

| Tabák | Aktualizace | Česká republika |

Philip Morris ČR

Ponecháváme doporučení *Koupit*, zvyšujeme cílovou cenu

Koupit

Cena 13.06.16	12289 CZK
12m cíl	13500 CZK
Pot. růst ceny	9,9%
Dividenda	960 CZK
Celkový výnos	17,7%

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

Vysoký dividendový výnos

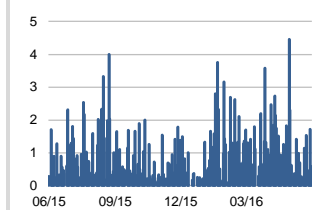


Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Ponecháváme naše doporučení *Koupit* pro akcie PMČR a zároveň zvyšujeme jejich cílovou cenu z 11 890 CZK na 13 500 CZK. Akcie již na konci minulého roku dosáhly na naši předchozí cílovou cenu, poté jejich cena dále rostla na své historické maximum 13 696 CZK. V dubnu se pak začala obchodovat bez nároku na dividendu z loňského zisku ve výši 920 CZK. Za zvýšením cílové ceny stojí především pokles bezrizikové míry, z fundamentálních faktorů se pak jedná o navýšení využití výrobní kapacity a s tím související vyšší ziskovost v budoucích letech a potažmo vyšší dividendu. Našemu nákupnímu doporučení hraje do karet i atraktivnější ocenění vůči trhu a nadprůměrný dividendový výnos. Naopak sektor jako takový sužuje přísná regulace a v dlouhodobém horizontu jsme ponechali naše očekávání klesajících provozních marží a ziskovosti. Nepříznivou roli by měl sehrát i přesun kuřáků k alternativám cigaret.

Z letošního zisku odhadujeme dividendu ve výši 960 CZK na akcii, což je oproti minulé výplatě nárůst o 40 CZK. V dlouhodobém horizontu vlivem pokračujícího trendu klesajících marží by mělo docházet i ke snižování celkového čistého zisku s negativním dopadem na výši dividendy. Ač jsme pro následující dva roky výši dividendy snížili, v dalších letech ji odhadujeme na vyšších úrovních oproti naší předcházející predikci. Dividendový výnos by měl zůstat v následujících pěti letech velmi slušný, v průměru jej odhadujeme na úrovni převyšující 6 %, v delším období by pak měl setrvat nad hranici 4 %. Očekávaný dividendový výnos v příštím roce by měl dosáhnout 7 %.

Naše ocenění odpovídá 14x očekávaného zisku v letošním roce a 18,1x průměrného zisku v období let 2016 až 2015.

Oceňovací metoda: Pro ocenění společnosti jsme použili **model diskontovaných dividend**, kde jsme k polovině roku diskontovali očekávané dividendy let 2016-25 (vyplácené 2017-26). Získanou fair value (vnitřní hodnotu) 13 108 CZK/akcii jsme upravili o vyšší atraktivitu sektoru a spekulativní potenciál, což bylo částečně kompenzováno atraktivitou firmy jako takové. Očekávaný celkový výnos 17,7 % (včetně dividendy za letošní rok) v horizontu následujícího roku odpovídá nákupnímu doporučení.

Očekávané události: Pololetní zpráva za letošní rok bude oznámena 19. srpna 2016.

Data o akciích

RIC TABKsp.PR	Bloom	TABAK CP
52týdenní rozmezí	10400 -	13696
Tržní kap. (CZK mld.)	33,7	
Tržní kap. (EUR mil.)	1248	
Volně obchod. (%)	22	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	-3,0	-7,4 13,7
Relativně k PX	2,3	1,4 36,1

Zdroj: Bloomberg

Finanční data

	2015	2016e	2017e	2018e
Výnosy (mld. CZK)	10,9	11,0	11,0	11,1
EBIT marže (%)	29,5	29,6	28,1	26,7
Čistý zisk (mld. CZK)	2,6	2,6	2,5	2,4
Zisk na akcii (CZK)	936	962	906	862
Dividenda na akcii (CZK)	920	960	910	860
Výplatní poměr (%)	98,3	99,7	100,5	99,7
Úrokové krytí (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Čistý dluh/VK (%)	-93,8	-77,7	-70,2	-63,1

Poměrové ukazatele

	2015	2016e	2017e	2018e
P/E (cílová cena, x)	14,4	14,0	14,9	15,7
Price / cash flow	12,1	11,8	11,7	11,9
Dividendový výnos (%)	6,8	7,1	6,7	6,4
Price / book value (x)	4,7	4,6	4,7	4,8
EV/výnosy (x)	2,7	2,8	2,9	2,9
EV/EBITDA (x)	8,0	8,2	8,3	8,7
ROA (%)	15,0	14,3	13,8	13,4
ROE (%)	32,6	33,0	31,1	30,1

Původní analýza a komentář:

http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/REPORT_12834

http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/e3c_philip_morris_cr_navrhovana_dividenda_cini_920_kc_na_akcii

SOCIETE

GENERALE

GROUP



Miroslav Frayer

(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz

Výsledky hospodaření za loňský rok

Srovnání loňských výsledků s rokem 2014

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: Philip Morris ČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Philip Morris ČR zveřejnil slušné výsledky za loňský rok.

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.

Externí tržby Philip Morris ČR (mil. CZK)

	2014 před změnou	2014 po změně*	2015	yoy
Česká republika	5 255	5 255	5 638	7,3%
Slovensko	2 576	2 576	2 752	6,8%
Export	6 218	-	-	-
Výrobní služby	-	2 248	2 476	10,1%
Celkem	14 049	10 079	10 866	7,8%

Pozn.: * simulace vykázaných údajů za rok 2014
Zdroj: Philip Morris ČR

Manažerský hrubý zisk Philip Morris ČR (mil. CZK)

	2014 před změnou	2014 po změně*	2015	yoy
Česká republika	3 063	3 063	3 311	8,1%
Slovensko	1 647	1 647	1 702	3,3%
Export	1 270	-	-	-
Výrobní služby	-	1 653	1 747	5,7%
Celkem	5 980	6 363	6 760	6,2%

Pozn.: * simulace vykázaných údajů za rok 2014
Zdroj: Philip Morris ČR

Změnou provozního modelu došlo k vylepšení celkové ziskovosti společnosti. Přestože byly po provedené simulaci tržby nižší, **manažerský hrubý zisk se touto operací zvýšil o necelých 400 mil. Kč.** U porovnatelných údajů za všechny sektory je pak patrný meziroční vzestup. Manažerský hrubý zisk pak vloni zaznamenal vzestup o 6,2 % y/y.

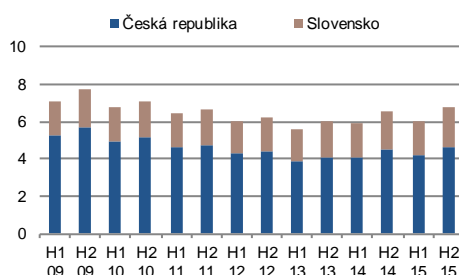
Vývoj na hlavních trzích

PMČR nadále ztrácí tržní podíl v ČR, naopak jej posiluje na Slovensku.

Hlavní trendy a fakta: (1) Tržby v ČR vloni vzrostly o 7,3 % 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

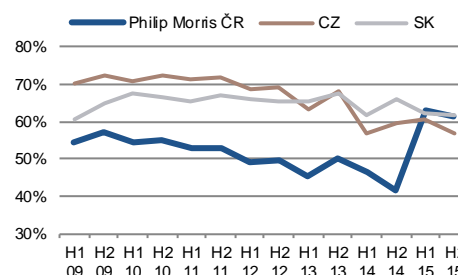
tomto trhu. Ten dosáhl ke konci loňského roku 57,0 % (o 1,9 pb více než ve 2014). (3) V souvislosti se změnou provozního modelu PMČR namísto vykazovaných tržeb z exportu reportuje tržby za výrobní služby. Ty vloni dosáhly 2,5 mld. CZK, což bylo o zhruba 10 % oproti simulovaným údajům za rok 2014.

Prodeje cigaret (v tis. ks)



Zdroj: Philip Morris ČR, Ekonomický a strategický výzkum, KB

Vývoj hrubých marží



Pozn.: Skok v roce 2015 je ovlivněn změnou provozního modelu, kdy došlo k výraznému propadu celkových tržeb

Pokles marží je znatelný především na českém trhu, nicméně propad jsme zaznamenali vloni i na Slovensku.

Dlouhodobý trend v propadu marží

Hrubé marže v dlouhodobém období klesají, jak ukazuje pravý graf. To je markantní především na českém trhu. Na Slovensku zaznamenáváme spíše stagnaci, přestože údaj za loňský rok se nachází pod dlouhodobým průměrem. To bylo způsobeno nárůstem jednotkových nákladů. Jednotkové tržby však na tento vzestup plně nenavázaly, i tak se ale nacházejí na svých historických maximech. Obdobná situace byla i v případě České republiky. Provozní marže za celý podnik vloni vylétly o zhruba 20 procentních bodů, což je ale dáno změnou provozního modelu. Marže z výrobních služeb je totiž značně vyšší než u původně vykazovaného exportu.

Očekávané výsledky hospodaření v letošním roce

Philip Morris ČR nezveřejňuje ucelené kvartální výsledky. Za první čtvrtletí zveřejnil pouze údaje o tržbách a odbytu. Tržby v prvních třech měsících zaznamenaly růst o 9,3 % na 2,5 mld. CZK při rostoucím odbytu o 7,4 % jak v České republice, tak i na Slovensku. Start do letošního roku tak byl pro PMČR velmi solidním.

Předpověď výsledků na letošní rok

Miliony Kč	2014	2015	2016e	15/14	16e/15
Tržby	14 049	10 866	11 021	-22,7%	1,4%
Hrubá marže	5 980	6 760	6 935	13,0%	2,6%
Provozní zisk	2 441	3 204	3 258	31,3%	1,7%
Provozní marže	17,4%	29,5%	29,6%	12,1	0,1
Čistý zisk	1 871	2 569	2 642	37,3%	2,9%
Zisk na akcii (Kč)	681	936	962	37,3%	2,9%
Dividenda na akcii (Kč)	880	920	960	4,5%	4,3%

Zdroj: Philip Morris ČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Letos očekáváme mírné zlepšení na všech položkách výsledovky.

Očekáváme, že **příznivé údaje z prvního kvartálu se promítnou i na celkových výsledcích za první pololetí, potažmo i za celý letošní rok**. Předpokládáme však, že dynamika růstu tržeb se na úrovních z prvního čtvrtletí neudrží a za celý rok tak odhadujeme mnohem konzervativnějších 1,4 %. Díky nižším provozním nákladům by Philip Morris ČR mohl v letošním roce zvýšit svůj čistý zisk o necelá tři procenta na 2,642 mld. CZK. Očekáváme tak jen marginální vylepšení provozní marže o 0,1 pb, když by měla letos dosáhnout 29,6 %.

Společnost by mohla vyplatit dividendu ve výši 960 Kč na akcii.

Philip Morris dlouhodobě vyplácí celý svůj čistý zisk akcionářům. Z loňského zisku společnost vyplatila dividendu ve výši 920 Kč na akcii, což oproti předchozímu roku znamenalo nárůst o 40 Kč. Dividendový výnos tak dosáhl více jak 6,5 %. Pokud PMČR zůstane u své stávající měnové politiky, **očekáváme dividendu z letošního zisku na úrovni 960 Kč na akcii.**

Dlouhodobé odhady

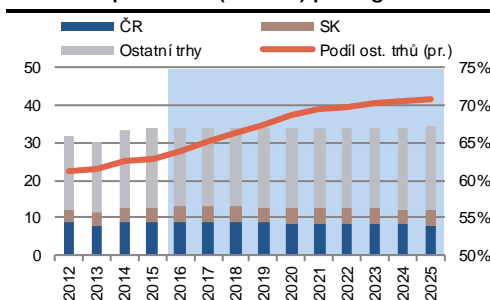
Do budoucna předpokládáme pouze minimální růst celkové produkce cigaret.

V naší dlouhodobé prognóze předpokládáme nepatrně vyšší celkovou produkci cigaret ve srovnání s předchozí analýzou. Využití výrobních kapacit odhadujeme dlouhodobě okolo hranice 85 %¹. Ze simulace nám vychází, že za nárůstem tržeb výrobních služeb v roce 2015 oproti simulovanému roku 2014 může stát i to, že Philip Morris ČR výrazněji navýšil svoji produkci cigaret mířících mimo Českou republiku a Slovensko. Otázkou zůstává zda na vyspělý evropský trh anebo do rozvíjejících se zemí. Zde předpokládáme spíše druhou variantu, protože v případě vyspělých států očekáváme rostoucí oblibu elektronických cigaret i přísnější regulaci tabákového průmyslu. Pokud by se tato teze potvrdila, do budoucna větší podíl rozvíjejících se trhů by mohl vést k razantnějšímu nárůstu celkové produkce požadované mateřskou PMI.

Dlouhodobý vývoj hrubých marží zřejmě zůstane na českém a slovenském trhu nepříznivý.

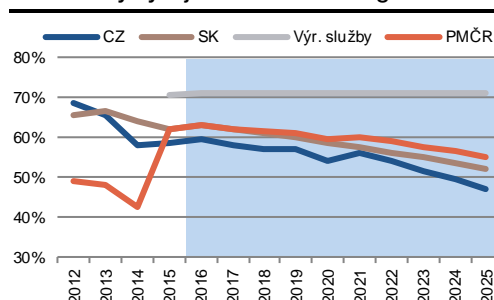
Po jednorázovém skoku ve výši marží počítáme v naší analýze do budoucna **s postupným poklesem hrubých marží na českém a slovenském trhu** (průměrná hrubá marže v období 2016 až 2025 na úrovni 56,2 %). Předpokládáme, že podíl výrobních služeb se bude na provozním zisku na úkor českého i slovenského trhu zvyšovat s tím, jak více a více produkce bude směřovat do ostatních teritorií. Hrubá marže u výrobních služeb dosáhla v loňském roce téměř 71 %. S touto výší marže uvažujeme i v našem horizontu predikce. Celková hrubá marže by tak měla klesat. Zatímco za letošní rok ji očekáváme na úrovni necelých 63 %, v 10letém období by se měla v průměru pohybovat těsně nad hranicí 55 %. Negativně by měly působit rostoucí náklady na výrobu, přísnější regulace a zvyšující se zdanění.

Simulace produkce (mld. ks) po segmentech



Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj hrubé marže v segmentech



Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V následujících letech očekáváme nižší ziskovost firmy.

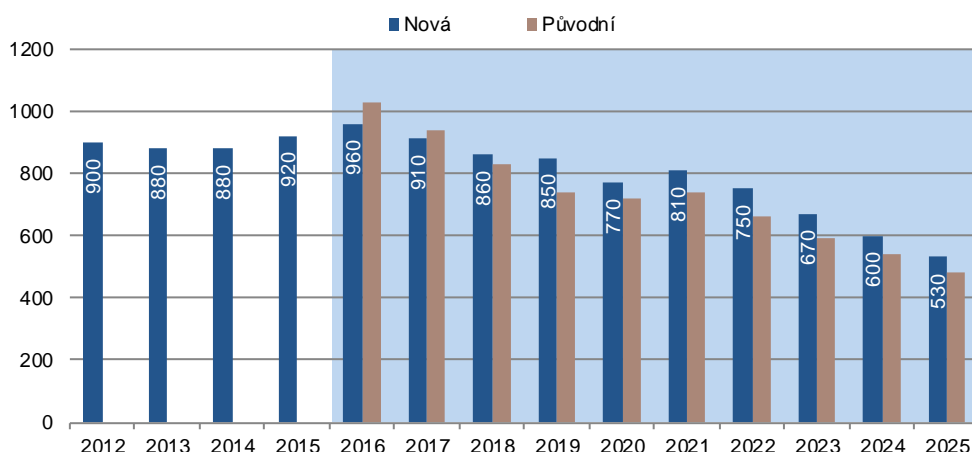
V dlouhodobém horizontu očekáváme stagnaci tržeb při stabilní produkci cigaret. **Vzhledem ke klesajícím maržím by však měla ziskovost firmy postupně klesat.** Negativní roli by mělo sehrávat další zvyšování zdanění tabáku, které by se mělo promítnout na přechodu kuřáků k levnějším značkám. Zároveň v neprospěch růstu tržeb by měla hrát přísnější regulace a rostoucí obliba alternativ k cigaretám (e-cigarety, řezaný tabák). Pokles zisku by mohlo brzdít rozšíření prodejního sortimentu nebo expanze na rozvíjející se trhy. Nicméně o žádném z těchto kroků informace nezazněly, proto v naší analýze o ničem takovém neuvažujeme.

¹ Philip Morris ČR neuvádí kolik kusů cigaret zpracuje v rámci poskytnutých výrobních služeb. Jejich výši tak doodhadujeme na základě historických údajů.

Dividendový výnos by měl klesat, přesto by měl zůstat atraktivní.

Philip Morris ČR vyplácí zhruba 100 % čistého zisku. Výše dividendy z loňského zisku nás lehce zklamala, na základě čehož jsme i snížili dividendu pro následující dva roky. **Z letošního roku očekáváme dividendu na úrovni 960 Kč.** V budoucích letech nepatrně vzrostla s tím, jak jsme zvýšili využití výrobních kapacit, což se projevilo na nepatrně vyšších maržích a celkově i ziskovosti firmy. Nicméně klesající trend dividend zůstal zachován. Dividendový výnos by měl vzhledem k současné ceně dlouhodobě dosahovat více jak 4 %, očekávaný dividendový výnos v příštím roce by měl činit téměř 7 %.

Očekávaná výše dividendy na akcii oproti původní analýze



Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Sektorové srovnání

Společnost	P/E	P/E	P/E	P/B	P/CF	EV/EBITDA
	aktuální	2016e	2017e	aktuální	aktuální	aktuální
Altria	22,7	21,5	19,8	46,8	21,4	15,1
British American Tobacco	18,5	18,4	17,0	16,3	18,9	17,1
Gudang Garam	19,1	18,7	16,4	3,3	20,8	11,1
Imperial Tobacco	31,7	15,7	14,8	7,4	13,1	16,1
Japan Tobacco	18,3	18,9	18,0	3,4	18,4	11,8
Karelia	12,0	n.a.	n.a.	1,9	11,8	3,5
Lorillard	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11,3
Philip Morris Int'l	23,7	22,8	20,8	n.a.	18,1	16,5
Reynolds American	17,6	21,6	19,3	3,4	822,4	6,5
Swedish Match	15,5	18,2	17,2	48,2	15,1	12,2
Medián	18,5	18,8	17,6	5,4	18,4	12,0
Philip Morris CR - odhady KB	13,3	12,9	13,7	4,3	5,3	7,1
rozdíl	39%	46%	29%	26%	246%	68%

Zdroj: Bloomberg; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Současné tržní ocenění akcií PMČR vzhledem k našemu očekávanému zisku je v porovnání s mediánem tabákového sektoru atraktivnější a poskytuje tak prostor k určitému růstu směrem k trhu.

Ocenění a cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model diskontovaných dividend.

Pro ocenění společnosti jsme použili model diskontovaných dividend do roku 2025. **Odhadované dividendy jsme diskontovali ke konci června 2016 při použití ceny kapitálu 4,8 % a dlouhodobé míry růstu 0 %.**

Cena kapitálu je založena na bezrizikové úrokové míře 0,55 % (výnos 10letých českých vládních dluhopisů), upraveném koeficientu beta 0,527 (používáme 120 měsíců dat z Bloombergu), rizikovou prémie vlastního kapitálu 7,05 % a rizikovou přírážku země 1,05 % (obojí podle dat A. Damodarana z New York University).

Nulová růstová míra odráží náš odhad poklesu spotřeby tabáku na hlavních trzích PMČR, hrozbu dalšího zvyšování spotřební daně a předpoklad stabilní výrobní kapacity. Tyto faktory budou podle našeho názoru částečně kompenzovány případným růstem cen. Míra růstu odpovídá také našemu očekávání, že současná dividendová politika, kdy firma vyplácí 100 % zisku, zůstane nezměněna.

Na základě našeho modelu jsme odhadli fair value akcií PMČR na 13 108 Kč.

Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 % - 130 % fair value.

- **Sektorová atraktivita (3 %):** SG má pro tabákový sektor doporučení *nadvážit*. Nicméně pro sektor zůstává negativním faktorem přísná regulace a vyšší zdanění, což pozitivní doporučení na sektor limituje.
- **Atraktivita společnosti (-3 %):** Přes atraktivní dividendový výnos může na ocenění firmy nepříznivě působit očekávaný pokles marží a celkové ziskovosti, což se v budoucnu promítne na nižší návratnosti kapitálu.
- **Spekulativní potenciál (3 %):** Relativní ocenění poskytuje alespoň nepatrný impuls ke změně ceny akcií.

Cílová cena je o 3 % vyšší než fair value kvůli sektorové atraktivitě a relativně levnému ocenění oproti trhu. Na druhou stranu klesající marže a ziskovost může některé investory od investice do akcií PMČR odrazovat.

Za pomoci výše uvedených parametrů **jsme stanovili naši cílovou cenu pro akcie PMČR na 13 500 CZK (FV +3 %).**

Analýza citlivosti cílové ceny

cena VK/růstová míra	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
3,8%	14 513	15 422	16 569	18 061	20 082
4,3%	13 292	13 995	14 861	15 954	17 376
4,8%	12 276	12 831	13 500	14 327	15 369
5,3%	11 416	11 861	12 391	13 030	13 817
5,8%	10 678	11 041	11 466	11 971	12 580

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika proti našemu ocenění

Philip Morris ČR působí na velmi regulovaném trhu a je tak vystaven řadě rizik. Za hlavní negativní rizika proti našemu ocenění považujeme:

- **Regulace kouření na veřejnosti:** ČR je v evropském srovnání poměrně tolerantní ke kouření na veřejnosti, a to včetně restaurací. Zpřísnění stávající legislativy, o které se v současnosti mezi poslanci debatuje, by zřejmě vedlo k poklesu celkové spotřeby cigaret, který není zahrnut v našem modelu a měl by tak negativní dopad na naše odhady.
- **Regulace marketingu:** Na evropské úrovni se objevují iniciativy směřující ke zpřísnění až znemožnění aktivního marketingu výrobců cigaret. Zavedení takových opatření by mohlo ohrozit celkovou poptávku po produktech společnosti i dosahované marže.

- **Daňové změny:** Razantní zvýšení spotřební daně či sazby DPH může mít negativní dopad na marže společnosti. Výši zisku a vyplacených dividend pak může ovlivnit zvýšení daně z příjmu právnických osob.
- **Poplatek za výrobní služby:** Původně exportní segment představoval více jak polovinu celkově prodaných cigaret. Výše poplatku za výrobní služby bude závislá na maržích a objemech, kterých bude dosahovat mateřská skupina PMI. Přestože přechod k novému výrobnímu modelu vedl k vylepšení ziskovosti, v budoucnu může docházet k tlakům na postupné snižování tohoto poplatku, což jsme částečně v naší analýze zohlednili. Zároveň budoucí rozhodnutí majoritního akcionáře se nemusí shodovat se zájmy minoritních akcionářů a může tak negativně dopadnout na ziskovost samostatné PMČR.
- **Alternativy cigaret:** Rostoucí obliba například e-cigaret či řezaného tabáku může prohloubit očekávaný pokles trhu s cigaretami, na kterém je PMČR nejsilnější. Podobný dopad může mít posílení šedých nebo nelegálních dovozů cigaret.
- **Změna dividendové politiky:** PMČR dlouhodobě vyplácí celý zisk svým akcionářům. Změna této politiky by měla negativní dopad na cenu akcií.

Naopak pozitivní vliv na naše ocenění mohou mít:

- **Mírnější zvýšení spotřební daně:** Spotřební daň z cigaret musí v ČR od roku 2015 dosahovat minimální úrovně 90 EUR na 1 000 ks, aby vyhovovala evropským směrnicím. Vzhledem ke slabšímu kurzu koruny vůči euru bude muset spotřební daň v korunovém vyjádření růst více. V analýze předpokládáme další zvyšování spotřební daně. Rychlejší posílení koruny po ukončení intervenčního režimu ČNB by nakonec nemuselo vést k tak vysokému korunovému daňovému zatížení. To by se promítlo pozitivně do výsledků hospodaření Philip Morris ČR.
- **Změna výrobního modelu:** V analýze předpokládáme, že vliv změny provozního modelu oproti předešlému bude v následujících letech postupně vyprchávat. Pokud tomu tak nebude, mohlo by se to odrazit na lepší ziskovosti i vyšší vyplácené dividendě.
- **Opatření proti nelegálním dovozům:** Zásah státních orgánů proti nelegálním dovozcům by mohl zvýšit poptávku po výrobcích společnosti.

Finanční údaje PMČR

	2011	2012	2013	2014	2015	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f	2025f
Ocenění															
P/E (x)	14,6	15,2	16,7	19,8	14,4	14,0	14,9	15,7	15,8	17,6	16,7	18,1	20,2	22,5	25,4
Price/cash flow (x)	12,3	12,8	13,8	15,3	12,1	11,8	11,7	11,9	11,8	12,5	11,9	12,3	13,1	13,8	14,6
Price/free cash flow (x)	17,5	21,0	15,6	30,2	6,9	30,6	20,8	22,0	21,7	25,9	22,5	26,3	31,1	36,3	44,3
Price/book value (x)	4,5	4,5	4,7	4,7	4,7	4,6	4,7	4,8	4,8	4,9	4,8	5,0	5,1	5,3	5,4
EV/výnosy (x)	2,6	2,5	2,5	2,3	2,7	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2
EV/EBITDA (x)	8,6	9,1	9,8	10,9	8,0	8,2	8,3	8,7	8,8	9,5	9,1	9,7	10,6	11,4	12,4
Dividendový výnos, brutto (%)	6,8	6,7	6,5	6,5	6,8	7,1	6,7	6,4	6,3	5,7	6,0	5,6	5,0	4,4	3,9
Údaje v přepočtu na akcii (CZK)															
EPS (upr.)	926	889	811	681	936	962	906	862	852	769	806	746	667	600	531
Amortizace goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cash flow	1 097	1 054	976	880	1 115	1 145	1 155	1 135	1 146	1 083	1 139	1 096	1 033	981	927
Vlastní kapitál (book value)	3 013	2 985	2 903	2 845	2 898	2 940	2 886	2 838	2 830	2 749	2 786	2 722	2 639	2 568	2 499
Hrubá dividendy	920	900	880	880	920	960	910	860	850	770	810	750	670	600	530
Výkaz zisků a ztrát (mld. CZK)															
Výnosy	12,2	13,0	12,8	14,0	10,9	11,0	11,0	11,1	11,2	11,1	11,5	11,4	11,3	11,3	11,2
EBITDA	3,6	3,5	3,2	3,0	3,7	3,8	3,8	3,7	3,7	3,5	3,7	3,5	3,3	3,1	2,9
Depreciace a amortizace (bez GW)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1
Provozní výsledek	3,1	3,0	2,8	2,4	3,2	3,3	3,1	3,0	2,9	2,6	2,8	2,6	2,3	2,1	1,8
Amortizace goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistý úrokový výnos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mimořádné neprovozní položky	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Daň z příjmu	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Menšinové podíly	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vykázaný čistý zisk	2,5	2,4	2,2	1,9	2,6	2,6	2,5	2,4	2,3	2,1	2,2	2,0	1,8	1,6	1,5
Upravený čistý zisk (bez mim. položek)	2,5	2,4	2,2	1,9	2,6	2,6	2,5	2,4	2,3	2,1	2,2	2,0	1,8	1,6	1,5
Peněžní toky (mld. CZK)															
EBITDA	3,6	3,5	3,2	3,0	3,7	3,8	3,8	3,7	3,7	3,5	3,7	3,5	3,3	3,1	2,9
Změna pracovního kapitálu	-0,4	-0,5	0,5	-0,5	3,5	-0,8	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
Jiné provozní CF	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
Provozní CF	2,7	2,4	3,1	1,9	6,5	2,4	3,0	3,0	3,0	2,8	3,0	2,9	2,7	2,5	2,4
Investiční CF	-0,3	-0,5	-0,7	-0,6	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4
CF z financování	-3,5	-2,5	-2,5	-2,4	-2,4	-2,5	-2,6	-2,5	-2,4	-2,3	-2,1	-2,2	-2,1	-1,8	-1,6
Čistá změna hotovosti	-1,2	-0,7	0,0	-1,1	3,1	-1,2	-0,7	-0,7	-0,5	-0,7	-0,3	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6
Rozvahové položky (mld. CZK)															
Dlouhodobá aktiva	2,8	3,0	3,2	3,2	3,9	4,5	4,9	5,3	5,7	6,0	6,3	6,6	6,9	7,2	7,4
Z toho nehmotná aktiva	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
Pracovní kapitál	-0,3	0,2	-0,3	0,2	-3,2	-2,5	-2,3	-2,2	-2,1	-1,9	-1,8	-1,7	-1,5	-1,4	-1,2
Vlastní kapitál	8,3	8,2	8,0	7,8	8,0	8,1	7,9	7,8	7,8	7,5	7,6	7,5	7,2	7,1	6,9
Menšinové podíly	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezervy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistá hotovost	5,9	5,2	5,2	4,5	7,5	6,3	5,6	4,9	4,4	3,7	3,5	2,9	2,3	1,7	1,1

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poměrové ukazatele

	2011	2012	2013	2014	2015	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f	2025f
Ziskovost															
ROA (%)	12,3	11,1	9,0	8,3	15,0	14,3	13,8	13,4	13,4	12,3	13,0	12,1	11,2	10,4	9,4
ROE (%)	29,1	29,6	27,5	23,7	32,6	33,0	31,1	30,1	30,1	27,6	29,1	27,1	24,9	23,0	20,9
Marže															
EBITDA marže (%)	29,8	26,9	25,3	21,2	34,0	34,1	34,3	33,5	33,2	31,5	32,0	30,7	29,0	27,5	25,8
Provozní marže (%)	25,9	23,4	21,8	17,4	29,5	29,6	28,1	26,7	26,0	23,7	24,0	22,3	20,1	18,2	16,2
Dynamika															
Růst výnosů (%)	6,6	6,6	-1,5	10,0	-22,7	1,4	0,2	0,1	1,6	-1,3	3,5	-0,3	-0,9	-0,4	-0,4
Růst EBITDA (%)	6,3	-3,5	-7,4	-7,7	23,8	1,7	0,7	-2,2	0,6	-6,2	5,1	-4,3	-6,4	-5,7	-6,3
Růst provozního zisku (%)	6,8	-3,4	-8,5	-12,2	31,3	1,7	-4,8	-4,8	-1,2	-9,8	4,9	-7,5	-10,5	-10,1	-11,5
Růst vykázaného čistého zisku (%)	6,4	-4,0	-8,8	-15,9	37,3	2,9	-5,9	-4,8	-1,2	-9,8	4,9	-7,5	-10,6	-10,1	-11,5
Růst upraveného čistého zisku (%)	6,4	-4,0	-8,8	-15,9	37,3	2,9	-5,9	-4,8	-1,2	-9,8	4,9	-7,5	-10,6	-10,1	-11,5
Růst zisku na akcii (%)	6,4	-4,0	-8,8	-15,9	37,3	2,9	-5,9	-4,8	-1,2	-9,8	4,9	-7,5	-10,6	-10,1	-11,5
Financování															
Čistý dluh/vlastní kapitál (%)	-71,2	-63,5	-65,5	-57,9	-93,8	-77,7	-70,2	-63,1	-57,2	-49,6	-45,5	-38,6	-31,1	-23,8	-16,4
Úrokové krytí (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Výplatní poměr (%)	99,4	101,3	108,5	129,1	98,3	99,7	100,5	99,7	99,8	100,1	100,4	100,5	100,4	100,1	99,8

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Ekonomové



Viktor Zeisel
(420) 222 008 523
viktor_zeisel@kb.cz

Akcioví analytici



Josef Němý, CFA
(420) 222 008 560
josef_nemy@kb.cz



Marek Dřimal
(420) 222 008 598
marek_dřimal@kb.cz



David Kocourek
(420) 222 008 569
david_kocourek@kb.cz



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz



Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

Hlavní ekonom SG Poland



Jaroslaw Janecki
(48) 225 284 162
jaroslaw.janecki@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank



Evgeny Koshelev
(7) 495 725 5637
ekoshelev@mx.rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG



Florian Libocor
(40) 213 016 869
florian.libocor@brd.ro

Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG



Carmen Lipara
(40) 213 014 370
carmen.lipara@brd.ro

Ekonom



Simona Tamas
(40) 213 014 472
simona.tamas@brd.ro

Akcioví analytici



Laura Simion, CFA
(40) 213 014 370
laura.simon@brd.ro

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonomka výzkumu globální ekonomiky



Michala Marcussen
(44) 20 7676 7813
michala.marcussen@sgcib.com

Eurozóna



Anatoli Annenkov
(44) 20 7762 4676
anatoli.annenkov@sgcib.com

Severní Amerika



Aneta Markowska
(1) 212 278 66 53
aneta.markowska@sgcib.com

Asia a Pacifik



Klaus Baader
(852) 2166 4095
klaus.baader@sgcib.com

Korea



Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@sgcib.com



Michel Martinez
(33) 1 4213 3421
michel.martinez@sgcib.com



Omair Sharif
(1) 212 278 48 29
omair.sharif@sgcib.com



Wei Yao
(852) 2166 5437
wei.yao@sgcib.com

Indie



Kunal Kumar Kundu
(91) 80 6716 8266
kunal.kundu@sgcib.com



Yacine Rouimi
(33) 1 42 13 84 04
yacine.rouimi@sgcib.com



Brian Hilliard
(44) 20 7676 7165
brian.hilliard@sgcib.com



Takuji Aida
(81) 3 5549 5187
takuji.aida@sgcib.com

Infance



Vaibhav Tandon
(91) 80 6731 9449
vaibhav.tandon@sgcib.com



Yvan Mamalet
(44) 20 7762 5665
yvan.mamalet@sgcib.com



Dev Ashish
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.com



Kiyoko Katahira
(81) 3 5549 5190
kiyoko.katahira@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

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



Vincent Chaigneau
(44) 20 7676 7707
vincent.chaigneau@sgcib.com

Dluhopisový trh



Bruno Braizinha
(1) 212 278 5296
bruno.braizinha@sgcib.com



Rahul Desai
(44) 20 7676 7904
rahul.desai@sgcib.com



Adam Kurpiel
(33) 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@sgcib.com



Frances Cheung, CFA
(852) 2166 5437
frances.cheung@sgcib.com



Jorge Garayo
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.com



Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



Jean-David Ciotteau
(33) 1 42 13 72 52
jean-david.ciotteau@sgcib.com



Ciaran O'Hagan
(33) 1 42 13 58 60
ciaran.ohagan@sgcib.com



Jason Simpson
(44) 20 7676 7580
jason.simpson@sgcib.com



Cristina Costa
(33) 1 58 98 51 71
cristina.costa@sgcib.com



Shakeeb Hulikatti
(91) 80 2802 4380
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



Marc-Henri Thoumin
(44) 20 7676 7770
marc-henri.thoumin@sgcib.com

Měnové kurzy



Jason Daw
(65) 63267890
jason.daw@sgcib.com



Alvin T. Tan
(44) 20 7676 7971
alvin-t.tan@sgcib.com



Olivier Korber (Derivatives)
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



Guy Stear
(33) 1 41 13 63 99
guy.stear@sgcib.com



Amit Agrawal
(91) 80 6758 4096
amit.agrawal@sgcib.com



Roxana Hulea
(44) 20 7676 7433
roxana.hulea@sgcib.com



Régis Chatellier
(44) 20 7676 7354
regis.chatellier@sgcib.com



Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.com



Jason Daw
(65) 6326 7890
jason.daw@sgcib.com



Frances Cheung, CFA
(852) 2166 5437
frances.cheung@sgcib.com

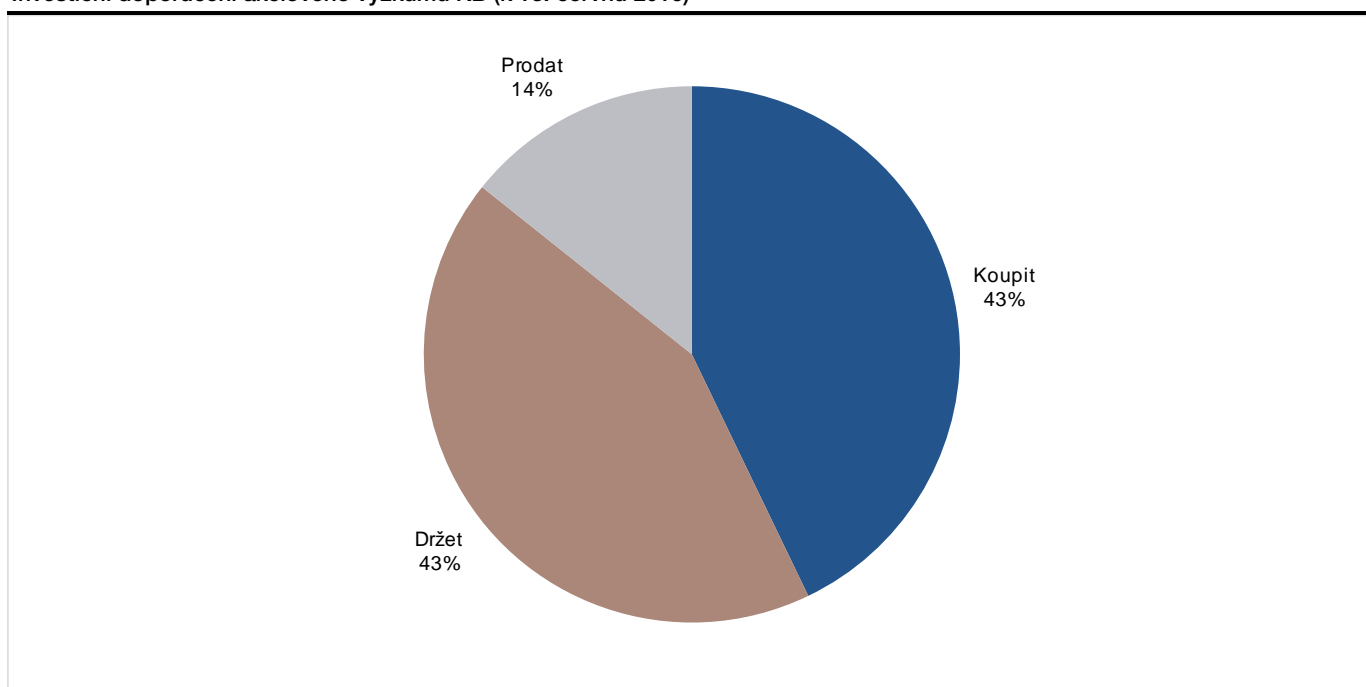
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 premie 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 13. červnu 2016)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

	ČEZ	O2 CR	CME	Philip Morris CR	NWR	Pegas Nonwovens	Unipetrol	Fortuna	VIG
Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD*									
Doporučení	koupit	držet	držet	koupit	prodat	koupit	konec pokrývání n/a	držet	konec pokrývání n/a
Cílová cena	CZK 420	CZK 260	USD 2,5	CZK 13500	-	CZK 863		CZK 96	
Datum	12/2/16	22/3/16	12/8/15	13/6/16	11/12/15	20/5/16	23/4/15	20/5/16	16/4/15
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	koupit		koupit	prodat	koupit		v revizi	
Cílová cena	CZK 608	CZK 251		CZK 11890	v revizi	CZK 800		v revizi	
Datum	18/9/15	12/11/15		2/9/15	13/5/15	3/12/15		10/3/16	
Doporučení		v revizi				prodat		koupit	
Cílová cena		v revizi				CZK 819		CZK 79	
Datum		1/6/15				11/9/15		28/8/15	
Doporučení						v revizi		v revizi	
Cílová cena						v revizi		v revizi	
Datum						27/8/15		27/8/15	
Doporučení						držet		prodat	
Cílová cena						CZK 792		CZK 90	
Datum						21/5/15		22/5/15	
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
Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty									
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 prodeje 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 nezkrácený 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>