

| Akciové trhy |

# Akciové výhledy

Druhý kvartál by měl akciím nahrávat



**Josef Němý, CFA**  
 (420) 222 008 560  
 josef\_nemy@kb.cz



**Miroslav Frayer**  
 (420) 222 008 567  
 miroslav\_frayer@kb.cz



**Jana Steckerová**  
 (420) 222 008 524  
 jana\_steckerova@kb.cz

- **Začátek roku 2016 byl pro globální akciové trhy příšerný, od poloviny února se ale zotavily**, a to především ty ve Spojených státech. Relativní výkonnost evropských akciových trhů vůči těm americkým byla nejhorší od roku 2002.
- **Index PX pražské burzy překonal v Q1 16 některé z hlavních trhů, ale zaostal za hlavními regionálními indexy.** Maďarský BUX byl v prvním čtvrtletí nejúspěšnějším se ziskem téměř 10 %.
- **Index PX stlačily dolů hlavně finanční tituly.** Největším letošním poraženým na BCPP je zatím Vienna Insurance Group kvůli varování o horším zisku a nečekaném snížení dividendy.
- Akcie těžební společnosti NWR dosáhly v prvním čtvrtletí hvězdného 70% výnosu. Je však důležité si uvědomit, že tímto růstem akcie firmy vymazaly jen velmi malou část svých předchozích ztrát.
- **Obchodní aktivita na pražské burze se v prvním kvartálu propadla.** Průměrný objem obchodů za 3 měsíce roku 2016 byl 21 % pod průměrem ve stejném období loňského roku.
- **Société Générale ponechala balancovaný přístup, když nadále doporučuje 50% váhu globálních akcií v portfoliu.** Druhý kvartál by měl nahrávat pozicím s rozumnou váhou rizika, koncem roku by však měl převažovat umírněnější přístup.
- **SG očekává, že hlavní akciové indexy ve druhém čtvrtletí porostou ze současných přeprodaných hodnot.** Následně pak v druhé polovině ztratí jednotky procent. Očekávané cílové hodnoty indexů tak ke konci roku prakticky počítají se stagnujícím S&P 500 a mírným růstem japonských a evropských indexů.
- Ze sektorového pohledu nyní na evropských trzích patří mezi preferovaná odvětví finanční, automobilové a komoditní společnosti. Jako neatraktivní naopak nově vidíme investiční banky.
- Pražská burza by mohla dle našich očekávání ve zbytku roku dosáhnout dvouciferného růstu. Akcie rakouské Erste považujeme za nejatraktivnější titul. Na druhou stranu máme stále negativní výhled pro akcie těžaře NWR.

## Statistika BCPP

	2011	2012	2013	2014	2015	3/2016
Index PX	911	1 039	989	947	956	900
% změna (CZK)	-25,6	14,0	-4,8	-4,3	1,0	-5,9
% změna (USD)	-29,3	18,4	-8,9	-16,7	-7,0	-1,9
Objem obchodů (mil.CZK)	369 750	250 608	184 571	158 222	169 202	158 705
Objem obchodů (mil.USD)	20 904	12 810	9 461	7 648	6 941	6 458
Tržní kapitalizace (mil.CZK)	1 060 767	1 093 799	1 074 426	1 018 162	1 011 989	953 015
Tržní kapitalizace (mil.USD)	53 737	57 540	54 189	44 434	40 696	40 099

Zdroj: BCPP, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Přehled doporučení KB/SG

	Cena	Cíl. cena	Doporučení	ze dne	Roční max.	Roční min.
CEZ	401,5	420,0	Koupit	12.II.16	683,2	362,1
CME	64,0	65,0	Držet	12.VIII.15	70,5	43,0
Erste Bank	668,0	945,8	Koupit	10.VIII.15	802,6	592,1
Fortuna	87,0	v revizi	v revizi	10.III.16	105,0	56,0
Komerční banka	5 080,0	-	-	-	5 711,0	4 561,0
NWR	0,2	-	Prodat	11.XII.15	0,3	0,1
Pivovary Lobkowicz Group	208,0	-	-	-	218,2	176,5
Pegas Nonwovens	764,0	800,0	Koupit	3.XII.15	966,9	685,1
Philip Morris CR	13 305,0	11 890,0	Koupit	1.IX.15	13 449,0	10 300,0
Tatry Mountain Resorts	630,0	-	-	-	695,0	555,0
O2 CR	250,0	260,0	Držet	22.III.16	265,9	49,4
Unipetrol	178,4	-	-	23.IV.15	194,9	127,6
VIG	511,5	-	-	16.IV.15	1 173,0	494,8

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Přehled společností

	Poslední cena	Změna 1 měsíc	Změna od začátku roku CZK	USD	Průměrné denní obchody 1-3/2016	1-3/2016
Společnost	7.IV.16	(%)	(%)	(%)	(CZK m)	(USD m)
CEZ	401,5	4,4	-9,6	-5,4	217,3	9,1
CME	64,0	4,1	-4,5	0,0	2,1	0,1
Erste Bank	668,0	5,5	-13,9	-9,8	81,7	3,4
Fortuna	87,0	-12,1	8,1	13,2	1,8	0,1
Komerční banka	5 080,0	2,4	2,6	7,5	204,2	8,6
NWR	0,2	25,0	50,0	57,1	0,3	0,0
Pivovary Lobkowicz Group	208,0	0,0	0,3	5,0	1,5	0,1
Pegas	764,0	3,4	4,5	9,5	10,6	0,4
Philip Morris ČR	13 305,0	1,6	10,9	16,1	10,8	0,5
TMR	630,0	-0,3	3,3	8,2	0,0	0,0
O2 ČR	250,0	1,3	-0,4	4,3	30,7	1,3
Unipetrol	178,4	4,3	11,5	16,8	9,6	0,4
VIG	511,5	-17,0	-25,7	-22,2	12,2	0,5

Zdroj: BCPP, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Pražská burza v Q1 16 zaostala za hlavními regionálními indexy

Globální akciový index



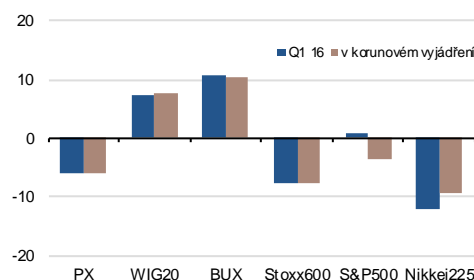
Zdroj: Bloomberg; MSCI World index

Pražský PX překonal některé z hlavních trhů, ale zaostal za hlavními regionálními indexy.

**Začátek roku 2016 byl pro globální akciové trhy příšerný.** První týden roku byl dokonce nejhorší v historii a za celý leden pak hlavní indexy spadly až o 10%. Hlavními důvody byly zřejmě globální deflační obavy způsobené kolapsem cen ropy a dalších komodit a také obavy ze zpomalení čínské ekonomiky. To vše tlačilo dolů zejména banky, těžební, energetické a automobilové společnosti. Pokles pokračoval i během prvních dvou únorových týdnů, ale poté se sentiment zlepšil a akciové trhy se zotavily. Oživení bylo nejúspěšnější v USA a hlavní americké indexy tak dokonce za celé první čtvrtletí dosáhly malých zisků. Evropský index Stoxx 600 ovšem za Q1 16 klesl celkem o 8 % a japonský Nikkei 225 dokonce o 12 %. Relativní výkonnost evropských akciových trhů vůči těm americkým tak byla nejhorší od roku 2002. Jedním z důvodů bylo, že evropská výsledková sezóna byla spíše zklamáním.

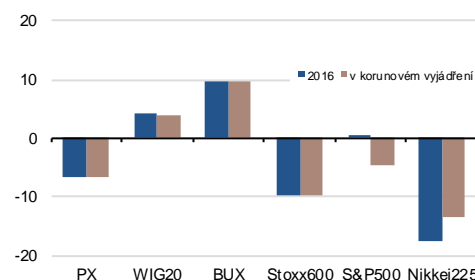
**Index PX pražské burzy překonal v Q1 16 některé z hlavních trhů, ale zaostal za hlavními regionálními indexy.** Maďarský BUX byl v prvním čtvrtletí nejúspěšnějším se ziskem téměř 10 %, jak je uvedeno v levém grafu níže. Výkonnost vybraných akciových trhů za celý dosavadní průběh roku 2016 je pochopitelně podobná (viz graf níže vpravo). Většina akciových trhů na začátku dubna prohloubila své ztráty, a to především ty japonské a západoevropské.

PX vs. ostatní akciové indexy ve Q1 16 (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Letošní srovnání indexů (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Index PX stlačily dolů hlavně finanční tituly.

**Největším letošním poraženým na BCPP je zatím Vienna Insurance Group.** Akcie VIG klesly v prvním čtvrtletí o 27 % kvůli varování o horším zisku a nečekaném snížení dividendy na 0,60 EUR z 1,40 EUR na akcii před rokem. Další finanční akcie, Erste Group, rovněž velmi přispěla k poklesu indexu PX, když v Q1 16 oslabila téměř o 14 %, přestože finanční výsledky za celý rok 2015 předčily očekávání. Nad tím ale převážil sentiment v sektoru, když index Stoxx Europe 600 Banks během prvního čtvrtletí propadl o více než 20 %.

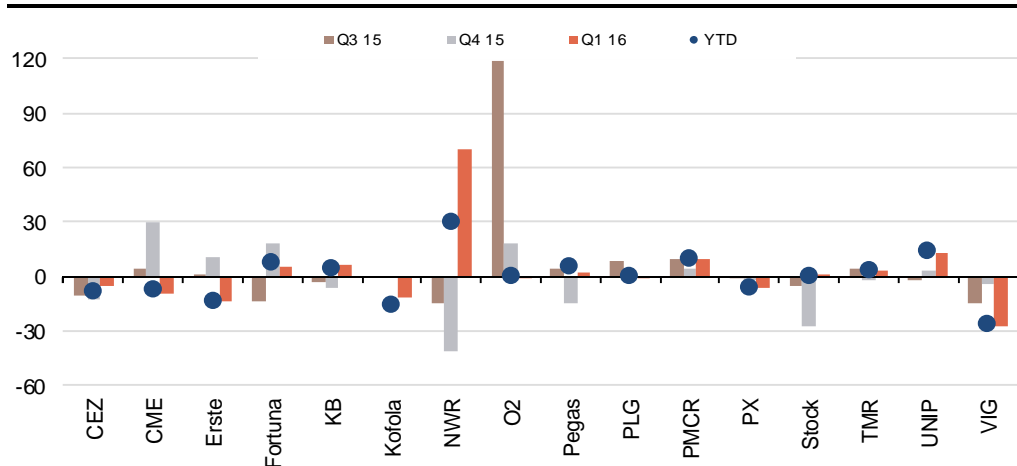
**Nováček pražské burzy, výrobce nealkoholických nápojů Kofola, v Q1 16 také utrpěl dvouciferné ztráty.** Akcie firmy tak pokračovaly v poklesu a od prosincového IPO ztratily již 17 %. Rovněž akcie mediální společnost CME (-9,3 %) v prvním čtvrtletí tohoto roku zaostaly za vývojem indexu PX.

V prvním čtvrtletí nejvíce vzrostly rozkolísané akcie NWR.

**Akcie těžební společnosti NWR dosáhly v prvním čtvrtletí hvězdného 70% výnosu.** Je však důležité si uvědomit, že tímto růstem akcie vymazaly jen velmi malou část svých předchozích ztrát. Akcie NWR jsou v sestupném trendu již od roku 2011 a jejich březnový skok je vrátil pouze na úroveň z listopadu 2015. V dosavadním průběhu dubnového obchodování rozkolísané akcie NWR klesly o více než 20 %.

**Z dalších titulů dosáhly solidních zisků středně velké společnosti Unipetrol a Philip Morris ČR (+13 %, respektive +10 %).** Akcie Komerční banky posílily o 6 %, a to navzdory negativnímu vývoji bankovního odvětví během prvního čtvrtletí. Kompletní vývoj hlavních českých akcií je uveden v následujícím grafu.

Vývoj českých akcií v letošním roce



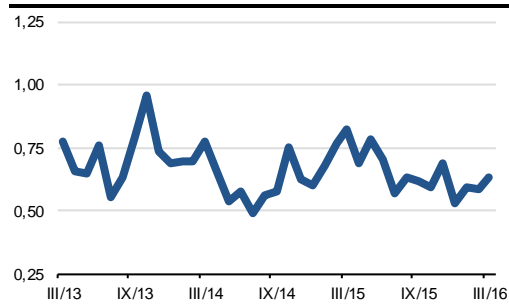
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg. Data k 5.4.2016

Obchodní aktivita na pražské burze se v prvním kvartálu propadla.

#### Obchodní aktivita na pražské burze se v letošním prvním kvartálu propadla.

Průměrný objem obchodů za 3 měsíce roku 2016 byl 21 % pod průměrem ve stejném období loňského roku. Připomeňme, že v roce 2015 obchodní aktivita poprvé vzrostla po předešlých 7 letech poklesů. Obchodování na domácím trhu nadále dominuje několik největších emisí, když podíl ČEZ dosahuje 37 %, KB 35 % a Erste Group 14%. V rámci této struktury v posledních měsících opět vzrostl podíl akcií Komerční banky.

Průměrný denní objem obchodů (mld.CZK)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, BCPP

**Josef Němý, CFA**  
+420 222 008 560  
josef\_nemy@kb.cz

## Výhled globální ekonomiky

### Spojené státy americké: letos pouze jedno zvýšení sazeb

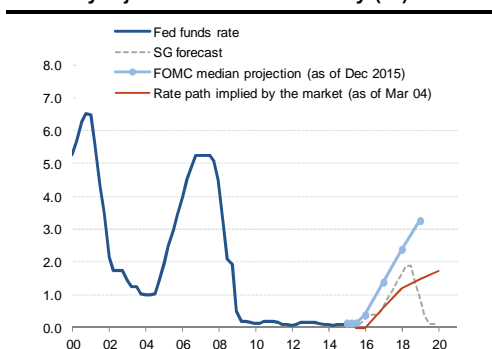
Růst HDP letos dosáhne 1,9 %.

**Ekonomika Spojených států zůstává tažena domácí poptávkou.** Spotřeba domácností je pozitivně ovlivňována vývojem na trhu práce, kde nezaměstnanost již dosáhla NAIRU (míra nezaměstnanosti nezrychlující inflaci), což vytváří tlak na růst mezd a zvyšuje kupní sílu domácností. Jednotkové mzdové náklady již rostou více než 2% tempem. Rozpočty domácností vylepšují i nízké ceny energií, přičemž náklady na dluhovou službu jsou nejnižší za několik posledních dekád. Pozitivně se vyvíjí i situace na trhu nemovitostí. Hypoteční sazby zůstávají na historicky nízkých úrovních, přičemž převaha poptávky nad nabídkou na nemovitostním trhu slibuje další růst investic v této oblasti. K velkým změnám nedošlo ani na straně faktorů, které růst brzdí. Řadí se mezi ně silný dolar, nižší investice v energetickém sektoru a utaženější podmínky na finančním trhu. Podle ekonomů SG 22% aprece dolaru, která započala v létě 2014, ubere z růstu HDP v letošním roce 0,9 %, přičemž omezení investic v energetickém sektoru ubere dalších 0,4 %. Sečteno podtrženo, růst HDP by podle ekonomů SG měl v letošním roce dosáhnout 1,9 %, příští rok by pak měl mírně akcelarovat na 2,2 %.

Očekávání ohledně zvyšování úrokových sazeb se značně zredukovala.

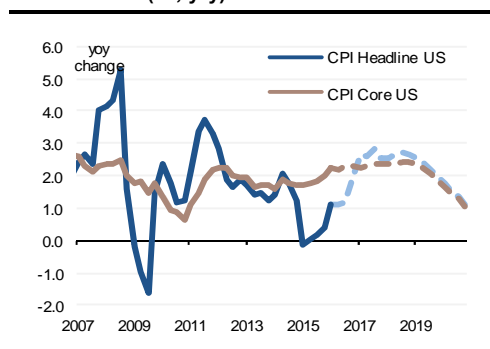
**Směrem nahoru by se v letošním roce měly vydat i spotřebitelské ceny.** Díky vývoji na trhu práce a na nemovitostním trhu jádrové ceny rostly v posledních měsících rychleji, než čekal trh (v únoru 2,3 % y/y). Růst by měla i celková inflace, která by na konci letošního roku měla dosáhnout 2 %. Pokud jde o inflaci, dělají americké centrální banky vrásky především inflační očekávání. Obavy z jejich dalšího poklesu, vývoje světové ekonomiky a také vývoje na finančních trzích vedly v březnu Fed k přehodnocení výhledu na úrokové sazby. Fed nyní počítá pouze s dvojím zvýšením sazeb v letošním roce, když předtím medián sazeb počítal se čtyřmi zvýšeními. Podle ekonomů SG však Fed letos přistoupí ke zvýšení sazeb jenom jednou, a to ve druhé polovině letošního roku. Tento názor s nimi sdílí i trh, který s pravděpodobností 40 % vidí jedno zvýšení, s pravděpodobností 12 % dvojí. V příštím roce by měl Fed podle SG zvýšit sazby celkem čtyřikrát.

USA: vývoj klíčové úrokové sazby (%)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

USA: inflace (% y/y)



### Eurozóna: Inflační cíl stále v nedohlednu

Inflace letos dosáhne v průměru 0,4 %.

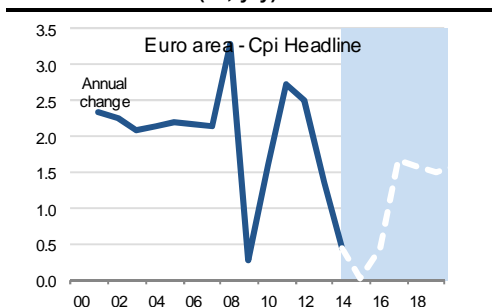
**Odhad růstu HDP pro rok 2016 ekonomové SG revidovali směrem dolů z původních 1,6 % na 1,3 %.** Důvodem k revizi je očekávání nižšího příspěvku čistých exportů do růstu HDP a vývoj situace na finančních trzích. Inflace v eurozóně zůstává stále na nízkých úrovních (v únoru -0,1 % y/y). Podle ekonomů SG se do letošního léta bude pohybovat na úrovních kolem nuly, přičemž ve druhé polovině roku by díky bazickým efektům měla začít stoupat. Za celý letošní rok však její průměr zřejmě dosáhne pouze 0,4 %. Na počátku roku 2017 by

inflace měla dočasně akcelarovat k úrovni okolo 2 %, v průměru se však v období let 2016 – 2020 bude pohybovat kolem 1,4 %. To je stále výrazně pod 2% cílem ECB.

Prezident Draghi prostor pro další snížení sazby nevidí.

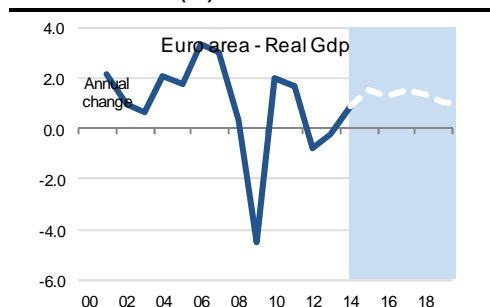
**Evropská centrální banka ve snaze přiblížit inflaci k cíli přišla v březnu s dalším balíčkem opatření.** Snížila všechny klíčové úrokové sazby, přičemž depozitní sazbu posunula dolů o dalších 10 bb na -0,4 %. Prezident Draghi ale zároveň uvedl, že v tuto chvíli již prostor pro další snížení úrokových sazeb nevidí. Měsíční objem nakupovaných aktiv byl s platností od dubna zvýšen o 20 mld. EUR na 80 mld. EUR. Mezi aktiva, která bude moci ECB nakupovat, byly nově zahrnuty i korporátní dluhopisy investičního stupně. Od června také odstartuje nový program čtyřletých TLTRO II, přičemž úročení peněz v rámci tohoto programu se bude pohybovat od -0,4 do 0 % podle objemu poskytnutých úvěrů. Vzhledem k tomu, že v letošním roce bude inflace díky bazickým efektům stoupat, nelze od ECB očekávat příliš mnoho dalších akcí. Hlavní otázkou je, jaké kroky ECB podnikne v letech 2017 a dál, pokud se inflace bude stále držet pod jejím cílem. Zatím se nezdá, že by měla chuť jít do nákupů akcií či bankovních dluhopisů. Podle ekonomů SG je mnohem pravděpodobnější, že ECB prodlouží program nákupů aktiv do konce roku 2017, prodlouží program TLTRO, popřípadě ho rozšíří i na hypoteční úvěry.

Eurozóna: Inflace (% , y/y)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Eurozóna: HDP (%)



## Asie: Čína – další snížení sazeb na obzoru, Japonsko – 30% šance QQE

Dosažení růstového cíle čínské ekonomiky se neobejde bez zpomalení reformního procesu.

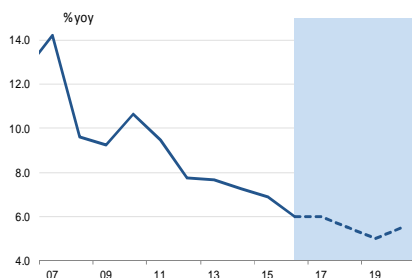
Pro roky 2016-2020 si Čína stanovila jako cíl růst HDP na úrovni 6,5 %. Ve srovnání se 7 % pro rok 2015 je to sice méně, i tak se ale jedná o poměrně ambiciózní plán. Podle ekonomů SG se snaha o jeho dosažení neobejde bez určitého zpomalení započatých reforem. Přesto je zde podle jejich názoru stále více než 50% šance, že nejdůležitější reformy budou do konce roku 2020 dokončeny. Pokud jde o zdroje růstu HDP, ekonomové SG předpokládají, že spotřeba domácností zůstane relativně slušná. Velmi pomalu by měly začít ožívat i investice v oblasti nemovitostí, a to i navzdory vysokým zásobám a malé poptávce v menších městech. Investice v oblasti průmyslu budou zřejmě negativně ovlivněny nastupující konsolidací výrobních kapacit. Od změny kurzového režimu v srpnu 2015 se čínský renminbi ocitl pod silným depreciačním tlakem, přičemž výrazně vzrostl i odliv kapitálu. To jsou zároveň i dva faktory, které v současné době určují politiku čínské centrální banky (PBoC). Hlavní scénář ekonomů SG počítá se 70% pravděpodobností, že kurz USD/CNY se bude na konci roku 2016 nacházet na úrovni 6,8 USD/CNY. PBoC se bude podle jejich názoru snažit držet CFETS index (složený z 13 měn) v relativně úzkém pásmu kolem hodnoty 100. V takovém případě pak předpokládají, že PBoC sníží v letošním roce míru povinných minimálních rezerv o 150 bb na 16,5 % a repo sazbu o 50 bb na 1,9 %.

Termín dosažení inflačního cíle v Japonsku může být opět posunut.

Očekávaný růst japonské ekonomiky pro rok 2016 ekonomové SG revidovali výrazně směrem dolů. Důvodem je značná nejistota spojená s výhledem světové ekonomiky, apreceiace jenu a teplejší zima než obvykle. Růst HDP by se nicméně měl držet nad potenciálem, který se

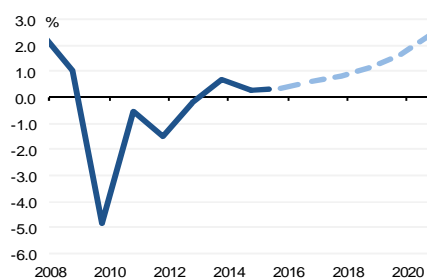
pohybuje kolem 0,5 %. Inflace se v krátkém období bude pravděpodobně pohybovat kolem nuly. Ve střednědobém horizontu by se měla stabilizovat kolem 1 %. K růstu inflace by měl přispět růst mezd a také efekt slabšího jenu v minulém období. I tak ale může mít BoJ problém dosáhnout 2% inflačního cíle do H1 17, a tak je zde riziko, že dosažení cíle bude opět posunuto. Podle ekonomů SG bude 2% cíle dosaženo až v roce 2019. BoJ nedávno zavedla negativní úrokové sazby na běžné účty finančních institucí u BoJ (-0,1 %). Tímto opatřením se snaží motivovat finanční instituce, aby více peněz půjčovaly, popřípadě investovaly, čímž by dále podpořily ekonomiku. Pravděpodobnost dalšího uvolňování měnové politiky v roce 2016 podle ekonomů SG vzrostla z 10 % na 30 %. Nástrojem by zřejmě bylo další snížení záporné úrokové sazby a/nebo navýšení roční měnové báze o dalších 5 bil. JPY.

Čína: růst HDP



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Japonsko: mezera výstupu HDP



**Jana Steckerová**  
+420 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

## Výhled pro akciové trhy

Société Générale ponechává 50% váhu globálních akcií ve svém portfoliu.

Náš výhled pro akciové trhy je založen na předpovědích Société Générale (analýza *Multi Asset Portfolio – US softer for longer: beware of the doom merchants* zveřejněná 21. března). **Société Générale ponechala balancovaný přístup, když nadále doporučuje 50% váhu globálních akcií v portfoliu.** Druhý kvartál by měl nahrávat pozicím s rozumnou váhou rizika, koncem roku by však měl převažovat umírněnější přístup. Z pohledu ostatních tříd aktiv SG na základě předpokládaného ekonomického výhledu doporučuje podvážit státní dluhopisy a naopak nadvážit některé high yield korporátní dluhopisy. Zároveň snížila držení hotovosti na minimum (5 % portfolia).

Pět důvodů na podporu rizikových aktiv.

**Dále uvádíme několik faktorů, které by měly podporovat riziková aktiva:** (1) americká centrální banka nebude zpříšňovat měnovou politiku rychlým tempem, (2) Čínou zaváděná opatření by měla snížit obavy z prudkého oslabení yuanu, (3) přílišné snižování úrokových sazeb do záporu by mohlo nepříznivě působit na celý bankovní sektor, a proto se centrální banky uchýlí více k nákupu aktiv a vlády uvolní fiskální politiku tradičními nástroji, (4) obavy z evropských geopolitických rizik by se měly snižovat a (5) rizika z referenda o vystoupení Velké Británie z EU zůstávají vysoká, očekáváme však, že nakonec země v EU setrvá.

SG preferuje evropské a některé asijské akcie oproti americkým.

Tabulka níže ukazuje prognózy pro globální akciové indexy. **SG očekává, že hlavní akciové indexy ve druhém čtvrtletí porostou ze současných přeprodaných hodnot.** Následně pak v druhé polovině ztratí jednotky procent. Očekávané cílové hodnoty indexů tak ke konci roku prakticky počítají se stagnujícím S&P 500 a mírným růstem japonských a evropských indexů.

Cíle SG a KB pro akciové indexy

Index	Aktuálně 1.04.	VI.16 odhad	IX.16 odhad	XII.16 odhad	III.17 odhad	změna koniec 16'
<b>S&amp;P 500 (USA)</b>	<b>2 066</b>	<b>2 100</b>	<b>2 050</b>	<b>2 000</b>	<b>2 050</b>	<b>-3</b>
<b>DJ Stoxx 600 (Evropa)</b>	<b>333</b>	<b>370</b>	<b>360</b>	<b>360</b>	<b>370</b>	<b>8</b>
FTSE 100 (V.Británie)	6 115	6 600	6 550	6 500	6 700	6
CAC 40 (Francie)	4 321	4 900	4 850	4 800	5 000	11
DAX 30 (Německo)	9 834	10 500	10 400	10 300	10 500	5
FTSE MIB (Itálie)	17 989	20 500	20 300	20 200	20 800	12
IBEX 35 (Španělsko)	8 634	9 700	9 600	9 500	9 500	10
<b>Nikkei 225 (Japonsko)</b>	<b>16 164</b>	<b>18 250</b>	<b>18 000</b>	<b>18 000</b>	<b>18 000</b>	<b>11</b>
HSCEI (Čína)	8 843	9 000	8 500	8 300	8 500	-6
ASX 200 (Austrálie)	4 999	5 300	5 250	5 200	5 200	4
KOSPI (Jižní Korea)	1 974	2 100	2 075	2 050	2 050	4
TAIEX (Taiwan)	25 174	26 000	26 000	27 000	27 000	7
<b>PX (KB/SG, tržní ceny)</b>	<b>899</b>	<b>910</b>	<b>940</b>	<b>970</b>	<b>970</b>	<b>8</b>
<b>PX (KB/SG, konsensus)</b>	<b>899</b>	<b>940</b>	<b>980</b>	<b>1 010</b>	<b>1 010</b>	<b>12</b>

Zdroj: SG Cross Asset Research (Multi Asset Portfolio ze 24. března 2016); Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Ve Spojených státech** vidíme pouze omezený prostor pro další vzestup cen akcií, když již nepředpokládáme další zrychlení hospodářského růstu. Americké tituly jsou z dlouhodobé perspektivy spíše dražší, zatímco **akcie zemí eurozóny** by měly být podporovány uvolněnou měnovou politikou, slabým eurem, ekonomickým oživením a také zaváděním reformů v některých zemích (Francie, Itálie). Od britských akcií očekáváme před nadcházejícím referendem slušnou výkonnost díky oslabující libře. Cílem by měly být britské společnosti s velkou tržní kapitalizací a vysokou expozicí vůči zahraničním trhům. Naopak odrazujeme investory od zaujímání dlouhých pozic pro firmy s nízkou kapitalizací.

**BOX: V případě Brexitu bychom na britských burzách preferovali větší firmy**

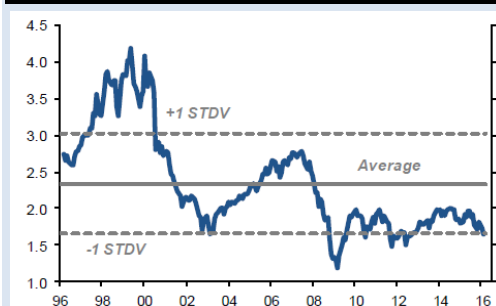
**Société Générale má aktuálně pro britské akcie pozitivní výhled a ve svém modelovém**

portfoliu je doporučuje nadvážít. Ocenění tamního akciového trhu je totiž z dlouhodobého pohledu velmi atraktivní, jak ukazuje graf níže vlevo. Britská burza má z hlavních rozvinutých trhů největší expozici vůči komoditním sektorům, což ji v poslední době sráželo dolů. Díky námi očekávanému zotavení cen ropy a některých dalších surovin by však do budoucna měl tento faktor působit pozitivně.

**V případě Brexitu by kolegové z SG doporučili vsadit na relativní růst hlavního indexu FTSE 100 oproti indexu menších firem FTSE 250.** Menší společnosti by totiž více zasáhlo případné zpomalení britské ekonomiky, zatímco větší firmy s mezinárodní působností by mohly těžit z oslabení libry (mnoho velkých korporací reportuje výsledky svého hospodaření v GBP, ale většinu příjmů má v jiných měnách). Graf níže vpravo ukazuje, že relativní výkonnost FTSE 100 oproti západoevropskému indexu Stoxx 600 je dobře korelována s měnovým kurzem EUR/GBP.

**Dopad Brexitu na český akciový trh by měl být minimální.** Na londýnské burze se sice obchodují akcie likérky Stock Spirits a těžaře NWR, obě firmy ale reportují v eurech a naprostá většina jejich tržeb pochází z regionu střední Evropy (v případě Stock Spirits ještě významná část z Itálie). Změna růstu britské ekonomiky nebo kurzu britské libry by tak na oba tituly neměla mít prakticky žádný vliv. Oba tituly dohromady navíc mají v indexu PX jen asi 3% váhu. Celkově by mohl pražskou burzu Brexit ovlivnit jen v případě silné reakce globálních akciových trhů (např. z důvodu růstu rizikové averze), kterou by česká burza pravděpodobně následovala.

Cena/účetní hodnota (index MSCI UK)



Zdroj: SG Cross Asset Research, analýza The Big Picture (březen 2016)

Relativní výkonnost indexu FTSE 100



Náš výhled pro český akciový trh je pozitivní.

**V Asii** očekáváme, že růst ve druhém čtvrtletí bude mnohem mírnější než v Evropě, když hlavním tahounem by měly být japonské akcie. Čínské akcie by mohly rovněž zaznamenat solidní zisky, ale pouze v případě stabilnějšího vývoje tamní měny. V dlouhodobém horizontu zůstávají Japonsko a Indie nejatraktivnějšími lokalitami v rámci Asie a Pacifiku.

**Pražská burza by mohla dle našich očekávání ve zbytku roku dosáhnout dvouciferného růstu.** Používáme přístup na základě ocenění jednotlivých firem, protože index PX se skládá z pouhých 13 akciových titulů, přičemž čtyři největší z nich mají dohromady téměř 75% váhu v tržním indexu. Z nejobchodovanějších akcií aktivně pokrýváme (včetně SG) osm titulů. Pro ocenění ostatních společností používáme jako odhad v jednom přístupu současnou tržní cenu akcie, ve druhém pak konsensus trhu. Zprůměrováním těchto odhadů pak dostáváme potenciální růst do konce roku 2016 o zhruba 10,5 %.

SG předpovídá zotavení akcií těžařů a zpracovatelů komodit.

**Mezi preferovaná odvětví analytiků SG patří:**

- **Sektory těžící z oživení ekonomiky v eurozóně**, a to zejména stavebnictví, doprava a výrobci automobilů.

- **Akcie zaměřené na tvorbu hodnoty firmy**, které se nyní obchodují na historicky nízkých úrovních v porovnání s růstovými akciemi v Evropě (integrované ropné společnosti, finanční instituce, základní průmyslová odvětví a dodavatelé automobilového průmyslu a náhradních dílů).
- **Akcie podporovány snižujícími se obavami z tvrdého přistání v Číně a z globální deflace**. Takovým sektorem by měli být nově zařazení těžaři a zpracovatelé komodit.

Dalšími dvěma atraktivními odvětvími jsou (1) farmaceutické tituly, které podporuje silný dolar a vysoká aktivita na poli fúzí a akvizic, a (2) tabákové společnosti nabízející atraktivní dividendové výnosy, avšak oba dva sektory mohou nabídnout pouze omezený prostor pro další růst cen akcií.

Mezi nejméně preferované sektory SG nově patří telekomunikace.

#### Mezi nejméně preferované sektory naopak patří:

- **Nově downgradované investiční banky**, na které dopadá stále přísnější a přísnější regulace.
- **Akcie síťových odvětví**, protože elektrárenské firmy sráží nízké ceny elektřiny a negativní trend v jejich ziskovosti.
- **A telekomunikační společnosti**, které patří mezi nejvíce zadlužené.

Erste Bank jako nejatraktivnější titul na pražském parketu.

**Akcie rakouské Erste považujeme za nejatraktivnější titul na pražské burze.** Banka zveřejnila lepší než očekávaný čistý zisk za Q415 a dosáhla svého cíle 10 % ROTE s náklady rizika pod spodním okrajem vyhlášené guidance managementem. Finanční dům zároveň znovu zahájí výplatu dividend. Ačkoliv komentáře CEO Andrease Treichla ohledně vývoje v letošním roce počítajícího s poklesem provozního zisku před tvorbou opravných položek jsou velmi obezřetné, Erste zaznamenává růst úvěrů takový, jaký ostatní ne, vysoký tržní podíl a příznivé náklady na riziko. Nákupní doporučení držíme také pro akcie textilky Pegas díky expanzi do Egypta, plnému využití výrobní kapacity pro letošní rok a progresivní dividendové politice. Rovněž doporučujeme nakupovat akcie ČEZ a Philip Morris ČR, ale potenciál pro jejich další růst je nyní velmi limitovaný.

Nadále doporučujeme prodat akcie NWR.

**Na druhou stranu máme negativní výhled pro akcie těžaře NWR**, které zůstávají pod prodejním tlakem z důvodu nízkých globálních cen koksovateľného uhlí. Bez dalšího navýšení kapitálu, které se nezdá být příliš pravděpodobné, firma podle našich prognóz nepřežije déle než do roku 2017. Cena akcií by proto měla směřovat až k nule.

**Miroslav Frayer**  
+420 222 008 567  
miroslav\_fraye@kb.cz

## Očekávané korporátní události v nadcházejících měsících\*

Datum	Společnost	Událost
7. duben	Vienna Insurance Group	Konsolidované celoroční výsledky
8. duben	NWR	Valná hromada akcionářů
15. duben	Fortuna	Výroční zpráva a finální celoroční výsledky
19. duben	O2 Czech Republic	Valná hromada akcionářů
21. duben	Unipetrol	Výsledky hospodaření za Q1 2016
22. duben	Komerční banka	Valná hromada akcionářů
26. duben	O2 Czech Republic	Výsledky hospodaření za Q1 2016
27. duben	CME	Výsledky hospodaření za Q1 2016
29. duben	Pivovary Lobkowicz	Výroční zpráva a finální celoroční výsledky
4. květen	Erste	Výsledky hospodaření za Q1 2016
4. květen	Komerční banka	Výsledky hospodaření za Q1 2016
5. květen	Fortuna	Výsledky hospodaření za Q1 2016
10. květen	ČEZ	Výsledky hospodaření za Q1 2016
11. květen	Erste	Valná hromada akcionářů
13. květen	Vienna Insurance Group	Valná hromada akcionářů
17. květen	Stock Spirits	Valná hromada akcionářů
18. květen	NWR	Výsledky hospodaření za Q1 2016
24. květen	Vienna Insurance Group	Výsledky hospodaření za Q1 2016
26. květen	Pegas Nonwovens	Výsledky hospodaření za Q1 2016
15. červen	Pegas Nonwovens	Valná hromada akcionářů

Zdroj: Bloomberg, společnosti. \*ostatní termíny zatím nebyly zveřejněny

## Zahraniční trhy

**S&P 500 (USA)**

Zdroj: Bloomberg

**Stoxx600 (Evropa)**

Zdroj: Bloomberg

**Nikkei 225 (Japonsko)**

Zdroj: Bloomberg

**HSCEI (Čína)**

Zdroj: Bloomberg

**WIG 20 (Polsko)**

Zdroj: Bloomberg

**BUX (Maďarsko)**

Zdroj: Bloomberg

Utility  
**ČEZ**

## Q4 15: Hlavní položky mírně nad očekáváním, zklamal však výhled pro rok 2016

**Koupit**

Cena 07.04.16	<b>407 CZK</b>
12m cíl	<b>420 CZK</b>
Pot. růst ceny	<b>3,2%</b>
Dividenda	<b>35 CZK</b>
Celkový výnos	<b>11,8%</b>

**Sektorové doporučení**

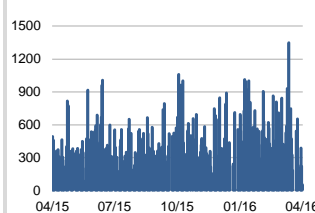
Snížit váhu

**Typ investice**

Expozice vůči cenám komodit	✓
Vysoký dividendový výnos	✓

**Roční vývoj ceny akcí**

Zdroj: Bloomberg

**Objem obchodů (v tis. ks)**

Zdroj: Bloomberg

**Data o akci**

RIC CEZsp.PR	Bloom CEZ CP
52týdenní rozmezí	362,1 - 683,2
Tržní kap. (CZK mld.)	216,0
Tržní kap. (EUR mld.)	8,0
Volně obchod. (%)	30
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m 3m 12m</b>
Akcie	4,4 -0,9 -36,5
Relativně k PX	4,5 2,4 -24,7

Zdroj: Bloomberg

**Poslední analýza a komentář:**

[http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/553\\_aktualizace\\_analyzy\\_cez\\_12\\_2\\_2016](http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/553_aktualizace_analyzy_cez_12_2_2016)  
[http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/b33\\_vysledky\\_cez\\_za\\_q4\\_15](http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/b33_vysledky_cez_za_q4_15)

**Výsledky ČEZ za Q4**

mld. Kč	Q4 14	Q4 15	změna	odhad KB	konsensus*
Tržby	53,6	59,6	11%	53,8	53,1
EBITDA	17,9	16,7	-6%	15,4	15,9
Provozní zisk	8,1	4,3	-47%	3,4	8,5
Čistý zisk	2,8	3,9	39%	4,8	8,5
Upravený čistý zisk	5,3	9,0	71%	8,5	8,6

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, \*průměrný odhad v průzkumu ČEZ mezi 15 analytiky včetně KB

**Výsledky:** Hospodářské výsledky za Q4 15, zveřejněné 15. března, **přinesly EBITDA a upravený čistý zisk mírně nad očekáváním.** Na druhou stranu většina trhu nepočítala s vysokým snížením hodnoty majetku. Například provozní zisk proto meziročně prudce klesl, což bylo v souladu s naším očekáváním. Za celý rok 2015 stouply tržby ČEZ o 4 % y/y, EBITDA však meziročně spadla o 10 % na 65,1 mld. Kč (tj. nad výhledem firmy ve výši 64 mld. Kč) a očištěný čistý zisk klesl o 6 % y/y na 27,7 mld. Kč (rovněž nad výhledem 27 mld. Kč). Konsolidovaný čistý zisk se meziročně snížil o 8 % na 20,5 mld. Kč.

**Hlavní překvapení:** 1) Kvartální tržby podstatně překonaly všechny odhady na trhu, což přispělo k lepší než očekávané EBITDA. 2) ČEZ v Q4 15 zaúčtoval snížení hodnoty majetku o 5,3 mld. Kč, přičemž my jsme odhadovali 4,8 mld. Kč. Za celý loňský rok dosáhlo snížení hodnoty majetku 7,7 mld. Kč. 3) Tvorba hotovosti byla v roce 2015 velmi silná. Navzdory klesajícím ziskům meziročně stoupl provozní cash flow o 3 % a dosáhl 72,6 mld. Kč, což výrazně překonalo cíl firmy na úrovni 69 mld. Kč. Investiční výdaje byly jen 31,5 mld. Kč oproti dříve plánovaným 38 mld. Kč. Čistý dluh na konci roku tak klesl o 11 % na 131,2 mld. Kč, což znamená poměr zadlužení na úrovni 2,0x.

**Potenciální dopad na předpovědi:** Spolu s výsledky za Q4 15 ČEZ poprvé prezentoval výhled na rok 2016. Management očekává EBITDA ve výši 60 mld. Kč a upravený čistý zisk 18 mld. Kč. **Letošní výhled byl zklamáním, když nedosáhl ani našich relativně pesimistických odhadů.** V poslední aktualizaci naší analýzy jsme předpovídali EBITDA za rok 2016 ve výši 61,4 mld. Kč a upravený čistý zisk 18,6 mld. Kč. Tržní konsensus v průzkumu agentury Reuters byl o poznání optimističtější s odhadem 63,3 mld. Kč, resp. 21,1 mld. Kč. V reakci na nově zveřejněný výhled bychom mohli mírně snížit naše prognózy výsledků hospodaření ČEZ.

**Potenciální dopad na cenu akcí a naše doporučení:** V tuto chvíli neplánujeme výraznou změnu naší roční cílové ceny (420 Kč za kus z 12. února), mohli bychom však k ní přistoupit pokud by komoditní analytici Sociétés Générales výrazně změnili své prognózy cen německé elektřiny. **V ročním horizontu zůstává náš výhled pro akcie ČEZ pozitivní,** a to hlavně z důvodu nadprůměrně vysokého dividendového výnosu, který je navíc dostatečně pokryt tvorbou hotovosti.

**Hlavní rizika proti našemu doporučení:** Nižší než očekávané ceny elektřiny, vyšší než očekávané investice, méně šetrná dividendová politika.

**Očekávané události:** Ve druhé polovině dubna ČEZ zveřejní návrh dividendy z loňského zisku; odhadujeme 35 CZK na akcii s rozhodným dnem na konci června. Výsledky hospodaření ČEZ za Q1 16 budou zveřejněny 10. května.



**Josef Němý, CFA**  
 (420) 222 008 560  
 josef\_nemy@kb.cz

| Média |

## CME

## Výsledky hospodaření za Q4 15 za očekáváním; úspěšné refinancování dluhu

## Držet

Cena 07.04.16	<b>2,63 USD</b>
	62,1 CZK
12m cíl	<b>2,5 USD</b>
	65 CZK
Pot. růst ceny	<b>-4,9%</b>
Dividenda	<b>0,0 USD</b>
	0,0 CZK
Celkový výnos	<b>-4,9%</b>

## Sektorové doporučení

Neutrální

## Typ investice

Cyklické odvětví

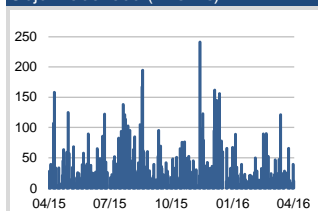


## Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

## Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

## Data o akci

RIC CETVsp.PR	Bloom	CETV CP
52týdenní rozmezí	43 - 70,5	
Tržní kap. (CZK mld.)	8,7	
Tržní kap. (EUR mil.)	371	
Volně obchod. (%)	44	
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b> <b>12m</b>
Akcie	4,1	3,4 -6,6
Relativně k PX	4,3	6,8 10,7

Zdroj: Bloomberg

## Poslední analýza a komentář:

[http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/REPORT\\_12769](http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/REPORT_12769)
[http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/dc3\\_komentar\\_k\\_vysledkum\\_cme\\_za\\_q4\\_15](http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/dc3_komentar_k_vysledkum_cme_za_q4_15)

## Výsledky CME za Q4 15

mil. USD	Q4 14	Q4 15	změna	odhad KB	konsensus*
Tržby	216,2	195,6	-10%	202,9	200,5
OIBDA	55,1	56,2	2%	57,9	58,1
Provozní zisk	38,3	46,5	21%	47,2	49,7
Čistý zisk	-74,9	-11,4	n/m	7,4	6,8

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, \* konsensus agentury Thomson Reuters

**Výsledky:** Na všech úrovních společnost zaznamenala horší než očekávané údaje, největším zklamáním byla celková výše čistého zisku, resp. ztráty. Potvrdilo se, že tržby srazil silný dolar, zatímco provozní zisk byl ovlivněn úsporami nákladů.

**Hlavní trendy a překvapení:** (1) Na vývoji tržeb je nadále patrný výrazný dopad posilování amerického dolaru. Kvůli tomu celkové tržby klesly ve čtvrtém čtvrtletí meziročně o 9,5 %, zatímco při stabilních kurzech by CME zaznamenalo nárůst o 3,0 %. (2) Konsolidovaná OIBDA dosáhla 56,2 mil. USD a oproti poslednímu kvartálu 2014 se zvýšila o 1,1 mil. USD. Celková OIBDA marže se zvýšila o 3,2 pb na 28,7 %. (3) Z pohledu segmentů jsme meziroční zlepšení OIBDA marže zaznamenali s výjimkou Chorvatska u všech zemí. Oproti našemu očekávání výrazněji vzrostla v ČR, v případě Bulharska byla oproti Q4 14 téměř dvojnásobná. Naopak za našimi odhady zaostal vývoj na Slovensku.

**Výsledky za celý rok:** V celoročním hodnocení tržby klesly o 11 %, při konstantních kurzech ale vzrostly o 5,9 %. OIBDA zaznamenala zlepšení o 28,7 % na 122,8 mil. USD, očištěná o vliv měnových kurzů pak vzrostla o 52,9 %, což zapadá do růstu očekávaného managementem v rozmezí 45 až 55 %. Celková ztráta klesla na 102,3 mil. USD oproti 151,5 mil. USD v roce 2014. Volný cash flow dosáhl 55,5 mil. USD (tj. lehce nad cílem managementu 45 až 55 mil. USD).

**Refinancování dluhu:** CME zároveň oznámilo refinancování velké části dluhu získáním nového úvěru ve výši 469 mil. EUR splatného v únoru 2021, za který se zaručil největší akcionář Time Warner. Refinancování se týká zhruba poloviny dosavadního dluhu a nahradí nejdražší dluhopisy s 15% úrokem splatné v příštím roce. Změna přinese snížení úrokových nákladů, když nový dluh bude v závislosti na ziskovosti a poměrech zadlužení CME úročen sazbou mezi 7 až 10,5 %. CME zároveň podepsala dodatek s Time Warner o revolvingovém úvěru, jeho splatnost se posune z listopadu 2017 na únor 2021. CME tak nyní bude mít nejbližší splatný dluh až v listopadu 2018.

**Dopad na předpovědi:** Refinancování dluhu se v budoucnu pozitivně projeví na zlepšující se celkové ziskovosti firmy. To by mělo mít pozitivní vliv i na naše odhady budoucích výsledků. CME ale ve Q2 16 očekává účetní ztrátu přibližně 150 mil. USD z finančních operací spojených s dluhem firmy. Ukazatel čistého dluhu k OIBDA očekává management pod 8x ke konci letošního roku (8,5násobek na konci 2015). Negativně by měl v letošním roce ještě působit posilující dolar, přestože vliv by neměl být již tak výrazný. K přehodnocení našich odhadů přistoupíme v následujících týdnech. Výraznější posílení USD či slabý hospodářský růst považujeme za největší rizika pro naši prognózu.

**Očekávané události:** Výsledky za Q1 16 by mohly být oznámeny koncem dubna.



**Miroslav Frayer**  
(420) 222 008 567  
miroslav\_frayer@kb.cz

Sportovní sázky |

## Fortuna

Výsledky nad odhady, zklamala však dividendová politika. Doporučení jsme dali do revize.

## v revizi

Cena 07.04.16 **87,0 CZK**12m cíl **v revizi CZK**

Pot. růst ceny -

Dividenda **0,12 EUR**  
3,2 CZK

Celkový výnos -

## Sektorové doporučení

Není doporučeno

## Typ investice

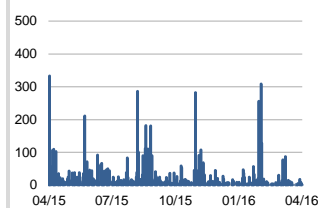
Defenzivní ✓

## Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

## Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

## Data o akci

RIC FORESp.PR	Bloom FOREG CP
52týdenní rozmezí	56 - 105
Tržní kap. (CZK mld.)	4,5
Tržní kap. (EUR mil.)	166
Volné obchod. (%)	33
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m 3m 12m</b>
Akcie	-12,9 10,6 -13,8
Relativně k PX	-12,7 14,3 2,3

Zdroj: Bloomberg

## Poslední analýza a komentář:

<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=12826>  
[http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/c10\\_fortuna\\_vysledky\\_nad\\_odhady\\_zklamaly\\_vsak\\_komentare\\_k\\_dividendam\\_doporuzeni\\_davame\\_do\\_revize](http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/c10_fortuna_vysledky_nad_odhady_zklamaly_vsak_komentare_k_dividendam_doporuzeni_davame_do_revize)

## Výsledky Fortuny

mil. EUR	2014	2015	změna	odhad KB	konsensus
přijaté sázky	672,4	847,7	26%	846,9	845,2
hrubé výhry	132,6	147,4	11%	147,4	147,5
tržby	97,0	102,8	6%	103,1	-
EBITDA	27,8	27,2	-2%	26,4	26,5
provozní zisk	23,4	22,6	-3%	21,8	-
čistý zisk	15,9	19,5	23%	15,5	15,9

Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Výsledky:** Společnost Fortuna zveřejnila 10. března výsledky hospodaření za rok 2015, které **byly na provozní úrovni mírně lepší, než se čekalo**. EBITDA upravená o jednorázové položky nakonec meziročně stagnovala, což překonalo lednový výhled managementu (pokles o 3-6 % y/y). Čistý zisk za loňský rok nečekaně prudce stoupl, hlavním rozdílem oproti odhadům ale byl jednorázový příjem z odložené daně v Polsku ve výši 3,5 mil. EUR. Po očištění o tuto položku by čistý zisk meziročně stagnoval na 16,0 mil. EUR, což bylo jen lehce nad tržním konsensem. Připomeňme, že Fortuna zveřejňuje kompletní výsledky hospodaření jen pololetně.

**Výhled:** Pro rok 2016 čeká firma pokračování růstu objemu přijatých sázek na přibližně 1,01 mld. EUR. EBITDA by však měla klesnout o 10-15 % z důvodu růstu zdanění hazardu v ČR. EBITDA by tak měla dosáhnout přibližně 23,1-24,5 mil. EUR, což je o něco méně, než jsme čekali před oznámením výsledků, ale zároveň výrazně více, než jsme odhadovali v poslední analýze z loňského srpna. Investiční výdaje Fortuny by pak v roce 2016 měly dosáhnout 11-13 mil. EUR oproti loňským 8,8 mil. EUR.

**Dividendy:** Fortuna dříve platila štědré dividendy, od loňského dubna ale byla dividendová politika v revizi. Spolu s výsledky **firma uvedla, že dividendy nebude platit letos ani v roce 2017, což bylo velkým zklamáním**. K dalšímu přehodnocení dividendové politiky má dojít až po skončení příštího roku.

**Cena akcií a naše doporučení:** Výsledky hospodaření potěšily a ani výhled pro letošní EBITDA není špatný. Jednoznačně ale převážilo zklamání z nulové dividendy a akcie Fortuny v reakci oslabily již téměř o 15 %. **Okamžitě po zveřejnění výsledků jsme dali naše doporučení i cílovou cenu do revize** a budeme připravovat aktualizaci naší analýzy. Během našeho doporučení „koupit“ vydaného loni v srpnu vyskočily akcie Fortuny o vysokých 63 %.

**Potenciální dopad na naše odhady:** Cílová cena by mohla oproti poslednímu ocenění (79 CZK za kus) vzrůst, protože během loňského druhého pololetí se hospodaření Fortuny oproti srpnovým odhadům značně zlepšilo. Do nových prognóz však promítneme i vyšší než očekávané investiční výdaje a neatraktivní dividendovou politiku.

**Očekávané události:** Výroční zpráva včetně detailů k loňským výsledkům bude zveřejněna 15. dubna. Částečné výsledky Fortuny za Q1 16 budou oznámeny 5. května.



**Josef Němý, CFA**  
 (420) 222 008 560  
 josef\_nemy@kb.cz

| Těžební průmysl |

# NWR

Výsledky byly podle očekávání špatné, výhled je ještě horší a vlastník hodil ručník do ringu

## Prodat

Cena 07.04.16 **0,13 CZK**  
 12m cíl **- CZK**  
 Pot. růst ceny **-**  
 Dividenda **0 EUR**  
 Celkový výnos **-**

### Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

### Typ investice

Cyklické odvětví

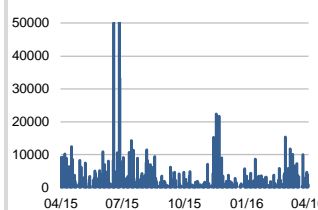


### Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

### Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

### Data o akci

<b>RIC</b>	NWRsp.PR	<b>Bloom</b>	NWR CP
52týdenní rozmezí			0,05 - 0,3
Tržní kap. (CZK mld.)			0,5
Tržní kap. (EUR mil.)			17
Volně obchod. (%)			36
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Akcie	25,0	50,0	-54,5
Relativně k PX	25,1	54,9	-46,1

Zdroj: Bloomberg

### Poslední analýza a komentář:

[http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/REPORT\\_13136](http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/REPORT_13136)  
[http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/1df\\_vlastnik\\_nwr\\_hodil\\_rucnik\\_do\\_ringu](http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/1df_vlastnik_nwr_hodil_rucnik_do_ringu)

### Výsledky NWR za Q415

mil. EUR	Q4 14	Q4 15	změna	odhad KB
Tržby	172,3	184,3	7%	183,0
EBITDA	6,6	-0,5	n.m.	-1,2
provozní zisk	-197,8	-210,4	n.m.	-123,5
čistý zisk	106,9	-207,0	n.m.	-147,3

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, NWR

**Výsledky:** Společnost NWR zveřejnila 24. února výsledky svého hospodaření za Q4 15. Provozní výkonnost byla v souladu s naším očekáváním, a jak jsme předpokládali, NWR zaúčtovalo velký odpis majetku ve výši 199 mil. EUR, když výrazně snížilo účetní hodnotu všech svých dolů. Po snížení hodnoty aktiv stojí za zmínku, že majetek firmy měl ke konci roku účetní hodnotu už jen 319 mil. EUR, zatímco celkové závazky byly 705 mil. EUR. Za celý rok 2015 klesly tržby meziročně o 7 % na 630 mil. EUR a firma byla v EBITDA ztrátě ve výši 4 mil. EUR (oproti zisku 11 mil. EUR před rokem). Čistá ztráta činila 223 mil. EUR.

**Výhled:** Šéf NWR Gareth Penny uvedl, že prodejní ceny uhlí mohou dál klesat a že NWR může přicházet o hotovost i během několika následujících let. Podle managementu hotovost již v Q2 16 klesne pod 40 mil. EUR, což byl minimální požadavek hotovosti v rámci tzv. superseniorního úvěru. Firma se s věřiteli dohodla, že tento požadavek bude snížen na 25 mil. EUR k 31. březnu a 10 mil. EUR k 30. červnu. Od 31. července ale opět bude platit původní požadavek a v říjnu je splatný celý tento úvěr ve výši 35 mil. EUR. **NWR by tak mohly zcela dojít peníze již během tohoto roku.** Firmu by mohlo zachránit navýšení kapitálu, což by pravděpodobně vedlo k masivnímu naředění podílů menšinových akcionářů NWR.

**Odchod vlastníka: Většinový akcionář NWR** (společnost CERCL Mining Holdings, ve které má poloviční podíl Zdeněk Bakala) **se v únoru překvapivě rozhodl zdarma převést celý svůj 50,42% podíl na NWR**, což by mělo usnadnit restrukturalizaci firmy. Podíly zbývajících akcionářů by v případě zrušení vrácených akcií mohly přibližně zdvojnásobit, což zřejmě stálo za prudkým březnovým růstem ceny akcií. Po odchodu CERCL vlastní přes 60 % hlasovacích práv NWR skupina věřitelů pod názvem Ad Hoc Group.

**Potenciální dopad na cenu akcií a doporučení:** Krátkodobý vývoj ceny akcií je podle našeho názoru nevyzpytatelný, protože odchod vlastníka může lákat spekulanty. Dlouhodobě ale podle nás akcie NWR mají prakticky nulovou hodnotu. Bez navýšení kapitálu firma jednoduše nebude schopná splatit své závazky a akcionářům tak nakonec nezůstane zhora nic. Investor, který by do současné NWR vložil potřebný nový kapitál, se zřejmě bude hledat jen těžko (zájem by asi mohl být jen o OKD nebo o jednotlivé doly). Akcie NWR už několik let soustavně doporučujeme prodat a nyní **nevidíme důvod, proč naše prodejní doporučení měnit.** Hlavními riziky proti našemu doporučení je prudký růst globálních cen koksovatelného uhlí a nečekaně velké snížení těžebních nákladů.

**Očekávané události:** Výsledky hospodaření NWR za Q1 16 budou zveřejněny 18. května.



**Josef Němý, CFA**  
 (420) 222 008 560  
 josef\_nemy@kb.cz

Telekomunikace |

# O2 Czech Republic

Po silném růstu jsme snížili doporučení z „koupit“ na „držet“

## Držet

Cena 07.04.16	<b>250 CZK</b>
12m cíl	<b>260 CZK</b>
Pot. růst ceny	<b>3,8%</b>
Dividenda	<b>16 CZK</b>
Celkový výnos	<b>10,2%</b>

### Sektorové doporučení

Snížit váhu

### Typ investice

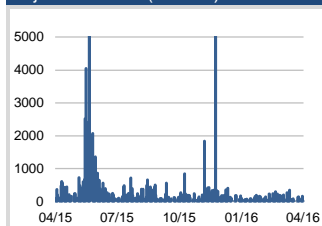
Defenzivní	✓
Vysoký dividendový výnos	✓

### Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

### Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

### Data o akci

RIC SPTTsp.PR	Bloom	TELEC CP
52týdenní rozmezí	49,4 - 265,9	
Tržní kap. (CZK mld.)	77,6	
Tržní kap. (EUR mil.)	2870	
Volně obchod. (%)	28	
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b> <b>12m</b>
Akcie	1,3	0,3 288
Relativně k PX	1,4	3,6 359

Zdroj: Bloomberg

### Poslední analýza a komentář:

[http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/420\\_komentar\\_k\\_vysledkum\\_o2\\_za\\_q4\\_15](http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/420_komentar_k_vysledkum_o2_za_q4_15)

[http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/931\\_snizujeme\\_doporučení\\_pro\\_o2\\_na\\_držet\\_s\\_cílovou\\_cenou\\_260\\_czk](http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/931_snizujeme_doporučení_pro_o2_na_držet_s_cílovou_cenou_260_czk)

### Výsledky O2

mld. CZK	Q4 14	Q4 15	změna	odhad KB	konsensus*
Tržby	9,66	9,70	0,5%	9,60	9,62
EBITDA	2,33	2,63	12,5%	2,61	2,55
provozní zisk	1,33	1,75	31,9%	1,72	1,66
čistý zisk	1,01	1,35	33,4%	1,34	1,28

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, O2 Czech Republic, \*průměrný odhad v průzkumu O2 mezi 7 analytiky včetně KB

**Výsledky:** Společnost O2 Czech Republic zveřejnila 26. ledna výsledky svého hospodaření za Q4 15, které **byly nepatrně nad očekáváním**. Za celý rok 2015 dosáhla EBITDA 10,14 mld. CZK a čistý zisk 5,08 mld. CZK, což bylo v souladu s předpovědí managementu (EBITDA v rozmezí 9,9 až 10,2 mld. CZK a čistý zisk v rozmezí 4,85 až 5,2 mld. CZK).

**Hlavní trendy:** 1) Kvartální konsolidované tržby meziročně mírně vzrostly o 0,4 %, když pozitivně překvapilo zvýšení výnosů fixního segmentu (v Q4 15 o 4,5 % y/y díky prudkému růstu výnosů z ICT služeb téměř o polovinu). 2) Na straně nákladů sice podstatně vzrostly náklady na prodej (+5,2 % y/y), což ale opět kompenzovalo snížení ostatních provozních nákladů (-9,5 % y/y), a to zejména v oblasti nákladů na energie a údržbu sítí. 3) V provozní oblasti pokračovaly trendy posledních kvartálů, jako je např. pokles počtu pevných linek a mobilních zákazníků v ČR. Zaujal růst v segmentu O2 TV, když počet zákazníků meziročně stoupl o 10 %, výnosy díky zvýšení cen dokonce o 67 %.

**Dividenda:** O2 navrhlo vyplatit dividendu z loňského zisku ve výši **16 CZK na akcii**, což odpovídá 105 % nekonsolidovaného čistého zisku (dividendovou politikou je výplata 90-110 % nekonsolidovaného zisku) a 98 % konsolidovaného čistého zisku. Dividenda byla lehce pod očekáváním, znamená však atraktivní 6,4% výnos. Možnost mimořádné dividendy, o které se spekuluje již více než půl roku, management nekomentoval.

**Zpětný odkup akcií:** O2 zahájilo 28. ledna dříve schválený zpětný odkup vlastních akcií. Během následujících dvou let smí O2 koupit nejvýše 4 % vlastních akcií, v pětiletém horizontu je v plánu odkup až do výše 8 mld. CZK nebo 10 % celkového objemu akcií. O2 doposud koupilo 0,36 % vlastních akcií za průměrnou cenu 247,3 Kč za kus. Odkupy nejprve představovaly okolo čtvrtiny celkového objemu obchodů, od poloviny března ale O2 nekoupilo žádné vlastní akcie.

**Cílová cena a doporučení:** Akcie O2 mají za sebou extrémně silný růst, když od červnového oddělení infrastruktury vyletěly o více než 300 %. 22. března jsme **snížili naše doporučení z „koupit“ na „držet“**. Roční cílová cena mírně vzrostla z 251 CZK na 260 CZK za akcii díky lehkému zlepšení našich odhadů zisků.

**Hlavní rizika proti našemu doporučení:** Tlak na ceny telekomunikačních služeb, vývoj ziskovosti na Slovensku a méně štedrá dividendová politika, než nyní očekáváme.

**Očekávané události:** Valná hromada bude 19. dubna rozhodovat mimo jiné o výplatě dividendy se stejným rozhodným dnem. Výsledky hospodaření za Q1 16 pak budou zveřejněny 26. dubna.



**Josef Němý, CFA**  
(420) 222 008 560  
josef\_nemy@kb.cz

| Textil |

# Pegas Nonwovens

Výsledky hospodaření naplnily očekávání, překvapila dividenda

## Koupit

Cena 07.04.16	<b>774 CZK</b>
12m cíl	<b>800 CZK</b>
Pot. růst ceny	<b>3,3%</b>
Dividenda	<b>1,25 EUR</b>
	33,8 CZK
Celkový výnos	<b>7,7%</b>

### Sektorové doporučení

Neutrální

### Typ investice

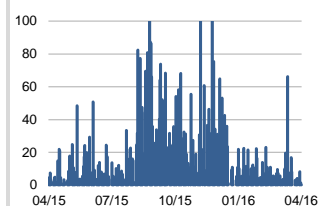
Vysoký dividendový výnos	✓
Nízká tržní kapitalizace	✓

### Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

### Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

### Data o akci

RIC	PGSN.PR	Bloom	PEGAS CP
52týdenní rozmezí		685,1 - 966,9	
Tržní kap. (CZK mld.)		7,1	
Tržní kap. (EUR mil.)		261	
Volné obchod. (%)		99	
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Akcie	3,4	6,1	9,6
Relativně k PX	3,5	9,6	29,9

Zdroj: Bloomberg

### Poslední analýza a komentář:

<http://trading.kb.cz/api/file/135432?hash=42d80e50b83abcc4b9a729e5d87bf5d1>

<http://trading.kb.cz/api/file/147005?hash=efa33362b9f6cc2386655f514df3871>

### Výsledky Pegasu za Q4 15

mil. EUR	Q4 14	Q4 15	yoy	Odhad KB	Konsensus
Tržby	58,76	59,56	1%	65,71	61,15
EBITDA	13,15	14,58	11%	14,39	14,30
Provozní zisk	9,24	10,47	13%	10,39	10,25
Čistý zisk	7,64	8,15	7%	8,80	8,55

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Pegas Nonwovens, konsensus Thomson Reuters

**Výsledky hospodaření** Pegasu na provozní úrovni mírně překonaly tržní i naše očekávání, naopak tržby a čistý zisk za odhady nepatrně zaostaly. Ukazatel EBITDA dosáhl 14,6 mil. EUR, což představuje nejlepší kvartální výsledek v historii firmy. Nejdůležitějším faktorem byl mechanismus přenesení cen vstupních materiálů, když ceny polymerů od srpna prudce poklesly. Pozitivně působily i vyšší prodeje a vliv přecenění akciového opčního plánu.

**Fakta a události:** (1) Objem produkce dosáhl ve čtvrtém kvartále 26,1 tis. tun, což téměř vyrovnalo rekordní produkci ze Q4 14. Kontrakty dohodnuté se zákazníky indikují plné využití výrobní kapacity i v letošním roce. (2) Podíl výrobků pro oblast hygieny činil na celkových výnosech v roce 2015 85,8 % ve srovnání s 88% podílem o rok dříve. Prodeje mimo tuto oblast (zejména pro stavebnictví, zemědělství a zdravotnictví) dosáhly v roce 2015 32,5 mil. EUR, což představovalo 14,2% podíl na celkových výnosech. (3) Celoroční EBITDA dosáhla 44,3 mil. EUR, což je na spodní hranici vytyčeného cíle managementem (44 až 48,5 mil. EUR). V meziročním srovnání jde o pokles o 6,1 %. Pro letošní rok stanovil management cíl na úrovni 43 až 49 mil. EUR, což je v souladu s našimi odhady (45,4 mil. EUR). (4) Celkové investice dosáhly ve Q4 15 4,6 mil. EUR. Z této částky představovaly kapitálové výdaje na rozšíření výroby 3,5 mil. EUR, zbytek byl vynaložen na běžné investice. Za celý rok investice dosáhly 9 mil. EUR, čímž společnost nepřekročila svůj odhad investičních výdajů pro rok 2015. V letošním roce plánuje investovat 25 mil. EUR, když výdaje budou souviset především s novou egyptskou linkou. Její uvedení do komerčního provozu plánuje Pegas na začátek Q2 17. (5) Čistý dluh se ke konci loňského roku meziročně zvýšil o více jak 15 % na 163,8 mil. EUR. V poměru vůči ukazateli EBITDA dosáhl 3,7násobku (3,0 ke konci 2014). Zvýšení čistého dluhu souviselo zejména s poklesem závazků z obchodního styku v prvním kvartále, kdy Pegas začal v plné míře využívat finančního zvýhodnění za včasnou platbu při nákupu polymerů. K nárůstu však přispěly i investiční výdaje a program zpětného odkupu.

**Odhady a doporučení:** Výhled managementu na letošní rok koresponduje s našimi odhady. Rovněž oznámená plánovaná produkce odpovídá našim předpokladům. Naše výhledy tak ponecháváme v platnosti. Pozitivním překvapením byl návrh dividendy ve výši 1,25 EUR na akcii, což představuje nárůst o 10 centů oproti předchozímu roku, zatímco očekávání většiny trhu bylo nastaveno na 1,20 EUR. Opětovné vyprodání letošní výrobní kapacity vnímáme pozitivně. Nadále držíme naše nákupní doporučení.

**Rizika:** Rostoucí ceny polymerů a nižší investice v Egyptě považujeme za největší rizika.

**Očekávané události:** Výsledky hospodaření za první kvartál letošního roku budou oznámeny 26. května.



**Miroslav Frayer**  
(420) 222 008 567  
miroslav\_frayer@kb.cz

| Tabák |

# Philip Morris ČR

Navrhovaná dividenda činí 920 Kč na akcii

## Koupit

Cena 07.04.16 **13211 CZK**  
 12m cíl **11890 CZK**  
 Pot. růst ceny **-10,0%**  
 Dividenda **920 CZK**  
 Celkový výnos **-3,0%**

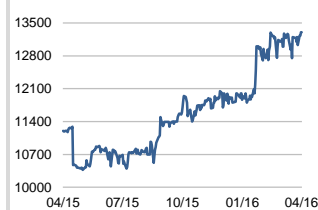
### Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

### Typ investice

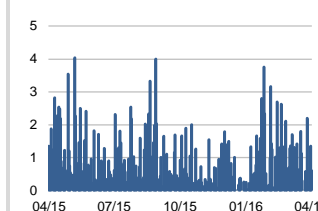
Vysoký dividendový výnos ✓

### Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

### Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

### Data o akci

RIC TABKsp.PR	Bloom TABAK CP
52týdenní rozmezí	10300 - 13449
Tržní kap. (CZK mld.)	36,5
Tržní kap. (EUR mil.)	1352
Volně obchod. (%)	22
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m 3m 12m</b>
Akcie	1,6 12,2 18,8
Relativně k PX	1,7 15,9 40,8

Zdroj: Bloomberg

### Poslední analýza:

<http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/REPORT12834>

### Výsledky PMČR za 2015

Miliardy CZK	2014	2015	Změna	Odhad KB	Konsensus
Tržby	14,049	10,866	-23%	10,566	10,255
Provozní výsledek	2,824	3,204	13%	3,367	n/a
Čistý zisk	2,254	2,570	14%	2,738	2,613

Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

**Výsledky hospodaření:** Tržby společnosti bez zahrnutí spotřební daně a DPH v loňském roce klesly o 23 % na 10,9 mld. CZK. Důvodem je změna provozního modelu ve výrobě, která se promítla na všech úrovních výsledovky. Provozní i čistý zisk tak v konečném důsledku vzrostl o 13 %, resp. 14 % (3,2 resp. 2,6 mld. CZK).

**Nový provozní model:** PMČR od loňska působí jako poskytovatel výrobních služeb. Výsledkem je, že firma nevlastní materiály pro výrobu a je odměňována za poskytnutou službu přeměny materiálů do hotových výrobků formou poplatků za výrobní službu a zároveň nevykazuje exportní prodeje. Tržby za výrobní služby jsou v principu nižší než tržby z exportních prodejů vykazované v roce 2014. Zároveň jsou nižší i výrobní náklady.

**Hlavní trendy a fakta: (1)** Tržby v ČR vloni vzrostly o 7,9 % na 5,6 mld. CZK díky příznivému vývoji cen v důsledku zvýšení spotřební daně, které bylo zohledněno v prodejních cenách koncovým zákazníkům. Nepříznivě však působily objemy prodejů a míra zastoupení jednotlivých značek v prodejkách. Tržní podíl Philip Morris ČR na českém trhu opět klesnul, a to o 1,5 pb na 45,9 % (včetně značky RGD). **(2)** Pro společnost nadále panuje příznivá situace na Slovensku. Tržby vzrostly o 7,9 % na 100,9 mil. EUR. Příznivě se vyvíjely ceny, prodejní objemy a míra zastoupení jednotlivých značek. PMČR se nadále daří zvyšovat tržní podíl na tomto trhu. Ten dosáhl ke konci loňského roku 57,0 % (o 1,9 pb více než ve 2014). **(3)** V souvislosti se změnou provozního modelu PMČR namísto vykazovaných tržeb z exportu reportuje tržby za výrobní služby. Ty vloni dosáhly 2,5 mld. CZK.

**Dividenda:** Management společnosti navrhl dividendu z loňského zisku ve výši 920 Kč na akcii (98,3 % čistého zisku), což po zdanění odpovídá vzhledem k současné ceně akcií dividendovému výnosu ve výši zhruba 7 %.

**Potenciální dopad na předpovědi:** Zveřejněné výsledky hospodaření se výrazně neodlišovaly od našich predikcí. Přestože navrhovaná dividenda je nepatrně nižší, neměla by vést k výraznému přehodnocení našich odhadů do budoucna.

**Potenciální dopad na cílovou cenu a doporučení:** Aktuální cena se nachází nad naší cílovou cenou, z tohoto pohledu tak prostor pro další růst vidíme jako velmi omezený. Vyšší dividenda oproti loňskému roku společně se současným prostředím nízkých úrokových sazeb by však mohla ještě akciím určitou podporu poskytnout.

**Rizika:** Přísnější regulace kouření a razantnější zvyšování spotřebních daní považujeme aktuálně za největší rizika, která by se projevila na výsledcích i ocenění firmy negativně.

**Očekávané události:** 29. dubna se uskuteční valná hromada společnosti. Provozní výsledky za Q1 16 společnost zveřejní 17. května 2016.



**Miroslav Frayer**  
 (420) 222 008 567  
 miroslav\_frayer@kb.cz

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

**Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu**  
**Jan Vejmelek, Ph.D., CFA**  
 (420) 222 008 568  
[jan\\_vejmelek@kb.cz](mailto:jan_vejmelek@kb.cz)

**Ekonomové**  
**Viktor Zeisel**  
 (420) 222 008 523  
[viktor\\_zeisel@kb.cz](mailto:viktor_zeisel@kb.cz)  
**Akciovní analytici**  
**Josef Němý, CFA**  
 (420) 222 008 560  
[josef\\_nemy@kb.cz](mailto:josef_nemy@kb.cz)

**Marek Dřimal**  
 (420) 222 008 598  
[marek\\_dřimal@kb.cz](mailto:marek_dřimal@kb.cz)

**David Kocourek**  
 (420) 222 008 569  
[david\\_kocourek@kb.cz](mailto:david_kocourek@kb.cz)

**Jana Steckerová**  
 (420) 222 008 524  
[jana\\_steckerova@kb.cz](mailto:jana_steckerova@kb.cz)

**Miroslav Frayer**  
 (420) 222 008 567  
[miroslav\\_frayer@kb.cz](mailto:miroslav_frayer@kb.cz)

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

**Hlavní ekonom SG Poland**  
**Jaroslav Janecki**  
 (48) 225 284 162  
[jaroslav.janecki@sgcib.com](mailto:jaroslav.janecki@sgcib.com)

**Hlavní ekonom Rosbank**  
**Evgeny Koshelev**  
 (7) 495 725 5637  
[ekoshelev@mx.rosbank.ru](mailto:ekoshelev@mx.rosbank.ru)

**Hlavní ekonom BRD-GSG**  
**Florian Libocor**  
 (40) 213 016 869  
[florian.libocor@brd.ro](mailto:florian.libocor@brd.ro)

**Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG**  
**Carmen Lipara**  
 (40) 213 014 370  
[carmen.lipara@brd.ro](mailto:carmen.lipara@brd.ro)

**Ekonom**  
**Simona Tamas**  
 (40) 213 014 472  
[simona.tamas@brd.ro](mailto:simona.tamas@brd.ro)

**Akciovní analytik**  
**Laura Simon, CFA**  
 (40) 213 014 370  
[laura.simon@brd.ro](mailto:laura.simon@brd.ro)

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

**Hlavní ekonomka výzkumu globální ekonomiky**  
**Michala Marcussen**  
 (44) 20 7676 7813  
[michala.marcussen@sgcib.com](mailto:michala.marcussen@sgcib.com)

**Eurozóna**  
**Anatoli Annenkov**  
 (44) 20 7762 4676  
[anatoli.annenkov@sgcib.com](mailto:anatoli.annenkov@sgcib.com)

**Michel Martinez**  
 (33) 1 4213 3421  
[michel.martinez@sgcib.com](mailto:michel.martinez@sgcib.com)

**Yacine Rouimi**  
 (33) 1 42 13 84 04  
[yacine.rouimi@sgcib.com](mailto:yacine.rouimi@sgcib.com)

**Yvan Mamalet**  
 (44) 20 7762 5665  
[yvan.mamalet@sgcib.com](mailto:yvan.mamalet@sgcib.com)

**Severní Amerika**  
**Aneta Markowska**  
 (1) 212 278 66 53  
[aneta.markowska@sgcib.com](mailto:aneta.markowska@sgcib.com)

**Omair Sharif**  
 (1) 212 278 48 29  
[omair.sharif@sgcib.com](mailto:omair.sharif@sgcib.com)

**Velká Británie**  
**Brian Hilliard**  
 (44) 20 7676 7165  
[brian.hilliard@sgcib.com](mailto:brian.hilliard@sgcib.com)

**Latinská Amerika**  
**Dev Ashish**  
 (91) 80 2802 4381  
[dev.ashish@socgen.com](mailto:dev.ashish@socgen.com)

**Asie a Pacifik**  
**Klaus Baader**  
 (852) 2166 4095  
[klaus.baader@sgcib.com](mailto:klaus.baader@sgcib.com)

**Čína**  
**Wei Yao**  
 (852) 2166 5437  
[wei.yao@sgcib.com](mailto:wei.yao@sgcib.com)

**Japonsko**  
**Takuji Aida**  
 (81) 3 5549 5187  
[takuji.aida@sgcib.com](mailto:takuji.aida@sgcib.com)

**Kiyoko Katahira**  
 (81) 3 5549 5190  
[kiyoko.katahira@sgcib.com](mailto:kiyoko.katahira@sgcib.com)

**Korea**  
**Suktae Oh**  
 (82) 2195 7430  
[suktae.oh@sgcib.com](mailto:suktae.oh@sgcib.com)

**Indie**  
**Kunal Kumar Kundu**  
 (91) 80 6716 8266  
[kunal.kundu@sgcib.com](mailto:kunal.kundu@sgcib.com)

**Infance**  
**Vaibhav Tandon**  
 (91) 80 6731 9449  
[vaibhav.tandon@sgcib.com](mailto:vaibhav.tandon@sgcib.com)

## SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

**Globální vedoucí výzkumu**  
**Patrick Legland**  
 (33) 1 42 13 97 79  
[patrick.legland@sgcib.com](mailto:patrick.legland@sgcib.com)

**Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů**  
**Vincent Chaigneau**  
 (44) 20 7676 7707  
[vincent.chaigneau@sgcib.com](mailto:vincent.chaigneau@sgcib.com)

**Dluhopisový trh**  
**Bruno Braizinha**  
 (1) 212 278 5296  
[bruno.braizinha@sgcib.com](mailto:bruno.braizinha@sgcib.com)

**Frances Cheung, CFA**  
 (852) 2166 5437  
[frances.cheung@sgcib.com](mailto:frances.cheung@sgcib.com)

**Jean-David Cirotteau**  
 (33) 1 42 13 72 52  
[jean-david.ciotteau@sgcib.com](mailto:jean-david.ciotteau@sgcib.com)

**Cristina Costa**  
 (33) 1 58 98 51 71  
[cristina.costa@sgcib.com](mailto:cristina.costa@sgcib.com)

**Rahul Desai**  
 (44) 20 7676 7904  
[rahul.desai@sgcib.com](mailto:rahul.desai@sgcib.com)

**Jorge Garayo**  
 (44) 20 7676 7404  
[jorge.garayo@sgcib.com](mailto:jorge.garayo@sgcib.com)

**Ciaran O'Hagan**  
 (33) 1 42 13 58 60  
[ciaran.ohagan@sgcib.com](mailto:ciaran.ohagan@sgcib.com)

**Shakeeb Hulikatti**  
 (91) 80 2802 4380  
[shakeeb.hulikatti@sgcib.com](mailto:shakeeb.hulikatti@sgcib.com)

**Adam Kurpiel**  
 (33) 1 42 13 63 42  
[adam.kurpiel@sgcib.com](mailto:adam.kurpiel@sgcib.com)

**Vedoucí strategie US sazeb**  
**Subadra Rajappa**  
 (1) 212 278 5241  
[subadra.rajappa@sgcib.com](mailto:subadra.rajappa@sgcib.com)

**Jason Simpson**  
 (44) 20 7676 7580  
[jason.simpson@sgcib.com](mailto:jason.simpson@sgcib.com)

**Marc-Henri Thoumin**  
 (44) 20 7676 7770  
[marc-henri.thoumin@sgcib.com](mailto:marc-henri.thoumin@sgcib.com)

**Měnové kurzy**  
**Jason Daw**  
 (65) 63267890  
[jason.daw@sgcib.com](mailto:jason.daw@sgcib.com)

**Alvin T. Tan**  
 (44) 20 7676 7971  
[alvin-t.tan@sgcib.com](mailto:alvin-t.tan@sgcib.com)

**Olivier Korber (Derivatives)**  
 (33) 1 42 13 32 88  
[olivier.korber@sgcib.com](mailto:olivier.korber@sgcib.com)

**Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů**  
**Guy Stear**  
 (33) 1 41 13 63 99  
[guy.stear@sgcib.com](mailto:guy.stear@sgcib.com)

**Amit Agrawal**  
 (91) 80 6758 4096  
[amit.agrawal@sgcib.com](mailto:amit.agrawal@sgcib.com)

**Régis Chatellier**  
 (44) 20 7676 7354  
[regis.chatellier@sgcib.com](mailto:regis.chatellier@sgcib.com)

**Jason Daw**  
 (65) 6326 7890  
[jason.daw@sgcib.com](mailto:jason.daw@sgcib.com)

**Roxana Hulea**  
 (44) 20 7676 7433  
[roxana.hulea@sgcib.com](mailto:roxana.hulea@sgcib.com)

**Phoenix Kalen**  
 (44) 20 7676 7305  
[phoenix.kalen@sgcib.com](mailto:phoenix.kalen@sgcib.com)

**Frances Cheung, CFA**  
 (852) 2166 5437  
[frances.cheung@sgcib.com](mailto:frances.cheung@sgcib.com)

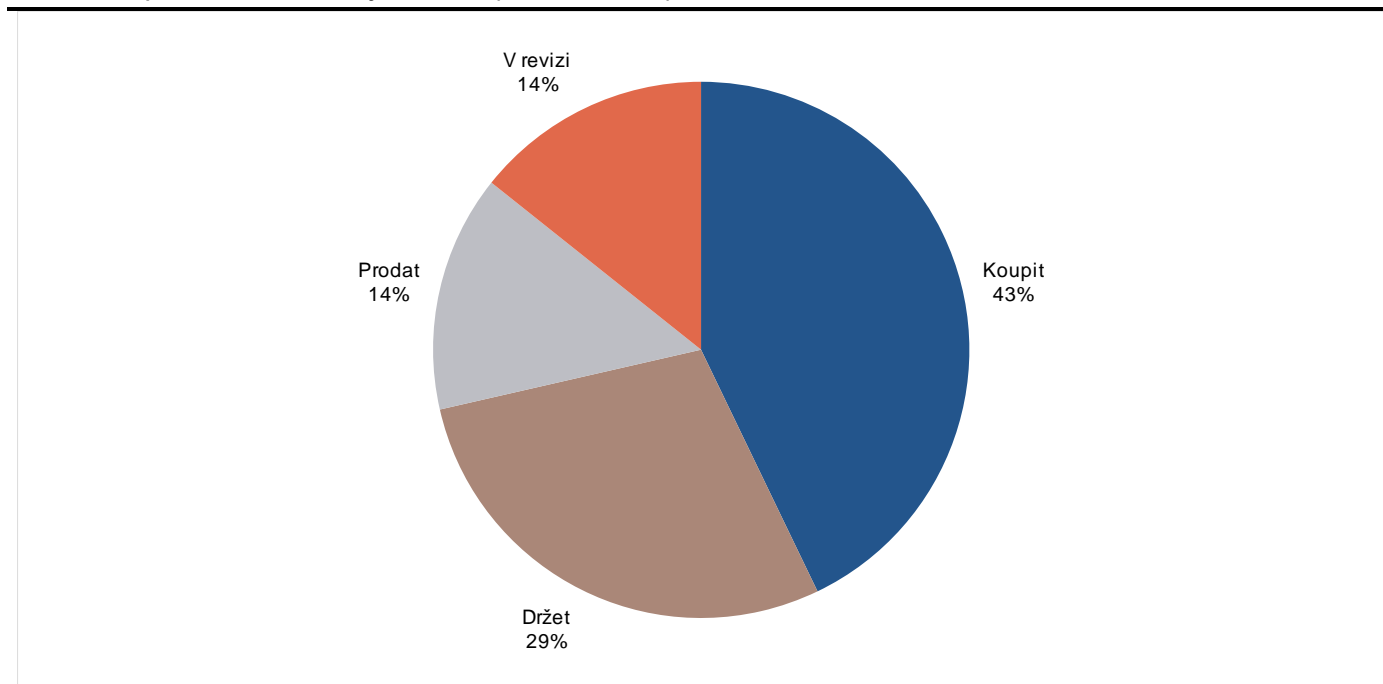
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

Toto doporučení není aktualizováno v pravidelných intervalech. Datum další aktualizace dosud nebylo stanoveno a bude ovlivněno relevantními změnami faktů podstatných pro toto doporučení tak, aby odraželo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či prémie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení by mělo zohledňovat také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v daném období 3-6 měsíců, takže cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (7 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (k 7. dubnu 2016)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

	ČEZ	O2 CR	CME	Philip Morris CR	NWR	Pegas Nonwovens	Unipetrol	Fortuna	VIG
<b>Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD*</b>									
Doporučení	koupit	držet	držet	koupit	prodat	koupit	konec pokrývání	v revizi	konec pokrývání
Cílová cena	CZK 420	CZK 260	USD 2,5	CZK 11890	-	CZK 800	n/a	v revizi	n/a
Datum	12/2/16	22/3/16	12/8/15	2/9/15	11/12/15	3/12/15	23/4/15	10/3/16	16/4/15
<b>Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)</b>									
Doporučení	koupit	koupit			prodat	prodat		koupit	
Cílová cena	CZK 608	CZK 251			v revizi	CZK 819		CZK 79	
Datum	18/9/15	12/11/15			13/5/15	11/9/15		28/8/15	
Doporučení	koupit	v revizi				v revizi		v revizi	
Cílová cena	CZK 719	v revizi				v revizi		v revizi	
Datum	25/3/15	1/6/15				27/8/15		27/8/15	
Doporučení		prodat				držet		prodat	
Cílová cena		-				CZK 792		CZK 90	
Datum		26/3/15				21/5/15		22/5/15	
Doporučení								prodat	
Cílová cena								v revizi	
Datum								8/4/15	
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
významný finanční zájem osoby/osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ano	ne
<b>Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty</b>									
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem,	Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny,								
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making** pro tituly příslušného emitenta,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeji jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkreslený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícemu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>