



Nabízí pražská burza dostatek investičních příležitostí?

23. dubna 2014

Přednášející: Tomáš Sýkora



PATRIADIRECT

Cíl prezentace – odpověď na otázky

1. Co je podstatné pro vývoj ceny akcií vybraných pražských „blue-chips“, tedy ČEZ, (Komerční banky), (Erste Bank) či (Telefónica CR)?

- 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. našeho doporučení?

2. Nabízí pražská burza dostatek investičních příležitostí?

- Jaké investiční možnosti/varianty nabízí evropský energetický sektor?

ČEZ



KLÍČOVÝ FUNDAMENT

- cena silové elektřiny; výroba elektřiny v ČR přímo ovlivňuje 2/3 provozních zisků; korelace s vývojem akcie ČEZ je 95! za 36M, ale „pouze“ 30 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 (teoretická cena akcie) vzroste/klesne o 2 až 3 %;

VÝHLED HOSPODAŘENÍ

- ČEZ si zajišťuje (předprodává plánovanou produkci) cenu elektřiny až na 3 roky dopředu;
- 86 % roku 2014 s průměrem 44,5 EUR/MWh; 2015 – 73 % – 40,8; 2016 – 37 % – 41,7 EUR/MWh;
- cena silové elektřiny na německé burze dnes je 34-35 EUR/MWh;
- zisky společnosti do roku 2015 zřejmě klesnou k 25 mld. Kč, u dividendy bude záviset na výplatním poměru (100 % - 46 Kč; 75 % - 35 Kč; 55 % - 25 Kč);



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: 625 Kč**
Doporučení: DRŽET

RIZIKA

- německá vláda sice přistoupila k změnám v tamní energetice – ty se ale mohou ve světle dalšího vývoje ekonomiky ukázat jako nedostatečné;
- pokračování rychlého růstu výroby z obnovitelných zdrojů v Německu; přetrvávající nízká cena emisní povolenky;
- další 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;



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 hospodaření je tak vývoj dlouhodobých sazeb a objem poskytnutých úvěrů;

VÝHLED HOSPODAŘENÍ

- prostředí nízkých úrokových sazeb sice přetrvává (reinvestice), úroková marže by se však měla stabilizovat;
 - s postupným oživením domácí ekonomiky, počítáme s mírným růstem objemu poskytnutých úvěrů;
 - neudržitelně nízké náklady rizika omezují ziskovost v nejbližších letech;
- mírný pokles ziskovosti v roce 2014; dividenda dále stabilní okolo 230 Kč/akcii; v dalších letech postupné zlepšování až k 280 Kč/akcie v roce 2017;



Komerční banka – Doporučení a rizika

DOPORUČENÍ - PATRIA

- „RANGE-BOUND TRADING“, tj. vstupovat do pozice na úrovních okolo 4200 – 4400 Kč/akcii; redukovat pozice při cenách okolo 4700 - 4900 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: 4 300 Kč**

Doporučení: DRŽET



PATRIADIRECT

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, tak v EU (daň z finančních transakcí);

Erste Bank

KLÍČOVÝ FUNDAMENT

- úroková marže banky (výrazný podíl ČS na hospodaření Erste);
- klíčový pro hospodaření banky je vývoj dlouhodobých sazeb a objem poskytnutých úvěrů (prostor pro růst);
- náklady rizika (Maďarsko, Rumunsko);
- FX úvěry (měnový vliv); zeštíhlování byznysu – deleveraging (vylepšení kapitálových ukazatelů, nižší marže);
- kapitálová přiměřenost (vliv regulace);

VÝHLED HOSPODAŘENÍ

- prostředí rekordně nízkých úrokových sazeb a „deleveraging“ efekt přetrvávají; 2H13 však přineslo stabilizaci;
- stagnace provozních zisků v nejbližších čtvrtletích; postupné oživení v regionu a růst sazeb vytváří prostor pro zlepšení;
- ziskovost skupiny zřejmě poroste i díky nižším nákladům na špatné úvěry – ECB AQR limitem pro rok 2014;
- vysoký potenciál vylepšit kapitálové ukazatele ze zadržených zisků; růst tažen oživením na trzích v Rumunsku a Maďarsku;



DOPORUČENÍ - PATRIA

- „BUY-THE-DIPS“, tj. navyšování pozic v případě poklesu ceny akcie;
- investice vhodnější pro agresivnější investory;
- sázka na letošní zátěžové testy ECB (+tive); oživení v regionu (Maďarsko, Rumunsko);

→ **Cílová cena: 29,0 EUR (cca 795 Kč)**

Doporučení: AKUMULOVAT

RIZIKA

- pomalejší oživení v regionu → nízké sazby po delší dobu, nárůst nesplácených úvěrů;
- přísnější regulace odvětví (hrozba navyšování kapitálu, ECB zátěžové testy);
- eskalace evropské dluhové krize, vazba především skrz expozici banky na PIIGS;
- politické riziko, zejména v Maďarsku;
- situace kolem Ukrajiny (divestice v loňském roce; dluhopisy v hodnotě zhruba 430 mil. eur s expozicí na ukrajinské podniky a realitní sektor;



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 – negativní dopad rostoucí konkurence s přísnější regulací (ČR, EÚ) do tržeb (CAGR 08-12: -7,5 %); zpomalování poklesu tržeb;



VÝHLED HOSPODAŘENÍ

- fixní segment – CAGR 12-14: -4,3 %; Slovensko – CAGR 12-14: +3,4 %;
- mobilní segment – pokles v dalších letech by měl zpomalovat (CAGR 12-14: -6,1 %); přísnější regulace (virtuální operátoři, EU-roaming);
- deflační trend u cen hovorů v mobilu bude částečně kompenzován růstem příjmů z mobilních dat;
- další kroky PPF zůstávají nejasné; PPF zřejmě sníží dividendu;

DOPORUČENÍ - PATRIA

- „WAIT-AND-SEE“;
- rozhodující bude nabídková cena výkupu minoritních podílů; ta by měla být odvozena od ceny, kterou PPF zaplatí za 65,9% podíl;
- PPF celkem zaplatí 2,467 mld. Kč (305,6 Kč/akcii); cca 404 mil. eur (50 Kč/akcii) představují odložené platby;
- 2,063 mld. eur + současná hodnota odložených plateb (404 mil. eur) →

→ **Cílová cena: 297 Kč**
Doporučení: DRŽET



RIZIKA

- záměry majoritního akcionáře (dividendová politika, stáhnutí z burzy, otázka zadluženosti);
- slabší / silnější konkurenční prostředí;
- přechod více zákazníků na vyšší FREE tarify;
- volnější regulace odvětví (ČR, EU);

BCPP – Přehled střednědobých doporučení

ČR - tituly sledované analytiky PD	Cílová cena (6m)	Aktuální cena	Potenciál	Doporučení
ČEZ	600	585	3%	DRŽET
Unipetrol	130	137	-5%	PRODAT
NWR	3,5	12,6	-72%	PRODAT
Pegas Nonwovens	664	598	11%	AKUMULOVAT
VIG	42,5	36,3	17%	AKUMULOVAT
Erste Bank	29,0	24,6	18%	AKUMULOVAT
Komerční banka	4 300	4 570	-6%	DRŽET
Telefónica CR	297	299	-1%	DRŽET
Philip Morris ČR	11 000	10 570	4%	DRŽET
CETV	1,9	2,8	-32%	PRODAT



Nabízí pražská burza investiční příležitosti?

BCPP

- 14 titulů, pouze z 6 GICS sektorů (finance, utility, telekomunikace, dlouh. spotřeba, běžná spotřeba, energetika);
 - dostatečná likvidita a zájem zahraničních investorů pouze u ČEZ, KB, Erste, Tel CR;
 - zobchodované objemy v posledních letech konstantně klesají, v roce 2013 o -26 % meziročně až na prům. 711 mil. Kč/den;
- neumožňuje využití různých inv. strategií – ~~sektorová rotace~~, cyklické vs. defenzivní akcie, ~~růstové~~ vs. dividendové, ~~IPO, M&A~~;

USA a Západní Evropa

- 1 100 titulů v rámci „pouhé“ dvojice indexů S&P 500 a Stoxx Europe 600 napříč všemi 10 GICS sektory;
 - pokud by se i toto zdálo málo, pak Nasdaq, Russell 2000, MSCI Europe, FTSE 100, CAC 40, DAX;
- nabízí se využití různých inv. strategií – sektorová rotace, cyklické vs. defenzivní akcie, růstové vs. dividendové, IPO, M&A;
- pomůžeme se **zajištěním měnových rizik** (forwardy) a především s **orientací v zahraniční firemní sféře** (Krátkodobé tipy, Dlouhodobé příležitosti);

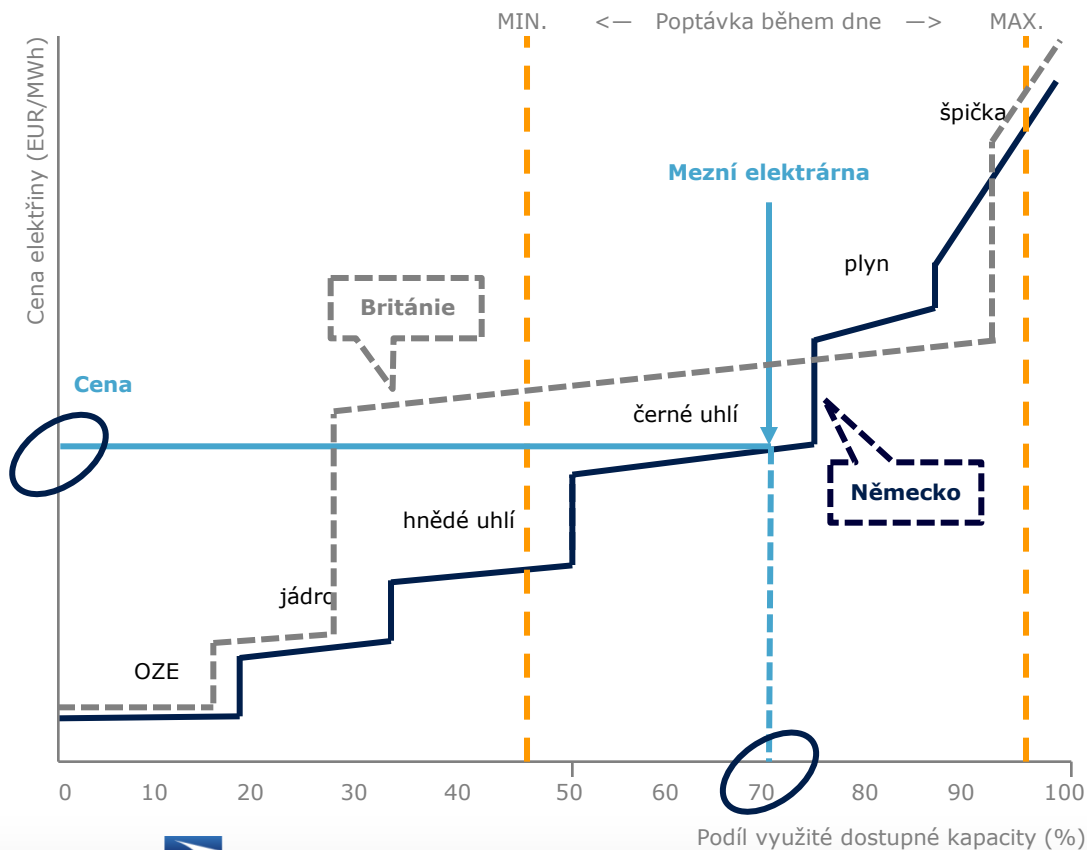


Jaké má investor alternativy v evropské energetice?

- Chci spekulovat na růst (velkoobchodní) ceny elektrické energie?
 - ✓ **ANO** – Drax, Centrica (GB), Alpiq (SW), Verbund (AU), E.ON, RWE (GE), CEZ (CZ)
 - ✗ **NE** – National Grid (GB), EDP (PO), Iberdrola (SP), EDF (FR)
- Chci spekulovat na růst ceny elektrické energie v střední Evropě?
 - ✓ **ANO** – Verbund (AU), Fortum (FI), E.ON, RWE (GE), CEZ (CZ)
 - ✗ **NE** – Drax, Centrica (GB), EDF (FR)
- Chci spekulovat na růst reálných výnosů v („nízkoúročené“) Evropě?
 - ✓ **ANO** – EDF, GDF Suez (FR)
 - ✗ **NE** – Verbund (AU), Fortum (FI), Drax, Centrica (GB)
- Chci spekulovat na růst ceny emisní povolenky v Evropě?
 - ✓ **ANO** – Verbund (AU), EDF (FR), Fortum (FI), GDF Suez (FR), E.ON (GE), CEZ (CZ)
 - ✗ **NE** – RWE (GE), PGE (PL)



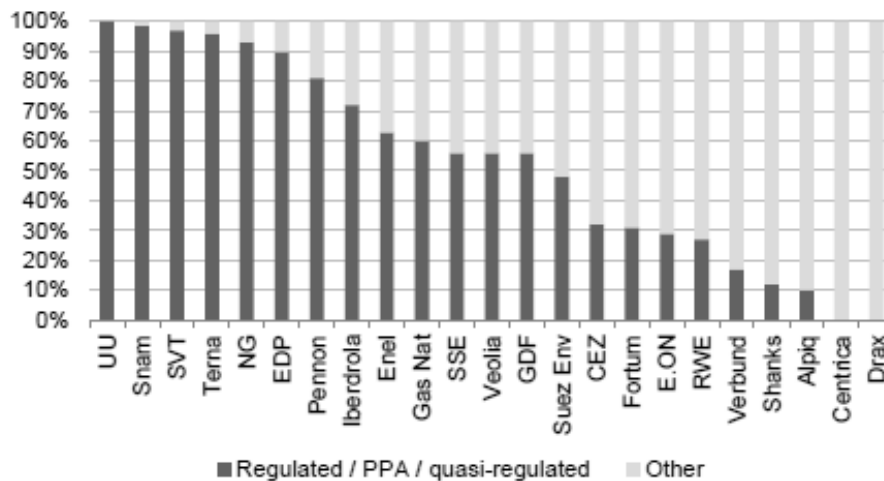
Jak se stanovuje cena silové elektřiny?



- o tržní cena při výrobě elektřiny je stanovena pravidlem „merit order“. Cena = variabilní náklady poslední připojené elektrárny nezbytné pro vyrovnání poptávky;
- o obnovitelné zdroje a jaderné elektrárny mají nejnižší variabilní výrobní náklady, následují uhelné elektrárny, zdroje s kombinovaným plynovým cyklem a konvenční plynové elektrárny;
- o v důsledku propojení mezi CE sítěmi a Německem je mezní elektrárnou pro CE německá černouhelná elektrárna (35 EUR). Např. v Británii je ale to ale plynová elektrárna (50 GBP/MWh);

Chci spekulovat na růst ceny elektřiny/plynu?

Euro Utils: regulated vs. unregulated contribution to 2014E EBITDA



Source: Credit Suisse estimates

✗ NE

✓ ANO

- „regulovaná“ část provozních zisků obvykle znamená zisky z distribuce elektřiny (plynu). „Neregulovaná“ část zisků jsou především zisky z výroby a prodeje energií;
- u „neregulované“ složky provozních zisků je navíc důležitý i podíl „zajištěných (plánovaných) tržeb z výroby“ ve střednědobém horizontu, který zvyšuje/snižuje závislost provozních zisků v nejbližších letech na tržních změnách ceny podkladové komodity;



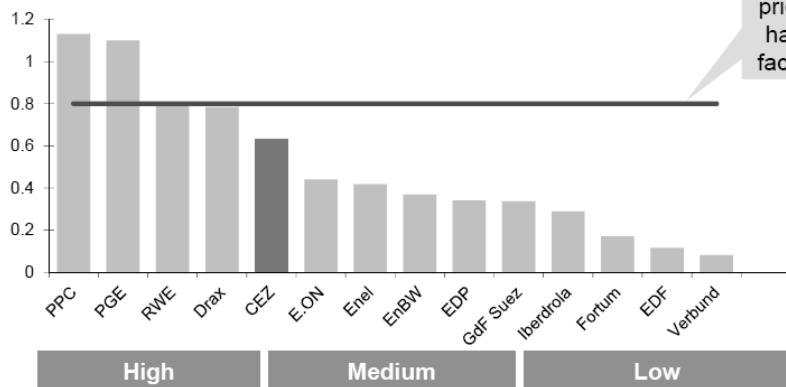
Chci spekulovat na růst ceny emisní povolenky?

OUR CO₂ INTENSITY IS ALREADY NOW BELOW EUROPEAN PRICE SETTING PLANT



- o změna ceny emisní povolenky o 1 EUR/t by se měla projevit změnou ceny silové elektřiny o 0,8 EUR/MWh;

Carbon intensity of selected European utilities (2012*, t/MWh)



Marginal European price setting plants have an emission factor of 0.8 t/MWh

Zdroj: ČEZ – Prezentace pro investory (03/2014)

✗ **NE**

✓ **ANO**

- o růst ceny elektřiny tažený růstem ceny emisní povolenky nejvíce vyhovuje „nízko-emisním“ producentům. Tržby z výroby elektřiny rostou podstatně rychleji než náklady na nákup emisních povolenek;
- o v případě společností ČEZ a PGE (PPC) navíc vstupuje do hry i výjimka přidělení části (cca 1/3) emisních povolenek zdarma ve fázi III, tj. letech 2013-2020;



Děkuji za pozornost

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.

