



Doporučení Patria Direct pro obchodování na pražské burze

Praha, 23.10.2013

Přednášející: Tomáš Sýkora



PATRIADIRECT

Cíl prezentace – odpovědět na otázky

Co je podstatné pro vývoj ceny akcií pražských „blue-chips“ tedy společností ČEZ, Telefónica CR, Komerční banky, či NWR...

- Co jsou nejpodstatnější fundamenty pro hospodaření společností?
- Jaký další vývoj těchto fundamentů, resp. vývoj hospodaření vybraných společností Patria Direct odhaduje?
- Jaké je aktuální doporučení pro obchodování s vybranými domácími tituly?
- Jaká jsou základní rizika naší prognózy, resp. doporučení?



ČEZ

KLÍČOVÝ FUNDAMENT

- cena silové elektřiny; výroba elektřiny v ČR přímo ovlivňuje 70 % provozních zisků; korelace s vývojem akcie ČEZ je 95! za 12M;
- cenu silové elektřiny určuje (vedle vztahu nabídky a poptávky) především cena uhlí a emisních povolenek;
- při růstu/poklesu ceny silové elektřiny o 1 EUR/MWh hodnota společnosti (tj. teoreticky cena akcie) vzroste/klesne o 2 až 3 %;

VÝHLED HOSPODAŘENÍ

- ČEZ si zajišťuje (předprodává plánovanou produkci) cenu elektřiny na 1-2 roky dopředu;
- 94 % roku 2013 s průměrem 51,5 EUR/MWh; 2014 – 72 % – 46,0; 2015 – 53 % – 42,5 EUR/MWh;
- cena silové elektřiny na německé burze dnes je 37-38 EUR/MWh;
- zisky i dividenda společnosti do roku 2015 zřejmě klesnou k 30 mld. Kč, resp. 30 Kč na akcii;



DOPORUČENÍ - PATRIA

- „BUY-THE-DIPS“, tj. navyšování pozic v případě poklesu ceny akcie;
- cena elektřiny by mohla postupně mírně růst; cena energetického uhlí v brzké době sice nevzroste; cena emisní povolenky by ale mohla; poptávka se stabilizuje, nabídka mírně poklesne;
- průměrná cena zajištěné produkce elektřiny budoucích let sice dále poklesne; rok 2015 by ale mohl být rokem obratu;
- **Cílová cena:** 475 Kč → **500+ Kč**
Doporučení: AKUMULOVAT

RIZIKA

- budoucí německá vláda neuskuteční požadavky strany CDU/CSU na změny v tamní energetice;
- pokračování rychlého růstu výroby z obnovitelných zdrojů v Německu; trvajících nízká cena emisní povolenky;
- významné odpisy energetických aktiv;
- zrychlení rozvoje těžby břidličného plynu i v Evropě, zesílení vývozu uhlí z USA, tj. větší tlak na nižší ceny plynu a uhlí v Evropě;



A high-speed photograph of a water splash, showing a large, rounded droplet at the top with many smaller droplets falling below it, creating a trail of water. The background is a light gray.

Telefónica CR

KLÍČOVÝ FUNDAMENT

- mobilní segment tvořil zhruba 50 % loňských tržeb; fixní segment 40 %; Slovensko 10 %;
 - segment fixních linek- většinu poklesu má již za sebou (CAGR 08-12: -8,1 %); k stabilizaci pomáhá fixní broadband;
 - Slovensko – růstový segment (CAGR 08-12: +45 %); záporná EBITDA; další růst limitován;
- klíčový je mobilní segment – rostoucí konkurence s přísnější regulací (ČR, EÚ) negativně doléhá na tržby (CAGR 08-12: -7,5 %); prostor pro další snižování marží;



VÝHLED HOSPODAŘENÍ

- fixní segment – CAGR 12-14: -4,3 %; Slovensko – CAGR 12-14: +3,4 %;
 - mobilní segment – pokračování v poklesu v dalších letech (CAGR 12-14: -8,1 %); rostoucí konkurence (neomezené tarify, nový hráč na trhu); přísnější regulace (ČR – aukce, virtuální operátoři, EU- roaming);
 - deflační trend u cen hovorů z mobilu bude částečně kompenzován růstem příjmů z mobilních dat;
- nižší dividenda v budoucnu; riziko jejího dřívějšího snížení se zvyšuje s narůstající nejistotou ohledně výsledku LTE aukce;

DOPORUČENÍ - PATRIA

- „SELL-THE-RALLY“, tj. redukovat pozici v případě růstu ceny akcie;
- nižší dividenda v budoucnu;
- přehnaná M&A očekávání; Akcie je podle nás fundamentálně nadhodnocena;
- výsledek LTE aukce může negativně dolehnout na hospodaření firmy; trh podceňuje riziko výsledku LTE aukce;

→ **Cílová cena: 260 Kč**

Doporučení: REDUKOVAT

RIZIKA

- převzetí menšinového/většinového podílu skupinou PPF nebo jiným zájemcem s významnou prémie;
- prodlužování LTE aukce nebo její úplné zrušení za stávajících podmínek;
- slabší konkurenční prostředí; 3 hráči na trhu;
- restrukturalizace rozvahy (dluh/vlastní kapitál);
- přechod více zákazníků na vyšší FREE tarify;
- volnější regulace odvětví (ČR, EU);





KB

KLÍČOVÝ FUNDAMENT

- úroková marže banky (z depozit, z úvěrů); úrokové výnosy tvoří až 2/3 celkových výnosů banky;
 - KB reinvestuje „volné“ depozita do dlouhodobých úrokových nástrojů;
 - úroková marže českých bank se odvíjí od dlouhodobých sazeb v ekonomice a od spreadů u úvěrových produktů (v dohledné době stabilní);
- klíčový pro marže je tak vývoj dlouhodobých sazeb a objemu poskytnutých úvěrů;

VÝHLED HOSPODAŘENÍ

- prostředí nízkých úrokových sazeb sice přetrvává (reinvestice), tlak na úrokovou marži KB by měl ustávat; dochází ke stabilizaci;
 - s postupným oživením domácí ekonomiky, počítáme s mírným růstem objemu poskytnutých úvěrů (především spotřebitelské a firemní úvěry) i stabilizací depozitních marží (konkurence);
- mírný pokles ziskovosti v letošním roce; pokles DPS z 230 Kč/akcii na 210 Kč/akcii; v dalších postupné zlepšování až k 250-260 Kč/akcie v letech 2015-16;



DOPORUČENÍ - PATRIA

- „RANGE-BOUND TRADING“, tj. vstupovat do pozice na úrovních okolo 4 000 Kč/akcii; redukovat pozice při cenách okolo 4 400 Kč/akcii;
- investice do akcií může být vhodná pro konzervativnější investory, kteří chtějí expozici na bankovní sektor;
- silná kapitálová pozice banky, slušný dividendový výnos, expozice jen na ČR bude limitovat růstový potenciál KB v případě oživení;

→ **Cílová cena: 4 020 Kč**

Doporučení: DRŽET



RIZIKA

- pomalejší oživení domácí ekonomiky, resp. návrat rekordně nízkých sazeb;
- konkurence dále tlačí na depozitní marže;
- zavedení speciální bankovní daně, resp. růst daně z příjmů;
- prohloubení evropské dluhové krize, nicméně přímý dopad je limitovaný i díky postupnému odprodeji všech dluhopisů PIIGS;
- přísnější regulace odvětví – jak na domácí scéně (volby), tak v EU (daň z finančních transakcí);



KLÍČOVÝ FUNDAMENT

- cena koksovateľného uhlí; výroba oceli, tzn. využívání koksu a koksovateľného uhlí jako vstupu, přímo ovlivňuje zhruba 3/4 celkových tržeb NWR; korelace s vývojem akcie NWR je 90 za 36M;
 - cenu obou typů uhlí ovlivňuje vztah globální nabídky a poptávky, zejména vztahy mezi největšími světovými exportéry (Austrálie, Indonésie, Rusko) a importéry (Čína, Evropa, Japonsko);
- při růstu/poklesu ceny koks. uhlí o 1 %, vzroste/klesne hodnota společnosti (tj. teoreticky cena akcie) o 3 %;



VÝHLED HOSPODAŘENÍ

- NWR dohaduje cenu dodávek koks. uhlí kvartálně; v 3Q13 jej prodává s průměrnou cenou 92 EUR/tuna a pro 4Q13 byla dojednána cena 101 EUR/tuna;
 - spotová benchmarková cena koks. uhlí v posl. týdnech vzrostla na 150 USD/t (115 EUR/t); předpokládá se mírný růst v roce 2014;
- NWR letos zřejmě utrpí čistou ztrátu přes 500 mil. EUR (z toho 300 mil. EUR odpis důlních aktiv); provozní hotovost se sníží alespoň o 100 mil. EUR (bez zahrnutí zisku z prodeje OKK);

DOPORUČENÍ - PATRIA

- využívat větších odchylek ve vývoji ceny akcie od vývoje ceny koksovatelného uhlí pro krátkodobý vstup do pozic;
 - cena koksovatelného uhlí zřejmě poroste jen mírným tempem; cena energetického uhlí v brzké době nevzroste;
- NWR se zřejmě ze ztrát nevymaní ani v roce 2014; problémy s řízením hotovosti mohou dále trvat; společnost se „zmenší“;
- **Cílová cena: 25 Kč**
Doporučení: DRŽET

RIZIKA

- pokles poptávky po koksovatelném uhlí v regionu (postupné „stěhování“ těžkého průmyslu mimo Evropu);
- zrychlení rozvoje těžby břidličného plynu i v Evropě, zesílení vývozu uhlí z USA, tj. větší tlak na nižší ceny plynu a uhlí v Evropě;
- „tvrdé přistání“ Číny, strukturální změny v čínské ekonomice, které povedou k nižší poptávce po komoditách;
- prohloubení očekávaných ztrát, potíže s řízením hotovosti a likvidity, hrozba dalšího snížení ratingu či dokonce úpadku;



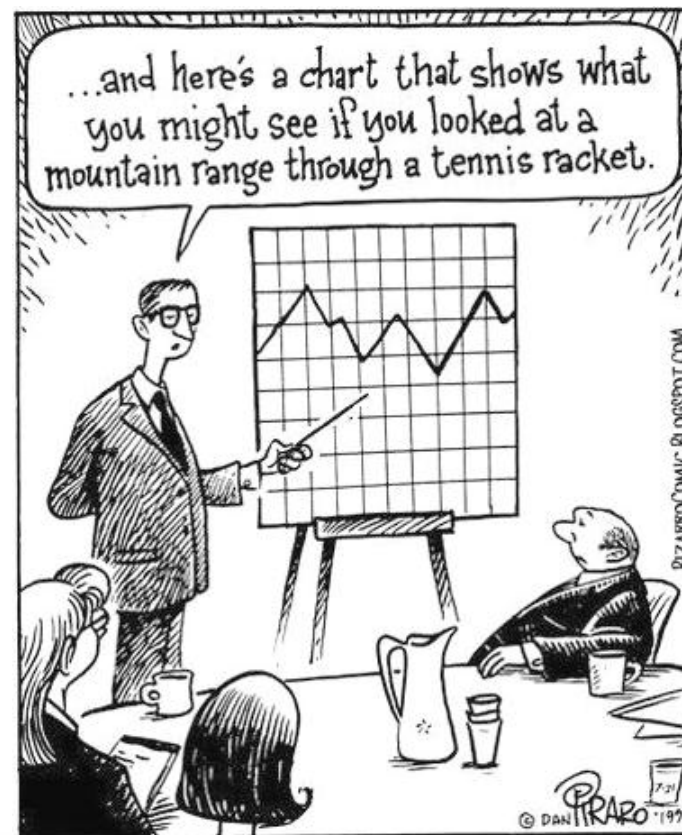
BCPP – Přehled střednědobých doporučení

ČR - tituly sledované analytiky PD	Cílová cena (12m)	Aktuální cena	Potenciál	Doporučení
ČEZ	500	484	3%	DRŽET
Unipetrol	v revizi	170	-	-
NWR	25	28	-11%	DRŽET
Pegas	560	593	-6%	AKUMULOVAT
VIG	42,5	38	11%	AKUMULOVAT
Erste Bank	24,5	24	1%	DRŽET
Komerční banka	4 020	4 338	-7%	DRŽET
Telefónica CR	260	303	-14%	REDUKOVAT
Philip Morris	11 000	10 780	2%	DRŽET
CETV	3,1	6	-45%	PRODAT
Fortuna	v revizi	105	-	-

Děkuji za pozornost

Tel. +420 221 424 128
Email sykora@patria.cz
Web www.patria-direct.cz

Hlavní analytik Patria Direct: **Tomáš Sýkora**



Disclaimer

Uvedený dokument, který jste obdrželi na vzdělávacím semináři společnosti Patria Direct, není analýzou investičních příležitostí nebo investičním doporučením. Při jeho tvorbě nebo šíření Patria Direct nepostupovala podle požadavků zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení.

Informace zde uveřejněné jsou získávány z několika důvěryhodných zdrojů. Přesto, že byl tento dokument připravován v dobré víře, nemůže Patria Direct přijmout odpovědnost a zaručit úplnost nebo přesnost informací zde uvedených s výjimkou údajů vztahujících se k Patrii Direct. Tento dokument sděluje názor Patrie Direct ke dni zveřejnění a může být změněn bez předchozího upozornění. Úspěšné investice v minulosti neindikují příznivé výsledky do budoucna. Tento dokument nepředstavuje v žádném případě nabídku k nákupu či prodeji investičních nástrojů. Investiční nástroje nebo strategie zde zmíněné nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení zde uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých zákazníků, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní investiční nástroje nebo strategie konkrétním zákazníkům. Zákazníci jsou povinni se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů zde uvedených rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace.

Kurzy, ceny, výnosy, zhodnocení, výkonnost či jiné parametry dosažené jednotlivými investičními nástroji v minulosti nemohou v žádném případě sloužit jako indikátor nebo záruka budoucích kurzů, cen, výnosů, zhodnocení, výkonnosti či jiných parametrů takovýchto nebo obdobných investičních nástrojů. S investicí je vždy spojeno riziko kolísání hodnoty a návratnost původně investovaných prostředků není zaručena. Investiční nástroje denominované v cizích měnách jsou rovněž vystaveny fluktuacím vyplývajících ze změn devizových kurzů, které mohou mít jak pozitivní, tak i negativní vliv na jejich kurzy, ceny, zhodnocení či výnosy z nich plynoucí v jiných měnách, popřípadě jejich jiné parametry.

Podrobnější informace o Patria Direct, poskytovaných investičních službách, investičních nástrojích a souvisejících rizicích, opatřeních na ochranu majetku zákazníků (včetně systému odškodnění) a obsahu závazkového vztahu naleznete na internetových stránkách Patria Direct v sekci MiFID.

