

Sázky

Aktualizace

Česká republika

Fortuna

Po prudkém růstu ceny akcií snižujeme naše doporučení

Držet

Cena 8.11.13	116,7 CZK
12m cíl	115 CZK
Poten.růstu ceny	-1,5 %
Dividenda 12M	0,24 EUR (6,5 CZK)
Celkový výnos	4,1 %

Sektorové doporučení

SG nemá doporučení

Typ investice

Defenzivní

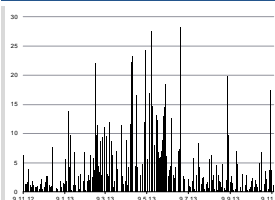


Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Akcie Fortuny jsou letos nejúspěšnějším titulem na pražské burze, když od začátku roku hodnotily přibližně o 38 % a dalších 20 % (vzhledem ke kurzu na konci loňského roku) akcionářům přinesla výplata mimořádně vysoké dividendy. Po celý rok jsme doporučovali akcie Fortuny kupovat, teď se ale již domníváme, že jejich růstový potenciál je vyčerpán. Navzdory velmi silným výsledkům v dosavadním průběhu letošního roku management drží relativně konzervativní celoroční výhled a to naznačuje, že čtvrtý kvartál přinese značný meziroční pokles provozního zisku. Akcie Fortuny již navíc nejsou příliš atraktivní ve srovnání se svým sektorem, s výjimkou dividendového výnosu, který by se měl v následujících několika letech pohybovat okolo 6 %. Vzhledem k tomu, že taková výše dividend podle našich prognóz víceméně odpovídá tvorbě cash flow (Fortuna by dokonce mohla mírně snižovat své zadlužení), tak doporučujeme akcie držet.

Fakta/dopad: Provozní výsledky za Q3 byly opět velmi silné a na úrovni EBITDA překonaly odhady o více než milión eur. Celoroční odhad EBITDA se ale podle komentáře managementu zvyšuje jen o 0,4 mil. EUR. Fortuna navíc naznačila, že část nákladů na rozvoj nových produktů se přesunuje do příštího roku, a proto jsme opatrnější ohledně růstu zisku v roce 2014. V dohledné době nečekáme výplatu mimořádně vysoké dividendy jako v letošním roce a firma by se měla vrátit k pravidelnému vyplácení dividend ve výši téměř celého čistého zisku. Dividenda z letošního zisku by tak mohla činit 0,24 EUR / 6,5 CZK na akcii a v dalších letech pozvolně růst.

Cílová cena: Zvyšujeme ze 110 CZK na 115 CZK na akcii na základě ocenění modelem DCF. Jedním z důvodů je mírné zvýšení celoročních prognóz po silné provozní výkonnosti za Q3 13. Pozitivní vliv na naši korunovou cílovou cenu mělo i oslabení domácí měny po intervencích ČNB. Naše aktualizovaná cílová cena nabízí spolu s očekávanou dividendou celkový výnos jen zhruba 4 %, a proto **snižujeme doporučení z „koupit“ na „držet“**.

Očekávané události: Kompletní výsledky za letošní druhé pololetí i celý rok 2013 budou pravděpodobně oznámeny v březnu.

Data o akci

RIC FOREsp.PR, Bloom FOREG CP	
52-týd.rozmezí	81,1-118,3
Tržní kap. (CZK mld.)	6,1
Tržní kap. (EUR mil.)	227
Volně obchod. (%)	33
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	12,1 20,2 35,8
Relativně k PX	5,5 12,4 31,4

Finanční data

	2012	2013e	2014e	2015e
Výnosy (mil. EUR)	96,2	96,8	99,7	103,9
EBITDA marže (%)	22,9	24,5	24,5	24,1
Čistý zisk. (mil. EUR)	12,3	13,2	13,5	13,9
Zisk na akcii (EUR)	0,24	0,25	0,26	0,27
Dividenda na akcii (EUR)	0,67	0,24	0,25	0,26
Úrokové krytí (x)	4,9	6,5	5,4	5,6
Výplatní poměr (%)	282,8	94,2	96,0	97,3
Čistý dluh/VK (%)	22,5	133,5	125,5	120,4

Poměrové ukazatele

	2012	2013e	2014e	2015e
P/E (x)	18,2	17,0	16,6	16,2
Cena/volný cash flow (x)	13,5	17,6	13,9	13,8
Dividendový výnos (x)	15,5	5,6	5,8	6,0
Cena/účetní hodnota (x)	4,6	9,0	8,6	8,3
Cena/Výnosy (x)	2,3	2,3	2,3	2,2
EV/Výnosy (x)	2,4	2,7	2,6	2,5
EV/EBITDA (x)	10,7	10,9	10,5	10,3
EV/IC (x)	4,8	5,2	5,2	5,2

SOCIÉTÉ
GENERALE
GROUP

Čtěte, prosím, důležité upozornění na poslední straně



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

Částečné výsledky za Q3 2013

Výsledky za Q3 2013 výrazně překonaly naše odhady i konsensus trhu

Společnost Fortuna zveřejnila 7. listopadu některé významné údaje za třetí čtvrtletí letošního roku, které **výrazně překonaly naše odhady i konsensus trhu**. Fortuna podle očekávání nezveřejnila údaje jako konsolidované tržby nebo provozní a čistý zisk. Za prvních devět měsíců letošního roku rostly přijaté sázky meziročně o 21 % na 405 mil. EUR a EBITDA o 36 % yoy na 18,1 mil. EUR.

Výsledky Fortuny za Q3

mil. EUR	Q3 12	Q3 13	změna	odhad KB	konsensus
přijaté sázky	105,0	129,3	23%	125,4	125,8
hrubé výhry	22,9	26,0	14%	23,4	24,5
EBITDA	3,2	5,2	63%	4,1	3,9

Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *medián z průzkumu Reuters mezi 8 analytiky včetně KB

Za růstem objemu přijatých sázek a hrubých výher v Q3 opět stál hlavně rozmach sázení po internetu, když např. hrubé výhry ze sportovního sázení na internetu vzrostly meziročně o více než 40 %, zatímco na pobočkách poklesly o 7 % yoy. K silnému růstu konsolidované EBITDA přispělo i zlepšení loterijního projektu. Ten před rokem prodělal téměř 0,5 mil. EUR, letos byla v Q3 EBITDA ztráta pod 0,1 mil. EUR. EBITDA v segmentu sportovního sázení pak za třetí kvartál meziročně vyletěla přibližně o 40 %.

Předpověď výsledků za roky 2013 a 2014

Fortuna mírně zvýšila letošní cíl EBITDA

Management Fortuny ale zvýšil své letošní očekávání jen mírně. Firma dříve oznámila, že cílem pro rok 2013 jsou přijaté sázky v objemu 510 mil. EUR a EBITDA ve výši 23,1 mil. EUR. V konferenčním hovoru k výsledkům za Q3 ale zaznělo, že EBITDA by mohla dosáhnout spíše 23,5 mil. EUR. Naše prognóza je ještě o něco optimističtější (viz tabulka níže).

V roce 2014 čekáme pokračování růstu zisků

V roce 2014 čekáme pokračování růstu zisků, protože sudé roky bývají pro Fortunu silné díky konání velkých sportovních akcí (příští rok to budou zimní olympijské hry v ruském Soči a především mistrovství světa ve fotbale v Brazílii). Nečekáme již však akceleraci růstu, protože podle posledních komentářů managementu lze v roce 2014 čekat růst provozních nákladů mimo jiné i proto, že některé investice do nových produktů plánované původně již letos se projeví až ve výsledcích příštího roku.

Výsledky Fortuny 2012-14

	2012	2013 odhad KB	změna yoy	2014 odhad KB	změna yoy
přijaté sázky	467,9	548,0	17,1%	605,7	10,5%
hrubé výhry	110,9	114,8	3,5%	120,4	4,9%
EBITDA	22,1	23,7	7,2%	24,5	3,3%
čistý zisk	12,3	13,2	7,5%	13,5	2,2%

Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dlouhodobé odhady

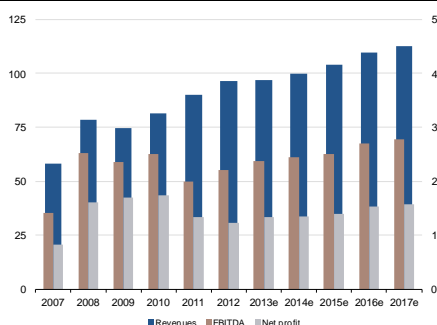
Zisky Fortuny by měly mírně růst i v dalších letech

Naše předpovědi konsolidovaných výsledků (graf vlevo na následující straně) ukazují, že **zisky Fortuny by měly postupně růst i v dalších letech**. V segmentu sportovních sázek čekáme zlepšení především v sudých letech, kdy se konají olympijské hry a velké turnaje ve fotbale. Ve srovnání s dřívějšími lety se v tomto segmentu snížily marže z důvodu zvyšujícího se objemu sázek přes internet. Právě rozvoj internetových live sázek ale dává firmě prostor k růstu provozního zisku. Od českého loterijního segmentu čekáme jen nepatrný příspěvek ke konsolidovanému zisku.

Po letošní mimořádně vysoké dividendě čekáme v dalších letech vyplácení téměř celého zisku

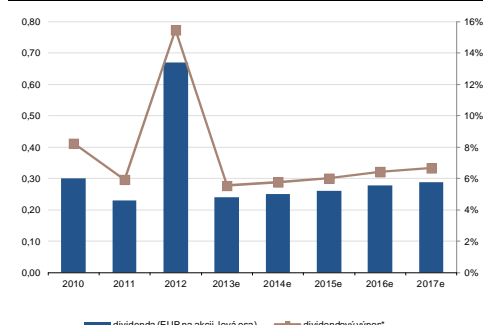
Po letošní mimořádné dividendě 0,67 EUR na akcii (kromě 0,23 EUR na akcii z běžného zisku obsahovala také 0,10 EUR na akcii z nerozdělených zisků minulých let a 0,34 EUR na akcii z distribuce emisního ážia) v následujících letech **očekáváme návrat k pravidelnému vyplácení dividendy ve výši téměř celého zisku** (oficiální dividendová politika firmy je vyplácet 70-100 % každoročního zisku). Dividenda z letošního zisku by tak mohla činit 0,24 EUR na akcii a v dalších letech postupně růst. Dividendový výnos by tak měl být následující 2-3 roky kolem 6 %, což je sice stále velmi solidní úroveň, ale z historického pohledu pro Fortunu spíše podprůměrná.

Odhadý konsolidovaných výsledků (mil. EUR)



Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dividendy Fortuny



Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *dividendový výnos pro roky 2010-11 je založen na průměrné tržní ceně, v dalších letech na současné ceně akcií

Sektorové srovnání

Sektorové srovnání podle našeho názoru potvrzuje neutrální doporučení pro akcie Fortuny

Prozkoumali jsme také srovnání s velkými evropskými sázkovými a loterijními společnostmi. Po prudkém růstu v posledních měsících jsou již akcie Fortuny jsou podle ukazatelů P/E a EV/EBITDA a našich nynějších odhadů mírně dražší než zbytek sektoru, naopak nadále nabízejí silně nadprůměrný dividendový výnos. Podle našeho názoru tak **sektorové srovnání potvrzuje neutrální doporučení pro akcie Fortuny**. Na druhou stranu, konsensus trhu je optimističtější než naznačují naše vlastní odhady. Stratégové Sociétés Générales v současné době nemají žádné doporučení pro odvětví sázek.

Sektorové srovnání

Společnost	P/E			divid. výnos(%)			EV/ EBITDA		
	2012	2013e	2014e	2012	2013e	2014e	2012	2013e	2014e
888 HOLDINGS PLC	19,3	16,7	16,2	2,5	2,9	3,1	11,7	10,7	10,3
BET-AT-HOME.COM AG	110,9	7,6	32,9	0,3	2,3	1,9	42,2	4,2	25,0
LADBROKES PLC	11,0	15,2	13,5	4,4	4,7	4,8	8,1	10,4	9,4
GTECH SPA	16,2	14,7	13,7	3,5	3,3	3,8	6,6	6,4	6,2
OPAP SA	6,3	20,8	20,8	6,3	2,4	3,1	4,2	11,5	9,3
PADDY POWER PLC	24,7	22,3	19,0	2,0	2,3	2,6	16,4	14,8	12,7
UNIBET GROUP PLC-SDR	22,2	19,3	15,2	2,5	3,1	3,7	14,2	12,2	10,1
WILLIAM HILL PLC	14,5	13,8	12,5	2,7	3,0	3,4	11,3	10,7	9,6
Sektorový medián	17,7	15,9	15,7	2,6	2,9	3,3	11,5	10,7	9,8
Fortuna (konsensus)	18,3	15,7	13,8	15,5	5,8	6,7	10,7	10,9	9,6
Prémie (diskont)	3%	-1%	-12%	-83%	-49%	-51%	-7%	2%	-2%
Fortuna (odhad KB)	18,3	16,9	16,3	15,5	5,8	6,0	10,7	10,9	10,4
Prémie (diskont)	3%	6%	4%	-83%	-49%	-46%	-7%	2%	6%

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

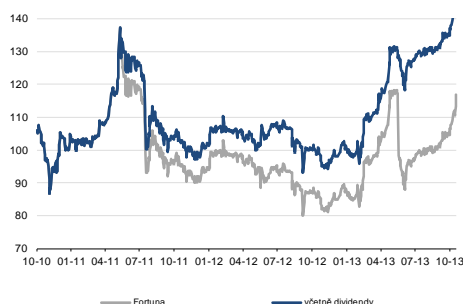
Vývoj ceny akcií

Při zohlednění dividend je cena akcií na historickém rekordu, obchodní násobky podstatně vzrostly

Prudký růst akcií Fortuny v posledních měsících vynesl jejich cenu na úroveň před vyplacením mimořádné dividendy. Graf níže vlevo dále ukazuje, že **při zohlednění všech dividend vyplacených od IPO jsou již akcie Fortuny na historickém rekordu**, tj. výše než v době, kdy se zdál reálnou možností krach Sazky a Fortuna měla šanci získat velký tržní podíl na českém loterijním trhu.

Graf vpravo ukazuje, že **akcie Fortuny významně podražily i vzhledem k očekávaným ziskům firmy**. Ukazatel EV/EBITDA je nyní jen o necelých 10 % nižší než v době euforie z možného pádu Sazky na jaře roku 2011. Proto se domníváme, že prostor pro další růst akcií Fortuny je již velmi omezený. Na druhou stranu si nemyslíme, že by byly akcie Fortuny extrémně předražené. Růst ceny akcií resp. násobku EV/EBITDA lze částečně vysvětlit stabilizací dříve velmi ztrátového loterijního projektu, zefektivněním kapitálové struktury firmy nebo celkovým růstem obchodních násobků na akciových trzích.

Cena akcií Fortuny (CZK za kus)



Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj násobku EV/EBITDA



Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ocenění a cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF a stanovili jsme cílovou cenu na 115 CZK na akcii

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2017. Vypočítaný volný cash flow jsme diskontovali k polovině roku 2013 (poslední kompletně zveřejněné výsledky) za použití průměrné vážené ceny kapitálu (WACC) 7,23 % (v poslední analýze 7,43 %) a dlouhodobé růstové míry 1 %. Tato míra je nižší než obvyklá míra 2-3 %, protože se obáváme, že postupný přesun sázení z poboček na internet povede v budoucnu k dalšímu snížení marží společnosti. Výpočet WACC je založen na bezrizikové sazbě 2,76 % (váženo podle zemí, kde Fortuna působí), upraveném koeficientu beta 0,71, vážené rizikové přírážce za vlastní kapitál 7,18 % a průměrné kapitálové struktury 87 % vlastní kapitál a 13 % dluh.

Oslabení koruny způsobené intervencemi ČNB mělo mírně pozitivní dopad na naši korunovou cílovou cenu. Fortuna sice generuje podstatnou část zisku v ČR a kvůli slabší koruně bude tato část zisku vyjádřená v eurech menší, silnější vliv ale má aplikace nového měnového kurzu na fair value původně počítanou v eurech (tj. procentuální pokles eurové fair value je menší než procentuální posílení eura vůči koruně).

Na základě našeho modelu odhadujeme fair value akcií společnosti na 118 CZK na akcii. Pro určení cílové ceny dále 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 Fortuny na 115 CZK (fair value mínus 2,5 %).

- **Sektorová atraktivita (0 %):** SG aktuálně nemá pro sázkový sektor žádné doporučení.
- **Atraktivita společnosti (-2,5 %):** Akcie Fortuny vykazují ve srovnání se zbytkem titulů na BCPP podprůměrnou obchodní aktivitu, a proto jsme započítali menší diskont za nízkou likviditu.
- **Spekulativní potenciál (0 %):** Sektorové srovnání podle našeho názoru dává neutrální impuls pro cenu akcií Fortuny.

Výpočet cílové ceny Fortuna

Současná hodnota FCF do roku 2017 (mil. EUR)	63
Současná hodnota FCF po roce 2017	202
Čistý dluh	38
Fair value společnosti	227
Počet akcií (mil.)	52
Fair value na akcii (CZK, při současném kurzu EUR/CZK 27,0)	118
12M cílová cena (CZK, při současném kurzu EUR/CZK 27,0)	115

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **Sázení je regulované odvětví.** V budoucnu nelze vyloučit nepříznivá rozhodnutí regulačních orgánů. Zdanění sázení se může zvýšit, a to zejména proto, že vlády potřebují snižovat rozpočtové schodky. Možnosti sázkových společností v oblasti reklamy jsou navíc v některých zemích omezeny.
- **Konkurence je velmi silná na trhu on-line sázení,** což by mohlo snížit budoucí marže ještě výrazněji, než nyní očekáváme.
- **Vývoj loterijního projektu může být méně úspěšný, než odhadujeme.** Loterie by v budoucnu mohla dosahovat nižších než očekávaných zisků nebo být delší dobu ve ztrátě. Vysoká výhra v některé z loterijních her může ohrozit ziskovost společnosti.
- **Selhání systému risk managementu může mít významný dopad na finanční výsledky Fortuny.** Úspěch sázkové společnosti závisí na jeho systému řízení rizik. Fortuna je tedy závislá na svých klíčových zaměstnancích.

Finanční údaje Fortuna

Ocenění	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
P/E (x)	12,9	17,0	18,2	17,0	16,6	16,2
Cena/cash flow (x)	16,7	35,6	25,1	57,3	-69,6	-62,5
Cena/volný cash flow (x)	-89,1	14,6	13,5	16,2	13,9	13,8
Cena/účetní hodnota (x)	4,3	4,8	4,6	9,0	8,6	8,3
EV/výnosy (x)	2,8	2,6	2,4	2,7	2,6	2,5
EV/EBITDA (x)	9,1	11,9	10,7	10,9	10,5	10,3
Dividendový výnos, brutto (%)	6,9	5,3	15,5	5,6	5,8	6,0
Údaje v přepočtu na akcii (EUR)						
EPS (upr.)	0,33	0,25	0,24	0,25	0,26	0,27
Amortizace goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow	0,26	0,12	0,17	0,08	-0,06	-0,07
Vlastní kapitál (book value)	1,00	0,90	0,94	0,48	0,50	0,52
Hrubá dividendy	0,30	0,23	0,67	0,24	0,25	0,26
Výkaz zisků a ztrát (EURm)						
Výnosy	81,2	89,8	96,2	96,8	99,7	104,0
EBITDA	25,1	19,9	22,1	23,7	24,5	25,1
Depreciace a amortizace	2,6	3,2	3,7	3,8	4,0	4,1
Provozní výsledek	22,5	16,7	18,4	19,9	20,4	20,9
Amortizace goodwill	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0
Čistý úrokový výnos	-2,3	-0,9	-2,3	-1,7	-2,4	-2,4
Mimořádné neprovozní položky	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Daň z příjmu	-2,8	-2,6	-3,8	-4,9	-4,5	-4,6
Menšinové podíly	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jiné	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0
Vykázaný čistý zisk	17,4	13,2	12,3	13,2	13,5	13,9
Upravený čistý zisk (bez mimořádných položek a GW)	17,4	13,2	12,3	13,2	13,5	13,9
Peněžní toky (EURm)						
EBITDA	25,1	19,9	22,1	23,7	24,5	25,1
Změna pracovního kapitálu	-21,7	2,7	1,8	-2,0	0,3	0,0
Jiné provozní CF	-3,8	-4,5	-0,4	2,5	0,0	0,0
Provozní CF	-0,4	18,1	23,5	24,2	24,7	25,0
Čisté kapitálové výdaje	-3,6	-3,9	-3,7	-4,0	-4,1	-4,2
Investiční CF	-62,3	-2,4	-5,5	-2,8	-4,4	-4,5
CF z financování	81,1	-5,9	-2,9	-10,8	-16,6	-17,1
Čistá změna hotovosti	18,5	9,8	15,1	10,5	3,7	3,4
Rozvahové položky (EURm)						
Dlouhodobá aktiva	63,7	63,1	64,9	63,1	63,5	63,8
Z toho nehmotná aktiva	58,7	57,1	58,9	57,8	58,0	58,3
Pracovní kapitál	-6,6	-5,1	-5,8	-6,1	-6,2	-6,0
Vlastní kapitál	52,0	46,7	49,0	25,0	26,1	27,0
Menšinové podíly	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezervy	1,7	1,8	1,6	0,9	0,9	0,9
Čistá hotovost (záporná čísla = dluh)	-3,8	-11,0	-10,2	-33,0	-32,3	-32,1

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poměrové ukazatele Fortuna

Ziskovost	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
ROIC (%)	68,5	54,5	29,4	32,6	33,5	33,7
ROE (%)	66,8	26,8	25,8	35,8	53,0	52,4
Marže						
EBITDA marže (%)	30,9	22,2	22,9	24,5	24,5	24,1
Provozní marže (%)	27,7	18,6	19,1	20,5	20,5	20,1
Dynamika						
Růst výnosů (%)	39,9	10,6	7,1	0,5	3,1	4,3
Růst EBITDA (%)	77,4	-20,5	10,7	7,2	3,3	2,5
Růst provozního zisku (%)	75,8	-25,4	10,0	7,8	2,9	2,3
Růst vykázaného čistého zisku (%)	111,4	-23,8	-6,9	7,5	2,2	2,6
Růst upraveného čistého zisku (%)	111,4	-23,8	-6,9	7,5	2,2	2,6
Financování						
Čistý dluh/vlastní kapitál	7,3	23,5	20,8	131,7	123,8	118,7
Úrokové krytí (x)	9,7	4,7	4,9	6,5	5,4	5,6
Výplatní poměr (%)	89,8	90,4	282,8	94,2	96,0	97,3

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM



Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu
Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
 (420) 222 008 568
 jan_vejmelek@kb.cz



Ekonomové
Anne-Françoise Blüher
 (420) 222 008 524
 anne_bluher@kb.cz



Akcioví analytici
Miroslav Adamkovič, CFA
 (420) 222 008 523
 miroslav_adamkovic@kb.cz



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



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



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



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



Ekonom junior
Jana Malíčková
 (420) 222 008 524
 jana_malickova@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ



Chief Economist of SG Poland
Jaroslav Janeček
 (48) 225 284 162
 jaroslav_janecek@sgcib.com



Head of Research of Rosbank
Vladimir Kolychev
 (74) 957 255 637
 vkolychev@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



Ekonom
Roxana Hulea
 (40) 213 014 472
 roxana.hulea@brd.ro



Akciový analytik
Laura Simion, CFA
 (40) 213 014 461
 laura.simion@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



Michel Martinez
 (33) 1 42 13 34 21
 michel.martinez@sgcib.com



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



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



Severní Amerika
Brian Jones
 (1) 21 22 78 69 55
 brian.jones@sgcib.com



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



Tématický výzkum
Dev Ashish
 (91) 0 80 2802 4381
 dev.ashish@socgen.com



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



Wei Yao
 (852) 2166 5437
 wei.yao@sgcib.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
Ciaran O'Hagan
 (33) 1 42 13 58 60
 ciaran.ohagan@sgcib.com



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



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



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



Mary-Beth Fisher
 (1) 212 278 7786
 mary-beth.fisher@sgcib.com



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



Patrick Gouraud
 (44) 20 7676 7850
 patrick.gouraud@sgcib.com



Wee-Khoon Chong (Hong Kong)
 (852) 2166 5462
 wee-khoon.chong@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
Sébastien Galy
 (1) 212 278 7644
 sebastien.galy@sgcib.com



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



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



Stephanie Aymes
 (44) 20 7762 5898
 stephanie.aymes@sgcib.com



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



Gaëlle Blanchard
 (44) 20 7676 7439
 gaelle.blanchard@sgcib.com



Esther Law
 (44) 20 7676 7396
 esther.law@sgcib.com



Guillaume Salomon
 (44) 20 7676 7514
 guillaume.salomon@sgcib.com



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



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



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



Renee Friedman
 (44) 20 7676 7450
 renee.friedman@sgcib.com

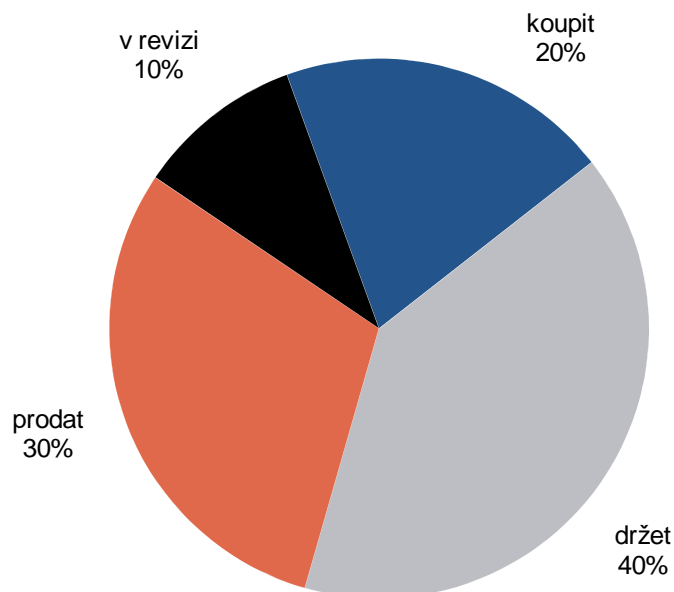
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 odráželo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či 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 11. listopadu 2013)



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	prodat	prodat	v revizi	koupit	držet	držet	držet	prodat	držet	koupit	-
Cílová cena	CZK 450	CZK 280	v revizi	CZK 70,6	CZK 10 750	CZK 25	CZK 600	CZK 145	CZK 115	EUR 45,3	pokrytí ukončeno
Datum	24/9/13	4/10/13	30/10/13	13/9/13	22/8/13	2/9/13	6/9/13	19/6/13	11/11/13	13/6/13	26/1/11
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)											
Doporučení	držet	držet	držet	držet	koupit	prodat	koupit	prodat	koupit	držet	
Cílová cena	CZK 498	CZK 290	USD 3,2	CZK 57	CZK 12 570	CZK 28	CZK 565	CZK 152	CZK 110	EUR 42,2	
Datum	17/6/13	8/8/13	13/5/13	3/4/13	28/3/13	7/6/13	20/3/13	30/10/12	11/9/13	1/2/13	
Doporučení	koupit	držet	držet			držet	koupit		koupit		
Cílová cena	CZK 661	CZK 309	USD 6,0			CZK 86	CZK 550		CZK 106		
Datum	22/3/13	20/5/13	5/11/12			29/11/12	26/11/12		12/3/13		
Doporučení	koupit	držet							koupit		
Cílová cena	CZK 740	CZK 370							CZK 99		
Datum	22/11/12	7/11/12							11/12/12		
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	ano	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>