

Textil

Aktualizace

Česká republika

# Orco Property Group

Zvyšujeme doporučení na Koupit kvůli výhledu růstu provozního zisku v příštím roce

## Koupit

Cena 12.9.13	60,3 Kč
12m cíl	<b>70,6 Kč</b>
Poten.růstu ceny	<b>17,0 %</b>
Dividenda	0 Kč
Celkový výnos	<b>17,0 %</b>

[Investiční bankovnictví KB](#)

### Sektorové doporučení

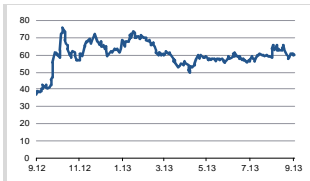
Neutrální

### Typ investice

Citlivost na úrokové sazby ✓

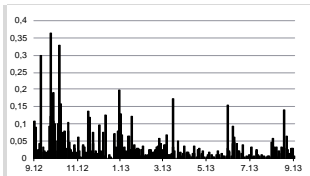
Cyklický titul ✓

### Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

### Objem obchodů



Zdroj: Bloomberg

**Investiční doporučení: Zvyšujeme cílovou cenu pro akcie Orca z 57 Kč na 70,6 Kč a doporučení z Držet na Koupit.** Hlavním důvodem vyšší cílové ceny je zahnutí dokončení projektu Zlota 44, které by mělo významně přispět k 30% růstu upravené EBITDA v příštím roce. **Naše ocenění odpovídá 41,2x očekávanému zisku na akcii v příštím roce.** Vysoký násobek je podle našeho názoru kompenzován růstovým potenciálem v dalších letech, kdy společnost bude mít po uvolnění zdrojů z postupně dokončovaných projektů větší možnosti tvorby hodnoty pro akcionáře.

**Fakta/dopad:** Pololetní výsledky zklamaly na úrovni provozní ziskovosti, ačkoli zaúčtované výnosy překonaly naše očekávání. Orco v červenci navýšilo kapitál o 15m EUR, jehož důsledkem byl růst počtu akcií o 6,2 %. Zadluženost společnosti se zároveň snížila na 51 %, což je v souladu se sektorem. Orco také prodalo minoritní podíl v klíčové dceřiné společnosti Orco Germany za 8m EUR a uklidnila situaci okolo dceřiné Sunčani Hvar pozastavením vzájemných arbitráží s vládou, která v provozovateli hotelů drží menšinový podíl. Pro druhé pololetí očekáváme meziroční pokles tržeb, ale výrazný růst ziskovosti, a to mj. díky vyšší obsazenosti a sazbám v hotelovém i pronajímaném portfoliu. Kvůli zlepšující se situaci na realitních trzích, kde Orco působí, neočekáváme další tvorbu opravných položek ani odpisy hodnoty aktiv. Na druhou stranu neočekáváme ani zisky z přecenění investičního majetku. **V příštím roce očekáváme růst upravené EBITDA o 30 % díky zaúčtování prodeje dostavěných rezidenčních projektů a růstu marže v segmentu do kladných hodnot (z -3 % letos na +5 % v příštím roce).** Mírné zlepšení marží očekáváme také v segmentu asset managementu (z 41 % letos na 44 % v roce 2014).

**Oceňovací metoda:** Fair value (vnitřní hodnotu) společnosti jsme odhadli relativním oceněním za použití ukazatelů P/NAV a EV/EBITDA. Cílová cena odpovídá fair value 2,75 EUR/akcii při očekávaném kurzu 25,67 CZK/EUR v září 2014.

**Očekávané události:** Výsledky za Q3 13 budou oznámeny 28. listopadu.

### Data o akcii

RIC ORCOsp,PR	Bloom ORCO CP
52-týd.rozmezí (CZK)	37 - 80
Tržní kap. (CZK mld)	6,5
Tržní kap. (USD mil)	334
Volně obchod. (%)	62
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	-7,1 -0,6 62,3
Relativně k PX	-7,7 -5,9 58,3

### Finanční data

	2012	2013e	2014e	2015e
Výnosy (€m)	259,6	131,5	247,7	231,1
EBITDA marže (%)	14,0	29,9	20,6	25,3
Vykázaný čistý zisk (€m)	-40,0	9,3	7,6	12,4
Zisk na akcii (€)	-0,3	0,0	0,1	0,1
Dividenda na akcii (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Výplatní poměr (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
Úrokové krytí (x)	0,5	1,0	1,5	1,9
Čistý dluh/VK (%)	163,8	127,9	113,3	108,4

Poměrové ukazatele	2012	2013e	2014e	2015e
P/E (tržní cena, x)	-7,9	-152,2	35,2	21,6
P/E (cílová cena, x)	-9,3	-178,1	41,2	25,3
Price / cash flow	11,8	20,8	41,2	25,3
Dividendový výnos (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
Price/book value (x)	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/výnosy (x)	3,9	6,9	3,5	3,7
EV/EBITDA (x)	27,6	23,2	16,9	14,6
EV/IC (x)	0,8	0,8	0,7	0,7

SOCIÉTÉ  
GENERALE  
GROUP



Miroslav Adamkovič, CFA  
(420) 222 008 523  
miroslav\_adamkovic@kb.cz

Čtěte, prosím, důležité upozornění na poslední straně

## Nedávné události

### Výsledky za první pololetí

Miliony EUR	H1 12	H1 13	% změna	Odhad KB
Tržby	69,5	71,4	3	63,4
Upravená EBITDA	21,2	16,6	-22	17,1
Přecenění investičního majetku	-5,3	2,2	n/m	0,0
EBIT	-9,0	11,2	n/m	17,3
Hospodářský výsledek	-7,0	7,0	n/m	10,0

Zdroj: Orco; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zatímco tržby překonaly náš odhad, provozní ziskovost byla slabší.

Pololetní čísla přinesla proti našemu odhadu **silnější tržby, které v Q2 proti Q1 rostly v obou segmentech**. Za více než desetinásobným q/q růstem v developerském segmentu je především prodej části projektu Bubny (20m EUR). V segmentu asset managementu dosáhl q/q růst 20 % zejména díky tržbám z hotelů.

**Negativní trend naopak pokračoval na úrovni upravené EBITDA** (provozní zisk bez přecenění a opravných položek), kde v Orco meziročně dosáhlo nižší efektivity v obou segmentech i obou kvartálech prvního pololetí. Zisk z přecenění investičního majetku ve výši 2,2m EUR je výsledkem zvýšení hodnoty berlínského portfolia o 15,8m EUR, které bylo z velké části kompenzováno poklesem hodnoty aktiv v Maďarsku, ČR a SR. Navíc Orco snížilo hodnotu developerského projektu Benice opravnými položkami o 2,8m EUR.

Finanční výsledek ovlivnil zisk z maďarské transakce.

**Úrokové náklady zůstaly na podobné úrovni jako v Q4 12** (cca 10m EUR/čtvrtletí), tedy po konverzi podstatné části dluhopisů a prodeji projektu Sky Office. Finanční výsledek za H1 však byl ve ztrátě pouze 0,6m EUR, když jej ještě v Q1 13 výrazně vylepšil **zaúčtovaný zisk 15m EUR ze splacení závazků k bankám financujícím dva maďarské projekty** a další 3m EUR pak případně na změnu hodnoty dalších finančních aktiv a instrumentů.

**Míra obsazenosti pronajímaného portfolia se proti konci loňského roku zvýšila o 1,5pb na 81 %**, k čemuž nejvíce přispěly kancelářské projekty v Praze a Budapešti a také berlínské GSG. O více než 2 % se také zvýšilo průměrné jednotkové nájemné (nyní 5,33 EUR/m<sup>2</sup>/měsíc).

### Navýšení kapitálu a NAV

Orco navýšilo počet akcií 6,2 %, když emisi upsali největší akcionáři.

Orco v červenci vydalo 6,67m nových akcií za celkem 15m EUR (2,25 EUR/akcii), které upsali největší akcionáři. Zvýšení počtu akcií spolu se snížením fair value zásob tak vedlo ke snížení čisté hodnoty aktiv na akcii o 11 % na 3,56 EUR (tzv. triple NAV, která nezahrnuje hodnotu odložených daní).

### Prodej podílu v Orco Germany

**Orco v červnu prodalo balík 19,9m akcií ve své klíčové dceři Orco Germany** za necelých 8m EUR (0,4 EUR/akcii, tržní cena byla v té době o 10 % vyšší). Zároveň firma konvertovala dluhopisy OG do celkem 28m nových neobchodovatelných akcií. Výsledkem obou transakcí je snížení podílu Orca ve společnosti z 98 % na 89,6 %.

### Konec sporu v Chorvatsku

Orco se 9. července dohodlo s chorvatskou vládou, jejíž fond je minoritním akcionářem v Sunčani Hvar, na pozastavení vzájemných arbitráží. Strany se budou snažit nalézt shodu na dalším směřování Sunčani Hvar bez arbitráže. Orco uvedlo, že doufá v brzké podepsání akcionářské dohody.

## Předpovědi výsledků

### 2013

Ve druhém pololetí očekáváme meziroční výrazný pokles tržeb, ale růst upravené EBITDA.

**V případě segmentu asset managementu očekáváme meziroční pokles výnosů o 11 %, a to zejména kvůli změně vykazování části hotelového portfolia (letos se konsoliduje pouze Sunčani Hvar a pražský Pachtův palác, zbytek hotelů vlastněný společným podnikem Orca a AIG se vykazuje pouze na úrovni podílu na zisku/ztrátě). Tato změna má také negativní dopad na náš odhad provozního zisku. Meziroční zlepšení naopak očekáváme od chorvatské hotelové sítě Sunčani Hvar, kde firma vykázala v H1 13 nadinflační růst cen pokojů při výrazně vyšší obsazenosti (62 % proti 49 % před rokem). V případě pronajímaných budov očekáváme podobné tržby jako v loňském roce a růst provozní ziskovosti díky vyššímu nájemnému i obsazenosti portfolia.**

**V developerském segmentu neočekáváme větší transakce** a náš odhad proto odpovídá pouhým 5 % výnosů za H2 12, jejichž podstatnou část (90 %) ovšem tvořila jediná transakce, a to prodej projektu Sky Office.

**V našem odhadu nepočítáme s větším přeceněním aktiv či tvorbou opravných položek.** Ačkoli tak odhadujeme, že výnosy meziročně výrazně klesnou (-69 %), upravená EBITDA by se měla zvýšit o 45 % na 22m EUR, což by mělo stačit na pokrytí úrokových nákladů a dosažení mírného čistého zisku okolo 1m EUR. Tento zisk jsme dále promítli do odhadu NAV ke konci roku, který dále použijeme pro ocenění společnosti (růst na 3,57 EUR/akcii).

#### Odhad výsledků Orca do roku 2014

Miliony EUR	H2 12	H1 13	H2 13e	y/y	h/h	2012	2013e	2014e	13e/12	14e/13e
Výnosy	190,1	71,4	59,6	-69%	-17%	259,6	131,5	247,7	-49%	88%
Upravená EBITDA	15,3	16,6	22,1	45%	33%	36,5	39,3	51,1	8%	30%
Zisk z přecenění inv. majetku	-2,9	2,2	0,0	-100%	-100%	-8,2	2,2	0,0	n/m	-100%
Provozní výsledek	-19,8	11,2	22,1	n/m	97%	-28,8	33,9	51,1	n/m	51%
Čistý zisk po menš. podílech	-31,1	7,2	1,4	n/m	-81%	-40,0	9,3	7,6	n/m	-18%
Zisk na akcii, upr. (EUR)	-0,27	0,05	0,01	n/m	-76%	-0,31	0,07	0,07	n/m	-1%

Zdroj: Orco; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### 2014

Dokončení Zlota 44 by mělo mít výrazný dopad na ziskovost v příštím roce.

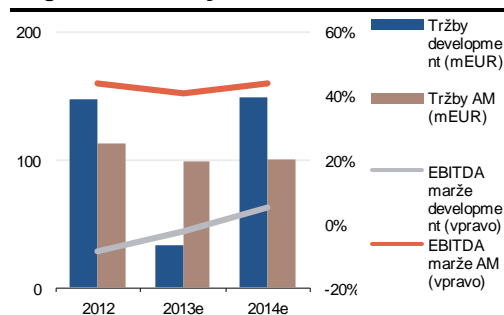
**Hlavním faktorem pro vývoj finančních ukazatelů v příštím roce by mělo být dokončení vlnkového rezidenčního projektu Zlota 44** ve Varšavě, který Orco k letošnímu červnu ocenilo na 115m EUR, nicméně jeho tržní hodnota by měla být výrazně vyšší (Orco uvádí hodnotu polských rezidencí včetně několika menších projektů na 257,5m EUR). Prodej bytů v této 54-patrové věži by měl být znovuzahájen v průběhu září (dosud bylo prodáno 24 % jednotek a na kupující čeká dalších 203 bytů). **Dokončení projektu bylo několikrát odloženo a možnost, že se tak stane znovu, je největším rizikem pro naše ocenění společnosti.**

Další hotovost by mělo Orco získat v průběhu příštího roku z projektů jako jsou Leipziger Platz a ruský Molcom, a proto v příštím roce neočekáváme nutnost vydávání nových akcií. **Proti letošnímu roku tak očekáváme výrazný růst výnosů z developmentu až na úroveň roku 2012, zatímco v případě asset managementu očekáváme pouze mírný růst na cca 100m EUR.**

Vzhledem k uváděné hodnotě polských rezidenčních projektů, která je vysoko nad účetní hodnotou, **předpokládáme dosažení čisté provozní ziskovosti i z developmentu v příštím**

roce při dodání a zaúčtování předprodaných jednotek z projektu Zlota 44 (očekáváme, že do konce příštího roku to bude zhruba polovina celkového počtu). Upravenou EBITDA marži tak odhadujeme v segmentu na 5 % v příštím roce, po -9 % loni a -3 % letos. U asset managementu očekáváme mírnější růst tohoto ukazatele na loňských 44 %, když letos očekáváme za celý rok 41 % po slabším prvním pololetí.

### Segmentové tržby a marže



Zdroj: Orco; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Naše odhady nezahnují případné zisky či ztráty z přecenění investičního majetku.

Ačkoli signály z realitního trhu ukazují na rostoucí investiční aktivitu i poptávku, nezahrnuli jsme do našich předpovědí případné zhodnocení investičního majetku.

## Ocenění

K odhadu fair value jsme použili relativní ocenění.

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) titulu jsme použili relativní ocenění vzhledem ke srovnatelným společnostem z oboru. Srovnávací skupina zahrnuje 19 společností s významnou expozicí ke středoevropskému a/nebo německému trhu. **K odhadu fair value jsme zvolili dvě měřítka, která nahlíží na společnost z různých úhlů:**

- **P/NAV** (cena k čisté hodnotě aktiv): použili jsme medián 0,70x z 16 dostupných hodnot (Bloomberg k 12.9. 2013) a aplikovali na odhad NAV ke konci letošního roku
- **EV/2014e EBITDA**: použili jsme medián 17,4x z 18 dostupných hodnot pro srovnávací skupinu a aplikovali na odhad EBITDA a EV (hodnota společnosti včetně dluhu) pro rok 2014

Dvě měřítka použitá pro odhad fair value společnosti

P/NAV		EV/EBITDA	
dostupných hodnot	16	dostupných hodnot	18
medián srovnávací skupiny	0,70	medián srovnávací skupiny	17,4
2013 NAV (mil. EUR)	408,5	2014e EBITDA (mil. EUR)	51,1
na akcii (EUR)	3,57	odhad EV (mil. EUR)	889,5
		2014e čistý dluh (mil. EUR))	-547,0
<b>FV na akcii (EUR)</b>	<b>2,51</b>	<b>FV na akcii (EUR)</b>	<b>2,99</b>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Bloomberg (medián srovnávací skupiny)

Průměr ocenění podle dvou měřítek dává fair value 2,75 EUR na akcii.

**Fair value společnosti jsme stanovili jako průměr z těchto dvou relativních ocenění, tedy 2,75 EUR/akcii.** Na rozdíl od naší předchozí analýzy vychází ocenění podle EV/EBITDA vyšší, což je dáno očekávaným zvýšením ziskovosti po dodání klíčových developerských projektů.

Cílová cena odpovídá fair value.

**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.

- **Sektorová atraktivita (0 %)**: SG má pro realitní sektor neutrální doporučení.
- **Atraktivita společnosti (0 %)**: Zvyšujeme z -5 % na 0 % kvůli lepšímu výhledu pro trhy, na nichž Orco působí, a také stabilizaci finanční situace společnosti.
- **Spekulativní potenciál (0 %)**: Máme za to, že rizika společnosti směrem nahoru i dolů se vzájemně kompenzují.

Za pomoci výše uvedených parametrů **zvýšujeme cílovou cenu pro akcie Orca na 70,6 Kč** (2,75 EUR při očekávaném kurzu 25,67 CZK/EUR v září 2014).

## Hlavní rizika proti našemu ocenění

### Hlavními pozitivními riziky pro naše ocenění jsou:

- Úspěch na klíčových projektech (tedy vyšší prodejní cena a marže, rychlejší dokončení a prodej) mohou titulu dodat růstový impuls.
- Rozhodnutí některého z hlavních akcionářů o navýšení podílu nákupem na volném trhu, případně následná veřejná nabídka k odkupu.

### Negativní rizika zahrnují zejména:

- **Náš odhad zisku v příštím roce je přímo závislý na dokončení klíčového projektu Zlota 44**, které bylo již několikrát odloženo, a na úspěšném (před)prodeji dalších jednotek v tomto projektu. Případné další odklady či nutnost prodeje s výraznějšími slevami by mohly mít negativní dopad na naše ocenění.
- V našem ocenění nepočítáme s nutností emise dalších akcií. Pokud by k takovému kroku přesto došlo, hodnota pro stávající akcionáře by se mohla v závislosti na ceně úpisu snížit, a to zejména v situaci, kdy se většina sektoru obchoduje s diskontem proti čisté hodnotě aktiv.
- Výpadek očekávaných příjmů by mohl vést k nutnosti prodeje části portfolia se ztrátou.
- V našem ocenění také nepočítáme s tvorbou dalších opravných položek k developerským projektům. Jejich zaúčtování by v budoucnu mohlo vést ke snížení hodnoty pro akcionáře.
- Opětovná eskalace evropské dluhové krize či nová regulační pravidla mohou zvýšit požadavky na kapitálovou přiměřenost bank a dále omezit prostředky dostupné pro financování realitních projektů
- Růst úrokových sazeb by mohl mít přímý dopad na ziskovost projektů Orca.

## Finanční údaje Orca 2010-2015e

	2010	2011	2012	2013f	2014f	2015f
<b>Ocenění</b>						
P/E (x)	-0,7	-0,9	-9,3	-178,1	41,2	25,3
Price/cash flow (x)	0,2	-0,7	11,8	20,8	41,2	25,3
Price/free cash flow (x)	-4,2	0,5	5,9	8,6	79,3	12,0
Price/book value (x)	0,1	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/výnosy (x)	3,3	7,3	3,9	6,9	3,5	3,7
EV/EBITDA (x)	58,5	38,0	27,6	23,2	16,9	14,6
EV/IC (x)	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
Dividendový výnos, brutto (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Údaje v přepočtu na akcii (EUR)</b>						
EPS (upr.)	-4,1	-3,2	-0,3	0,0	0,1	0,1
Amortizace goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow	15,4	-3,7	0,2	0,1	0,1	0,1
Vlastní kapitál (book value)	21,8	15,4	3,9	4,0	4,0	4,1
Hrubá dividendy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Výkaz zisků a ztrát (EURm)</b>						
Výnosy	314,7	157,6	259,6	131,5	247,7	231,1
EBITDA	17,8	30,3	36,5	39,3	51,1	58,6
Depreciace a amortizace (bez GW)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provozní výsledek	35,2	41,4	36,5	39,3	51,1	58,6
Amortizace goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistý úrokový výnos	-91,4	-78,6	-63,3	-36,5	-34,1	-30,8
Mimořádné neprovozní položky	26,0	19,6	-8,2	2,2	0,0	0,0
Daň z příjmu	-8,2	-5,5	-9,2	-6,5	-8,4	-13,8
Menšinové podíly	10,8	1,8	4,8	2,9	-0,9	-1,6
Jiné	271,3	-8,5	57,8	15,6	0,0	0,0
Vykázaný čistý zisk	233,4	-53,3	-40,0	9,3	7,6	12,4
Upravený čistý zisk (bez mimořádných položek a GW)	-66,8	-65,2	-94,1	-1,7	7,6	12,4
<b>Peněžní toky (EURm)</b>						
EBITDA	17,8	30,3	36,5	39,3	51,1	58,6
Změna pracovního kapitálu	-26,9	53,9	-57,3	-45,3	25,5	9,6
Jiné provozní CF	484,8	-220,2	119,1	52,5	55,5	-17,5
Provozní CF	475,6	-136,0	98,2	46,5	132,1	50,7
Čisté kapitálové výdaje	0,0	2,9	71,1	41,4	-72,7	-41,9
Investiční CF	0,0	2,9	71,1	41,4	-72,7	-41,9
CF z financování	-479,2	116,7	-181,2	-81,9	-60,6	-8,8
Čistá změna hotovosti	-3,6	-16,3	-11,9	6,0	-1,2	0,0
<b>Rozvahové položky (EURm)</b>						
Dlouhodobá aktiva	1 204,3	1 190,4	1 084,8	1 035,9	1 001,0	1 015,8
Z toho nehmotná aktiva	48,2	47,8	47,7	46,8	46,8	46,8
Pracovní kapitál	399,6	366,8	229,1	207,9	182,4	172,8
Vlastní kapitál	306,2	263,2	425,7	448,0	455,6	468,1
Menšinové podíly	52,9	12,0	7,3	26,1	27,0	28,6
Rezervy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čisté zadlužení	-1 000,2	-1 106,3	-709,4	-606,5	-547,0	-538,2

Zdroj: Orco; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Poměrové ukazatele

	2010	2011	2012	2013f	2014f	2015f
<b>Ziskovost</b>						
ROIC (%)	1,6	2,0	1,9	2,3	3,2	3,8
ROE (%)	128,7	-18,7	-11,6	2,1	1,7	2,7
<b>Marže</b>						
EBITDA marže (%)	5,6	19,3	14,0	29,9	20,6	25,3
Provozní marže (%)	11,2	26,3	14,0	29,9	20,6	25,3
<b>Dynamika</b>						
Růst výnosů (%)	25,1	-49,9	64,7	-49,3	88,3	-6,7
Růst EBITDA (%)	-121,3	-251,5	-24,8	-123,2	-17,8	62,7
Růst provozního zisku (%)	176,2	17,8	-12,0	7,8	30,0	14,6
Růst vykázaného čistého zisku (%)	-244,8	-122,8	-24,8	-123,2	-17,8	62,7
Růst upraveného čistého zisku (%)	-315,8	-6,4	-41,3	-109,3	157,3	62,7
Růst zisku na akcii (%)	-268,0	-22,9	-90,7	-94,8	-532,4	62,7
<b>Financování</b>						
Čistý dluh/vlastní kapitál (%)	326,6	420,3	166,6	135,4	120,1	115,0
Úrokové krytí (x)	0,38	0,53	0,58	1,08	1,50	1,90
Výplatní poměr (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Zdroj: Orco; 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

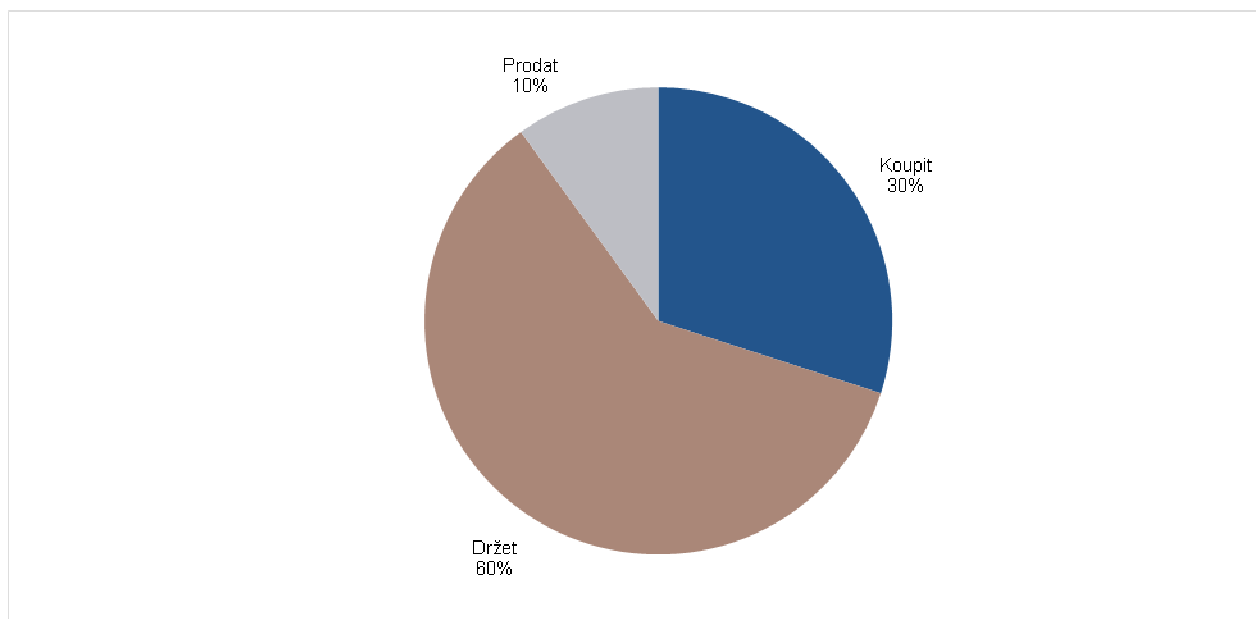
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 13. září 2013)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

	ČEZ	Telefonica O2 CR	CME	Orco	Philip Morris CR	NWR	Pegas Nonwovens	Unipetrol	Fortuna	VIG	ECM
<b>Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD*</b>											
Doporučení	držet	držet	držet	koupit	držet	držet	držet	prodat	koupit	koupit	-
Cílová cena	CZK 498	CZK 290	USD 3,2	CZK 70,6i	CZK 10 750	CZK 25	CZK 600	CZK 145	CZK 110	EUR 45,3	pokrytí ukončeno
Datum	17/6/13	8/8/13	13/5/13	13/9/13	22/8/13	2/9/13	6/9/13	19/6/13	11/9/13	13/6/13	26/1/11
<b>Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)</b>											
Doporučení	koupit	držet	držet	držet	koupit	prodat	koupit	prodat	koupit	držet	
Cílová cena	CZK 661	CZK 309	USD 6,0	CZK 57	CZK 12 570	CZK 28	CZK 565	CZK 152	CZK 106	EUR 42,2	
Datum	22/3/13	20/5/13	5/11/12	3/4/13	28/3/13	7/6/13	20/3/13	30/10/12	12/3/13	1/2/13	
Doporučení	koupit	držet		držet	držet	držet	koupit		koupit		
Cílová cena	CZK 740	CZK 370		CZK 43	CZK 11 460	CZK 86	CZK 550		CZK 99		
Datum	22/11/12	7/11/12		12/9/12	5/10/12	29/11/12	26/11/12		11/12/12		
Doporučení											
Cílová cena											
Datum											
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
<b>Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty</b>											
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	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>