

Firmám se daří

Zejména americké, ale i evropské firmy obecně reportovaly výsledky hospodaření nad očekávání analytiků. Akcie jsou z dlouhodobého pohledu levné.

FOND SHOP se zeptal vybraných analytiků a portfolio manažerů na jejich pohled na probíhající výsledkovou sezónu a budoucí směřování trhů.

Položené otázky:

1/ Výsledková sezóna za 1. čtvrtletí letošního roku se pomalu blíží ke svému konci. Je její dosavadní průběh celkově lepší nebo horší než se očekávalo?

2/ Který region, sektor či společnost byl z Vašeho pohledu největším překvapením (pozn. i v negativním smyslu)?

3/ Jak se díváte na současné ocenění akciových trhů, například i ve vztahu k současné situaci v Řecku a Evropě? Jaká jsou Vaše očekávání dalšího vývoje ziskovosti firem a jaké to bude mít dopady na výkonnost akciových trhů?

Aleš Prandstetter
investiční stratég, ČSOB AM

1/ Při pohledu na index S&P 500 největších amerických společností vidíme, že více než 70 % korporací dokázalo překonat analytické odhady na úrovni ziskovosti dle údajů agentury Bloomberg. Za tak vydatnou dávku dobrých zpráv musí být investor v dnešní době vděčný.

Firmy v indexu Eurostoxx 50 reportovaly ve srovnání se severoamerickými protějšky horší výsledky, nicméně i tyto dokázaly v průměru překonat tržní odhady a přinesly pozitivní překvapení. Ani zdaleka se tedy nedá mluvit o černém scénáři na pozadí evropské dluhové krize. Navíc je třeba zdůraznit, že se nezopakovaly neveselé výsledky za poslední kvartál minulého roku, které byly hodnoceny jako převládající evropské zklamání. V průměru evropské společnosti překonaly odhady v tržbách o 3,8 % a v čistém zisku dokonce o 5,7 %.

2/ Obecně se dá konstatovat, že sektor utilit v letošním roce nepřinesl nijak zářné výsledky a zařadil se mezi nejhorší na obou stranách Atlantiku.

Ostře sledovaný a v posledních letech specificky zmítaný finanční sektor v Evropě přinesl výsledky víceméně v souladu s odhady, naproti tomu v USA v tomto sektoru došlo k mnoha pozitivním překvapením a sektor patřil v tomto ohledu k nejlepšímu s průměrnou ziskovostí 11,8 % nad tržním konsenzem. Pravdou je, že americké finanční ústavy nejsou vystaveny takovým negativům plynoucím z přemrštěných státních dluhů, jako ty evropské a pomáhá jim i lepší hospodářský růst USA.

3/ Ocenění akciových trhů se mezi sebou liší dle jednotlivých regionů. Valuace amerických akcií jsou na vyšší úrovni než těch evropských, což je dáno robustnějšími mikro i makroekonomickými fundamenty.

Z dlouhodobého pohledu jsou akcie spíše levné, přičemž do jejich cen zásadním způsobem vstupuje evropská dluhová krize. Investoři se možná až příliš věnují hodnocení negativ plynoucích z řecké agónie a méně si všímají byznysu společností a jejich relativně zdravých základů (mnohé firmy se naučily podnikat v nové realitě, bilance jsou zdravější a štihlejší). Naopak stále více vnímají fakt, že vyřešení vnitřních nerovnováh v rámci EU může být úkolem na několik let a pravděpodobně se nevyhneme přešlapům při pokusech o hledání neefektivnějšího řešení.

I když lokální rizika s globálním dopadem na náladu na trzích (Řecko a jih Evropy obecně) přetrvávají a nelze vyloučit další zhoršování sentimentu, akcie již obsahují značný diskont vzhledem k relativně dobrým firemním výsledkům a při troše optimismu přinesou i dobrou návratnost v rámci adekvátního investičního horizontu.

Josef Němý
akciový analytik, KB

1/ Na pražské burze už skutečně ty největší firmy své čtvrtletní výsledky oznámily. Celkové hodnocení je smíšené: některé ukazatele překvapily pozitivně, jiné negati-

vně. Několika firmám meziročně poklesl čtvrtletní zisk, na druhou stranu firmy většinou potvrdily své celoroční výhledy.

Např. provozní ziskovost ČEZ byla v souladu s očekáváním, čistý zisk ale zklamal. Podobně výsledky Unipetrolu na provozní úrovni mírně překonaly odhady analytiků, ale vyšší finanční náklady negativně ovlivnily čistý zisk, který tak výrazně zaostal za naším očekáváním. Telefonica ČR oznámila výsledky víceméně v souladu s odhady, čistý zisk obou bank (Erste Bank a KB) pak odhady překonal.

2/ Na hlavních světových trzích proběhla výsledková sezóna poměrně úspěšně, a to především v USA. Odhady překonalo 70 % společností z indexu S&P 500 (výsledky již oznámilo přes 90 % firem) V západní Evropě (index EuroStoxx 600) zatím překonalo odhady analytiků 55 % firem.

Z jednotlivých sektorů dopadly poměrně dobře výsledky amerických finančních nebo technologických společností. V západní Evropě se naopak příliš nedařilo průmyslovým firmám. (pozn. dle Bloomberg ke 21.5.2012)

3/ Ocenění evropských akciových trhů vypadá na první pohled atraktivně, např. podle ukazatele P/E (poměr cen akcií a zisků firem). Jsou zde ale dva zásadní dlouhodobé problémy. Zaprvé, dochází k poklesu oceňovacích násobků na trhu (např. průměrného P/E). Po vzoru Japonska by zřejmě mohl tento pokles násobků dále pokračovat, což může vytvořit další tlak na pokles cen akcií. Za druhé, ziskovost firem zůstala i přes mírnou recesi stále relativně dobrá a případný pokles jejich marží a zisků by také mohl přispět k pokračování poklesu cen akcií.

V krátkodobém horizontu očekávám, že evropské akciové trhy budou zranitelné kvůli nervozitě okolo opakovaných parlamentních voleb v Řecku, které se konají v polovině června. Celkový výhled pro evropské akcie tedy příliš příznivý není.

Jiří Pospíšil
portfolio manager, Raiffeisenbank

1/ Celkově přinesla výsledková sezóna lepší výsledky firem, než se předpokládalo. Velmi dobré výsledky svého hospodaření zveřejnily společnosti z USA, kde například 87 % společností z burzovního indexu Dow Jones Industrial Average mělo vyšší zisky než byly odhady analytiků.

2/ Jako překvapení považují velmi dobrou výkonnost tureckého akciového trhu v letošním roce, který není výrazněji ovlivněn děním EMU. V Turecku se letos očekává mírné zpomalení jejich ekonomiky na úroveň růstu HDP mezi 3 % až 4 %, což v současné době lze v Evropě považovat za solidní růst.

3/ Myslím si, že v současné době je v cenách akcií z větší části zahrnuto případné vystoupení Řecka z eura a přijetí lokální měny. Domnívám se, že ziskovost firem se bude zvyšovat a současně poroste výše vyplacených dividend, které při předpokládaných nízkých úrokových sazbách povedou akciové trhy k růstu.

Jan Hájek portfolio manager, ISČS

1/ Výsledky za 1Q 2012 opět překonaly původní konsensuální očekávání. Zatímco před začátkem výsledkové sezóny se pro společnosti zahrnuté v indexu S&P 500 očekával čtvrtletní EPS ve výši 23,96 USD, aktuální konsensus po oznámení výsledků 95 % společností je na úrovni 25,59 USD. Také kvalita oznámených výsledků zůstává relativně dobrá – 66 % společností překonalo odhady na úrovni ziskovosti a stejný počet i na úrovni tržeb. Společnosti stále vykazují slušný meziroční růst tržeb (5,3 %) i ziskovosti (8,9 %).

2/ Nedá se říct, že by mě něco výrazně příjemně překvapilo. Vzhledem ke korporátním zprávám, které v průběhu 1. čtvrtletí chodily, jsem měl pocit, že jsou konsensuální odhady příliš pesimistické a tento můj názor se více méně potvrdil. Negativně mně překvapily pokračující špatné výsledky společností Nokia, HTC a RIM. Nečekal jsem, že Apple a Samsung budou tak rychle mít dominantní postavení na trhu chytrých telefonů. Tato skutečnost se pak negativně promítla do hospodaření některých výrobců komponentů, jejichž klíčovými klienty byli právě Nokia, HTC a RIM.

3/ Aktuální konsensuální „bottom-up“ analytický odhad EPS pro rok 2012 je 106,13 USD. Aktuální relativní ocenění P/E pro rok 2012 je 12,4. Akcioví strategové velkých amerických investičních bank zůstávají i nadále mnohem opatrnější ohledně svých odhadů budoucího růstu ziskovosti. Konsensuální „top-down“ odhad EPS pro rok 2012 je 102,48 USD. Vzhledem k tomu, že výsledky prvního

čtvrtletí jsou sezónně nejnižší, dá se očekávat, že strategové budou zvyšovat své odhady letošní očekávané ziskovosti.

Očekávám, že by americké akcie mohly v letošním roce mít kladnou výkonnost, protože jejich kurzy stále ještě plně nereflektují zlepšení fundamentální výkonnosti společností, ke kterému došlo v uplynulých třech letech. Aktuálně se index S&P 500 obchoduje mírně pod úrovní svého loňského maxima z dubna 2011, zatímco zisky společností od této doby vzrostly o 12 %. Navíc se tento index stále obchoduje o 16 % níže, než bylo jeho poslední maximum v říjnu 2007, přestože ziskovost společností je aktuálně o 8 % výše. Přestože neočekávám výraznější dopad zpomalení evropských ekonomik do ziskovosti amerických společností (podle mého názoru se toto již promítlo ve výsledcích za 1Q, které i přes tento negativní dopad zůstávají velmi dobré), bude velikost růstu amerických akcií i nadále záviset na vývoji situace ohledně dluhové krize v Evropě.

Martin Pavlík portfolio manager, Conseq IM

1/ Obecně zveřejněné výsledky hospodaření společností za první čtvrtletí letošního roku pokračovaly v trendu pozitivního překonávání odhadů analytiků. V USA dokázalo přes 70 % společností zařazených v indexu S&P 500 vykazovat vyšší než očekávané zisky, v případě tržeb to bylo 65 %. Oproti třem předchozím sezónám došlo i k výraznému absolutnímu překonání odhadů zisků na akcii, které těžily především z již zmíněných dobrých tržeb, přičemž vliv nákladů byl v různých odvětvích různý. Také v Evropě se tržby vyvíjely výrazně lépe, než napovídal sentiment analytiků, avšak vyšší růst nákladů brzdil vykázané zisky.

2/ Výrazných překvapení jsme se ve výsledkové sezóně nedočkali. Nadále vykazoval špatná čísla sektor utilit, chemie a petrochemie. Výsledky tak potvrdily, že společnosti zpracovávající ropu stále čelí problému vysokých kapacit v Evropě, které tlačí na ziskové marže. Kladně naopak překvapoval finanční sektor, jenž dokázal, že má provozní náklady pod kontrolou a i za současné nejisté situace na kapitálových trzích dokáže generovat zisk. Regionálně nejvíce potěšily hospodářské výsledky maďarských společností,

u nichž se neočekávaly tak dobré ziskové ukazatele. Maďarské firmy jako jedny z prvních evropských společností pocítily kroky vlády v podobě zvýšení korporátních daní. Na pražské burze jsme se prozatím výraznějšího překvapení nedočkali. Za zmínku snad stojí meziroční růst tržeb tabákového výrobce Philip Morris, který byl i přes pokles českého cigaretového trhu schopen, pomocí exportu, zvýšit prodeje o 16 %.

3/ Výsledky hospodaření společností nadále potvrzují, že korporátní sféra je jedním z nejzdravějších článků jednotlivých ekonomik. V současné době se potýká se škrtky vysoce zadlužených vlád a opatrně utrácějícím spotřebitelem. Společnosti jsou však na tuto situaci dobře připraveny, když v průběhu finanční a hospodářské krize došlo ke zefektivnění výroby v podobě snížení nákladů. Společnosti zároveň snížily závislost na externím financování a snížily své celkové zadlužení, čímž se v případě vyostření dluhové krize v eurozóně staly daleko více stabilnějšími.

Ocenění akcií společností obchodovaných na rozvinutých i rozvíjejících se trzích se pohybuje na velice příznivé úrovni, a to jak v porovnání s historickými průměry, tak v porovnání s jinými třídami aktiv. Například poměrové ukazatele ceny akcie k účetní hodnotě na akcii (P/B) a ceny akcie k zisku na akcii (P/E) se pohybují pod svými dlouhodobými průměry za posledních 15 let a rozdíl mezi ziskovými výnosy (earnings yield, inverzní hodnota P/E) a relativně bezrizikovými výnosy z amerických a německých státních dluhopisů se v současnosti nachází téměř na historickém maximu. Tím jsou akcie dle našeho názoru ve střednědobém a dlouhodobém horizontu atraktivní. Největším rizikem pro ziskovost firem v současnosti spatřujeme v možných vládních škrtkách státních výdajů, zvyšování daní nebo eskalace dluhové krize.

Současným ziskům jednotlivých společností by odpovídaly vyšší ceny akcií, takže v případě mírného zhoršení ziskovosti firem by výkonnost akciových trhů neměla být výrazně ohrožena. Co však nyní hýbe akciovými trhy, je nervozita ohledně vývoje dluhových problémů v zemích PIIGS a implementování správných politických a měnově-politických rozhodnutí. ■

Jiří Mikeš