



Investiční sborník 2007

finanční server Měšec.cz

Praha, březen 2007

Obsah

Obsah	1
1. Úvod	2
3. Tituly SPADu v 2006 a 2007	6
4. Telekomunikace	9
5. Energetika	11
5.1 Vývoj cen elektřiny v ČR.....	11
5.2 Poptávka po elektřině.....	12
5.3 Vývoj výrobních kapacit.....	13
5.4 Očekávaný vývoj ceny ropy.....	14
5.5 Zásahy státu a EU do energetiky.....	14
5.6 Trh s emisními povolenkami.....	15
5.7 Systém obchodování s elektřinou v ČR.....	16
6. Farmacie a zdravotnictví	17
6.1 Výzkum a vývoj se prodražuje.....	17
6.2 ...a kdo to zaplatí?.....	17
7. Nemovitosti	21
8. Severní Amerika	23
8.1 Výhled vývoje kapitálových trhů, resp. akciových trhů na rok 2007.....	24
9. Rozvíjející se trhy známé pod zkratkou BRIC	26
9.1 Přiblížení jednotlivých trhů BRIC.....	27
10. Druhy derivátů na BCPP, srovnání s dalšími regionálními i světovými burzami, výhled 2007	29
10.1 Důležité události roku 2006.....	29
10.2 Výhled pro rok 2007.....	29
10.3 Srovnání s dalšími regionálními a světovými burzami.....	29
11. Komodity	31
11.1 Rekapitulace 2006.....	31
11.1.1 Průmyslové kovy.....	31
11.1.2 Obilniny a olejniny.....	32
11.1.3 Energie.....	32
11.1.4 Potraviny (softs).....	32
11.2 Výhled 2007.....	32
11.2.1 Energie.....	33
11.2.2 Obilniny a olejniny.....	33
11.2.3 Drahé a průmyslové kovy.....	33
11.2.4 Potraviny.....	33
11.2.5 Další komodity.....	33
12. Závěr	35
13. O serveru Měsec.cz (www.mesec.cz)	36

1. Úvod

Investice jsou i v České republice dostupné stále širšímu okruhu veřejnosti. Přesto informací o možnostech investování je poskrovnu. Proto finanční server Měšec.cz (www.mesec.cz) uspořádal konferenci **Investiční příležitosti pro drobné investory**, u jejíž příležitosti vydává též **Investiční sborník**.

Investiční sborník kolektuje analýzy jednotlivých oblastí nejen akciového trhu. Drobný investor v něm najde základní motivy proč a do jakých oblastí se mu vyplatí v nadcházejícím období vložit své prostředky.

Investiční sborník vznikl za přispění analytiků, kteří poskytli své analýzy. Jim a partnerům konference **Investiční příležitosti pro drobné investory** – společně RM-Systém a Atlantik FT, patří náš dík.

2. Regionální analýza ČR

Lukáš Dufek, Komerční banka

Investor v ČR má možnost přímo investovat do jednotlivých cenných papírů nebo prostřednictvím fondů zaměřených na Českou republiku či region střední Evropy. Vstup ČR do EU a nadprůměrný ekonomický růst v naší republice výrazně zvýšil atraktivitu českých cenných papírů, což se v posledních několika letech odrazilo ve velmi dobré výkonnosti především českých akcií, ale i dalších cenných papírů.

Přímá investice do akcií byla v uplynulých několika letech velmi ziskovou příležitostí pro investory. Přestože došlo v roce 2006 ke zpomalení růstu pražské burzy, index PX zaznamenal v loňském roce růst o 7,9 % a další výnos plynul investorům ve formě dividend, placených některými společnostmi (vysoký dividendový výnos poskytují především akcie Telefonica O2 Czech Republic a Philip Morris ČR).

V letošním roce je vývoj akciového trhu rovněž příznivý, index PX již od počátku roku stoupl o 6,1 %. Statistická data ukazují poměrně příznivý vývoj hlavních světových ekonomik, což i přes relativně vysoké ocenění akcií, zejména na emerging markets, snižuje riziko velkého propadu na burze v krátké době.

Konečně se u nás začíná oživovat aktivita v oblasti primárních emisí, takže přibývá investičních příležitostí (v nejlíkvinnějším segmentu SPAD se zatím obchoduje pouze 11 společností, z toho dvě jen několik měsíců). Primární emise akcií jsou poměrně riskantní investicí, z historických dat vyplývá, že až dvě ze tří primárních emisí jsou neúspěšné a cena propadne alespoň dočasně pod upisovací cenu. IPO ale poskytují možnost výrazně nadprůměrného výnosu v případě úspěšného vývoje hospodářských výsledků společnosti po primární emisi.

I nákup akcií, které se na trhu již obchodují delší dobu, je poměrně rizikovou investicí. Příkladem může být výprodej na trzích z loňského května a června, kdy např. akcie ČEZu v krátké době oslabily z úrovně nad 800 Kč k 560 Kč. Nejvíce kolísají ceny akcií růstových společností s velmi vysokým oceněním, jako jsou v ČR například akcie CME a Orca.

Růst cen akcií je dlouhodobě tažen zejména růstem zisků společností. Vzhledem k růstu české ekonomiky, pokračujícímu snižování nákladů a růstu efektivity českých společností a akvizicím velkých českých společností lze v regionu očekávat dlouhodobou průměrnou míru růstu akcií v příštích pěti letech na úrovni kolem 10 %, ovšem nadále s vyšší volatilitou než mají akcie v západní Evropě. Výrazný vliv budou mít nové primární emise.

Vývoj indexu PX



Zdroj: Reuters

Další možností investic jsou dluhopisy, tato eventualita je ale dostupná spíše movitějším klientům, alespoň pokud jde o přímý nákup cenných papírů. Výnosy českých státních dluhopisů jsou nízké, dokonce pod úroveň dluhopisů v Německu. Celkový výnos z investice do dluhopisů se sestává nejen z úrokového výnosu, ale i ze změny ceny dluhopisu. Ta závisí na budoucím vývoji úrokových sazeb. Pokud ty rostou, dluhopis s pevným zúročením se stává méně atraktivním a jeho cena klesá a naopak. Úrokové sazby v první půlce loňského roku rostly, a proto investoři do dluhopisů dosáhli ztráty. Teprve koncem roku došlo k určitému zlepšení, když úrokové sazby mírně poklesly, portfolio složené z českých dluhopisů tak dosáhlo loni pozitivního výnosu kolem 3 %.

Vývoj výnosů z dluhopisů je ovlivněn i řadou dalších faktorů, mezi nejvýznamnější se řadí měnová politika ČNB a vývoj kurzu koruny vůči euru (zejména pokud jde o výnosy z krátkodobých dluhopisů), klíčový je samozřejmě i vývoj úrokových sazeb v hlavních světových ekonomikách (zejména eurozóna a USA). Dlouhodobé dluhopisy ovlivňuje i výhled vývoje deficitu veřejných financí.

Od prosince 2006 se úrokové sazby začaly opět zvyšovat. Hlavní příčinou u dlouhodobých dluhopisů byly zlepšené růstové vyhlídky v Evropě i v USA, kde pokles na trhu nemovitostí měl jen malý vliv na HDP. Změnila se proto tržní očekávání, když se zvýšení úrokových sazeb Evropské centrální banky očekává dříve a v USA se již v dohledné době neočekává snížení sazeb centrální bankou. Krátkodobé úrokové sazby reagovaly poklesem na posilování české koruny a pokles očekávané míry inflace. Inflace přesto letos poroste a není žádný fundamentální důvod, proč by měla česká koruna posilovat rychleji než je její dlouhodobý trend. Výhled pro trh dluhopisů je proto letos poměrně negativní.

Pokud jde o vlivy vnějšího prostředí, v první půli roku budou spíše příznivé a zhorší se teprve v druhé půli roku, protože naši kolegové v Société Générale očekávají pokles úrokových sazeb v USA a eurozóně v první půli roku a výrazný růst v druhém pololetí. V první polovině roku tak mohou investoři do českých dluhopisů mírně profitovat z poklesu úrokové míry, ale výhled na druhou část roku je negativní, investoři mohou utrpět ztráty.

Investoři mohou nakupovat též podílové listy fondů, výnos a riziko investice se pak odvíjí především od cenných papírů popř. jiných aktiv, které tyto fondy drží ve svém portfoliu. Novinkou je možnost investovat do investičních certifikátů a obchodovat futures na Burze cenných papírů Praha.

Lukáš Dufek, CFA, pracuje jako akciový analytik v Komerční bance, kde pokrývá české akcie. Má deset let praxe na finančních trzích v akciových analýzách, corporate finance, úvěrové analýze a risk managementu. Po studiích financí na VŠE v Praze pokračoval v dalším studiu M.B.A. na UNYP Praha a v současné době dokončuje Právnickou fakultu UK. V roce 2005 získal právo používat titul Chartered Financial Analyst.

Komerční banka je třetí největší bankou v České republice podle velikosti aktiv a výše bilanční sumy. Poskytuje klientům komplexní služby v oblasti drobného, podnikového a investičního bankovníctví. Na 7 550 zaměstnanců Komerční banky obsluhuje téměř 1 515 000 klientů, kteří mohou využít rozsáhlé síť 378 obchodních míst v celé České republice. KB provozuje 650 bankomatů a více než 851 000 klientů využívá jeden z kanálů přímého bankovníctví.

KB je součástí skupiny Société Générale, která je pátou největší bankovní skupinou v eurozóně a na 103 000 jejích zaměstnanců obsluhuje více než 19,8 miliónů individuálních klientů na celém světě.

3. Tituly SPADu v 2006 a 2007

Bohumil Trampota, Patria

V porovnání s regionálními indexy (polský Wig20 a maďarský Bux) zaostal za rok 2006 pražský benchmark za svými kolegy. Za celý rok 2006 si hlavní index PX připsal téměř 8 procent, zatímco polský Wig20 a maďarský Bux vzrostly o asi 25 a 20 procent respektive. Během 12 měsíců roku 2006 poklesla naše burza ve třech případech. Nejvýraznější pokles byl zaznamenán v květnu, kdy trh reagoval na nejistotu ohledně vývoje v US. Na začátku letošního roku dosáhla BCPP téměř stejný výkon jako za celý minulý rok a Wig20 (+3,3procenta*) i Bux (-3,2procenta*) zaostávají.

Nejlepší výkon za rok 2006 předvedl developer Orco Property Group. Oznámené akvizice, silné výsledky, rally regionálních konkurentů a růst cen realit stojí nejspíš za více než 50procentním růstem v 2006. Ve stejném duchu si vede Orco i na začátku roku 2007, kdy opět nabízí nejlepší zhodnocení +32,9procenta*.

Tento rok čekáme další růst díky realizaci některých projektů, ohlášeným akvizicím, příznivému sentimentu v realitním sektoru a růstu ceny nemovitostí.

ČEZ za minulý rok také výrazně posílil a v rámci SPADu se umístil na druhém místě. Celkem si připsal více než 30procent. Ke konci roku energetický gigant nahlédl přes magickou hranici 1000 korun. Akcie byly podpořeny zejména růstem cen elektřiny a její konvergence k německé úrovni, uzavírkami kapacit v regionu a rostoucí spotřebou a poptávkou po energii. Letos je ČEZ zatím v negativním pásmu a oslabil o asi 7procent*. Na cenu dopadla zpráva o využití části opčního programu vrcholným managementem společnosti a pokles cen forwardů elektřiny v Německu.

Stejně jako minulý rok očekáváme, že titul svou hodnotu zvýší. A stejně jako v minulém roce hlavně díky podobným důvodům. Očekávaný další růst ceny energií, uzavírka kapacit, rostoucí spotřeba a poptávka po energii a předpokládaný růst cen emisních povolenek (CO2) pro druhé alokační období.

Erste Bank v celoročním účtování skončila silnější o 17procent, zatímco Komerční banka téměř 10procent ztratila.

Tento rok obě banky předvádějí slušný výkon. Erste posiluje kolem 5procent* a dosahuje svých rekordních hodnot. Komerční banka předvedla rychlý start a posiluje přes 15procent* a také dosáhla na devíti měsíční maximum, když je podpořena pozitivním sentimentem a výkonem polského bankovního sektoru.

Cíle Erste Bank vzhledem k restrukturalizaci rumunské pobočky BCR a jejího růstu na trhu s vysokým potenciálem jsou velmi ambiciózní. Naše projekce je spíše konzervativnější vzhledem k rychle rostoucí konkurenci.

Komerční banka by měla těžit z rostoucího portfolia svých úvěrů, další pozitivem je využití potenciálu stavební spořitelny Modrá Pyramida (banka koupila majoritní 60procentní podíl na podzim 2006 a nyní vlastní 100procent).

Zentiva za rok 2006 zhodnotila svou cenu o 12procent. Významnou událostí bylo vstoupení francouzské farmaceutické společnosti Sanofi, která koupila v Zentivě, koncem března 2006, téměř 25procentní podíl. Tento rok je v plusu asi 2procenta* a výrazně překonává maďarské farmaceutické společnosti a

spekuluje se o tom, že někteří investoři přešli právě z Maďarska do Česka, hlavně díky změnám lékové vyhlášky v Rusku, které dopadly na její konkurenty.

Pro rok 2007 očekáváme další růst. Společnost se zaměřuje na oblast primární péče ve východoevropském regionu, který v porovnání s původními členy EU nabízí značný růstový potenciál. Dalšími faktory podporující cenu akcií by mohly být stárnutí populace, rostoucí životní úroveň obyvatel.

CME si za minulý rok připsala kolem 4procent. Na podzim loňského roku vstoupila do mediální společnosti CME Apex Group nákupem 15,7procentního podílu. Začátek roku 2006 byl poznamenán zvýšením reklamy na TV Nova a odchodem některých klientů ke konkurenci. Situace se nicméně stabilizovala.

Od začátku tohoto roku je CME s téměř 30procentím* zhodnocením druhou nejlepší emisí na pražské burze.

Tento rok odhadujeme další růst. Ceny televizní reklamy se dále zvýší a také výdaje na reklamu by měly růst, dalším pozitivním faktorem je omezování reklamního času na veřejnoprávní televizi v ČR, která je pro CME hlavním trhem (TV Nova). Očekává se také výrazný růst trhů na kterých také CME působí. Mezi nejlepší by mělo patřit Rumunsko, Ukrajina.

Za rok 2006 skončil Unipetrol téměř beze změn. I v novém roce nepředvádí žádné velké skoky a zatím posiluje o téměř 3 procenta*.

Unipetrol pokračuje v restrukturalizaci koncernu. Již prodal dceřiné společnosti Kaučuk a Spolana a mění strukturu sítě čerpacích stanic Benzina. V prvním čtvrtletí by měla společnost těžit vysokých petrochemických marží.

Telefónica O2 CR za minulý rok klesla o 9 procent. Český Telecom se společně s mobilním operátorem Eurotel přejmenoval v polovině roku na Telefónica O2 CR. Společnost získala na podzim 2006 licenci třetího mobilního operátora na Slovensku a spustila komerční provoz v únoru 2007.

Na začátku roku je TEF O2 CR jednou z nejúspěšnějších akcií a posiluje o více než 15procent*. Nadále však přetrvávají obavy z možného rizika vzhledem k slovenským operacím, když penetrace dosahuje kolem 100procent. Zahájení provozu a vybudování sítě bude vyžadovat výrazné kapitálové výdaje. Vedení TEF O2 CR již naznačilo, že by to mohlo ovlivnit zisky za rok 2007. Po oznámení výsledků za rok 2006 navrhl management společnosti dividendu 50 Kč na akcii, což je nad odhadem trhu 39 Kč. Projekce vedení společnosti je na růst tržeb v rozmezí 1 - 4 procenta ročně.

Philip Morris zaostal za loňský rok nejvíce. Tabákový výrobce snížil svou cenu o více než 40procent. Na tomto poklesu se nejvíce podepsalo snížení tržního podílu asi o 18procent a tvrdý konkurenční boj. Od začátku 2006 je titul mírně v plusu.

Neočekáváme, že bude i tento rok tak negativní jako minulý. Jako příznivou vidíme stabilizace tržního podílu a skutečnost, že společnost vyplácí na dividendy 100procent svého nekonsolidovaného zisku a je vnímána jako dividendový titul.

Obě nové emise na BCPP se začali obchodovat až v průběhu prosince 2006. Realitní společnost ECM ukazuje od začátku roku velmi silný výkon, když vzrostla o asi 15procent* podpořena pozitivním sentimentem v real estate sektoru a výkonem ostatních developerů. Druhý nováček výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens zatím od začátku roku ztrácí kolem 6procent*.

SPAD 2006

	Erste	ČEZ	KB	TEF O2	Unipetrol	PMČR	Zentiva	CME	Orco	ECM	Pegas	PX Index
prosinec	2.8%	2.2%	-1.5%	-0.8%	5.0%	-0.2%	3.6%	-6.5%	5.4%	-1.2%	-2.6%	1.2%
listopad	3.9%	7.9%	-8.3%	3.5%	8.5%	-7.0%	-2.7%	-4.5%	-3.3%	n.a.	n.a.	2.1%
říjen	6.8%	10.2%	3.7%	4.9%	4.7%	18.8%	-3.3%	7.8%	-3.6%	n.a.	n.a.	6.3%
září	5.8%	-4.0%	0.0%	-8.8%	-4.0%	6.3%	10.9%	12.2%	7.3%	n.a.	n.a.	0.1%
srpen	3.3%	1.0%	0.9%	-0.8%	0.0%	-25.7%	1.6%	1.1%	7.2%	n.a.	n.a.	0.7%
červenec	1.4%	8.4%	0.5%	2.0%	3.0%	1.3%	8.1%	-4.1%	1.9%	n.a.	n.a.	3.3%
červen	1.4%	8.7%	5.4%	5.0%	3.5%	0.3%	2.1%	6.1%	-3.2%	n.a.	n.a.	4.6%
květen	-9.2%	-10.5%	-13.5%	-7.9%	-26.3%	-13.0%	-10.7%	-10.2%	-15.2%	n.a.	n.a.	-11.0%
duben	-0.9%	-5.7%	8.9%	-1.2%	-5.1%	-12.4%	-7.9%	-9.4%	16.4%	n.a.	n.a.	-2.0%
březen	-3.1%	-1.2%	-3.2%	-5.1%	-3.2%	-11.0%	8.5%	15.2%	5.0%	n.a.	n.a.	-1.5%
únor	9.5%	2.0%	-1.2%	-0.1%	-4.1%	-1.2%	-0.1%	-2.4%	10.0%	n.a.	n.a.	1.7%
leden	-4.6%	10.3%	-0.2%	0.8%	27.2%	0.2%	3.2%	1.8%	19.6%	n.a.	n.a.	3.3%
YTD	16.7%	30.4%	-9.9%	-9.2%	0.8%	-40.6%	11.6%	3.8%	52.3%	-1.2%	-2.6%	7.9%

Zdroj: Bloomberg, Patria Finance

SPAD 2007*

	Erste	ČEZ	KB	TEF O2	Unipetrol	PMČR	Zentiva	CME	Orco	ECM	Pegas	PX Index
únor*	-0.7%	-3.7%	11.5%	3.9%	1.8%	-0.5%	-0.5%	-1.3%	12.3%	12.4%	-5.6%	1.4%
leden	4.9%	-4.1%	3.9%	10.9%	0.5%	2.4%	2.5%	28.1%	18.3%	2.9%	-0.8%	4.7%
YTD	4.1%	-7.7%	15.9%	15.2%	2.3%	1.8%	2.0%	26.4%	32.9%	15.6%	-6.3%	6.1%

Zdroj: Bloomberg, Patria Finance

* do 20.2.2007

Bohumil Trampota vystudoval Univerzitu Tomáše Bati ve Zlíně, Fakultu managementu a ekonomiky. V Patrii pracuje od října 2005 v oddělení Equity Research.

Patria byla založena v roce 1994 jako první domácí investiční banka v České republice. Patria se díky své pozici největšího obchodníka s cennými papíry v České republice a předního poradce v oblasti firemních financí stala vyhledávaným partnerem pro domácí a zahraniční klienty. Patria je součástí celoevropské sítě KBC Group, jejímž prostřednictvím má přístup k rozsáhlým znalostem, informacím a kontaktům. To umožňuje poskytovat klientům služby na mezinárodní úrovni, bez ztráty citu pro lokální odlišnosti.

4. Telekomunikace

Lukáš Dufek, Komerční banka

Akcie sektoru telekomunikací byly od roku 2002 (od propadu po splasknutí internetové bubliny) po řadu let na okraji zájmu investorů a jak je vidět z grafu, několik let nezaznamenaly větší růst. Výnos z těchto akcií tak byl pouze ve formě placených dividend. Situace se začala měnit v druhé půli roku 2006 a některé telekomunikační akcie zaznamenaly vysoké růsty, až kolem 30 %.

Bloomberg Telecom Services Index



Zdroj: Bloomberg

Sektor telekomunikací v Evropě je výrazně levnější než je průměrné ocenění všech sektorů, generuje vysoký volný cash flow a poskytuje investorům nadprůměrný dividendový výnos. Podle odhadů Sociétés Générale se akcie sektoru telekomunikací v Evropě obchodují průměrně za 8,4 násobek odhadovaného zisku na akcii v roce 2007 oproti průměru všech sektorů ve výši 13,8. Telekomunikační společnosti poskytnou letos dividendový výnos v průměru na úrovni 6,7 % oproti průměrným 2,9 % u evropských akcií ze všech sektorů.

Sektor telekomunikací je výrazně levnější než ostatní sektory i přes růst v posledních několika měsících. Díky vysoké tvorbě volného cash flow a vysokým dividendám je tento úsek poměrně konzervativní investicí, nízké ocenění na první pohled přímo vybízí k nákupu. Přesto není zmiňovaný sektor prost rizik.

Marže bývalých telekomunikačních monopolů jsou pod tlakem kvůli otevírání sítí konkurencí, technologické změny také podřívají tržní postavení největších společností na trhu (například internetové volání). Setrvalý propad cen neumožňuje telekomunikačním firmám výrazněji zlepšovat hospodářské výsledky, řada jich v sektoru musela v posledních několika letech vydávat varování, že nedosáhne očekávaných výsledků a byla nucena snižovat své cíle tržeb a zisku.

Rizikem pro sektor je také pokračující regulace ze strany jednotlivých států i EU. Ta vede k nucenému otvírání sítí konkurenci, umožnění pronájmu koncových linek konkurenci a tlaku EU na pokles cen roamingu v sektoru mobilních telekomunikací. To vše snižuje zisky telekomunikačních společností.

Většina firem v sektoru se v posledních letech zaměřila na snižování své zadluženosti a docházelo tak v posledních letech jen k minimu fúzí a akvizic. Přitom právě fúze a akvizice jsou v mnoha jiných sektorech impulsem, který zvyšuje ocenění, protože akviziční prémie při převzetí kontroly nad společností běžně dosahují 20 % i více.

Vzhledem k nízkému ocenění sektoru jsou ale již výše zmíněná rizika v kurzech telekomunikačních společností do značné míry obsažena a sektor je podle našeho názoru zajímavý. Akcie ze sektoru telekomunikací jsou vhodné spíše pro konzervativnější investory, kteří očekávají stabilní vysoký dividendový výnos při spíše podprůměrném riziku. Vzhledem k nízkému ocenění sektoru je možný další růst kurzů jednotlivých telekomunikačních titulů, ale stabilní hospodářské výsledky k tomu neposkytují příliš velký prostor. Investoři do akcií tohoto sektoru mohou očekávat stabilní výnos.

Société Générale považuje z evropských telekomunikačních společností za nejatraktivnější akcie španělské společnosti Telefónica. Telekomunikační společnosti s rychlým růstem hospodářských výsledků je možné najít na akciových trzích rozvojových zemí (např. China Mobile, telekomunikační společnosti v Rusku), rychlému růstu počtu klientů a tržeb ale odpovídá vyšší ocenění těchto společností a tedy vyšší riziko takové investice.

Pokud jde o telekomunikační společnosti v našem regionu, považujeme za atraktivní akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic. Důvodem je ještě větší volný cash flow na akcii (10,5 % v roce 2006 při ceně akcie z 22. 2. 2007) a vyšší dividendový výnos (9,2 %) než je průměr sektoru v Evropě. Zajímavou příležitostí je i rozjezd mobilní sítě na Slovensku, který povede v horizontu několika let ke zlepšení hospodářských výsledků. Telefónica O2 Czech Republic není prakticky vůbec zadlužená, má tedy skutečně velký prostor k výplatě prostředků investorům. Plánovaný prodej nemovitostí povede k uvolnění dalších prostředků a k jednorázovému zisku z prodeje v letošním roce.

Trh mobilních komunikací vykazuje v České republice poměrně rychlý růst (kolem 5 % ročně) a Telefónica O2 Czech Republic si na něm drží silnou pozici. Vysoký dividendový výnos poskytuje i maďarský Magyar Telekom, ten navíc expandoval prostřednictvím akvizic na Balkáně. Zajímavou investiční příležitostí mohou být v regionu primární emise akcií telekomunikačních společností, v dohledné době dojde pravděpodobně k uvedení na burzu telekomunikační společnosti v Chorvatsku (T-HT), Turecku (Turk Telekom), Rumunsku (Romtelecom), v loňském roce došlo k úspěšnému IPO telekomunikační společnosti Telekom Slovenia ve Slovinsku.

Lukáš Dufek, CFA, pracuje jako akciový analytik v Komerční bance, kde pokrývá české akcie. Má deset let praxe na finančních trzích v akciových analýzách, corporate finance, úvěrové analýze a risk managementu. Po studiích financí na VŠE v Praze pokračoval v dalším studiu M.B.A. na UNYP Praha a v současné době dokončuje Právnickou fakultu UK. V roce 2005 získal právo používat titul Chartered Financial Analyst.

Komerční banka je třetí největší bankou v České republice podle velikosti aktiv a výše bilanční sumy. Poskytuje klientům komplexní služby v oblasti drobného, podnikového a investičního bankovníctví. Na 7 550 zaměstnanců Komerční banky obsluhuje téměř 1 515 000 klientů, kteří mohou využít rozsáhlé sítě 378 obchodních míst v celé České republice. KB provozuje 650 bankomatů a více než 851 000 klientů využívá jeden z kanálů přímého bankovníctví.

5. Energetika

Petr Novák, Atlantik FT

Česká energetika se nyní nachází ve stavu, kdy je trh s elektřinou od 1. 1. 2006 plně liberalizovaný (každá domácnost si může vybrat svého distributora). Díky propojenosti přenosových soustav je český energetický trh plně propojen s okolními státy, a proto faktory, které působí na energetiku v okolních státech, jsou prakticky totožné i v ČR. Pouze citlivost jednotlivých států na konkrétní faktory je rozdílná, kvůli složení výrobních kapacit, odlišnosti v regulačních podmínkách atd.

Tento dokument si klade za cíl seznámit čtenáře s hlavními faktory, které ovlivňují a budou ovlivňovat výnosnost investic do energetiky, a to jak formou nákupu akcií energetických firem, tak investováním přímo do výrobních zařízení. Dle našeho názoru se v podmínkách ČR jedná hlavně o tyto faktory:

1. Vývoj ceny elektřiny.
2. Poptávka po elektřině.
3. Očekávaný vývoj výrobních kapacit.
4. Vývoj cen na komoditních trzích (hlavně na trhu s ropou).
5. Zásahy státu a EU do energetiky.
6. Nastavení systému obchodování s emisními povolenkami.
7. Systém obchodování s elektřinou.

Jednotlivé faktory se samozřejmě vzájemně ovlivňují.

5.1 Vývoj cen elektřiny v ČR

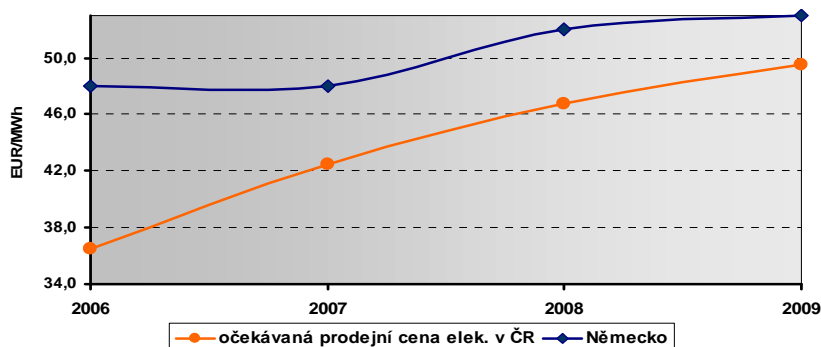
Ceny elektřiny jsou z hlediska investorů asi tou nejočekávanější informací, protože ovlivňují ziskovost firem, do kterých prostředky investovali nebo hodlají investovat. Také v minulosti byly zprávy o výsledcích aukcí velkoobchodní elektřiny velice sledovanou veličinou a po růstech elektřiny, které překonávaly očekávání trhu (což se u velkoobchodních aukcí ČEZu stalo posledních dvou letech) došlo k růstu akcií ČEZu. Růst ceny elektřiny však nebyl pozitivní jen pro ČEZ jako dominantního hráče na poli výroby elektřiny v ČR (na výrobě elektřiny se podílí asi ze 74%), ale také pro ostatní hráče, kteří kopírují cenové úrovně ČEZu.

Dle našeho názoru byla hlavním faktorem nárůstu velkoobchodních cen elektřiny v ČR v minulých letech konvergence ceny k úrovním obvyklým v okolních státech (hlavně v Německu). Aukcí ČEZu se totiž účastnili domácí obchodníci, kteří nakupovali elektřinu na export, i zahraniční obchodníci s elektřinou. Díky propojenosti přenosových soustav si tyto subjekty mohly dovolit podávat za ceny až do úrovně cen elektřiny v zahraničí (po odečtu nákladů na přeshraniční profily). Samozřejmě roli hrály i faktory jako růst cen komodit (uhlí, jaderné palivo, zemní plyn), růst poptávky po elektřině atd.

Očekáváme, že i v aukcích elektřiny na rok 2008 bude faktor sblížení cen elektřiny v ČR a v okolních státech (v ČR je cena elektřiny nižší než v Německu, na Slovensku a v Maďarsku) hrát hlavní roli. Dle naší projekce budou i v roce 2008 ceny elektřiny pokračovat v dvouciferném růstu. Čekáme tedy, že ceny elektřiny stoupnou minimálně o 10% r/r a velkoobchodní cena v základním pásmu v ČR bude v roce 2008 činit minimálně 47,5 EUR. Horní hranici růstu vidíme na plné konvergenci k současně očekávaným cenám elektřiny v Německu na rok 2008 (určeno cenou forwardového kontraktu na rok 2008 na EEX, který se aktuálně obchoduje za 52 EUR/MWh). Při plné konvergenci cen elektřiny v ČR a Německu by tak cena elektřiny v ČR v roce 2008 vzrostla o 20,3% r/r. Situaci ilustruje následující

obrázek. Dle naší projekce plná konvergence v roce 2008 nenastane, ale jsou zde faktory, které mohou situaci ovlivnit směrem k rychlejšímu sblížení cen (počátek obchodování na energetické burze v Praze).

Obrázek č.1: Předpokládaný vývoj ceny velkoobchodní elektřiny v ČR a v Německu



Zdroj: Atlantik FT, EEX

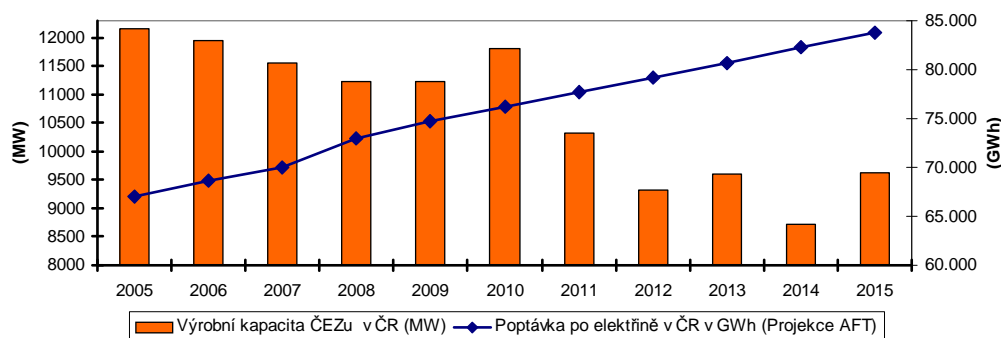
5.2 Poptávka po elektřině

Poptávka po elektřině bude dle našeho názoru další významný faktor, který je třeba v náhledu na českou energetiku vzít v úvahu. Poptávka po elektřině v roce 2006 vzrostla o 2,9% r/r. Hlavním faktorem růstu poptávky po elektřině byl loni, stejně jako v letech minulých, hospodářský růst ČR. I v dalších letech očekáváme, že spotřeba elektřiny poroste průměrným tempem zhruba 2% do roku 2015. Tahounem růstu by měl být:

- Rozvoj spotřeby velkooběru (průmyslu) související s růstem ekonomiky ČR,
- Růst spotřeby v sektoru domácností, který by měl být tažen růstem vybavenosti domácností.

Dle našeho názoru bude poptávka po elektřině růst, i když si nová vláda dala jako závazek snížit energetickou náročnost výroby o 40% na jednotku HDP. Faktor růstu ekonomiky by měl převážit. Investoři v energetickém sektoru se tedy v budoucnu vůbec nemusejí obávat nedostatečnosti poptávky, ba právě naopak. Díky růstu poptávky a výpadku energetických zdrojů by naopak v budoucnu mohlo dojít k tomu, že poptávka by nemusela být vůbec uspokojena, a česká energetika by poznala stavy nedostatku elektřiny. To by jistě vedlo k prudkému růstu ceny elektřiny.

Obrázek č.2: Předpokládaný vývoj poptávky po elektřině v ČR



Zdroj: Atlantik FT, ČEZ

5.3 Vývoj výrobních kapacit

Energetický trh ČR je doposud přebytkovým trhem a nabídka elektřiny je stále vyšší než poptávka po elektřině. To ČR umožňuje být významným exportérem elektřiny (ČR je v EU druhá za Francií). V tom se odlišujeme od okolních států (Rakousko, Slovensko, Maďarsko), které již dnes nejsou energeticky soběstačné.

Tabulka č.1: Vývoj exportu, importu a salda v ČR

TWh	2004	2005	2006
Export	18,5	21	24
Import	2,8	8,3	11,4
Čistý export	15,7	12,7	12,6

Zdroj: Energetický regulační úřad

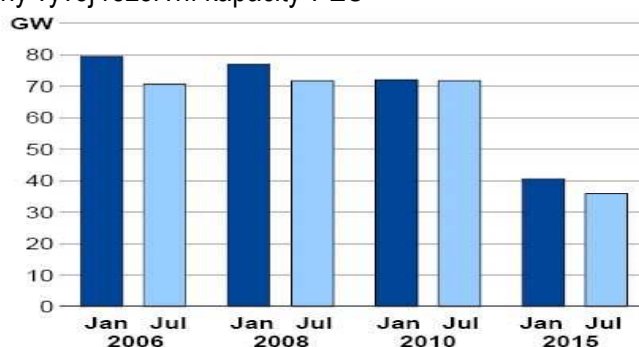
Jak je však z tabulky patrné, energetické saldo s růstem poptávky po elektřině v ČR klesá. Druhou stranou mince je fakt, že výstavba nových zdrojů v ČR nestačí tempu růstu poptávky po elektřině v ČR. Podle našeho názoru se situace v dalších letech bude zhoršovat, tak jak poroste poptávka po elektřině a dojde k výpadku hnědouhelných zdrojů ČEZu, kterým končí životnost po roce 2010. ČEZ si kvůli tomu, že vládní rozhodnutí z roku 1991 zakazuje využívat zásoby hnědého uhlí za těžebními limity v Mostecké pánvi, bude moci dovolit obnovit jen část svého hnědouhelného portfolia (ohlášené projekty: Tušimice, Prunéřov, Ledvice a Počeradý).

Současná vláda se navíc v programovém prohlášení zavázala, že nerozhodne o prolomení těžebních limitů, což však nevylučuje situaci, že se těžbařské společnosti (Mostecká uhelná a Severočeské doly) dohodnou přímo s dotčenými obcemi, a budou v těžbě pokračovat za limity. Tato neprůhledná situace je však pro energetické společnosti velkým rizikem, protože pro své nové zdroje potřebují jistotu v dodávce na 40 let a pro obnovené zdroje na 25 let.

Výše zmíněné faktory tak naznačují, že i energetika ČR se dostane po roce 2010 (odhadujeme, že by se tak mohlo stát v roce 2012) do deficitního stavu, a ČR se stane čistým dovozcem elektřiny. Stav nedostatku elektřiny a častější zapojování dražších špičkových (plynových zdrojů) pak bude dále tlačit na ceny elektřiny v regionu.

Nedostatek výrobních kapacit pak bude ohrožovat nejen ČR, ale i okolní státy. Dle informací UCTE bude za jinak nezměněných podmínek (bez investičních podpor ze strany municipalit a EU) v roce 2020 v rámci lokality CENTRELu chybět 12,3 TWh. Problémy s dostatečnou kapacitou bude pak mít celá Evropa (viz. očekávaný pokles rezervních kapacit EU na obrázku).

Obrázek č.3: Očekávaný vývoj rezervní kapacity v EU



Zdroj: Atlantik FT, UCTE.

5.4 Očekávaný vývoj ceny ropy

Vývoj cen komodit bude hrát i v následujících letech důležitou roli. Hlavní energetickou komoditou bude i v dalších letech ropa, která je určující cenou pro vývoj ceny zemního plynu a topných olejů (LTO, TTO). Vývojem ceny ropy je také nepřímo ovlivňována cena uhlí, jako energetického substitutu. Citlivost ceny elektřiny na vývoj na trhu s ropou je velká obzvláště v zemích, kde je výroba elektřiny závislá na zemním plynu.

Cena ropy v minulém roce prudce vzrostla a průměrná cena ropy Brent v minulém roce převýšila 66 USD/barel. K růstu ceny ropy docházelo od roku 2001. Vysoké ceny ropy motivovaly těžařské společnosti těžit v nalezištích, kde to při nízkých cenách nebylo ekonomické. To vedlo k růstu nabídky. Hlavně díky tomuto faktoru se v dalších letech očekává pokles ceny ropy, což by mohlo být příznivé pro investory, kteří chtějí stavět plynové zdroje. Samozřejmě je zde riziko geopolitických konfliktů, které mohou trh s ropou významně ovlivnit.

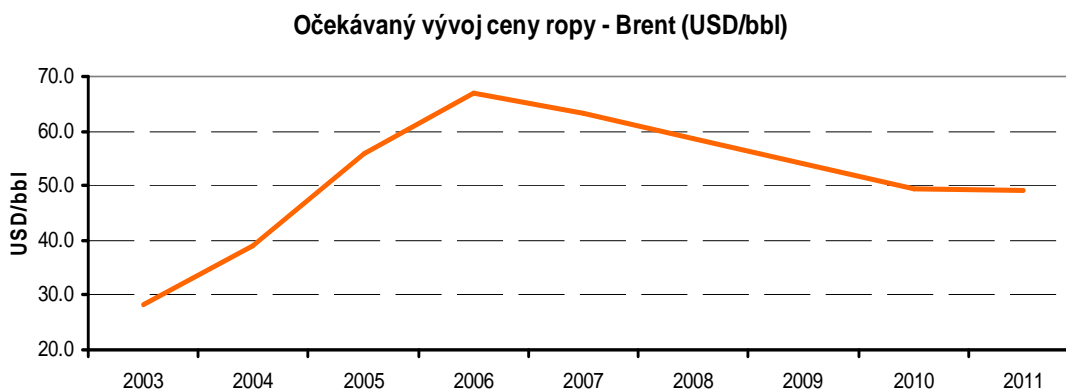
Dle našeho názoru jsou hlavní faktory pro pokles ceny ropy tyto:

- Růst globální nabídky
- Růst produkce ve státech mimo OPEC
- Zpomalující ekonomický růst v USA

Pro růst cen hovoří naopak tyto faktory:

- Růst poptávky ve státech jihovýchodní Asie
- Geopolitické riziko
- Tlak států OPEC na snížení těžby (brání úroveň 60 USD/barel)

Orázek č.4: Očekávaný vývoj ceny ropy



Zdroj: Atlantik FT, Reuters

5.5 Zásahy státu a EU do energetiky

Pro výnosnost investic v energetice bude důležité sledovat i náhled státu na sektor. V současné době jsou cíle a strategie naší vlády formulované ve Státní energetická koncepci (SEK). SEK ve své projekci budoucího využití primárních energetických zdrojů počítá s využitím hnědého uhlí (schválený scénář Zelený-U) a výstavbou nových jaderných bloků, které by do naší energetické soustavy měly být zařazeny po roce 2020. Tento dokument je nyní v rozporu se schváleným programovým prohlášením

vlády, která nemá rozhodnout o prolomení těžebních limitů a na druhou stranu nepodporuje ani výstavbu nových jaderných zdrojů.

Aktuální programové prohlášení vlády nedává alternativy, jak vyřešit energetické zásobování ČR v dalších letech. Vládní prohlášení sice podporuje další využití obnovitelných zdrojů energie (cíl 10% z OZE v roce 2010), ale obnovitelné zdroje energie (v současnosti se podílí na výrobě asi z 5%) vzhledem k potenciálu těchto zdrojů v ČR budou hrát doplňkovou roli. Energetika ČR má dle našeho názoru v budoucnu jen dvě možnosti: využití hnědého uhlí nebo výstavbu nových jaderných bloků.

Významnou roli může hrát v budoucnu i regulace ze strany EU. Cílem EU je vytvořit do roku 2009 jednotný energetický trh, což se zatím ne úplně daří. Jako poslední novinka se objevily zprávy o vlastnickém unbundlingu regulovaných činností (distribuce, přenos), což by znamenalo rozbití vertikálně integrovaných hráčů typu ČEZ, E.On a RWE. Této snaze však nedáváme přílišné šance vzhledem k síle zejména německých hlasů v rámci EU.

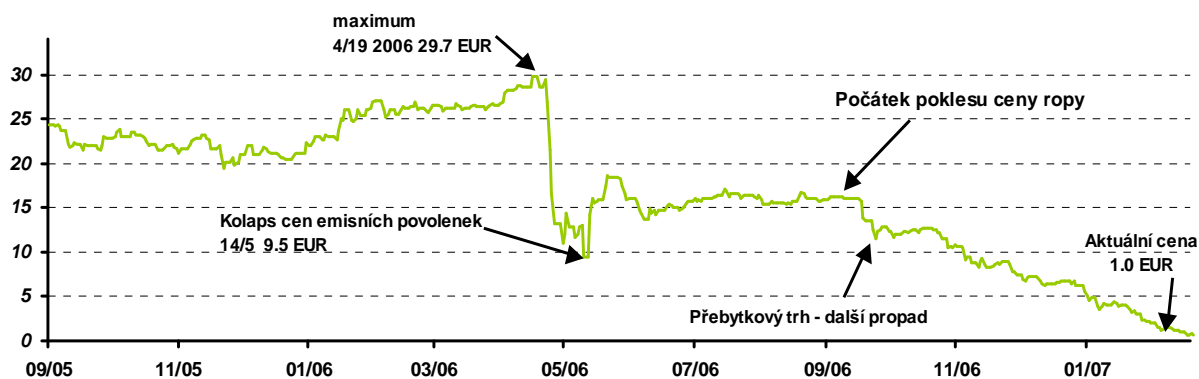
5.6 Trh s emisními povolenkami

Evropská unie se přihlásila k závazkům vyplývajícím z Kjótského protokolu a roku 2005 bylo započato první období (2005 až 2008) obchodování s emisními povolenkami na vypouštění CO₂. Emisní povolenka se v minulém roce ukázala jako významný faktor pro obchodování s elektrickou energií. Emisní povolenka tak vnesla nový prvek do ceny elektřiny a způsobila její volatilitu v průběhu předešlých dvou let.

V rámci prvního alokačního období (2005 až 2007) bylo ČR přiděleno 97,6 mil. tun CO₂ na každý rok. Nejvíce v ČR dostal energetický sektor (jenom ČEZ dostal 36,9 mil. tun CO₂). ČR vykázala v roce 2005 asi 15% přebytek v hospodaření s CO₂, což umožnilo některým podnikům vydělat značné finanční prostředky, které mohly použít pro svůj další rozvoj (ČEZ za první dva roky obchodování s CO₂ vydělal 4 mld. Kč). Celý systém obchodování s emisními povolenkami skončil v roce 2006 v rámci EU asi 6% přebytkem. V dubnu loňského roku začaly jednotlivé státy zveřejňovat přebytky v hospodaření s CO₂ kredity, což vedlo k propadu ceny emisní povolenky z úrovně blízkých 30 EUR až na 9,5 EUR. V posledním čtvrtletí loňského roku došlo k propadu ceny ropy a hlavně zima byla mnohem teplejší, než se očekávalo. To započalo postupný propad ceny emisní povolenky až k současné úrovni 1 EUR.

Jednotlivé státy by měly předložit své emisní výkazy za rok 2006 do 15. května tohoto roku. Očekáváme, že i v roce 2006 bude celá EU v přebytku téměř 6%. Z toho plyne, že cena emisní povolenky nemá dle našeho názoru do konce prvního období růstový potenciál, protože navíc není možný přesun emisních povolenek do dalšího alokačního období (2008 až 2012), tzv. banking. Cílem systému je tedy snížit vypouštění emisí CO₂, což se při nastavení systému v prvním alokačním období plně nezdařilo.

Pro českou energetiku bude zajímavé hlavně nastavení systému obchodování na další alokační období (2008-2012). Česká republika podala ke konci roku EU svůj požadavek na alokaci na toto období (102 mil. tun). Očekáváme výraznou redukci tohoto požadavku. V druhém alokačním období předpokládáme redukci celkového přidělu pro 25 států EU o 10 %, celkově asi na 2000 mil. tun CO₂. Aktuální nejistota v přidělu emisních povolenek a volatilita v ceně emisní povolenky je nebezpečím pro subjekty, které se rozhodují o výstavbě nových zdrojů. S emisními povolenkami se již obchoduje i na další alokační období a cena na rok 2008 (dle EEX) nyní činí 14 EUR/tunu. Ke konci roku 2006 se pohybovala na 20 EUR/tunu.

Obrázek 5: Vývoj ceny emisní povolenky

5.7 Systém obchodování s elektřinou v ČR

V letošním roce dojde ke změně systému obchodování s velkoobchodní elektřinou. ČEZ již nebude muset pořád aukci tzv. virtuální elektrárny nařazené mu antimonopolním úřadem, ale část elektřiny (20% až 30% kapacity) bude ČEZ prodávat přes nově vytvořenou energetickou burzu v Praze. Očekáváme, že díky tomuto systému bude obchodování s elektřinou v ČR transparentnější. V cenách elektřiny by pak měly být vidět stejné faktory jako na podobných burzách v EU (EEX, Nordpool). Účast ČEZu na pozici tvůrce trhu by měla zajistit dostatečnou likviditu trhu. Myslíme si, že pokud pražská burza přiláká velké hráče (typu RWE, E:On apod.), tento fakt by měl pomoci k rychlejšímu sblížení cen v ČR a v okolních státech.

Ing. Petr Novák, finanční analytik, u společnosti Atlantik finanční trhy a.s. pracuje od dubna 2005. Zabývá se sektorem utilities, v rámci pražské burzy pak zejména společnostmi ČEZ a Unipetrol. Náplní jeho práce je oceňování společností, tvorba investičních doporučení, finanční analýzy a komentáře k denním událostem pro média.

Petr Novák vystudoval VŠE a svou kariéru zahájil pozici project manager ve společnosti Cityplan s.r.o, která se zabývá poradenstvím v energetice.

Společnost ATLANTIK FT, patří do skupiny KKCG Finance, je již od roku 1993 úspěšným obchodníkem s cennými papíry na českém trhu a je tvůrcem trhu všech českých akcií v systému SPAD. V roce 2006 byla s objemem 174 miliard korun krůček od celkového třetího místa v žebříčku objemu obchodů mezi obchodníky s cennými papíry v ČR a jako jediná mezi největšími hráči na trhu měla meziroční nárůst objemu obchodů. Má přístup na největší akciové trhy v USA a Evropě, např. na velmi úspěšné burzy v Budapešti a Varšavě a na dalších 91 akciových trzích. Obchodování je možné přes makléře nebo pomocí internetové aplikace ATLANTIK eBroker na adrese <http://ebroker.atlantik.cz/>. Díky členství v síti Auerbach Grayson & Company může společnost využívat analýzy více než 6 000 společností, které napomáhají při obchodování, správě aktiv a vyhledání investičních příležitostí.

6. Farmacie a zdravotnictví

Petr Kymlička, Deloitte

Poptávka po zdravotní péči a léčivých přípravcích rychle poroste prakticky na celém světě. Udržet krok s tímto trendem znamená pro společnosti z oboru zdravotní péče především zvyšovat tempo výzkumu a vývoje. S tím ale mají farmaceutické firmy už dnes vážné problémy, které se mohou v příštích deseti letech prohlubovat. To bylo téma letošního setkání předních osobností zdravotnických institucí a farmaceutických společností, které se uskutečnilo na konci ledna v rámci Světového ekonomického fóra v Davosu. Setkání organizovala firma Deloitte a zabývalo se výsledky průzkumu, který Deloitte společně s Economist Intelligence Unite (EIU) nedávno uskutečnila mezi 200 vrcholnými manažery z odvětví zdravotní péče.

Zdálo by se, že odvětví zdravotní péče prožívá inovační explozi. Na trhu je spousta nových přípravků, technologií, objevují se nové poznatky z biologie a genetiky, obrovské možnosti otevírá vývoj informačních technologií.

Tyto trendy jsou hlavním hnacím motorem výzkumu a vývoje v oboru zdravotní péče. V průzkumu společnosti Deloitte a EIU skoro tři čtvrtiny respondentů uvedly, že tempo inovací bude po roce 2015 hlavním faktorem úrovně příjmů jejich firem. Zhruba 50 % respondentů dokonce usoudilo, že polovina tržeb jejich firem poplyne po roce 2015 z výrobků a služeb, které teď ještě nejsou k dispozici.

Podle odborných předpovědí poroste i poptávka po zdravotní péči. Světová populace se zvětšuje a zároveň stárne. Roste potřeba diagnostikovat, léčit a hodnotit výsledky léčby zejména chronických a degenerativních onemocnění.

Rychlost výzkumu a vývoje však tomuto trendu ne zcela odpovídá. Rozpracovaných vývojových projektů je stále více, nicméně počet povolení nových přípravků k prodeji a použití zůstává už několik let neměnný.

6.1 Výzkum a vývoj se prodražuje...

Náklady na výzkum a vývoj rychle rostou. Příčiny vidí ředitelé farmaceutických firem mj. v tom, že je výzkum a vývoj čím dál komplexnější a náročnější. Klinické testy jsou rozsáhlejší, sledování a vyhodnocování výsledků pracnější. Získávaných informací, které je zapotřebí vyhodnotit, je stále více.

Právní normy a požadavky regulátorů pro uvedení nových léčiv na trh jsou stále přísnější, a i po získání povolení se provádějí dlouhodobá pozorování účinnosti, vedlejších a nežádoucích účinků a efektivnosti nasazení přípravků. Jestliže tedy v roce 1987 průměrné náklady na vývoj jednoho přípravku dosahovaly 231 mil. USD, v roce 2000 to bylo už 800 milionů dolarů.

6.2 ...a kdo to zaplatí?

Rostoucí náklady, ale i vysoké riziko neúspěchu zůstávají problémy s financováním výzkumu a vývoje. Jednotlivé farmaceutické firmy už na to nestačí. Podobně, jako v samotném procesu výzkumu a vývoje je dnes zapotřebí interdisciplinární přístup, ukazuje se jako nutnost mít více finančních zdrojů. Pozitivním poznatkem průzkumu Deloitte je sdružování dřívějších konkurentů k řešení určitého výzkumného úkolu a zapojování fondů rizikového kapitálu do tohoto podnikání. V neposlední řadě se

zdrojem financování stávají také veřejné finance ve formě státních grantů, dotací, veřejných zakázek nebo daňových úlev.

Prodražuje se i proces povolování léčiv k prodeji. V roce 2005 přišlo jedno povolení v průměru na 95 milionů dolarů. Počet vyžadovaných testů se od roku 1980 v průměru zdvojnásobil až ztrojnásobil.

V souvislosti s těmito trendy by bylo zapotřebí zvážit současná pravidla ochrany duševního vlastnictví, zejména, zda doba exkluzivní patentové ochrany nového léku je dostatečná na to, aby se podařilo uhradit náklady na jeho výzkum a vývoj. Je zneklidňující, že počet případů krádeží duševního vlastnictví, i počet soudních sporů rok od roku narůstá. Některé země krádeže duševního vlastnictví ignorují, či dokonce legalizují.

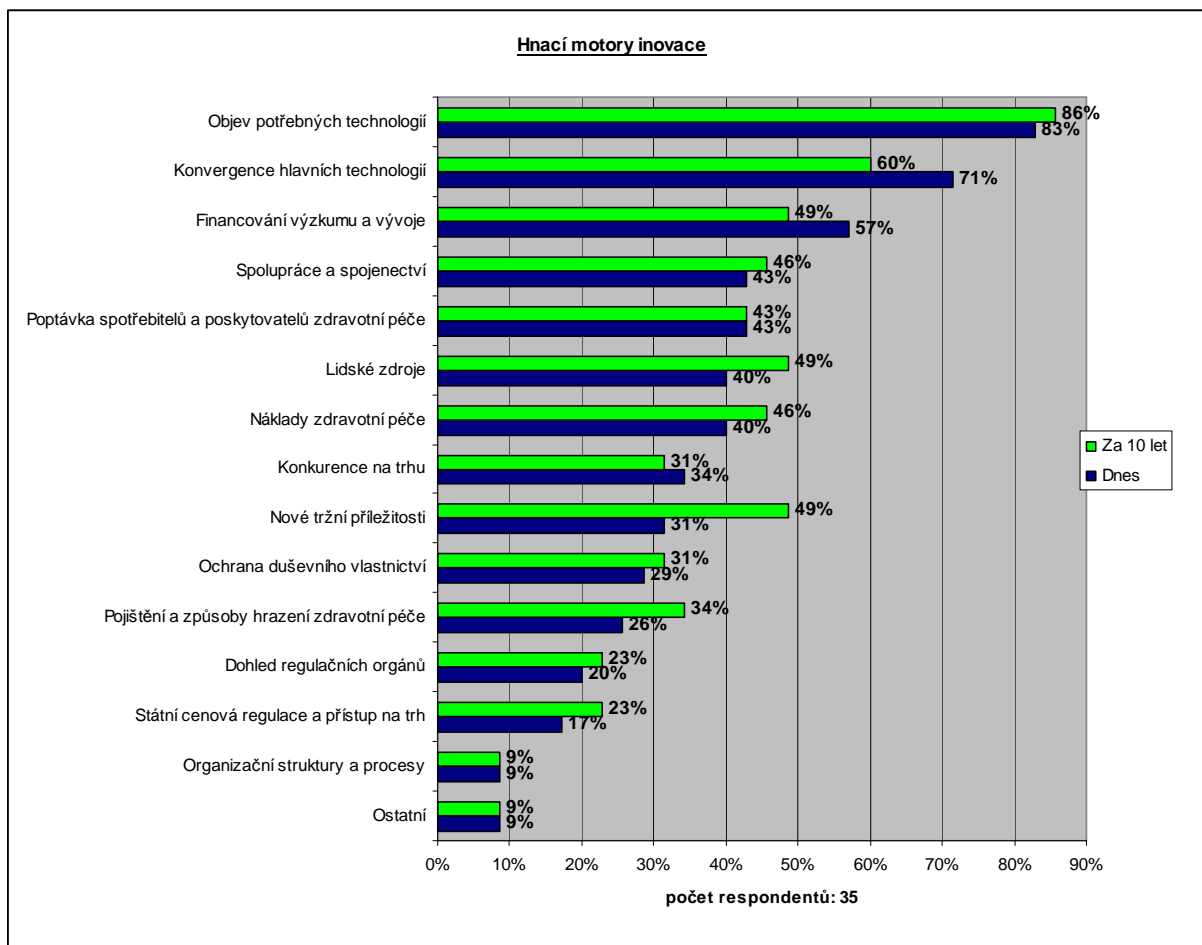
Přístup firem na trhy pak vůbec není snadný. Cenu léčiv, velikost trhu, způsob prodeje a velikost zisků jsou řízeny politickými a ekonomickými rozhodnutími národních vlád a regulačních orgánů. Každá země si svou zdravotnickou politiku řídí jinak, což nutí výrobce vstupovat do jednání s řadou státních institucí v každé zemi zvlášť. Tendence těch institucí, které trh zdravotní péče řídí a které za ni platí, je nezvyšovat výdaje, ačkoliv požadavky na kvalitu naopak rostou. Zvyšuje se úloha pacienta jako konečného zákazníka farmaceutických firem, který se na hrazení nákladů své léčby stále častěji podílí. Ačkoliv jeho přístup je více spotřebitelský, také on chce, podobně jako institucionální plátcí za péči, záruky nejen za to, že určitý přípravek a způsob léčby fungují pro určitou skupinu pacientů, ale že právě pro něj a jeho chorobu je nejefektivnější.

Pokud se má výzkum a vývoj během příštích pěti let zbavit nejněžnějších problémů, bude nutné nastavit těsnější vztahy mezi farmaceutickými společnostmi, vládami a plátcí za zdravotní péči v zájmu jejich užší spolupráce, konstatuje studie Deloitte. Výzkum a vývoj si musí najít nové zdroje financování. Měl by být veden interdisciplinárně a zahrnovat vývoj léčiv, přístrojů, biologických nástrojů, diagnostických metod i informačních technologií. Pravidla pro uvádění léčiv na trh by se měla globálně standardizovat.

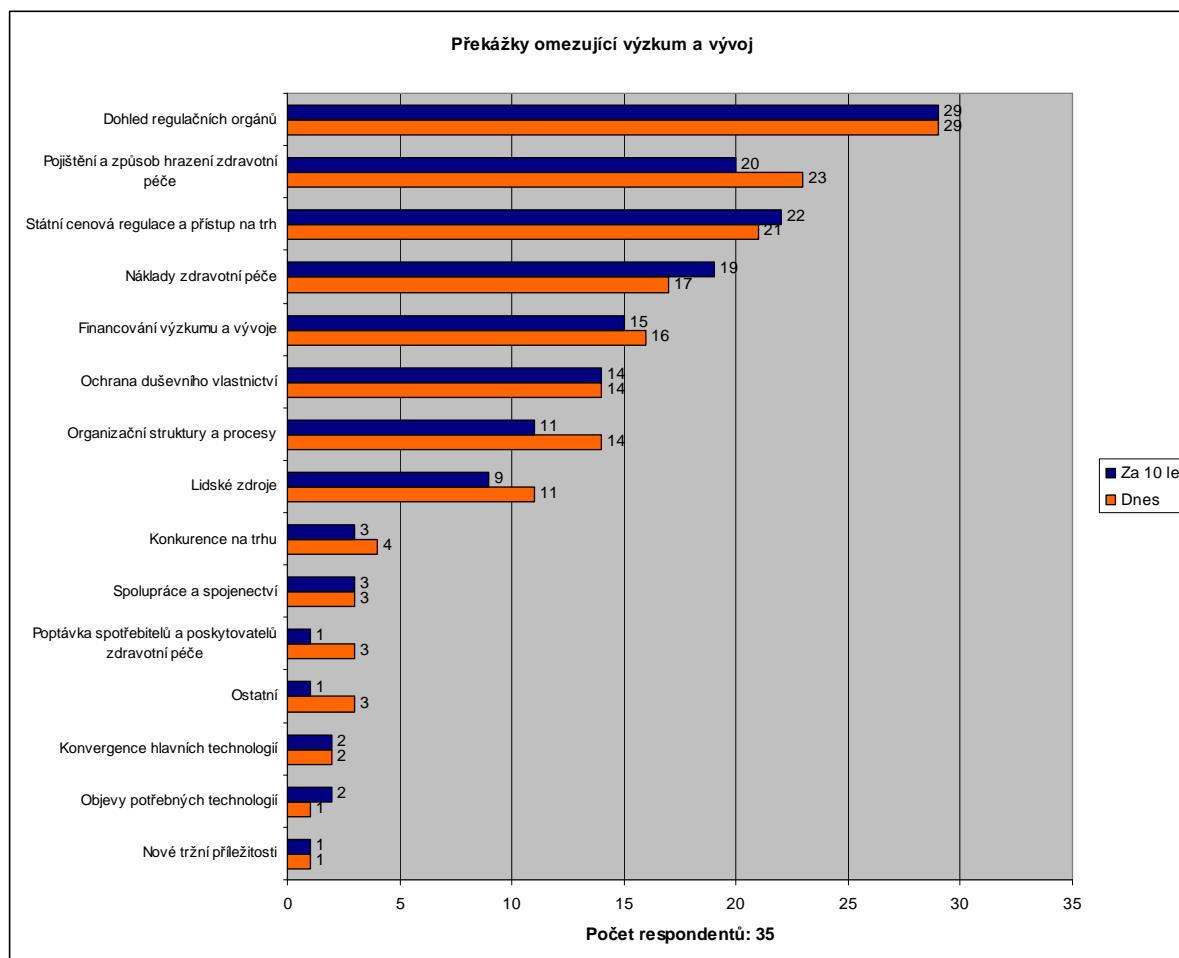
Porušování zákonů na ochranu duševního vlastnictví ohrožuje zdraví pacientů a hospodářsky poškozuje farmaceutické firmy. Proto je nutné naléhavě řešit způsoby, jak krádežím duševního vlastnictví účinně zamezit.

V neposlední řadě je zapotřebí změnit způsoby komunikace s pacienty. Jsou vzdělanější, chtějí být informovanější a více se podílet na způsobu své léčby.

Graf 1: Hnací motory inovace



Graf 2: Překážky omezující výzkum a vývoj



Petr Kymlička je partnerem v oddělení Consulting společnosti Deloitte v České republice. Jako projektový manažer působil na dlouhé řadě projektů zaměřených na strategii, restrukturalizace, organizaci a lidské zdroje, controlling a zvýšení výkonnosti firem. V oblasti poradenských služeb pro klienty působící v sektoru průmyslu patří ke špičkovým a nejzkušenějším konzultantům.

Deloitte poskytuje služby ve čtyřech odborných oblastech - audit, daně, manažerské poradenství a finanční poradenské služby, přičemž mezi její klienty patří více než 80 procent největších společností na světě, jakož i velké národní podniky, veřejné instituce, významní místní klienti a úspěšně se rozvíjející globální společnosti.

7. Nemovitosti

Rok 2006 byl pro obchod s českými nemovitostmi velice silným rokem. Tempo jejich rozvoje nastavil už vývoj v roce 2005, kdy se realizovalo 30 transakcí v rekordní výši 1,3 miliardy eur. Do léta 2006 vynaložili institucionální investoři přes 650 milionů eur na nemovitosti, z nichž 90 % představovaly kancelářské budovy. Většina smluv se týkala nemovitostí v Praze.

V celém tomto obchodním sektoru zaznamenali investoři větší snižování výnosů s tím, jak přišli noví institucionální investoři hledající nemovitosti, které by přidali ke svému portfoliu. Vzhledem k trvalé poptávce se budou výnosy i nadále snižovat.

Nejvyšší nájem a výnosy na obchodním trhu v Praze		
kanceláře	17-18 eur / 1 m ² za měsíc	< 6%
maloobchodní nemovitosti *	60-120 eur / 1 m ² za měsíc	< 7%
průmyslové nemovitosti	5 eur / 1 m ² za měsíc	< 8%

* včetně nákupních středisek a nemovitostí na hlavních ulicích

Při vyhledávání investičních příležitostí se investoři zajímají o všechny druhy a typy nemovitostí a projevují stále větší zájem o nákup nových developerských projektů nebo o nákup nemovitostí předem, aby si zajistili lepší návratnost. Tento trend je stále silnější a bude určitě pokračovat i v příštích několika letech. Dochází také k přesunům do jiných regionů.

I když Praha zůstane mezi investory i nadále oblíbená, dochází k intenzivnějšímu vývoji a investování v Plzni (západní Čechy), Brně (jižní Morava) a Ostravě (severní Morava). Investoři budou nakupováním v těchto regionech diverzifikovat svoje aktiva. Třemi nejvyhledávanějšími kategoriemi nemovitostí jsou kanceláře, hotely a průmyslové či logistické objekty. Hotely a logistická zařízení jsou nejoblíbenější a obvykle následují po zahraničních přímých investicích do různých regionů s tím, jak se buduje infrastruktura a nové závody. Pokud jde o kancelářské nemovitosti, tady také docházelo a stále dochází k rozsáhlým nákupům s tím, jak se regiony dále rozvíjejí a zvyšuje se v nich poptávka po kvalitních kancelářských prostorách, v nichž by mohly usadit přicházející společnosti a nájemníci.

Novou je pro podmínky roku 2007 činnost otevřených realitních investičních fondů. Tyto fondy, z nichž první zřídila dceřiná společnost České spořitelny, REICO Investiční společnost, umožňují veřejnosti investovat do domácího trhu s komerčními nemovitostmi. Jednotliví investoři tak mají díky tomuto fondu možnost nakupovat podíly, které začínají na minimální částce 5 000 Kč. Investoři, kteří investují přes tento fond, tak mohou využívat výhod vlastnictví kvalitních nemovitostí, aniž by odpovídali za každodenní závazky související s vlastnictvím a řízením nemovitostí. A co víc, mohou investovat do různých segmentů realitního trhu (kanceláře, nákupní střediska, logistická zařízení, hotely), které mají různé vývojové cykly, což snižuje riziko, které by jinak mohlo vzniknout při zaměření se jen na jeden konkrétní druh nemovitostí.

Investování do realitního fondu pomáhá diverzifikovat riziko jejich vlastního investičního portfolia. Česká spořitelna předpokládá, že pokud situace na realitním trhu zůstane nezměněná, měl by průměrný roční výnos u tohoto fondu dosahovat 4 až 7%.

John S. Breaux, Jr. (* 10. září 1956), člen představenstva, přišel do Prahy v roce 1995 jako specialista na komerční nemovitosti. O rok později se stal se ředitelem a partnerem realitní společnosti Lexus. Do společnosti Lexus přinesl sedmnáctileté zkušenosti z realitního trhu ve Spojených státech, kde působil mimo jiné pro společnosti jako CB Richard Ellis nebo Federal Deposit Insurance Corporation. Poté

působil jako asset manažer v Prentiss Properties v Atlantě a řídil portfolio jihovýchodních Spojených států v Mutual Benefit Life Insurance Corporation jako senior asset manažer.

Pan Breaux je držitelem osvědčení Certified International Property Specialist (CIPS). Je zároveň členem boardu Americké obchodní komory v České republice. Od 1. listopadu 2006 působí jako člen představenstva ve společnosti REICO investiční společnost České spořitelny.

Společnost REICO

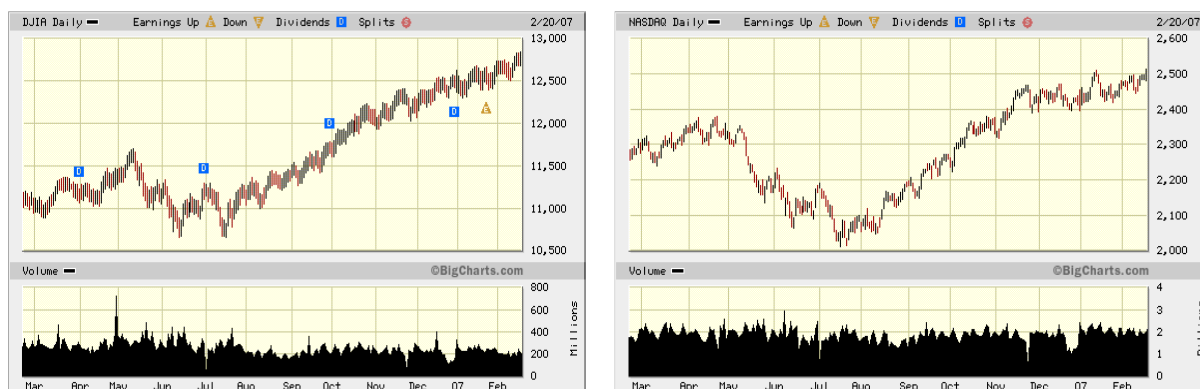
- Založena v srpnu 2006
- REICO je 100% dceřiná společnost České spořitelny
- Společnost založena za účelem správy nemovitostních (realitních) fondů pro retailovou klientelu (drobné investory) a kvalifikované investory
- února 2007 vydala ČNB vůbec první licenci nemovitostnímu fondu pro drobné investory, tedy společnosti REICO

8. Severní Amerika

Josef Stoužil, CAPITAL PARTNERS

Rok 2006 byl pro investory, kteří se zabývají investicemi do akciových trhů denominovaných v USD, tedy do amerických akciových titulů či dalších instrumentů kapitálového trhu, poměrně přívětivý. Pokud budeme hodnotit výkonnost hlavních akciových indexů na US trzích dostáváme se za rok 2006 k těmto číslům:

- Index blue chips Dow Jones Industrial Average zhodnotil o +16,3% (viz graf DJIA níže).
- Technologicky založený index Nasdaq Composite zpevnil o +9,5% (viz graf Nasdaq níže).
- Index se širším záběrem trhu Standard and Poor's 500 se výkonnostně posunul o +13,6%.



V první polovině roku 2006 na trzích převládaly spíše negativní faktory, kterými byly obavy z úrokových sazeb, dále opakující se volatilní ceny ropy a možné inflační tlaky vyvěrající z celkového vývoje US ekonomiky a cen energií. Dále se jednalo o spíše geopolitické faktory neekonomického charakteru jako například napětí spojené s iránským jaderným programem, střety mezi Izraelem a Libanem a další. Nicméně vedle těchto skutečností je třeba zmínit i poměrně solidní růst korporátních zisků a HDP.

Zásadní ovšem také zůstává ten fakt, že USA, jejíž spotřebitelé tvoří téměř 1/5 světového HDP, prošly a procházejí v posledních letech mnoha progresivními změnami a patří k jedné z nejlépe demograficky a ekonomicky situovaných zemí světa. USA byly schopny úspěšně přesunout a outsourcovat nízko-maržové výrobní aktivity do Asie a ve stejném čase zvýšit svůj náskok ve sféře „high-tech“ a vědecké inovace obecně. Především však byly schopny se zaměřit na transformaci svých pracovních sil a sféru servisních služeb s vysokou přidanou hodnotou. Zde hovoří zásadní makroekonomická data, kdy se HDP USA pohybovalo v průměru kolem 4% s porovnáním s vyspělou Evropou (EC) a slabším růstem kolem 1% HDP. Dále je třeba brát v úvahu úroveň nezaměstnanosti, která je nyní v USA na úrovni 4,6% v porovnání s průměrem EC na téměř 10%.

Z hlediska dalšího vývoje trhů byl zásadní vývoj úrokové politiky Federal Reserve Bank v čele s chairmanem B. Bernankem. FED od června 2004, kdy se benchmarková úroková sazba overnight banking rate (resp. FED Funds) nacházela na úrovni 1,0% p.a. a do 8. srpna 2006 tato sazba prošla na meetingu FOMC FED 17krát v řadě za sebou navýšením o 0,25 % (25 basis points) až na současnou

hladinu 5,25 % p.a. Právě při jednání FOMC FED dne 8.8.2006 poprvé FED ponechal sazby beze změny a naznačil možné modifikace ve svém přístupu ke stanovení sazeb.

Obecně je známo, že konec cyklu zvyšování úrokových sazeb a popřípadě jejich snižování (i když zatím to v letošním roce není pravděpodobné, ale uvidíme...) vede k oživení ekonomické aktivity (půjčky se stávají znovu levnější a klienti bank částečně přesunují termínované vklady do spotřeby). Tyto skutečnosti jsou vnímány akciovými trhy pozitivně, neboť vyšší tempo ekonomických aktivit znamená brzké zvýšení čistých zisků společností. Pro informaci je možno uvést, že Bank of Canada drží svoji úrokovou sazbu na úrovni 4,25 % p.a.

Uvedený scénář dalšího vývoje akciových trhů se také potvrdil po zastavení spirály FED s úpravami sazeb a akciové trhy a jejich hlavní indexy začaly zaznamenávat pozitivní impulsy jak z makroekonomických údajů (inlace pod kontrolou, možné inflační tlaky ošetřeny, růst ekonomiky víceméně dostatečný pro naplnění cílů FED a nalezení určité úvodní vybalancovanosti vztahu sazby vs. inflace vs. růst ekonomiky), tak z údajů z korporátní sféry, kdy podle reportů hospodaření byly v roce 2006 pravidelně dosahovány dvouciferné nárůsty zisků firem v bilančních hodnoceních a pokračoval tak trend z předchozích čtvrtletí.

Posilování trhů v roce 2006 bylo spojeno také s faktem, že americké korporace mají po cca 5 letech úspor a snižování nákladů poměrně zajímavé objemy cashových rezerv. Jak v roce 2006, tak i v dalším období se tyto prostředky objevují a budou umísťovat především takto:

- Značná část bude investována do tzv. Capital Expenditures - investičních výdajů společností. K těm patří především investice do nových strojů, nákupu inovačních technologií, které firmám zajišťují zachování konkurenčních výhod. Povede to i k dalšímu oživení technologických firem.
- Odkupy vlastních akcií na volném trhu - buybacks, což je operace, kdy společnost investuje sama do sebe a to přináší dva pozitivní efekty. Jednak zvýšenou poptávku po daných akciích díky důvěře vrcholného managementu v budoucnost svých firem a díky jejich snaze o maximalizaci návratnosti investice akcionářů (Return on Investment – ROI) a dále to znamená optické „zlevnění“ akcií tím, že se počet akcií na volném trhu sníží a P/E ratio (poměr ceny akcie a zisku) se stane atraktivnějším (ostatní akcionáři mají tedy větší podíl na celkovém zisku).
- Zvyšování výplat dividend a tím i zvýšení atraktivity nákupu svých akcií. Podniky z indexu Standard and Poor's 500 nyní vyplácí v průměru 1,7% p.a., v rámci indexu DJIA to činí 2,2% p.a.
- Akvizice a fúze, tedy strategické investice, jež svou logikou úzce souvisí se zachováním si konkurenceschopnosti, ale také s potenciálem dalšího vývoje a růstu sekcí rozvoje a výzkumu (R & D) daných korporací a to přes koupi dalších podniků, v mnoha případech menších konkurentů. Rok 2006 zaznamenal v této oblasti značně zvýšenou aktivitu a velmi povzbuzující je i fakt, že značná část dealů byla uzavřena jako cash-deals, tedy financována právě již zmíněnou hotovostí.

8.1 Výhled vývoje kapitálových trhů, resp. akciových trhů na rok 2007

Začátek roku je vždy samozřejmě očekáván s jistou dávkou optimismu a není tomu jinak ani v případě akciových trhů v USA. Participantů trhu zůstávají opatrně optimističtí pokud jde o snižování sazeb FED, dále očekávají, že výdělků firem solidně porostou a ekonomice se podaří vyhnout se recesi a realizovat tzv. soft landing. Podle současné situace lze očekávat, že pro rok 2007 by mohly zhruba platit tato čísla:

růst zisků společností v řádu 7 - 10%, reálný růst GDP by se mohl pohybovat kolem 2% v 1. Q. 2007 s posílením růstu do konce roku na úroveň 3,1%.

Nárůst indexu Standard and Poor's 500 by mohl činit cca 5%. Vzhledem k tomu, že lze dříve či později očekávat určitou korekci, měla by být investice „pojištěna“ zařazením do portfolia tzv. „large caps“, tzn. společnostmi s velkou tržní kapitalizací, kvalitními firemními značkami. Některé cyklické tituly by mohly být rizikovější, neboť již zřejmě dosáhly vrcholu ve svých ziskových maržích.

Důležité rovněž bude jak si poradí FED v roce 2007 se svým hlavním úkolem, tedy kontrolou inflace, resp. odvrácením většího hospodářského zpomalení v USA. To může být způsobeno určitou krizí v sektoru nemovitostí a stavebnictví obecně a současně s cílem podpořit americké spotřebitele. S tím také souvisí situace na komoditních trzích, konkrétně ceny ropy (nyní kolem 58 USD za barel) a ceny zlata (v současné době kolem 660 USD za trojskou unci) a energií obecně.

Pokud se týče možnosti konzervativní investice do dluhopisových trhů, je US benchmarkový titul státních dluhopisů 10Y Treasury Note na kursu 99 17/32 % nominální hodnoty s příslušným výnosem na úrovni 4,683 % p.a. Dále 30letý státní dluhopis 30Y Treasury Bond má obdobný kurs 99 17/32 % nominální hodnoty s výnosem činícím 4,784 % p.a.

Ing. Josef Stoužil, analytik CAPITAL PARTNERS a.s., nejprve působil v SBČS od roku 1986 a na kapitálových trzích od roku 1993, kdy pracoval v oddělení státních dluhopisů ČNB. Posléze se od roku 1997 věnoval zahraničním kapitálovým trhům (fondy, akcie, dluhopisy) v bankovních a nebankovních subjektech a od roku 2002 pracoval jako hlavní analytik Afín Brokers, a.s. V letech 1993 – 2002 absolvoval řadu zahraničních pobytů a seminářů na téma kapitálových trhů, resp. akciových trhů, státních dluhopisů, burzy cenných papírů, jednání OECD apod.

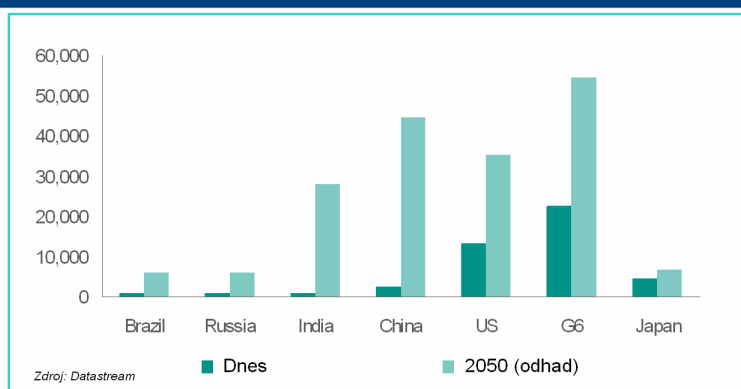
CAPITAL PARTNERS a.s., licencovaný obchodník s cennými papíry, člen Burzy cenných papírů Praha a člen ČAOCP, působí na českém kapitálovém trhu od roku 1994 a poskytuje veškeré služby obchodníka s cennými papíry. Doposud se specializoval na činnosti pro podnikovou klientelu, zejména poradenství týkající se struktury kapitálu a služeb týkajících se jejich koupí podniků, jejich přeměn. Dále se budou aktivity firmy také více věnovat tuzemským a zahraničním akciovým trhům.

9. Rozvíjející se trhy známé pod zkratkou BRIC

Dalibor Hampejs, ABN AMRO Funds

BRIC - zkratka pro rychle rostoucí trhy **Brazílie, Rusko, Indie a Čína**, které se v posledních letech dostaly díky globálním i vnitřním ekonomickým proměnám do popředí zájmu investorů. Brazílie, Rusko, Indie a Čína by se měly stát v krátké době nástupci nejvyspělejších ekonomik světa a v budoucnu převzou pomyslnou štafetu od ekonomických velmocí dneška (G6).

Ekonomiky BRIC budou v roce 2050 překonávat produkci společenství G6



Jejich potenciál je ukryt nejenom na poli globálního obchodu, ale také uvnitř jednotlivých ekonomik díky početné střední třídě a rostoucí kupní síle. Obyvatelé zemí BRIC tvoří 43% světové populace. Jejich kupní síla je zatím ve srovnání se západním světem nízká, zvyšuje se však velmi rychlým tempem, což bude podporovat domácí poptávku i růst celé tamější ekonomiky.

Rok 2006 byl pro tyto trhy opět velmi úspěšný. Ani relativně silná

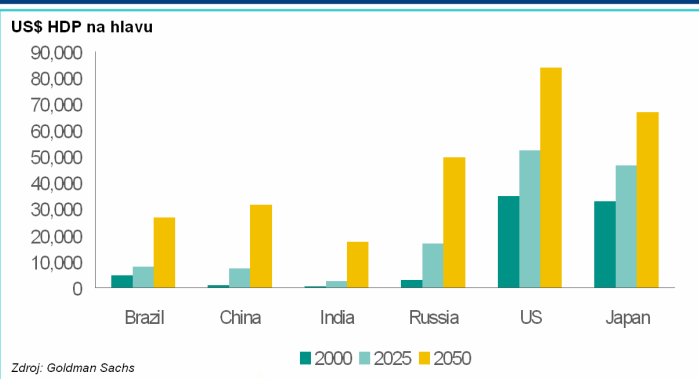
korekce na přelomu května a června 2006 neubrala nijak na atraktivitě, propad okolo 25% byl do 4 měsíců smazán a konec roku proběhl ve znamení bleskového růstu. Za celý rok přinesly trhy BRICu nadstandardní výnos 44% (měřeno akciovým indexem S&P BRIC 40 (EUR)). Růst byl založen na několika faktorech:

1. prohlubování světového obchodu a příliv přímých zahraničních investic do zemí BRIC
2. optimismus na globálních akciových trzích a dobré hospodářské výsledky společností
3. přebytek likvidity na globálních trzích a přelévání investic do rizikovějších oblastí
4. růst kupní síly početné střední třídy v zemích BRIC podporující domácí poptávky

Prudší růst brzdila nejistota ohledně budoucího vývoje ekonomiky USA, která má stále největší vliv na globální kapitálové trhy. Prudký očekávaný pokles realitního trhu, ani výkonu největší ekonomiky světa se nepotvrdil. Nejpravděpodobnější budoucí vývoj se přiklonil k tzv. „soft landing“, tj. krátkodobé snížení tempa růstu. Poslední souhrnné makroekonomické ukazatele za rok 2006 však ukázaly americkou ekonomiku stále v plné síle a s konečnou platností byl nejhorší scénář vývoje USA opuštěn, což je jistě pozitivní nejenom pro státy BRICu.

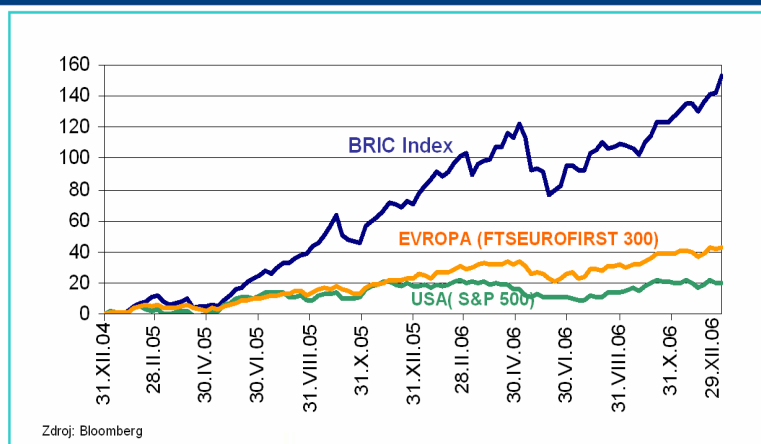
Začátek roku 2007 nenavázal na raketový růst posledních měsíců roku předchozího. Takzvaný lednový efekt, který se projevuje silným růstem, se nedostavil a trhy BRICu se pohybují v relativně širokém pásmu, bez větších celkových přírůstků. Toto přešlapování je s největší pravděpodobností způsobeno určitou nejistotou na trzích a očekávání

Nárůst kupní síly



globální korekce podobné té květnové z minulého roku z důvodu vybírání zisků.

Porovnání výnosnosti indexu BRIC a akciových trhů USA a Evropy (2005-2006)



V současné době, vzhledem k ocenění trhu podle P/E ratio (poměr ceny akcie a zisku na akcii), preferují Brazílii a Rusko. Na druhé straně se mi zdá velmi předražená Čína, proto bych nové investice rádně zvažil. Nicméně z dlouhodobého hlediska převažují stále pozitivní předpoklady k tomu, aby tyto trhy přinášely investorům nadstandardní výnosy i v budoucnu. Odhadovat, který z trhů BRIC poroste rychleji a který pomaleji, je velmi obtížné a

podobá se věštění z křišťálové koule. Investoři si však musí uvědomit, že vysoké potenciální zisky jsou vyváženy stejně vysokými riziky a že tyto trhy nejsou nekonečnou studnicí výnosů. Rozhodně doporučuji investice pečlivě zvažít s odborníkem a nehrát na jednu kartu.

9.1 Přiblížení jednotlivých trhů BRIC

BRAZÍLIE - *nejvyspělejší ekonomika Jižní Ameriky*. Brazílie má obrovské zásoby nerostných surovin. Rostoucí ceny komodit zvyšují devizové rezervy, posilující měna drží inflaci na nízkých hodnotách, státní dluhy jsou předčasně spláceny, celkově je ekonomika ve velmi dobré kondici. Navíc se daří i domácí poptávce, která je podporována růstem kupní síly střední třídy a která zvyšuje podíl na celkovém růstu HDP. Brazílské společnosti vylepšily kvalitu svých produktů a začínají se prosazovat na domácím trhu na úkor dováženého zboží. Ocenění akcií brazilských podniků je v současné době jedno z nejlepších ze všech zemí BRICu, celkově patří brazilský akciový trh mezi nejlépe oceněné trhy vůbec, což předpovídá dlouhodobý stabilní růst.

RUSKO - *komoditní velmoc*. Rusko se snaží stále více promlouvat do světového obchodu s ropou a chce profitovat na vysoké ceně této komodity. Rusko je již delší dobu politicky a ekonomicky stabilní a pokračuje v ekonomických reformách, které oceňují hlavně západní investoři. Západní zahraniční investice se pomalu přesouvají ze střední Evropy dále na východ, k nim se přidávají i společnosti z ČR, Maďarska a dalších zemí, které vidí v Rusku velký růstový potenciál. Pokud bude tento trend pokračovat a ekonomické proměny se budou vyvíjet podobně jako např. v České republice, bude to dobrý signál pro tamější spotřební poptávku podporovanou ze strany střední třídy, která v Rusku není zatím příliš rozvinutá.

INDIE - *země služeb*. Indii si vybrali západní investoři jako „outsourcing“ základnu služeb (služby jsou z nákladového hlediska přesunuty na jiné společnosti, které dokáží být ekonomičtější, než kdyby si tyto služby zajišťovala sama společnost). Indie je láká nejenom z hlediska nákladů, ale na základě dobré jazykové vspělosti. Navíc zahraniční investoři nemají, a v budoucnu mít nebudou, problém s pracovní silou. Přes 60% indické populace jsou lidé mladší 30 let. Početná střední třída vzdělaných Indů má dneska již podobnou kupní sílu jako Evropané. Samotné indické společnosti začínají se svými produkty a službami pronikat na vyspělé trhy Evropy a Ameriky.

ČÍNA - dílna světa. Čína byla dlouhou dobu uzavřena světovému obchodu, což se změnilo a nyní všichni vidí v miliardové Číně budoucnost globálního obchodu. Již nyní se dostala Čína na třetí místo ve světovém exportu (za Německo a USA). Se současným tempem růstu exportu pravděpodobně přeskochí v nejbližší době oba soupeře. Čínský trh se stává populární i z důvodu pravidelných nových emisí akcií společností, do té doby vlastněných ze 100% státem. Potenciál je například v telekomunikacích, automobilovém průmyslu, bankovníctví, spotřebním zboží a dalších oborech.

Ing. Dalibor Hampejs, ABN AMRO Funds – Client Manager, u společnosti Atlantik-Kilcullen Asset Management pracuje od května 2005, má na starosti investice do fondů ABN AMRO. Vystudoval Vysokou školu ekonomickou v Praze, Fakulta národohospodářská.

Společnost Atlantik – Kilcullen Asset Management, a.s. patří k největším nebankovním správcům finančních aktiv na domácím trhu a na Slovensku. Je rovněž hlavním distributorem fondů ABN AMRO v České a Slovenské republice, na českém trhu správy financí působí již od roku 1995, je licencovaným obchodníkem s cennými papíry, zaměřuje se na správu finančního majetku privátních osob, obchodních společností a institucí (obce, města, kraje, nadace, odborové svazy apod.).

10. Druhy derivátů na BCPP, srovnání s dalšími regionálními i světovými burzami, výhled 2007

Jan Korb, brokerCentrum, brokerjet, online broker České spořitelny

10.1 Důležité události roku 2006

- 20/3/06 uveden nový index BCPP s názvem PX, který nahrazuje indexy PX50 a PX-D. Jeho vytvoření souvisí s plánovaným uvedením derivátů na domácí index.
- 4/10/06 zahájení obchodování s investičními certifikáty. Na BCPP se začalo obchodovat s investičními certifikáty, jejichž emitent Raiffeisenbank si jako podkladové aktivum zvolil akciové indexy s návazností na domácí a střeoevropské trhy
- 5/10/06 zahájení obchodování s futures kontrakty na burzovní index PX
- 11/12/06 zahájení obchodování s warranty společnosti ECM Real Estate Invest.
- 24/1/07 zahájení obchodování s futures kontrakty na jednotlivé akcie
- 1/2/07 Udělení licence BCPP pro vytvoření energetické burzy. Nový trh bude nabízet obchodování s elektřinou v podobě termínových derivátů, které se již nyní aktivně obchodují mimo burzy přes prostředníky v Londýně a Frankfurtu.

Pražská burza během roku 2006 přinesla několik zásadních novinek, které investorům umožňují využití finančních derivátů ať už ze spekulativních nebo zajišťovacích důvodů. Jedná se o deriváty typu futures kontraktů (podkladová aktiva indexy, jednotlivé akcie ze systému SPADu – prozatím ČEZ, Erste Bank), warranty (opční kontrakty – prozatím warrant znějící na akcie ECM) a investiční certifikáty (podkladovým aktivem jsou akciové indexy, komodity).

BCPP se tak tímto krokem zařadila vedle regionálních burz (Vídeň, Varšava), které obchodování s podobnými instrumenty již nabízí. Spolu se systémem tvůrčství trhu (systém SPAD) tak BCPP dále zvyšuje svoji atraktivnost v rámci regionu. Objemy obchodů s těmito instrumenty prozatím nejsou výrazné, ale spolu s rostoucím povědomím o těchto produktech mezi investory se bude zřejmě zájem zvyšovat.

Většina investorů obchoduje již nyní zejména s deriváty obchodovanými v Německu (Stuttgart – EUWAX, Frankfurt), jejichž zprostředkování v největší míře nabízí společnost brokerjet České spořitelny, která navíc nabízí přímé nákupy od emitentů těchto instrumentů, čímž výrazně snižuje transakční náklady svým klientům na jejich pořízení.

10.2 Výhled pro rok 2007

Lze očekávat postupné rozšiřování burzou nabízené „palety“ jednotlivých instrumentů ve zmíněných skupinách (investiční certifikáty, warranty, futures kontrakty). Spolu s růstem volatility trhu poroste zájem o využití těchto nástrojů jako zajišťovacích instrumentů, což může ovlivnit jejich vnímání ze strany drobných investorů.

10.3 Srovnání s dalšími regionálními a světovými burzami

V rámci regionu lze uvedení derivátových produktů jednoznačně označit za krok pozitivním směrem. Z hlediska světového srovnání nelze úsilí BCPP přeceňovat. Ve světě existují specializované derivátové burzy, které nabízejí nesrovnatelně širší produktovou a likvidní škálu.

V rámci středoevropského regionu je obchodování s deriváty součástí nabídky burz ve Vídni, Varšavě i Budapešti, což znamená, že BCPP se vydala tímto směrem jako jedna z posledních burz v regionu. Navíc nejvýznamnějším centrem obchodování s certifikáty (investičními i pákovými) jsou německé burzy ve Frankfurtu a Stuttgartu, jejichž nabídka je neporovnatelně širší.

Budoucnost obchodování s deriváty na domácí burze tak patří především umístění specifických produktů vázaných přímo na domácí tituly (např. futurem na CEZ, warranty na ECM) nebo nabídky nejžádanějších komodit, případně indexů (v současnosti např. ropa, zlato, ruský index RDX).

Jan Korb se na kapitálových a finančních trzích orientuje díky několikaletým zkušenostem, které v současné době zúročuje na pozici makléře brokerCentra společnosti brokerjet České spořitelny. Dříve působil jako tvůrce trhu a broker se specializací na zahraniční trhy (Evropa, Asie, Amerika). Vystudoval VŠE v Praze, obor národní hospodářství.

brokerjet České spořitelny, a.s. byl založen v říjnu 2002 jako dceřiná společnost České spořitelny, a.s. a rakouské společnosti ecetra Internet Services AG, dceřiné společnosti Erste Bank. Posláním společnosti brokerjet v České Republice je rozšíření online brokerage mezi nejširší veřejnost. Základním předpokladem pro splnění tohoto cíle je kombinace dvou základních faktorů - spojení dynamického produktu online brokerage a silné a stabilní banky - České spořitelny, a.s.

Brokerjet nabízí:

- nejširší možnost investování do více než 50.000 instrumentů
- možnost obchodování na 26 světových burzách včetně ČR
- investování do podílových fondů, akcií a certifikátů
- obchodování s deriváty – warranty
- transparentní poplatky
- analytickou podporu profesionálních makléřů
- širokou nabídku odborných seminářů
- rychlé a jednoduché připojení přes internet odkudkoliv a kdykoliv
- jistotu a bezpečí silné finanční skupiny

11. Komodity

Štěpán Pírko, analytik Colosseum, a.s.

11.1 Rekapitulace 2006

V tabulce jsou výnosy futures na komodity v roce 2006. Je to žebříček komodit zastoupených v širokém komoditním indexu Rogers International Commodity Index.



Rok 2006 se na komoditním poli zapíše do dějin jako rok kovů a obilnin. Energie naopak zažily jednu z nejhorších sezón v historii.

11.1.1 Průmyslové kovy

Nejlepší investicí roku 2006 byly bezesporu průmyslové kovy. Nikl posílil o 146%, zinek o 121%, cín o 77% a také měď, olovo a stříbro vzrostly o desítky procent. Hlavní příčinou růstu ceny je nebývale silná poptávka, zejména z nově se rozvíjejících ekonomik v čele s BRIC (Brazílie, Rusko, Indie, Čína), ale svůj díl přidala i Česká republika.

Stačí se rozhlédnout kolem sebe a enormní růst průmyslové výroby v čele s automobilovým průmyslem, stavebnictvím a dalšími odvětvími náročnými na kovy nelze přehlédnout. V Asii si navíc stovky miliónů obyvatel kvůli zvyšování příjmů dopřávají výrobky, které pro ně dříve nebyly dosažitelné, jako je automatická pračka, elektronika nebo dokonce auto. Obrovské množství kovů také spolykají investice do infrastruktury, jen čínská přehrada Tři soutěsky vyžadovala použití několika set tisíc tun kovů.

Silná poptávka však naráží na neschopnost producentů v krátké době zvýšit produkci. Po dvaceti letech poklesu cen jsou investice do produkce nedostatečné a otevření nového dolu je otázkou více než 5 let. Dochází tak k čerpání ze zásob, které se v případě některých kovů snížily téměř na nulu.

11.1.2 Obilniny a olejniny

Druhým nejzajímavějším sektorem byly obilniny a olejniny. Cena kukuřice vzrostla o 54%, ovsa o 44% a pšenice nebo řepka také posílily. I tento sektor těží z bohatnutí nových ekonomik. Zvyšování životní úrovně v rozvíjejících se ekonomikách znamená změnu stravovacích preferencí směrem k vyššímu zastoupení stravy živočišného původu a s tím roste spotřeba krmiv. Jinými slovy ze stejné velké pole se užívá mnohem méně konzumentů masa než vegetariánů.

Velkou roli hraje i stěhování obyvatel do měst, kde jsou lepší pracovní příležitosti. S tím se snižuje produkce, protože pracovní síly na venkově ubývají. Příkladem výše uvedeného je Čína. Před pár lety byla exportérem většiny obilnin, nyní dováží.

Další zvyšování poptávky způsobují biopaliva. Vysoké ceny ropy nutí svět hledat alternativy a obilniny a olejniny jsou jedním z možných zdrojů. Růst poptávky po obilninách a olejninách pro výrobu biopaliv je již reálně znát. Ve Spojených státech se ve velkém budují továrny na výrobu ethanolu z kukuřice a stát tento vývoj bude dále podporovat. Podobný vývoj je i v Číně a dalších asijských zemích. V Brazílii se na výrobě ethanolu z cukrové třtiny pracuje již několik desetiletí a ethanol zde již začíná vytlačovat klasická paliva vyráběná z ropy. I v Evropě již biopaliva nejsou teorií, ale kvůli politické podpoře se stávají realitou.

11.1.3 Energie

Naopak nejhorší komoditní investicí v roce 2006 byl překvapivě favorit předchozích několika let – energie. Cena zemního plynu klesla o 78%, topný olej ztratil 36% a ropa oslabila o 23%. Ceny energií klesají, protože hrozby, které vyšroubovaly ceny do extrémních úrovní (výpadky dodávek v Nigérii a na Aljašce, hrozby omezení dodávek z Íránu) se nenaplnily. Naopak nabídka díky vysokým cenám vzrůstá – otevírají se nové těžební kapacity a produkce roste, například v Rusku, Kanadě, Kazachstánu nebo Angole.

Cenová struktura trhu také méně nahrává do karet spekulantům, protože trh se z tzv. backwardation dostal do cenové struktury contango, kdy vzdálenější futures kontrakty jsou dražší než bližší. V takovém prostředí se méně vyplácí spekulace na vzestup. Hlavní příčinou změny cenové struktury trhu je vysoký stav zásob. V posledních týdnech roku definitivní ránu cenám ropy zasadilo nadprůměrně teplé počasí na severní polokouli.

11.1.4 Potraviny (softs)

Zajímavý růst vykázal také pomerančový koncentrát, který si připsal 67%. Za jeho růstem stojí vysoká poptávka a nepříznivé počasí na Floridě, které poškodilo úrodu.

Výrazných 34% ztratil cukr. Není to náhoda, ceny cukru jsou v posledních letech velmi závislé na ceně ropy a benzínu, protože z cukru se vyrábí ethanol, který je substitutem pro benzín. Např. v Brazílii, světové cukrové velmoci, pochází více jak polovina paliva do automobilů právě z cukru.

11.2 Výhled 2007

I v roce 2007 počítáme s pokračováním růstu cen komodit, avšak býčí trend bude více selektivní. Některé sektory – jako jsou obilniny a olejniny nebo drahé kovy – budou udávat tempo a jiné budou slabší. Měřeno komoditním indexem Rogers International Commodity Index očekáváme růst o 12 - 16%.

11.2.1 Energie

Mezi nejzajímavější sektory překvapivě nezařadíme ropu a energie. V sektoru energií vidíme jako nejpravděpodobnější scénář stagnaci průměrných cen a kolísání v širokém pásmu 50 - 70 USD. Nová maxima jsou v nejbližších 6 - 12 měsících nepravděpodobná.

Příčiny jsou v postupném vyrovnávání nabídky a poptávky. Nabídka roste - daří se zvyšovat globální těžbu díky novým kapacitám (kanadské písky, Rusko i další země) a poptávka je nižší než se čekalo, zejména kvůli zpomalení růstu poptávky v největším spotřebitelském regionu světa: USA. Tamní ekonomika zpomaluje a je znát i odklon od automobilů s extrémně vysokou spotřebou.

Rovněž cenová struktura trhu futures, tzv. contango, znevýhodňuje spekulace na vzestup, a proto se spekulanti mírně stahují zpět. Výrazný růst cen (na nová maxima) vidíme jako reálný pouze v případě nečekané zásadní události, např. válečného konfliktu v klíčovém regionu.

Navíc došlo ke snížení vah energií v indexu GSCI (Goldman Sachs Commodity Index) a to sníží nákupy energií od spekulativních a investičních fondů, které se pasivně řídí tímto indexem. Jde o miliardy dolarů.

11.2.2 Obilniny a olejniny

Nejvíce si slibujeme od sektoru obilnin a olejin. V historii vždy při dlouhodobých býčích trendech komodit docházelo k postupné rotaci vůdčích sektorů. Od roku 2001 to byly energie, pak se přidaly drahé kovy a nyní předpokládáme, že taktovku převezmou právě obilniny a olejniny.

Na straně nabídky došlo k prudkému poklesu produkce pšenice a poměr zásob ku spotřebě dosahuje nejnižší úrovně od 70. let. Zajímavější je však strana poptávky: Čína se po mnoha letech samostatnosti nebo dokonce exportéra zrnin stává dovozcem a to výrazně zamíchá světovými cenami. Další fenomén jsou biopaliva - v USA, Jižní Americe, Asii i Evropě dochází k jejich postupnému nasazování do praxe a nebude trvat dlouho než si svět uvědomí, že pro nahrazení byt' jen části paliv biopalivy není dostatek zemědělské půdy a dalších kapacit. To už budou ceny ale o mnoho výše než nyní.

Lze snadno spočítat, kolik by např. v ČR bylo potřeba obilí na pokrytí 85% roční spotřeby benzínu (směs 85/15). S překvapením zjistíme, že by ani sklizeň veškeré pšenice pro výrobu tolika benzínu nestačila... Nahrazení fosilních paliv biopalivy je značně naivní a má jednu zásadní chybu: nedostatek zemědělských kapacit. Fenomén biopaliv žene vzhůru ceny cukru, kukuřice, pšenice, řepky, palmového oleje a dalších zemědělských komodit.

11.2.3 Drahé a průmyslové kovy

Silný růstový potenciál stále vidíme v sektoru drahých a průmyslových kovů, zejména stříbra. Důvody pro růst jsou již notoricky známé: omezená a neelastická produkce, silná a neelastická poptávka, slabý dolar, diverzifikace investic, ochrana proti inflaci.

11.2.4 Potraviny

Překvapit může i sektor potravin, další trochu opomíjený sektor. Zejména káva a pomerančový koncentrát vypadají velmi zajímavě, méně již kakao.

11.2.5 Další komodity

Neobvyklou, ale o to zajímavější komoditou je uran. Možnosti investování přímo do tohoto kovu jsou zatím dosti omezené, avšak již existuje fond, který uran fyzicky nakupuje, a lze též nakupovat firmy,

kteří uran těží a obchodují s ním. Podle našich analýz jsou stále na trhu firmy, které se prodávají za pouhý zlomek jejich hodnoty, pokud oceníme jejich prokázané zásoby tržní cenou uranu a dalších kovů.

Jaderná energie je velmi perspektivním oborem a většina nejsilnějších světových ekonomik výrazně investuje do výstavby dalších jaderných elektráren. Poptávka po uranu bude dlouhodobě růst, zatímco nabídka se bude přizpůsobovat pomaleji. To nahrává dalšímu růstu ceny uranu i akcií uranových firem.

Štěpán Pírko s obchodováním na burzách začal již od vzniku tuzemského akciového trhu v roce 1993, s komoditami a finančními futures obchoduje od roku 1997. Vystudoval fakultu financí a účetnictví Vysoké školy ekonomické v Praze. Je jedním ze zakladatelů společnosti Colosseum, kde od roku 1997 působil na různých pozicích. V současnosti je hlavním analytikem a vedoucím oddělení asset management společnosti Colosseum. Je držitelem makléřské licence a absolvoval mezinárodní makléřské zkoušky CFTC a NFA. Přednáší o analýzách a obchodování na burzách pro veřejnost i klienty společnosti, pravidelně je citován v médiích a komentuje dění na finančních a komoditních trzích v rozhlasu a televizi.

Colosseum, a.s. je licencovaným obchodníkem s cennými papíry a zakládajícím členem České asociace obchodníků s cennými papíry. Ve světě derivátových trhů se pohybuje již od roku 1997, kdy jako poradensko-analytická společnost začala poskytovat své služby institucionálním i soukromým investorům. Od roku 2002 je licencovaným brokerem a jedním z prvních obchodníků s cennými papíry v ČR s licencí na deriváty od KCP. V roce 2003 jí bylo povoleno rozšíření o investiční službu obhospodařování portfolií (asset management). ČNB rozšířila v roce 2006 licenci o poskytování investičních služeb ve vztahu k akciím a dluhopisům (investičním cenným papírům) a v souvislosti s tím došlo k vydání nové licence dle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Společnost Colosseum, a.s. umožňuje obchodování s širokým spektrem finančních derivátů – FUTURES a OPCE, FOREX, SSF kontrakty (Single Stock Futures) a CFD.

12. Závěr

Investice na kapitálovém trhu nabývají v České republice na významu. Lidé si stále více uvědomují, že i zhodnocování úspor je důležitým zdrojem příjmu domácnosti. S nástupem nevyhnutelné penzijní reformy bude význam investic ještě růst. Ale investovat bez dostatku informací a znalostí lze jen velmi málo úspěšně.

Investiční sborník je souborem analýz odborníků pohybujících se na finančním trhu. Pro správné zhodnocení investiční příležitosti je třeba znát jak ekonomické prostředí dané země, tak ekonomické prostředí významných okolních zemí a stav sektorů, do nichž má investice proudit. Volba konkrétní akcie či podílového fondu by měla být až posledním krokem. A základní analýzy ekonomické situace, sektorů i konkrétních firem Investiční sborník shrnuje. Může se tak stát výchozím bodem pro vstup do světa investic.

Investiční sborník je dalším počinem finančního serveru Měsec.cz, jehož hlavním cílem je vzdělávání široké veřejnosti. Navazuje na nedávné spuštění investiční sekce akcie.mesec.cz, v níž podáváme informace nejen o akciovém trhu v České republice, ale též o podílových fondech a v blízké době přibudou další.

13. O serveru Měšec.cz (www.mesec.cz)

Finanční server Měšec.cz přináší aktuální informace ze světa osobních a firemních financí.

Poskytuje podrobné charakteristiky a srovnávací analýzy produktů, jež nabízejí finanční instituce. Umožňuje čtenářům, aby se díky dostatku informací, které naleznou na jednom místě, dokázali efektivně rozhodovat, kam uložit své úspory, kde získat úvěr, kde se pojistit či jaké formy platebního styku používat.

Během měsíce jej navštíví téměř 300 tisíc uživatelů.



Kontakty:

Web: www.mesec.cz

email: redakce@mesec.cz

tel.: 244 003 127

šéfredaktor: Petr Zámečník, zamecnik@iinfo.cz

Vydavatel:

Internet Info, s. r. o. (www.iinfo.cz)



Společnost Internet Info, s.r.o., je pátou největší mediální společností českého internetového trhu s širokým portfoliem služeb. Je vydavatelem známých zpravodajských serverů (např. Lupa, Měšec, Root, DigiZone), provozuje profesionální systém pro měření a analýzu návštěvnosti NAVRCHOLU.cz a pod značkou Dobrý web poskytuje konzultační služby pro optimalizaci internetového marketingu a realizuje studie internetového trhu v České republice.

Adresa:

Internet Info, s. r. o.

Durychova 101, 142 00 Praha 4

Tel.: 244 003 110, fax: 244 003 220

Web: www.iinfo.cz, e-mail: info@iinfo.cz