
Čistý dluh / EBITDA	1,33	-1,47	1,75	

Závěr

Ani nejsofistikovanější modely, ani sebelepší ukazatele nedokáží předpovědět chování trhu. Postupy fundamentální analýzy by však měly investorům poskytnout kompas, kde hledat „vnitřní hodnotu“ jednotlivých společností a jejich akcií. Přestože trh má tendenci propadat vlnám optimismu a pesimismu, přikládat váhu různým pověstem anebo naopak ignorovat významné skutečnosti a občas podléhá „instinktům stáda“, vnitřní hodnota akcie by měla dlouhodobě sloužit jako ukotvení, kolem něž její tržní hodnota osciluje.

Ne vždy mají změny fundamentálních faktorů okamžitý dopad na cenu akcií (Gazprom vs. cena plynu v Evropě)



Zdroj: Bloomberg

Jiří Lengál,
portfolio manažer
Investiční společnost
České spořitelny



Aktivně řízená portfolia

Co si má běžný investor pod tímto souslovím představit? Copak má někdo zájem o pasivní řízení? Drobným investorem počínaje, profesionálním konče – všichni mají jedno společné: chtějí pro své finanční prostředky to nejlepší. A jestli je to aktivní nebo pasivní správa? Na tom přece nesejde, hlavně ať je o ně dobře postaráno. Rozdíl mezi aktivní a pasivní správou ale opravdu existuje. A je výrazný. Oba přístupy mají však svá pro i proti. Investor by je měl tedy zvážit a rozhodnout se, jaký styl řízení mu bude vyhovovat. Chceme přece pro své prostředky to nejlepší.

Snahou portfolio manažera, ale i investora, je vydělat co nejvíce nad benchmark, tedy nad představitele nebo zástupce pasivního investování. Každý investor – ať fyzická či právnická osoba – je charakterizován tzv. rizikovým profilem. Ten můžeme velmi obecně popsat jako vše, co je investor ochoten obětovat, aby dosáhl svého cíle. Jinými slovy je to správné nastavení jeho očekávání výše zhodnocení v kontextu toho, jaká rizika je ochoten podstoupit. Investor má obvykle jasno minimálně ve své představě o budoucím dlouhodobém výnosu. Kvalitní privátní bankéř by měl po zjištění očekávaného výnosu okamžitě odhadnout očekávanou míru rizika portfolia, které je ochoten investor pro dosažení daného výnosu podstupovat. Tato fáze je obvykle nejkomplicovanější, investor dochází ke zjištění, že není zajímavého výnosu bez rizika. Obecně tak platí, že čím vyšší jsou očekávané výnosy, tím vyšší je volatilita portfolia. Každý investor si určuje nejen odhadovaný výnos, ale i předpokládaný časový horizont, po který má tyto prostředky investovány. Zamýšlí se i nad tím, zdali volatilita či výkyvy jeho investice jsou pro něj akceptovatelné či nikoli. Pokud ano, je jeho rizikový profil v pořádku, pokud ne, nezbyvá než se smířit s nižšími výnosy.

Investování je jako život – nikdy nevíme, jaké změny nám přinese. Aktivní správa se snaží jednotlivých změn využívat.

Základní obchodní pravidlo říká: levně nakupuj, draze prodej. I když je tato poučka jednoduchá a praxe bývá mnohem složitější a komplikovanější, každý správce se bude snažit do roztrhání těla o její co nejlepší naplnění. Jen tehdy, když bude ve většině svých rozhodnutí úspěšný, dokáže klientovi přinést zajímavé zhodnocení. **Aktivní správa je tedy o snaze zajistit svěřeným prostředkům co nejvyšší možný nadvýnos nad pasivní investování, a to v souladu s předem danou strategií investora a definovanými pravidly a mantinely.** Správce využívá nejen již zmíněné volatilitu na trhu, ale v rámci pravidel, limitů a investičních strategií se snaží vyhledávat ty nejlepší investiční příležitosti z nejrůznějších regionů či sektorů pro portfolia jeho klientů či investorů.

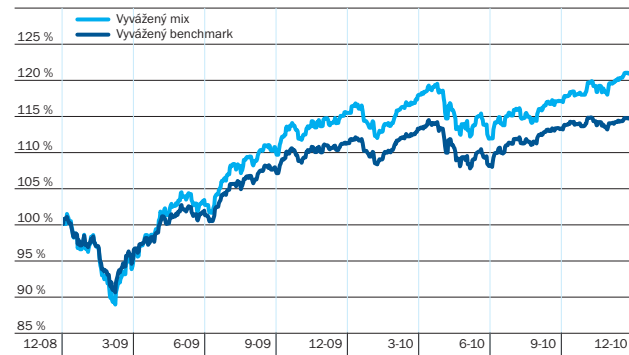
Aktivní správa začíná na úrovni jednotlivých podílových fondů, kdy se správce fondu snaží překonávat pasivní předem stanovený benchmark, jenž je dán ve statutu fondu a končí při individuální správě portfolia konkrétního investora. Portfolio manažer chce ve všech případech vyhrát nad pasivní investicí. A nejde jen o odměny – většina portfolio manažerů dává všanc své jméno, svou reputaci, své ego. Kdo by chtěl prohrát? A proto čteme, studujeme, hádáme se mezi sebou a hledáme příležitosti. Snažíme se přesvědčit své okolí o své pravdě. Věříme nejen tomu, co

říkáme, ale věříme i tomu, co děláme. Chceme být ti nejlepší a zkrátka nás to baví. Poskytnu jednoduchou radu: Investor, který nevěří svému správci, nechť zvolí pasivní neboli benchmarkovou investici. Jeho poradce, kterému už důvěřovat musí, mu dozajista doporučí tu nejlepší a nejlevnější pasivní indexovou investici. Investor, který se ztotožní s myšlenkou neustále se měnícího trhu a věří svému poradci, správci či portfolio manažerovi, nechť zvolí strategii aktivní.

Níže uvedený graf znázorňuje vývoj aktivního stylu řízení, které je zastoupené jedním ze smíšených fondů ISČS s pasivním benchmarkem, za poslední dva roky. Podílový fond Vyvážený Mix obsahuje ve své neutrální podobě 30 % akcií a správce fondu tak má možnost pružně reagovat na aktuální situaci na trhu a „převažovat“ či „podvažovat“ riziková aktiva oproti neutrální alokaci. V dobách zvýšené volatility, které jdou obvykle ruku v ruce s poklesem rizikových aktiv, mohou aktivně řízené produkty klesat rychleji. V dlouhodobém horizontu by však aktivní správa měla přinášet své ovoce.

Kdo je tím správným klientem pro aktivní správu majetku? Je vhodná pro každého investora. Pokud se jedná o drobného střeďatele, jednou z nejjednodušších možností je investice

Aktivní správa se snaží zajistit co nejvyšší možný nadvýnos nad pasivní investování.



Zdroj: Investiční společnost České spořitelny

do některého ze smíšených fondů. Investor si samozřejmě vybírá takový podílový fond, který nejvíce odpovídá jeho rizikovému profilu. Výhodou smíšeného podílového fondu je skutečnost, že tento široce diverzifikovaný nástroj umožňuje investorům podílet se na výnosech nejen z dluhopisů, ale i z akcií či komodit. Jakmile má správce fondu dojem, že vyšších výnosů dosáhne přesunem do produktů navázaných na akciové riziko, může tak, samozřejmě v rámci možností investiční strategie daného fondu, učinit. Pokud má však budoucí výhled na riziková aktiva negativní, soustřeďuje svěřené prostředky do bezpečných úrokových instrumentů, aby tak přečkal období vysoké volatility a případného poklesu tržních cen rizikových aktiv. V případě, že je investor majetnější a najde nějakého správce, který je ochoten mu jeho majetek spravovat individuálně, pak jeden smíšený podílový fond nahradí správcem mnohem diverzifikovanějším aktivně řízeným portfoliem. Objem prostředků, od kterého správcovské společnosti staví individuální investiční portfolia, se liší. Pro některé „asset managery“ může být 50 milionů korun na jedno aktivně řízené portfolio málo, zatímco u jiného bude stačit 10 milionů korun. Vždy záleží na obchodním rozhodnutí dané správcovské společnosti. Od jakého objemu má aktivní správa smysl? Obecně lze říci, že od každého. Přesto existují nějaké minimální objemy, v kterých je možné efektivně individuálně dosáhnout na určité investiční nástroje, které patří mezi základní stavební kameny portfolia. Navíc se u individuálně spravovaného portfolia cenných papírů jedná o prémiový produkt, který

není možné nabídnout zcela každému, proto bývá u většiny správců obecnou hranicí 10 milionů korun. A čím větší objem, tím je větší prostor pro variabilitu portfolia a správce individuálního portfolia, které je řízeno aktivně, se tak podřizuje přání klienta. Je povinen dodržet předem dané rizikové mantinely, které v žádném případě nemůže porušit. Obvykle hlídají tyto dané hranice nezávislé systémy.

Ještě mne napadá jedna otázka, na kterou by mnoho investorů rádo znalo odpověď: Proč vůbec existují pasivní možnosti investování, když by aktivní měly být úspěšnější?

Aktivní řízení má jeden neoddiskutovatelný rozdíl. Jak dokládá sám název „aktivní“, jedná se o hledání investičních příležitostí při snaze správce využít volatility (kolísavosti) na trhu. A právě volatilita je jedním z faktorů, který odlišuje oba již zmíněné typy řízení. Z dlouhodobých statistik vyplývá, že aktivní řízení může totiž přinést vyšší volatilitu vlastního portfolia v porovnání s řízením pasivním. Ale zpátky k poslednímu nezodpovězenému dotazu, kdo a proč využívá produkty pasivně řízené. Tak například portfolio manažer, protože jsou tyto produkty levnější než obdobné, aktivně řízené. Vzhledem k neustálému sledování trhu a jeho analyzování si aktivitu řeší sám. Potřebuje však levný pasivní produkt, jenž kopíruje index, kterému správce v tuto chvíli věří.

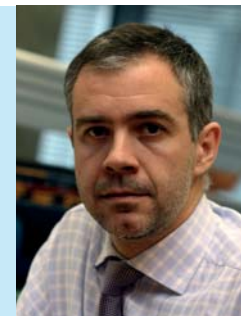
Česká spořitelna již delší dobu u svých nejoblíbenějších klientů prosazuje především dlouhodobou aktivní správu aktiv.

Tak trochu předpokládá, že klient nemusí mít čas, náladu či potřebné znalosti (o technickém vybavení ani nemluvě) k tomu, aby mohl zevrubně analyzovat aktuální situaci na kapitálovém trhu a okamžitě se rozhodovat pro tu či onu optimální variantu. Smlouvou o obhospodařování cenných papírů získává banka mandát k tomu, aby v rámci smlouvy sama hledala investiční příležitosti na trhu a rozhodovala za klienta, zda je to pro něj vhodná příležitost či nikoli. Takový typ smlouvy je pro aktivní řízení portfolia velmi efektivní. Investiční příležitosti se objevují a zanikají. Pokud by poradci a privátní bankéři měli obvolávat všechny klienty, kteří jsou připraveni a ochotni investovat, pak by bylo zapotřebí armády těchto dokonale proškolených pracovníků, kteří informace o nově vzniklé příležitosti šíří

telefonicky dál. A hovořit o nějaké efektivitě by bylo zcela zbytečné. Smlouva o obhospodařování cenných papírů pomáhá správcům aktivně řízených portfolií okamžitě reagovat na nastalou situaci na trhu, provést požadované operace a poté prostřednictvím reportů klienta informovat o změnách provedených na portfoliu. Pravidelný a podrobný „reporting“, což je podrobné informování klienta o provedených transakcích, aktuálním stavu majetku či výkonnosti portfolia, je nedílnou součástí aktivní správy aktiv. Klient dostává detailní informace nejen o historii, ale mnohdy je součástí poskytovaných informací i komentář správce. Ten se zaměřuje nejen na důvody, s jakým cílem se prováděné transakce uskutečnily, ale zároveň poskytuje i výhled do budoucna s očekáváním správce majetku.

Závěrem bych rád zopakoval jednu důležitou věc. Záměrem tohoto článku byla snaha osvětlit čtenářům, co je aktivní správa aktiv. Investor má vždy právo volby a je čistě na jeho rozhodnutí, pro kterou variantu správy svých aktiv se nakonec rozhodne. Peněžní prostředky by však v každém případě zahálet neměly, jelikož inflace bývá neúprosná. V případě, že se jedná o dlouhodobé investice, je velice důležité, nejen pro jakou strategii z hlediska rizikového profilu, ale i pro jaký styl řízení takové investice se investor rozhodne. Vhodným výběrem se může investor dostat k vyššímu zhodnocení. Samozřejmě však platí i opak, tedy že po špatném výběru může následovat spousta probdělých nocí. Proto vám přeji šťastnou volbu při rozhodování o vašich investicích.

Rostislav Rojčík,
portfolio manažer
Investiční společnost
České spořitelny





Prague Ballet Gala ve Státní opeře Praha

Mezinárodní balet Praha již po šesté připravil dva mimořádné večery zasvěcené oslavě baletního umění. Přehlídka produkce světové baletní elity Prague Ballet Gala se konala ve dnech 7. a 8. ledna 2011 ve Státní opeře Praha.

Vystoupily zde hvězdy slavných baletních souborů a divadel, jako jsou například Paris Opera Ballet, Bolshoi Ballet, Dutch National Ballet, Royal Ballet of Flanders a Ballet Nacional de Cuba.

Prague Ballet Gala je již tradiční přehlídkou produkce předních umělců slavných světových divadelních scén a klade si za cíl zprostředkovat divákům i odborníkům výkony vynikajících baletních umělců. Letošní ročník nabídl díla klasická v originálních verzích mezinárodně uznávaných choreografů i nová, která vypovídají o současných podobách baletu a tance.

Příležitost zúčastnit se tohoto prestižního kulturního projektu si nenechali ujít ani zástupci a klienti Erste Private Banking České spořitelny, kteří zde měli příležitost zhlédnout to nejlepší ze světového baletu.

Novoroční galakonzert v Obecním domě

Letošní novoroční galakonzert se konal 10. ledna 2011 v honosných prostorách pražského Obecního domu. Českému publiku se při této příležitosti představil pěvec absolutní světové špičky – mezinárodně uznávaný tenorista Jonas Kaufmann.

Jonase Kaufmanna doprovodil Symfonický orchestr hlavního města Prahy řízený německým dirigentem Jochenem Riederem. Charismatický tenorista, který sklízí jak bouřlivé ovace na předních světových operních scénách, tak i nejvyšší ocenění kritiků, zde představil repertoár složený z nejslavnějších operních kusů.

Světoznámé árie z oper Tosca, La Scale, Carmen a mnoha dalších si vychutnali také klienti Erste Private Banking České spořitelny. Hosté se mohli i po skončení koncertu dále těšit příjemnou atmosférou Obecního domu během slavnostního rautu.





Kontakty

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Praha

Rytířská 29, 111 21 Praha 1
Tel.: + 420 956 713 881
Fax: + 420 224 641 069
e-mail: erstepriatebanking@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Praha

Evropská 17, 160 00 Praha 6
Tel.: +420 224 995 385
Mobil: +420 731 647 039
E-mail: vidvorakova@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Praha

Budějovická 1912/64b, 140 00 Praha 4
Tel.: +420 956 713 876
Mobil: +420 731 633 374
E-mail: shajkova@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Brno

Jánská 6, 602 00 Brno
Tel.: + 420 542 125 203
Mobil: + 420 603 880 273
E-mail: eradeva@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Ostrava

nám. Dr. E. Beneše 6, 702 00 Ostrava 2
Tel.: + 420 596 209 144
Mobil: + 420 603 880 215
E-mail: hzahumenska@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Plzeň

nám. Republiky 36, 301 00 Plzeň
Tel.: + 420 377 171 351
Mobil: + 420 731 647 036
E-mail: pbednarova@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Pardubice

tř. Míru 72, 530 00 Pardubice
Tel.: +420 466 812 381
Mobil: +420 731 647 038
E-mail: jhajkova@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – České Budějovice

U Černé věže 1, 370 26 České Budějovice
Tel.: +420 466 812 381
Mobil: +420 731 647 038
E-mail: jhajkova@csas.cz

Tento materiál má za cíl upozornit na služby a produkty v něm uvedené a není závazným návrhem, který by zakládal práva a závazky účastníků. Česká spořitelna dále upozorňuje, že veškeré informace obsažené v tomto materiálu mají pouze informativní charakter. Případné využití tohoto materiálu při investování by mělo být konzultováno s odborným poradcem.

Úplné názvy otevřených podílových fondů jsou uvedeny ve statutech fondů. V souladu s pravidly platnými pro kolektivní investování obhospodařovatel upozorňuje, že současná výkonnost nezaručuje výkonnost budoucí. Investice do podílových listů v sobě obsahuje riziko kolísání aktuální hodnoty investované částky a výnosů z ní a není zaručena návratnost původně investované částky.

Tento informační materiál vytvořila Česká spořitelna, úsek FT Retail Distribution, a byl poprvé uvolněn k rozšiřování 28. února 2011. Česká spořitelna podléhá dohledu České národní banky. Podrobnější informace vám poskytnou privátní bankéři na výše uvedených kontaktech.