



Z obsahu

Aktuálně: Výroční zpráva za rok 2013

K Vaším dotazům: kurzy volného trhu, změna os. údajů

Informace: pro majitele nezařazených účtů CP

Nepřehlédněte: výsledek dotazníku

Další: novela ZISIF, chystané změny



Slovo portfolio manažera



Před pěti lety

Nyní je to pět let, kdy globální akciové trhy, po dobu finanční krize v letech 2008/2009, dosáhly svého úplného dna. Od té doby akciové trhy celkově zažívají silné oživení,

kteřé však vykazují velmi rozdílnou výkonnost. Zatímco akciový trh USA, který byl v epicentru původní bankovní krize, zaznamenal pozoruhodné oživení, mnoho dalších akciových trhů strádá. Zejména periferním evropským trhům a rozvíjejícím se trhům se nevede příliš dobře. V tomto vydání Bulletinu si zodpovíme otázku, zda je americký akciový trh nadále tak zajímavý anebo zda na jiných trzích existují lepší příležitosti.

Jsou stále americké akcie tak zajímavé?

Významné zotavení akciového trhu v USA, který nyní obchoduje nad úroveň před krizí, vyvolává otázku, zda není největší světový

(Pokračování na straně 3)

Pětiletá výkonnost fondů AKRO

AKRO akciový fond nových ekonomik



AKRO globální akciový fond



AKRO balancovaný fond



AKRO fond progresivních společností



Vyhodnocení dotazníku

S ohledem na Vaše ohlasy v dotazníku bylo „Upozornění pro nabyvatele podílových listů fondů AKRO, v rámci dědického řízení“ přepracováno a je nově k dispozici na hlavní straně našich internetových stránek www.akro.cz

Výsledky hospodaření za rok 2013

Na našich internetových stránkách byla zveřejněna **Výroční zpráva AKRO investiční společnosti a fondů AKRO** za rok 2013, jejíž součástí je i účetní závěrka, ověřená auditory, a zpráva o vztazích mezi propojenými osobami. Úplné znění Výroční zprávy naleznete na http://www.akro.cz/profil_spolecnosti.php. K dispozici - k nahlédnutí, je standardně i v sídle naší společnosti.

K Vaším dotazům

Je možné, že se dají nakoupit/prodat podílové listy některých fondů AKRO, za jinou hodnotu než za tu, kterou vyhláší investiční společnost AKRO?

Podílové listy fondů AKRO **nejsou veřejně obchodovatelné**, pokud je jejich prodej nabízen za jinou hodnotu, než je hodnota aktuální, kterou vyhláší společnost AKRO, jedná se (vzhledem k neukončenému soudnímu sporu bývalých CS Fondů) o spekulativní obchodování na volném trhu RM-Systemu bez účasti AKRO investiční společnosti, a.s.

Jsem vaším podílníkem a přestěhoval jsem se. Komu a jakým způsobem mám tuto skutečnost nahlásit?

Změnu trvalého bydliště můžete naší společnosti nahlásit osobně nebo písemně (v tomto případě je postačující zaslání změny e-mailem).

Pokud máte Váš majetkový účet cenných papírů zařazený pod účastníka Centrálního depozitáře cenných papírů (dále jen CDCP), jste povinen/povinna veškeré změny evidenčních údajů (jména, příjmení, trvalého bydliště, ...) hlásit také Centrálnímu depozitáři cenných papírů prostřednictvím účastníka CDCP, u kterého máte účet veden.

Zda máte účet zařazený, zjistíte přímo na stránkách <http://www.centralnidepozitar.cz/index.php/cz/bezplatne-sluzby-isb/existence-majetkoveho-uctu-v-nezarazene-evidenci>.

U nezařazeného účtu změny evidenčních údajů provádět nelze.

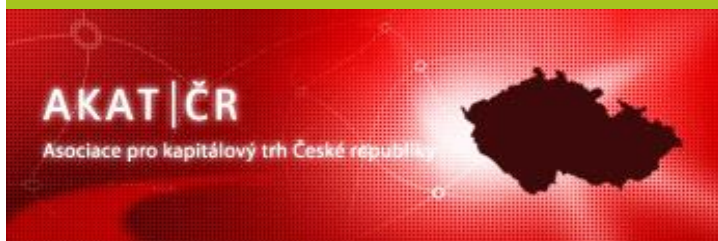
Informace k nezařazeným účtům

V reakci na velký počet dotazů našich klientů na údajně „plánované zrušení majetkových účtů“ vedených v nezařazené evidenci Centrálního depozitáře cenných papírů UVÁDÍME, že tato informace **není pravdivá**.

Dezinformace pravděpodobně vznikla v souvislosti s publikováním článku v Hospodářských novinách.

Jak nám **bylo** Centrálním depozitářem **potvrzeno**, vede tyto účty na základě přechodných ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu a povede je v nezařazené evidenci i nadále.

Informace k novele ZISIF



Dle informací Asociace pro kapitálový trh (AKAT) byla na Ministerstvo financí zaslána k projednání novela ZISIF.

Než bude Ministerstvem financí vydána její finální verze, budou do posledního znění ještě zapracovány materiály a připomínky z legislativní rady vlády. Vydání finálního znění novely, po projednání vládou, lze očekávat každým dnem. Navrhované změny se investiční společnosti AKRO a jí spravovaných fondů však dotknou spíše okrajově.

Chystané změny ve společnosti AKRO

Společnost AKRO očekává, že uvede vnitřní poměry společnosti a obhospodařovaných fondů plně do souladu se ZISIF nejpozději do 1. 7. 2014, a to včetně statutů všech fondů, sdělení klíčových informací, obchodních podmínek i dalších dokumentů. Aktuální informace naleznete na webu naší společnosti.

Nová norma ISO

Připravuje se vydání nové ISO normy 9001:2015, stanovující požadavky na systém řízení kvality. Její navrhované znění má novou strukturu a opírá se o 7 manažerských principů. Norma je nyní v připomínkovém řízení Mezinárodní organizace pro standardizaci ISO. Předpokládaný termín vydání schválené normy je září 2015.

(Pokračování ze strany 1)

akciový trh opět nadhodnocen a zda mu nehrozí významná korekce směrem dolů. Níže uvedený Graf 1 ukazuje, že oceňování amerických akcií od roku 1954, měřeno z hlediska zisku (poměr ceny k zisku), odpovídá historickým průměrům, a to navzdory zotavení cen amerických akcií. Jak je to možné? Důvodem, jak bylo uvedeno v předchozích Bulletinech, je pozoruhodné oživení zisků amerických podniků v USA, datované od roku 2009. Nejsme v roce 2000, kdy došlo k vytvoření tzv. "dot com" bubliny a ocenění akciového trhu se tak vzdánilo realitě.

Graf 1: Ocenění amerického trhu nepůsobí ani levně ani draze

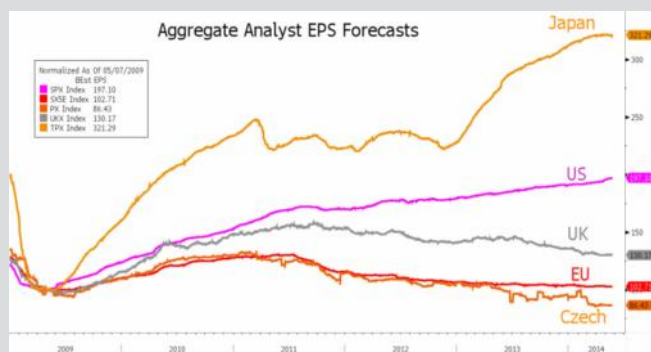


Zdroj: Bloomberg, AKRO investiční společnost, a.s.

Pro naše čtenáře jsme pro zajímavost přidali do grafu dva body představující dva extrémy v ocenění amerického akciového trhu. Bod A, v roce 1982, jež představoval začátek víceletého vzestupného růstu na akciovém trhu. Bod B, v roce 2000, který znamenal vysokou hodnotu amerického akciového trhu před krachem "dot com" bubliny. V té době americký akciový trh obchodoval při poměru ceny k zisku s hodnotou 30 ve srovnání s dnešním oceněním v hodnotě 17.

Analytické předpovědi firemních zisků

Graf 2: Souhrnné prognózy zisků společností ze strany analytiků pro různé trhy



Zdroj: Bloomberg. Poznámky: Kombinované konsenzuální odhady zisku na akcii na následujících 12 měsících. Měřeno v místních měnách.

Graf 2 znázorňuje, jak se vyvíjely analytické odhady zisků pro různé trhy v průběhu posledních pěti let. Na první pohled je zřejmé, že některé trhy zaznamenaly silné oživení firemních zisků, zatímco jiné trhy strádaly. Na špičce pelotonu jsou Japonsko, kde se zisky za posledních pět let ztrojnásobily, a USA, kde se za stejné období zdvojnásobily. Firemní zisky ve Velké Británii se nyní odhadují na úrovni cca o 30% vyšší, než tomu bylo v roce 2009. Očekává se, že kvůli potížím způsobeným krizí eurozóny, ziskovost podniků v eurozóně nebude vyšší než ziskovost podniků předpovídána v nejnižším bodě v době

krize let 2008/9. Opravdu propastnou výkonnost v oblasti zisku firem obchodovaných na pražské Burze cenných papírů, znázorňuje poslední křivka grafu, podle níž lze očekávat, že zisky v průběhu příštích dvanácti měsících budou podstatně nižší, než tomu bylo na vrcholu krize před pěti lety. Takový je dopad recese dvojitého dna v České republice, příliš silné koruny a pochybných aktivit největší společnosti kótované na burze v ČR - skupiny ČEZ.

Které trhy nabízejí nejlepší hodnotu?

Pro dlouhodobého investora je asi v současnosti možné nalézt investice s lepší hodnotou mimo USA. Síla hospodářského oživení ve Velké Británii skeptiky i nadále mate. V současné době je nejrychleji rostoucí velkou rozvinutou ekonomikou, jež nabízí investorům atraktivní kombinaci přiměřených ocenění (průměrný odhad trhu P/E 13,9) a silného hospodářského růstu (rok 2014: odhad růstu HDP 2,8%). Firemní zisky, a to zejména společností zaměřených na domácí trh (tedy neovlivněných silnou librou), začínají proinflačně překvapovat. Japonsko po desetiletích deflace a slabých výnosů akciového trhu i nadále těží z měnových a fiskálních stimulů a strukturálních reforem "Abenomiky", o níž jsme psali v předchozích Bulletinech.

Také rozvíjející se trhy mohou nabídnout vynikající hodnotu

Jak jsme již uváděli dříve, hospodářský růst na rozvíjejících se trzích, po úvěrové krizi let 2008/2009, výrazně zpomalil. To vedlo investory k uplatnění podhodnoceného násobku zisku (PE), který jsou ochotni zaplatit za nákup akcií společností na rozvíjejícím se trhu ve srovnání s tím, co jsou ochotni zaplatit za nákup akcií společností působících na rozvinutém trhu. Tabulka 1 ukazuje, že velké rozvíjející se trhy (Brazílie, Rusko, Indie a Čína) nyní obchodují s průměrným PE 9,1 ve srovnání s 15,0 u rozvinutých trhů. Navzdory dramatickému zpomalení růstu rozvíjejících se tržních ekonomik na cca 5,37%, je to stále více než 2,5-krát rychlejší hospodářský růst než 2,04%, což je odhad pro země skupiny G10. "Podhodnocení" rozvíjejících se trhů investory možná zašlo až příliš daleko.

Tabulka 1: Míry hospodářského růstu a tržní ocenění před krizí a po ní

	Meziroční HDP % Před krizí 2007	Meziroční HDP % v současnosti 2014 odhad	P/E před krizí 2007	P/E v současnosti 2014 odhad
Brazílie	6,08	1,80	13,31	10,68
Rusko	8,50	1,00	12,31	4,77
Indie	9,65	4,70	22,07	14,29
Čína	14,20	7,30	23,00	6,83
ČR	5,78	2,00	15,14	14,43
BRIC celkem*	10,74	5,37	17,67	9,14
USA	1,80	2,70	17,35	15,96
Japonsko	2,18	1,40	17,57	16,10
Velká Británie	3,40	2,80	13,13	13,90
Německo	3,30	1,90	13,80	13,46
Kanada	2,01	2,30	17,91	15,91
G10 celkem	2,45	2,04	16,00	15,01

* BRIC (Brazílie, Rusko, Indie, Čína)

(Pokračování na straně 4)

(Pokračování ze strany 3)

Představuje ukrajinská krize dno pro rozvíjející se trhy?

Dalším obvyklým způsobem, jak se dívat na oceňování podniků, je porovnávat hodnotu akcií podniku na burze (jeho tržní kapitalizaci) s hodnotou čistého obchodního jmění podniku (celková aktiva po odečtení pasiv) tak, jak tyto hodnoty vyčíslí účetní firma, jejichž služeb daný podnik využívá. tzv. "účetní" hodnota. Tato míra hodnoty podléhá vlivu různých vrtochů a nesrovnalostí v účetních zásadách. Nicméně, na rozdíl od firemních zisků, které se mohou dramaticky měnit z roku na rok, použití "účetní" hodnoty skýtá výhodu plynoucí z toho, že se jedná o poněkud stabilnější ukazatel.

Graf 2 ukazuje poměr ceny k účetní hodnotě u společností v Indexu rozvíjejících se trhů MSCI (znázorněno bílou barvou) ve srovnání s Indexem rozvíjejících se trhů MSCI (znázorněno červeně). Historicky, kdykoliv poměr ceny k účetní hodnotě (P/B) průměrně společnosti v rámci rozvíjejících se trhů klesl pod 1,5 (znázorněno zeleně), rozvíjejícím se trhům se následně vedlo dobře. Poměr kolem 1,48 může znamenat pro rozvíjející se trhy zotavení.

Měsíc květen zaznamenal významný příliv investorů do podílových fondů rozvíjejících se trhů po mnoha měsících, kdy docházelo k jejich odlivu.

Graf 2: Poměr ceny k účetní hodnotě v rámci rozvíjejících se trhů



Zdroj: Bloomberg

Katalyzátory pro potenciální přehodnocení rozvíjejících se trhů směrem vzhůru není těžké nalézt. Zdá se, že je jen otázkou času, kdy hospodářské oživení probíhající ve vyspělých ekonomikách Severní Ameriky, Evropy a Asie povede k opětovnému zrychlení poptávky po výrobcích a službách z rozvíjejících se trhů. Hospodářský růst se obvykle promítne do růstu podnikových zisků, které v konečném důsledku tlačí ocenění akcií směrem vzhůru.

Jaká jsou ale rizika?

Ve společnosti AKRO nikdy nebagatelizujeme rizika kapitálových investic. V době, kdy píšeme tento článek, situace na Ukrajině i nadále dominuje novinovým titulům. "Západní" sankce proti Rusku se doposud zaměřovaly na jednotlivce a společnosti, které mají nejblíže

k Putinovu režimu. Je však možné, že krize bude ještě eskalovat. Podobně v Číně přetrvávají obavy, že desetiletí růstu vycházela ze snadné dostupnosti úvěrů, a to zejména z tzv. "stínového bankovního sektoru". Tato rizika, stejně jako je tomu u krize v eurozóně, jsou již známa a jsou rovněž řešena. Například v Evropě dochází k diplomatickým snahám o "de-eskalaci" ukrajinské krize, zatímco čínské úřady již podnikají kroky s cílem omezit poskytování úvěrů v rámci stínového bankovního sektoru. Reálná rizika, jak dokládá náhlý nástup krize na Ukrajině, jsou často riziky, které je obtížné předvídat. Proto, zatímco rozvíjející se trhy působí dojmem dobré hodnoty, neexistuje žádná záruka, že krize na Ukrajině nepředstavuje určitý historický předěl. Investoři proto musí očekávat i neočekávané.

Existují však i rizika spočívající v neochotě riskovat. My považujeme mnoho trhů státních dluhopisů za velmi nadhodnocené. Žalostné výnosy u krátkodobých a zejména pak dlouhodobých státních dluhopisů v žádném případě nekompenzují rizika opětovného růstu inflace. Zlato a jiná nevýnosová aktiva v tomto kontextu také nevypadají zrovna bezpečně.

Nedojde-li k žádným nepředvídaným okolnostem, můžeme se domnívat i nadále, že akciové trhy jsou uprostřed víceletého "býčího trhu". Ocenění vypadají přiměřeně, v některých oblastech trhu dokonce levně. Ekonomický růst největších světových ekonomik vypadá robustně, což prospěje více periferním ekonomikám a rozvíjejícím se trhům. Nedávné oživení v oblasti fúzí a akvizic bude i nadále podporovat ceny akcií, stejně jako pokračující rozsáhlé odkupy společností jejich vlastních akcií (s využitím hotovostních zůstatků).



Kontaktní údaje

AKRO investiční společnost, a.s., Slunná 25, 162 00 Praha 6
 Telefon: 234 261 607, Fax: 234 261 605
 E-mail: akro@akro.cz; Skype: akroisas;
 ID datové schránky:gz3cpvu

UPOZORNĚNÍ:

Investování do cenných papírů prostřednictvím otevřených podílových fondů přináší rizika vyplývající z vývoje na kapitálových a peněžních trzích. Minulé výnosy fondu nejsou zárukou výnosů budoucích. Investiční strategie otevřených podílových fondů AKRO investiční společnosti je zaměřena na dlouhodobé zhodnocování vložených prostředků a není vhodná pro investory s krátkým investičním horizontem. Předtím, než investujete se důkladně seznáme s obsahem statutu vybraného fondu.