



## Akciové propady prudce korigují předchozí zisky



Uplynulý rok jakoby předznamenal nadcházející období. Po několika předchozích letech, kdy investování vypadalo jako pověstná procházka růžovou zahradou, byla většina investorů tvrdě vrácena do reality. Nejprve jsme si prošli poklesy ve druhé polovině léta, aby akcie po krátkém nadechnutí během podzimu zamířily na přelomu roku

prudce dolů ještě větším tempem. Jak se zdá, dno zatím nenacházejí. Bilance od počátku roku je tristní – americké akcie mínus 8 %, evropské mínus 11 až 12 %, středo-evropské více než mínus 13 %. Současný dramatický vývoj by však neměl vést k ukvapeným reakcím a přehodnocování dlouhodobých investičních strategií. Ty by se na-

dále měly odvíjet primárně od délky investičního horizontu. Současnou situaci vnímáme jako korekci předchozího dlouhého růstu bez větších výkyvů, jejímž spouštěcím impulsem byl souběh několika faktorů v čele se zpomalujícím hospodářským růstem v Číně a prudce klesající cenou ropy.

Nadále věříme zakořeněné síle růstu světové ekonomiky a v jeho rámci pokračujícím solidním hospodářským výsledkům firem. Akcie považujeme za atraktivní třídu aktiv, zejména pak v porovnání s dluhopisy. Na druhou stranu je třeba počítat s tím, že vysoká kolísavost na trzích pravděpodobně zůstane po většinu roku 2016.

**David Kufa, privátní a institucionální klientela Conseq Investment Management**

## Editorial



### Nepropadejme skepsi!

V lednu většinou akciové trhy rostou. Letos tomu bohužel tak nebylo. Všichni říkají, že trhy reagují na zpomalování čínské ekonomiky, ale to už víme alespoň dva roky. O tom, že se na čínském akciovém trhu pohybuje mnoho investorských nováčků, nezocelených krizemi a krizickými posledních několika desítek let jako jejich evropští a američtí soupeřníci, jakbysmet. Světová ekonomika na tom není lépe, ale ani hůře než byla na konci loňského roku. Po velkém překvapení tak není ani vidu ani slechu. Jako téměř vždy, v současném dění hraje určitou roli psychika. Udělali jsme tlustou čarou za rokem předchozím, který díky své druhé polovině byl nemastný neslaný, a místo očekávaných světlých zítřků se dostavily ty temnější. Víme, že trhy budou mít co dohánět, aby vrátily, co zkraje ledna sebraly. Takový začátek na náladě nikdy nepřidá. Stále ale platí, že stejně jako krátkodobý růst nelze zaměňovat s dlouhodobým investičním úspěchem, ani následující korekce neznamená krach zvolené investiční strategie. A když budeme trochu trpěliví, možná i ta správná zima přijde. Hezký nový rok!

**Lukáš Vácha, obchodní ředitel pro institucionální a privátní klientelu, Conseq Investment Management**

## Stalo se

- HDP v ČR rostlo ve třetím kvartálu 2015 dle finálních dat o 4,7 % meziročně. Hlavním pozitivním faktorem je nárůst fixních investic vlivem přílivu peněz z EU. Česká republika se tímto růstem zařadila na čelo Evropské unie.
- ERÚ přiznal podporu pro obnovitelné zdroje uvedené do provozu v letech 2006-2012 i pro letošní rok. Úřad tak nakonec respektoval nařízení vlády a přiznal podporu v celkové výši 42 mld. CZK. Podpora se týká provozovatelů vodních, solárních a větrných elektráren a zároveň elektráren na spalování biomasy a bioplynu.
- Pražskou burzu opustila hned v úvodu roku společnost CETIN. Jejím 100% majitelem se stala investiční skupina PPF, která vyplatí minoritní akcionáře do 10. února.
- Obchodování s akciemi O2 CZ nadále pokračuje. Cenu nyní podporuje nabídka zpětného odkupu rovněž ze strany PPF.

## Stalo se ve světě

- Cena ropy nadále strmě klesá. Aktuální hodnota je lehce nad 30 USD za barel. Naposledy byla ropa takto levná na začátku třetího tisíciletí. Důvodem je vysoká nabídka černého zlata a neshody jednotlivých členských států OPEC.
- Čínské akcie hned v úvodu roku padaly. Jen za první týden roku 2016 klesl akciový index v Šanghaji o 10 % své hodnoty. Čínská centrální banka s propady bojuje, zatím se ale tamní trh nestabilizoval. Investoři se stahují z tamních akcií kvůli poklesu aktivity ve zpracovatelském sektoru, který tvoří až 40 % tamního HDP.
- Americká hliníkárenská společnost Alcoa zahájila výsledkovou sezónu za 4Q 2015. Alcoa dosáhla ve čtvrtém čtvrtletí zisku ve výši čtyř centů na akcii a překonala tak očekávání analytiků nastavená na dvou centech. Tato hodnota ale nebere v úvahu mimořádné náklady na uzavření kapacit v Indianě. Vzhledem k poklesu cen komodit byla čistá ztráta ve sledovaném období 39 centů na akcii.

# Obohatte své portfolio pevným výnosem!

# CONSEQUENCE



V poslední době cítíme na trhu velkou touhu investorů najít cenné papíry s fixním výnosem. Mnoho investorů se snaží nahradit skomírající výnosy na spořicíh účtech, mnohdy si ale neuvědomují, že tím musí také přistoupit na řádově vyšší rizika.

V oblasti fixního výnosu na kapitálových trzích připadají v úvahu – odhlédneme-li od státních dluhopisů, neboť ty spolehlivé nevynosou téměř nic - dvě nejdostupnější možnosti: dividendové akcie a korporátní dluhopisy s fixním výnosem. V první skupině aktiv vždy nesete riziko poklesu ceny akcií, který může být mnohonásobně vyšší, než vyplacená dividenda. V druhé kategorii Vás zase musí zajímat, zda bude mít emitent dluhopisu na konci jeho splatnosti prostředky na jeho uhrazení.

Conseq se rozhodl odpovědět na rostoucí poptávku korporátním dluhopisem z realitního odvětví. Prodej komerčních realit totiž

dynamicky roste díky tomu, že se v dobrých lokalitách daří hledat spolehlivé nájemce. Ve střední Evropě vzrostl v loňském roce prodej komerčních nemovitostí o 19 % meziročně. Zároveň výnosy v tomto sektoru zůstávají na atraktivnější úrovni, než v jiných oblastech. Naše rozhodnutí padlo na společnost GES Real, vlastněnou stejným holdingem jako TV Prima a rádio Beat. Firma emituje s pomocí Conseq Investment Management dluhopis, kterým bude financovat současné i budoucí projekty. Jedním z jistých je rekonstrukce diplomatické čtvrti v pražské Troji, dostavěnou a z větší části pronajatou již má GES Real například budovu Crystal Prague na pražských Vinohradech.

Emise dluhopisu je nyní schvalována ČNB, proto se mohou ještě finální parametry změnit. S největší pravděpodobností se ale bude jednat o šestiletý dluhopis s ročním výnosem kolem 5 %. Conseq se pro koncové investory snaží vyjednat podmínky, podle kterých

bude muset emitent udržovat podíl vlastního kapitálu a tím zvyšovat pravděpodobnost splacení dluhopisu.

Dluhopis by měl být emitován s diskontem v podobě zerobondu. Prakticky to znamená, že koupíte dluhopis pod jeho nominální hodnotou a jistina Vám bude vyplacena v okamžiku splatnosti v roce 2022. Tržní cena dluhopisu by se, za jinak neměnných podmínek, měla přibližovat k nominální hodnotě s blížící se splatností. Dluhopisy bude možné nakoupit od deseti tisíc korun. S vědomím, že by tyto dluhopisy neměly tvořit většinu vašich investic, neváhejte kontaktovat vašeho investičního poradce či přímo Conseq. Definitivní podmínky emise by měly být stanoveny do konce února.

**Tomáš Kálal,**  
privátní a institucionální klientela,  
Conseq Investment Management

## Rusko – vyvrhel či investiční příležitost?

Kupovat, když kupují všichni, to je zřídka recept na investiční úspěch. Co takhle kupovat, když ještě nikdo nechce? Řeč je o vyvrheli trhů v posledním roce a půl, o Rusku.

Dle prvních náznaků se ekonomika po masivním poklesu nachází u dna (ministr financí dokonce mluví o konci recese ve třetím čtvrtletí) a ačkoliv sankce nadále trvají a na summitu G20 v Turecku byly prodlouženy minimálně do července 2016, jejich nejhorší dopad má Rusko za sebou. Détente mezi Západem a Východem je nyní kvůli společné hrozbě ze strany ISIL v nejbližším roce až roce a půl pravděpodobně – z Ruska se podobně jako po září roku 2011 stává nepřátelský přítel, což dle mého přinese i postupné odstranění sankcí.

Na obou stranách nejspíš převládne snaha dále situaci neeskalovat. Hospodářské vztahy, založené na turismu a zemním plynu výrazně zvyšují cenu plnohodnotného konfliktu a nyní i Turecko, které mini-

málně v letech 2012-13 chovalo k ISIL - eufemisticky řečeno - neutrální vztah, chápe, že tato organizace je hrozbou i pro něj. Kreml zase vede konflikt na dvou frontách a poslední, co potřebuje, je fronta třetí. Ano, války někdy vznikají z malicherností, dle mého však nyní převládne chladnokrevný pragmatismus. A zatřetí, objem spekulací na další pokles cen ropy je v letošním roce nejvyšší, což zavání obratem trendu, světová ekonomika navíc nenahrává dalšímu poptávkou taženému poklesu. Případný růst cen ropy, byť zřejmě ne ke 100 dolarům za barel, bude pro Rusko plus.

Ano, tato sázka není pro bojácné. S přísným řízením nicméně může být rubl pro další rok nejen kvůli úrokovým sazbám vcelku výnosnou investicí.

**Martin Lobotka, hlavní analytik**  
Conseq Investment Management

## 26. 1. 2016

	Hodnota	Změna	
		dvouměsíční	meziroční
Index PX – české akcie	885,13	-9,83%	-9,06%
MSCI World – světové akcie	1521,15	-10,72%	-11,18%
EFFAS Czech – české dluhopisy	248,91	-0,59%	-0,40%
Ropa Brent	30,68	-32,51%	-36,30%
Index VIX*	26.01.16	26.11.15	26.01.15
*očekávaná kolísavost cen amerických akcií	24,15	15,19	15,52

## Pražská burza v roce 2016, kde hledat zisk?

# CONSEQUENCE



Poměrně pozitivní zprávou zakončila Burza cenných papírů Praha obchodování v roce 2015. Po velmi dlouhé době na pražském parketu zobchodovaný objem akcií meziročně vzrostl, konkrétně o 9,4 % na 167 mld. CZK. Vzhledem k poklesu některých titulů pak nepřekvapí, že množství transakcí také rostlo, dokonce třetí rok v řadě. A jak to bude v roce 2016?

Začněme tradičně největší kapitalizací v Praze – energetickou společností ČEZ. Ta v roce 2015 zaznamenala slušný sešup o 25 % své hodnoty. Sice vyplatila 40tikorunovou dividendu, tím ale málokoho ukonejšila. Energetikům samozřejmě škodí současný vývoj ceny silové energie, která se nachází na minimech od roku 2002. I tak ale má ČEZ předprodanou většinu své výroby pro roky 2016 a 2017, a pokud obdrží v prvním kvartálu prodlouženou licenci na Dukovany, mohl by se ČEZ odrazit ode dna. Nepředpokládáme totiž, že by cena elektřiny dále klesala, naopak hodnota emisních povolenek pomalu roste. ČEZ by měl obdržet vyšší počet zelených certifikátů v Rumunsku a investory

pravděpodobně přiláká i vysoká dividendy - odhadovaná dnes dosahuje téměř 10 % z hodnoty akcií.

Z dalších velkých vah vypadají dobře oba bankovní domy, Erste Bank a Komerční banka, které jsou dle poměrových ukazatelů v rámci střeoevropských konkurentek podhodnocené. Trochu lépe by na tom měla být přeci jen Erste Bank, která je tak dobrou příležitostí pro sázku na růst ve střední Evropě. Růst zisku by měl vykazovat slušnou dynamiku, což se o KB říct nedá. Dividenda KB je naopak mnohem vyšší. Představuje 6 % z aktuální hodnoty a bude pravděpodobně vyplacena také v roce 2016 - francouzská matka Société Générale se o ni určitě nebude chtít ochudit. V současnosti už KB vyplácí téměř veškerý čistý zisk.

Černým koněm indexu PX by mohla být mediální společnost CETV. Vzhledem k zadlužení se zde o žádné dividendě mluvit nedá, přesto by firma mohla být velmi atraktivní.

Bohužel ani poklesům se zřejmě v příštím roce nevyhne. Některým titulům dokonce hrozí, že burzu opustí. Odkupem skončila již 4. 1. své obchodování společnost CETIN. To samé může postihnout i Pivovary Lobkowitz, které by bez nabídky zpětného odkupu mohly jen těžko obhajovat současně vysokou cenu. Také cena akcií O2 je pokřivena veřejnou nabídkou k odkupu a po ní už pravděpodobně budou akcie s nižší likviditou klesat.

Celkově očekáváme, že bez externích vlivů, např. paniky na všech světových trzích, a významné recese v CEE, se hodnota indexu PX dostane zpět nad 1000 bodů. To by znamenalo růstový potenciál zhruba 8 % z aktuální hodnoty. Významné propady ze začátku roku nemají s Pražskou burzou moc společného – jsou dány skokovými propady Čínských akcií, které se přelévají na všechny ostatní světové trhy bez fundamentálního opodstatnění.

**Tomáš Kálal,**  
privátní a institucionální klientela,  
Conseq Investment Management

## Ropa: kdo jsou vítězové a kdo poražení?

Ceny ropy zkraje nového roku atakují mnohaletá minima. Může za to tvrdošíjnost Saúdské Arábie, která od roku 2014 namísto ceny brání svůj tržní podíl před břidlicovými a pískovými „usurpátory“ z USA a Kanady, společně se slabší poptávkou. Kdo jsou vítězové a kdo poražení více než rok trvajícího ropného debaklu?

Na straně vítězů jednoznačně stojí západní spotřebitel a farmář. Galon benzínu v Americe stojí polovinu toho, co před dvěma roky. V ČR jsou ceny také citelně nižší, byť díky daňové hamiznosti vlády jen o přibližně 15-20 %. V zemích závislých na energeticky velmi náročném zemědělství se na zavlažování a produkci hnojiv spotřebuje ročně obrovské množství energie a levnější ropa

je tak pro farmáře, nacházející se převážně v chudších zemích, darem z nebes.

Na pomezí vítězů a poražených stojí vlády. Na jedné straně dostávají jejich ekonomiky v cenách ropy externí pozitivní šok, což fiskálně hladové vlády vítají, na druhé straně se však jejich centrální banky obávají, že nízké ceny ropy ovlivní skrze inflační očekávání i další jádrové cenové okruhy a tudíž dále sníží jejich schopnost dostat setrvale nízkou inflaci k cíli. Tento problém je výraznější v Eurozóně a Japonsku než v USA, přítomný je však všude.

Mezi poraženými jsou pak země závislé na exportu komodit a také teroristé z ISIL. Například Saúdská Arábie, jejíž devizové

rezervy za rok klesly o 100 mld. dolarů, od ledna zvedá cenu pohonných hmot o 50 %, ořezává dotace na elektrickou energii, mluví o privatizaci ropné společnosti Aramco a zavedení DPH. V ještě horší situaci je Venezuela, problémy pocítují Rusko, Nigérie, Libye a ani teroristé z ISIL, kteří své výpady přes syrskou a iráckou poušť financují z ilegálního prodeje ropy skrze Turecko, nemají z cen radost.

Nevíme, jak dlouho budou ceny nízké, klíčovým v této otázce je postoj OPECu. Dobrou zprávou je, že v ČR nyní stojíme na lepší straně ropné barikády.

**Martin Lobotka, hlavní analytik**  
Conseq Investment Management