

Telekomunikace | Aktualizace | Česká republika |

# O2 Czech Republic

Zvyšujeme doporučení na *Koupit* s cílovou cenou 267 CZK na akcii

## Koupit

Cena 09.12.16	<b>235 CZK</b>
12m cíl	<b>267 CZK</b>
Pot. růst ceny	<b>13,6%</b>
Dividenda	<b>22 CZK</b>
Celkový výnos	<b>23,0%</b>

Sektorové doporučení  
Snížit váhu

### Typ investice

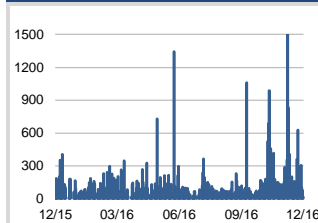
Defenzivní	✓
Vysoký dividendový výnos	✓

### Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

### Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

**Investiční příběh:** Po zveřejnění hospodářských výsledků za třetí kvartál a oznámeném návrhu managementu vyplatit emisní ážio akcionářům jsme přistoupili k revizi našich odhadů i doporučení. Hospodaření společnosti nás za třetí kvartál mile překvapilo a domníváme se, že i celoroční výsledky by mohly být mírně lepší oproti našim původním odhadům. Vyšší marže jsme promítli i do budoucích let, což mělo za následek nepatrné zlepšení celkové výkonnosti operátora. Největším překvapením bylo rozhodnutí managementu vyplatit emisní ážio ve výši 36 CZK na akcii. Ač se o tomto kroku spekulovalo, generální ředitel Tomáš Budník na začátku letošního roku uvedl, že management o takovém rozhodnutí nepřemýšlí. Nemělo by přitom jít o jednorázovou výplatu, ale platba z emisního ážia by se měla stát součástí dlouhodobé dividendové politiky. Vzhledem k výše uvedeným faktorům a silné tvorbě cash flow vnímáme akcie společnosti jako atraktivní. V naší nové prognóze jsme zároveň navýšili výplatu dividend.

**Zvyšujeme naše doporučení pro akcie O2 Czech Republic z *Držet* na *Koupit*.**

**Fakta/dopad:** V horizontu naší prognózy čekáme pozvolný růst zisků O2. Díky odkupu vlastních akcií by měla dividendová růst o něco rychleji než čistý zisk. V naší prognóze jsme navýšili úroveň celkového dluhu, který se promítl i na růstu čistého dluhu vůči EBITDA ke konci roku 2020 k 1,1násobku. To je stále s dostatečnou rezervou pod cílem firmy (1,5x).

**Cílová cena a doporučení:** Na základě modelů diskontovaných toků hotovosti a dividend **mírně zvyšujeme roční cílovou cenu z 260 CZK na 267 CZK za akcii** díky mírnému zlepšení našich odhadů zisků. Společně s celkovou výplatou akcionářům včetně emisního ážia 22 CZK z loňského zisku se nyní námi očekávaný celkový výnos pro akcionáře nachází nad 15 %, což v naší metodologii odpovídá doporučení *Koupit*. Mezi hlavní rizika proti našemu doporučení patří tlak na ceny telekomunikačních služeb, vývoj ziskovosti na Slovensku a razantnější posílení koruny vůči euru.

**Očekávané události:** Celoroční výsledky hospodaření by mohly být zveřejněny koncem ledna.

### Data o akcii

RIC SPTTsp.PR Bloom TELECOM CP	
52týdenní rozmezí	197,3 - 259
Tržní kap. (CZK mld.)	72,9
Tržní kap. (EUR mil.)	2696
Volně obchod. (%)	28
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m 3m 12m</b>
Akcie	3,2 -0,4 -7
Relativně k PX	2,7 -2,9 -4

Zdroj: Bloomberg

### Finanční údaje

	2015	2016e	2017e	2018e
Tržby (mld. CZK)	37,5	37,6	37,8	38,4
Provozní marže (%)	27,1	28,0	28,1	28,5
Čistý zisk (mld. CZK)	5,08	5,42	5,64	5,97
Zisk na akcii (CZK)	16,4	17,6	18,6	20,1
Dividenda na akcii (CZK)	16,0	22,0	22,0	22,0
Úrokové krytí (x)	39,7	73,3	62,1	66,7
Výplatní poměr (%)	97,7	102,6	102,3	94,5
Čistý dluh/vl.kapitál (%)	5,5	22,0	44,4	68,8

### Ukazatele

	2015	2016e	2017e	2018e
P/E (x)	14,3	13,3	12,6	11,6
Cena/volný cash flow	11,3	18,9	12,4	11,0
Dividendový výnos (%)	6,8	9,4	9,4	9,4
Cena/účet.hodnota (x)	4,0	4,0	4,6	5,3
Cena/tržby (x)	2,0	2,0	2,1	2,0
EV/EBITDA (x)	7,2	7,2	7,3	7,1
EV/EBIT (x)	11,1	10,6	10,7	10,2
EV/IC (x)	3,8	3,5	3,5	3,6

### Poslední analýza a komentář:

[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)

<http://trading.kb.cz/api/file/148365?Hash=d20faffd24a5d03444d58213b0390435>

SOCIÉTÉ

GENERALE

GROUP



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

## Hospodaření O2 a odměny akcionářům

### Výsledky hospodaření v letošním roce

Výsledky hospodaření O2 za třetí čtvrtletí byly oproti očekávání lepší.

Společnost O2 Czech Republic na konci října zveřejnila výsledky svého hospodaření za 3Q 16, které překonaly naše i tržní očekávání. Hlavním důvodem byl nárůst tržeb o téměř dvě procenta na 9,5 mld. CZK, ač v mobilním segmentu byly negativně ovlivněny novou regulací roamingu, což se však O2 podařilo vykompenzovat zájmem zákazníků o nové služby. Nárůst tržeb se pozitivně promítl do vývoje celkové ziskovosti, když výše nákladů naplnila naše očekávání, což vedlo k růstu EBITDA marže na 29,5 %. Celkové provozní náklady dosáhly necelých 6,8 mld. CZK. Meziročně klesly výdaje na marketing a ostatní externí služby, což bylo na druhou stranu kompenzováno více jak 10% nárůstem personálních nákladů jako důsledek nárůstu počtu zaměstnanců, kteří byli dříve outsourcováni. Čistý zisk pak vzrostl o 4,2 % na 1,46 mld. CZK.

#### Výsledky O2 za 3Q 16

mld. CZK	3Q 15	3Q 16	změna	odhad KB	konsensus
Tržby	9,33	9,51	1,9%	9,25	9,32
EBITDA	2,69	2,80	4,0%	2,60	2,62
provozní zisk	1,79	1,88	5,1%	1,73	1,77
čistý zisk	1,40	1,46	4,2%	1,35	1,38

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, O2 Czech Republic, konsensus ThomsonReuters

Od začátku roku se tržby v meziročním srovnání nijak nezměnily. Za tři kvartály dosáhly 27,7 mld. CZK. Pokles tržeb v českém mobilním segmentu byl kompenzován lepším vývojem v segmentu pevných linek a na Slovensku.

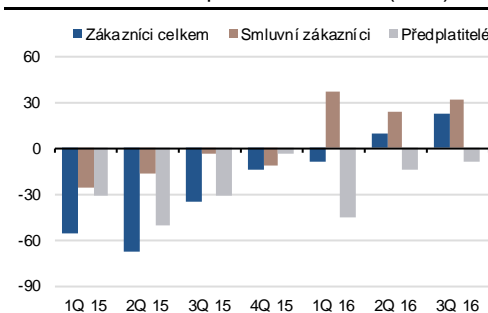
### Mobilní segment

Růst nových zákazníků pokračoval i ve třetím čtvrtletí.

V mobilním segmentu v České republice počet zákazníků ke konci září v meziročním srovnání prakticky stagnoval. Nicméně pozitivem je, že **nárůst nových zákazníků ve druhém čtvrtletí po několika předchozích poklesech pokračoval i ve třetím kvartále**. V rámci struktury zákazníků je patrný odklon od předplacených služeb směrem ke smluvním. To bylo ve třetím čtvrtletí zároveň doprovázeno vyšším průměrným měsíčním výnosem na zákazníka (ARPU).

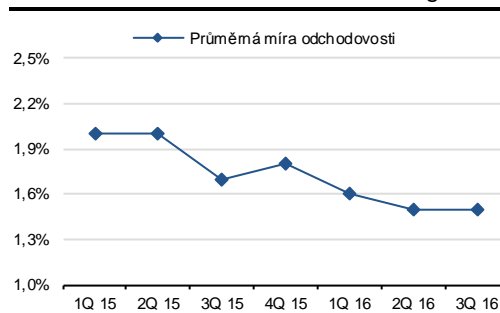
55 % telefonů v síti O2 již spadá do kategorie chytrých zařízení, téměř třetina všech přitom podporuje technologii 4G LTE. To se projevuje i na výrazně vyšším datovém provozu, který meziročně vyskočil o více než 80 %. Počet zákazníků využívajících internet v mobilu dále roste, konkrétně o 15 %.

#### CZ mobil - změna počtu zákazníků (v tis.)



Zdroj: O2 Czech Republic, Ekonomický a strategický výzkum, KB

#### Měsíční míra odchodovosti v mobil. seg.



Vývoj v mobilním segmentu byl negativně ovlivněn novou regulací roamingu, která vešla v platnost v letošním květnu a která se dále zpřísní ještě během příštího roku. **I tak pro poslední kvartál letošního roku očekáváme růst tržeb v tomto segmentu.** Za celý rok by měly dosáhnout 19,3 mld. CZK, což znamená růst o 0,4 %.

### Segment pevných linek

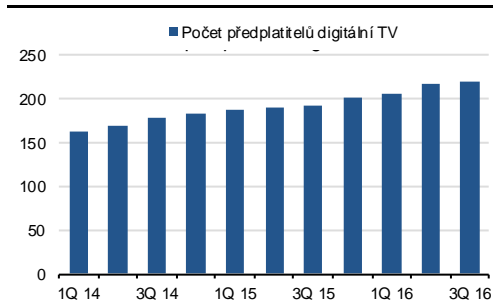
Vývoj v segmentu pevných linek v letošním roce prozatím nad očekáváním.

Vývoj tržeb v segmentu pevných linek nás v letošním roce prozatím mile překvapil. **Na základě toho jsme upravili celoroční odhady** a nově předpokládáme prakticky totožnou úroveň tržeb jako v loňském roce, tj. na úrovni 11,7 mld. CZK.

**Lepší výsledky si vysvětlujeme novými službami** zejména v oblasti digitální televize. Stále více populárními se stávají i vlastní televizní kanály, když O2 spustilo nový kanál O2TV Fotbal a do budoucna budou následovat další sporty (hokej, tenis). Zároveň roste obliba sledování televize přes internet, na mobilních zařízeních nebo v restauracích. Operátor navázal na úspěšnou spolupráci se Staropramenem a uzavřel nové partnerství s pivovarskou jedničkou Plzeňským Prazdrojem. Tržní podíl restauračních zařízení čepujících piva těchto pivovarů dosahuje více jak 60 %.

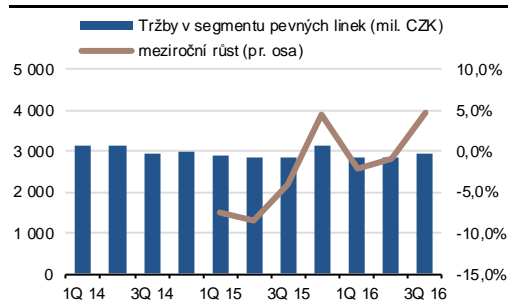
**Dalším příznivým faktorem byly nové tarify od ledna letošního roku,** které nabízejí neomezené volání do všech mobilních i pevných sítí po celé České republice.

Počet uživatelů digitální TV (v tis.)



Zdroj: O2 Czech Republic, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Segment pevných linek



### Slovensko

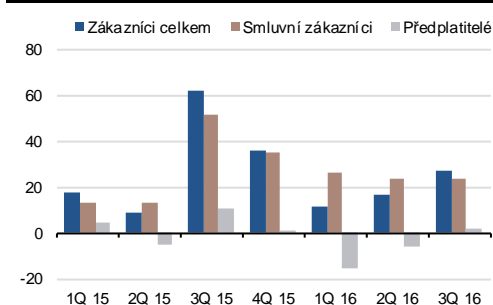
Situace po poklesu počtu zákazníků a ARPU se začíná snad stabilizovat.

Vývoj na Slovensku do určité míry ovlivnil vstup nového telekomunikačního operátora 4ka. **Ten měl vliv na pokles počtu zákazníků a průměrnou útratu jednoho zákazníka (ARPU).** Nicméně zdá se, že v polovině letošního roku se situace již stabilizovala a předpokládáme, že počet nových zákazníků ještě během zbytku letošního roku mírně vzroste. Myslíme si, že podstatný vliv v tomto vývoji hraje fakt, že 4ka v současné době operuje pouze v segmentu předplacených služeb. U smluvních služeb vykazuje O2 stabilní nárůst zákazníků i přes vstup nového operátora. Vývoj ARPU je méně příznivý, ale i tak očekáváme během následujícího roku jeho stabilizaci a v dalších letech opětovný mírný růst. Na druhou stranu lze ale očekávat, že 4ka bude chtít v budoucnu získat určitý podíl i na trhu smluvních služeb, což bude růst tržeb O2 do jisté míry limitovat.

**O2 chce podporovat růst tržeb na Slovensku** prostřednictvím rozvoje a zkvalitňování sítí signálem 3G a 4G, budováním optických sítí, rozvojem služeb pro B2B, přesunem zákazníků z předplacených služeb na smluvní platformu a širokou nabídkou chytrých telefonů pro konečné zákazníky.

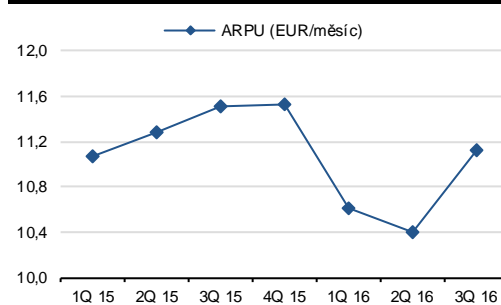
**Tržby O2 Slovensko v korunách ale porostou pomaleji.** V polovině příštího roku očekáváme opuštění kurzového režimu ČNB, které se projeví na posílení české koruny vůči euru. Nepředpokládáme však, že by centrální banka nechala kurz volně plovoucí po ukončení svého závazku, ale naopak jej bude z počátku intervencemi korigovat.

Změna počtu zákazníků na Slovensku (v tis.)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Průměrná útrata na zákazníka



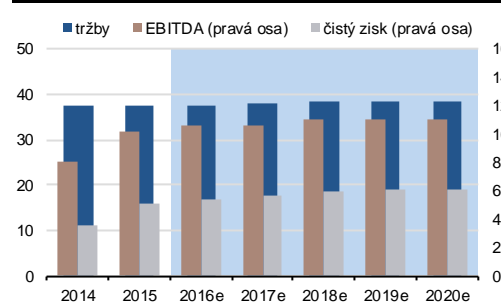
Na rozdíl od letošního roku čekáme dlouhodobě značné zpomalení tempa růstu zisků.

## Prognózy výsledků hospodaření

**Dlouhodobě očekáváme, že profitabilita na úrovni EBITDA i čistého zisku poroste.**

Jejich růst bude však výrazně nižší. Růst tržeb by měl v období 2016 až 2020 činit v průměru 0,4 % za rok. EBITDA by měla zaznamenat průměrný nárůst o 1,8 %, nicméně za samotný rok 2016 očekáváme zhruba 4,0 %. Čistý zisk by se měl zvýšit o průměrných 3,7 % p.a. Zisk na akcii ale díky probíhajícímu zpětnému odkupu by měl růst o průměrných 5,6 % p.a.

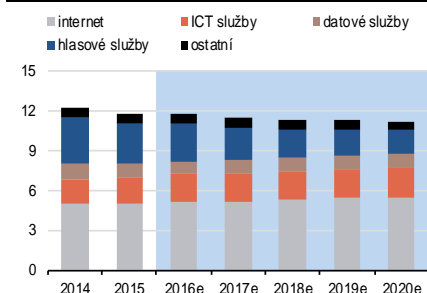
Odhady výsledků O2 (mld. Kč)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, O2 ČR

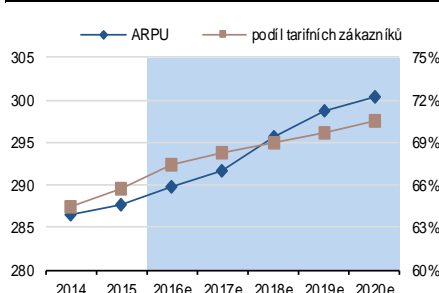
Následující grafy ukazují podrobnější pohled na hlavní faktory, které by měly ovlivňovat výsledky hospodaření O2 v následujících letech. **V segmentu pevných linek čekáme mírný pokles tržeb** (v horizontu naší prognózy o 0,8 % p.a.), když pokračující růst výnosů z internetu nebo ICT služeb zřejmě nebude stačit na vykompenzování snižování výnosů z hlasových služeb (-9 % p.a.).

Pevné linky (výnosy v mld. Kč)

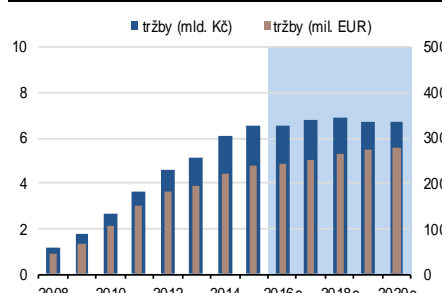


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, O2 Czech Republic

Český mobilní segment



Slovensko



**Český mobilní segment by naopak mohl dlouhodobě mírně růst** (+1,2 % p.a.), když rostoucí poměr tarifních zákazníků by měl mírně zvyšovat průměrnou útratu na jednoho zákazníka (ARPU).

**Růstová dynamika tržeb na Slovensku v dlouhodobém horizontu razantně zpomalí.** Jejich růst v eurovém vyjádření bude do velké míry redukován očekávaným posilováním české koruny.

**Celkové provozní náklady za O2 Czech Republic by podle našich odhadů mohly být víceméně stabilní,** když snižování nákladů na externí služby bude kompenzováno růstem nákladů na prodej způsobený vyšší aktivitou mobilních zákazníků. Očekáváme tak, že EBITDA marže jen mírně poroste z 27,1 % za rok 2015, přes námi očekávanými 28,1 % za letošní rok k úrovni 29,0 % v roce 2020. Čistý zisk by měl dle našich kalkulací v uvažovaném 5letém horizontu vzrůst zhruba o 1 mld. CZK na 6,1 mld. CZK.

Oproti březnové analýze se výrazně změnila zejména výše odhadované dividendy.

Následující tabulka ukazuje, že na úrovni tržeb prakticky k žádným změnám v horizontu naší predikce nedošlo. Lepší výsledky za třetí kvartál se nepatrně promítly i do našich odhadů budoucího vývoje provozních marží. Ukazatel EBITDA tak očekáváme v řádu několika jednotek procent vyšší. Větší skok je pak patrný u čistého zisku, kde jsme upravili kapitálové výdaje blíže stanovenému střednědobému cíli, což se projevilo nižší úrovní odpisů. Největší změnu ale doznala výše vyplácené dividendy, jejíž součástí je nyní i rozpouštění emisního ážia společnosti. Z letošního zisku čekáme výplatu na úrovni 18 CZK (o 1 CZK více oproti minulé prognóze) plus 4 CZK z emisního ážia na akcii.

#### Změny prognóz O2

mld. Kč	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>tržby</b>	<b>37,6</b>	<b>37,8</b>	<b>38,4</b>	<b>38,4</b>	<b>38,3</b>
odhad z listopadu 2015	37,6	37,7	37,8	38,1	38,3
změna	0%	0%	1%	1%	0%
<b>EBITDA</b>	<b>10,5</b>	<b>10,6</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,1</b>
odhad z listopadu 2015	10,4	10,4	10,4	10,6	10,8
změna	2%	2%	5%	3%	3%
<b>čistý zisk</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,1</b>
odhad z listopadu 2015	5,3	5,4	5,4	5,6	5,8
změna	2%	4%	10%	8%	5%
<b>dividenda ze zisku (Kč/akcii)</b>	<b>22,0</b>	<b>22,0</b>	<b>22,0</b>	<b>23,0</b>	<b>23,0</b>
odhad z listopadu 2015	17,0	18,0	18,0	19,0	20,0
změna	29%	22%	22%	21%	15%

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Dividendová politika

Odkup vlastních akcií probíhá prozatím pozvolně.

**O2 zahájilo 28. ledna zpětný odkup vlastních akcií.** Firma nesmí denně koupit více než 130 745 kusů, což odpovídá čtvrtině průměrného objemu v listopadu 2015. Maximální nákupní cena byla stanovena na 297 CZK za kus. Během prvních 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. K 21. listopadu společnost držela 1 % svých akcií.

**V našich odhadech počítáme s postupným odkupem 10 % akcií,** což bude mít pozitivní vliv na růst zisku na akcii. Zatímco čistý zisk v absolutních číslech podle našich prognóz poroste o 3,7 % p.a., zisk na akcii díky snižování počtu akcií o 5,6 % p.a.

O2 Czech Republic chce vyplatit emisní ážio představující 36 CZK na akcii.

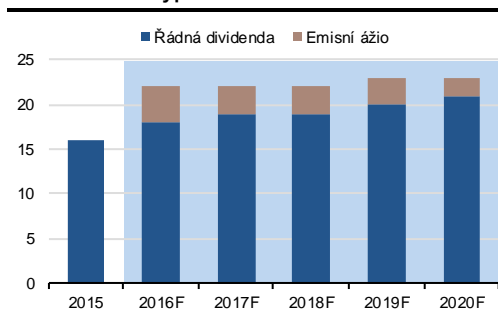
**Spolu s výsledky za třetí čtvrtletí oznámilo O2 záměr vyplatit emisní ážio v celkové výši 36 CZK na akcii.** Nemělo by se jednat o jednorázovou výplatu, ale o postupnou distribuci. První částka by měla činit 4 CZK na akcii. V naší prognóze počítáme s tím, že management bude chtít touto částkou vyrovnávat dividendu placenou ze zisku takovým způsobem, aby celková výplata byla dlouhodobě stabilní. Dle nás to tedy neznamená, že každý rok bude z emisního ážia vypláceno 4 CZK na akcii.

**Na základě dosavadních výsledků za první čtvrtletí roku jsme zvýšili odhadovanou dividendu z loňského roku na 18 CZK na akcii** z předchozích 17 CZK. Management zopakoval záměr vyplácet 90 až 110 % nekonsolidovaného zisku. V následujících letech očekáváme její postupný nárůst v souladu s mírným zvyšováním účetních zisků.

Očekáváme stabilní výši celkové výplaty akcionářům.

**Celková výplata akcionářům by tak za letošní rok měla činit 22 CZK na akcii.** Myslíme si, že takovou úroveň bude chtít O2 udržet minimálně v následujících dvou letech, v horizontu pěti let pak předpokládáme výplatu o pouze jednu korunu vyšší. Dividendový výnos k aktuální ceně tak představuje téměř 9,5 %.

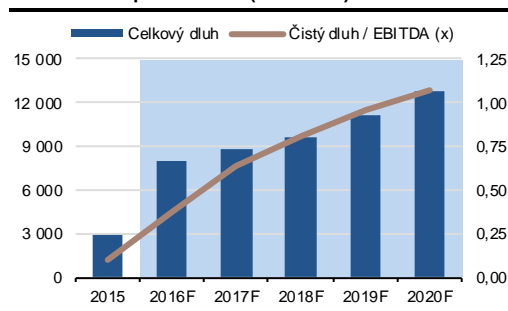
Odhadovaná výplata akcionářům na akcii



Pozn.: jedná se o výplaty z daného roku, které budou uskutečněny v následujícím roce

Zdroj: O2, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zadlužení společnosti (mil. CZK)



## Zadlužení společnosti

V souvislosti s výplatou emisního ážia dojde ke zvýšení dluhu společnosti. Ke konci loňského roku poměr čistého dluhu vůči EBITDA dosáhl 0,1násobku, za letošní rok pak předpokládáme 0,4x. V následujících letech by pak růst poměru měl pokračovat, v roce 2020 jej očekáváme na úrovni 1,1x. To může být stále konzervativní odhad vzhledem k tomu, že management si svůj střednědobý cíl stanovil na 1,5násobku. Vezmeme-li v potaz dividendovou politiku a investiční aktivitu, zdá se nám být námi předpokládané zadlužení jako rozumné a dostačující, aby se firma nedostala do problémů s likviditou.

## Ocenění

### Sektorové srovnání

Sektorové srovnání podle našeho názoru dává spíše pozitivní impulsy.

Zaměřili jsme se také na sektorové srovnání s telekomunikačními společnostmi v západní Evropě i v rámci regionu střední a východní Evropy. Z níže uvedené tabulky vidíme, že **akcie O2 jsou oceněny prakticky v souladu se sektorem podle ukazatele P/E**, zatímco je patrné, že dividendový výnos patří k nejvyšším v odvětví.

Srovnání na základě ukazatele EV/EBITDA uvádíme spíše jen s ohledem na jeho popularitu. Dle něj by akcie O2 Czech Republic byly ve srovnání s trhem velmi nadhodnocené. Důvodem výrazně vyššího poměru je fakt, že O2 po oddělení veškeré infrastruktury do sesterské společnosti CETIN již náklady spojené s provozem sítí neodepisuje, ale jsou účtovány formou provozních nákladů na základě fakturace s firmou CETIN. To má za následek nižší EBITDA marži v porovnání s konkurenty. **Proto je vhodnější porovnání na základě ukazatele EV/EBIT**, z něhož vyplývá, že akcie O2 jsou mírně podhodnocené.

Celkově si myslíme, že zejména s ohledem na výrazně vyšší dividendový výnos **dává sektorové srovnání mírně pozitivní impulsy**.

#### O2 Czech Republic vs. konkurenti

	P/E			Dividendový výnos			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	akt.	2016	2017	akt.	2016	2017	akt.	2016	2017	akt.	2016	2017
<b>O2 CZECH REPUBLIC</b>	<b>14,3</b>	<b>13,3</b>	<b>12,6</b>	<b>7,5</b>	<b>9,4</b>	<b>9,4</b>	<b>7,6</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>	<b>11,8</b>	<b>10,6</b>	<b>10,7</b>
BT Group PLC	12,1	11,3	10,6	4,3	4,8	5,2	6,0	5,8	5,7	11,0	10,4	9,9
Deutsche Telekom AG	18,5	16,4	14,7	3,8	4,2	4,6	6,1	5,9	5,6	14,7	13,6	12,0
Orange SA	13,4	12,8	12,0	4,4	4,7	5,1	5,1	5,0	4,9	11,4	10,9	10,5
Koninklijke KPN NV	26,3	24,0	19,6	11,0	5,0	5,7	7,2	7,1	7,0	20,6	19,2	17,7
Swisscom AG	15,1	15,1	15,2	5,0	5,1	5,1	7,3	7,3	7,4	14,7	14,8	15,0
Telecom Italia SpA/Milano	11,9	11,8	11,1	0,1	0,8	1,3	5,7	5,6	5,5	12,0	11,5	11,2
Telefonica SA	12,9	11,2	10,0	7,3	5,8	5,8	6,6	6,3	6,2	15,7	14,4	13,4
Telefonica Deutschland Holding	n/a	n/a	n/a	6,2	6,7	7,0	7,0	7,4	7,1	n/a	n/a	n/a
Telekom Austria AG	12,2	11,5	10,7	2,9	3,6	3,4	4,5	4,4	4,3	12,5	12,3	11,6
Telenor ASA	14,7	12,2	11,4	5,9	6,1	6,4	5,5	5,4	5,3	11,2	9,4	9,0
Vodafone Group PLC	33,1	26,7	21,5	6,2	5,8	5,8	6,7	6,5	6,4	25,3	19,9	18,0
Hrvatski Telekom dd	13,7	16,4	16,4	5,4	4,1	3,8	4,0	4,1	4,3	8,9	9,0	9,9
Magyar Telekom Telecommunicati	14,3	14,3	12,7	5,0	6,5	7,5	4,9	4,9	4,9	11,8	12,3	11,3
MegaFon PJSC	10,9	9,7	9,1	11,7	10,7	11,4	4,6	4,4	4,3	9,0	8,5	8,0
Orange Polska SA	69,1	2730,0	70,0	4,6	4,6	5,8	4,4	4,7	4,7	29,3	36,7	28,5
<b>Medián srovnávací skupiny</b>	<b>14,0</b>	<b>13,5</b>	<b>12,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>12,2</b>	<b>12,3</b>	<b>11,5</b>
<b>STOXX Europe 600 Telecommunica</b>	<b>33,1</b>	<b>26,7</b>	<b>21,5</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>25,3</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>
<i>O2 Czech Republic vs. medián</i>	2%	-2%	2%	50%	87%	64%	33%	30%	34%	-4%	-14%	-7%
<i>O2 Czech Republic vs. STOXX</i>	-57%	-50%	-42%	21%	61%	61%	14%	10%	15%	-54%	n/a	n/a

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

### Cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili modely DCF a DDM. Cílovou cenu jsme stanovili na 267 CZK na akcii.

Vzhledem ke zvýšené předvídatelnosti dividend jsme pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti O2 použili jak model diskontovaného volného cash flow, tak model diskontovaných dividend do roku 2020. Vypočítaný volný cash flow jsme diskontovali k začátku prosince letošního roku za použití vážených nákladů kapitálu (WACC), očekávané dividendy jsme diskontovali náklady vlastního kapitálu. V obou případech jsme použili dlouhodobou růstovou míru 0 %.



Fair value akcií společnosti jsme pomocí průměru výsledků obou modelů odhadli na 267 CZK na akcii. Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %. Za pomoci výše uvedených parametrů jsme **stanovili cílovou cenu pro akcie O2 na 267 CZK** (fair value plus 0 %).

- Sektorová atraktivita (-5 %): SG nyní má pro telekomunikační sektor negativní doporučení *snížit váhu*.
- Atraktivita společnosti (+3 %): Očekáváme stabilitu hospodářských výsledků a přesun většiny volné hotovosti k akcionářům. Dividendový výnos se započtením rozdělení emisního ážia je velmi nadprůměrný i dlouhodobě udržitelný.
- Spekulativní potenciál (+2 %): Srovnání se zbytkem evropského telekomunikačního sektoru poskytuje podle našeho názoru mírně pozitivní impulzy. Nicméně si nemyslíme, že by akcie měly nabízet prostor k výraznější spekulaci.

#### Výpočet cílové ceny O2

Kalkulace požadované výnosové míry	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	Poté
bezriziková sazba	0,7%	0,9%	1,2%	1,3%	1,7%	2,5%
beta	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86
riziková premie	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
<b>náklady vlastního kapitálu</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,6%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,8%</b>
váha dluhu	5%	9%	11%	13%	14%	14%
náklady dluhu (po dani)	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	2,0%	2,5%
<b>WACC (vážené náklady kapitálu)</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,9%</b>

ocenění modelem DCF (mld.Kč)	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
provozní zisk	7,0	7,3	7,7	7,8	8,0
- daně	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6
NOPLAT	5,5	5,8	6,1	6,2	6,4
+ odpisy	3,4	3,4	3,3	3,2	3,1
- kapitálové investice	-3,6	-3,4	-3,1	-2,7	-2,3
+/- změna pracovního kapitálu	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCFF (volný cash flow)</b>	<b>3,6</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>6,7</b>	<b>7,2</b>
současná hodnota volného cash flow	3,6	5,3	5,5	5,5	5,5
současná hodnota cash flow do r.2020	25,3				
Současná hodnota cash flow po r.2020	63,7				
čistý dluh	-4,5				
odhad hodnoty vlastního kapitálu	84,6				
počet akcií (mil.)	308,7				
<b>fair value z DCF modelu (Kč na akcii)</b>	<b>274</b>				

ocenění modelem DDM (Kč na akcii)	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
dividenda ze zisku roku	22,0	22,0	22,0	23,0	23,0
současná hodnota dividendy	21,4	19,9	18,5	18,0	16,7
současná hodnota dividend do r.2020	94,5				
Současná hodnota dividend po r.2020	180,2				
čistý dluh na akcii	-14,4				
<b>fair value z DDM modelu</b>	<b>260</b>				

<b>průměr z DCF a DDM modelu</b>	<b>267</b>
sektorová atraktivita	-5,0%
atraktivita společnosti	3,0%
spekulativní potenciál	2,0%
<b>cílová cena (Kč na akcii)</b>	<b>267</b>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



Oproti naší předchozí cílové ceně jde o navýšení o necelá tři procenta. Za tím stojí především mírně lepší výhled na ziskovost, vyšší EBITDA marže, nepatrně nižší kapitálové výdaje a změna kapitálové struktury ve prospěch vyššího zadlužení. Největší pozitivní změnou je však výše vyplácené dividendy. Na druhou stranu výraznějším nárůstu cílové ceny bránily především vyšší bezrizikové úrokové míry.

Následující tabulky ukazují citlivost naší cílové ceny na změnu diskontních sazeb a dlouhodobé míry růstu v našich modelech.

#### Citlivost našich modelů

<b>Model DCF</b>					
Vážené náklady kapitálu / míra růstu	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%
-1,0%	286	267	249	233	219
-0,5%	302	280	261	244	228
0,0%	320	295	<b>274</b>	255	238
0,5%	341	313	289	268	250
1,0%	365	333	306	283	262

<b>Model DDM</b>					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%
-1,0%	297	282	268	256	245
-0,5%	292	277	264	252	241
0,0%	288	273	<b>260</b>	248	238
0,5%	284	269	257	245	235
1,0%	280	266	253	242	231

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Hlavní rizika

- **Telekomunikační sektor je regulován.** Přestože oddělení infrastruktury O2 zbavilo části rizik, nelze zcela vyloučit nepříznivá rozhodnutí ze strany telekomunikačního regulátora. Regulace v EU i v ČR může mít významný dopad na výsledky společnosti.
- **O2 již nevlastní telekomunikační infrastrukturu, ale musí kupovat služby od CETIN.** O2 má uzavřený sedmiletý kontrakt s pevnou roční cenou. Budoucí zvýšení ceny je sice rizikem pro ziskovost firmy, na současné ocenění akcií by ale mělo mít kvůli delšímu časovému horizontu jen menší vliv.
- **Tlak na ceny na českém telekomunikačním trhu.** Tlak na ceny především v mobilním segmentu může přetrvat a úspory v nákladech možná nebudou dostatečné na udržení vysokých marží. Budoucí zisky tak mohou být nižší, než v tuto chvíli očekáváme.
- **Konkurence na českém mobilním trhu.** Na trhu se pohybuje mnoho virtuálních operátorů. Operátoři spolupracující s O2 Czech Republic nyní mají na trhu zhruba 60% podíl, což se může v budoucnu zhoršit a mít nepříznivý dopad na zisky společnosti.
- **Vývoj mobilního byznysu na Slovensku** může být méně úspěšný, než očekáváme. Segment možná nevykáže v budoucnu takové zisky, jak nyní předpovídáme, např. kvůli tlakům na snížení cen. Přestože první vlna odlivu zákazníků k novému operátorovi je zřejmě již za námi, jeho snaha prorazit i do segmentu smluvních služeb může přinést další odliv a tlak na ARPU.

- **Výraznější posílení české koruny vůči euru.** V prognóze počítáme s ukončením kurzového závazku v polovině roku 2017 a předpokládáme postupné posilování koruny. V případě razantnějšího posílení by došlo k vyšším kurzovým ztrátám a horší ziskovosti.
- **Prodej části podílu PPF.** Existují spekulace, že O2 by mohlo hrozit vyřazení z indexů MSCI při pravidelných revizích kvůli nízkému free-floatu. V zájmu většinového vlastníka je aktivní obchodování s akcemi O2 a na jeho podporu by mohl odprodat část svého podílu. Přes zvýšenou nabídku akcií na trhu bychom tento krok vnímali spíše jako pozitivní.

## Finanční údaje a poměrové ukazatele

	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
<b>OCENĚNÍ</b>						
P/E (x)	14,3	13,3	12,6	11,6	11,2	10,9
Cena/cash flow (x)	7,5	9,7	7,8	7,4	7,2	7,0
Cena/volný cash flow (x)	11,3	18,9	12,4	11,0	10,1	9,2
Price/book value (x)	4,0	4,0	4,6	5,3	6,2	7,6
EV/výnosy (x)	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0
EV/EBITDA (x)	7,2	7,2	7,3	7,1	7,1	7,0
Dividendový výnos, brutto (%)	6,8	9,4	9,4	9,4	9,8	9,8
Zisk na akcii (CZK)	16,4	17,6	18,6	20,1	20,9	21,5
Hrubá dividendy	16,0	22,0	22,0	22,0	23,0	23,0
<b>VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT (mil. CZK)</b>						
Výnosy	37 481	37 635	37 811	38 374	38 360	38 289
EBITDA	10 142	10 544	10 613	10 953	10 967	11 076
Depreciace a amortizace	-3 520	-3 388	-3 354	-3 287	-3 188	-3 093
Provozní výsledek	6 622	7 156	7 259	7 666	7 778	7 983
Čistý úrokový výnos	-156	-95	-117	-115	-132	-284
Vykázaný čistý zisk	5 078	5 417	5 642	5 965	6 040	6 082
<b>PENĚŽNÍ TOKY (mil. CZK)</b>						
EBITDA	10 142	10 544	10 613	10 953	10 967	11 076
Změna pracovního kapitálu	916	-1 701	-1	-3	0	0
Jiné provozní CF	0	8	8	9	9	9
Provozní CF	9 697	7 395	9 120	9 373	9 370	9 468
Čisté kapitálové výdaje	-3 291	-3 575	-3 403	-3 070	-2 685	-2 297
Investiční CF	-3 001	-4 383	-3 403	-3 070	-2 685	-2 297
CF z financování	-8 056	-693	-7 624	-7 433	-6 709	-6 628
Čistá změna hotovosti	-1 360	2 320	-1 907	-1 130	-24	543
<b>ROZVAHOVÉ POLOŽKY (mil. CZK)</b>						
Dlouhodobá aktiva	21 076	22 071	22 120	21 903	21 399	20 604
Z toho nehmotná aktiva	4 638	4 825	4 874	4 657	4 154	3 359
Čistý pracovní kapitál	-1 586	115	116	120	119	119
Vlastní kapitál	18 344	18 073	15 294	12 949	10 832	8 621
Čistá hotovost (záporná čísla = zadlužení)	-1 011	-3 970	-6 792	-8 915	-10 519	-11 925
<b>ZISKOVOST</b>						
ROIC (%)	16,3	34,8	33,1	35,1	36,2	38,3
ROE (%)	14,0	29,8	33,8	42,2	50,8	62,5
<b>MARŽE</b>						
EBITDA marže (%)	27,1	28,0	28,1	28,5	28,6	28,9
Provozní marže (%)	17,7	19,0	19,2	20,0	20,3	20,8
<b>DYNAMIKA</b>						
Růst výnosů (%)	0,0	0,4	0,5	1,5	0,0	-0,2
Růst EBITDA (%)	24,7	4,0	0,6	3,2	0,1	1,0
Růst provozního zisku (%)	43,5	8,1	1,4	5,6	1,5	2,6
Růst vykázaného čistého zisku (%)	44,4	6,7	4,1	5,7	1,3	0,7
Růst zisku na akcii (%)	44,5	7,2	5,9	8,2	3,7	3,2
<b>FINANCOVÁNÍ</b>						
Čistý dluh/vlastní kapitál	5,5	22,0	44,4	68,8	97,1	138,3
Úrokové krytí (x)	39,7	73,3	62,1	66,7	58,7	28,1
Výplatní poměr (%)	97,7	102,6	102,3	94,5	95,9	97,6

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

### Akioví analytici



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



Marek Dřimal  
(420) 222 008 598  
marek\_dřimal@kb.cz



Richard Miřátský  
(420) 222 008 560  
richard\_miratsky@kb.cz



David Kocourek  
(420) 222 008 569  
david\_kocourek@kb.cz



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

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

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

Akiový analytik



Laura Simion, CFA  
(40) 213 014 370  
laura.simion@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



Stephen Gallagher  
(212) 278 4496  
stephen.gallagher@sgcib.com

### Asie a Pacifik



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

### Čína



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



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



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



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



Suktae Oh  
(82) 2195 7430  
suktae.oh@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



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



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



Ankur Shukla  
(91) 80 6731 4432  
ankur.shukla@sgcib.com



Arata Oto  
(81) 3 6777 8064  
arata.oto@sgcib.com



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

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

Globální vedoucí výzkumu



Brigitte Richard-Hidden  
(33) 1 42 13 78 46  
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



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

### Fixed Income



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



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

### Head of US Rates Strategy



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



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



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



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



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



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



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

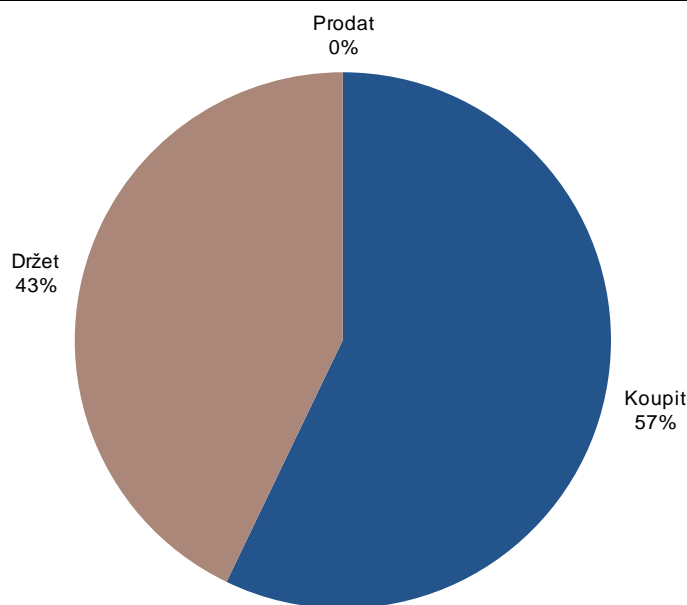
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 odrazilo 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 9. prosinci 2016)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

	ČEZ	O2 CR	CME	Philip Morris CR	NWR	Pegas Nonwovens	Unipetrol	Fortuna	MONETA Money Bank
<b>Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD*</b>									
Doporučení	držet	koupit	držet	koupit	konec pokrývání	koupit	konec pokrývání	držet	koupit
Cílová cena	CZK 448	CZK 267	USD 2,5	CZK 13500	n/a	CZK 863	n/a	CZK 96	CZK 90
Datum	14/9/16	9/12/16	12/8/15	13/6/16	20/6/16	20/5/16	23/4/15	20/5/16	6/9/16
<b>Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)</b>									
Doporučení	koupit	držet		koupit	prodat	koupit		v revizi	
Cílová cena	CZK 420	CZK 260		CZK 11890	-	CZK 800		v revizi	
Datum	12/2/16	22/3/16		2/9/15	11/12/15	3/12/15		10/3/16	
Doporučení	koupit	koupit				prodat		koupit	
Cílová cena	CZK 608	CZK 251				CZK 819		CZK 79	
Datum	18/9/15	12/11/15				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									
Cílová cena									
Datum									
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 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 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.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

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