

Telekomunikace

Aktualizace

Česká republika

Telefonica Czech Republic

Potvrzujeme naše doporučení prodat

Prodat

Cena 20.5.14 **300 CZK**
 12m cíl **273 CZK**
 Poten.růstu ceny **-9,0 %**
 Dividenda **18 CZK**
 Celkový výnos **-3,0 %**

[Investiční bankovnictví KB](#)

Sektorové doporučení

Neutrální

Typ investice

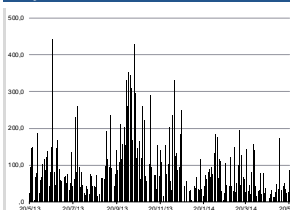
Vysoký dividendový výnos ✓

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Akcie Telefonica ČR (TČR) již zhruba půl roku stagnují v úzkém pásmu 291-303 CZK za kus, protože investoři vyčkávají na povinnou nabídku PPF na odkup podílů menšinových akcionářů. Cena akcií nereagovala ani na to, že poslední zveřejněné výsledky hospodaření nedosáhly očekávání analytiků, a že firma navrhla dividendu na spodní hraně plánovaného pásma. Zejména informace o výši dividendy je podle našeho názoru z dlouhodobého pohledu silně negativní, protože dividendový výnos klesne na 6 % oproti dříve obvyklým přibližně 10 %. Zpráva by tedy měla vést k poklesu ceny akcií TČR až je přestane podporovat chystaná nabídka na odkup (a pokud se i po ní budou dál obchodovat na burze). ČNB již schválila nabídkový dokument k odkupu menšinových podílů a na základě jejího rozhodnutí odhadujeme, že nabídková cena může poskytnout jen minimální růstový potenciál vůči současné ceně akcií TČR.

Fakta/dopad: TČR navrhla vyplatit dividendu ve výši 18 CZK na akcii, což odpovídá loňskému nekonsolidovanému zisku. Firma se zatím nevyjádřila, zda nový Zákon o obchodních korporacích umožní podobně jako v minulých letech navyšovat dividendu o platbu ze snížení kapitálu. Pokud by to nebylo možné, tak čekáme již od příštího roku další značný pokles dividendy a její stabilizaci na úrovni pouze zhruba 13 korun na akcii. Pokud by platby ze snížení kapitálu možné byly, tak čekáme stagnaci dividendy na letošní úrovni, což by ve srovnání s průměrem evropského telekomunikačního sektoru znamenalo jen lehce nadprůměrný výnos. Akcie TČR jsou přitom na základě našich odhadů dražší než zbytek sektoru podle ukazatelů P/E i EV/EBITDA. Tyto argumenty i naše ocenění modelem diskontovaných cash flow poukazuje na to, že akcie TČR jsou momentálně nadhodnocené. Proto je **nadále doporučujeme prodat**.

Cílová cena: Snižujeme ze 280 CZK na 273 CZK na akcii. Hlavním důvodem snížení roční cílové ceny bylo mírné zhoršení našich dlouhodobých prognóz po výsledcích za letošní první čtvrtletí.

Očekávané události: Letos již třetí valná hromada věnovaná schválení návrhu na dividendu by se měla konat v červnu. Výsledky hospodaření za Q2 14 budou zveřejněny 1. srpna.

Data o akciích

RIC SPTTsp.PR, Bloom SPTT CP	
52-týd.rozmezí	255,5-333,9
Tržní kap. (CZK mld.)	96,7
Tržní kap. (EUR mld.)	3,52
Volně obchod. (%)	28
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	1,2 2,1 1,0
Relativně k PX	2,0 4,2 0,7

SOCIÉTÉ
 GENERALE
 GROUP

Finanční data

	2013	2014e	2015e	2016e
Výnosy (mld. CZK)	47,4	44,1	43,1	42,7
EBITDA marže (%)	39,1	36,2	35,8	35,5
Vykázaný čistý zisk. (mld. CZK)	5,7	5,1	4,0	4,2
Zisk na akcii (CZK)	18,0	12,9	12,8	13,4
Dividenda na akcii (CZK)	18,0	18,0	18,0	18,0
Úrokové krytí (x)	-50	-32	-28	3,7
Výplatní poměr (%)	99,8	140,1	140,4	134,2
Čistý dluh/VK (%)	-1,6	-1,3	-4,6	-6,3

Poměrové ukazatele

	2013	2014e	2015e	2016e
P/E (x)	16,6	23,3	23,4	22,4
Cena/volný cash flow (x)	8,7	12,0	12,4	14,3
Dividendový výnos (x)	6,0	6,0	6,0	6,0
Cena/účetní hodnota (x)	1,7	1,7	1,8	1,8
EV/Výnosy (x)	2,0	2,1	2,1	2,1
EV/EBITDA (x)	5,1	5,9	6,0	6,0
EV/IC (x)	1,6	1,6	1,7	1,7



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

Čtěte, prosím, důležité upozornění na poslední straně

Akcie TČR již půl roku stagnují, stále se čeká na povinný odkup menšinových podílů.

Změna vlastníka

Hlavním faktorem pro vývoj ceny akcií za posledního půl roku byla změna většinového vlastníka. 5. listopadu 2013 oznámila finanční skupina PPF nákup 65,9% podílu při ceně 305,6 Kč na akcii a transakce byla později schválena Evropskou komisí. Nový vlastník již provedl několik změn ve vedení společnosti; v červnu má skončit i generální ředitel Malvido. S účinností k 21. červnu navíc dojde ke změně názvu firmy na „O2 Czech Republic“. Investoři stále vyčkávají na povinnou nabídku PPF na odkup podílů menšinových akcionářů, a proto od oznámení transakce cena akcií TČR stagnuje v pásmu 291-303 Kč za kus.

20. května ČNB zveřejnila udělení souhlasu s uveřejněním nabídkového dokumentu, zpráva však neuvedla nabídkovou cenu a PPF odmítla komentovat načasování nabídky. Nabídková cena by měla být mírně pod úrovní ceny za většinový podíl, protože PPF by v ní chtěla diskontem zohlednit fakt, že část kupní ceny bude splácet po dobu čtyř let. ČNB při schvalování nabídkové ceny přihlédla k posudku dvou znaleckých ústavů, které se shodly v tom, že kurčení diskontní sazby považují za vhodnou aplikaci modelu oceňování kapitálových aktiv. Z tohoto důvodu odhadujeme, že nabídková cena bude zhruba v rozmezí 299-301 Kč za akcii. Při použití požadované výnosové míry z našeho oceňovacího modelu pro akcie TČR ve výši 5,7 % bychom odhadli nabídkovou cenu na 300,6 Kč na akcii. Z našeho pohledu je tak při současné ceně 300 Kč/kus růstový potenciál akcií TČR velmi omezený.

Výsledky za Q1 2014

Výsledky za Q1 14 skončily pod našimi relativně pesimistickými odhady.

Poslední zveřejněné výsledky hospodaření (za letošní první čtvrtletí ze 14. května) **nedosáhly průměrného očekávání analytiků** a skončily i pod našimi relativně pesimistickými odhady. Pokles tržeb byl nejhlubší v českém mobilním segmentu (v Q1 14 dokonce o 16,7 % yoy). Projevil se vliv nižších cen po zavedení neomezených tarifů, např. výnosy z hlasových služeb meziročně spadly o 23 % a výnosy z SMS a MMS dokonce téměř o 40 %. Celkové provozní náklady naopak klesly o 6,2 % yoy. Efektivní daňová sazba byla v Q1 14 poměrně vysokých 23,4 %, což byl další důvod vyšší než námi očekávané čisté ztráty.

Výsledky za Q1

mld. Kč	Q1 13	Q1 14	změna	odhad KB	konsensus*
Tržby	11,93	10,79	-10%	10,75	10,92
OIBDA	4,10	3,45	-16%	3,50	3,62
Provozní zisk	1,36	0,76	-44%	0,81	0,85
Čistý zisk	1,05	0,56	-47%	0,62	0,74

Zdroj: O2CR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *odhad v průzkumu agentury Reuters

Dividenda

TČR navrhla dividendu 18 Kč na akcii, což je na spodní hraně plánovaného pásma.

TČR zveřejnila 19. května **návrh na dividendu ve výši 18 Kč na akcii**, což je na **spodní hraně plánovaného pásma** 18-30 Kč/akcii a znamená prudký pokles oproti loňské výplatě 30 Kč na akcii (z toho 20 Kč tvořila dividendu ze zisku a 10 Kč platba ze snížení kapitálu). Návrh bude předmětem hlasování na červnové valné hromadě, jejíž přesný termín teprve bude oznámen. Navrhovaný rozhodný den je 27. října a splatnost dividendy 26. listopadu.

Zatím není jasné, zda za tímto rozhodnutím stála nemožnost vyplácet akcionářům částky ze snížení kapitálu (TČR dříve letos uvedla, že to záleží na výsledku právní analýzy nového Zákona o obchodních korporacích). Je to ale pravděpodobné, protože navrhovaných 18 Kč na

akcii odpovídá loňskému nekonsolidovanému zisku. Pokud se tato domněnka potvrdí, lze příští rok čekat další výrazný pokles dividendy.

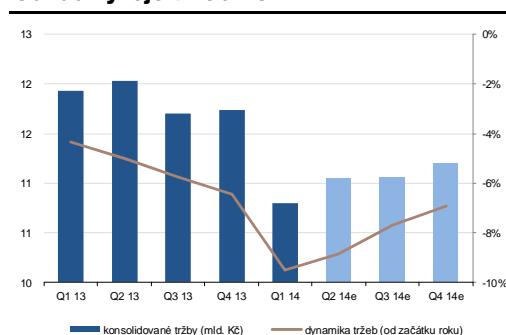
Odhadujeme, že po vyplacení dividend firmě ke konci roku zůstane na účtech přibližně 3,5 mld. Kč, což je v souladu s vývojem v posledních dvou letech. Očekáváme, že TČR si bude držet nejméně takovou likviditu i v budoucnu, což omezuje prostor pro případné zvyšování dividend.

Předpověď výsledků za celý rok 2014

Ve zbytku roku by mělo dojít k postupnému zlepšování trendu tržeb, za celý rok 2014 ale asi poklesnou výrazněji než loni.

V konferenčním hovoru k výsledkům za Q1 šéf TČR Luis Malvido komentoval výhled pro zbytek roku. V případě tržeb věří v postupné zlepšování trendu, což je v souladu s naší aktuální prognózou (viz graf vpravo). Předpovídáme však, že kvůli slabému prvnímu čtvrtletí tržby za celý rok 2014 meziročně poklesnou o 6,9 %, tj. výrazněji než před rokem (pokles o 6,4 % za rok 2013). Pokračující propad tržeb tak podle našich odhadů povede k významnému zhoršení provozního i čistého zisku.

Odhad vývoje tržeb TČR



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Odhady výsledků TČR za rok 2014

mld Kč	2013	2014 odhad KB	změna
Tržby	47,39	44,10	-6,9%
OIBDA	18,48	15,93	-13,8%
marže OIBDA	39,1%	36,2%	-2,9 p.b.
Čistý zisk	5,70	4,06	-28,8%

Zdroj: TČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

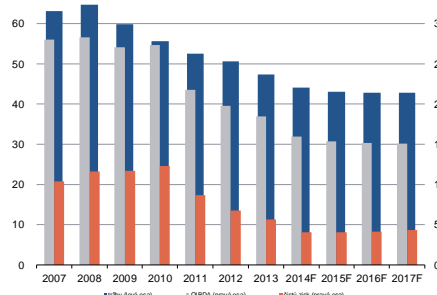
Dlouhodobé odhady

V následujících letech očekáváme stabilizaci poklesu tržeb a OIBDA, dividendy by mohla zůstat na letošní úrovni.

V následujících letech očekáváme stabilizaci poklesu tržeb a OIBDA (viz graf vlevo na následující straně). Tlak na ceny sice může pokračovat (především v českém mobilním segmentu), po migraci naprosté většiny smluvních zákazníků na tarify FREE je však již podle našeho názoru toto riziko výrazně nižší. Firma navíc stále vidí prostor pro zvyšování efektivity a tak očekáváme mírný pokles provozních nákladů i v příštím roce. Čistý zisk TČR by pak díky klesajícím odpisům mohl již od roku 2016 začít růst.

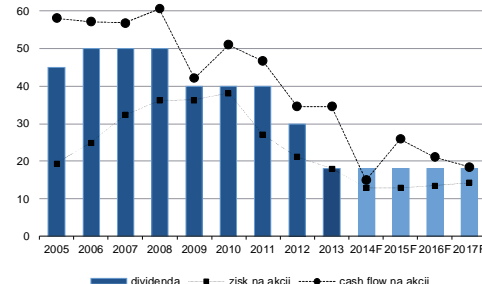
V současné době odhadujeme i v následujících letech dividendu 18 Kč na akcii (viz graf vpravo na následující straně). Pokud však nebude možné vyplácet akcionářům částky ze snížení kapitálu, tak by to znamenalo dividendy jen na úrovni účetního zisku (podle našich prognóz okolo 13 Kč na akcii). Pokud naopak bude možná výplata ze snižování kapitálu, tak by budoucí dividendy mohly být i vyšší než odhadovaných 18 Kč/akcii ročně. Umožnila by to jak solidní tvorba cash flow, tak případně i navýšení zadlužení. Firma se ale doposud vyhýbala financování dividend dluhem, a proto očekáváme pokračování tohoto postoje i do budoucna. Podle našich projekcí cash flow tak nelze v následujících letech čekat dividendu stabilně vyšší než 20 Kč na akcii.

Projekce výsledků TČR (mld. CZK)



Zdroj: TČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Projekce dividend* (CZK na akcii)



Zdroj: TČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka. *celková platba skládající se z dividendy ze zisku a ze snížení kapitálu

Sektorové srovnání

Sektorové srovnání pro akcie TČR vyznává spíše negativně.

Zaměřili jsme se také na sektorové srovnání s telekomunikačními společnostmi v západní Evropě i v rámci regionu střední a východní Evropy. Z níže uvedené tabulky vidíme, že akcie TČR jsou ve srovnání s většinou ostatních telekomunikačních společností drahé podle ukazatele P/E, ale levné na základě dividendového výnosu. To však platí jen pro tržní konsensus, který ještě nezohledňuje čerstvý návrh na dividendu. **Podle našich vlastních odhadů nabízí akcie TČR jen mírně nadprůměrný dividendový výnos a zároveň jsou relativně drahé podle ukazatele EV/EBITDA.** Z našeho pohledu tedy sektorové srovnání pro akcie TČR vyznává spíše negativně.

Sektorové srovnání

společnost	P/E			divid.výnos (%)			EV/EBITDA		
	2013	2014e	2015e	2013	2014e	2015e	2013	2014e	2015e
BELGACOM SA	12,5	14,0	15,3	8,2	6,6	6,4	5,9	6,1	6,2
BT GROUP PLC	13,9	12,9	12,0	2,8	3,3	3,8	6,2	6,0	5,9
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	18,1	20,3	18,1	4,2	4,0	4,2	5,9	5,9	5,7
ORANGE	11,6	13,2	13,1	6,2	5,0	4,9	5,2	5,5	5,6
KONINKLIJKE KPN NV	20,5	31,5	18,4	0,0	2,3	3,4	7,0	7,3	7,4
PORTUGAL TELECOM SGPS SA-REG	9,8	19,3	14,2	5,3	3,6	3,7	3,6	4,5	4,4
SWISSCOM AG-REG	17,3	16,9	16,7	4,0	4,1	4,2	8,4	8,2	8,1
TELECOM ITALIA SPA	9,1	11,0	11,0	1,5	1,9	1,9	4,8	5,4	5,5
TELEFONICA SA	11,9	13,6	12,9	6,3	6,3	6,1	5,5	6,1	6,0
TELEFONICA DEUTSCHLAND HOLDI	186,4	n.a.	1118,2	8,4	7,9	7,9	5,7	6,2	6,1
TELEKOM AUSTRIA AG	21,8	25,0	21,6	0,7	0,7	1,2	5,3	5,4	5,3
TELENOR ASA	14,0	13,9	12,8	4,8	5,4	5,9	7,4	6,8	6,6
TELIAISONERA AB	11,5	11,9	11,6	6,2	6,5	6,7	7,7	7,8	7,7
VODAFONE GROUP PLC	17,7	22,4	21,9	5,3	5,6	5,5	5,3	5,5	5,4
medián západní Evropa	14,0	14,0	14,7	5,0	4,5	4,5	5,8	6,0	5,9
TELEFONICA CZECH REPUBLIC AS	16,6	18,0	17,9	10,0	9,9	8,8	5,1	5,7	5,8
HRVATSKI TELEKOM DD	9,3	11,0	11,4	10,8	6,4	5,8	3,0	3,3	3,4
MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA	13,3	16,0	16,3	5,2	6,3	9,3	4,4	4,6	4,7
MEGAFON	10,2	10,1	9,6	6,9	6,9	8,1	5,3	5,0	4,8
ORANGE POLSKA SA	42,6	37,5	38,7	4,3	5,7	6,6	4,4	4,6	4,8
medián východní Evropa	11,8	13,5	13,8	6,1	6,3	7,3	4,4	4,6	4,7
Telefonica CR odhad KB	16,6	23,3	23,4	6,0	6,0	6,0	5,1	5,9	6,0
Telefonica CR konsensus	16,6	18,0	17,9	10,0	9,9	8,8	5,1	5,7	5,8
medián telekomunikační sektor	13,6	14,0	14,7	5,3	5,5	5,7	5,4	5,7	5,6
prémie (diskont)	22%	29%	21%	-48%	-44%	-35%	-6%	0%	4%

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ocenění a cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF a stanovili jsme cílovou cenu na 273 CZK na akcii

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2020. Vypočítaný volný cash flow jsme diskontovali ke konci Q1 14 za použití průměrné vážené ceny kapitálu (WACC) 5,70 % a dlouhodobé růstové míry 0 %.

Výpočet WACC je založen na bezrizikové sazbě 1,75 %, rizikové přírážce za vlastní kapitál 6,1 %, upraveném koeficientu beta 0,65 a kapitálové struktuře 100 % vlastní kapitál a 0 % dluh.

Na základě našeho modelu odhadujeme fair value akcií společnosti na 287 CZK na akcii. Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 % - 130 % fair value. Za pomoci výše uvedených parametrů jsme **stanovili cílovou cenu pro akcie TČR na 273 CZK** (fair value mínus 5 %, po zaokrouhlení).

- Sektorová atraktivita (0 %): SG nyní má pro telekomunikační sektor neutrální doporučení.
- Atraktivita společnosti (0 %): Akcie charakterizuje nízká volatilita, likvidita však v poslední době klesá.
- Spekulativní potenciál (-5 %): Srovnání se zbytkem evropského telekomunikačního sektoru poskytuje spíše negativní impuls. Negativní dopad na akcie by také měla mít nejistota ohledně budoucí dividendové politiky.

Výpočet cílové ceny TČR

Současná hodnota FCF do roku 2020 (mil. CZK)	34 406
Současná hodnota FCF po roce 2020	55 048
Čistý dluh	394
Fair value společnosti	89 060
Počet akcií (mil.)*	310,2
Fair value na akcii (CZK)	287
12M cílová cena (CZK)	273

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka. *po zrušení akcií ze druhého kola zpětného odkupu

Hlavní rizika

- **Telekomunikační sektor je regulován.** Nemohou být vyloučena nepříznivá rozhodnutí ze strany telekomunikačního regulátora. Regulace v EU i v ČR může mít významný dopad na výsledky společnosti.
- **Velký tlak na ceny na českém telekomunikačním trhu.** Tlak na ceny především v mobilním segmentu může přetrvávat a úspory v nákladech možná nebudou dostatečné na udržení vysokých marží. Budoucí zisky tak mohou klesat více, než v tuto chvíli očekáváme.
- **Konkurence na českém mobilním trhu.** Na trh již vstoupilo mnoho virtuálních operátorů. Operátoři spolupracující se TČR nyní mají na trhu téměř dvoutřetinový podíl, což se může v budoucnu zhoršit a mít nepříznivý dopad na zisky společnosti.
- **Vývoj mobilního byznysu na Slovensku** může být méně úspěšný, než očekáváme, a možná nevykáže v budoucnu tak vysoký zisk, jak nyní předpovídáme.
- **Zadluženost TČR** by se mohla v budoucnu výrazně zvýšit. Pokud by se společnost rozhodla v následujících letech navýšit dividendy nebo opět odkupovat vlastní akcie, mohlo by to mít na cenu akcií dočasně pozitivní vliv, nárůst zadlužení by ale mohl být v dlouhodobém horizontu pro vývoj akcií negativní.

Finanční údaje TČR

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Ocenění								
P/E (x)	10,9	15,0	17,9	16,6	23,3	23,4	22,4	21,1
Price/cash flow (x)	4,5	6,3	7,1	5,5	7,0	6,9	10,3	10,4
Price/free cash flow (x)	7,2	9,3	11,4	8,7	12,0	13,5	52,2	97,4
Price/book value (x)	1,8	1,9	2,0	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9
EV/výnosy (x)	2,4	2,4	2,4	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1
EV/EBITDA (x)	4,8	5,8	6,1	5,1	5,9	6,0	6,0	6,1
Dividendový výnos, brutto (%)	9,6	9,9	10,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Údaje v přepočtu na akcii (USD)								
EPS (upr.)	38,1	27,0	21,3	18,0	12,9	12,8	13,4	14,2
Amortizace goodwill	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
Cash flow	92,2	63,9	54,0	54,3	42,9	43,4	29,1	28,8
Vlastní kapitál (book value)	227,2	214,5	191,9	176,6	173,4	167,5	162,7	158,6
Hrubá dividendy	40,0	40,0	30,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0
Výkaz zisků a ztrát (USDm)								
Výnosy	55 655	52 471	50 648	47 386	44 102	43 065	42 745	42 855
Hrubý zisk	83 076	74 304	70 470	65 903	60 069	58 488	57 912	57 990
EBITDA	27 381	21 791	19 783	18 478	15 930	15 387	15 132	15 099
Depreciace a amortizace (bez GW)	-11 856	-11 651	-11 437	-11 032	-10 676	-10 184	-9 670	-9 301
Provozní výsledek	15 525	10 140	8 346	7 446	5 255	5 203	5 462	5 798
Amortizace goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0
Čistý úrokový výnos	-206	-131	-188	-181	-120	-145	-170	-199
Mimořádné neprovozní položky	0	0	0	0	0	0	0	0
Daň z příjmu	-3 038	-1 324	-1 380	-1 569	-1 078	-1 011	-1 058	-1 120
Menšinové podíly	0	0	0	0	0	0	0	0
Jiné	0	0	0	0	0	0	0	0
Vykázaný čistý zisk	12 281	8 685	6 778	5 696	4 056	4 046	4 234	4 479
Upravený čistý zisk (bez mimořádných položek a GW)	12 281	8 685	6 778	5 696	4 056	4 046	4 234	4 479
Peněžní toky (USDm)								
EBITDA	27 381	21 791	19 783	18 478	15 930	15 387	15 132	15 099
Změna pracovního kapitálu	1 893	1 465	-32	1 104	-570	25	-22	1
Jiné provozní CF	410	-1 192	-519	-523	-48	42	43	43
Provozní CF	29 684	22 064	19 232	19 059	15 313	15 454	15 152	15 144
Čisté kapitálové výdaje	-10 962	-6 525	-6 603	-6 198	-5 677	-6 705	-7 377	-8 118
Investiční CF	-9 820	-5 725	-6 245	-5 913	-9 208	-6 705	-7 377	-8 118
CF z financování	-13 090	-12 726	-15 329	-10 543	-5 060	-5 900	-5 735	-5 781
Čistá změna hotovosti	6 774	3 613	-2 342	2 603	1 045	2 849	2 040	1 244
Rozvahové položky (USDm)								
Dlouhodobá aktiva	78 280	72 354	67 162	62 043	60 575	57 096	54 803	53 621
Z toho nehmotná aktiva	56 651	51 525	46 691	41 857	36 858	33 379	31 086	29 904
Pracovní kapitál	-318	-1 783	-1 751	-2 855	-2 285	-2 310	-2 288	-2 289
Vlastní kapitál	73 176	69 097	60 574	55 749	54 738	52 876	51 367	50 057
Menšinové podíly	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezervy	3 988	3 762	3 235	2 761	2 622	2 622	2 622	2 622
Čistá hotovost (záporná čísla = zadlužení)	1 774	3 895	12	886	726	2 410	3 214	3 131

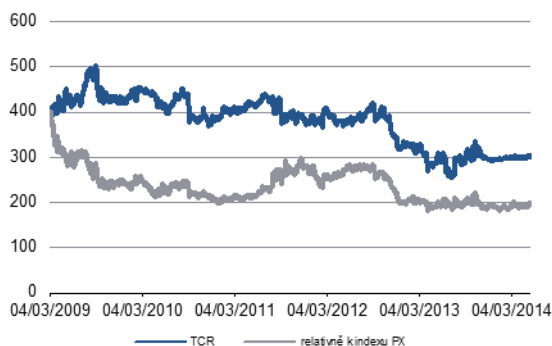
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poměrové ukazatele TČR

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Ziskovost								
ROIC (%)	15,6	11,9	10,2	9,4	7,1	7,4	8,2	9,0
ROE (%)	16,7	12,2	10,5	9,8	7,3	7,5	8,1	8,8
Marže								
Hrubá marže (%)	149,3	141,6	139,1	139,1	136,2	135,8	135,5	135,3
EBITDA marže (%)	49,2	41,5	39,1	39,0	36,1	35,7	35,4	35,2
Provozní marže (%)	27,9	19,3	16,5	15,7	11,9	12,1	12,8	13,5
Dynamika								
Růst výnosů (%)	-7,0	-5,7	-3,5	-6,4	-6,9	-2,4	-0,7	0,3
Růst EBITDA (%)	1,1	-20,4	-9,2	-6,6	-13,8	-3,4	-1,7	-0,2
Růst provozního zisku (%)	3,0	-34,7	-17,7	-10,8	-29,4	-1,0	5,0	6,2
Růst vykázaného čistého zisku (%)	5,3	-29,3	-22,0	-16,0	-28,8	-0,3	4,6	5,8
Růst upraveného čistého zisku (%)	5,3	-29,3	-22,0	-16,0	-28,8	-0,3	4,6	5,8
Financování								
Čistý dluh/vlastní kapitál	-2,4	-5,6	0,0	-1,6	-1,3	-4,6	-6,3	-6,3
Úrokové krytí (x)	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
Výplatní poměr (%)	104,9	148,3	142,6	101,8	142,9	143,3	136,9	129,4

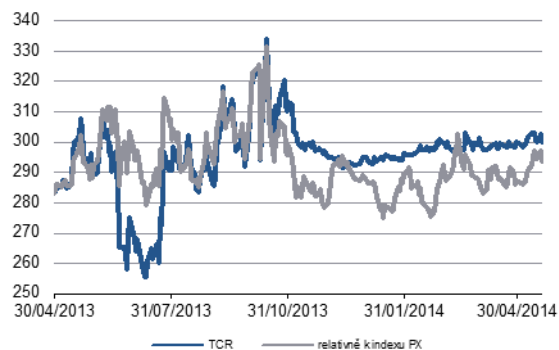
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Cena akcií TČR vs. Index PX (5 let)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Cena akcií TČR vs. Index PX (1 rok)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu
Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
 (420) 222 008 569
 jan_vejmelek@kb.cz

Ekonomové
Jiří Škop, Ph.D.
 (420) 222 008 569
 jiri_skop@kb.cz

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

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

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

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

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

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Chief Economist of SG Poland
Jaroslav Janecki
 (48) 225 284 162
 jaroslav.janecki@sgcib.com

Head of Research of Rosbank
Evgeny Koshelev
 (7) 495 725 5637
 ekoshelev@mx.rosbank.ru

Chief Economist of 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

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

Akciový 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

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

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

Asie a Tichomoří
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

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

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

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

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

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

Infance
Hervé Amourda
 (91) 80 2808 6779
 herve.amourda@sgcib.com

Souheir Asba
 (44) 20 7676 7954
 souheir.asba@sgcib.com

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

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

Shivangi Shah
 (91) 80 3087 8603
 shivangi.shah@socgen.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
Ciaran O'Hagan
 (33) 1 42 13 58 60
 ciaran.ohagan@sgcib.com

Mary-Beth Fisher
 (1) 212 278 5241
 mary-beth.fisher@sgcib.com

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

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

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

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

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

Patrick Gouraud
 (1) 212 278 7671
 patrick.gouraud@sgcib.com

Takuma Sugawara
 (81) 3 5549 5432
 takuma.sugawara@sgcib.com

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

Foreign Exchange
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

Stephanie Aymes
 (44) 20 7676 5898
 stephanie.aymes@sgcib.com

Head of Emerging Markets Strategy
Benoît Anne
 (44) 20 7676 7622
 benoit.anne@sgcib.com

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

Eamon Aghdasi
 (1) 212 278 7939
 eamon.aghdasi@sgcib.com

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

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

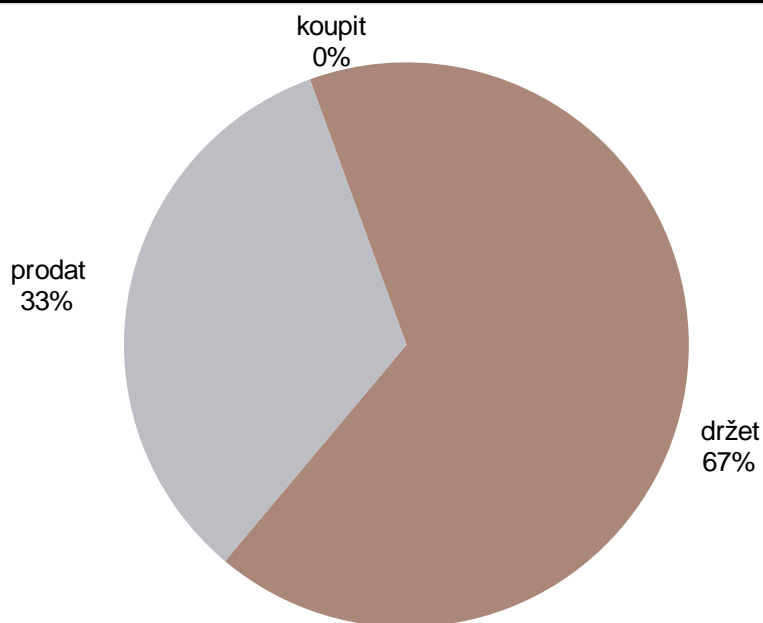
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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

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

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (10 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (k 21. květnu 2014)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

	ČEZ	Telefonica O2 CR	CME	Orco	Philip Morris CR	NWR	Pegas Nonwovens	Unipetrol	Fortuna	VIG	ECM
Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD*											
Doporučení	držet	prodat	prodat	-	držet	prodat	držet	držet	držet	držet	-
Cílová cena	CZK 505	CZK 273	USD 2,5	pokryvání ukončeno	CZK 10 750	CZK 7	CZK 600	CZK 145	CZK 115	EUR 37,4	pokryvání ukončeno
Datum	6/2/14	21/5/14	4/3/14	27/3/14	22/8/13	27/2/14	6/9/13	24/4/14	11/11/13	3/3/14	26/1/11
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)											
Doporučení	prodat	prodat	koupit	v revizi		prodat		prodat	koupit	koupit	
Cílová cena	CZK 450	CZK 280	USD 2,8	v revizi		v revizi		CZK 145	CZK 110	EUR 45,3	
Datum	24/9/13	4/10/13	20/11/13	2/12/13		23/1/14		19/6/13	11/9/13	13/6/13	
Doporučení	držet	držet	držet	koupit		držet					
Cílová cena	CZK 498	CZK 290	USD 3,2	CZK 70,6		CZK 25					
Datum	17/6/13	8/8/13	13/5/13	13/9/13		2/9/13					
Doporučení		držet				prodat					
Cílová cena		CZK 309				CZK 28					
Datum		20/5/13				7/6/13					
Doporučení											
Cílová cena											
Datum											
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	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	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 5%	ne	ne	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	ne	ne	ne	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	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	ne	ne
KB market making** pro tituly příslušného emitenta,	ne	ne	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 jakéhokoli 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, úplný a nezkreslený obraz skutečnosti. 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.

Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění. 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.

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. 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. 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>