



Privatbanka Magazine

LETO 2014

ROZHOVOR S JOZEFOM
ORAVKINOM, PARTNEROM
SKUPINY PENTA

VYSPELÉ DIVERZIFIKOVANÉ
RIEŠENIA SÚ TERAZ EŠTE
DOSTUPNEJŠIE

ŠKANDINÁVSKE
INVESTIČNÉ MOŽNOSTI

VYŠŠIE P/E JE NORMÁLNE

MALDIVY, PALAU, BAHAMY.
BOLI STE TAM?

PRIVATBANKA
EXCLUSIVE ZONE

Florentinum

INDIVIDUÁLNY PRÍSTUP





Ing. Mgr. Ľuboš Ševčík, CSc.
predseda predstavenstva a generálny riaditeľ
Privatbanky, a. s.

Vážení klienti, milí čitatelia,

pri písaní úvodníka do nášho Privatbanka Magazine si vždy uvedomím, ako ten čas rýchlo letí. Veď prvá polovica roka je už za nami. Pre väčšinu z nás to bolo opäť aktívne obdobie naplnené pracovným vypätím i stresom. Ale už je tu leto a s ním aj slnko, pohoda a oddych. A v takom kombinovanom pracovno-dovolenkovom duchu je ladené aj aktuálne vydanie nášho časopisu, ktoré máte práve v rukách.

V rubrike „Predstavujeme Vám“ nájdete rozhovor s Jozefom Oravkinom, partnerom skupiny Penta Investments Limited. V máji tohto roka sme s ním, spolu s ďalšími kolegami z úseku privátneho bankovníctva, absolvovali zaujímavé pracovné stretnutie. Diskutovali sme na ňom o aktuálnych otázkach, ktoré súvisia s našou prácou a ktoré zaujímajú nás i Vás, našich klientov. Radi Vám teraz takpovediac z prvej ruky sprostredkujeme informácie o investičnej stratégii nášho akcionára, o výsledkoch skupiny Penta za rok 2013, ale i odpovede na veľmi aktuálnu otázku predčasného splácania dlhopisov.

Do časti „Finančné riešenia“ pripravil článok Jozef Krammer, zástupca riaditeľa Odboru privátneho bankovníctva. Dozviete sa v ňom, že náš nosný produkt Privatbanka Wealth Management (PWM) je od mája tohto roka prístupný širšiemu okruhu klientov, keďže vstupnú hranicu na získanie tejto služby sme znížili na 50-tis. eur. Súčasťou článku je aj rekapitulácia benefitov a výhod služby Privatbanka Wealth Management pre klienta. Diverzifikácia je významný parameter pri narábaní s financiami!

V ďalšom príspevku nám Michal Šubín, riaditeľ Odboru privátneho bankovníctva, v krátkosti predstaví oblasť škandinávskych krajín, ich ekonomiku, ako aj

konkrétny high yield fond Alfred Berg Hoyrent a jeho parametre. Škandinávia zjavne nie je len o hokeji a hudobnej skupine ABBA, je to ekonomicky a sociálne vyspelý región, ktorý ponúka zaujímavé investičné príležitosti.

Hlavný ekonóm banky Richard Tóth tentoraz pre Vás pripravil článok „Vyššie P/E je normálne“. Na základe historických dát z rôznych trhov porovnáva akciové a dlhopisové výnosy. Určite Vás zaujmú jeho analytické pohľady a závery.

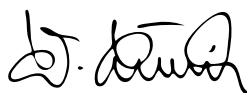
V máji tohto roka sa české zastúpenie Privatbanky, a. s., presťahovalo do exkluzívnych priestorov Florentina. Viac sa o tom dozviete v rubrike „Aktuality“. Nájdete tu aj informácie o aktuálnych hospodárskych výsledkoch banky a o vybraných projektoch, na ktorých financovanie sme sa podieľali prostredníctvom emisií korporátnych dlhopisov.

Druhá časť tohto vydania magazínu je ladená, ako som spomenul už v úvode, trochu letne a cestovateľsky. S Richardom Tóthom sa pozrieme na to, ako dynamicky, plynulo a celosvetovo narastá objem cestovného ruchu, či už ho meriame v príjmoch z cestovania, alebo v rastúcom počte turistov. Dozviete sa, ktoré krajiny sú najnavštevovanejšie, resp. najúspešnejšie z pohľadu cestovného ruchu, a naopak, ktoré sa ocitli na opačnom konci rebríčka preferencií.

Záver časopisu patrí nášmu partnerovi v Privatbanka Exclusive Zone. Ak ste sa ešte nerozhodli, kam povedú Vaše tohtoročné cestovateľské kroky, prečítajte si zaujímavý rozhovor s Jurajom Uvírom, spolujaziteľom cestovnej kancelárie Victory Travel, a dajte sa inšpirovať.

Vážení klienti, milí čitatelia,

verím, že si počas nadchádzajúcich dovolenkových dní oddýchnete, spoznáte nové miesta a načerpáte čerstvé sily. Oddýchnuť si treba, aby sme si dobili batérie a energiu potrebnú na realizovanie svojich osobných či pracovných cieľov. Nech už teda budete tráviť leto kdekoľvek, naplno si ho užite. A potom sa v septembri opäť stretneme, aby sme sa spolu pozreli na finančné trhy a využili ich potenciál a výzvy. Teraz však treba zbalíť kufre a utiecť zo všednosti každodenného života. Prajem Vám krásne leto!



obsah



PREDSTAVUJEME VÁM

Rozhovor s Jozefom Oravkinom,
partnerom skupiny Penta

4 – 7



FINANČNÉ RIEŠENIA

Vyspelé diverzifikované riešenia
sú teraz ešte dostupnejšie

8 – 9



FINANČNÉ RIEŠENIA

Investovanie
na škandinávsky spôsob
Škandinávске
investičné možnosti

10 – 13



ANALÝZA

Vyššie P/E je normálne

14 – 16



AKTUALITY

17 – 19



ANALÝZA

Maldivy, Palau, Bahamy.
Boli ste tam

21 – 23



ŠTÝL

Privatbanka Exclusive Zone

24 – 26

Nemotivujú nás len čísla, chceme mať dobrý pocit z toho, čo sme urobili

Rozhovor s Jozefom Oravkinom, partnerom skupiny Penta



Jozef Oravkin
partner skupiny Penta

Jozef Oravkin

Dátum narodenia:

10. septembra 1968, Heľpa

Vzdelanie:

Moscow State Institute of
International Relations

Práca:

Od mája 1998 je partnerom
investičnej skupiny Penta.

Od roku 2005 riadi realitné projekty Penty, jeho hlavnou prioritou je rozvoj existujúcich projektov na Slovensku a vstup Penty na poľský realitný trh. Zároveň sa venuje investíciám Penty v bankovom sektore a zodpovedný je aj za spoločnosť Slovalco.

Koncom mája 2014 prebehlo stretnutie zástupcov úseku privátneho bankovníctva zo Slovenskej a z Českej republiky a vedenia banky s jedným z partnerov spoločnosti Penta Mgr. Jozefom Oravkinom. Témami stretnutia boli najmä stratégia skupiny a jej financovanie

> V roku 2013 došlo k zmenám v stratégii skupiny Penta, môžete nám v krátkosti priblížiť tie najdôležitejšie z nich?

Na jeseň roku 2013 schválili partneri Penty (teda jej jediní majitelia) novú stratégiu.

Penta by sa mala v budúcnosti sústrediť na menší počet veľkých projektov

(vrátane dôvodov predčasného splácania dlhopisov) a, prirodzene, aj realitné projekty, ktoré má v Pente na starosti práve pán Oravkin. Tlmočili sme aj najčastejšie otázky klientov...

V budúcnosti by sa skupina mala sústrediť na menší počet veľkých projektov, s potenciálom projektu dosiahnuť EBITDA (Earnings Before Interest Taxes Depreciation and

Amortization, t. j. zisk pred zdanením, úrokmi, odpismi a amortizáciou) vo výške 50 mil. eur a viac. Menšie projekty budú postupne predať. Penta naďalej ostáva oportunistickým investorom, ale s expertízou a preferenciou sektorov zdravotníctva, retailu, výroby a finančných služieb. V realitnom biznise sa koncentruje na kancelárske budovy, retail a rezidenčnú výstavbu. Investičný horizont sa predĺži na 10 a viac rokov. Čo sa týka regiónov, v súčasnosti ostáva v regióne CEE (Slovensko, Česká republika, Poľsko a Nemecko).

Stratégia Penty prešla počas jej existencie viacerými zmenami, v deväťdesiatych rokoch to

boli väčšinou rýchle transakcie, intenzívne nákupy a predaje firiem, a na konci minulého desaťročia sme sa sústredili na teritoriálnu expanziu. V posledných dvoch rokoch sme prijali filozofiu investora, ktorý dlhodobo investuje a rozvíja firmy či projekty.

> Prejdime k asi najaktuálnejšej téme. Prečo sa Penta rozhodla a nakoniec aj pristúpila k predčasnému splácaniu dlhopisov?

Rozhodnutie o predčasnom splatení viacerých emisií dlhopisov je citlivou témou, ktorá sa dotýka mnohých klientov Privatbanky. Penta už dlhší čas disponuje vysokými prebytkami hotovosti (zopár mesiacov to bola suma vo výške niekoľkonásobku štandardnej cashovej rezervy), pričom úročenie týchto voľných zostatkov je blízke nule. Táto skutočnosť sama osebe svedčí o tom, že Penta je aktuálne vo veľmi dobrej finančnej kondícii.

Na druhej strane, úrokové náklady, ktoré Penta platila za vydané dlhopisy, boli už na dnešné pomery príliš vysoké. Na finančných trhoch, pre obrovské prebytky likvidity, došlo k výraznému poklesu výnosov väčšiny dlhopisov – napríklad dlhopis MOL 04/2017 mal v júni 2013 výnos takmer 5,0 % p. a., v máji 2014 už len približne 2,8 % p. a. Na základe týchto faktov sme sa rozhodli, že časť dlhopisov predčasne splatíme.

Hoci v emisných podmienkach všetkých dlhopisov v rámci skupiny Penta bolo zakotvené plné právo emitenta na predčasné splatenie, rozhodnutie sa vôbec nerodilo ľahko. Uvedomovali sme si, že investori, klienti toto rozhodnutie neprívítajú s nadšením. Penta sa však musí snažiť hospodáriť maximálne efektívne, k čomu neoddeliteľne patrí aj kontrola všetkých výdavkov vrátane úrokových nákladov.

Nakoniec, vzhľadom na to, že si mimoriadne vážime dôveru klientov, sme prijali kompromis. Rozhodli sme sa splatiť len niektoré z emisií a súčasne sme našim investorom ponúkli alternatívu kúpy nových dlhopisov s nižším kupónom. Čisto ekonomické riešenie by totiž znamenalo predčasné splatenie bez náhrady, bez vydávania nových emisií.

> Klienti sa často pýtajú aj na financovanie skupiny, môžete nám túto oblasť priblížiť viac?

Pre Pentu je dlhodobo charakteristické, že vysoký podiel na financovaní skupiny majú

Štruktúra skupiny

Vlastníkom celého investičného portfólia Penty je spoločnosť Penta Investments Limited so sídlom v Jersey. Často býva označovaná ako „fond“, keďže v podstate ide o súkromný investičný fond vlastnený partnermi skupiny. Ako sídlo sme zvolili práve Jersey, keďže účtovníctvo podľa lokálnych zákonov umožňuje hodnotu fondu odzrkadliť vernejšie ako obvyklé metódy konsolidácie. Penta Investments Limited tu zostavuje účtovnú závierku na základe metódy fair value*.

Fond vlastní cyperské alebo holandské holdingové spoločnosti, ktoré zastrešujú jednotlivé projekty. Tieto cyperské (alebo holandské) subjekty potom vlastnia konkrétne prevádzkové firmy so sídlom v Českej republike, na Slovensku, v Poľsku alebo Nemecku. Prevádzkové firmy fungujú a platia dane v týchto krajinách strednej Európy.

vlastné zdroje – ako už bolo spomínané, vlastné imanie je viac ako 1,5 miliardy eur. Ďalšími zložkami financovania sú externé zdroje, najmä bankové úvery a dlhopisy. Za veľký úspech možno považovať získanie holdingových úverov od viacerých lokálnych bánk, čo nie je pri holdingoch tohto typu obvyklé. Penta udržiava nadštandardné vzťahy s významnými bankovými skupinami a vzhľadom na jej výborné výsledky sa dokáže financovať za veľmi priaznivých podmienok.

tio, teda čistý dlh verzus EBITDA. Keďže reálne projekty sú špecifické (niektoré negenerujú žiaden cash), v divízii „buy-out“ (čo sú všetky projekty mimo realitných) je tento ukazovateľ len 2,61. Pritom za zdravé hodnoty sa pri súčasných nízkych úrokových sadzbách považujú čísla neprevyšujúce 5 – 6 (čím nižšia hodnota, tým lepšie). V realitnej divízii je rozumnejšie porovnať dlh voči hodnote majetku a tento ukazovateľ je v prípade Penty len 46 %.

Penta je aktuálne vo veľmi dobrej finančnej kondícii

Sumárny čistý dlh všetkých projektov a holdingu (teda úročené záväzky mínus cash) je približne jedna miliarda eur, teda necelé dve tretiny vlastného imania. To je výborný pomer, keďže je bežné, že investičné skupiny pracujú s podstatne vyšším objemom cudzích zdrojov ako vlastných.

A je ešte jeden ukazovateľ, ktorý sa používa pri posudzovaní zadlženia: NetDebt/EBITDA ra-

> Ako ste spokojní s výsledkami za rok 2013?

Sme spokojní aj napriek tomu, že nedošlo k nadpriemernému rastu NAV (net asset value, čistá hodnota aktív). Vlastné imanie Penty prekročilo v roku 2013 po prvýkrát v histórii jeden a pol miliardy eur a dosiahlo hodnotu 1,564 mld. eur. Zisk bol



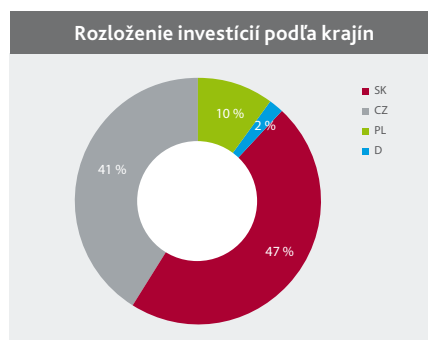
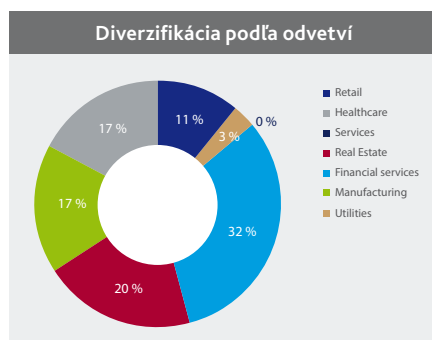
Stretnutie zástupcov Privatbanky, a. s., s Jozefom Oravkinom.

približne 100 mil. eur, EBITDA zodpovedajúca podielu Penty v jednotlivých firmách cca 286 mil. eur.

dochody a poľského retailového holdingu EM&F. Realizovala tiež päť transakcií (akvizícií alebo exitov) – uskutočnila tri nové

a životné prostredie. O tom, že sa darí túto víziu naplniť, svedčia viaceré ocenenia za projekty Florentinum a Digital Park.

Hospodárske výsledky skupiny Penta ku koncu roka 2013			
Aktíva		Pasíva	
Finančné aktíva vo fair value	1 633 809	Vlastné imanie	1 563 912
Pohľadávky	153 751	Úročené záväzky	357 988
Cash a cash ekvivalenty	183 711	Iné záväzky	64 072
Iné aktíva	14 701		
Aktíva spolu	1 985 972	Pasíva spolu	1 985 972



Penta zamestnáva vo svojich spoločnostiach viac ako 30-tisíc ľudí a patrí tak k najväčším súkromným zamestnávateľom v regióne. V roku 2013 vytvorili portfóliové spoločnosti Penty viac ako 600 pracovných miest. Súčas-

ne akvizície (sieť nemocníc a lekární v Poľsku), začala jeden nový realitný projekt (bývalé Slovany v Bratislave) a jeden predala (ambulantná sieť MediClinic).

Penta patrí k najväčším súkromným zamestnávateľom v regióne

ne zaplatili 42 mil. eur v podobe dane z príjmu a odvedli 110 mil. eur v podobe sociálneho a zdravotného poistenia.

V minulom roku Penta investovala viac ako 200 mil. eur do nových projektov, expanzií, ako aj do modernizácie a rozvoja súčasných portfóliových spoločností. Najväčšie investície smerovali na podporu a rozvoj zdravotníckych projektov, firmy Aero Vo-

> Keďže ste partnerom, ktorý zodpovedá za realitné projekty, povedzte nám niečo o realitnom biznise Penty.

Realitný biznis je významným segmentom v podnikaní Penty – v súčasnosti tvorí viac ako 20 % fair value Penty. Ako developer si chce skupina budovať reputáciu toho, kto prináša nadpriemernú kvalitu za rozumnú cenu s dôrazom na kvalitnú architektúru

V roku 2013 sme na trh dodali celkom 69-tis. m² novej plochy v rezidenčnom projekte Nová Terasa v Košiciach a administratívnom komplexe Florentinum v Prahe. Prví nájomcovia začali vo Florentine pôsobiť už v januári a momentálne sa prenajíma viac než 85 % plochy.

Naším aktuálne najväčším rezidenčným projektom v Bratislave je Obytný súbor Škultétyho s 330 bytmi na Račianskej ulici. Bratislavčania určite zaregistrovali aj čulý ruch v lokalite Bory. Projekt, ktorý tu vzniká, bude pozostávať z komerčnej zóny Bory Retail Zone a obchodno-zábavného centra Bory Mall.

Naše developerské aktivity naďalej rozvíjame vo výraznej miere aj v Českej republike, kde sme začali revitalizovať územie v pražských Jinoniciach. Začali sme výstavbu novej modernej štvrte v areáli bývalej továrne na výrobu leteckých motorov Wal-trovka, na území vzniknú administratívne priestory a aj niekoľko stoviek administratívnych jednotiek. V bezprostrednom okolí Florentina pripravujeme významný projekt rozvoja pozemkov, na ktorých by spolu s Florentinom vznikla centrálna obchodná štvrť v Prahe, podobne ako to majú aj iné významné svetové metropoly.

Aktuálne sa teda realitný biznis Penty rozvíja najmä v Bratislave, Prahe a najnovšie aj vo Varšave. Tradičná konzervatívnosť Penty sa prejavuje aj v tomto odvetví, keď viaceré projekty čakajú na oživenie trhu a ďalšie sa realizujú po etapách, tak aby ostala zachovaná rovnováha medzi ponukou a dopytom.



Penta sa venuje najmä kancelárskym budovám, retailu a rezidenčnej výstavbe			
Projekt	Segment	Ukončenie výstavby	Rozloha (sqm GLA/SLA)
Digital Park	kancelárie	2012	74 000
BCT	kancelárie	2012	15 600
Florentinum	kancelárie	2013	57 000
Nová Terasa	rezidenčný projekt	2013	12 000
Bory mall	retail	Q4 2014	54 000
Florentinum Motel One	rezidenčný projekt	Q4 2014	5 300
Lamač	land development	2024	450 000
Radlice	kancelárie	H1 2015	27 000
Záhorské sady	rezidenčný projekt	H1 2015	1 400



Florentinum

Projekt Florentinum sa pýši viacerými oceneniami v oblasti kancelárskeho developmentu.

- > Na slávnostnom vyhlásení cien Central & Eastern European Real Estate Quality Awards (CEEQA) vo Varšave vyhlásila nezávislá porota Florentinum za najlepší kancelársky developerský projekt roku 2014.
 - > Na 13. ročníku Construction Investment Journal Awards Czech Republic získalo ceny v kategóriách:
 1. Best Office Development 2013 – ocenenie za najlepší administratívny projekt
 2. ESSA (Environmentally, Socially and Sustainable Award) – ocenenie za šetrnosť k životnému prostrediu (Florentinum je držiteľom certifikácie LEED Gold)
 3. Lease of the Year – za nájomnú zmluvu uzatvorenú s Ernst & Young
 4. Developer of the Year – ocenenie získala za projekt Florentinum investičná skupina Penta
- Florentinum tiež získalo najvyššiu úroveň zelenej certifikácie LEED v stupni PLATINUM

Penta v minulosti získala aj prestížne ocenenie pre Digital Park – cenu Dušana Jurkoviča za celkové koncepčné riešenie tohto administratívneho komplexu. Toto ocenenie sa udeľuje autorovi alebo autorskému kolektívu za realizované architektonické alebo urbanistické dielo, ktoré prispieva k zvýšeniu úrovne a prestíže architektonickej alebo urbanistickej tvorby na Slovensku.

*Fair value

Penta Investments Limited (Jersey) zostavuje účtovnú závierku na základe metódy „fair value“. Aby sme si ju vedeli predstaviť, ide o podobnú metódu, akou sa oceňujú podielové fondy. Tie investujú do cenných papierov obchodovaných na burze, takže čistá hodnota majetku fondu sa určí tak, že sa spočítajú trhové ocenenia jednotlivých cenných papierov vo fonde a odrátajú sa záväzky fondu.

Príklad:

Podielový fond má v portfóliu tri akcie v počte 1 500, 2 000 a 3 500 ks. Čistá hodnota majetku vo fonde k 27. 6. 2014 sa určí nasledovne:

Samozrejme, príklad je zjednodušený, typický podielový fond zvyčajne vlastní desiatky akcií, často aj iné cenné papiere ako akcie a iný majetok ako peniaze na účtoch, ale princíp je stále rovnaký: každý cenný papier v portfóliu sa ocení trhovou cenou, prirúčia sa iný majetok (peniaze, pohľadávky...) a odčítajú sa záväzky fondu.

A teraz sa pozrime na fond s názvom Penta Investments Limited (Jersey) (ďalej kvôli jednoduchosti PIL Jersey). Fond vlastní jednotlivé projektové spoločnosti, označme ich P(1), P(2)...

Určíme čistú hodnotu majetku každej z projektových spoločností, a to klasicky:

$$\text{Čistá hodnota majetku} = \text{„trhová“ hodnota majetku} - \text{záväzky}$$

Potom sa sčítajú jednotlivé hodnoty za každý projekt aj za samotnú firmu PIL Jersey.

Príklad:

Predpokladajme, že PIL(Jersey) vlastní tri projektové spoločnosti A, B a C

Firma	Trhová hodnota majetku	Záväzky	Čistá hodnota majetku
A	420	180	240
B	270	20	250
C	380	200	180
PIL	70	50	20
Spolu	1 140	450	690

Takže v tomto príklade vyšla fair value, čistá hodnota fondu PIL Jersey, 690.

V prípade, že ide o akcie, ktoré sa obchodujú na burze a sú likvidné (napríklad akcie spoločnosti Fortuna Entertainment Group), nie je problém určiť trhovú hodnotu – vezme sa trhová cena akcie a vynásobí sa počtom akcií. Ak ide o firmu, ktorá nie je obchodovaná na burze (alebo je nelikvidná), použije sa iná metóda. Firmy, ktoré generujú cash flow, sa najčastejšie oceňujú (a následne obchodujú) cez násobok hodnoty EBITDA (zisk pred úrokmi, zdanením, odpismi a amortizáciou). Tento násobok závisí od sektora, v ktorom daná firma pôsobí, aj od mnohých ďalších faktorov. Ale zjednodušene môžeme povedať, že väčšina firiem sa obchoduje za 6- až 9-násobok hodnoty EBITDA.

V prípade, že ide o realitné projekty, oceňujú ich renomované firmy špecializujúce sa na oceňovanie nehnuteľností (Jones Lang LaSalle, Colliers...) alebo sa ocenia nákladmi (obstarávací cena pozemku, náklady na výstavbu). Existujú ešte aj iné metódy ocenenia, ale dôležité je, že metódu ocenenia, ako aj konkrétne hodnoty (napr. aký násobok EBITDA sa použije) schvaľuje audítor. V prípade Penty je audítorom spoločnosť Deloitte LLP, Jersey.

Prehľad majetku fondu

akcia	počet	cena/ks k 27. 6. 2014	trhová cena celkom
A	1 500	50 eur	75 000 eur
B	2 000	20 eur	40 000 eur
C	3 500	10 eur	35 000 eur
Peniaze na účtoch			3 000 eur
Spolu majetok			153 000 eur
Záväzky k 27. 6. 2014 (napríklad voči správcovskej spoločnosti)			2 000 eur
Čistá hodnota majetku fondu k 27. 6. 2014			151 000 eur

Vyspelé diverzifikované riešenia sú teraz ešte dostupnejšie

V Privatbanke, a. s., klientom radíme, aby nepozerali len na potenciálne zhodnotenie svojich finančných prostriedkov, ale predovšetkým na ich ochranu. Tú možno dlhodobo budovať prostredníctvom rozumnej diverzifikácie.



Ing. Jozef Krammer
zástupca riaditeľa Odboru privátneho bankovníctva a senior privátny bankár

najbonitnejších klientov, je oddnes výrazne prístupnejšie aj menším investorom.

Aké sú základné vlastnosti PWM

Banka od začiatku výrazne preferuje filozofiu tzv. otvorenej architektúry. V praxi to znamená, že jednotlivé portfóliá buduje použitím najlepších produktov lokálnych a svetových emitentov alebo správcov. Ako jedna z prvých slovenských bánk aktívne využíva nízkonákladové ETF (Exchange Traded Funds alebo fondy obchodované na burze), ktoré sú z pohľadu celkových nákladov o viac ako polovicu

lacnejšie než bežné na Slovensku používané podielové fondy. Jednotlivé fondy sú vyberané z portfólií renomovaných svetových správcov aktív – BlackRock (skupina s najväčším objemom zdrojov pod správou), DB Platinum Advisors (skupina Deutsche bank), Sociéte Generale a podobne. Základom aktívne riadeného portfólia je mandát, ktorý klient dáva banke a ktorý odzrkadľuje konkrétny zámer klienta, jeho ciele, očakávania, ako aj celkový vzťah k investovaniu a investičnému riziku. Banka sa ako správca portfólia môže pri svojich investičných rozhodnutiach pohybovať

Banka používa najmodernejšie nízkonákladové riešenia – fondy obchodované na burze

Tradičným nástrojom riadenej diverzifikácie je aktívne spravované portfólio v rámci bankovo-investičnej koncepcie Privatbanka Wealth Management (PWM).

Privatbanka, a. s., ponúka služby aktívne spravovaného portfólia od roku 2005 a za celé toto obdobie nebol zaznamenaný žiaden záporný priemerný ročný výnos, a to ani v rokoch 2008 a 2011, ktoré boli z pohľadu správy majetku skutočne náročné. Od júla 2014 banka približuje tento jedinečný koncept širšiemu okruhu klientov tým, že znižuje vstupný objem investície. Klienti tak už od 50-tisíc eur môžu využívať rokmi overené know-how banky pri správe klientskych portfólií, dostanú sa k širšej palete investičných nástrojov a k aktívnemu využívaniu trhových príležitostí. To, čo bolo výsadou



výlučne v rámci týchto obmedzení. To dáva klientovi vysokú mieru pravdepodobnosti, že jeho konečný investičný cieľ bude naplnený.

FEREO

Banka pri správe aktív využíva investičnú stratégiu FEREO (Fixed income, Equities, Real Estate, Opportunities), ktorá je postavená na kombinácii štyroch tried aktív. Maximálne a minimálne hodnoty v rámci jednotlivých tried potom odzrkadľujú celkové podstupované riziko. Pri základnom nastavení rozoznávame tri rizikové skupiny, v rámci ktorých je minimálna a maximálna hodnota jednotlivých tried aktív nasledovná:

FEREO	Konzervatívne	Vyvážené	Dynamické
Fixed Income – nástroje s fixným výnosom, na dlhopisy nadviazané produkty (ETF)	85 – 100 %	50 – 100 %	20 – 100 %
Equities – akcie, akciové fondy (ETF)	0 – 5 %	0 – 25 %	0 – 40 %
Real Estate – inštrumenty nadviazané priamo na investície do nehnuteľností	0 – 5 %	0 – 10 %	0 – 15 %
Opportunities – trhové príležitosti	0 – 5 %	0 – 15 %	0 – 25 %

Na základe tabuľky je zrejma skutočnosť, že základnou ambíciou banky je ochrana už nadobudnutých financií. Na druhej strane však kombinácia akcií a dlhopisov môže vytvoriť také portfólio, ktoré prostredníctvom limitovaného zastúpenia akcií môže byť v konečnom dôsledku menej rizikové a hlavne môže prinášať vyšší potenciál zhodnotenia ako portfólio, ktoré je zložené výlučne

majú celkové náklady (tzv. TER = Total Expense Ratio) v rozpätí od 0,1 do 0,6 % p. a. Na porovnanie, klasické akciové podielové fondy sa často pohybujú na úrovni až 2 % p. a. Rovnako postupujeme aj v prípade investičných certifikátov, kde nakupujeme len tie, ktoré majú minimálny bid-offer spread, teda rozdiel medzi nákupnou a predajnou cenou (v našom prípade okolo 0,05 – 0,1 %, bežne 1 %).

Súčasne pri výbere nástrojov kladieme dôraz na možnosť pravidelne inkasovať cash flow do portfólia, či už v podobe dividend, kupónov, alebo výnosov z fondov. Táto filozofia

je blízka filozofii rentiera, ktorý už aktívne nepodniká, ale financuje svoje potreby z majetku, ktorý počas svojho života nadobudol. V prípade, že tento cash ostáva v portfóliu, portfólio manažér ho ďalej investuje s ohľadom na aktuálny stav na trhu. Vďaka tomu môže udržiavať portfólio neustále v súlade s vývojom na svetových trhoch.

Záujmom banky je, aby klient presne vedel, ako je jeho konečný výnos tvorený

ne z dlhopisov. Nehovoriac o tom, že v dnešnom prostredí extrémne nízkych úrokových sadzieb a výnosov je veľmi ťažké prekonať infláciu v prípade, že by bolo portfólio zložené len z dlhopisov.

Vnútorňa štruktúra a budovanie portfólia

Portfólio je budované z podkladových aktív, ktorých emitentmi alebo správcami sú najväč-

Zníženie minimálnej investície sprístupňuje PWM aj klientom, ktorí dnes majú nakúpené dlhopisy

šie svetové finančné inštitúcie. V banke veľmi dbáme na to, aby tieto nástroje neboli zaťažované akýmkoľvek postrannými nákladmi (jeden z princípov fungovania v rámci otvorenej architektúry je zabezpečenie vysokej miery transparentnosti a efektivity). Používané ETF

Investičný horizont

Privatbanka vníma PWM ako inštrument dlhodobej správy financií. Prirodzene, vysoká miera diverzifikácie ponúka klientovi skutočne nadštandardnú likviditu, avšak napríklad dynamické, resp. vyvážené portfólio je určené na dlhodobé budovanie finančnej rezervy smerom

k dôchodku, oproti tomu konzervatívne už ako nástroj ochrany a zveladenia počas dôchodkového veku, resp. krátko pred ním. Rozhodne neodporúčame príliš vysoké pozície v špekulatívnych nástrojoch orientované výlučne na dosiahnutie nadpriemerného zisku.

Súčasný stav nízkych výnosov je z pohľadu klienta určite nežiaduci, avšak odporúčame ho akceptovať. Rôzne skratky, ktoré by mohli viesť k nadštandardne vysokým výnosom, môžu v konečnom dôsledku spôsobiť ohrozenie a veľký pokles nadobudnutého majetku.

Informovanosť a transparentnosť

Klientovi, ktorý zveril svoj majetok banke, zabezpečíme, aby počas celého trvania investície presne vedel, z čoho je jeho portfólio zložené, aké obchody boli realizované, aké dividendy či kupóny boli vyplatené a podobne. Zároveň s tým dostáva aj komplexnú informáciu o všetkých nákladoch spojených so správou portfólia.

Veríme, že detailná informovanosť a transparentnosť je jediná cesta k dlhobehj obojstrannej spokojnosti.

Akú úlohu má PWM v celkovom portfóliu klienta

Prirodzene, základnou možnosťou je využitie PWM ako komplexného nástroja na správu celkového majetku. Hoci sa toto riešenie môže zdať ako príliš riskantné (keďže klient koncentruje financie na jedno miesto), v konečnom dôsledku však využíva množstvo výhod diverzifikácie vnútri samotného portfólia.

Jednotlivé cenné papiere sú majetkom klienta, nie banky. Tá je poverená výlučne jeho správou. A tu prichádza ďalšia z rozhodujúcich výhod už spomenutej otvorenej architektúry. Banku nikto nenúti nakupovať vopred vybrané cenné papiere z akejkolvek konkrétnej finančnej skupiny.

Práve zníženie minimálnej investície však sprístupňuje PWM aj klientom, ktorí dnes majú nakúpené dlhopisy, ktoré chcú držať do splatnosti, no zároveň majú aj voľnú hotovosť, ktorú by chceli zainvestovať dlhodo. Aktuálne výnosy na dlhopisovom trhu sú pre nich nezaujímavé a hľadajú cestu k vyššiemu výnosu. Je rozdiel medzi kúpou dlhopisu, kde klient pozná jeho kreditné riziko, výnos do splatnosti a splatnosť, a individuálnym nákupom iných cenných papierov (napríklad aj akcií, akciových fondov a pod.). Preto veľa klientov nad týmto krokom váha. Vďaka aktuálne nízkej vstupnej hranici do PWM je tento spôsob investovania dostupný a klient tak nemusí byť neustále v strehu z toho, ako sa jeho investíciám darí a čo sa globálne na trhoch deje. O toto sa postará Privatbanka, a. s., a jej špecialisti.

Investovanie na škandinávsky spôsob



Ing. Michal Šubín
riaditeľ Odboru privátneho bankovníctva

Keď sa povie Škandinávia, našincovi sa vybaví niekoľko základných asociácií – v športe hokejisti, kde už aj tí nórski vedľa potrápiť, v hudbe asi stále populárna ABBA, v gastronómii mäsové guľky, prípadne losos.

No a v ekonomike sa minimálne každej druhej dáme vybaví Ikea (a aby sme neza-

budli na pánov, tak prípadne Volvo, hoci toto už patrí Číňanom). Naším dnešným cieľom je priblížiť vám Škandináviu trochu viac, zoznámiť s kľúčovými parametrami a na záver predstaviť jednu zo zaujímavých investičných príležitostí.

Škandinávia...

Niektoré zdroje za Škandináviu považujú primárne Švédsko, Nórsko a Dánsko, iné k nim pridávajú aj Fínsko a Island. Rozhodne dnes treba povedať, že táto časť Európy patrí k najrozvinutejším regiónom sveta. A to napriek tomu, že žiadna z krajín sa nedá považovať za ukážku tradičného kapitalizmu. Vo všetkých prevláda silný sociálny kontext a zo slovenského pohľadu takmer nekresťanské dane. Na druhej strane, tento systém minimálne vo Švédsku spôsobil, v porovnaní s ostatnými krajinami OECD, stále udržateľný rast populácie.

Celá Škandinávia si, určite okrem iných pozitív, zaslúži jedno veľké plus. A tým je veľmi nízka miera korupcie. Keďže investovanie je o neustálom vyhľadávaní nových možností,

dnes sa zameriame práve na tento región severnej Európy. Predovšetkým na štyri kľúčové krajiny – Švédsko, Nórsko, Dánsko a Fínsko.

Švédske kráľovstvo

Zo všetkých štyroch krajín je najľudnatejšie. Je konštitučnou monarchiou na čele s kráľom Karolom XVI. Gustávom. Počet obyvateľov pri poslednom sčítaní ľudu (2005) prekročil prvýkrát hodnotu 9 mil. obyvateľov. Za tento nárast vďaka Švédsku najmä dvom faktorom, prvým je už spomenutá relatívne vysoká pôrodnosť v porovnaní s ostatným vyspelým svetom a rovnako dôležitá je miera prisťahovalectva.

Hoci Švédsko na začiatku 19. storočia patrilo k minimálne rozvinutým krajinám, výraznú zmenu zaznamenalo v 20. storočí, keď sa zaradilo k najrýchlejšie sa rozvíjajúcim regiónom sveta. Tomuto rastu pomohla aj skutočnosť, že si zachovalo neutralitu počas oboch svetových vojen a vďaka tomu bolo uchránené pred masívnym ničením svojej infraštruktúry.

Švédsko je členom Európskej únie, zostáva však neutrálne, t. j. nie je členom NATO. V tejto krajine budete stále platiť lokálnou menou.

Hospodárstvo je determinované vysokou mierou prerozdelenia zdrojov, vysokými daňami a štedrým sociálnym systémom. Je však pravda, že práve tento systém spôsobuje postupný ústup z najvyšších pozícií v rámci OECD. Aj napriek tomu je Švédsko krajinou s mimoriadne vyspelým high-tech priemyslom a domovom významných globálnych spoločností (ABB, Volvo, SAAB, IKEA, H&M, Ericsson a podobne).

Nórske kráľovstvo

Päťmiliónové Nórske kráľovstvo je najsevernejšou krajinou zo štyroch, ktorým sa dnes venujeme. Je charakteristické vysokou mierou zalesnenia a veľmi pozitívnym vzťahom k ochrane životného prostredia.





Tento vzťah, s ohľadom na rozsiahlu ťažbu ropy a zemného plynu, si môžu dovoliť. Určite však za pozornosť stojí skutočnosť, že takmer všetka elektrická energia sa tu vyrába vo vodných elektrárňach. Nórsko ostáva konštitučnou monarchiou, na ktorej čele stojí kráľ Harald V.

Nórsko nie je členom EÚ, používa lokálnu menu NOK – nórsku korunu. Je však členom NATO, aj ako reakcia na to, že ho v roku 1940, vtedy ešte ako neutrálnu krajinu, obsadilo Nemecko. Je zaujímavosťou, že NOK sa v turbulentných časoch rokov 2009 – 2011 stávala útočiskom pre investorov, ktorí sa obávali o vývoj eura. Veľmi veľká časť však, vďaka oslabeniu NOK proti euru, zostala v NOK neplánovane až do súčasnosti. Zároveň však treba upozorniť, že v prospech nórskej koruny hrá výrazný úrokový diferenciel v porovnaní s eurom.

Dánske kráľovstvo

Kráľovná Margaréta II. vládne najmenšiemu škandinávskemu štátu Dánsku kráľovstvu od roku 1972. Hovorí o ňom ako o najmenšej krajine je do istej miery zavádzajúce. Dánskej korune patrí aj Grónsko a spolu s ním by sa Dánsko stalo druhou najväčšou krajinou Európy.

Územie s rozlohou 53-tis. km² obýva 5,3 mil. obyvateľov, celkový počet obyvateľstva je podobný Slovensku. Tu sa však naše podobnosti, žiaľ, končia...

Dánsko je členom EÚ, používa vlastnú menu dánsku korunu a je aj členom NATO.

Špecifikom Dánska je vysoký podiel ornej pôdy a súčasne potreba dovážať takmer všetky suroviny zo zahraničia. To má prirodzene vplyv na zloženie jeho ekonomiky a zameranie na znalostnú ekonomiku. Takže asi nikoho neprekvapí, že známa stavebnica Lego pochádza práve z Dánska.

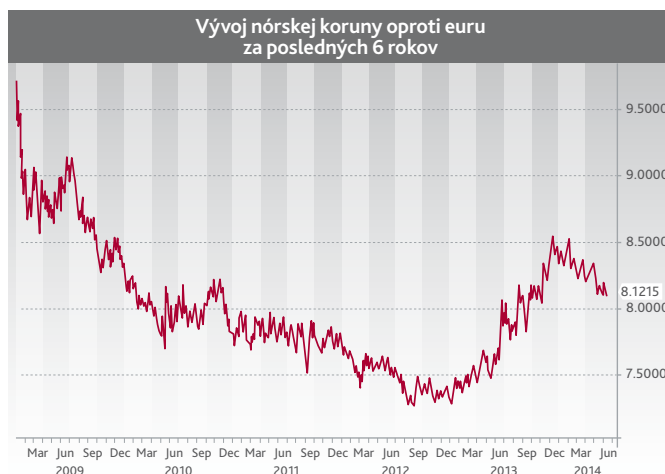
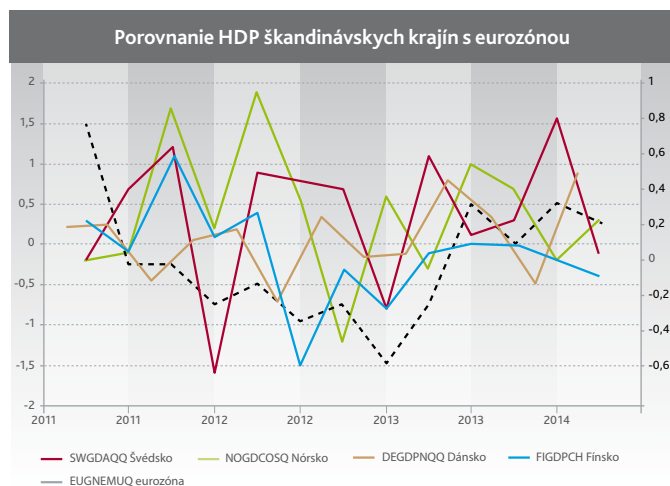
Fínska republika

Fínsko je jedinou krajinou Škandinávie, ktorá je republikou, a rovnako jedinou, ktorá sa vzdala vlastnej meny v prospech eura.

Napriek tomu, že je siedmou najväčšou krajinou Európy, počtom obyvateľov je menšie ako Slovensko (5,2 mil. obyvateľov). Zaujímavosťou však je, že sa každoročne jeho plocha zväčšuje približne o 7 km².

Hospodárstvo Fínska je postavené na priemyselnej produkcii, významný je podiel technológií s vysokou pridanou hodnotou. Predstavovať značku Nokia je asi zbytočné a rovnako zbytočné je upozorniť, že jej mobilná divízia už nie je Nokia...

Celkovo je však životná úroveň vo Fínsku na veľmi vysokej úrovni, a to aj napriek tomu, že z pohľadu HDP sa krajina od roku 2012 nachádza v červených číslach.



Škandinávské investičné možnosti

Ako som uviedol na začiatku stručného prehľadu Škandinávie, investovanie je neustále hľadanie nových investičných príležitostí, nových regiónov a myšlienok. Jednou z nich je fond spravovaný spoločnosťou Alfred Berg, ktorá je od roku 2010 súčasťou globálne pôsobiacej BNP Paribas Investment Partners. Spomedzi ponuky fondov vybral investičný výbor fond Alfred Berg Hoyrente, ktorého investičné zameranie je orientované na investície do dlhopisov s vyšším výnosom – High Yield Bonds.

Investičná filozofia Privatbanky, a. s., je dlhodobo známa a rokmi sa nemení. Všeobecne sme ľahko „posadnutí“ inkasovaním pravidelných výnosov a kontrolovaným investičným rizikom a likviditou. Tento fond z hľadiska stratégie FEREO zaraďujeme do kategórie „O - Opportunities“, tzn. považujeme ho za inštrument so zaujímavým výnosovým potenciálom nad rámec tradičných investícií.

Veľmi intenzívne si uvedomujeme jeho rizikové parametre, medzi tie najpodstatnejšie patrí samotná orientácia na High Yield Bondy, pomerne úzke regionálne zameranie a denominácia podkladových aktív, dominantne NOK, a teda menové riziko.

Na druhej strane, a po zvážení všetkých pozitív a rizík, sa domnievame, že rozum-

né zastúpenie tohto fondu v portfóliu môže z dlhodobého hľadiska priniesť očakávanú výnosovú prémiiu.

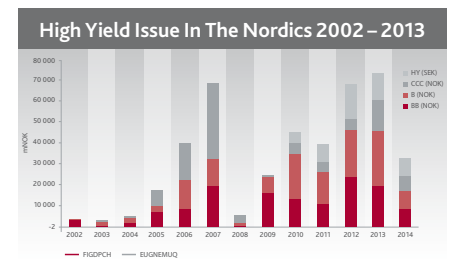
Alfred Berg (www.alfredberg.com) je spoločnosť s viac ako 150-ročnou históriou v oblasti správy majetku pôsobiaca v troch regionálnych sídlach – v Osle, Helsinkách a v Štokholme. Celkovo pre ňu pracuje viac ako 110 zamestnancov. Hodnota spravovaných fondov a riadených portfólií je viac ako 19,8 mld. EUR, pričom ich klienti sú individuálni investori, inštitúcie, penzijné fondy a nadácie.

Alfred Berg Hoyrente je fond investujúci do korporátnych dlhopisov spoločností s domicilom v Škandinávii (prípadne pôsobiacich v Škandinávii alebo inak prepojených so škandinávskym priemyslom). Jeho primárne zameranie je na spoločnosti s vysokou vnútornou hodnotou v porovnaní s rizikom bankrotu. Z pohľadu ratingu pozostáva väčšina portfólia z dlhopisov s ratingom BBB a nižším.

Celkový trh s High Yield dlhopismi v Škandinávii predstavuje objem viac ako 50 mld. USD, čo je až 14 % celkového európskeho trhu. Najvyšší podiel na ňom majú nórske spoločnosti, takmer 30 mld. USD. Ešte zaujímavejší je počet emitentov pochádzajúcich

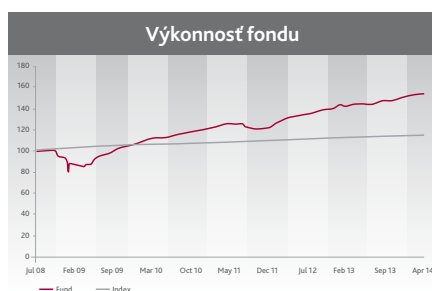
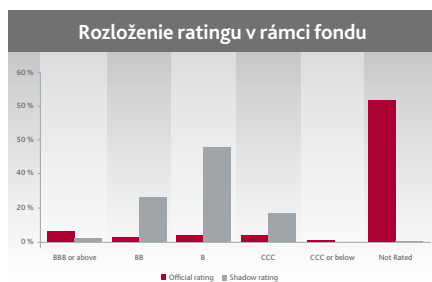
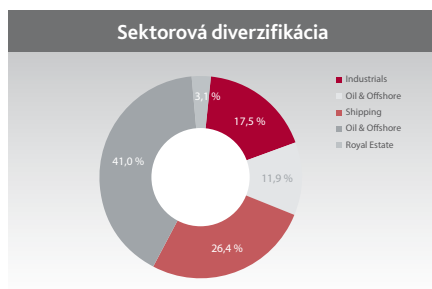
z tohto regiónu – je to až 400 severských spoločností. Na porovnanie, v stredoeurópskom regióne (Česká republika, Slovensko, Maďarsko), ktorý je počtom obyvateľov porovnateľný so Škandináviou, je len niekoľko málo desiatok emitentov high yield dlhopisov. Prirodzene, zohráva tu úlohu sila ekonomiky (oveľa nižšie HDP) a história (kapitalizmus budujeme len posledných 25 rokov).

Uvedený graf znázorňuje emisie high yield dlhopisov v rokoch 2002 až 2013.



Samozrejme, výnos z investícií do High Yield je spojený s vyššou mierou kreditného rizika. Preto za pozornosť stojí porovnanie počtu bankrotov škandinávskych spoločností so zvyškom sveta. V rokoch 2001 a 2008 bol objem defaultov v Škandinávii vyšší v porovnaní s % globálnych bankrotov, vo všeobecnosti je však nižší (škandinávsky sektor je viac cyklický).





Alfred Berg Hoyrent – základné údaje

Portfólio pozostáva z 240 dlhopisov od 190 emitentov	
Veľkosť fondu	4,6 mld. NOK (565 mil. EUR)
Priemerný výnos do splatnosti	8,42 % p. a.
Durácia fondu	0,86 – drvivá väčšina dlhopisov nesie variabilný kupón. Úrokové riziko je tak veľmi nízke.
Dividendový výnos	6,53 % p. a.
Priemerná splatnosť dlhopisov vo fonde	3,21 rokov
Priemerný oficiálny rating fondu	BB
Priemerný tieňový rating fondu	B

Celkové zhrnutie

Pozitívne faktory

Ide o škandinávsky korporátny High Yield fond so zameraním najmä na Nórsko a ropný priemysel. Silnou stránkou je fakt, že škandinávsky High Yield trh je na výsluní a podiel na európskom trhu stále rastie. Default rate (podiel bankrotov) v celej Škandinávii je na nízkej úrovni.

Škandinávia je geograficky zaujímavý región s vysokou životnou úrovňou a politicky stabilným prostredím.

Samotný fond má vysoký výnos do splatnosti pri nízkej durácii (nízkom úrokovom riziku) a širokej diverzifikácii fondu (10 najväčších pozícií má len 19 % z celého AUM fondu) – stredné kreditné riziko a pri málo volatilnom menovom páre (predpoveď analytikov je skôr na posilnenie nórskej koruny) aj nízke menové riziko.

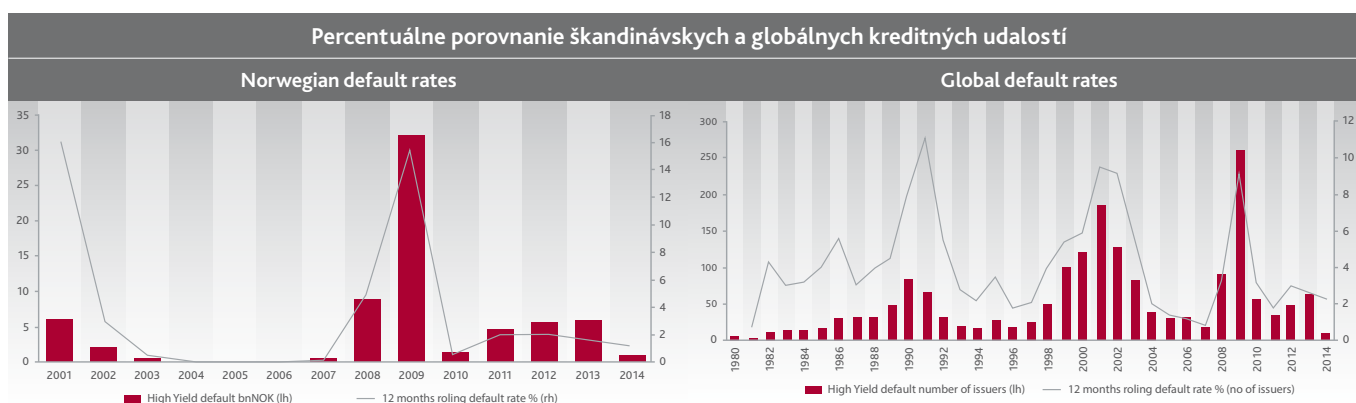
Negatívne faktory

Pre veľký počet spoločností je nemožné zanalyzovať všetky firmy, nízky priemerný rating fondu, slabšia geografická diverzifikácia

(až 65 % je alokácia na Nórsko) a slabšia sektorová diverzifikácia (veľká angažovanosť na ropný priemysel).

Záver

Fond odporúčame vyrovnaným a dynamickým investorom. Maximálny podiel na portfóliu musí odzrkadľovať vzťah investora k riziku a celkový investičný zámer. Rozhodne nie je vhodný na krátkodobé investície.



Vyššie P/E je normálne

Ak nízke výnosy na dlhopisoch pretrvávajú, budeme si musieť zvyknúť na vyššie P/E.

Na finančnom trhu existuje množstvo rôznych nástrojov. Investori sa dennodenne rozhodujú, či svoje pozície zvýšia, alebo, naopak, znížia v akciách, dlhopisoch, komoditách, menových nástrojoch, hotovosti, vo finančných derivátoch. Komodity sú však objemovo malý trh a navyše zarábajú len pri vyššej inflácii. Menové obchody sú vhodné skôr na krátkodobé špekulácie. Finančné deriváty (nie zabezpečovacie, ale špekulatívne) sú často nezrozumiteľné aj pre ich zostavovateľov.

A tak sa „štandardný“ dlhodobý hodnotový investor v podstate rozhoduje len medzi akciami, dlhopismi a hotovosťou. A keďže hotovosť ponúka zvyčajne nižší výnos, ako investor dlho-

tvoria korporátne dlhopisy. Hoci veľký podiel na trhu majú inštitucionálni investori (vrátane centrálnych bánk), ide o dostatočný objem aj pre individuálneho investora. Veľké objemy a množstvo hráčov na oboch stranách ponuky a aj dopytu spôsobujú, že väčšina trhu je naozaj dostatočne likvidná.

Investor sa, okrem rizika, samozrejme, riadi hlavne výnosom. Pri dlhopise je to celkom jednoduché – investor pri nákupe dlhopisu pozná jeho cenu a prípadný kupón (očakávané fixné alebo variabilné hotovostné výnosy), a teda vie, koľko do splatnosti dlhopisu dostane (pravdaže, predpokladá, že emitent nebankrotuje).

mesiacov. Mení sa tak často, ako sa zverejňuje nový zisk, a teda štvrťročne alebo polročne (spoločnosti, kde sa zverejňuje ročne, spravidla nie sú kótované na burze). Vďaka dennej zmene ceny sa denne mení aj P/E. Investor tak má neustále k dispozícii aktuálnu informáciu, koľko musí vynaložiť peňazí na jednotku ročného zisku spoločnosti.

Diskusia okolo „optimálnej“ úrovne P/E neberú konca. Ale trh spravidla za vyváženú hodnotu považuje, ak sa P/E nachádza v intervale 15 – 18. Je to však veľmi individuálne, pretože ju ovplyvňujú hlavne očakávania budúceho rastu „E“, a teda zisku. A tie sú iné pre každý región či pre ten istý región, ale v inom čase, sú iné pre rôzne sektory, pre akciové indexy sústredené na veľké alebo na malé podniky a pod. Na „hrubý“ odhad nadhodnotenosti alebo podhodnotenosti akcií v „štandardnej“, aspoň mierne rastúcej ekonomike je však tento interval vhodný. Rozumné je porovnávať ho s minulými P/E v rovnakých fázach hospodárskeho cyklu.

A práve P/E môže slúžiť aj na porovnanie akcií s dlhopismi. Prevrátením zlomku P/E na E/P môžeme poľahky získať „výnosnosť akcií“. Ide vlastne o zisk (výnos) na jednotku ceny zaplatenej za akciu. Čím je P/E vyššie, tým je E/P, a teda výnosnosť akcie nižšia. Napríklad, ak je P/E 10, a teda akcia sa na trhu obchoduje za 10-násobok ročného zisku, potom E/P je 0,1, a teda 10 %. To znamená, že akcia sa obchoduje za situácie, že ziskovosť na akciu je desatina jej ceny. Ak je P/E 20, potom E/P je 0,05, čiže 5 %. P/E a E/P teda vyjadrujú to isté, len z opačnej strany. Vzťah E/P budeme ďalej nazývať výnos akcie.

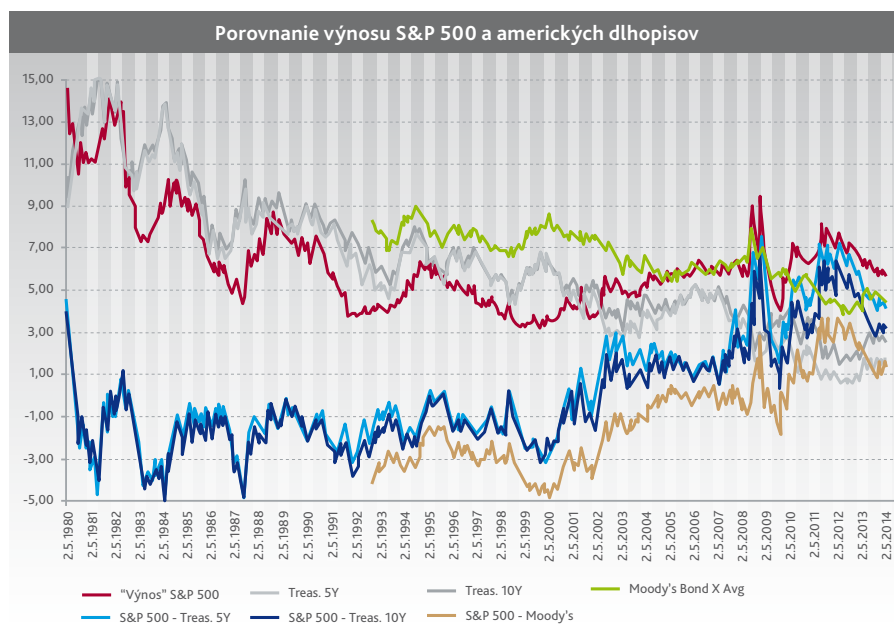
Výnos amerického akciového indexu S&P 500 sa počas posledných dvoch dekád minulého storočia postupne znižoval (P/E sa postupne zvyšovalo). Kým na začiatku 80. rokov výnos dosahoval 11 – 14 % (P/E dosahovalo 7 – 9), na konci 90. rokov bol výnos akcií 3 – 3,5 % (P/E približne 30). Podobne ako výnos akcií, dlhodobo v tomto čase klesali aj výnosy (štátnych) dlhopisov, a to podobným tempom. Takmer po celý čas boli

Diskusia okolo „optimálnej“ úrovne P/E neberú konca

dobu očakáva, prakticky sa rozhoduje len medzi akciami a dlhopismi.

Oba trhy sú dostatočne veľké. Napríklad len v USA je trhová kapitalizácia (objem akcií na trhu ocenených v trhovej hodnote) 500 najväčších podnikov podľa indexu S&P 500 teraz takmer 18 bil. USD. A len objem štátnych dlhopisov je v podobnej veľkosti a ďalší trh

Cena akcie je, samozrejme, tiež známa, ale jej „výnos“ nie. Mohli by sme ho však poľahky získať použitím zisku podniku na akciu, ide o tzv. price to earnings ratio (skrátene P/E). V tomto zlomku je cena (price) aktuálna hodnota akcie, spravidla ide o uzatváraciu hodnotu akcie (akciového indexu) na burze na konci dňa. Pod „earnings“ sa rozumie zisk spoločnosti na akciu za posledných 12



dlhopisové výnosy vyššie, rozdiel sa pohyboval v úzkom koridore 0 až 5 percentuálnych bodov.

Na prelome storočí sa však všetko zmenilo. Napriek tomu, že americké akcie rástli, ich P/E sa postupne znižovalo, výnos akcií tak rástol. Výnos dlhopisov však ďalej pokračoval v poklese. Po dlhých rokoch bol akciový výnos vyšší ako dlhopisový. Ak zoberieme do úvahy index S&P 500 a 10-ročný americký štátny dlhopis, rozdiel bol približne 1 – 2 percentuálne body v prospech akcií.

V turbulentných rokoch 2008 a 2009 sa najprv v šokovej reakcii prudko prepádali a neskôr prudko rástli ceny akcií a aj zisky podnikov, P/E tak bolo volatilné. Na porovnanie je preto toto obdobie nevhodné.

Akcie rástli od jari 2009, od polovice roka 2010 aj P/E. Ale už o rok prudký prepád akcií v lete 2011 (USA riešili zvyšovanie dlhového stropu a agentúry znižovali rating USA, eurozóna riešila otázku svojej vlastnej udržateľnosti) P/E stiahol dole. Dostal sa na najnižšiu úroveň od 2009, a teda výnos indexu, naopak, na najvyššiu. V lete 2011 klesli aj výnosy štátnych dlhopisov (kreditné problémy USA a eurozóny sa paradoxne prejavili znížením výnosov amerických štátnych dlhopisov). Výnosy akcií boli o vyše 6 percentuálnych bodov vyššie ako výnos 10-ročného štátneho dlhopisu, čo takmer dobehlo historické maximum prinajmenšom od roku 1980, ktoré bolo dosiahnuté 6. 3. 2009 úrovňou 6,6 percentuálneho bodu.

Od leta 2011 sa akcie vrátili k rastu, postupne rástlo P/E (a teda výnos akcií klesal). Výnosy štátnych dlhopisov sa znižovali, rozdiel medzi výnosom akcií a dlhopisov sa veľmi nemenil a osciloval okolo úrovne 6 percentuálnych bodov, až kým 1. 6. 2012 nedosiahol najvyššiu úroveň od marca 2009 6,4 percentuálneho bodu. Jednoducho, kto sa rozhodoval medzi akciami a dlhopismi a pozeral len na výnosy, v júni 2012 mal druhú najlepšiu príležitosť v histórii investovať do akcií, prinajmenšom od roku 1980.

Na jeseň 2012 zaviedli v USA tretie kolo kvantitatívneho uvoľňovania a akcie odštartovali nateraz súvislú rastovú vlnu bez významnej korekcie. Ceny akcií rástli rýchlejšie ako zisky, P/E sa zvyšovalo a výnos akcií sa, naopak, znižoval. Navyše, v polovici roka 2013 centrálna banka naznačila ukončovanie kvantitatívneho uvoľňovania, výnosy dlhopisov poskočili nahor. Rozdiely medzi akciami a dlhopismi sa



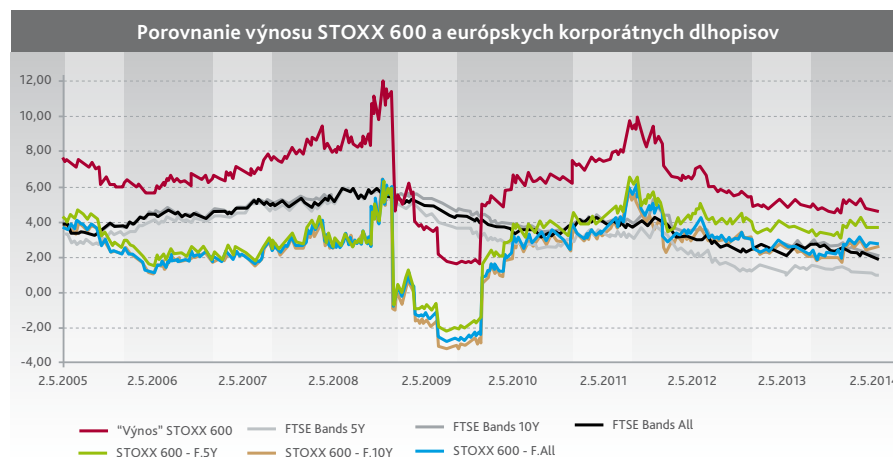
začali znižovať a najmenej, menej ako 3 percentuálne body v prospech akcií, dosiahli na konci roka 2013 (stále porovnávame S&P 500 a 10-ročný štátny výnos). Odtedy sa síce výnos akcií ďalej znižoval, ale zároveň sa znižoval aj dlhopisový výnos a teraz sa rozdiel pohybuje medzi 3 – 3,5 percentuálneho bodu. Ak zoberieme do úvahy 5-ročný dlhopis, rozdiel je až 4 – 4,5 percentuálneho bodu (lebo výnos 5-ročného dlhopisu je nižší ako výnos 10-ročného dlhopisu).

a investovaním do dlhopisu priemerného amerického korporátu (de facto tá istá skupina aktív) a pozerá len na výnosy, mal by si vybrať akcie. Sú síce volatilnejšie, ale napokon pri strese na trhu by rástlo aj kreditné riziko korporátov a cena korporátnych dlhopisov by sa tak či tak znižovala. Táto úvaha však platí naozaj len pre dlhodobého investora, ktorý mentálne zvláda volatilitu, keďže krátkodobý prepád akcií môže byť povedzme o 30 % a pokles cien korporátnych dlhopisov v tom istom čase len o 10 %.

V Európe nevychádza porovnanie akciových a dlhopisových výnosov až tak priaznivo

Výnosy akcií sú dokonca o 1 percentuálny bod vyššie ako priemerný výnos amerického korporátu podľa indexu Moody's Bond Indices Average. To znamená, že ak sa investor rozhoduje medzi investovaním do indexu S&P 500

Celkovo, dnes je atraktivita amerických akcií v porovnaní so štátnymi aj korporátnymi dlhopismi síce najnižšia v pokrízovom období, ale vyššia ako kedykoľvek v období 30 rokov pred krízou. A teda, ak výnosy dlhopisov aj ďalej zo-





stanú na nízkych úrovniach, bude to tlačiť na rast cien akcií. Dokonca i vtedy, ak nebudú významne rásť zisky. P/E, tak ako ho poznáme, sa môže zvýšiť na nové maximá a udržať sa tam ešte dlho bez toho, aby to narušilo vzájomný pomer medzi akciami a dlhopismi.

výnosom 10-ročného amerického štátneho dlhopisu, ktorý je dnes na 2,6 % (ten by navyše pri takomto korporátnom šoku prudko klesal). Na druhej strane by však bol výnos akcií v porovnaní s priemernými výnosmi korporátnych výnosov dlhopisov (index Moody's) pravdepodobne nižší, lebo rastúce kreditné riziko by dvíhalo nahor korporátne výnosy.

Čínske akcie sú voči svojim dlhopisom najatraktívnejšie

Dokonca aj pri výraznom poklese zisku by mali akcie navrch. Ak by klesol zisk z roka na rok povedzme o polovicu (na porovnanie – počas globálneho šoku 2008/2009 padali zisky podnikov v indexe S&P 500 medziročne o tretinu, v 4Q 2008 o 36 % a v 1Q 2009 o 32 %) a cena akcie by sa nezmenila, P/E by vzrástlo na dvojnásobok, a teda výnos akcií by klesol o polovicu. Ak je dnes výnos akcií približne 5,6 % a ak by aj klesol na 2,8 %, bola by nad

dobne nižší, lebo rastúce kreditné riziko by dvíhalo nahor korporátne výnosy.

V Európe nevychádza porovnanie akciových a dlhopisových výnosov až tak priaznivo. Jednak sú výnosy štátnych dlhopisov na juhu Európy pomerne vysoké a jednak je vysoké aj P/E a výnos akcií teda nízky. Ak zoberieme do úvahy rozhodovanie sa medzi investíciami na „európskej úrovni“ – do európskych akcií (in-

dex Stoxx 600, výnosnosť 4,6 %) verzus európskych korporátnych dlhopisov (napríklad index 3- až 5-ročných korporátnych dlhopisov FTSE Euro Corporate Bond 3 to 5 Years Average, výnos okolo 1 % či 7- až 10-ročných korporátnych dlhopisov FTSE Euro Corporate Bond 7 to 10 Years Average, výnos približne 2 %), akciové výnosy sú síce vyššie, ale tento rozdiel je od roku 2005 najnižší (neberieme do úvahy obdobie 2008 – 2009).

Spomedzi akciových indexov najväčších európskych krajín je v porovnaní s predkrízovým obdobím rozdiel medzi výnosnosťou akcií a príslušných štátnych dlhopisov vyšší len v Nemecku. Vo Veľkej Británii je približne rovnaký, vo Francúzsku nižší. Rovnako nižší je aj v Taliansku, kde je dokonca záporný (výnosy dlhopisov sú vyššie). Interpretácia použitá pre USA je teda vhodná najmä pre Nemecko, ale obmedzená aj pre Veľkú Britániu a Francúzsko. Pri Taliansku majú navrch teraz dlhopisy.

Výnosy japonských dlhopisov sú extrémne nízke (napríklad výnos 10-ročného dlhopisu sa pohybuje okolo 0,6 %), a tak stačí aj malý výnos akcií, aby boli pre investora v porovnaní s dlhopismi atraktívne. Aktuálne je P/E národného indexu Nikkei 225 na úrovni približne 20, a teda výnos akcií je 5 %. Rozdiel oproti 10-ročnému dlhopisu je viac ako 4 percentuálne body, a to je viac ako v USA. Napriek vyššiemu P/E sú japonské akcie voči domácim dlhopisom atraktívnejšie ako v USA tamojšie akcie voči domácim dlhopisom.

Ešte vyšší rozdiel je v Číne, až 6 % (5- a 10-ročný čínsky štátny dlhopis má takmer zhodný výnos 4 %), a P/E akciového indexu Shanghai Composite je okolo 10, čo indikuje výnos akcie okolo 10 %. Čínske akcie sú zo všetkých sledovaných regiónov voči svojim dlhopisom najatraktívnejšie, avšak, pravda, tamojší trh je najmenej likvidný.

Celkovo, ak prijmemé tézu, že dlhopisový trh sa zmenil na nový normál, ktorý je charakteristický nízkymi výnosmi, potom to bude tlačiť aj P/E na nový normál s vyššími dlhodobými priemernými hodnotami. Akcie teda môžu rásť ešte nejaký čas aj bez toho, aby sa zvyšovali zisky. S rastom P/E môže narásť volatilita trhu. No tento pohľad je pohľadom dlhodobého investora, ktorý vníma volatilitu ako normálnu súčasť investovania.

Ing. Mgr. Richard Tóth, PhD.
hlavný ekonóm

Porovnanie výnosu národného akciového indexu s výnosmi 5- a 10-ročných štátnych dlhopisov

	E/P	Bond 5Y	Bond 10Y	E/P-Bond 5Y	E/P-Bond 10Y
USA (S&P 500)	5,66	1,54	2,48	4,12	3,18
Nemecko (DAX)	5,42	0,43	1,36	4,99	4,07
Francúzsko (CAC 40)	3,85	0,68	1,77	3,17	2,08
Taliansko (FTSE MIB)	0,37	1,68	2,96	-1,32	-2,60
UK (FTSE 100)	5,05	1,87	2,57	3,17	2,48
Japonsko (Nikkei 225)	5,23	0,18	0,58	5,05	4,65
Čína (Shanghai Comp.)	10,04	4,01	4,14	6,03	5,90

Poznámky: 1. Údaje k 30. 5. 2014 2. E/P = 1/Price to Earnings ratio

Aktuality

Florentinum Grand Opening



Investičná skupina Penta usporiadala 15. mája slávnostné otvorenie Florentina pod názvom Grand Opening. Túto veľkolepú slávnosť otvorili svojimi prejavmi primátor hlavného mesta Praha Tomáš Hudeček, starosta Prahy 1 Oldřich Lomecký a partner investičnej skupiny Penta Marek Dospiva.

Na veľkolepom Grand Opening mohli návštevníci akcie okrem ochutnávky výborného jedla a nápojov obdivovať aj výnimočné akrobatické vystúpenie – unikátny prechod po 100 m dlhom lane vo výške 40 metrov. Akrobat, ktorý toto dych vyrážajúce predstavenie predviedol, patrí k svetovej špičke v chôdzi po visutom lane.



Ďalším unikátnym programovým bodom bola dynamická závesná akrobacia vo výške 33 metrov. Traja akrobati predviedli vo výške 180 metrov tie najlepšie akrobatické figúry bez akéhokoľvek istenia.

Vyvrcholením večera bola vizuálna šou v podobe 3D mappingu stavby Florentina, ktorá sa premietala na fasádu budovy.

Presťahovali sme sa

V exkluzívnych priestoroch budovy Florentina má od 1. mája svoje sídlo aj české zastúpenie Privatbanky, a. s. Na novej adrese poskytuje svoje služby v atraktívnejších a veľkorysejších priestoroch. Banka tak po



Marek Dospiva
partner skupiny Penta Investments Limited

štyroch rokoch pôsobenia na trhu privátneho bankovníctva v ČR vstupuje do ďalšieho obdobia svojho rozvoja.

Klienti ocenia najmä individuálny prístup reprezentantov banky k ich potrebám a investičným predstavám, jedinečné produktové riešenia v oblasti správy finančného majetku, a tiež ponuku emisií korporátnych dlhopisov úspešných projektov materskej spoločnosti Penta Investments Limited.

 **Privatbanka**
Výjimečná jako Vy



Dosiahnuté hospodárske výsledky Privatbanky, a. s., k 31. 5. 2014

Hospodárske výsledky	31. 5. 2014 (tis. eur)	31. 3. 2014 (tis. eur)
Čistý zisk	1 696	905
Prevádzkový zisk	2 589	1 225

Projekt Bory



Názov projektu Bory vychádza z miestopisu lokality, kde bude stáť. Územie medzi Malými Karpatmi a riekou Moravou sa nazýva Borská nížina a historicky je známe ako miesto, kde rastú borovicové lesy – bory. Tento projekt má ambíciu stať sa novou mestskou štvrťou Bratislavy, ktorá významne rozšíri mesto smerom na severozápad a prinesie do spádovej oblasti doteraz chýbajúce možnosti nakupovania a trávenia voľného času. Ide o prvý projekt takéhoto rozsahu na Slovensku. Spája v sebe výnimočné možnosti nákupu, miesto na relax, občiansku vybavenosť, administratívne priestory a rezidenčné komplexy.

Projekt sa uskutočňuje v dvoch etapách na území s rozlohou 155 hektárov a skladá sa z komerčnej zóny Bory Retail Zone a obchodno-zá-



bavného centra Bory Mall. Veľkosť územia v lokalite Bory umožňuje v budúcnosti aj realizáciu bytovej výstavby. Samotný projekt rezidenčnej štvrte Bory Home je však len v štádiu začiatkovej prípravy.

Bory Mall

Bory Mall bude rodinne zamerané nákupné centrum pre všetky vekové skupiny, ktorým poskytne možnosť kvalitných nákupov i zaujímavé príležitosti na trávenie voľného času. Svoju veľkosťou bude plniť úlohu nadregionálneho obchodného centra. Poskytne vyvážený mix nákupov a zábavy a stane sa vyhľadávanou adresou pre obchodné prevádzky známych značiek.

Unikátom centra budú výnimočné architektonické prvky a zelené plochy v interiéri aj exteriéri. Návštevníkom bude k dispozícii 2 360 parkovacích miest v podzemných priestoroch a na vonkajších plochách priamo pred vchodmi do nákupného centra. Moderný dizajn a architektonické prvky budú zaručovať jedinečný zážitok z nakupovania. Autorom architektonického návrhu je ateliér talianskeho architekta Massimiliana Fuksasa.

Nákupné centrum Bory Mall naplní nákupné potreby a očakávanie obyvateľov mestských častí Devínska Nová Ves, Lamač, Dúbravka, ale aj zákazníkov zo Záhorskej Bystrice, Devína i priľahlého Záhoria. Jeho otvorenie je naplánované na jeseň roku 2014.

Bory Retail Zone je nákupná zóna, v ktorej môžu postupne vzniknúť až dve desiatky veľkokapacitných obchodných prevádzok s rozličnou ponukou tovarov a služieb. Rozmiestnenie jednotlivých budov a precízne naplánovaná infraštruktúra zaručuje bezproblémovú dopravnú obsluhu na celom území.

Prvou prevádzkou Bory Retail Zone sa stalo v októbri 2010 Metro Cash&Carry. Nasledovali reťazce Hornbach, ktorý spustil prevádzku na jar 2013, a čerpacia stanica Shell v jeho susedstve. V roku 2014 je plánované otvorenie prevádzok siete Merkury Market a Decathlon. Rokovania prebiehajú aj s ďalšími záujemcami.

V bezprostrednej blízkosti Hornbachu sa uvažuje o výstavbe Retail Parku, bloku obchodných prevádzok (od 250 m²) určených na prenájom. Projekt má veľkosť 7 500 m² obchodnej plochy a je naň vydané územné rozhodnutie.

Záhorské sady

Ide o exkluzívny rezidenčný projekt v Záhorskej Bystrici na úpäť Malých Karpát, ktorý dostal názov Záhorské sady. Veľkosť pozemku, na ktorom sa realizuje projekt, je 23 hektárov. Výstavba sietí, komunikácií, detského ihriska, relaxačnej zóny okolo potoka, oplotenia celého areálu a pozemkov i výsadba živých plotov bola ukončená. Tento projekt je určený tým, ktorí vyžadujú bývanie v priamom kontakte s prírodou, v modernej a architektonicky jedinečnej štvrti, a pritom vo vzdialenosti len pár minút autom od centra mesta. Reagujeme tak na požiadavku trhu a dopyt klientely po kvalitnom urbanizme a navyše vo vyhľadávanej lokalite.

Práve tu, v uzavretom areáli v dotyku chránenej krajinskej oblasti, pribudne dvanásť radových rodinných domov. Jedinečné dispozície a nadčasová architektúra so všetkými benefitmi územia ponúkajú jedinečnú kvalitu bývania.

Zámerom bolo skĺbiť súkromie bývania a krásu prírody do jedného uceleného a intímneho prostredia. Víziou bolo vytvorenie prírodných, exteriérových miestností – "čistín v lese", na ktorých budú umiestnené jednotlivé domy. Usporiadanie týchto otvorených priestorov bolo matematicky generované tak, aby vznikol jednotný súbor prispôsobujúci sa topografii miesta a zároveň zabezpečujúci najlepší výhľad a súkromie pre každý dom.



Prehľad aktuálnych korporátnych dlhopisov Privatbanky

Názov dlhopisu	Emitent	Celková hodnota emisie	Splatnosť	Fixný kupón
Tirrellus	Tirrellus, a. s.	15 000 000,00 EUR	25. 7. 2014	6,00 % p. a.
Penta 01	Penta Funding, a. s.	18 000 000,00 EUR	11. 7. 2014	6,00 % p. a.
Penta 02	Penta Funding, a. s.	200 000 000,00 CZK	16. 9. 2014	6,00 % p. a.
Penta 03	Penta Funding, a. s.	10 000 000,00 EUR	19. 9. 2014	6,00 % p. a.
Penta 04	Penta Funding, a. s.	250 000 000,00 CZK	27. 12. 2014	6,00 % p. a.
Penta 05	Penta Funding, a. s.	15 000 000,00 EUR	29. 6. 2015	6,00 % p. a.
Penta 06	Penta Funding, a. s.	15 000 000,00 EUR	28. 12. 2015	6,00 % p. a.
Penta 07	Penta Funding, a. s.	200 000 000,00 CZK	31. 12. 2015	6,00 % p. a.
Penta 08	Penta Funding, a. s.	12 000 000,00 EUR	13. 2. 2015	5,50 % p. a.
Penta 10	Penta Funding CR, a. s.	150 000 000,00 CZK	18. 4. 2015	5,50 % p. a.
Penta 12	Penta Funding, a. s.	6 000 000,00 EUR	8. 7. 2016	5,00 % p. a.
Penta 14	Penta Funding CR, a. s.	100 000 000,00 CZK	15. 8. 2016	5,85 % p. a.
Dr.Max 3	GLEBI HOLDINGS PLC	25 000 000,00 EUR	21. 8. 2015	6,25 % p. a.
Dr.Max 4	GLEBI HOLDINGS PLC	200 000 000,00 CZK	21. 8. 2015	6,25 % p. a.
Dr.Max 6	GLEBI HOLDINGS PLC	250 000 000,00 CZK	27. 9. 2015	6,25 % p. a.
Dr.Max 7	Dr.Max Funding, s. r. o.	25 000 000,00 EUR	10. 10. 2016	4,70 % p. a.
Dr.Max 8	Dr.Max Funding, s. r. o.	5 000 000,00 EUR	23. 5. 2016	4,65 % p. a.
Digital Park 04	DIGITAL PARK HOLDINGS LIMITED	8 300 000,00 EUR	29. 7. 2016	5,85 % p. a.
Penta Public 1	Penta Funding Public, s. r. o.	10 000 000,00 EUR	20. 9. 2016	5,50 % p. a.
Penta Public 2	Penta Funding Public, s. r. o.	12 000 000,00 EUR	29. 11. 2015	4,95 % p. a.
Penta Public 3	Penta Funding Public, s. r. o.	4 000 000,00 EUR	10. 2. 2015	4,30 % p. a.
Penta Public 4	Penta Funding Public, s. r. o.	5 000 000,00 EUR	29. 4. 2015	4,30 % p. a.
Penta Public 5	Penta Funding Public, s. r. o.	7 000 000,00 EUR	5. 6. 2015	4,00 % p. a.
Rača 01	Bavint, s. r. o.	7 100 000,00 EUR	13. 7. 2015	3,70 % p. a.
Fortbet EUR 01	Fortbet Funding, s. r. o.	24 000 000,00 EUR	29. 10. 2016	5,50 % p. a.
Fortbet EUR 02	Fortbet Funding, s. r. o.	11 500 000,00 EUR	13. 1. 2017	5,00 % p. a.
Fortbet EUR 03	Fortbet Funding, s. r. o.	12 000 000,00 EUR	15. 5. 2017	4,75 % p. a.
Fortbet CZK 01	Fortbet Funding, s. r. o.	200 000 000,00 CZK	20. 11. 2016	5,50 % p. a.
Bory IV	Bory, a. s.	20 000 000,00 EUR	29. 4. 2017	4,85 % p. a.
Bory V	Bory, a. s.	6 000 000,00 EUR	23. 5. 2016	4,60 % p. a.
Florentinum 4	Denda Beheer, B. V.	100 000 000,00 CZK	30. 5. 2016	5,80 % p. a.
Florentinum 5	PIL Trade, a. s.	11 000 000,00 EUR	16. 6. 2016	4,60 % p. a.
Florentinum 6	PIL Trade, a. s.	7 000 000,00 EUR	16. 6. 2017	4,70 % p. a.
Florentinum 7	Denda Beheer, B. V.	200 000 000,00 CZK	4. 6. 2016	4,60 % p. a.
Waltrovka CZK 01	Kaufstein B. V.	180 000 000,00 CZK	24. 2. 2016	4,75 % p. a.
Waltrovka CZK 02	Kaufstein B. V.	140 000 000,00 CZK	10. 6. 2016	4,60 % p. a.

* Presné znenie emisných podmienok všetkých emisií dlhopisov, ktoré predáva Privatbanka, a. s., sú k dispozícii u vášho privátneho bankára alebo na vyžiadanie na adrese treasury@privatbanka.sk



Vstúpte do sveta

privátneho bankovníctva

Nadštandardne zhodnotíme Vaše financie:

- formou individuálnej správy majetku Privatbanka Wealth Management
- investovaním do nadpriemerne úročených dlhových cenných papierov

Získajte viac informácií o možnostiach privátneho bankovníctva, tak ako ho vidí Privatbanka.

www.privatbanka.sk

Maldivy, Palau, Bahamy. Boli ste tam?

Z medzinárodného uhla pohľadu sú najzaujímavejšie krajiny, ktoré majú svetovo unikátne prírodné úkazy (Island), historické pamiatky (Taliansko) alebo majú more a sú blízko významných trhov (Chorvátsko). Absolútne najviac, samozrejme, získavajú ľudnaté a veľké krajiny (a tie aj najviac využívajú služby cestovného ruchu využívajú tiež ľudnaté krajiny), ale z turizmu žijú najmä menšie krajiny.



Ing. Mgr. Richard Tóth, PhD.
hlavný ekonóm

Do cudzích krajín cestuje čoraz viac ľudí. Kým v roku 1950 to bolo 25 miliónov ľudí (necele 1 percento vtedajšej populácie), v roku 1980 už 278 miliónov (6,2 % svetovej populácie) a v roku 1995 až 528 miliónov (9,3 % populácie). V roku 2012 počet medzinárodných turistov presiahol 1 miliardu a v roku 2013 dosiahol takmer 1,1 miliardy (15,4 % populácie). Podľa prognóz Svetovej turistickej organizácie (špecializovanej agentúry pri OSN, známej pod skratkou UNWTO) by mal počet zahraničných turistov do roku 2030 narásť na 1,8 miliardy za rok a počet domácich turistov na 5 – 6 mld. za rok. Zvyšuje sa aj podiel rozvojových a rýchlo sa rozvíjajúcich ekonomík na svetovom ruchu. Kým v roku 1995 bol ich podiel na počte prichodiacich turistov menej ako

37 %, v roku 2013 už dosiahol 47 %. Za nárast nie je zodpovedná len lepšia demografia, ale aj rýchlejší hospodársky rast.

Medzinárodný turizmus nerastie rýchlejšie ako globálna ekonomika. V roku 1995 dosiahli podľa údajov UNWTO príjmy z medzinárodného cestovného ruchu 476 mld. USD, čo tvorilo 1,6 % svetového HDP. V roku 2005 boli tieto príjmy už 681 mld. USD (1,5 % HDP), v roku 2012 1,1 bilióna USD (1,5 % svetového HDP). Medzinárodný turizmus celkovo nie je veľmi významným odvetvím. Na druhej strane tvorí podľa odhadov 9 % svetového HDP a v niektorých krajinách je úplne dominantným sektorom.

Medzinárodný turizmus nerastie rýchlejšie ako globálna ekonomika

Celkové svetové príjmy z medzinárodného turizmu dosiahli v roku 2013 1,4 bilióna dolárov (t. j. 3,8 mld. USD denne), z toho priamo turistické destinácie získali takmer 1,2 bilióna USD a medzinárodná doprava a sprostredkovanie vyše 200 mld. USD. Medzinárodný cestovný ruch sa podieľa takmer tretinou na svetovom exporte služieb a 6 percentami na celkovom svetovom exporte tovarov a služieb.

Vyššie 53 % ciest bolo uskutočnených letecky, 40 % cestnou dopravou, 5 % vodnou dopravou a 2 % po železnici. Dovolenka bola dôvodom pre 52 % všetkých uskutočnených ciest, návšteva priateľov, cestovanie zo zdravotných a z náboženských pohnútok tvorilo 27 % ciest, pracovné cesty tvorili 14 % a 7 % bolo neklasifikovaných.





Medzinárodne najnavštevovanejšou krajinou na svete je Francúzsko (83 mil. turistov v roku 2012), nasledované USA (70 mil. v roku 2013) a Španielskom (61 mil.), Čínou a Talianskom. V medzinárodných turistických príjmoch však vedú USA so 140 mld. USD v roku 2013 pred Španielskom (60 mld. USD), Francúzskom (56 mld.), Čínou a čínskym Macaom na piatom mieste.

Na meranie úspešnosti krajiny v cestovnom ruchu sa môžu použiť viaceré parametre. Veľké krajiny priťahujú veľa návštevníkov, ale najúspešnejšie sú malé ostrovné štáty. Tak napríklad v príjmoch na jedného návštevníka dominovalo v roku 2013 Bielorusko nasledované Luxemburskom a Austráliou. Na opačnom konci rebríčka (z tých krajín, ktoré zverejnili

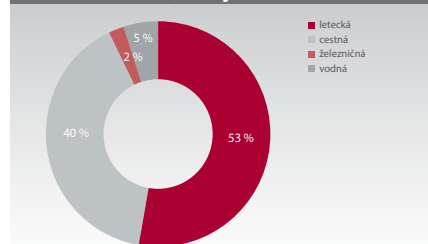
Veľké krajiny priťahujú veľa návštevníkov, ale najúspešnejšie sú malé ostrovné štáty

Z pohľadu kontinentov najviac zahraničných turistov a aj peňazí priťahuje Európa, odohráva sa tu približne polovica globálneho cestovného ruchu. V Ázii a Pacifiku asi štvrtina, v Severnej a Južnej Amerike pätina a zvyšná menej ako desatina pripadá na Afriku a Blízky východ. Európa dominuje najmä nielen kvôli množstvu atraktivít (historické pamiatky, more, hory), ale aj kvôli rozdrobenosti. V Európe sa napríklad výlet Slováka do Ríma započítava do zahraničného cestovného ruchu Talianska, ale porovnateľný výlet Kansasana do New Yorku je v USA domácim cestovným ruchom.

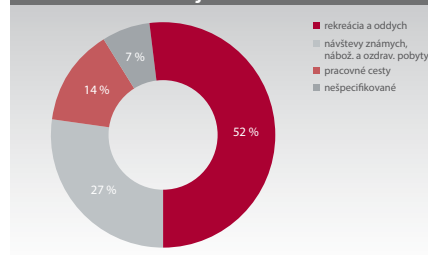
svoje údaje) sa nachádzali africké krajiny Burundi, Botswana a posledná Papua-Nová Guinea. Neznamená to, že ich návštevnosť je slabá, ale len to, že ich návštevníci míňajú málo.

Najväčší podiel príjmov zo zahraničného turizmu na HDP na svete majú Maldivy v Indickom oceáne, ďalej súostrovie Palau východne od Filipín v Tichom oceáne a „neďaleké“ súostrovie Vanuatu východne od Austrálie. Celkovo v tomto parametri dominujú malé ostrovné krajiny, jedinou pevninskou krajinou v prvej desiatke je americké Belize. Z európskych kra-

Spôsob dopravy v medzinárodnom turizme, 2013, zdroj: UNWTO



Účely ciest v medzinárodnom turizme, 2013, zdroj: UNWTO



jin sú v rebríčku veľmi vysoko Čierna Hora, Chorvátsko, Cyprus a Albánsko. Naopak, na konci rebríčka je opäťovne Papua-Nová Guinea, ale aj africká Guinea a ázijský Tadžikistan.

V príjmoch z medzinárodného cestovného ruchu na obyvateľa vedie Luxembursko pred Palau a Bahamami. Opäťovne dominujú malé, väčšinou ostrovné alebo pobrežné krajiny, z regionálneho pohľadu sú na popredných miestach v rebríčku európske krajiny. Po Luxembursku je prvou vnútrozemskou krajinou v tomto ukazovateli Rakúsko nasledované Švajčiarskom. Na opačnom konci rebríčka sa opäťovne ocitá Papua-Nová Guinea.

Najnavštevovanejšou krajinou v porovnaní s počtom domácich obyvateľov je Hongkong nasledovaný Palau, Bahamami, Maltou, Maldivami a Rakúskom. V Európe sú v tomto rebríčku vysoko aj Cyprus, Chorvátsko, Island a Estónsko. Naopak, domáci obyvatel stretne turistu veľmi zriedkavo v Indii, Pakistane, Nigeri, Nigérii a v Kongu.

Ak porovnáme návštevnosť voči HDP, navrch majú chudobnejšie krajiny. Na prvom mieste Maldivy, potom Palau a Kirgizsko. Na opačnej strane stoja Kuvajt, Venezuela, Bielorusko a Japonsko – ide o krajiny, ktoré kombinujú relatívne nižšiu návštevnosť s relatívne vyšším HDP.

Celkovo najúspešnejšími krajinami v medzinárodnom cestovnom ruchu sú malé ostrovné štáty, najmä Maldivy, Palau a Bahamy. Všetky sa

Top 10 krajín – údaje za roky 2012 a 2013, zdroj: prepočet podľa údajov UNWTO a IMF

	Príjmy na turistu	Príjmy ako podiel na HDP	Príjmy na obyvateľa	Počet turistov na obyvateľa	Počet turistov voči HDP
1.	Bielorusko	Maldivy	Luxembursko	Hongkong	Maldivy
2.	Luxembursko	Palau	Palau	Palau	Palau
3.	Austrália	Vanuatu	Bahamy	Bahamy	Kirgizsko
4.	Libanon	Bahamy	Maldivy	Malta	Čierna Hora
5.	Macao	St. Lucia	Hongkong	Maldivy	Svazijsko
6.	Nový Zéland	Antigua a Barbuda	Seychely	Rakúsko	Kambodža
7.	Šalamúnové ostrovy	Seychely	Singapur	Antigua a Barbuda	Albánsko
8.	India	Kapverdské ostrovy	Antigua a Barbuda	Cyprus	St. Lucia
9.	Francúzska Polynézia	Belize	Malta	Chorvátsko	Kapverdské ostrovy
10.	Katar	Barbados	Cyprus	Island	Laos



Trendy v turizme podľa UNWTO

	Počet turistov v mil.		Rast v %	Podiel v %	
	2010	2030	2010 – 2030	2010	2030
Svet	940	1 809	3,3	100,0	100,0
Vyspelé ekonomiky	498	772	2,2	53,0	43,0
Emerging markets	442	1 037	4,4	47,0	57,0
Afrika	50	134	5,0	5,3	7,4
Ameriky	150	248	2,6	15,9	13,7
Ázia a Pacifik	204	535	4,9	21,7	29,6
Európa	475	744	2,3	50,6	41,1
Stredný východ	61	149	4,6	6,5	8,2

nachádzajú v tropickom pásme okolo celej zemegule. Veľmi úspešné sú aj niektoré pobrežné oblasti, najmä Hongkong, Macau a Singapur. Nielen v Európe, ale celosvetovo dosahujú jedny z najvyšších hodnôt v návštevnosti a príjmoch vzhľadom na svoju veľkosť Chorvátsko, Rakúsko, Malta, Cyprus, Čierna Hora.

Naopak, najmenej úspešnou turistickou destináciou je takmer celá Afrika a stredná Ázia, predovšetkým Afganistan a Pakistan.

Slovensko sa nachádza väčšinou v strede rebríčkov. Ale v príjmoch na jedného návštevníka patrí medzi „lepšie“ krajiny. Naopak, podpriemerné

Slovensko sa nachádza väčšinou v strede rebríčkov

Krajiny s najväčšími výdavkami na medzinárodný turizmus v roku 2013

	mld. USD	podiel v %	USD na obyvateľa
1. Čína	128,6	11,1	94
2. USA	86,2	7,4	273
3. Nemecko	85,9	7,4	1 063
4. Rusko	53,5	4,6	374
5. UK	52,6	4,5	821
6. Francúzsko	42,4	3,7	665
7. Kanada	35,2	3,0	1 002
8. Austrália	28,4	2,4	1 223
9. Taliansko	27,0	2,3	452
10. Brazília	25,1	2,2	127
Spolu	564,9	48,6	609

Poznámka: Spolu = pri mld. USD a súčet podielov, pri USD na obyvateľa obyčajný priemer

umiestnenie má Slovensko v rebríčku návštev na HDP. Celkovo teda slovenskú ekonomiku nepodporuje významný počet návštevníkov zo zahraničia, ale tí, čo prídu, tu významne utrúcajú.

Zaujímavý je aj opačný uhol pohľadu – kto utrúca najviac na zahraničné cesty. Asi nikoho neprekvapí, že na prvom mieste je Čína nasledovaná USA a Nemeckom. V prvej desiatke sa nachádzajú všetky veľké krajiny Európy, USA, Kanada, Austrália a okrem Indie všetky krajiny BRIC. Japonsko v roku 2013 vypadlo z prvej desiatky, imidž Japoncov ako všadeprítomných medzinárodných turistov nezodpovedá realite. Japonci cestujú veľa, ale hlavne doma (pravdepodobne najmä kvôli podnikaniu). Krajina disponuje po USA druhou najväčšou ubytovacou kapacitou na svete 3,3 milióna postelí, ale z hľadiska prílevu zahraničných turistov je na konci druhej desiatky na svete.

Z pohľadu výdavkov na jedného obyvateľa sú medzi krajinami významné rozdiely. Veľmi veľa, viac ako 4 000 USD, vydáva na zahraničné cesty za rok priemerný Singapurčan, okolo 3 000 USD priemerný Hongkončan a 2 000 USD priemerný Belgičan. Približne 1 000 USD utrúcajú priemerný Nemeckan, Kanadan, Austráľčan či Holanďan, čo je napríklad desaťnásobok priemerného Čičana. Nemecko je z pohľadu počtu turistov a ich výdavkov na hlavu asi najdôležitejší klient pre svetové turistické destinácie. Samozrejme, každá destinácia má špecifickú klientelu. Napríklad pre Slovensko je celkom významná globálne prudko rastúca ruská klientela. Z pohľadu výdavkov na hlavu patrí tiež medzi priemerné krajiny. Ročne slovenské domácnosti vynakladajú na zahraničný cestovný ruch približne 1,7 mld. EUR, 310 EUR (420 USD) na hlavu.

Zhrnúc – celkovo sa zdá, že more je najväčšou cestovateľskou atrakciou na svete, ostrovy a prímorské krajiny bývajú najnavštevovanejšie. A zároveň, čím sú menšie, tým je význam pre ich ekonomiku silnejší. V Európe je okrem malých ostrovných krajín turistický ruch najvýznamnejší pre Chorvátsko a Čiernu Horu. Okrem mora je silným faktorom medzinárodného cestovného ruchu aj podnikanie, v tomto dominujú Singapur a Hongkong. Krajiny s významnými prírodnými úkazmi (napríklad Island) nie sú masovo navštevované. Slovensko je priemernou turistickou destináciou. Najviac cestujú Anglosasi, rýchlo rastie dopyt po turistických službách v Rusku a v Číne. Veľmi rozšírený domáci cestovný ruch má Japonsko.

Neexistuje miesto, kam by sme klienta nevedeli dopraviť



Ing. Juraj Uvíra, PhD., je spolumajiteľom cestovnej kancelárie CK Victory Travel, s. r. o., špecializujúcej sa na organizáciu exotických dobrodružno-poznávacích zájazdov do celého sveta s dôrazom na individuálny prístup ku klientovi a na kvalitu ponúkaných služieb.



Ing. Juraj Uvíra, PhD.
spolumajiteľ CK Victory Travel, s. r. o.

> Orientujete sa na segment bonitnejších klientov. Myslíte si, že náš trh je postačujúci na to, aby sa slovenské firmy na tento segment zameriavali?

Jednoznačne áno. V čase, keď bolo možné počítať najväčšie dôsledky hospodárskej krí-

zy, sme boli prinútení prispôbiť portfólio našich produktov dopytu ovplyvnenému týmito faktormi. Typické expedície časovo presahujúce mesačné obdobie sme museli skrátiť alebo rozdeliť na viacero samostatných zájazdov či expedícií. Ani v tomto čase sme však nezaznamenali znížený dopyt po luxusných variantoch týchto dovoleniek, práve naopak. Typický klient z vyššej príjmovej triedy bol ochotný obmedziť čas strávený na dovolenke, pričom finančný balík, ktorý bol ochotný investovať do svojho oddychu, zostal viac-menej zachovaný, prípadne bol navýšený.

> Čo konkrétne týmto klientom ponúka CK Victory Travel?

Samozrejme, ako každá iná cestovná kancelária ponúkame aj katalógové typy zájazdov, avšak s vysokým štandardom ubytovania a dopravy. Mnohé zájazdy sú cenovo koncipované tak, aby zájazd zostal dostupný pre poznávania chtivých klientov, no aby napríklad

štandard ubytovania spĺňal základné kritériá na prespanie pri poznávacích zájazdoch, čiže povedzme trojhviezdičkový hotel. Klient, ktorý má záujem, má vždy možnosť luxusného ubytovania za rozumný príplatok. Rovnako je to aj s dopravou. Musím však úprimne povedať, že toto sú skôr ojedinelé prípady a našich klientov sme už v tomto smere luxusu naučili a oprávnené ho od nás v mnohých prípadoch automaticky vyžadujú.

Pri mnohých zájazdoch, napríklad v Číne, Indii, Tibete... štandardne zabezpečujeme ubytovanie len v 4- a 5-hviezdičkových hoteloch, presuny absolvujeme len prvou triedou vlakmi tam, kde má takýto presun zmysel, inak výhradne letecky. Ako príklad spomeniem zájazd Thajsko, Malajzia, Singapur, ktorý je aj ťažiskovým zájazdom našej konkurencie. Kým tá pri tomto zájazde ponúka letecké presuny ako akýsi nadštandard, my máme v rámci základnej ceny zájazdu 6 leteckých presunov, pričom na našom zájazde uvidíme navyše Kambodžu – majestátny Angkor, ale aj Indonéziu – mesto Yogyakarta, centrum indonézskeho umenia a kultúry, chrámy Borobudur a Prambanan a okúpeme sa aj na plážach Indického oceánu. Cena je pritom veľmi podobná.

Toto je, samozrejme, len časť týkajúca sa našich štandardných zájazdov. Oveľa širšie možnosti ponúkame pri organizovaní zájazdov na kľúč, kde prispôbujeme požiadavkám klientov každý detail od výberu destinácie až po nákup potrebnej výbavy.

> Snažíte sa dosiahnuť istú exkluzivitu výberom netradičných destinácií, alebo





skôr ponukou a rozsahom služieb v už zabehnutých destináciách?

Snažíme sa vyjsť v ústrety klientom vo všetkých smeroch. Aj dnes už „zabehané“ destinácie vieme predstaviť klientom originálne a veľmi nekonvenčne. Tak napríklad nikdy nebude možné porovnať návštevu ostrova Bali s bežnou turistickou kanceláriou a s nami, pretože náš sprievodca žije na Bali niekoľko rokov, aktívne rozpráva indonézskym, ale aj balijským jazykom, pozná všetky zvyky a rituály, s ktorými by sa mohol na ostrove stretnúť, a klientom dokáže takýto autentický zážitok aj sprostredkovať.

Pokiaľ ide o luxus spojený s exkluzívnou destináciou, myslím, že našim klientom taktiež máme čo ponúknuť. Spomeniem náš pripravovaný zájazd do afrického Čadu, kde klienti absolvujú slovenský prvovýstup na magický najvyšší vrch Sahary Emi Koussi. Pri príprave tohto zájazdu musel náš sprievodca niekoľkokrát dôkladne absolvovať celú cestu tak, aby bola pripravená do najmenšieho detailu,

nemohol však vystúpiť priamo na túto horu, pretože inak by, samozrejme, výlet nespĺňal atribúty prvovýstupu.

> Mali ste požiadavku na zorganizovanie individuálneho zájazdu na nejaké naozaj nezvyčajné alebo neobjavené miesto? Viete vyhovieť klientovi aj v takýchto súkromných požiadavkách?

Vzhľadom na pomerne dlhý čas, ktorý som kontinuálne strávil v krajinách tretieho sveta, mám relatívne posunuté hranice toho, čo tradičné je a čo už nie. Napríklad so životom indonézskych domorodcov, pre ktorých som bol prvým bielym človekom, ktorého reálne stretli, som sa za ten čas identifikoval tak hlboko, že ich život na mňa vôbec nepôsobil bizarne. Netradičné sa mi však javili niektoré situácie, napríklad keď ma na Sulawesi predstavovala rodina svojmu zabalzamovanému nebožtíkovi, s ktorým som sa musel porozprávať, pretože podľa ich zvykov bol tento do času odobrenia kňazom považovaný len za chorého.

Individuálne zájazdy organizujeme úplne bežne a tvoria veľkú časť portfólia našich zorganizovaných zájazdov. Neexistuje miesto na planéte, kam by sme nevedeli klienta dopraviť a zabezpečiť mu ten najvyšší možný luxus, no najmä profesionálnu úroveň tak sprievodcu, ako aj všetkých ostatných služieb. Organizovali sme cesty pre luxusnú klientelu súkromným lietadlom na miesta, kde noha bieleho človeka dovtedy naozaj nevstúpila. Možno to bude znieť ako kliše, no čím väčšia výzva a menej tradičná destinácia a požiadavka, tým väčšia radosť z prípravy a realizácie. Nechcem, aby to znelo neskromne, no k realizácii tých najneštandardnejších ciest pristupujeme s rešpektom, avšak bez strachu.

Ak mám byť konkrétny, veľmi „netradičné“ pocity v klientoch vzbudzuje napríklad kúpanie sa v Devils pool na zambijskej strane Viktóriiných vodopádov. „Člapkáte“ sa na zlome vodopádov, pod vami sa valí voda z rieky Zambezi do hĺbky 100 metrov a vy sa kúpete... Absolútny adrenalin! A neuveriteľná sila a krása africkej prírody.





> Aký typ zájazdov z vašej ponuky by ste odporučili našim čitateľom?

Ak by som úprimne niečo odporučil, tak to, aby ma každý potenciálny záujemca kontaktoval, aby sme si dohodli stretnutie, kde by mi opísal typ dovolenky, o aký by mal záujem, pričom ja by som preňho pripravil ponuku optimálne spĺňajúcu ním nastavené kritériá do takej miery, ako je to len možné. Ak by som však predsa len mal spomenúť typicky oddychové destinácie, určite by som s CK Victory Travel odporučil návštevu tradičnej a už spomínanej destiná-

cie – ostrova Bali, možno spolu s okolitými ostrovmi Lombok či Gili, milovníkom nádherných pláží a potápania bez masového turizmu by som odporučil ostrovy Togean na Sulawesi. Z menej exotických destinácií vieme zabezpečiť hyperluxusný pobyt na Maldivách, potápanie na Palau bude určite patriť medzi tie najkvalitnejšie. Skvelé pláže a celý komplex služieb na úrovni 5 hviezdíček sú napríklad aj na menej známych ostrovoch Vietnamu, ktorých zoznam si teraz nechám ako také malé obchodné tajomstvo ☺.



Pokiaľ Vás táto ponuka zaujala, kontaktujte svojho privátneho bankára alebo Odbor privátneho bankovníctva Privatbanky: 02/3226 6669 alebo privatnebankovnictvo@privatbanka.sk

Foto: CK Victory Travel



BRATISLAVA

Ing. Michal Šubín



mobil: +421 905 134 935
subin@privatbanka.sk

BRATISLAVA

Ing. Jozef Krammer



mobil: +421 914 342 041
krammer@privatbanka.sk

BRATISLAVA

Ing. Eva Havasová



mobil: +421 907 878 769
havasova@privatbanka.sk

BRATISLAVA

Ing. Ľubica Homerová



mobil: +421 915 785 536
homerova@privatbanka.sk

KOŠICE

PhDr. Imrich Urbančík, CSc.



mobil: +421 915 930 114
urbancik@privatbanka.sk

BRATISLAVA

Linda Grešková



mobil: +421 911 667 394
greskova@privatbanka.sk

BRATISLAVA

Ing. Lucia Litvová



mobil: +421 911 880 907
litvova@privatbanka.sk

BRATISLAVA

Ing. Lucia Magicová



mobil: +421 911 994 276
magicova@privatbanka.sk

BRATISLAVA

Ing. Jozefína Malová



mobil: +421 903 485 631
malova@privatbanka.sk

BRATISLAVA

Zlatica Murányiová



mobil: +421 911 856 846
muranyiova@privatbanka.sk

BRATISLAVA

Ing. Mária Kubatka



mobil: +421 908 938 206
kubatka.maria@privatbanka.sk

BRATISLAVA

Ing. Juraj Kalivoda



mobil: +421 903 552 743
kalivoda@privatbanka.sk

BRATISLAVA

Ing. Juraj Rybár



mobil: +421 940 854 654
rybar@privatbanka.sk

KOŠICE

Ing. Viera Kratochvílová



mobil: +421 903 486 166
kratochvilova@privatbanka.sk

KOŠICE

Ing. Zuzana Šuchaňová



mobil: +421 911 102 109
suchanova@privatbanka.sk

KOŠICE

Ing. Milan Bielený



mobil: +421 911 677 096
bieleny@privatbanka.sk

KOŠICE

Ing. Marek Fekete



mobil: +421 903 250 117
fekete@privatbanka.sk

NITRA

Ing. Gabriela Törökóvá



mobil: +421 911 789 598
torokova@privatbanka.sk

PIEŠŤANY

Mgr. Alena Urbanová



mobil: +421 911 677 095
urbanova@privatbanka.sk

TRNAVA

Ing. Roman Novák, PhD.



mobil: +421 911 244 502
novak@privatbanka.sk

ŽILINA

Ing. Dagmar Matulová



mobil: +421 911 994 442
matulova@privatbanka.sk

ŽILINA

Ing. Alina Tóthová



mobil: +421 915 252 949
tothova@privatbanka.sk

PRAHA, CZ

RNDr. Radovan Jakubčík, PhD.



mobil: +420 731 675 979
jakubcik@privatbanka.cz

PRAHA, CZ

Marek Sýkora



mobil: +420 724 839 760
sykora@privatbanka.cz

PRAHA, CZ

Ing. Alexander Cetl



mobil: +420 734 432 808
cetl@privatbanka.cz

PRAHA, CZ

Ing. Libor Ďurovič



mobil: +420 731 691 947
durovic@privatbanka.cz

PRAHA, CZ

Ing. Aleš Mrkva



mobil: +420 734 523 932
mrkva@privatbanka.cz

PRAHA, CZ

Bc. Pavla Procházková



mobil: +420 734 264 194
prochazkova@privatbanka.cz

**Privatbanka, a. s. –
ústredie:**
Einsteinova 25
851 01 Bratislava 5
tel.: +421 2 3226 6111
fax: +421 2 3226 6900
www.privatbanka.sk

**Adresa zastúpenia
pre ČR:**
Florentinum, Budova A
Na Florenci 2116/15
110 00 Praha 1
tel.: +420 222 333 011
fax: +420 222 323 222
www.privatbanka.cz

Privatbanka aranžovala emisiu

DLHOPISY FLORENTINUM 6

v celkovej hodnote

7 000 000,-

Mena: EUR

Fixný kupón: 4,70 % p. a.

Dátum emisie: 16. 6. 2014

Splatnosť: 3 roky

Emitent:

PIL Trade, a. s.