

Odvajanje žita od kukolja: Tržište CEE predvođeno vrijednošću

- CEE nastavlja biti priča o vrijednosti, uz razumne stope rasta
- Sentiment upravlja tržištima, ali pojavljuje se razlika između zemalja CEE i visoko zaduženih zemalja
- Smanjuje se spremnost na rizik među ulagačima u CEE; preferiraju se dionice s visokom gornjom granicom ciljane cijene

Analitičari Erste Groupa na goruće pitanje „je li pred nama još jedno razdoblje recesije?“ odgovaraju negativno, iako ističu da postoje rizici za pad cijena. Tržišta će za sada ostati iznimno nervozna, a ranije iskustvo pokazuje da bi moglo proći još dosta vremena dok počnu odražavati poboljšanje fundamenata. U takvom kontekstu valuacije i izgledi predstavljaju CEE trenutno kao priču o vrijednosti. Dok se mnoge zemlje u cijelom svijetu suočavaju s „kvakom 22“ – kako smanjiti visoke razine duga a da ne uguše rast – CEE ima to zadovoljstvo da se ne suočava s rastućim dugovanjima. Stope rasta se općenito stabiliziraju, što djeluje prirodno nakon snažnog rasta zabilježenog u samom razdoblju oporavka. Međutim, iako se stabiliziraju ili čak padaju, stope rasta su još uvijek na umjerenim razinama.

U trenutnom okruženju jasno je da sentiment upravlja tržištima, što najvjerojatnije dovodi do reakcija koje su snažnije nego što bi to opravdali fundamenti (kao što smo već vidjeli prošle godine). Pretjerane reakcije dominiraju tržištem – kako pri rastu kao i padu. Međutim, „dobra vijest je da se tržišta počinju diferencirati nakon razdoblja u kojem su zemlje CEE bile previše potisnute pretjeranim usporedbama s duboko zaduženim zemljama grupe PIIGS (Portugal, Irska, Italija, Grčka, Španjolska). To nas neće izbaviti iz ove trenutne zamke sentimenta, ali se barem radi o koraku naprijed u pravom smjeru, odvajanju žita od kukolja,“ objašnjava Henning Esskuchen, suvoditelj Odjela Analize tržišta kapitala Erste Grupe.

Ulagачi u regiju CEE su u drugom tromjesečju jasno smanjili svoje pozicije rizičnih dionica, budući da visokorizične dionice i dionice s malom tržišnom kapitalizacijom nisu ostvarile dobre rezultate. Kao što se vidi iz faktora momenta cijene, radilo se uglavnom o dionicama koje su ranijih mjeseci bilježile snažan rast. Sasvim suprotno, kompanije sa snažnim rastom prihoda od prodaje i dobiti nastavile su cjenom nadmašivati ostale. Najvažnijim čimbenikom za cjenovna kretanja se i u drugom tromjesečju pokazale preporuke analitičara, te su dionice s visokom gornjom granicom ciljane cijene pokazale najveći rast, dok su one sa samo atraktivnom preporukom za kupnju i preporučene za prodaju ali bez snažnog potencijala za cjenovnim pomakom zabilježile lošije rezultate (-4%).

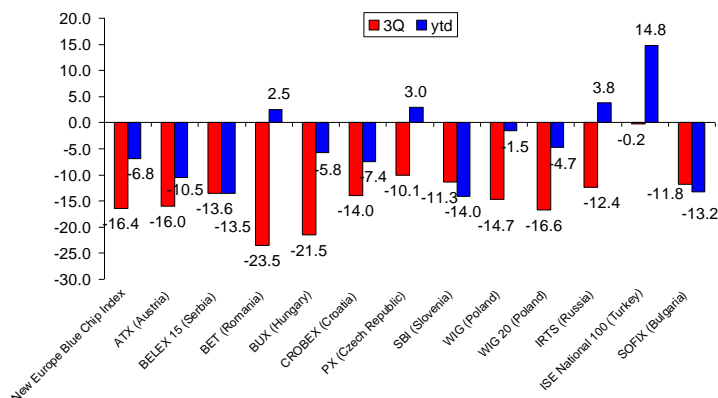
U CEE se trguje na pokazateljima znatno ispod onih na Zapadnim tržištima, te je zabilježen diskont od 22% u odnosu na prinos do dospelja obveznica (Austrija je na vodećem mjestu, s diskontom od 30%). Zemlje grupe PIIGS imaju bolje multiple u 2011. i 2012, ali vidimo rizik u nagoviještenim stopama rasta (iako rast ide s negativnih razina). Dugoročno je Latinska Amerika posebno lošija u usporedbi sa zemljama CEE, zbog svojih slabih naznačenih izgleda za rast. Azijom se također trguje s premijom u odnosu na CEE, iako promjena u valuaciji iz 2011. na 2012. nije previše impresivna. Konačno, Afrka donosi dosta konkurentne brojke, ali (iako nismo stručnjaci za ovu regiju) vidimo neke rizike u područjima kao što je korporativno upravljanje, itd.

Izgledi

Kao što je bio slučaj i u nedavnim oporavcima tržišta dionica, kao na primjer u razdoblju 2003-05. u Europi, nakon početnih poboljšanih rezultata visokorizičnih dionica (volatilnost, beta, poluga), tradicionalno rastuće dionice i tvrtke koje su ranije imale nadprosječan zamah u procjenama bilježile su rezultate iznad očekivanih. Gledajući očekivanja, analitičari Erste Groupa vjeruju da će ulagači biti naklonjeniji dionicama koje imaju visoku gornju granicu ciljane cijene. (Ovaj faktor uglavnom uključuje dionice koje imaju niske pokazatelje i potencijal rasta).

Pregled po zemljama

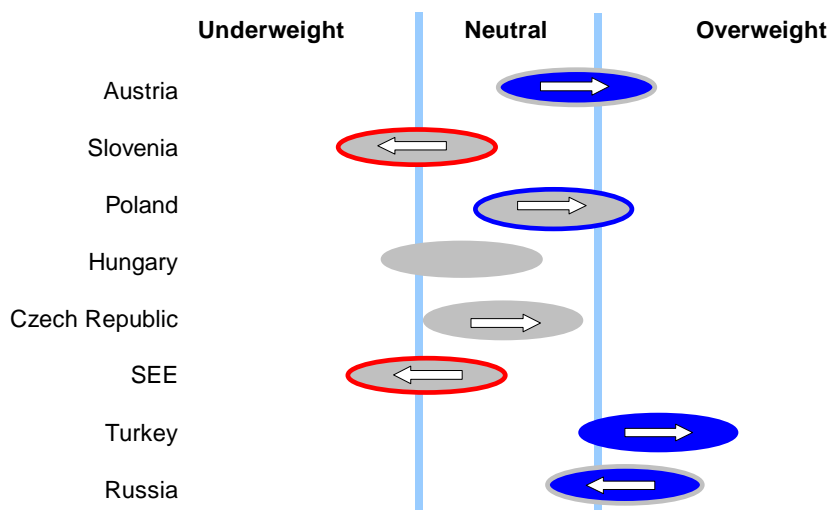
Pregled rezultata (u eurima)



*3Q 2010 = tromjesečni rezultati, zaključna cijena 30.6.2010; Izvor: Factset Partners, Erste Group Research

- **Austrija – neutralna do negativna ocjena (underweight)** Mehanički model valuacije naglašava valuaciju i rast kao glavne negativne argumente. Analitičari Erste Grupe ne prate te argumente, budući da valuacije u odnosu na prinos od obveznica ukazuju na podcijenjenost od 30%, a i revizije dobiti su sve brže.
- **Poljska – čvrsto neutralna.** Alokacijski model Erste Grupa spominje veličinu kao glavni pozitivan argument za poljsko tržište, dok valuacija uglavnom doprinosi negativnim očekivanjima vezanim uz prinos. Međutim, valuacije temeljene na konsenzusnim brojkama ukazuju na podcijenjenost od oko 14% za WIG 20. Također, što se tiče rasta, Poljska nije tako uvjerljiva, ali je rast još uvijek umjeren. S obzirom na činjenicu da domaći ulagači ponovno pomažu, te da se udjel Poljske u različitim stranim dioničkim fondovima povećao, analitičari su odlučili popraviti rezultat čistog modela.
- **Mađarska – lagano neutralna.** Rast daje glavni doprinos očekivanim pozitivnim povratima, dok je veličina uvjerljivo najveći negativni utjecaj. Međutim, likvidnost tržišta u Budimpešti se popravlja. Valuacije su i dalje dosta privlačne, iako je mađarsko tržište već ranije bilo dosta učinkovito ugrađivanje očekivanja oporavka u same cijene. Očekuje se da će lošija slika laganog trenda revidiranja prognoza dobiti i, naravno, stvari poput bankarskih poreza biti prepreka tržištu.
- **Češka – neutralna ocjena.** Model vidi najsnažniju podršku u rastu, dok se likvidnost spominje kao negativan utjecaj za tržište. Valuacije su dosta privlačne, pa je Poljska druga na ljestvici, odmah nakon Austrije. Stope rasta se još uvijek čine u redu, ali revizije dobiti narušavaju optimističnu sliku.
- **Jugoistočna Europa – neutralna do negativne ocjene (underweight).** Iako veličina predstavlja najpozitivniji faktor alokacijskog modela, taj je argument prihvatljiv jedino ako pretpostavimo da bi svaka dodatna likvidnost imala veći granični utjecaj. Valuacije nisu baš privlačne u usporedbi s ranijim prosjecima. Najveći rizik je još uvijek na makro strani, a tržišta ovog dijela regije iz recesije izlaze posljednja.
- **Turska, Rusija – obje pozitivna ocjena (overweight).** Dva najveća tržišta u regiji trebala bi ostati u središtu pažnje. Zapravo smo naklonjeniji Turskoj nego Rusiji zbog ruske ovisnosti o robi. Istina, Turska ne pokazuje tako privlačne valuacije kao Rusija te bi se mogla suočiti s političkim tenzijama. Usprkos tome, odlučili smo staviti veto na rezultat čistog modela te je izdvojiti s Rusijom uz pozitivnu ocjenu (overweight).

Prijedlog alokacije po zemljama



Source: Erste Group Research

Preporuke za kupnju

	Current price (LC)	Target price (LC)	Rating	M Cap (EUR mn)	Upside
Sojaprotein AD	783.0	1,406.0	Buy	57.2	79.6%
RHI	18.8	32.0	Buy	749.4	70.0%
Raiffeisen International	29.7	50.0	Buy	4,593.6	68.4%
CME	19.9	33.0	Buy	1,015.7	65.7%
OMV	24.2	38.0	Buy	7,230.3	57.0%
PannErgy	800.0	1,228.0	Buy	51.1	53.5%
BWT	18.5	27.3	Buy	323.2	47.4%
New World Resources	212.0	306.0	Buy	2,175.5	44.3%
Turkiye Sinai Kalkinma Bankasi	1.8	2.6	Buy	635.2	43.7%
Semperit	26.9	38.0	Buy	553.6	41.2%
Krka	65.5	92.0	Buy	2,320.4	40.5%
CEDC	21.4	30.0	Buy	1,212.2	40.4%
Turk Telekomunikasyon AS	5.0	7.0	Buy	8,942.1	38.9%
Asseco Poland	53.2	73.8	Buy	920.6	38.7%
CA Toil	6.9	9.5	Buy	337.9	37.5%
Cersanit	13.6	18.5	Buy	468.9	36.5%
KGHM	88.5	120.0	Buy	4,246.4	35.6%
ACE	11.8	16.0	Buy	60.1	35.5%
Astarta Holding NV	58.8	79.2	Buy	352.7	34.7%
Kapsch TrafficCom	28.4	38.0	Buy	346.0	34.0%
Isbank	4.9	6.6	Buy	11,268.9	33.6%
Vienna Insurance Group	33.5	44.5	Buy	4,283.5	33.0%
Sparkassen Immobilien	4.9	6.5	Buy	333.1	32.9%
Mostostal Warszawa	67.9	90.0	Buy	325.8	32.5%
voestalpine	21.8	28.0	Buy	3,633.2	28.7%
conwert	8.4	10.7	Buy	677.1	28.1%
Arcelik	6.6	8.4	Buy	2,260.8	27.3%
RFV	5,920.0	7,176.0	Buy	49.5	21.2%

Istraživanja grupe:

Henning Esskuchen (suvoditelj Istraživanja tržišta dionica CEE) Tel: +43 50100 – 19634

E-Mail: henning.esskuchen@erstegroup.com

Odjel za odnose s medijima:

Hana Cygonková (direktorica Vanjskih komunikacija) Tel: +43 50100 - 11675

E-Mail: hana.cygonkova@erstegroup.com

Alina Costache (referent za odnose s medijima Grupe) Tel: +43 50100 - 11681

E-Mail: alina.costache@erstegroup.com

Doris Hartl (referent za odnose s medijima Grupe) Tel: +43 50100 - 11676

E-Mail: doris.hartl@erstegroup.com

Erste Group, 1010 Wien, Graben 21, Fax: +43 50100 – 19849

Ova je objava dostupna i na našoj internetskoj stranici www.erstegroup.com/pressrelease.

Erste Group je jedna od vodećih pružatelja financijskih usluga u regiji SIE. Više od 50.000 zaposlenika opslužuje 17,5 milijuna klijenata u 3.200 poslovnica u 8 zemalja (Austrija, Češka, Slovačka, Rumunjska, Mađarska, Hrvatska, Srbija, Ukrajina). Na dan 31. ožujka 2010. Erste Group je imala ukupnu imovinu od 208,0 milijardi eura, neto dobit od 255,2 milijuna eura te omjer troškova i prihoda od 49,2%.