Tabák | Aktualizace | Česká republika

Philip Morris ČR

Slušná dividenda, zvyšujeme doporučení na Koupit a upravujeme cílovou cenu

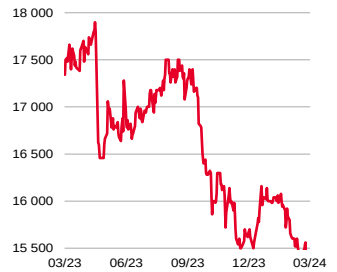
Koupit

Cena 20.03.24	**15 400 CZK**
12m cíl	**17 041 CZK**
Pot. růst ceny	**10,7 %**
Dividenda	**1 210 CZK**
Celkový výnos	**18,5 %**

Sektorové doporučení
Zvýšit váhu

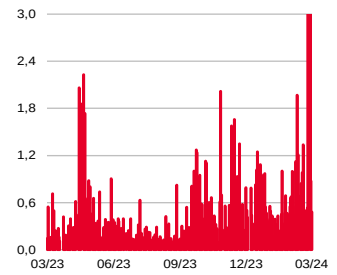
Typ investice
Vysoký dividendový výnos

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akcii

RIC TABKsp.PR	Bloom TABAK CP		
52týdenní rozmezí	15040 - 17980		
Tržní kap. (mld. CZK)	42,3		
Tržní kap. (mil. EUR)	1678		
Volně obchod. (%)	22,00		
Výkon (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Akcie	-1,7	-1,8	-11,2
Relativně k PX	-2,7	-8,3	-21,3

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

https://bit.ly/PMCR_2021_results
https://bit.ly/PMCR_divi_approved
https://bit.ly/PMCR_1H22

Investiční doporučení: Zvyšujeme doporučení pro akcie společnosti Philip Morris ČR na Koupit s upravenou cílovou cenou 17 041 CZK. Předchozí doporučení a cílová cena byly Držet a 18 349 CZK. Tradičním poznávacím znakem PMČR je jednak **velmi silná bilance bez dluhů**, jednak **dividendová politika na výplatu celého čistého zisku**. Na druhou stranu je podnikání v tomto sektoru svázáno řadou regulací týkající se například kouření či prodeje cigaret. V našich projekcích samozřejmě počítáme s růstem spotřebních daní na tradiční cigarety a zejména na bezdýmné produkty. To by mohlo vést k růstu cen výrobků PMČR s možným dopadem na poptávku.

PMČR je jasným **lídrem v segmentu klasických cigaret, ale i bezdýmných náplní, kde se tabák nespaluje, ale zahřívá**. Na obou mateřských trzích ČR & SK počítáme přes pokles celkového trhu **s růstem podílu bezdýmných produktů na úkor klasických cigaret**.

Z našeho pohledu je PMČR vnímám investory jako **dividendový titul**. Z tohoto důvodu je zásadní návrh dividendy. Návrh distribuce představenstva čekáme spolu se zveřejněním výsledků za minulý rok (27. 3.). Podle našeho odhadu by měl PMČR mezi své akcionáře rozdělit dividendu **1 210 CZK na jednu akcii**. Tato výplata odpovídá hrubému dividendovému výnosu +7,9 %.

Ocenění společnosti: K valuaci společnosti Philip Morris ČR jsme použili **model diskontovaných dividend**. Ve sledovaném období 2023-2030 jsme diskontovali naše projekce dividend za použití ceny kapitálu v rozmezí 7,4-7,8 % pro sledované období a 7,8 % pro terminální fázi. Dlouhodobou míru růstu uvažujeme na úrovni 0 %. **Cílovou cenu jsme stanovili na 17 041 CZK** na jednu akcii Philip Morris ČR. Ve srovnání se současnou tržní cenou to naznačuje potenciál ve výši +10,7 %. **Celkový výnos včetně dividendy je +18,6 %. Tomu odpovídá doporučení Koupit** (celkový očekávaný výnos je nad +15 %).

Na základě naší nové cílové ceny, kterou jsme stanovili pomocí modelu diskontovaných dividend, se Philip Morris ČR se obchoduje na P/E 12,0x (e2024), P/S (e2024) 2,1x a EV/EBITDA 7,3x (e2024). Medián sektoru je 7,5x, respektive 2,2x a 7,3x. PMČR se tedy obchoduje ve shodě s mediánem trhu na EV/EBITDA a mírnou slevou na P/S a naopak s prémií u P/E. Kromě toho PMČR nabízí velmi slušný dividendový výnos (7,9 %), který je jedním z nejvyšších mezi konkurenty.

Finanční data	2022	2023e	2024e	2025e
Výnosy (mld. CZK)	20,9	20,8	22,6	22,5
EBIT marže (%)	20,3	18,3	20,3	19,6
Čistý zisk (mld. CZK)	3,6	3,3	3,9	3,8
Zisk na akcii (CZK)	1 324	1 214	1 420	1 371
Dividenda na akcii (CZK)	1 310	1 210	1 420	1 370
Výplatní poměr (%)	98,9	99,7	100	99,9
Úrokové krytí (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Čistý dluh/EBITDA (x)	-1,6	-1,7	-1,6	-1,7

Poměrové ukazatele	2022	2023e	2024e	2025e
P/E (x)	12,6	14,0	12,0	12,4
Cena / volný cash flow	10,1	5,6	4,5	4,7
Dividendový výnos (%)	7,8	7,1	8,3	8,0
Cena / úč. hodnota (x)	5,2	5,6	5,2	5,3
EV/výnosy (x)	1,8	1,9	1,7	1,7
EV/EBITDA (x)	7,8	8,8	7,3	7,6
Cena / provozní cash flow	20,9	12,0	10,1	10,6
ROE (%)	41,6	38,9	45,0	42,3

Očekávané události: Výsledky za druhé pololetí minulého roku respektive za celý rok 2023 budou zveřejněny 27. března 2024.

SOCIETE GENERALE GROUP

Bohumil Trampota
Akciový analytik
(420) 222 008 560
bohumil_trampota@kb.cz

Obsah

Základní přehled o společnosti **3**

Hospodaření společnosti a jeho výhledy **4**

Zhodnocení aktuálních výsledků hospodaření 4

Předpověď výsledků pro letošní rok 4

Dlouhodobý výhled 5

Sektorové srovnání **8**

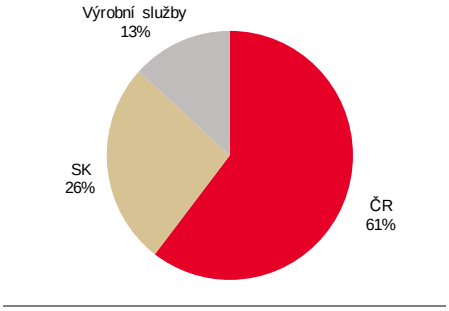
Ocenění **8**

Hlavní rizika **10**

Základní přehled o společnosti

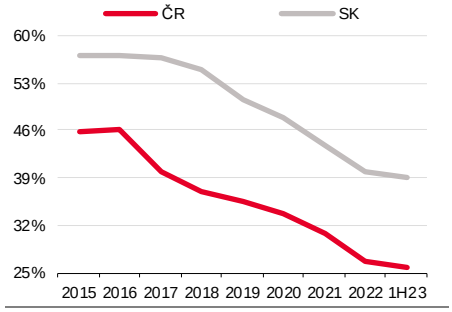
Silné stránky	Slabé stránky
▪ Lídr na trhu tradičních tabákových výrobků v České republice a na Slovensku ▪ Lídr na trhu zahřívaných tabákových výrobků v České republice a na Slovensku ▪ Koncentrace výroby cigaret v Kutné Hoře pro evropský trh ▪ Nulová zadluženost ▪ Atraktivní dividendová politika	▪ Úzce profilovaná produktová základna ▪ Vysoká míra zdanění produktů ▪ Silná regulace tabákového průmyslu ▪ Klesající tržní podíl PMČR v České republice
Příležitosti	**Hrozby**
▪ Rozvoj a udržení si vedoucího postavení na trhu nových technologií ▪ Opatření proti nelegálním dovozům a prodejům tabákových výrobků ▪ Oficiální uznání výrazně nižší škodlivosti zahřívaných tabákových výrobků na globální úrovni	▪ Skokové zvýšení spotřební daně z tabákových výrobků, zejména na nové technologie (zahřívané náplně) ▪ Výrazný nárůst vstupních cen komodit (včetně energií) ▪ Přísnější regulace kouření a tabákových výrobků ▪ Snížení výplaty dividend

Tržby podle segmentů (1H23)



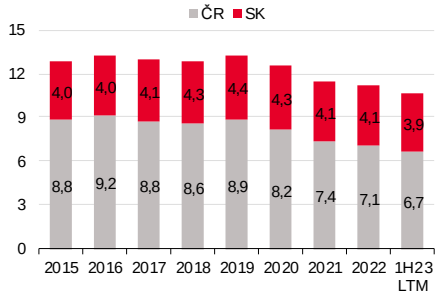
Zdroj: PMČR

Tržní podíly cigaret



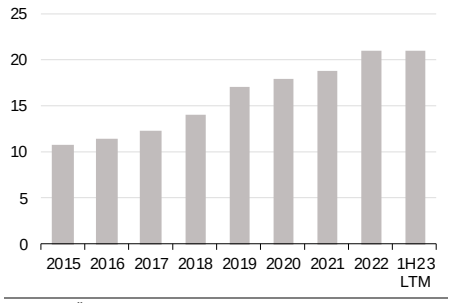
Zdroj: PMČR

Odbyt podle zemí (mld. ks)



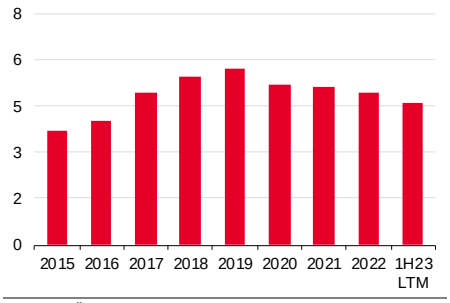
Zdroj: PMČR

Vývoj tržeb (mld. CZK)



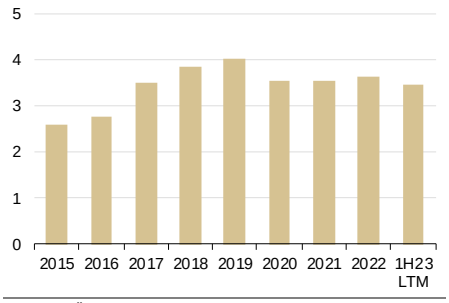
Zdroj: PMČR

Vývoj EBITDA (mld. CZK)



Zdroj: PMČR

Vývoj čistého zisku (mld. CZK)



Zdroj: PMČR

Hospodaření společnosti a jeho výhledy

Poslední zveřejněné výsledky společnosti Philip Morris ČR jsou za první polovinu minulého roku.

Výsledky hospodaření

Výsledky hospodaření PMČR za první polovinu roku 2023

mil. CZK	1H22	1H23	změna	KB (odhad)
Tržby	9 810	9 711	-1,0 %	10 819
Hrubý zisk	4 459	4 218	-5,4 %	4 848
Provozní výsledek	2 119	1 826	-13,8 %	2 249
Čistý zisk	1 830	1 653	-9,7 %	1 851
EPS (CZK)	666	602		674

Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Celkové tržby dosáhly za 1H23 9,7 mld. CZK. To byl meziročně o 1,0 % nižší výsledek, navíc o celých 10,2 % pod našim očekáváním. Celkový prodaný objem cigaret klesl o 10,3 % y/y na 4,9 mld. ks. Pokles klasických produktů nemohl být kompenzován vyššími objemy bezdýmných náplní a příznivým cenovým prostředím tabákových výrobků určených pro kouření. Výnosy v ČR klesly na 5,8 mld. CZK (-1,1 % y/y). Tržní podíl PMČR se v 1H23 mírně snížil na 39,6 % (39,9 % v 1H22). Na Slovensku klesly výnosy o 8,3 % na 2,6 mld. CZK. Tržní podíl na SK klesl na 53,7 % (56,0 v 1H22). Důvody jsou podobné jako v ČR. Tržby za výrobní služby se na rozdíl od ČR v SK zvýšily o 17,0 % na 1,3 mld. CZK. Za tím je vyšší objem exportu kvůli zavřené továrně v ukrajinském Charkově, kterou také nahradila výroba v Kutné Hoře. **Provozní zisk byl meziročně nižší o 13,8 % na 1,8 mld. CZK**. Pokles byl dán vyššími výrobními náklady, které negativně ovlivnila inflace. V roce 2022 měla společnost zafixovány ceny energií (elektřina a plyn). V 1H23 se ceny vzhledem ke geopolitické situaci ztrojnásobily. **Čistý zisk 1,7 mld. CZK** (-9,7 % y/y) naopak pozitivně ovlivnily vysoké úrokové sazby.

Dividenda: Pololetní zisk na jednu akcii (EPS) dosáhl 602 CZK. To bylo stejně jako celkový čistý zisk pod našim odhadem. **Z celoročního pohledu to odpovídá cca 1 204 CZK**.

Předpověď výsledků za 2H23 respektive celý rok 2023

Očekávané výsledky hospodaření PMČR za rok 2023

mil. CZK	2H22	e2H23 (KB)	změna	2022	e2023 (KB)	změna
Tržby	11 138	11 066	-0,6 %	20 948	20 777	-0,8 %
Hrubý zisk	4 771	4 708	-1,3 %	9 230	8 926	-3,3 %
Provozní výsledek	2 124	1 966	-7,4 %	4 243	3 792	-10,6 %
Čistý zisk	1 806	1 679	-7,0 %	3 636	3 332	-8,4 %
EPS (CZK)	658	611		1 324	1 213	
DPS (CZK)				1 310	1 210	

Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V našich odhadech předpokládáme další pokles podílu klasických cigaret. To by mělo souviset poklesem jednak celkového tržního podílu, jednak s přechodem kuřáků na nové technologie. Téměř jistě bude docházet k přechodu zákazníků od klasických cigaret k zejména zahřívaným produktům. Podíl klasických cigaret se bude snižovat a naopak zahřívaných náplní bude růst.

Vzhledem k válce na Ukrajině je mimo provoz charkovská továrna Philip Morris International. Její produkci nahrazují jiné továrny koncernu. Část její výroby nahradil právě hlavní závod Philip Morris ČR v Kutné Hoře.

Stále se dají čekat vyšší náklady na energie (elektřina a plyn), i když ve srovnáním s prvním pololetím minulého roku by měly klesnout. V ostatních provozních nákladech bude s největší pravděpodobností patrná vysoká inflace.

Philip Morris ČR se snaží rozdělit mezi své akcionáře celý nekonsolidovaný čistý zisk. V portfoliích investorů je z našeho pohledu brán jako dividendový titul. Za minulý rok (2023), výplata proběhne v tomto roce, očekáváme **dividendu 1 210 CZK**. To by ve srovnání se současnou tržní cenou znamenalo **dividendový výnos 7,9 %** (hrubý).

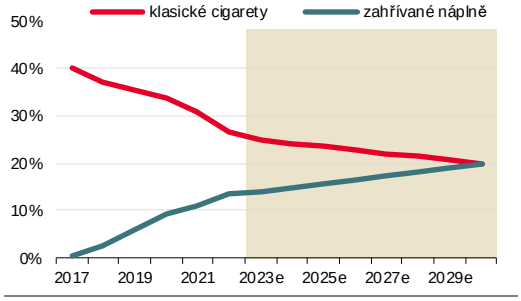
Dlouhodobý výhled

Zvyšování podílu nových technologií.

Philip Morris je bezesporu lídrem v nových technologiích, a to nejen v ČR. Jako alternativu ke klasickým cigaretám, kde dochází k spalování, nabízí řadu výroků, ve kterých se tabákové náplně nespalují, ale zahřívají. Předpokládá se, že vzhledem k tomu jsou tyto nové technologie, respektive výrobky pravděpodobně méně rizikové ve srovnání s těmi klasickými.

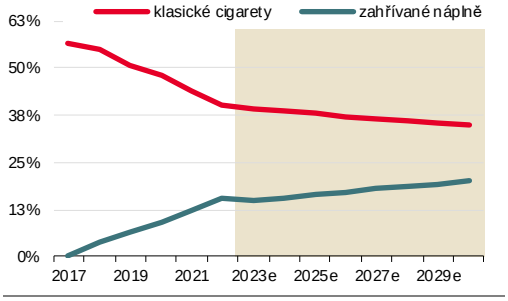
Jak to již bylo vidět v minulých kvartálech a letech, i v budoucnu se dá očekávat, že kuřáci budou přecházet na tyto nové produkty. Poroste tím tržní podíl bezdýmných výrobků. Na druhou stranu ale uvidíme pokles podílu klasických kuřáků, tak jak se čeká, že budou měnit své zvyky a přecházet na bezdýmné náplně. Podíl klasických cigaret bude tedy klesat. V posledním zveřejněném reportu, který byl za první pololetí minulého roku, byl tržní podíl v ČR zahřívaných výrobků (HEETS, Fiit, TEREA) 13,7 % a 14,5 % na Slovensku. V našich projekcích počítáme s postupným růstem tohoto podílu k úrovni 20 % na obou trzích.

Očekávaný vývoj tržního podílu klasických cigaret a zahřívaných náplní v ČR



Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj tržního podílu klasických cigaret a zahřívaných náplní v SK



Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Velký rozdíl ve zdanění obou skupin výrobků je ve prospěch zahřívaných náplní.

Ve zdanění obou zmíněných skupin výrobků, tedy klasických cigaret a bezdýmných produktů, je velký rozdíl. **Zahřívané náplně jsou zatíženy nižší daní než tradiční cigarety.** Zásadní rozdíl je ve spotřebních daních.

Od roku 2024 spotřební daně na tabákové výrobky dále vzrostly. S růstem počítáme i v dalších letech sledovaného období. Spotřební daň se skládá z pevné části a procentní části. Jejich součet ale musí být vyšší než minimální sazba v EU. Platí se samozřejmě také DPH.

Procentní část (ad valorem) daně v ČR je v posledních letech stejná, a to na úrovni 30 % z prodejní ceny. V dalších letech její změnu nečekáme. Druhá část spotřební daně, tedy pevná část, se od roku 2024 zvýšila o 10 % na 2,17 CZK za cigaretu. Minimální sazba je 4,22 CZK za jedenu kus. Cigarety dále spadají do základní kategorie DPH ve výši 21 %.

Pro zahřívané náplně platí v roce 2024 pevná část ve výši 3 450 CZK za kg, což znamená asi 21,05 CZK na jeden kus. To odpovídá +15 % růstu. Procentní část se neplatí. Ale stejně jako u klasických cigaret je samozřejmě nutné nezapomenout na DPH ve stejné výši (21 %).

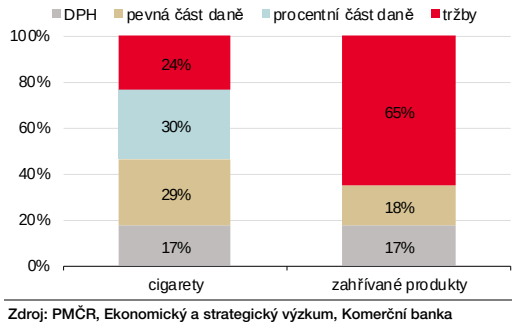
Předpokládáme další růst zdanění. Rozdíl mezi kategoriemi pravděpodobně zůstane.

Letos vzrostla u klasických cigaret pevná část o 10 %. V dalších letech počítáme se zhruba polovičním tempem, tedy s růstem o 5 % ročně. Stejnou dynamiku růstu očekáváme i u minimální sazby spotřební daně. Procentní sazbu z prodejní ceny u klasických cigaret uvažujeme beze změny na 30 %.

U bezdýmných náplní odhadujeme rychlejší tempo růstu pevné části daně. Letos vzrostla o 15 %. V následujících letech by podle našeho odhadu měla růst zhruba stejným tempem. S procentní částí daně, podobně jako u tradičních výrobků, neuvažujeme. Rozdíl ve zdanění obou diskutovaných kategorií v ČR tak zůstane podstatný.

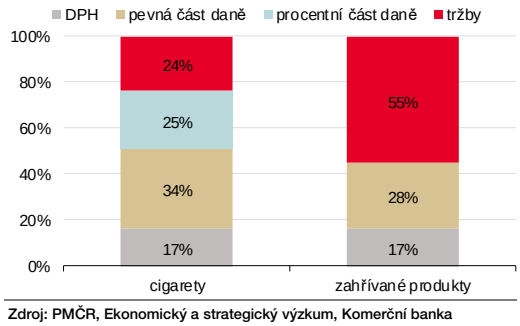
Na Slovensku počítáme s procentuální sazbou u cigaret ve výši 25 % z prodejní ceny (od 1. února 2024) z předchozích 23 %. U pevné sazby spotřební daně odhadujeme růst o 10 % na 0,913 EUR na jednu cigaretu (91,30 EUR na 1 000 cigaret). Minimální sazba činí 0,148 EUR na 1 cigaretu. V dalších letech počítáme s 5% růstem. Růst sazby spotřební daně na zahřívané produkty odhadujeme na 10 %. V dalších letech pak počítáme se zvýšením také o 10 %. DPH na obě skupiny výrobků je 20 %.

Daňové zatížení produkce v Česku



Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Daňové zatížení produkce na Slovensku



Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

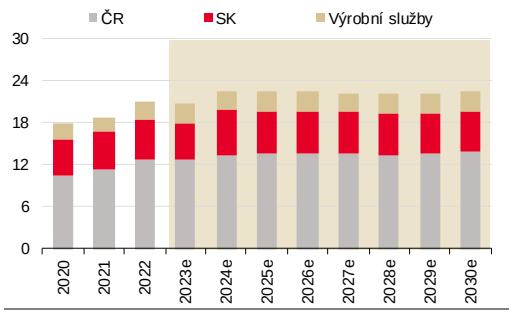
Celková daň na klasické cigarety představuje 76 % prodejní ceny.

U krabičky klasických cigaret, která obsahuje 20 ks a stojí 150 CZK, bude **celkové zdanění 76,2 %.** Pevná část daně (2 170 CZK na 1000 ks) představuje 43,3 CZK (2,17 CZK za kus krát 20 ks). Procentní část daně (30 %) je 45 CZK. Dohromady to znamená 88,30 CZK, což je nad minimální sazbou 84,40 CZK (4,22*20). Počítá se ale vyšší z těchto dvou variant, tedy 88,30 CZK. Dále je třeba připočítat DPH (21 %, 26 CZK). Celkem je daňové zatížení 114,40 CZK. Samotné tržby z jedné krabičky jsou zhruba 35,60 CZK.

U zahřívaných produktů v ČR představuje celkové daňové zatížení 34,9 %. Ve srovnání s kategorií klasických cigaret je to tedy podstatně méně.

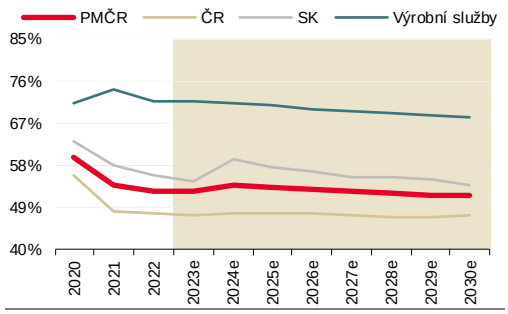
Na Slovensku je celkové zdanění klasických produktů zhruba stejné jako v ČR, tedy na úrovni 76,1 % u klasických výrobků a 44,7 % u zahřívaných náplní.

Vývoj tržeb po segmentech (mld. CZK)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PMČR

Očekávaný vývoj hrubé marže v segmentech



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PMČR

Podle našich odhadů by celkové tržby PMČR měly ve sledovaném období (2023 – 2030) růst průměrným ročním tempem 1,1 %. V roce 2023 by měly dosáhnout 20,8 mld. CZK. V posledním roce naší periody by měly vzrůst na 22,4 mld. CZK.

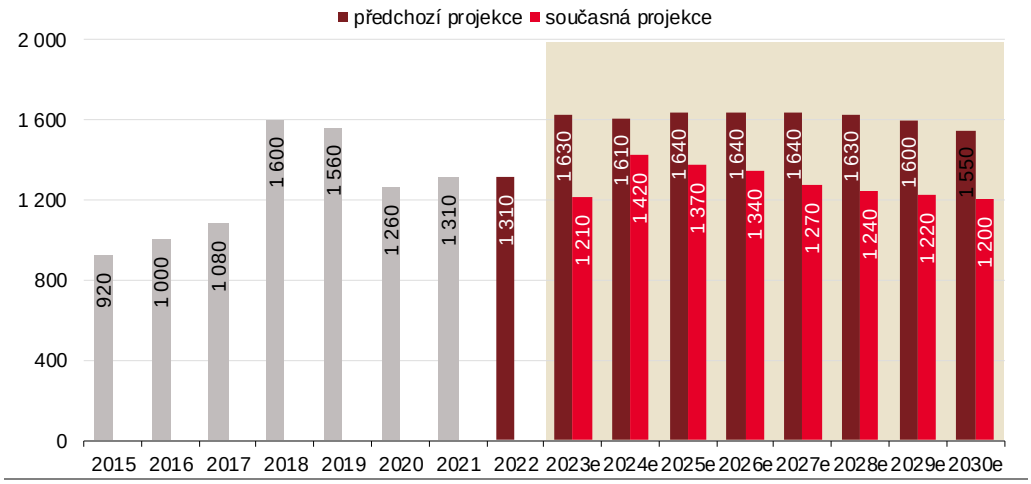
Na hospodaření se projeví inflace nákladů. Pravděpodobně dojde k růstu cen energií, protože PMČR používal jako hlavní zdroj energie plyn. To bude mít vliv na marže. Odhadujeme její pokles na 42,1 % v roce 2030 z 44,1 %, které PMČR dosáhl v roce 2022. Za rok 2023 čekáme marži 43,0 %. Čistý zisk by měl dosáhnout 3,3 mld. CZK v roce 2030. Čistý zisk slouží jako základna pro výpočet dividendy.

Philip Morris ČR je bez diskusí brán investory jako dividendový titul. Obvykle vyplácí akcionářům 100 % čistého zisku.

PMČR je dividendový titul. Očekáváme hrubý výnos kolem 8 %.

V loňském roce, to znamená ze zisku roku 2022, vyplatil Philip Morris ČR je dividendu 1 310 CZK na akcii, což bylo stejné jako v předchozím roce. **Letos** (ze zisku 2023), **by podle našich odhadů měl distribuovat mezi akcionáře 1 210 CZK**. To naznačuje hrubý **dividendový výnos ve výši +7,9 %** (srovnání s tržní cenou). Dividendu musí samozřejmě schválit akcionáři na valné hromadě. Ta by se mělo konat 30. dubna. Začátek distribuce dividendy akcionářům se očekává 17. června 2024. V následující letech by se podle našich projekcí měl dividendový výnos pohybovat kolem +8 %.

Očekávaná výše dividendy na akcii (CZK)



Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční bank

Sektorové srovnání

Pokusili jsme se vybrat společnosti s podobným zaměřením, které prodávají své produkty v Česku, Slovensku nebo jiných evropských a světových trzích a jsou obchodované na burzách. Za nejbližší srovnatelné společnosti s Philip Morris ČR považujeme *British American Tobacco* a *Japan Tobacco International*.

Tabulka relativního srovnání je níže. Srovnání **Philip Morris ČR s podobnými společnostmi je smíšené.** U násobku P/E je dražší a obchoduje se tedy s prémií. Při srovnání EV/EBITDA se v tomto roce obchoduje prakticky na mediánu a jen s mírnou prémií pro příští rok. Ukazatel P/S je naopak nižší a naznačuje vůči konkurenci slevu. Co se týká **dividendového výnosu, nabízí PMČR jeden s nejvyšších v sektoru a je o +8 % nad trhem**.

Relativní srovnání

	P/E			P/S			EV/EBITDA			Dvd yield
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	(%)
Philip Moris CR	**14,0**	**12,0**	**12,4**	**2,3**	**2,1**	**2,1**	**8,8**	**7,3**	**7,6**	**7,9**
British American Tobacco PLC	6,3	6,0	5,8	1,9	1,9	1,8	6,7	6,5	6,4	10,0
Japan Tobacco Inc	14,4	13,5	12,5	2,7	2,6	2,5	9,3	9,1	8,7	4,9
Altria Group Inc	8,9	8,6	8,4	3,8	3,8	3,8	8,2	8,0	7,9	8,8
Imperial Brands PLC	5,8	5,2	4,9	1,6	1,5	1,5	5,6	5,4	5,3	8,6
Gudang Garam Tbk PT	6,6	6,3	5,8	0,3	0,3	0,3	3,9	3,7	3,5	6,0
Philip Morris International In	14,6	13,3	12,1	3,9	3,7	3,4	12,4	11,4	10,5	5,6
Medián trhu	**7,7**	**7,5**	**7,1**	**2,3**	**2,2**	**2,2**	**7,4**	**7,3**	**7,1**	**7,3**
Philip Morris CR vs. median	*81,8%*	*60,6%*	*75,1%*	*-2,3%*	*-7,3%*	*-3,5%*	*18,8%*	*1,1%*	*6,3%*	*-7,8%*

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Ocenění

Pro ocenění společnosti jsme použili model diskontovaných dividend.

Pro ocenění společnosti jsme použili model diskontovaných dividend do roku 2030. **Odhadované dividendy jsme diskontovali při použití ceny kapitálu 7,4-7,8 % ve sledovaném období a 7,8 %** pro terminální fázi **při dlouhodobé míře růstu 0 %.**

Cena kapitálu je založena na bezrizikové úrokové míře (výnos 10letých českých a slovenských vládních dluhopisů), upraveném koeficientu beta (používáme 120 měsíců dat z Bloombergu), rizikové prémii vlastního kapitálu a rizikové přirážce zemí, kde Philip Morris ČR působí (obojí podle dat A. Damodarana z New York University).

Nulová růstová míra odráží náš odhad poklesu spotřeby tabákových výrobků na hlavních trzích PMČR, hrozbu dalšího zvyšování spotřební daně či riziko snížení dividendového výplatního poměru. Tyto faktory budou podle našeho názoru částečně kompenzovány případným růstem cen a rozvojem trhu výrobků se zahřívaným tabákem.

Detailní strukturu výpočtu nákladů na kapitál a další parametry ocenění ukazuje tabulka na následující straně.

Na základě našeho modelu odhadujeme **fair value / cílovou cenu společnosti na 17 041 CZK za kus za jednu akcii**.

Parametry ocenění akcií společnosti Philip Morris ČR

mld. CZK	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Naklady na vlastní kapitál	**7,7%**	**7,5%**	**7,4%**	**7,6%**	**7,8%**	**7,8%**	**7,8%**	**7,8%**
Beta	0,522	0,522	0,522	0,522	0,522	0,522	0,522	0,522
Bezriziková úroková míra	3,7%	3,6%	3,5%	3,7%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Akciová riziková přirážka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Riziková prémie země	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
DDM (CZK)								
Dividenda - hrubá	1 210	1 420	1 370	1 340	1 270	1 240	1 220	1 200
Dividenda - diskontovaná	1 195	1 304	1 172	1 065	936	848	774	706
Současná hodnota dividend do roku 2029	7 999							
Současná hodnota dividend po roce 2029	9 041							
Dlouhodobá míra růstu	0,0%							
Fair value na akcii (CZK)	**17 041**							

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Následující tabulka ukazuje citlivost hodnoty cílové ceny na změny diskontní sazby a dlouhodobé míry růstu.

Analýza citlivosti ocenění

Míra růstu / vážené náklady kapitálu					
	-100 bb	-50 bb	7,8 %*	+ 50 bb	+ 100 bb
-1,0%	17 041	16 454	15 934	15 470	15 053
-0,5%	17 708	17 041	16 454	15 934	15 470
0,0%	18 473	17 708	**17 041**	16 454	15 934
0,5%	19 359	18 473	17 708	17 041	16 454
1,0%	20 398	19 359	18 473	17 708	17 041

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; * pro terminální fázi

Hlavní rizika

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:** Zpřísňování legislativy kouření znamená vysokou míru rizika pro celý sektor. V našich modelech jsme zohlednili vliv nového omezení kouření. Další zpřísňování regulace představuje riziko pro cenu akcií.

- **Daňové změny:** Razantní zvýšení spotřební daně či sazby DPH může mít negativní dopad na marže společnosti. Výši zisku a vyplácených dividend pak může ovlivnit zvýšení daně z příjmu právnických osob.

- **Poplatek za výrobní služby:** Případné rozhodnutí skupiny Philip Morris International o přesunu výroby do jiných zemí by působilo výrazně negativně proti naší cílové ceně. Dále výše poplatku za výrobní služby je závislá na maržích a objemech, kterých bude dosahovat mateřská skupina PMI. V budoucnu může docházet k tlakům na postupné snižování tohoto poplatku. Zároveň se budoucí rozhodnutí majoritního akcionáře nemusí shodovat se zájmy minoritních akcionářů a může tak negativně dopadnout na ziskovost samostatné PMČR.

- **Alternativy cigaret:** Rostoucí obliba například e-cigaret, bezdýmných výrobků 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.

- **Konkurenční produkty pro nové technologie PMČR:** Konkurenční společnosti mají již své alternativy k IQOS.

- **Změna dividendové politiky:** PMČR vyplácí celý zisk svým akcionářům. Úprava, tedy snížení, by měla negativní dopad na cenu akcií.

Naopak **pozitivní vliv na naše ocenění mohou mít**:

- **Opatření proti nelegálním dovozům:** Opatření, která by ztížila nelegální trh s cigaretami. Jedná se zejména o nelegální dovozy, tím by se mohla zvýšit poptávka po výrobcích společnosti.

- **Alternativní kuřácké technologie:** Společnost Philip Morris celosvětově výrazně investuje do vývoje nových platforem jako je například zařízení IQOS (technologie zahřívaného tabáku), které by mohly přinést zásadní změny do tabákového průmyslu a v případě akceptace a rozšíření na trhu i výrazně ovlivnit hospodářské výsledky společnosti.

Finanční údaje Philip Morris ČR

mld. CZK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT																
Tržby	10,9	11,5	12,2	14,1	17,1	17,9	18,9	20,9	20,8	22,6	22,5	22,5	22,3	22,2	22,3	22,4
Náklady na prodané výrobky a zboží	-5,7	-6,0	-6,1	-6,1	-8,4	-9,1	-10,6	-11,7	-11,9	-12,4	-12,5	-12,6	-12,7	-12,7	-12,8	-13,0
Hrubý zisk	5,1	5,4	6,1	8,0	8,7	8,7	8,3	9,2	8,9	10,2	10,0	9,9	9,6	9,5	9,4	9,4
Provozní náklady	-1,9	-2,0	-1,8	-3,2	-3,7	-4,3	-3,9	-5,0	-5,1	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-5,5	-5,6	-5,6
EBIT	3,2	3,5	4,3	4,8	5,0	4,5	4,4	4,2	3,8	4,6	4,4	4,3	4,1	4,0	3,9	3,8
Depreciace a amortizace	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EBITDA	3,7	4,0	4,9	5,5	5,7	5,2	5,1	4,9	4,5	5,2	5,0	4,9	4,7	4,6	4,5	4,4
Daň z příjmu	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Zisk po zdanění	2,6	2,8	3,5	3,8	4,0	3,5	3,5	3,6	3,3	3,9	3,8	3,7	3,5	3,4	3,4	3,3
ROZVAHA																
Celková aktiva	15,1	15,6	15,6	16,0	16,4	16,2	17,7	16,4	16,0	17,2	17,2	17,3	17,1	17,1	17,2	17,3
Dlouhodobá aktiva	3,9	4,4	4,4	4,3	4,1	3,6	3,3	3,2	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7
Budovy, stroje a zařízení	3,8	4,3	4,3	4,2	3,6	3,1	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Oběžná aktiva	11,1	11,2	11,1	11,6	12,3	12,6	14,4	13,2	13,1	14,4	14,4	14,5	14,4	14,4	14,5	14,6
Zásoby	0,4	0,3	0,6	1,1	1,7	0,9	1,9	1,9	1,7	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5
Pohledávky z obchodního styku	0,4	0,4	0,8	2,1	1,5	0,9	1,0	1,5	1,5	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5
Peněžní prostředky a ekvivalenty	7,5	8,2	7,3	5,6	6,4	8,2	9,3	7,6	7,5	8,4	8,5	8,7	8,7	8,8	8,9	9,1
Vlastní kapitál	8,0	8,2	8,9	9,8	9,4	8,7	8,7	8,8	8,4	9,0	8,8	8,8	8,7	8,6	8,6	8,6
Dlouhodobé závazky	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Krátkodobé závazky	6,9	7,2	6,4	5,9	6,5	7,1	8,7	7,3	7,3	8,0	8,0	8,1	8,1	8,2	8,3	8,4
Čistý dluh(-)/hotovost(+)	7,5	8,1	7,3	5,5	6,4	8,2	9,3	7,6	7,5	8,4	8,5	8,7	8,7	8,8	8,9	9,1
VÝKAZ CASH FLOW																
Zisk před zdaněním	3,2	3,5	4,3	4,8	5,1	4,5	4,4	4,6	4,2	4,9	4,8	4,7	4,4	4,3	4,2	4,2
Odpisy	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Změna pracovního kapitálu	3,2	0,9	-1,6	-2,7	0,6	2,1	1,0	-1,8	0,0	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2
Ostatní peněžní toky z provozu	-0,5	-0,6	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,1	-1,0	-0,5	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7
Cash flow z provozní aktivity	6,4	4,3	2,6	1,9	5,5	6,4	5,1	2,2	3,9	4,6	4,4	4,3	4,1	4,0	4,0	3,9
Cash flow z investiční aktivity	-1,0	-1,2	-0,6	-0,7	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Placené dividendy	-2,4	-2,5	-2,7	-3,0	-4,4	-4,3	-3,5	-3,6	-3,6	-3,3	-3,9	-3,8	-3,7	-3,5	-3,4	-3,4
Cash flow z finanční aktivity	-2,4	-2,5	-2,7	-3,0	-4,5	-4,4	-3,6	-3,7	-3,7	-3,5	-4,0	-3,9	-3,8	-3,6	-3,5	-3,5
Změna hotovosti	3,0	0,6	-0,8	-1,7	0,9	1,8	1,1	-1,6	-0,1	0,9	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2

Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční údaje Philip Morris ČR

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
OCENĚNÍ																
P/E (x)	11,9	12,6	11,7	11,2	9,6	10,9	11,9	12,6	14,0	12,0	12,4	12,7	13,4	13,8	14,0	14,2
Price/cash flow (x)	4,8	8,0	15,9	22,1	7,1	6,0	8,3	20,9	12,0	10,1	10,6	10,9	11,5	11,7	11,8	12,0
Price/free cash flow (x)	2,1	4,1	8,0	14,8	2,9	2,3	3,3	10,1	5,6	4,5	4,7	4,9	5,2	5,3	5,4	5,5
Price/book value (x)	3,8	4,3	4,6	4,4	4,1	4,4	4,8	5,2	5,6	5,2	5,3	5,3	5,4	5,4	5,4	5,4
EV/výnosy (x)	2,1	2,3	2,7	2,7	1,9	1,7	1,7	1,8	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
EV/EBITDA (x)	6,2	6,7	6,8	6,8	5,6	5,8	6,4	7,8	8,8	7,3	7,6	7,7	8,1	8,3	8,4	8,5
ÚDAJE NA AKCII (CZK)																
EPS	936	1 008	1 269	1 397	1 465	1 285	1 281	1 324	1 214	1 420	1 371	1 342	1 273	1 238	1 221	1 201
Provozní cash flow	2 335	1 578	933	706	1 992	2 322	1 841	800	1 425	1 688	1 604	1 559	1 487	1 458	1 439	1 424
Vlastní kapitál (Book value)	2 898	2 985	3 249	3 569	3 437	3 154	3 175	3 193	3 045	3 263	3 214	3 215	3 156	3 137	3 138	3 132
Gross dividend	920	1 000	1 080	1 600	1 560	1 260	1 310	1 310	1 210	1 420	1 370	1 340	1 270	1 240	1 220	1 200
Dividendový výnos, brutto (%)	8,3	7,9	7,3	10,2	11,1	9,0	9,3	7,8	7,1	8,3	8,0	7,9	7,5	7,3	7,2	7,0
ZISKOVOST																
ROA (%)	18,7	18,1	22,4	24,3	24,9	21,7	20,7	21,3	20,6	23,5	21,9	21,4	20,3	19,9	19,5	19,1
ROE (%)	32,6	34,3	40,7	41,0	41,8	39,0	40,5	41,6	38,9	45,0	42,3	41,7	40,0	39,4	38,9	38,3
MARŽE																
Hrubá marže (%)	47,2	47,6	50,1	56,8	50,9	48,9	43,9	44,1	43,0	45,3	44,5	44,1	43,2	42,7	42,5	42,1
EBITDA marže (%)	34,0	35,1	40,5	38,8	33,4	29,0	27,1	23,5	21,4	23,1	22,4	22,0	21,1	20,6	20,3	19,8
Provozní marže (%)	29,5	30,3	35,6	34,0	29,3	24,9	23,1	20,3	18,3	20,3	19,6	19,2	18,3	17,8	17,5	17,1
Čistá marže (%)	23,7	24,2	28,6	27,2	23,5	19,7	18,6	17,4	16,0	17,3	16,7	16,4	15,7	15,3	15,1	14,7
DYNAMIKA RŮSTU																
Tržby (%)	-22,7	5,4	6,5	15,4	21,4	4,6	5,5	11,0	-0,8	8,7	-0,1	-0,1	-1,0	-0,3	0,1	0,6
Náklady na prodeje (%)	-38,1	4,6	1,4	-0,2	37,9	9,1	15,8	10,7	1,1	4,3	1,2	0,6	0,6	0,6	0,6	1,3
Hrubý zisk (%)	7,4	6,3	12,1	31,0	8,8	0,3	-5,2	11,5	-3,3	14,5	-1,7	-1,1	-3,0	-1,4	-0,6	-0,4
EBITDA (%)	9,7	8,8	22,8	10,7	4,5	-9,3	-1,5	-3,7	-9,4	17,3	-3,4	-2,1	-4,9	-2,7	-1,4	-1,6
Vykázaný čistý zisk (%)	14,0	7,7	25,9	10,1	4,8	-12,3	-0,3	3,4	-8,4	17,0	-3,4	-2,1	-5,1	-2,7	-1,4	-1,6
FINANCOVÁNÍ																
Čistý dluh / EBITDA (x)	-2,0	-2,0	-1,5	-1,0	-1,1	-1,6	-1,8	-1,6	-1,7	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0
Čistý dluh / vlastní kapitál (x)	-0,9	-1,0	-0,8	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1
Aktiva / vlastní kapitál (x)	1,9	1,9	1,7	1,6	1,7	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
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.	n.m.

Zdroj: PMČR, 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, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázáni 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 vyplývajícímu 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 dozoru 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. 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

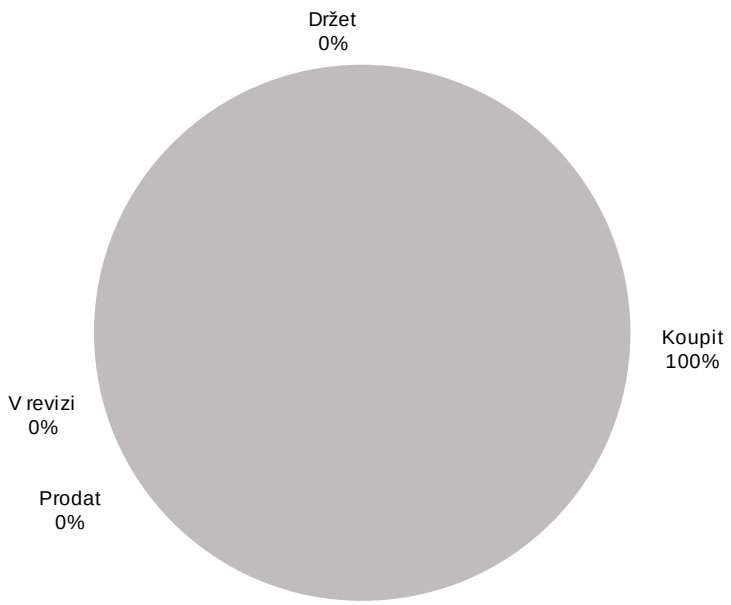
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 odráželo 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 zohledňuje také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v období 3-6 měsíců po vydání doporučení. Cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou tak nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců následujících po období prvních 3-6 měsíců od vydání doporučení. 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



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Doporučení KB Equity Research pro 12měsíční horizont

KOUPIT: odhadovaný celkový výnos ve výši 15 % a více v horizontu následujících 12 měsíců
DRŽET: odhadovaný celkový výnos ve výši 0 až 15 % v horizontu následujících 12 měsíců
PRODAT: odhadovaný celkový výnos nižší než 0 % v horizontu následujících 12 měsíců.
Celkový výnos pro akcionáře znamená odhad cenového zhodnocení akcie plus všechny odhadované peněžní dividendy včetně příjmů z mimořádných dividend vyplacených v následujících 12 měsících. Konkrétní doporučení je určeno podle odhadovaného celkového výnosu uvedeného výše v čase zahájení pokrývání akcie nebo změny doporučení. V mezičase může dojít k cenovým pohybům či jiným situacím na trzích, které mohou implikovat jiné doporučení. Takové mezitímní odchylky od původního doporučení jsou možné, ale jsou předmětem revize KB Equity Research.

Přehled doporučení vydaných KB a vztahy s jednotlivými emitenty

	ČEZ	Colt CZ Group SE	Kofola	MONETA Money Bank	Philip Morris ČR	Avast	O2 CR
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů							
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	konec pokrývání	konec pokrývání
Cílová cena	1 034 CZK	921 CZK	313 CZK	102,8 CZK	17 041 CZK	07.09.2022	25.02.2022
Datum	07.09.2023	09.02.2024	29.05.2023	19.10.2023	21.03.2024		
Cena v den publikace	923 CZK	574 CZK	244 CZK	84 CZK	15 400 CZK	205,1 CZK	270 CZK
Investiční horizont	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců		
Autor	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota		
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)							
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	držet	koupit	koupit
Cílová cena	1 393 CZK	652 CZK	381 CZK	104,6 CZK	18 349 CZK	600 GBp	362 CZK
Datum	07.06.2022	16.12.2022	12.05.2022	05.09.2022	03.03.2023	11.02.2021	26.03.2021
Doporučení	v revizi	koupit	v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	v revizi	645 CZK	v revizi	109,7 CZK	18 183 CZK	466 GBp	293 CZK
Datum	10.05.2022	17.01.2022	15.02.2022	31.08.2021	11.02.2022	30.08.2019	08.01.2020
Doporučení	koupit	v revizi	koupit	v revizi	koupit	v revizi	koupit
Cílová cena	905 CZK	v revizi	367 CZK	v revizi	16 512 CZK	v revizi	298 CZK
Datum	10.12.2021	31.03.2021	12.01.2021	07.05.2021	20.11.2020	14.08.2019	12.12.2018
Doporučení	koupit	koupit	v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	621 CZK	357 CZK	v revizi	97 CZK	18 308 CZK	342 GBp	270 CZK
Datum	23.07.2020	27.11.2020	26.11.2020	29.10.2019	03.12.2018	15.06.2018	18.08.2017
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF DDM ERM	DDM	DFCF	DFCF DDM
Četnost doporučení	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	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
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty							
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců	ne	ano	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
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Pozn.: DFCF – Model diskontovaného volného cash flow, DDM – Dividendový diskontní model, ERM – Excess return model
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka