

| Akciové trhy |

Akciové výhledy

Pražská burza by se měla v roce 2016 přidat ke dvoucifernému růstu evropských akciových trhů



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



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



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

- **Končící čtvrtý kvartál byl pro globální akciové trhy vcelku úspěšný.** Podařilo se jim alespoň částečně zkorigovat ztráty, které utrpěly během třetího čtvrtletí. Hlavním tématem byla měnová politika centrálních bank, ale důležitou roli sehrály i makroekonomické ukazatele ze Spojených států a Číny. Výsledková sezóna nikterak nepřekvapila, i když v rámci jednotlivých regionů jsme určitá překvapení či zklamání zaznamenali. Nicméně důležitým závěrem je to, že očekávání pro rok 2016 se zhoršila. Celkově si světový akciový index MSCI prozatím ve čtvrtém kvartále polepšil o více jak čtyři procenta.
- **Pražská burza však svojí výkonností za globálními indexy ve Q415 zaostala.** Index PX prozatím ztrácí více jak čtyři procenta a řadí se tak do dvacítky nejhorších indexů sledovaných agenturou Bloomberg. Ve srovnání s ostatními indexy se nachází jen mírně nad výkonností celosvětového indexu, když doposud index PX ukrojil ze své hodnoty dvě procenta.
- **Nováčkem na pražském parketu jsou akcie výrobce nealkoholických nápojů Kofola.** Debut si odbyly 2. prosince, upisovací cena činila 510 Kč za kus. Za necelé tři týdny pak akcie ztratily téměř čtyři procenta.
- **Obchodní aktivita na pražské burze se po sedmi letech zlepšuje.** Průměrný objem obchodů za 11 měsíců roku 2015 byl 9 % nad průměrem ve stejném období loňského roku.
- **Société Générale nadále doporučuje 50% váhu globálních akcií v portfoliu.** SG věří, že zvýšení úrokových sazeb v USA přinese na trhy úlevu a potvrzení důvěry v sílu americké ekonomiky.
- **SG očekává, že většina hlavních akciových trhů v roce 2016 výrazně poroste.** Z hlavních rozvinutých trhů **SG silně preferuje evropské akcie oproti americkým.** V rámci Asie SG pro příští rok místo čínských akcií více věří japonským nebo indickým indexům.
- Ze sektorového pohledu nyní na evropských trzích patří mezi preferovaná odvětví finanční nebo ropné firmy. Jako neatraktivní naopak nově vidíme telekomunikační sektor.
- **Očekáváme, že pražská burza by mohla v ročním horizontu dosáhnout dvouciferného růstu.** Mezi nejatraktivnější tituly na pražské burze nyní podle našeho názoru patří akcie ČEZ. Na druhou stranu nadále máme negativní výhled pro akcie těžaře NWR.

Statistika BCPP

	2010	2011	2012	2013	2014	11/2015
Index PX	1 225	911	1 039	989	947	974
% změna (CZK)	9,6	-25,6	14,0	-4,8	-4,3	-4,5
% změna (USD)	7,4	-29,3	18,4	-8,9	-16,7	-21,5
Objem obchodů (mil.CZK)	389 868	369 750	250 608	184 571	158 222	169 511
Objem obchodů (mil.USD)	20 051	20 904	12 810	9 461	7 648	6 941
Tržní kapitalizace (mil.CZK)	1 388 005	1 060 767	1 093 799	1 074 426	1 018 162	1 037 432
Tržní kapitalizace (mil.USD)	74 023	53 737	57 540	54 189	44 434	40 519

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

Přehled doporučení KB/SG

	Cena	Cíl. cena	Doporučení	ze dne	Roční max.	Roční min.
CEZ	419,8	608,0	Koupit	18.9.15	683,2	419,8
CME	65,0	65,0	Držet	12.8.15	73,8	43,0
Erste Bank	758,3	919,3	Držet	10.8.15	802,6	515,6
Fortuna	78,7	79,0	Koupit	28.8.15	131,8	56,0
Komerční banka	4 849,0	-	-	-	5 775,0	4 559,0
NWR	0,1	-	Prodat	11.12.15	0,5	0,1
Pivovary Lobkowicz Group	207,0	-	-	-	207,2	170,9
Pegas Nonwovens	747,8	800,0	Koupit	3.12.15	966,9	626,0
Philip Morris CR	11 778,0	11 890,0	Koupit	1.9.15	12 060,0	10 251,0
Tatry Mountain Resorts	630,0	-	-	-	695,0	550,0
O2 CR	242,5	251,0	Koupit	12.11.15	265,9	49,4
Unipetrol	160,1	-	-	23.4.15	194,9	119,4
VIG	680,0	-	-	16.4.15	1 175,0	671,1

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Přehled společností

	Poslední cena	Změna 1 měsíc (%)	Změna od začátku roku CZK (%)	USD (%)	Průměrné denní obchody 11/2015 (CZK m)	11/2015 (USD m)
Společnost	17.12.15	(%)	(%)	(%)		
CEZ	419,8	-9,7	-29,0	-34,8	243,1	9,8
CME	65,0	30,0	-5,3	-13,0	2,9	0,1
Erste Bank	758,3	0,2	43,1	31,4	98,2	3,9
Fortuna	78,7	-6,6	-34,7	-40,0	3,7	0,1
Komerční banka	4 849,0	-4,0	2,3	-6,1	217,9	8,8
NWR	0,1	-41,2	-76,2	-78,1	0,9	0,0
Pivovary Lobkowicz Group	207,0	1,5	18,6	8,9	0,9	0,0
Pegas	747,8	5,9	16,8	7,3	16,6	0,7
Philip Morris ČR	11 778,0	-1,0	8,9	0,0	10,1	0,4
TMR	630,0	-9,4	6,8	-1,9	0,0	0,0
O2 ČR	242,5	-2,4	227,2	200,5	60,2	2,4
Unipetrol	160,1	7,1	22,7	12,7	11,1	0,4
VIG	680,0	-11,5	-34,1	-39,5	14,2	0,6

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

Pražská burza zaostává

Globální akciový index



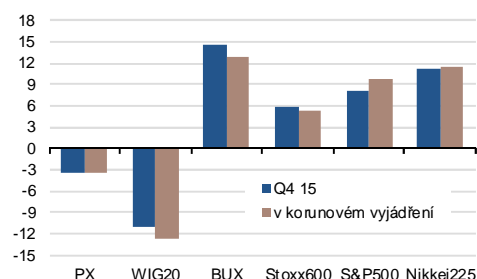
Zdroj: Bloomberg; MSCI World index

Pražský PX svojí výkonností zaostává za vývojem ve světě.

Končící čtvrtý kvartál byl pro globální akciové trhy vcelku úspěšný. Podařilo se jim alespoň částečně zkorigovat ztráty, které utrpěly během třetího čtvrtletí. Hlavním tématem byla měnová politika centrálních bank, ale důležitou roli sehrály i makroekonomické ukazatele ze Spojených států a Číny. Během posledních týdnů se na trzích utvářela očekávání ohledně zvyšování úrokových sazeb v USA. Ta nakonec byla naplněna a Fed skutečně přistoupil po téměř 10 letech ke zpřísnění měnové politiky. Janet Yellen na následné tiskové konferenci uvedla, že budoucí zvyšování sazeb se bude odvíjet od vývoje inflace a bude velmi pozvolné. Naproti tomu Evropská centrální banka měnovou politiku dále uvolnila. Ne však v rozsahu, v jakém očekával trh, a akciové indexy tak na výsledek jednání reagovaly prudkým poklesem. Důležitou roli pak hrály i statistiky z čínské ekonomiky, kde stále přetrvávají obavy ohledně možného tvrdého přistání, na což investoři nadále citlivě reagují. Výsledková sezóna nikterak nepřekvapila, i když v rámci jednotlivých regionů jsme určitá překvapení či zklamání zaznamenali. Nicméně důležitým závěrem je to, že očekávání pro rok 2016 se zhoršila. Celkově si světový akciový index MSCI (zahrnující rozvinuté i rozvíjející se trhy) prozatím ve čtvrtém kvartále polepšil o více jak čtyři procenta.

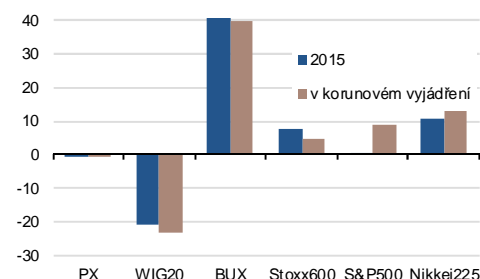
Pražská burza však svojí výkonností za globálními indexy ve Q415 zaostala. Index PX prozatím ztrácí více jak čtyři procenta a řadí se tak do dvacítky nejhorších indexů sledovaných agenturou Bloomberg. Pražský parket si pohoršil i v hodnocení za celý rok. Ve srovnání s ostatními indexy se nachází jen mírně nad výkonností celosvětového indexu, když doposud index PX ukrojil ze své hodnoty dvě procenta. To znamená oproti třetímu kvartálu poměrně výrazné zhoršení. Středoevropskému a východoevropskému regionu letos jednoznačně vévodí maďarský BUX, který si již přišel na téměř 40 %. Naopak propadákem je varšavská burza, kde akcie odepsaly 14 %. Při pohledu na hlavní globální indexy se v mírném plusu nachází S&P 500 (+0,7 %), zisky okolo 8 % připisuje Stoxx 600, japonský Nikkei 225 pak roste o 11 %.

PX vs. ostatní akciové indexy ve Q4 15 (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Letošní srovnání indexů (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

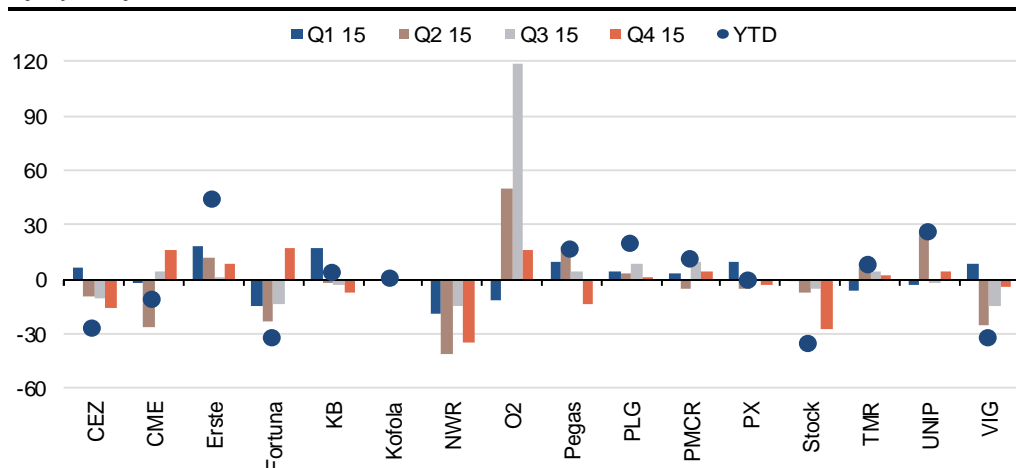
Dvěma nejdiskutovanějšími tématy během uplynulých týdnů byly odstávky ČEZ a finanční pomoc NWR. Elektrárenská společnost musela neplánovaně odstavit svoje bloky v jaderné elektrárně Dukovany kvůli kontrolám svarů a jejich opětovné spuštění bylo již několikrát odloženo. Nepříznivě se vyvíjely i ceny elektřiny a v Evropě byl patrný odklon investorů od tohoto odvětví. To celkově způsobilo propad ceny akcií v aktuálním kvartále o více jak 15 %, čímž akcie dosáhly na svoje 10leté minimum. Za tradici pak již můžeme označit pokračující propad ceny akcií těžáře uhlí NWR. Ty od začátku října ztratily dalších 40 %. Management prozatím neúspěšně vyjednává s vládou o získání dotace na provoz svých uhelných dolů. Akcie se nacházejí na svém historickém minimu a zdá se, že společnost směřuje ke svému konci.

Trio největších propadlíků pak doplňují akcie Stock Spirits, které ve čtvrtém čtvrtletí doposud klesly o téměř 30 %. Zde stále významnou roli hraje nepříznivá situace na polském trhu, která se podepisuje na horší výkonnosti celé společnosti. Významnou část letošních zisků ukrojily akcie textilky Pegas, které přišly o 15 % (při započtení dividendy o necelých 12 %). Těm mimo jiné ublížilo i vyřazení z indexu MSCI, které se promítlo do větších výprodejů.

Naopak trojici nejúspěšnějších akcií se staly Fortuna, O2 a CME, které si připsaly mezi 16 a 17 %. Sázkařské společnosti pomohly především výrazně lepší výsledky za třetí kvartál, a přestože firma nezměnila svůj výhled, předpokládáme, že výsledky za celý rok by mohly tato očekávání překonat. Velmi uspokojivé výsledky zveřejnil i telefonní operátor O2, jehož akcie byly navíc opětovně zařazeny do indexu MSCI. Svoji roli sehrává i pozitivní očekávání na výplatu solidní dividendy.

Nováčkem na pražském parketu jsou akcie výrobce nealkoholických nápojů Kofola. Debut si odbyly 2. prosince, upisovací cena činila 510 Kč za kus. Za necelé tři týdny pak akcie ztratily téměř čtyři procenta. Ohledně budoucího vývoje jsme optimisti, když předpokládáme, že nové akvizice ve Slovinsku a na Slovensku přinesou i díky synergetickým efektům další zlepšení celkové ziskovosti.

Vývoj českých akcií v letošním roce



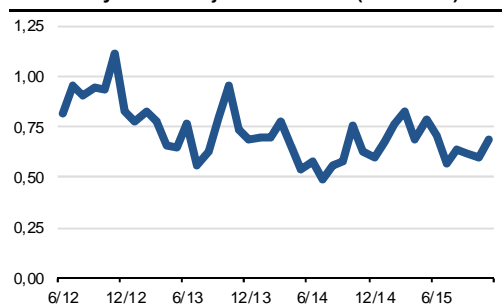
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg. Data k 17.12.2015

Obchodní aktivita na pražské burze se letos zlepšuje.

Obchodní aktivita na pražské burze se letos zlepšuje. Průměrný objem obchodů

za 11 měsíců roku 2015 byl 9 % nad průměrem ve stejném období loňského roku. Připomeňme, že rok 2014 byl již sedmým v řadě, kdy klesla obchodní aktivita. Tento dlouhodobý pokles by tak letos mohl skončit. Obchodování na domácím trhu nadále dominuje několik největších emisí, když podíl ČEZ dosahuje 36 %, KB 32 %, Erste Bank 14 % a O2 ČR 9 %. V rámci této struktury opět vzrostl podíl akcií Komerční banky na úkor Erste a O2.

Průměrný denní objem obchodů (mld.CZK)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, BCPP

Miroslav Frayer
+420 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz

Výhled globální ekonomiky

Spojené státy americké: na cestě k normalizaci

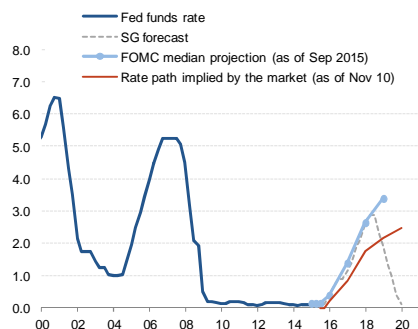
Hlavním tahounem růstu ve Spojených státech by měla být spotřeba domácností.

Ekonomika Spojených států se blíží k významnému milníku. Míra nezaměstnanosti v říjnu poklesla na 5 %, což je úroveň, která je považována za míru nezaměstnanosti zrychlující inflaci (NAIRU). Dosažení tohoto bodu je zpravidla spojeno s výrazným růstem mezd. Příjmy domácností v roce 2015 stouply o 4,2 %, jednotkové mzdové náklady již rostou 2% tempem, přičemž utahující se situace na trhu práce bude vytvářet další tlak na růst mezd. To by mělo ještě více podpořit spotřebu domácností a investice do oblasti nemovitostí (tyto dvě položky dohromady tvoří 75 % HDP). Reálná spotřeba by v roce 2016 měla podle SG vzrůst o více než 2,5 %. Vliv externích faktorů, které brzdily růst (nižší ceny energií, silný dolar), by měl příští rok oslabit. Podle ekonomů SG by měl pokles investic v oblasti energetického sektoru, který je důsledkem nižších cen komodit, zredukovat růst HDP v roce 2016 o 0,2 % (po 0,5 % v roce 2015). I negativní dopady silného dolaru na zahraniční obchod by měly být příští rok menší. Z těchto důvodů ekonomové SG očekávají, že si americká ekonomika v roce 2016 polepší o 2,8 % po předpokládaných 2,5 % v letošním roce. Inflace by měla podle odhadů SG na počátku roku 2016 překročit 1,0 %, přičemž v průběhu roku by se měla posunout směrem ke 3,0 %.

Příští rok ekonomové SG očekávají trojí zvýšení úrokových sazeb.

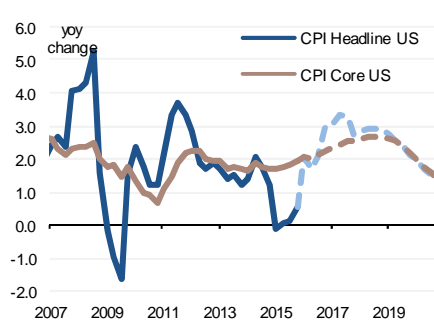
Návrat měnové politiky k "normálu" by tedy měl příští rok zrychlit. Ekonomové SG předpokládají trojí zvýšení úrokových sazeb v roce 2016, přičemž v roce 2017 by mělo být tempo zvyšování úrokových sazeb ještě rychlejší. Klíčová úroková sazba by měla dosáhnout svého maxima v roce 2018 na úrovni 2,875 %. Pokud jde o normalizaci bilance americké centrální banky, ekonomové SG předpokládají, že k omezování reinvestic aktiv Fed přistoupí na počátku roku 2017.

USA: vývoj klíčové úrokové sazby (%)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

USA: inflace (% , y/y)



Eurozóna: další snížení úrokových sazeb již v březnu

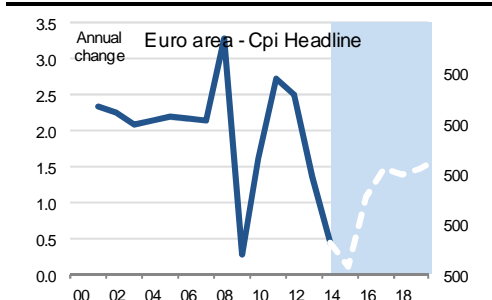
Inflace od inflačního cíle ECB stále daleko.

Oživení v oblasti eurozóny je taženo především soukromou spotřebou. Ta je podporována klesající nezaměstnaností, pozvolným růstem mezd, nízkou inflací a koncem fiskální konsolidace. Investice stále zaostávají, přičemž čisté exporty přispívají k růstu HDP díky slabšímu euru. Odhad růstu HDP pro letošní rok ekonomové SG revidovali o dvě desetiny směrem nahoru (ze 1,3 % na 1,5 %) především v důsledku statistických revizí. Příští rok očekávají růst HDP o 1,6 %, tedy 0,5 % nad růstem potenciálního produktu (1,1 %). Inflace v eurozóně se v říjnu vrátila do kladného teritoria. Podle ekonomů SG by příští rok měla dosáhnout 1,1 %. Odhad je založen na předpokladu, že kurz eura vůči dolaru oslabí na jaře příštího roku na paritu, takže bazický efekt vyplývající z cen ropy v eurovém vyjádření bude inflaci tlačit směrem nahoru. Inflace v období let 2017 – 2020 by se podle ekonomů SG měla v průměru pohybovat okolo 1,5 %, tedy stále významně pod inflačním cílem ECB.

ECB pravděpodobně dále sníží úrokové sazby a prodlouží program kvantitativního uvolňování.

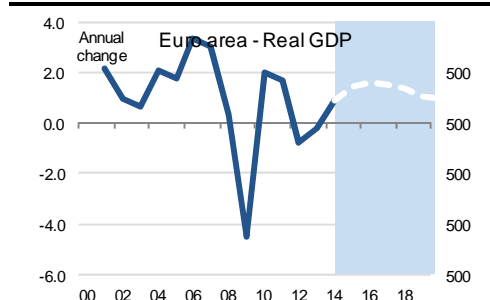
Aby se přiblížila inflačnímu cíli, přišla Evropská centrální banka v prosinci s dalším balíčkem opatření. Depozitní sazbu snížila o 10 bb na -0,3 %, program nákupu aktiv byl prodloužen minimálně do března 2017, do programu byly zařazeny i dluhopisy regionálních a municipálních vlád, přičemž bylo rozhodnuto, že maturující dluhopisy budou reinvestovány. Podle ekonomů SG však tato opatření nebudou stačit na to, aby se inflace vrátila k cíli ECB. Proto očekávají, že ECB sníží v březnu depozitní sazbu o dalších 10 bb, prodlouží program TLTRO o jeden rok a program nákupů aktiv protáhne do konce roku 2017.

Eurozóna: Inflace (% , y/y)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Eurozóna: HDP (%)



PBoC bude muset dále snížit povinné minimální rezervy.

Asie: Čína – další snížení PMR, Japonsko – 40% šance QQE

Čínská vláda bude muset volit mezi krátkodobým růstem ekonomiky a jeho dlouhodobou udržitelností. Podle ekonomů SG je vládní cíl růstu HDP na úrovni 6,5 % pro období let 2016-2020 poměrně ambiciózní, takže předpokládají, že tempo reformního procesu zpomalí. Tento rok by podle jejich odhadu měl HDP vzrůst o 6,9 %, přičemž příští rok pravděpodobně zpomalí na 6,0 %. Většinu zpomalení lze přičíst na vrub investicím, kde oživení brzdí přebytky kapacity ve zpracovatelském průmyslu. V důsledku převisu nabídky nad poptávkou a také strukturálně nízké poptávce v menších městech investice v oblasti nemovitostí ožívají jen velmi pomalu. Přestože by spotřeba domácností měla zůstat slušná a exporty růst, nebude to stačit na to, aby bylo dosaženo 6,5 – 7 % růstu. Obavy z dalšího oslabování RMB a odlivu kapitálu donutily čínskou centrální banku, aby na devizovém trhu intervenovala. To vedlo k poklesu devizových rezerv v období mezi Q3 14 a Q3 15 o 260 mld. USD. Devizové intervence budou v určitém rozsahu pravděpodobně pokračovat, takže centrální banka bude zřejmě dále snižovat míru povinných minimálních rezerv (PMR), aby vykompenzovala tlak na mezibankovní likviditu. Podle ekonomů SG bude 7denní reverzní repo sazba snížena na 1,25 % do konce roku 2016 a PMR o 300 bb (ze současných 17,5 %).

Pravděpodobnost implementace dalšího QQE v Japonsku poklesla.

Podle ekonomů SG pravděpodobnost zavedení dalšího programu kvantitativního a kvalitativního uvolňování (QQE) v Japonsku poklesla na 40 %. V říjnu japonská centrální banka žádný další program QQE neimplementovala, neboť věří, že inflační cíle může být dosaženo. Rizikem je, že nejistota spojená s globálním vývojem může poškodit podnikatelskou důvěru, což by vedlo k nižšímu růstu mezd. V takovém případě by další QQE program mohl pomoci. Ekonomové SG nicméně tomuto scénáři dávají pouze 40% šanci.

Jana Steckerová
+420 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

Výhled pro akciové trhy

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

Náš výhled pro akciové trhy je založen na předpovědích Société Générale (analýza *Multi Asset Portfolio – US assets tired. Buy into oil and selected EM assets* zveřejněná 1. prosince). **Société Générale ponechala balancovaný přístup, když nadále doporučuje 50% váhu globálních akcií v portfoliu.** SG věří, že zvýšení úrokových sazeb v USA přinese na trhy úlevu a potvrzení důvěry v sílu americké ekonomiky. Z ostatních tříd aktiv SG zvýšila váhu komodit z 5 % na 8 % na úkor korporátních dluhopisů, které nyní doporučuje *podvážit*. SG preferuje energetické a zemědělské komodity oproti základním a drahým kovům.

SG preferuje evropské a některé asijské akcie oproti americkým.

Tabulka níže ukazuje prognózy pro globální akciové indexy. **SG očekává, že většina hlavních akciových trhů v roce 2016 výrazně poroste.** Z hlavních rozvinutých trhů **SG silně preferuje evropské akcie oproti americkým.** Zatímco americké indexy jsou z dlouhodobého pohledu relativně drahé, evropské burzy by měla nadále podporovat uvolněná měnová politika, slabé euro, oživení ekonomiky eurozóny a v některých zemích také implementace reforem (Francie, Itálie).

V rámci Asie SG pro příští rok místo čínských akcií více věří japonským nebo indickým indexům. Akcie japonských firem by měly těžit ze zlepšující se ziskovosti, která má prostor pro růst mimo jiné díky relativně nízkému zadlužení. V dlouhodobém horizontu má SG pro čínské akcie nadále pozitivní výhled (zejména pro ty obchodované v Hong Kongu), v nejbližší době ale nečeká pokračování jejich podzimního růstu.

Náš výhled pro český akciový trh je pozitivní.

Očekáváme, že pražská burza by mohla v ročním horizontu dosáhnout dvouciferného růstu. Používáme přístup na základě ocenění jednotlivých firem, protože index PX se skládá z pouhých 13 akciových titulů, přičemž čtyři největší z nich mají dohromady přibližně 75% váhu v tržním indexu. Z nejobchodovanějších akcií aktivně pokrýváme (včetně SG) osm titulů. Pro ocenění ostatních společností používáme jako odhad v jednom přístupu současnou tržní cenu akcie, ve druhém pak konsensus trhu. Zprůměrováním těchto odhadů pak dostáváme potenciální růst do konce roku 2016 o zhruba 17 %.

Cíle SG a KB pro akciové indexy

Index	Aktuálně 15.12.	3.16 odhad	6.16 odhad	9.16 odhad	12.16 odhad	změna konec 16'
S&P 500 (USA)	2 022	2 100	2 050	1 950	2 050	1
DJ Stoxx 600 (Evropa)	357	395	405	410	425	19
FTSE 100 (V.Británie)	5 981	6 600	6 600	6 700	7 000	17
CAC 40 (Francie)	4 583	5 250	5 600	5 700	6 000	31
DAX 30 (Německo)	10 377	11 300	11 250	11 500	12 000	16
FTSE MIB (Itálie)	21 104	24 000	26 000	26 500	28 000	33
IBEX 35 (Španělsko)	9 656	10 500	11 000	11 250	11 500	19
Nikkei 225 (Japonsko)	18 566	20 000	20 800	21 000	22 000	18
HSCEI (Čína)	9 344	9 800	9 800	10 000	10 200	9
ASX 200 (Austrálie)	4 910	5 200	5 100	5 200	5 300	8
KOSPI (Jižní Korea)	1 933	1 990	2 000	2 050	2 100	9
TAIEX (Taiwan)	8 073	8 300	8 400	8 700	9 200	14
PX (KB/SG, tržní ceny)	927	970	970	1 000	1 040	12
PX (KB/SG, konsensus)	927	990	1 000	1 060	1 120	21

Zdroj: SG Cross Asset Research (Multi Asset Portfolio ze 30. listopadu 2015); Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

SG předpovídá zotavení akcií ropných společností.

Mezi preferovaná odvětví analytiků SG patří:

- **Sektory těžící z oživení ekonomiky v eurozóně**, a to zejména stavebnictví, doprava a bankovníctví.
- **Pojišťovny**, kterým prospívá růst úrokových sazeb.

- **Farmaceutické tituly**, které podporuje silný dolar a vysoká aktivita na poli fúzí a akvizic.
- **Tabákové firmy** díky jejich vysokému dividendovému výnosu.
- A nově také **ropné společnosti**, protože během roku 2016 předpovídá SG značný růst cen černého zlata, což by mělo ropným firmám umožnit pokrýt z vlastního cash flow vysoké dividendy.

Mezi nejméně preferované sektory SG nově patří telekomunikace.

Mezi nejméně preferované sektory naopak patří:

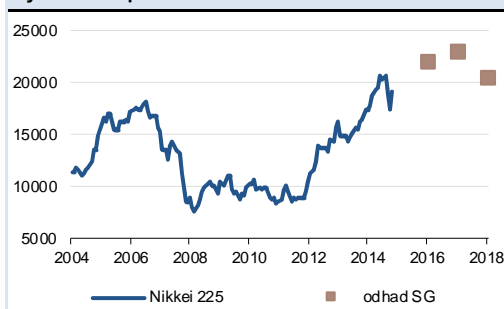
- **Akcie síťových** odvětví, protože elektrárenské firmy sráží nízké ceny elektřiny a negativní trend v jejich ziskovosti.
- **Výrobci nápojů**, kterým neprospívají slabé měny v rozvíjejících se zemích a kvůli vysokému zadlužení také očekávání růstu úrokových sazeb.
- **Průmyslové firmy** s velkou expozicí na rozvíjející se země.
- A nově také **telekomunikační společnosti**, které patří mezi nejvíce zadlužené a jejichž ocenění již není atraktivní.

BOX: Býčí akciový trh ještě nekončí

Současný americký hospodářský cyklus patří mezi nejdelší v poválečné historii. Podle oficiální statistik začal v polovině roku 2009 a trvá již 76 měsíců, což podstatně převyšuje dlouhodobý průměr na úrovni 60 měsíců. Nejdelší poválečný cyklus ovšem trval rovných 10 let, a proto rozhodně není vyloučeno relativně dlouhé pokračování současného růstu americké ekonomiky. **Podle prognóz Société Générale by mohl současný hospodářský cyklus skončit až v H2 2018.**

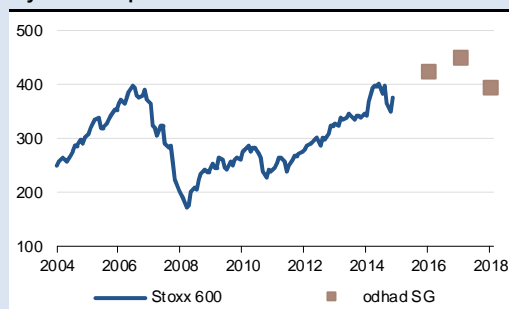
Vrchol akciových trhů prakticky vždy nastává ještě před ukončením hospodářského cyklu, v minulosti to bylo v průměru o 10 měsíců dříve. **Býčí trh by tak na akciových burzách mohl pokračovat přibližně do druhé poloviny roku 2017**, přičemž SG preferuje evropské a některé asijské akcie. Plošný pokles akciových trhů pak očekáváme až pro rok 2018, jak ukazují grafy níže. Po skončení býčího trhu akcie v průměru nacházejí své dno přibližně za 1,5 roku.

Výhled SG pro index Nikkei 225



Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research

Výhled SG pro index Stoxx 600



V roce 2016 by se na pražské burze mohlo dařit akciím ČEZ i finančním titulům.

Mezi nejatraktivnější tituly na pražské burze nyní podle našeho názoru patří akcie ČEZ. Ačkoliv snižující se ceny elektřiny zhoršují výhled pro zisky, tak ČEZ by měl být v následujících letech díky nižším investičním výdajům schopný generovat vysoký volný cash flow a nabízet atraktivní až 9% dividendový výnos. Nákupní doporučení máme mimo jiné také pro akcie Pegas Nonwovens. Z ostatních emisí na BCPP by mohly vzrůst i finanční tituly, když cílové ceny SG i tržního konsensu předpovídají zajímavé zisky.

Nadále doporučujeme prodat akcie NWR.

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

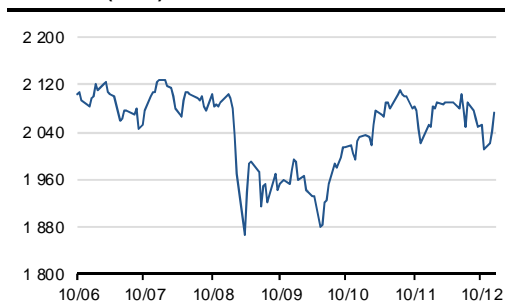
Josef Němý, CFA
+420 222 008 560
josef_nemy@kb.cz

Očekávané korporátní události v nadcházejících měsících*

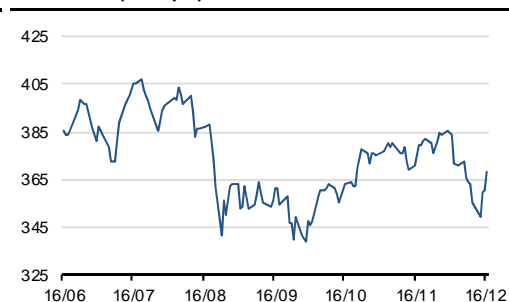
Datum	Společnost	Událost
25. ledna	O2 Czech Republic	Výsledky hospodaření za Q4 2015
26. ledna	Vienna Insurance Group	Nekonsolidované předepsané pojistné za rok 2015
28. ledna	Unipetrol	Výsledky hospodaření za Q4 2015
11. února	Komerční banka	Výsledky hospodaření za Q4 2015
26. února	Erste Group Bank	Výsledky hospodaření za Q4 2015
8. března	ČEZ	Výsledky hospodaření za Q4 2015
10. března	Stock Spirits	Výsledky hospodaření za rok 2015

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

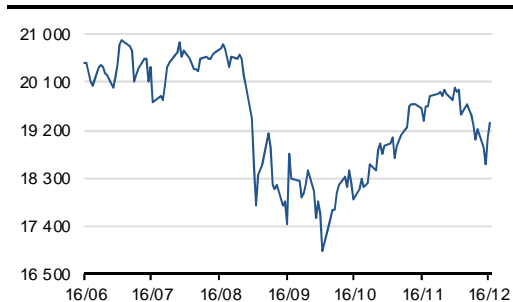
Zahraniční trhy

S&P 500 (USA)

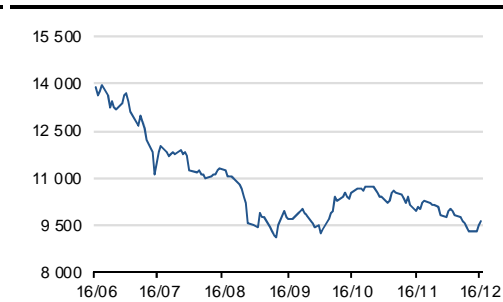
Zdroj: Bloomberg

Stoxx600 (Evropa)

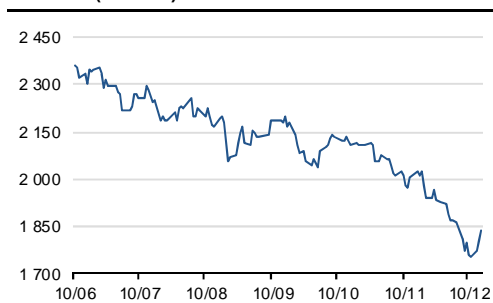
Zdroj: Bloomberg

Nikkei 225 (Japonsko)

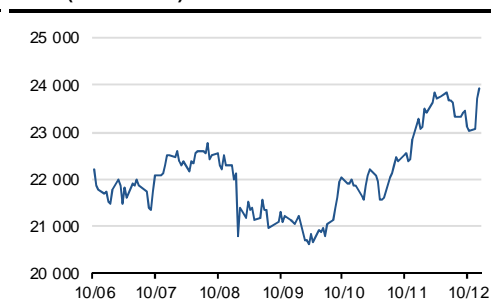
Zdroj: Bloomberg

HSCEI (Čína)

Zdroj: Bloomberg

WIG 20 (Polsko)

Zdroj: Bloomberg

BUX (Maďarsko)

Zdroj: Bloomberg

Utility
ČEZ

Firma snížila svůj celoroční cíl EBITDA více, než se čekalo

Koupit

Cena 17.12.15 **419,8 CZK**
 12m cíl **608 CZK**
 Pot. růst ceny **44,8%**
 Dividenda **40 CZK**
 Celkový výnos **54,4%**

Sektorové doporučení

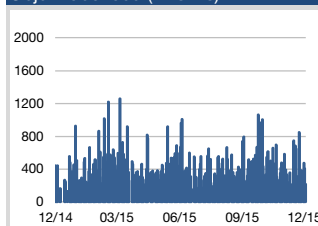
Snížit váhu

Typ investice

Expozice vůči cenám komodit ✓
 Vysoký dividendový výnos ✓

Roční vývoj ceny akcí

Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)

Zdroj: Bloomberg

Data o akcii

RIC	CEZsp.PR	Bloom	CEZ CP
52týdenní rozmezí		419,8	- 683,2
Tržní kap. (CZK mld.)		225,8	
Tržní kap. (EUR mld.)		8,4	
Volné obchod. (%)		30	
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	-9,7	-19,9	-29,7
Relativně k PX	-5,2	-13,2	-29,0

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=12886>
<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=13033>

Výsledky ČEZ za Q3

mld. Kč	Q3 14	Q3 15	změna	odhad KB	konsensus*
Tržby	45,31	47,71	5,3%	45,14	45,55
EBITDA	14,83	12,82	-13,5%	13,88	13,45
Provozní zisk	4,73	3,32	-29,7%	6,74	6,17
Čistý zisk	2,54	1,29	-49,4%	4,65	3,56

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *průměrný odhad v průzkumu agentury Reuters

Výsledek: ČEZ zveřejnil 10. listopadu výsledky hospodaření za Q3 15, které **byly v hlavních položkách pod očekáváním**. Čistý zisk se propadl kvůli horší provozní výkonnosti a zejména z důvodu nečekaného odpisu majetku za 2,4 mld. Kč. Za prvních devět měsíců letošního roku stouply konsolidované tržby ČEZ o 2 % y/y, EBITDA však meziročně klesla o 12 % na 48,4 mld. Kč a očištěný čistý zisk dokonce o 23 % na 18,6 mld. Kč.

Hlavní trendy a překvapení: 1) Kvartální tržby překonaly všechny odhady na trhu, marže EBITDA však zklamala, když překvapivě vysoký byl růst nákladů na nákup elektřiny a ostatních provozních výdajů. 2) Nečekaný odpis majetku se skládá z odpisů ve výrobním segmentu ve střední Evropě (1,3 mld. Kč), výroby v jihovýchodní Evropě (0,6 mld. Kč) a distribuce v jihovýchodní Evropě (0,4 mld. Kč). 3) ČEZ snížil letošní plán výroby elektřiny v ČR o 9 % na 57,2 TWh. Snížení očekávané produkce v jaderných elektrárnách z 30,8 TWh na 27 TWh jsme víceméně očekávali, překvapilo nás však snížení plánované výroby v uhelných elektrárnách z 29,2 TWh na 27,2 TWh.

Potenciální dopad na předpovědi: Spolu s výsledky za Q3 15 **ČEZ oznámil snížení předpovědi letošní EBITDA ze 68 mld. Kč na 64 mld. Kč**, za čímž stály prodloužené odstávky jaderných elektráren i horší výroba uhelných elektráren. Rozsah poklesu celoročního cíle byla negativním překvapením; čekali jsme pokles na 66-67 mld. Kč, zatímco tržní konsensus byl nastaven na 66,5 mld. Kč (průměrný odhad v průzkumu Reuters). **Výhled pro očištěný čistý zisk ovšem zůstal nezměněn na 27 mld. Kč** díky vrácení části darovací daně na emisní povolenky, což bylo oznámeno na konci října. Vzhledem k ponechání výhledu zisku nadále vidíme jako pravděpodobné zachování dividendy na její poslední úrovni 40 Kč na akcii.

Potenciální dopad na cenu akcií a naše doporučení: Naši roční cílovou cenu založenou na modelu diskontovaných cash flow bychom mohli snížit nejen v reakci na výsledky za Q3, ale i z důvodu zhoršení prognóz Sociétés Générale pro ceny elektřiny z konce listopadu. V tuto chvíli však **ponecháváme náš pozitivní výhled pro akcie ČEZ, protože by je měl podporovat vysoký očekávaný dividendový výnos** (odhadujeme přes 9 %), který je dostatečně pokryt tvorbou hotovosti. ČEZ uvedl v prosincové prezentaci pro investory, že volný cash flow v letech 2015-19 průměrně dosáhne 22 mld. Kč, tj. asi 40 Kč na akcii.

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

Očekávané události: Výsledky hospodaření ČEZ za Q4 a celý rok 2015 by měly být zveřejněny 8.března 2016.



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

Média

CME

Výsledky hospodaření za Q3 15 zaostaly mírně za očekáváním

Držet

Cena 17.12.15	2,70 USD
	65,0 CZK
12m cíl	2,5 USD
	65 CZK
Pot. růst ceny	-7,4%
Dividenda	0,0 USD
	0,0 CZK
Celkový výnos	-7,4%

Sektorové doporučení

Neutrální

Typ investice

Cyklické odvětví

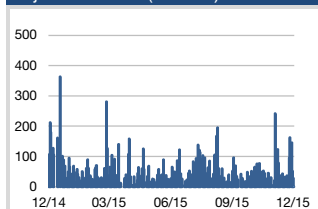


Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC CETVsp.PR	Bloom	CETV CP
52týdenní rozmezí	43 - 73,8	
Tržní kap. (CZK mld.)	8,8	
Tržní kap. (EUR mil.)	367	
Volně obchod. (%)	44	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	30,0	20,4 6,0
Relativně k PX	36,5	30,4 7,0

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=12769>
<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=12991>

Výsledky CME za Q3 15

mil. USD	Q3 14	Q3 15	změna	odhad KB	konsensus
Tržby	131,1	117,3	-10%	118,1	118,4
OIBDA	2,9	8,4	184%	6,9	12,2
Provozní zisk	-8,0	28,9	n.m.	27,0	27,0
Čistý zisk	-52,1	-21,5	n.m.	-15,2	-15,0

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

Výsledky hospodaření: Provozní zisk za Q3 15 byl nepatrně lepší ve srovnání s konsensem, zatímco zklamáním byly tržby, OIBDA i výše čisté ztráty. Nicméně se potvrdily očekávané trendy, že tržby srazí silný dolar, OIBDA vzroste díky úsporám nákladů a provozní i čistý zisk ovlivní velký jednorázový příjem z rozpuštění opravných položek k daňovému auditu v Rumunsku.

Faktory a trendy: (1) Na vývoji tržeb je nadále patrný výrazný dopad posilování amerického dolaru. Kvůli tomu celkové tržby klesly ve třetím čtvrtletí meziročně o 10,5 %, zatímco při stabilních kurzech by CME zaznamenalo nárůst o 5,2 %. (2) Konsolidovaná OIBDA dosáhla 8,4 mil. USD a téměř se tak ztrojnásobila oproti Q3 2014. Na klíčovém českém trhu OIBDA marže meziročně vzrostla, přestože se nacházela mírně za našimi odhady. Očekávání pak vesměs naplnila provozní ziskovost v Rumunsku, milým překvapením byl slovenský trh, kde OIBDA skončila v plusu oproti námi očekávané provozní ztrátě. (3) CME již při prezentaci výsledků za druhý kvartál avizovalo rozpuštění opravných položek vytvořených k daňovému auditu v Rumunsku. Provozní zisk tak byl pozitivně ovlivněn jednorázovou položkou ve výši 30,2 mil. USD. (4) Společnost uzavřela dohodu se svým majoritním vlastníkem Time Warner ohledně garance seniorního nezajištěného dluhu ve výši 235,34 mil. EUR. Tento nový dluh CME bude úročen 3M sazbou Euribor + 1,07 až 1,90 % v závislosti na kreditním ratingu Time Warner a splatný bude 1. listopadu 2019. CME bude zároveň Time Warner platit poplatek za garanci ve výši rozdílu mezi 8,5 % a placeným úrokem z dluhu. Ten bude splatný pololetně, a to buď v hotovosti nebo bude kapitalizován. CME má zároveň možnost úvěr od 1. června 2016 částečně nebo zcela předčasně splatit. Získané prostředky byly použity na splacení konvertibilních dluhopisů s kupónem 5 %, které maturovaly 15. listopadu 2015.

Dopad na předpovědi: Management CME k výhledu společnosti nic neuvedl. Minulý kvartál zvýšil odhadovaný letošní růst OIBDA na 45-55 % a volný cash flow by i při současných méně výhodných měnových kurzech měl dosáhnout 45-55 mil. USD (od začátku roku činí 52,9 mil. USD). OIBDA za prvních devět měsíců dosáhla 66,6 mil. USD, což je o zhruba 1,4 mil. USD více, než činilo naše očekávání. Naš celoroční odhad ukazuje na cca 120-125 mil. USD, což by znamenalo solidní růst oproti loňským 95 mil. USD.

Rizika: Opětovné zpomalení hospodářského růstu a pokračující posilování amerického dolaru považujeme za největší rizika pro naše ocenění.

Očekávané události: Výsledky hospodaření za Q4 15 by mohly být oznámeny na přelomu února a března příštího roku.



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

Sportovní sázky

Fortuna

Výsledky za Q3 výrazně předčily očekávání, firma však nezměnila svůj celoroční výhled

Koupit

Cena 17.12.15	78,7 CZK
12m cíl	79 CZK
Pot. růst ceny	0,4%
Dividenda	0,04 EUR 1,1 CZK
Celkový výnos	1,8%

Sektorové doporučení

Není doporučeno

Typ investice

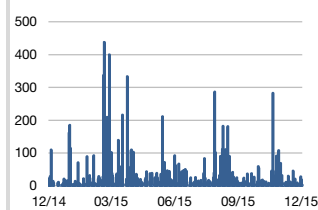
Defenzivní ✓

Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC FOREsp.PR	Bloom FOREG CP
52týdenní rozmezí	56 - 131,8
Tržní kap. (CZK mld.)	4,1
Tržní kap. (EUR mil.)	151
Volné obchod. (%)	33
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	-6,6 15,7 -34,9
Relativně k PX	-1,9 25,3 -34,3

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=12826>
<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=13016>

Výsledky Fortuny

mil. EUR	Q3 14	Q3 15	změna	odhad KB	konsensus
přijaté sázky	158,4	203,2	28%	194,5	197,7
hrubé výhry	31,3	37,9	21%	34,0	34,0
EBITDA	6,9	8,7	26%	6,2	6,2

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Fortuna, konsensus z průzkumu Reuters

Výsledky: Společnost Fortuna zveřejnila 5. listopadu částečné výsledky za Q3 15, které **výrazně překonaly naše odhady i konsensus trhu**. Firma přesto nezměnila svůj výhled celoroční EBITDA. Připomeňme, že Fortuna za třetí čtvrtletí nezveřejňuje některé konsolidované údaje jako např. čistý zisk.

Hlavní trendy: 1) Přijaté sázky v segmentu sportovního sázení nadále ve všech zemích rostou, a to zejména díky rozmachu sázení přes internet a mobilní telefony. 2) Hrubé výhry za třetí kvartál značně zrychlily růst (+21 % y/y oproti +2 % y/y v prvním pololetí) díky nadprůměrným maržím ze sportovního sázení. 3) Český loterijní segment zaznamenal v Q3 15 oproti předchozím kvartálům zlepšení v oblasti přijatých sázek i hrubých výher, když rostly jak stírací losy, tak číselné hry. Loterijní EBITDA ovšem byla tentokrát ve srovnání s výsledky během letošního prvního pololetí výrazně nižší.

Dopad na předpovědi: Navzdory vynikajícím výsledkům za třetí čtvrtletí ponechal management Fortuny beze změny výhled pro celoroční EBITDA, která by po očistění o mimořádné položky měla klesnout o 25-30 %. Hlavními důvody poklesu zůstávají dopady zrušení manipulačního poplatku na Slovensku a další investice do nových produktů. Výhled Fortuny pro letošní přijaté sázky rovněž zůstal nezměněn na úrovni 790 mil. EUR. **Ve světle posledních výsledků vnímáme letošní výhled jako velmi konzervativní, a proto pravděpodobně zvýšíme naše celoroční odhady** (v poslední analýze jsme předpovídali pokles očištěné EBITDA o 28,5 %). Výhled managementu totiž naznačuje EBITDA za Q4 15 pouze v pásmu 1,8-3,1 mil. EUR, což by znamenalo jednoznačně nejhorší čtvrtý kvartál od uvedení na burzu v roce 2010.

Potenciální dopad na cílovou cenu a doporučení: 28. srpna jsme doporučili koupit akcie Fortuny s cílovou cenou 79 CZK za kus. Akcie od té doby vzrostly již o více než 30 %. **Naši cílovou cenu bychom mohli zvýšit** jednak v reakci na silné kvartální výsledky, ale i z toho důvodu, že růst zdanění hazardu v ČR by mohl být menší, než jsme předpokládali v naší poslední analýze (od roku 2017 jsme odhadovali růst daňové sazby pro kurzové sázky z 20 % na 25 %, sazba by ale nakonec měla vzrůst jen na 23 %).

Hlavní rizika proti našemu doporučení: Případný růst zdanění hazardu nad rámec současných očekávání, nejistota ohledně výše investičních výdajů a případná neochota vedení společnosti opětovně zavést zajímavou dividendovou politiku.

Očekávané události: Kompletní výsledky hospodaření za celý rok 2015 by mohly být oznámeny na začátku března 2016.



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

Těžební průmysl

NWR

Potvrdili jsme doporučení „prodat“ bez stanovení cílové ceny

Prodat

Cena 17.12.15 **0,10 CZK**
 12m cíl **- CZK**
 Pot. růst ceny **-**
 Dividenda **0 EUR**
 Celkový výnos **-**

Sektorové doporučení

Neutrální

Typ investice

Cyklické odvětví

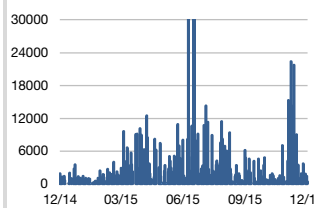


Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC	NWRsp.PR	Bloom	NWR CP
52týdenní rozmezí	0,09	-	0,5
Tržní kap. (CZK mld.)	0,8		
Tržní kap. (EUR mil.)	30		
Volně obchod. (%)	36		
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	-41,2	-47,4	-77,3
Relativně k PX	-38,2	-43,0	-77,1

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=13136>
<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=13065>

Výsledky NWR za Q315

mil. EUR	Q3 14	Q3 15	změna	odhad KB
Tržby	157,7	159,1	1%	159,6
EBITDA	-15,3	-6,2	n.m.	9,2
provozní zisk	-36,3	-18,0	n.m.	-1,2
čistý zisk	-71,2	-29,1	n.m.	-7,9

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, NWR

Čtvrtletní výsledky: Společnost NWR zveřejnila 19. listopadu výsledky svého hospodaření za Q3 15, které **sice přinesly meziroční zlepšení ziskovosti, ta však výrazně zaostala za našimi odhady.** Za prvních devět měsíců letošního roku klesly tržby meziročně o 12 % na 445 mil. EUR a firma byla v EBITDA ztrátě ve výši 4 mil. EUR (oproti zisku 4 mil. EUR před rokem). Celková čistá ztráta od začátku roku činí 16 mil. EUR.

Očekáváme, že NWR zůstane ztrátové i v následujících letech. Prodejní ceny uhlí by totiž na základě našich prognóz měly zůstat nízké a dokonce ještě mírně klesat. Kvůli nízkému objemu ekonomicky vytěžitelných uhelných rezerv se bude snižovat také objem produkce i prodeje uhlí. V prostředí klesajících tržeb je pro NWR jako firmu s velkým podílem fixních nákladů téměř nemožné zlepšit ziskovost. Podle našich prognóz je nereálné, aby NWR uhradilo své dluhy splatné v roce 2020.

Podle našich prognóz by NWR došly peníze nejpozději v roce 2017. Pro pokrytí provozních ztrát, úroků, investic a splátek dluhu by v následujících dvou letech musela firma použít nejen veškerou hotovost, ale i zpeněžit téměř všechny zásoby a pohledávky, což není reálné. Odhadujeme, že k úplnému vyčerpání hotovosti by mohlo dojít přibližně v polovině roku 2017.

Věříme, že management zahájí kroky směřující k likvidaci firmy již v prvním pololetí roku 2016. Tím by mohl management předejít situaci, kdy firma nebude mít dostatek hotovosti i na běžné výdaje. Objem hotovosti by totiž mohl klesnout na kritické úrovni už v říjnu 2016, kdy má firma splatit úvěr ve výši 35 mil. EUR, jehož refinancování vnímáme jako spíše nepravděpodobné.

Naše doporučení: 11. prosince jsme potvrdili doporučení „prodat“ akcie NWR, které máme nepřetržitě v platnosti již téměř dva roky. **Cílovou cenu nestanovujeme.** Pokud se potvrdí naše prognózy, bude cena akcií směřovat až k nule. Prakticky nulovou hodnotu akcií NWR naznačují i naše hlavní oceňovací metody.

Hlavní rizika proti našemu doporučení spatřujeme v případném prudkém růstu globálních cen koksovateľného uhlí nebo v nečekaně velkém snížení těžebních nákladů. Pozitivní dopad na cenu akcií by mohlo mít také získání nového kapitálu.

Očekávané události: Během ledna by NWR mohlo informovat o nastavení prodejních cen pro rok 2016. Výsledky hospodaření za Q4 a celý rok 2015 by měly být zveřejněny v únoru.



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

Telekomunikace

O2 Czech Republic

Kvartální výsledky byly opět silné, akcie jsme doporučili koupit s cílovou cenou 251 Kč

Koupit

Cena 17.12.15 **242,5 CZK**
 12m cíl **251 CZK**
 Pot. růst ceny **3,5%**
 Dividenda **17 CZK**
 Celkový výnos **10,5%**

Sektorové doporučení

Snížit váhu

Typ investice

Vysoký dividendový výnos

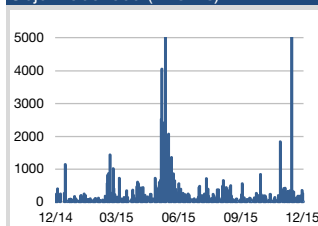


Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC	SPTTsp.PR	Bloom	TELEC CP
52týdenní rozmezí	49,4	-	265,9
Tržní kap. (CZK mld.)	75,2	-	-
Tržní kap. (EUR mil.)	2782	-	-
Volné obchod. (%)	28	-	-
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	-2,4	6,8	211
Relativně k PX	2,5	15,7	214

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=13040>
<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=12969>

Výsledky O2

mld. CZK	Q3 14	Q3 15	změna	odhad KB	konsensus
Tržby	9,36	9,33	-0,3%	9,31	9,31
EBITDA	2,16	2,69	24,8%	2,54	2,50
provozní zisk	1,28	1,79	39,6%	1,74	1,66
čistý zisk	0,99	1,40	40,9%	1,33	1,29

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

Výsledek: Společnost O2 Czech Republic zveřejnila 19. října výsledky svého hospodaření za Q3 15, které **mírně překonaly odhady na úrovni provozního i čistého zisku**. Za prvních devět měsíců letošního roku stoupla EBITDA o 29,7 % y/y na 7,52 mld. CZK a čistý zisk dokonce o 49 % y/y na 3,73 mld. CZK.

Hlavní trendy: 1) Konsolidované tržby v souladu s odhady nepatrně poklesly, když pokles výnosů fixního segmentu (v Q3 15 meziročně o 4,2 %) kompenzoval růst na Slovensku. Z jednotlivých položek nás pozitivně překvapily kvartální výnosy z ICT služeb (+10% y/y), za našimi odhady naopak zaostaly celkové mobilní výnosy v ČR. 2) Opět potěšil výrazný pokles provozních nákladů (-7,2 % y/y), díky němuž byla ziskovost firmy nad očekáváním. Oproti našim předpokladům se firmě tentokrát povedlo ušetřit zejména v oblasti nákladů na prodej (např. nákup mobilního hardwaru), zatímco osobní náklady nečekaně vzrostly o 8 % y/y. To však kompenzovaly úspory v položce nákladů na údržbu sítí.

Výhled hospodaření a dividendová politika: Management O2 za celý letošní rok očekává EBITDA na úrovni 9,9 až 10,2 mld. CZK a čistý zisk v rozmezí 4,85 až 5,2 mld. CZK. Naše aktuální odhady jsou v blízkosti horní hrany předpovědí managementu. O2 rovněž oznámilo plán vyplátit 90 až 110 % čistého zisku, přičemž podle O2 je takový dividendový výplatní poměr udržitelný. My **očekáváme dividendu z letošního zisku ve výši 17 CZK na akcii**, tj. dividendový výnos téměř 7 %. Vzhledem k novému cíli O2 pro míru zadlužení (poměr čistý dluh/EBITDA až do výše 1,5x) navíc vidíme ve střednědobém horizontu značný prostor pro výplatu mimořádné dividendy (v poslední analýze jsme odhadli 22 CZK na akcii).

Zpětný odkup akcií: V lednu 2016 plánuje O2 spustit pětiletý program zpětného odkupu akcií **do výše 8 mld. CZK nebo 10 % celkového objemu akcií**, což již schválila valná hromada. Zpětný odkup by představoval zhruba dvě třetiny současného free floatu, a proto podle našeho názoru lze očekávat významné zapojení PPF. Ta navíc prohlásila, že nemá zájem zvyšovat svůj efektivní vlastnický podíl v O2.

Cílová cena a doporučení: **12. listopadu jsme doporučili koupit akcie O2 s cílovou cenou 251 Kč za kus.** Naše doporučení zřejmě budeme aktualizovat po zveřejnění celoročních výsledků, protože cena akcií na trhu již dosáhla naší cílové ceny.

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

Očekávané události: Výsledky hospodaření za Q4 a celý rok 2015 budou oznámeny 25. ledna 2016.



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

| Textil |

Pegas Nonwovens

Akcie doporučujeme *Koupit* s cílovou cenou 800 Kč za kus

Koupit

Cena 17.12.15	748 CZK
12m cíl	800 CZK
Pot. růst ceny	7,0%
Dividenda	1,2 EUR
	31,2 CZK
Celkový výnos	11,2%

Sektorové doporučení

Neutrální

Typ investice

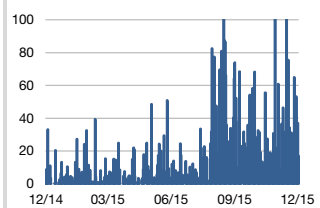
Vysoký dividendový výnos	✓
Nízká tržní kapitalizace	✓

Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akcii

RIC	PGSN.PR	Bloom	PEGAS CP
52týdenní rozmezí		626 - 966,9	
Tržní kap. (CZK mld.)		6,9	
Tržní kap. (EUR mil.)		255	
Volné obchod. (%)		99	
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	5,9	-16,9	19,3
Relativně k PX	11,2	-10,0	20,5

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza:

<http://trading.kb.cz/jbweb/analysisDetail.do?ID=13107>

Výsledky Pegasu za Q3 15

mil. EUR	Q3 14	Q3 15	yoy	Odhad KB	Konsensus
Tržby	60,37	58,00	-4%	55,32	56,00
EBITDA	11,91	8,20	-31%	8,89	9,90
Provozní zisk	8,16	4,20	-49%	5,06	6,00
Čistý zisk	8,93	0,50	-94%	2,87	3,20

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

Výsledky hospodaření Pegasu nenaplnily tržní ani naše očekávání, když kromě tržeb byly na všech hlavních ukazatelích údaje ve srovnání s konsensem nižší. Tržby ve třetím čtvrtletí meziročně klesly o 4,0 % na 58,0 mil. EUR, ukazatel EBITDA pak dosáhl 8,2 mil. EUR, což bylo o 31 % méně ve srovnání s třetím kvartálem loňského roku. Na hospodaření působily vývoj cen polymerů, kdy dopad přenosového mechanismu byl výrazně negativní, přecenění opčního plánu a nižší objem produkce z titulu pravidelných odstávek. Výše čistého zisku pak byla nepříznivě ovlivněna nerealizovanými kurzovými ztrátami a meziročně vyššími úrokovými náklady.

Investiční doporučení: Po zveřejnění výsledků za tři kvartály letošního roku, dosažení naší předchozí cílové ceny a pokračujícím propadu ceny akcií Pegasu jsme přistoupili k revizi naší analýzy. **Akcie Pegasu jsme 3. prosince nově doporučili k nákupu s cílovou cenou 800 Kč.** Naše cílová cena odpovídá 17,0násobku očekávaného letošního zisku a 9,6násobku odhadovaného zisku za dalších deset let. Oproti zářijové analýze jsme ale snížili cílovou cenu z předchozích 819 Kč. Na tomto necelém 2,5% poklesu se podepsaly nepatrně nižší odhady EBITDA a čistého zisku na celém horizontu naší predikce. Mírně se snížila návratnost vlastního kapitálu a zvýšila bezriziková úroková míra pro Egypt. Tyto faktory pak byly tlumeny naopak nižší bezrizikovou úrokovou mírou pro Českou republiku.

V posledním kvartálu letošního roku očekáváme výrazné zlepšení EBITDA díky pozitivnímu přenosu rostoucích cen polymerů v první polovině roku do cen koncovým zákazníkům. Příznivě by měl působit i návrat produkce nad 26 tis. tun a přecenění opčního programu. Očekáváme, že EBITDA dosáhne ve čtvrtém čtvrtletí rekordní úrovně 14,4 mil. EUR, čímž by pak za celý rok měla činit 44,1 mil. EUR. Tím by se nacházela na spodní hraně cíle vytyčeného managementem. Dlouhodobě by měla EBITDA růst v průměru o 6,5 %. Očekáváme postupně rostoucí dividendový výnos; dividendy z letošního zisku vyplácené v příštím roce odpovídá dividendovému výnosu 3,7 %, který je tak srovnatelný s průměrem největších konkurentů.

Oceňovací metoda: Pro ocenění společnosti používáme metodu **diskontovaných volných peněžních toků a metodu diskontovaných dividend**. Fair value společnosti jsme odhadli na 777 Kč/akcii a pro určení cílové ceny jsme ji upravili směrem nahoru díky parametru atraktivita společnosti, který byl však částečně kompenzován spekulativním potenciálem. Cílovou cenu 800 Kč jsme tak stanovili 3 % nad námi odhadovanou fair value.

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

Očekávané události: Celoroční výsledky hospodaření budou zřejmě zveřejněny v druhé polovině března příštího roku.



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

| Tabák |

Philip Morris ČR

Naše doporučení i cílovou cenu necháváme prozatím beze změny

Koupit

Cena 17.12.15	11778 CZK
12m cíl	11890 CZK
Pot. růst ceny	1,0%
Dividenda	1000 CZK
Celkový výnos	9,4%

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

Vysoký dividendový výnos

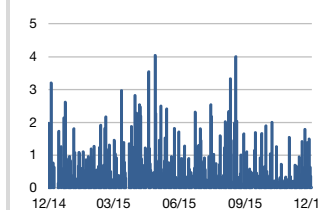


Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC	TABKsp.PR	Bloom	TABAK CP
52týdenní rozmezí	10251 - 12060		
Tržní kap. (CZK mld.)	32,3		
Tržní kap. (EUR mil.)	1196		
Volné obchod. (%)	22		
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	-1,0	4,3	14,3
Relativně k PX	4,0	13,0	15,4

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza:

<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=12834>

Výsledky PMČR za Q3 15

Miliony CZK	Q3 14	Q3 15	Změna v %
Tržby bez spotřební daně a DPH	3 833	2 939	-23,3
Hrubý zisk	1 442	1 462	1,4

Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Tržby společnosti bez zahrnutí spotřební daně a DPH ve třetím kvartále meziročně klesly o 23 % na 2,939 mld. CZK, což bylo způsobeno především změnou provozního modelu ve výrobě. Hrubý zisk zaznamenal nárůst o 1,4 % na 1,462 mld. CZK, když se na tomto výsledku pozitivně projevil vývoj cen v České republice a na Slovensku. Za tři kvartály letošního roku pak dosáhl úrovně 3,9 mld. CZK, což představuje nárůst o 6,2 %. Odbyt se na obou trzích ve třetím čtvrtletí meziročně zvýšil. Dodávky v České republice vzrostly o 2,2 % (za 9 měsíců o 1,9 %), na Slovensku to pak bylo +4,1 % (3,6 %). Trendy ve vývoji tržního podílu v obou zemích zůstávají stejné, tj. klesající podíl v České republice, naopak rostoucí na Slovensku. Za třetí kvartál tržní podíl v ČR dosáhl 45,8 %, což bylo 1,9 pb méně než vloni, na Slovensku pak vzrostl o 1,3 pb na 57,3 %.

Nová legislativa: Poslanecká sněmovna schválila zákon o zákazu kouření v restauračních zařízeních a barech, který by měl pravděpodobně platit od poloviny následujícího roku. Norma také zakazuje prodej cigaret v automatech a zavádí další opatření na omezení spotřeby tabáku. Zákon nyní musí schválit senát a podepsat prezident. Od nového roku by se ale měla kvůli úpravám spotřebních daní dále zvýšit cena krabičky cigaret o 3 až 4 koruny, v dalších dvou letech přijde zdražení o korunu až dvě.

Vývoj ceny akcií: Akcie v letošním roce přidaly více jak 9 %, společnost zároveň v květnu vyplátila dividendu ve výši 880 Kč. Ve vzestupu pokračovaly i po vydání naší zářijové analýzy, kde jsme doporučovali akcie nakupovat. Akcie již dosáhly námi stanovené cílové ceny a v současnosti se obchodují poblíž této úrovně. K revizi našeho doporučení i cílové ceny přistoupíme po zveřejnění celoročních výsledků. Prozatím je tak necháváme beze změny. Stejně tak držíme náš odhad dividendy z letošního zisku na úrovni 1 000 Kč na akcii.

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

Očekávané události: Hospodářské výsledky za rok 2015 společnost zřejmě zveřejní koncem března 2015.



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

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Ekonomové



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

Akciovní 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

Head of Research of 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

Akciovní analytik



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

SG GLOBAL ECONOMICS RESEARCH

Head of Global Economics



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

Euro area



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

North America



Brian Jones
(1) 212 278 69 55
brian.jones@sgcib.com

Asia Pacific



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



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



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



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



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



Hervé Amourda
(91) 80 2808 6779
herve.amourda@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 CROSS ASSET RESEARCH - FIXED INCOME & FOREX GROUPS

Global Head of Research



Patrick Legland
(33) 1 42 13 97 79
patrick.legland@sgcib.com

Head of Fixed Income & Forex Strategy



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

Fixed Income



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



Head of US Rates Strategy
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) 2076767580
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

Foreign Exchange



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



Sébastien Galy
(1) 212 278 7644
sebastien.galy@sgcib.com



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



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

Head of Emerging Markets Strategy



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



David Hok
(44) 20 7676 7970
david.hok@sgcib.com



Bernd Berg
(44) 20 7676 7791
bernd.berg@sgcib.com

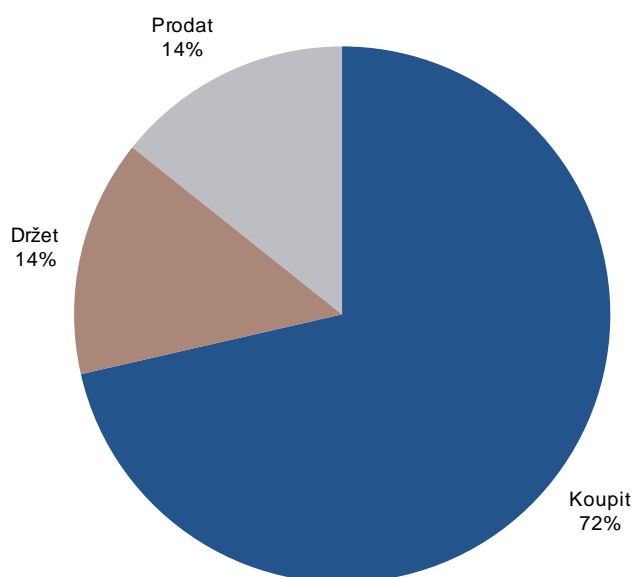
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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

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

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

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (k 17. prosinci 2015)



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	koupit	držet	koupit	prodat	koupit	konec pokrývání n/a	koupit	konec pokrývání n/a
Cílová cena	CZK 608	CZK 251	USD 2,5	CZK 11890	-	CZK 800	n/a	CZK 79	n/a
Datum	18/9/15	12/11/15	12/8/15	2/9/15	11/12/15	3/12/15	23/4/15	28/8/15	16/4/15
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	v revizi	koupit	koupit	prodat	prodat	držet	v revizi	koupit
Cílová cena	CZK 719	v revizi	USD 3,0	CZK 11342	v revizi	CZK 819	CZK 136	v revizi	EUR 42,3
Datum	25/3/15	1/6/15	18/11/14	1/9/14	13/5/15	11/9/15	28/11/14	27/8/15	21/1/15
Doporučení	držet	prodat			prodat	držet		prodat	
Cílová cena	CZK 635	-			CZK 0,60	CZK 792		CZK 90	
Datum	22/9/14	26/3/15			2/9/14	21/5/15		22/5/15	
Doporučení		prodat				v revizi		prodat	
Cílová cena		-				v revizi		v revizi	
Datum		10/3/15				27/8/15		8/4/15	
Doporučení		držet				držet		držet	
Cílová cena		CZK 265				CZK 792		CZK 130	
Datum		2/12/14				21/5/15		13/1/15	
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 nezkreslený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

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

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

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

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

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

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

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

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