

| Akciové trhy |

Akciové výhledy

Globálnímu akciovému trhu svítí zelená



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



Richard Miřátský
(420) 222 008 560
richard_miřatsky@kb.cz



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

- **Globální akciový trh navázal na své úspěšné poslední čtvrtletí loňského roku a i v průběhu prvního kvartálu si akcie polepšily.** Světový akciový index MSCI od začátku roku vzrostl o více jak 6 %. Důvodem byl především stále příznivý hospodářský vývoj ve světě.
- **Index PX pražské burzy v úvodu letošního roku nezůstal pozadu a svojí výkonností nepatrně překonal hlavní americký a evropský index.** Od ledna si tak připsal lehce přes 6 %. Ve srovnání s regionálními konkurenty se jednoznačným vítězem stal polský WIG20, který vylétl o 15 %, naproti tomu maďarský BUX se ziskem nepřesahujícím 1,5 % investory nenadchl.
- **Pozitivem pro pražskou burzu je fakt, že bychom nenašli společnost, jejíž akcie by se od začátku roku nacházely v červeném.** Jednoznačným vítězem jsou prozatím akcie petrochemické skupiny Unipetrol. Naopak nejmenší zisky z pražského pelotonu si připsala největší obchodovaná emise, ČEZ.
- **Průměrný zobchodovaný denní objem je v posledních dvou kvartálech více rozkolísaný.** Je ale evidentní, že vstup Monety Money Bank obchodní aktivitu na tuzemském trhu podpořil. Za první tři měsíce se dokonce nováček burzy vyhoupl na první příčku nejzobchodovanějších titulů.
- **Société Générale zvýšila váhu globálních akcií v portfoliu z 58 % na 63 %.** Zlepšující se makroekonomická situace, návrat zdravé inflace a pokračující odklon od měnové politiky k fiskálním opatřením jako nástroje další podpory ekonomiky jsou silným impulsem pro pokračující přesun investorů z drahých dluhopisů do akcií.
- **Náš výhled pro většinu akciových indexů zůstává pro tento rok pozitivní.** S indexy na historických maximech se akcie ve Spojených státech začínají zdát nadhodnocené. Evropské akcie, svazované politickými nejistotami, se oproti svým americkým protějškům obchodují se 47% diskontem v porovnání ceny vůči účetní hodnotě a poskytují tak větší růstový potenciál.
- Ze sektorového pohledu patří mezi favority evropských odvětví automobilky, stavební firmy, finanční společnosti a nově i zbrojní průmysl. Naopak mezi nejméně preferovanými sektory vidíme síťová odvětví a telekomunikace.
- **Pražská burza by mohla v ročním horizontu dosáhnout růstu 6-7 %.** Mezi nejatraktivnější tituly řadíme akcie finančních institucí. Z ostatních emisí doporučujeme nakupovat akcie Pegas Nonwovens, Philip Morris CR a CME. Pro ostatní akcie máme doporučení *Držet*.



Statistika BCPP

	2012	2013	2014	2015	2016	03/2017
Index PX	1 039	989	947	956	922	981
% změna (CZK)	14,0	-4,8	-4,3	1,0	-3,6	6,5
% změna (USD)	18,4	-8,9	-16,7	-7,0	-6,9	8,0
Objem obchodů (mil.CZK)	250 608	184 571	158 222	169 202	163 580	41 239
Objem obchodů (mil.USD)	12 810	9 461	7 648	6 941	6 687	1 626
Tržní kapitalizace (mil.CZK)	1 093 799	1 074 426	1 018 162	1 011 989	1 020 891	1 091 333
Tržní kapitalizace (mil.USD)	57 540	54 189	44 434	40 696	39 844	43 204

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

Přehled doporučení KB/SG

Společnost	Cena	Cíl. cena	Doporučení	ze dne	Roční max.	Roční min.
CEZ	430,4	448,0	Držet	14.IX.16	477,2	387,0
CME	74,5	88,4	Koupit	10.III.17	81,8	49,0
Erste Bank	819,0	929,5	Koupit	1.III.17	840,0	480,1
Fortuna	106,2	96,0	Držet	20.V.16	110,0	74,2
Kofola	402,7	-	-	-	436,8	353,0
Komerční banka	956,0	-	-	-	1 039,4	808,6
Moneta Money Bank	88,2	90,0	Koupit	6.IX.16	90,8	68,0
O2 CR	291,0	267,0	Držet	8.XII.16	292,3	197,3
Pegas Nonwovens	835,9	863,0	Koupit	20.V.16	870,0	702,5
Philip Morris CR	13 973,0	13 500,0	Koupit	13.VI.16	13 973,0	11 910,0
Stock Spirits	57,1	-	-	-	59,5	45,0
Unipetrol	230,1	-	-	-	235,0	155,0
VIG	606,0	691,0	Koupit	3.III.17	642,2	411,0

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Přehled společností

Společnost	Poslední cena	Změna 1 měsíc	Změna od začátku roku		Průměrné denní obchody	
	10.IV.17	(%)	CZK	USD	1-3/2017 (CZK m)	1-3/2017 (USD m)
CEZ	430,4	-2,2	0,1	2,5	145,2	5,8
CME	74,5	-4,5	11,9	14,6	2,2	0,1
Erste Bank	819,0	0,1	8,0	10,7	76,8	3,1
Fortuna	106,2	4,6	23,8	26,8	5,9	0,2
Kofola	402,7	-0,2	9,8	12,4	1,2	0,0
Komerční banka	956,0	3,7	8,0	10,7	139,5	5,6
Moneta Money Bank	88,2	4,8	6,5	9,1	153,0	6,1
O2 CR	291,0	6,3	12,0	14,7	67,4	2,7
Pegas Nonwovens	835,9	0,2	8,7	11,4	8,6	0,3
Philip Morris CR	13 973,0	3,5	6,7	9,3	9,2	0,4
Stock Spirits	57,1	4,2	1,2	3,6	1,3	0,1
Unipetrol	230,1	4,6	25,2	28,2	8,4	0,3
VIG	606,0	-3,4	5,3	7,9	15,5	0,6

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

Pražská burza zahájila rok slušným růstem

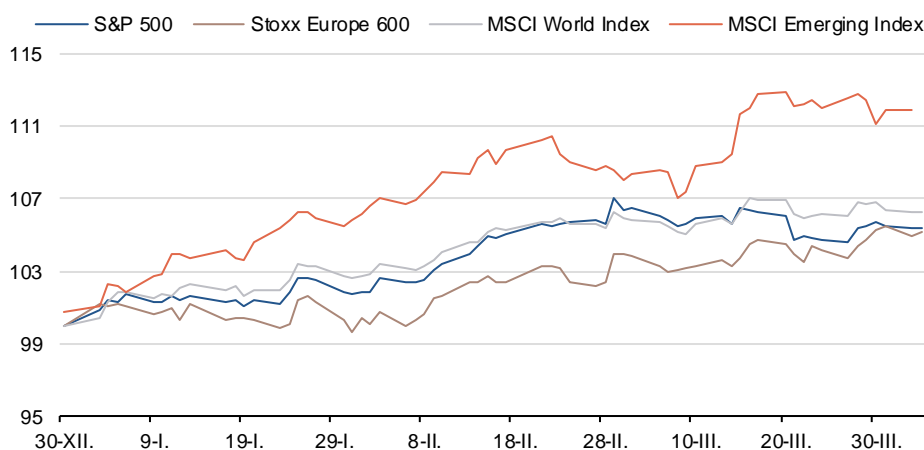
Globální akciový index



Zdroj: Bloomberg; MSCI World index

Globální akciový trh navázal na své úspěšné poslední čtvrtletí loňského roku a i v průběhu prvního kvartálu si akcie polepšily. Světový akciový index MSCI si od začátku roku vzrostl o více jak 6 %. Důvodem byl především stále příznivý hospodářský vývoj ve světě. Akcie jsou hnány výše v očekávání expanzivní fiskální politiky v USA, výrazných investic do infrastruktury a snížení regulace poté, co se Donald Trump ujal v lednu prezidentského úřadu. V růstu nezastavilo akcie ani rozhodnutí Fedu zvýšit úrokové sazby a rostoucí spekulace na rychlejší zpřísnování měnové politiky. V rámci sledovaných hlavních indexů agenturou Bloomberg pouze 15 z 96 indexů zaměřily směrem dolů. Hlavní americký index S&P 500 a evropský index Stoxx 600 si od začátku roku polepšily o zhruba 5 %. Světový akciový index tak táhly nahoru především rozvíjející se trhy. Index MSCI EM posílil za první tři měsíce o více jak 12 %. Jedním z mála ztrátových indexů je japonský Nikkei 225, který od začátku roku odevzdal 2,7 %. Hlavní příčinou byl japonský jen, který vůči americkému dolaru od ledna zpevněl o více jak 5 %, což se podepsalo především na výkonnosti tamních exportérů.

Vývoj hlavních akciových indexů od začátku letošního roku



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Pražský PX od začátku roku přidává přes šest procent a poráží hlavní světové akciové indexy.

Index PX pražské burzy v úvodu letošního roku nezůstal pozadu a svojí výkonností nepatrně překonal hlavní americký a evropský index. Od ledna si tak připsal lehce přes 6 %. Ve srovnání s regionálními konkurenty se jednoznačným vítězem stal polský WIG20, který vylétl o 15 %, naproti tomu maďarský BUX se ziskem nepřesahujícím 1,5 % investory nenadchl.

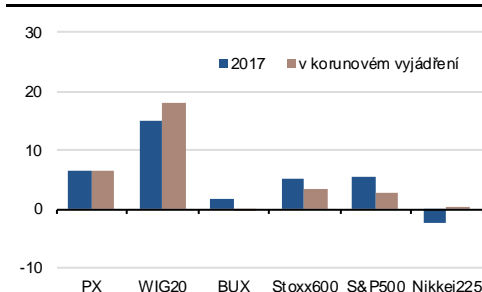
Uvolněný kurz koruny by se na tuzemském akciovém trhu příliš projevit neměl.

Příběhem českého finančního trhu bylo od začátku roku vyčkávání na ukončení kurzového závazku ze strany ČNB, ke kterému došlo 6. dubna. **Jeho opuštění se na pražském akciovém trhu výrazněji nepodepsalo.** Větší pohyby jsme mohli v bezprostřední reakci zaznamenat pouze u titulů s duálním listingem v Praze, kdy v českých korunách poklesla cena akcií Erste nebo VIG. Nemyslíme si, že by opuštění tohoto nástroje ČNB mělo mít podstatnější dopad do cen akcií, respektive hospodaření firem. Společnost, která by ze samotného uvolnění kurzu vysloveně těžila, bychom hledali těžko. Většina firem působí buď na domácím trhu anebo nějaké procento příjmů tržní ze zahraničí.

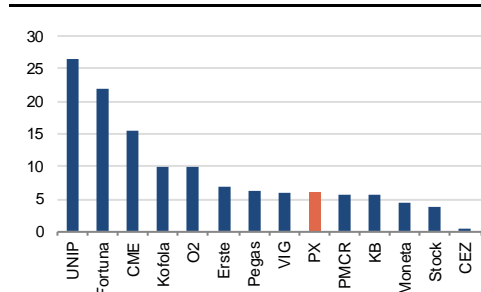
K tomuto závěru nás vede hned několik faktorů. V první řadě jde především o to, jak moc posílí česká koruna. Za druhé s postupným posilováním české koruny v modelech již počítáme. Do třetice je pak zapotřebí říci, že firmy využívají do velké míry přirozené zajištění, popř. pak i finanční zajištění, což dopad posílení koruny dále zmírňuje. Celkově si tak myslíme,

že posílení jako takové nebude mít zásadnější dopad do hospodaření firem. Na ceně akcií můžeme zaznamenat vliv u společností, které mají duální listing v Praze a hlavní trh obchodování je v zahraničí. Tam s posílením koruny při zachování stejné eurové ceny dojde k poklesu ceny v korunách, aby se zamezilo arbitrážním obchodům.

Letošní srovnání indexů (%)



Pražské tituly v letošním roce (%)

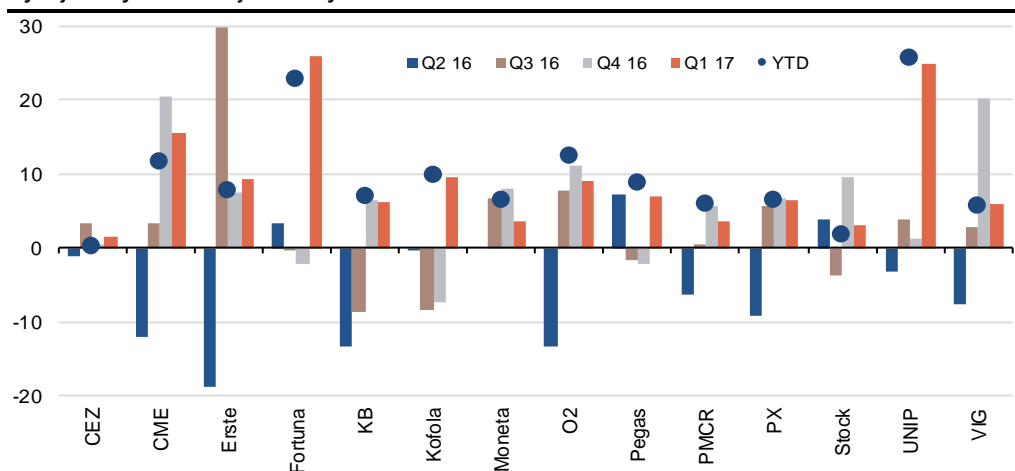


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Unipetrol, Fortuna a CME utvořily trio nejúspěšnějších titulů.

Pozitivem pro pražskou burzu je fakt, že bychom nenašli společnost, jejíž akcie by se od začátku roku nacházely v červeném. Jednoznačným vítězem jsou prozatím akcie petrochemické skupiny Unipetrol (+26,5 %), které těžily z přetrvávajícího příznivého vývoje v odvětví, obnovené produkce ve svých závodech a zároveň rostoucích spekulací na štedřejší dividendovou politiku. Přestože management byl při prezentaci své nové střednědobé strategie v tomto ohledu shovívavý a zároveň nechtěl odhalit detaily nutných investic ve Spolaně, negativní reakce ceny akcií neměly dlouhého trvání. Druhým nejúspěšnějším se staly akcie sázkarské společnosti Fortuna (+21,8 %), kterým se dostalo podpory díky legalizaci elektronických kasín v České republice, uskutečněným akvizicím a zlepšování regulační situace v Polsku. Majoritní vlastník společnosti Forbet Holdings, v rukou investiční skupiny Penta, však před pár dny oznámil záměr odkoupit podíl od minoritních akcionářů. Nabídnutá cena však byla se zhruba 9% diskontem, což rozhodně atraktivní cena pro menšinové vlastníky není. Stupně vítězů doplňují akcie CME (+15,4 %). Společnosti se daří snižovat zadlužení a navíc příznivý hospodářský vývoj podporuje reklamní trh.

Vývoj českých akcií v jednotlivých kvartálech



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg. *data k 6.4.2017

ČEZ od začátku roku zaostává za zbytkem pražského trhu.

Nejmenší zisky z pražského pelotonu si připsala největší obchodovaná emise, ČEZ (+0,2 %). Přitom evropský sektor utilit si od začátku roku připsal 6,0 %. Na stagnaci ceny akcií se do jisté míry podepsala korekce cen elektřiny, investory nenadchly výsledky hospodaření za čtvrtý kvartál loňského roku a určitým zklamáním může být i návrh managementu vyplácet dividendu pouze ve výši 33 CZK na akcii, přestože ta bude předmětem diskuze na

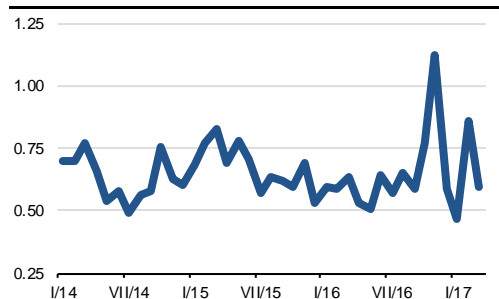
nadcházející valné hromadě. Za výkonností pražského parketu pak zaostaly ještě obě dvě tuzemské banky (Komerční banka, Moneta), výrobce tabáku Philip Morris a likérka Stock Spirits.

Moneta se stala
nejobchodovanějším titulem.

Průměrný zobchodovaný denní objem je v posledních dvou kvartálech více rozkolísaný.

Je ale evidentní, že vstup Monety Money Bank obchodní aktivitu na tuzemském trhu podpořil. Za první tři kvartály se dokonce nováček burzy vyhoupl na první příčku nejobchodovanějších titulů, když jeho podíl dosáhl 24 %. V těsném závěsu je s 23 % následuje dlouhodobý premiant, ČEZ, a 22 % připadá na Komerční banku. Pětici nejžádanějších doplňuje Erste Group (12 %) a O2 Czech Republic (11 %). Těchto pět titulů se pak postaralo o 92 % celkového zobchodovaného objemu na pražském parketu od začátku letošního roku.

Průměrný denní objem obchodů (mld. CZK)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, BCPP

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

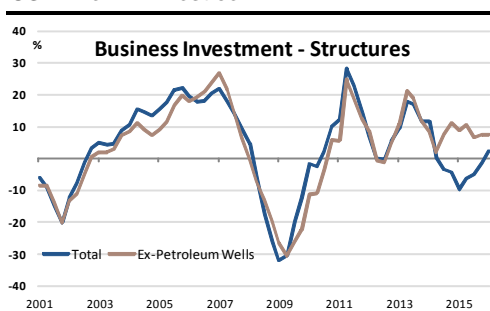
Výhled globální ekonomiky

Spojené státy americké: daňová reforma podpoří růst

Hlavním tahounem růstu HDP zůstane spotřeba domácností.

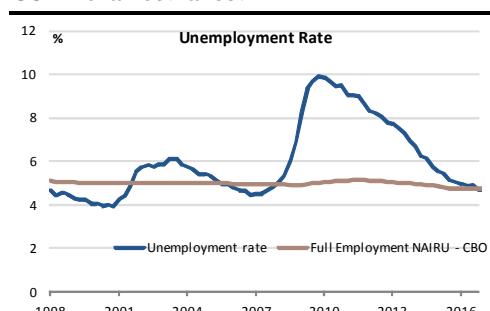
Hospodářský růst Spojených států potáhne i nadále domácí poptávka. Spotřeba domácností bude podporována růstem reálných mezd, přičemž plánované daňové škrtky zvýší disponibilní důchod domácností. Ožít by měly v letošním roce i firemní investice, a to především díky zlepšení situace v energetickém sektoru. Čisté exporty zůstanou brzdou. HDP by tak za celý letošní rok měl vzrůst o 2,2 % po loňských 1,6 %. Inflace ve Spojených státech již pravděpodobně v únoru dosáhla svého vrcholu na úrovni 2,7 % a v následujících měsících opět zpomalí. Za celý letošní rok by se v průměru měla pohybovat na úrovni 2,1 %, jádrová inflace pak na 1,9 %. Deflátor osobní spotřeby, preferovaný inflační indikátor Fedu, v únoru poprvé po pěti letech překročil 2% inflační cíl.

USA: firemní investice



Zdroj: BEA, SG Cross Asset Research/Economics

USA: nezaměstnanost



Zdroj: CBO, US Labor Department, SG Cross Asset Research/Economics

Očekávané daňové škrtky podporují americký dolar.

Očekávání dalšího zvýšení úrokových sazeb a výrazného fiskálního stimulu ve Spojených státech nahrává kurzu dolaru. Ten se od listopadu loňského roku drží vůči euru převážně v pásmu 1,04-1,08 USD/EUR. Podle ekonomů SG je dolar v současné době velmi silný. K udržení této pozice by byl třeba úspěch prezidenta Trumpa při prosazování daňové reformy a zásadnější daňové škrtky. Pokud jde o snižování daní fyzických osob a o jejich reformu, panuje mezi republikány shoda. Kontroverznější je ovšem reforma korporátních daní. Důvěra v to, že se Trumpovi podaří prosadit vytyčené cíle, však již byla otřesena na konci března, když nedokázal získat potřebnou podporu ke zrušení současného programu „Obamacare“ (zákon o ochraně pacientů a dostupné péči).

Fed letos zvýší sazby ještě dvakrát.

„Obamacare“ a změny v zákoně Dodd-Frank, jehož úkolem je podporovat finanční stabilitu Spojených států, jsou hlavní legislativní priority prezidenta Trumpa. Jejich dopad do růstu HDP by však byl, alespoň v krátkodobém horizontu, minimální. Dopad daňové reformy a daňových škrtů do reálné ekonomiky je oproti tomu velmi podstatný a představuje v současné době jednu z hlavních nejistot spojených s vývojem v USA. To, v jaké podobě bude nakonec daňová reforma prosazena, bude mít vliv i na politiku americké centrální banky. Ekonomové SG, trh i samotný Fed očekávají do konce letošního roku ještě dvojí zvýšení úrokových sazeb, v příštím roce pak trojí. V případě většího fiskálního stimulu by však mohlo být utažení měnových podmínek v USA ještě výraznější. Už nyní se zástupci Fedu Rosengren a Williams vyjadřují ve smyslu, že v letošním roce může Fed sazby zvýšit ještě třikrát. Pokud jde o další vývoj kurzu eura vůči dolaru, měl by podle našeho názoru do konce roku postupně mírně posilovat. V prosinci ho očekáváme na úrovni 1,10 USD/EUR.

Eurozóna: omezování nákupů aktiv ECB oznámí v září

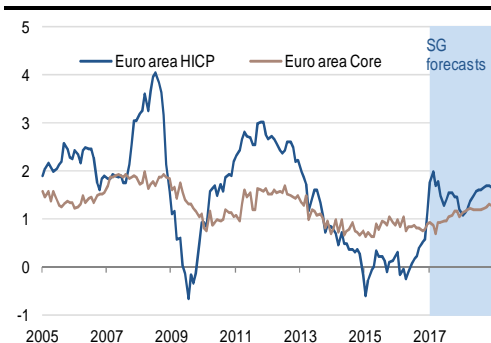
Růst potáhne domácí poptávka.

Růst HDP v eurozóně zůstane tažen domácí poptávkou. Mzdový růst bude nicméně pouze umírněný (1,6 %), zatímco inflace je ve srovnání s loňským rokem výrazně vyšší. Tempo růstu reálného hrubého disponibilního důchodu domácností tedy zpomalí. Mírně zřejmě zpomalí i růst zaměstnanosti. I tak ale důvěra spotřebitelů zůstane pravděpodobně na solidních úrovních, což by mělo vést k nižší míře úspor. Podstatným zdrojem růstu by do budoucna měly být i investice. Ty v roce 2016 přispěly k HDP 0,5 pb. V roce 2017 a 2018 by to mělo být dalších 0,5 pb. I tak ale rozložení investic zůstane velmi nerovnoměrné. 75 % se jich realizuje v Německu, Francii, Itálii a Španělsku. Vzhledem k lepší než očekávané ekonomické výkonnosti německé ekonomiky jsme růst HDP eurozóny pro letošní rok revidovali z 1,5 % na 1,7 %.

Program kvantitativního uvolňování ECB ukončí v září 2018.

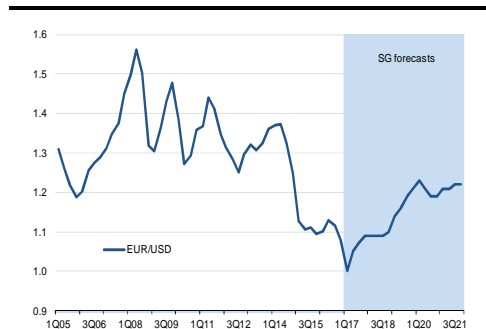
Inflace v eurozóně se v únoru dotkla 2% inflačního cíle ECB, v březnu se však již podle předběžných odhadů opět vrátila k úrovni 1,5 %. Za celý letošní rok by měla podle ekonomů SG dosáhnout v průměru 1,6 %. Inflačního cíle ECB zřejmě nedosáhne ani v letech 2018 - 2021, kdy by se v průměru měla nacházet na 1,5 %. Na nízkých úrovních se drží i jádrová inflace. Její průměr v letošním roce dosáhne 1,0 %, přičemž v období 2018 - 2021 by to mělo být 1,3 %. Nízká inflace je důvodem, proč rétorika ECB zůstává stále holubičí. **K oznámení dalšího omezování odkupů aktiv ECB podle ekonomů SG přistoupí letos v září.** Mělo by se jednat o 20 mld. EUR a proběhnout by mělo v říjnu. Další snížení o 10 mld. EUR by pak mělo následovat v lednu, v březnu, červnu a v září, kdy by měl být celý program ukončen. K výraznější změně ekonomové SG přistoupili, pokud jde o očekávání zvyšování úrokových sazeb. Vzhledem k tomu, že ekonomika eurozóny poroste v roce 2018 nad úroveň svého potenciálního produktu, přičemž recese v USA nastane oproti původním předpokladům o rok později (v roce 2019), **zvýší ECB úrokové sazby už v prosinci 2018.** Další „hike“ by měl následovat v březnu. Poté však úrokové sazby zůstanou až do roku 2021 beze změny.

Eurozóna: inflace (% , y/y)



Zdroj: Eurostat, Datastream, SG Cross Asset Research/Economics

Kurz USD/EUR



Reuters, Datastream, SG Cross Asset Research/Economics

Čína: od H2 17 bude růst zpomalovat

Do kongresu komunistické strany se vládní autority budou snažit udržet co největší stabilitu.

Čínská ekonomika vstoupila do letošního roku dobře. Výrazný nárůst úvěrové aktivity v loňském roce se se zpožděním promítne do vyššího ekonomického růstu v H1 17. To ekonomy SG vedlo k revizi růstu HDP v letošním roce z původních 6,3 % na 6,6 %. Ve druhém pololetí letošního roku se však efekt loňského nárůstu úvěrů vyčerpá a čínská ekonomika začne opět zpomalovat. To, jak se k tomu postaví čínská vláda, by měl napovědět 19. kongres komunistické strany, který proběhne na podzim. Schválení střednědobého růstového cíle HDP pod úroveň 6,5 % by bylo dobrým signálem naznačujícím, že to vláda myslí se strukturálními reformami vážně. Inflace by se měla letos držet pod 3 %, což by mělo čínské centrální bance umožnit, aby ponechala depozitní sazbu beze změny, a to minimálně do podzimního vládního kongresu. Do té doby se vládní autority budou pravděpodobně snažit

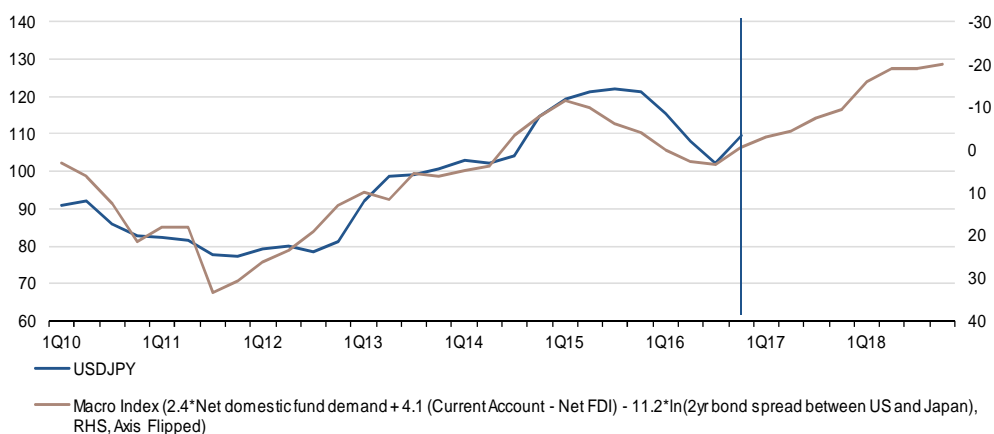
udržet stabilitu na všech úrovních, což znamená, že budou pokračovat v infrastrukturních investicích a budou se snažit uchovat relativně stabilní měnový kurz. Ten by se měl na konci letošního roku nacházet na úrovni 7,2 RMB/USD. Největší riziko by pro čínskou ekonomiku představoval příliš silný dolar, který by mohl donutit čínskou centrální banku uvolnit měnový kurz předčasně. Tento scénář však ekonomové SG nepředpokládají. Naopak se domnívají, že k uvolňování kurzu bude docházet postupně.

Japonsko: japonský jen bude oslabovat

Japonská centrální banka k dalšímu uvolnění měnových podmínek nepřistoupí.

I v letošním roce by se růst japonské ekonomiky měl držet nad úrovní potenciálního produktu. Hlavním motorem by měla zůstat domácí poptávka. Ta je podporována utaženými podmínkami na trhu práce, kdy nedostatek pracovní síly tlačí mzdy směrem nahoru. Růst by letos měly nejen nominální mzdy, ale i ty reálné. Míra nezaměstnanosti by měla i nadále klesat, a to až ke 2,5 %. K domácí spotřebě navíc přispívá i uvolněná fiskální politika. Se zklidněním situace na globálních trzích a slabším jenem se zlepšuje i situace v korporátním sektoru. Nedostatek pracovní síly nutí korporace více investovat, aby si udržely svoji profitabilitu a produktivitu. Míra úspor korporací tak začala opět klesat a postupně by se měla přibližovat nule. Pokles míry úspor korporací do záporu by měl být jedním z faktorů, který povede ke kompletnímu výstupu Japonska z deflace. 2% inflačního cíle japonské centrální banky, však v letošním roce dosaženo nebude. Inflace by se na konci letošního roku měla pohybovat na úrovni 1,0 %. Podle ekonomů SG však japonská centrální banka k dalšímu uvolňování měnové politiky nepřistoupí. Dlouhodobé výnosy dluhopisů se bude nicméně snažit držet kolem 0% úrovně. To bude v situaci, kdy výnosy globálně rostou, vytvářet tlak na další oslabení jenu. Cíl týkající se dlouhodobých výnosů začne centrální banka pravděpodobně zvyšovat až v situaci, kdy jádrová inflace přesáhne 1 % a kurz JPY/USD se bude nacházet nad úrovní 120 JPY/USD. To však pravděpodobně nenastane dříve než v Q1 18.

Jen bude vůči dolaru dále oslabovat



Zdroj: Bloomberg, BoJ, Cabinet Office, SG Cross Asset Research/Economics

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

Výhled pro akciové trhy

Société Générale pokračuje v navyšování váhy globálních akcií ve svém portfoliu z 58 % na 63 %.

Pozitivní výhled pro globální akciové trhy v horizontu následujících 12 měsíců.

Americké akcie se začínají zdát nadhodnocené.

Francouzské a italské akcie mezi nejatraktivnějšími.

Čína a Indie patří mezi preferované asijské trhy.

Rozvíjející se trhy a komodity mají silný pro-růstový potenciál.

Náš výhled pro akciové trhy je založen na předpovědích Société Générale (analýza *Multi Asset Portfolio – back to fundamentals: favour equities, commodities and EM* zveřejněná 21. března). Zlepšující se makroekonomická situace, návrat zdravé inflace a pokračující odklon vlád hlavních světových ekonomik od měnové politiky k fiskálním opatřením jako nástroje další podpory ekonomiky jsou silným impulsem pro pokračující přesun prostředků z drahých dluhopisů do akcií. **Société Générale proto dále zvýšila váhu globálních akcií v portfoliu z 58 % na 63 %.** Naproti tomu snížila váhu státních dluhopisů o 3 pb na 11 % a inflačních dluhopisů o 2 pb na 3 %. Z ostatních tříd aktiv SG ponechala váhu firemních dluhopisů na 10 % a 7% podíl v komoditách. Hotovost zůstala podvážená na úrovni 6 %.

Vzhledem k zlepšujícím se vyhlídkám globální ekonomiky, pokračujícímu růstu inflace a očekávanému postupnému odklonu ECB a ostatních centrálních bank G10 od uvolněné měnové politiky zůstává náš výhled pro většinu akciových indexů pro tento rok pozitivní. Přesun investorů od dluhopisů k akciím a ostatním prorůstovým aktivům bude i nadále podporován potřebou výrazných investic do infrastruktury, očekávaným uvolněním regulace (alespoň v USA) a výraznou akviziční aktivitou. I když největší riziko pro rok 2017 stále představují politické události, po relativním neúspěchu v Rakousku a Nizozemí se šance populistů v důležitých francouzských a německých volbách snižují a nahrávají tak evropským akciovým trhům. Neočekáváme, že by hospodářský útlum v USA měl nastoupit dříve jak ve 2019, a tak by většina globálních akciových trhů měla v následujících dvou letech pokračovat v růstové trajektorii.

S indexy na historických maximech se akcie ve Spojených státech začínají zdát nadhodnocené a v kombinaci s prvním klopýtnutím nového amerického prezidenta při prosazování reformy zdravotnictví **neposkytují výrazný prostor pro zásadní růst.** Přesto očekáváme, že by se index S&P 500 během následujících dvanácti měsíců mohl dostat k hranici 2500 bodů, když bude podporován vyšším ekonomickým růstem, silící inflací a expanzivní fiskální politikou.

Na druhou stranu **evropské akcie, svazované politickými nejistotami, se oproti svým americkým protějškům obchodují se 47% diskontem v porovnání ceny vůči účetní hodnotě.** Prostředí slabšího eura, zlepšujícího se makroekonomického výhledu, rostoucích inflačních očekávání a uvolněnější fiskální politiky by mělo podpořit především růst indexu Euro STOXX 50. **Z ústupu politických rizik by pak mohly profitovat především francouzské a italské akciové indexy, které se zdají být nejvíce podhodnocené.** Britský FTSE 100 by měl rovněž zaznamenat solidní růst, když vyšší ceny komodit a slabší libra by měly kompenzovat negativní dopady Brexitu na domácí ekonomiku.

V Asii se po dekádě čekání vrátil růst zisků a náznak inflační normalizace, což jsme promítli do našich očekávání růstu MSCI Asia indexu v řádu vyšších jednotek procent. Díky předpokládanému oslabování jenu a končící fiskální restrikcí se nám líbí japonské akcie. **Z rozvíjejících se asijských trhů preferujeme čínské a indické akcie.** Ve prospěch čínských akcií hovoří snižující se pravděpodobnost tvrdého přistání čínské ekonomiky, zlepšené výhledy ziskovosti firem, otevření trhu zahraničním investorům či menší citlivost na znehodnocování juanu. V Indii se do rostoucího ohodnocení promítají především strukturální reformy. Taiwan a Korea mohou být potenciálně negativně ovlivněny růstem protekcionismu a uzavřenějším americkým trhem.

Daňové reformy, investice do infrastruktury a další **prorůstová opatření v rozvíjejících se ekonomikách** by v kombinaci se solidním růstem čínské ekonomiky měly **podpořit poptávku**

po aktivech rozvíjejících se tržů a komoditách. SG výrazně zvýšila váhu akcií rozvojových tržů z 2 na 7 % a zdvojnásobila expozici na měny rozvíjejících se ekonomik na 13 %. Relativně **nízké investice do těžebních kapacit a posilující poptávka po surovinách by měly nahrávat růstu cen komodit**, ve kterých SG v rámci portfolia drží výrazných 7 %. Růstový potenciál mají i komoditní měny, které v poslední době zaostávaly za růstem cen komodit.

Cíle SG a KB pro akciové indexy

Index	Aktuálně 7.04.	VI.17 odhad	IX.17 odhad	XII.17 odhad	III.18 odhad	XII.18 odhad	změna 1 rok (%)
S&P 500 (USA)	2 359	2 400	2 425	2 450	2 475	2 500	4,9
DJ Stoxx 600 (Evropa)	381	390	400	410	415	440	9,0
FTSE 100 (V.Británie)	7 339	7 600	7 800	8 000	8 200	8 600	11,7
CAC 40 (Francie)	5 127	5 250	5 400	5 500	5 600	6 000	9,2
DAX 30 (Německo)	12 209	12 250	12 500	12 750	13 000	13 500	6,5
FTSE MIB (Itálie)	20 295	21 000	21 500	22 000	22 500	24 500	10,9
IBEX 35 (Španělsko)	10 502	10 500	10 800	11 000	11 200	11 800	6,6
Nikkei 225 (Japonsko)	18 665	19 800	20 400	20 800	21 000	21 800	12,5
HSCEI (Čína)	10 274	10 600	10 800	11 200	11 300	11 800	10,0
Hang Seng (Hongkong)	24 267	24 500	24 800	25 200	25 300	25 800	4,3
KOSPI (Jižní Korea)	2 152	2 140	2 120	2 140	2 150	2 160	-0,1
SENSEX (Indie)	29 707	30 000	30 600	31 500	32 000	33 500	7,7
PX (KB/SG, tržní ceny)	984	960	980	1 010	1 030	1 112	4,7
PX (KB/SG, konsensus)	984	960	990	1 020	1 050	1 134	6,7

Zdroj: SG Cross Asset Research (Multi Asset Portfolio z 21. března 2017); Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

SG k cyklickým spotřebním sektorům a stavebnictví nově přidává zbrojní průmysl.

Zlepšující se vyhlídky **hospodářského oživení** v EMU, návrat inflace a snižující se nezaměstnanost i nadále **podporují především cyklická odvětví**. Ze spotřebních sektorů zůstává naším favoritem **automobilový sektor a jeho dodavatele**. Příklon k fiskálním nástrojům a růst investic do infrastruktury by měl podpořit **stavebnictví a výrobce stavebních materiálů**. Rostoucí tlak amerického prezidenta na plnění zbrojních výdajů členů NATO, asertivní zahraniční politika Ruska a Brexit by měly být hlavními katalyzátory **rostoucích výdajů zemí evropské unie na obranu**. SG tak nově doporučuje **nadvážít letecký a zbrojní průmysl**. Další zvyšování úrokových sazeb v USA a předpokládané snižování odkupu aktiv ECB by pak mělo vytvořit příznivé podmínky pro **pojišťovny a banky**.

Rostoucí úrokové sazby nesvědčí zadluženým telekomunikacím a utilitám.

Mezi poražené v současných podmínkách patří především telekomunikace a utility, které SG i nadále doporučuje podvázat. **Telekomunikační sektor**, i přes průměrný 5% dividendový výnos, který nepovažujeme za dlouhodobě udržitelný, **zatěžuje rostoucí potřeba investic** a omezené možnosti budoucího růstu. **Utilitám s vysokým průměrným zadlužením a slabým růstem zisku nesvědčí vyhlídky budoucího zvyšování úrokových sazeb**.

Náš výhled pro český akciový trh je pozitivní.

Podobně jako globální akciové trhy by pražská burza mohla v ročním horizontu růst ve vyšších jednotkách procent. Používáme přístup na základě ocenění jednotlivých firem, protože index PX se skládá z pouhých 13 akciových titulů, přičemž čtyři největší z nich mají dohromady zhruba 70% váhu v tržním indexu. Z nejobchodovanějších akcií aktivně pokrýváme (včetně SG) devět 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 roční růst o zhruba 6-7 % (viz tabulka výše) s odhadovaným dividendovým výnosem na úrovni 6 %.

Jako nejatraktivnější na pražském parketu vidíme finanční tituly.

Mezi nejatraktivnější tituly na pražské burze řadíme akcie finančních firem. Z finančních institucí kótovaných na pražské burze pokrýváme s nákupním doporučením akcie **MONETA Money Bank** a **VIG**, nabízející celkový výnos 16 %. Akcie **Erste Group Bank** pokrývají s doporučením *Koupit* kolegové z SG a předpovídají celkový výnos pro akcionáře 20 %. Evropský bankovní sektor je podle našeho názoru podhodnocený a měl by těžit z rostoucích inflačních očekávání. České banky jsou navíc velmi dobře kapitalizované. Akcie pojišťoven by

pak měly vedle vyšší inflace podpořit i zvýšené výnosy na dluhopisovém trhu, což předpovídají naši ekonomové.

Z ostatních emisí **doporučujeme nakupovat** akcie **Pegas Nonwovens, Philip Morris Czech Republic a CME**. Podle našich odhadů akcie výrobce tabáku nabízejí velmi atraktivní dividendový výnos téměř 6 %. Výrobce netkaných textilií Pegas by měl těžit z budoucího rozšíření výrobních kapacit a úspor nákladů. Akcie mediální skupiny CME by měly růst díky pokračujícímu zlepšování hospodářských výsledků, podpořeným růstem mediálních trhů střední a východní Evropy, a výraznému snížení úrokových nákladů. Pro ostatní akcie máme doporučení *Držet*.

Richard Miřátský
+420 222 008 560
richard_miratsky@kb.cz

Očekávané korporátní události v nadcházejících měsících

Datum	Společnost	Událost
17. duben	O2 Czech Republic	Poslední obchodní den s nárokem na dividendu
18. duben	Philip Morris ČR	Poslední obchodní den s nárokem na dividendu
19. duben	Vienna Insurance Group	Výroční zpráva za rok 2016
20. duben	Fortuna Entertainment Group	Výroční zpráva za rok 2016
24. duben	Moneta Money Bank	Řádná valná hromada akcionářů
26. duben	Fortuna Entertainment Group	Mimořádná valná hromada akcionářů
27. duben	Unipetrol	Výsledky hospodaření za Q1 2017
28. duben	O2 Czech Republic	Výsledky hospodaření za Q1 2017
28. duben	Pegas Nonwovens	Výroční zpráva za rok 2016
28. duben	Philip Morris ČR	Řádná valná hromada akcionářů
3. květen	CME	Výsledky hospodaření za Q1 2017
5. květen	Erste Group	Výsledky hospodaření za Q1 2017
5. květen	O2 Czech Republic	Poslední obchodní den s nárokem na dividendu
10. květen	O2 Czech Republic	Řádná valná hromada akcionářů
11. květen	ČEZ	Výsledky hospodaření za Q1 2017
11. květen	Pegas Nonwovens	Výsledky hospodaření za Q1 2017
11. květen	Moneta Money Bank	Výsledky hospodaření za Q1 2017
11. květen	Fortuna Entertainment Group	Výsledky hospodaření za Q1 2017
12. květen	Vienna Insurance Group	Řádná valná hromada akcionářů
15. květen	MSCI	Oznámení rebalance indexů MSCI
16. květen	Vienna Insurance Group	Poslední obchodní den s nárokem na dividendu
19. květen	Vienna Insurance Group	Výplatní den pro dividendu
22. květen	Erste Group	Poslední obchodní den s nárokem na dividendu
23. květen	Vienna Insurance Group	Výsledky hospodaření za Q1 2017
26. květen	Erste Group	Výplatní den pro dividendu
29. květen	Philip Morris ČR	Výplatní den pro dividendu
1. červen	MSCI	Platnost nové rebalance indexů MSCI
9. červen	O2 Czech Republic	Výplatní den pro dividendu
15. červen	Pegas Nonwovens	Řádná valná hromada akcionářů

Zdroj: Bloomberg, společnosti

Zahraniční trhy

S&P 500 (USA)

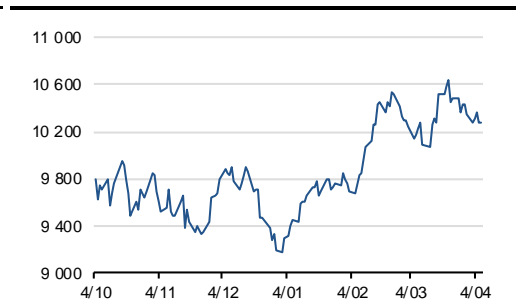
Zdroj: Bloomberg

Stoxx 600 (Evropa)

Zdroj: Bloomberg

Nikkei 225 (Japonsko)

Zdroj: Bloomberg

HSCEI (Čína)

Zdroj: Bloomberg

WIG 20 (Polsko)

Zdroj: Bloomberg

BUX (Maďarsko)

Zdroj: Bloomberg

Utility
ČEZ

Výsledky za 2016 mírně nad očekáváním, další pokles ziskovosti v 2017

Držet

Cena 10.04.17	432 CZK
12m cíl	448 CZK
Pot. růst ceny	3,8 %
Dividenda	35 CZK
Celkový výnos	11,9 %

Sektorové doporučení

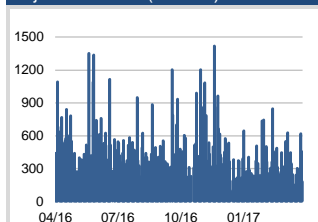
Snížit váhu

Typ investice

Expozice vůči cenám komodit	✓
Vysoký dividendový výnos	✓

Roční vývoj ceny akcí

Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)

Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC	CEZsp.PR	Bloom	CEZ CP
52týdenní rozmezí	387 - 477,2		
Tržní kap. (mld. CZK)	231,6		
Tržní kap. (mld. EUR)	8,7		
Volné obchod. (%)	30		
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	-2,2	1,6	7,1
Relativně k PX	-3,3	-4,4	-2,1

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/CEZ_Analyza<http://bit.ly/CEZczk>**Výsledky ČEZ za Q4 16**

mld. Kč	Q4 15	Q4 16	změna	odhad KB	konsensus*
Tržby	59,56	58,60	-2%	58,60	56,25
EBITDA	16,82	14,30	-15%	13,05	13,05
Provozní zisk	4,34	4,50	4%	4,38	4,73
Čistý zisk	3,90	-0,10	-103%	1,82	2,30
Upravený čistý zisk	9,10	2,90	-68%	1,92	1,54

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *odhad v průzkumu ČEZ mezi 13 analytiky včetně KB

Výsledky hospodaření: Výsledky společnosti za Q4 a celý rok 2016 **překročily výhled společnosti i očekávání trhu, nicméně skončily hluboko pod výsledky předchozího roku.** Díky nárůstu výroby elektřiny z uhlých a plynových zdrojů a vyšším prodejem plynu a tepla klesly tržby společnosti pouze o několik málo procent a za celý rok 2016 dosáhly 203,7 mld. CZK. Ziskovost společnosti však byla výrazně negativně ovlivněna nižšími cenami silové elektřiny a dlouhými odstávkami jaderných zdrojů. **V porovnání s rokem 2015 klesla EBITDA o 11 % na 58,1 mld. CZK.** Snížení čistého zisku skoro o třetinu na 14,6 mld. CZK negativně ovlivnily jednorázové odpisy goodwillu, tvorba opravných položek, výrazné oslabení turecké liry a přecenění opce na akcie MOL. **Po očištění o jednorázové položky čistý zisk dosáhl 19,6 mld. CZK. Management společnosti navrhl výplatu dividendy za rok 2016 ve výši 33 CZK** na akcii, 7 CZK pod úroveň dividendy vyplácené v minulých letech (úplný komentář k výsledkům <http://bit.ly/CEZ16vysl>).

Další snížení výhledu: ČEZ v tomto roce očekává **další snížení EBITDA na 52 mld. CZK a čistého zisku na 12-15 mld. CZK.** Vzhledem k plánu navýšení výroby z jaderných zdrojů na 28 TWh z loňských 24 TWh **vnímáme výhled společnosti jako konzervativní.** Navíc čistý zisk by mohly podpořit jednorázové položky jako kompenzace od SŽDC (1,1 mld. CZK) a prodej elektrárny Počerady (až 4 mld. CZK), bytového fondu v Praze (1 mld. CZK) nebo akcií MOL (3,4 mld. CZK).

Prodej akcií MOL: Nedávný prodej 7,7 mil. akcií MOL **přinese společnosti zisk 3,4 mld. CZK.** Výnos z prodeje bude použit na splacení konvertibilních dluhopisů, které ČEZ na akcie vydal v roce 2014 (více o transakci zde http://bit.ly/CEZ_MOL).

ČEZ je proti posílení koruny zajištěn: ČEZ generuje většinu výnosů z velkoobchodního prodeje elektřiny v eurech. Negativní vliv případného posílení koruny by však z velké části kompenzoval přeceněním svého eurového dluhu. Výše přirozeného měnového zajištění tak pro rok 2017 dosahuje 85 % a dohromady s finančním zajištěním celkové krytí expozice 95 % (více zde <http://bit.ly/CEZczk>).

Hlavní rizika: Nižší než očekávané ceny elektřiny, pokračující výrobní problémy, vyšší než očekávané investice, méně štedrá dividendová politika.

Očekávané události: Oznámení výsledků hospodaření ČEZ za první čtvrtletí roku 2017 je plánované na 11. května 2017.



Richard Míráský
(420) 222 008 560
richard_miratsky@kb.cz

| Média |

CME

Zlepšené výsledky a výrazné snížení úroků – změnili jsme doporučení na *Koupit*

Koupit

Cena 10.04.17 **2,95 USD**
74,3 CZK12m cíl **3,7 USD**
88,4 CZKPot. růst ceny **25,4 %**Dividenda **0,0 USD**
0,0 CZKCelkový výnos **25,4 %**

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

Cyklické odvětví

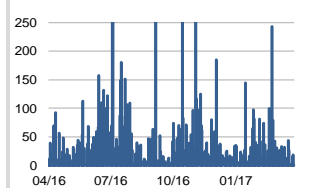


Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC CETVsp.PR	Bloom CETV CP
52týdenní rozmezí	49 - 81,8
Tržní kap. (mil. CZK)	10,7
Tržní kap. (mil. USD)	423
Volně obchod. (%)	44
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	-4,5 15,5 16,0
Relativně k PX	-5,7 8,7 6,1

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

<http://bit.ly/CMEanalýza>http://bit.ly/CME_100

Výsledky CME za Q4 16

mil. USD	Q4 15	Q4 16	změna	Odhad KB	Konsensus
Tržby	195,6	207,1	5,9%	214,7	201,6
OIBDA	56,2	61,3	9,1%	68,5	62,5
Provozní zisk	46,5	51,6	11,0%	57,9	53,7
Čistý zisk	-11,4	21,1	n/m	29,4	20,1

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

Změnili jsme doporučení na *Koupit*: Předpokládáme, že **zlepšené hospodářské výsledky** podpořené **pozitivním vývojem na mediálních trzích** střední a východní Evropy a **výrazné snížení úrokových nákladů** díky loňskému refinancování dluhu a nedávné dohodě s Time Warner na snížení poplatků za garance **umožní společnosti postupně snižovat vysoké zadlužení**, které výrazně snižuje ohodnocení společnosti. Solidní finanční výsledky za rok 2016, slibný výhled na budoucí růst a výrazné snížení úrokových nákladů vytváří potenciál pro další růst ceny akcií společnosti. Po zohlednění těchto pozitivních vlivů v našich modelech a projekcích jsme 10. března **zvýšili cílovou cenu akcií společnosti na 3,7 USD a změnili doporučení na *Koupit*** (celá analýza zde <http://bit.ly/CMEanalýza>).

Výsledky za rok 2016: Společnosti se v loňském roce podařilo zvýšit tržby o 5,3 % na 638 mil. USD i ziskovost OIBDA o 22,2 % na 150 mil. USD především díky výraznému nárůstu tržeb i ziskovosti na svých hlavních trzích v Rumunku, České republice a na Slovensku. Díky silné tvorbě provozního cash flow došlo k zastavení růstu zadlužení a díky úspěšnému refinancování dluhu a dohodě s Time Warner společnost výrazně prodloužila splatnosti a snížila průměrnou úrokovou míru (více zde http://bit.ly/CME_100). Přestože čistý zisk pozitivně ovlivnilo výrazné snížení dluhové služby, společnost vykázala za rok 2016 vysokou čistou ztrátu 180 mil. USD, především kvůli nákladům na refinancování dluhu. Ačkoliv tyto náklady byly nepeněžního charakteru a neovlivnily tak tvorbu cash flow, vnímáme negativně záporné vlastní jmění, které vysoká ztráta na úrovni čistého zisku způsobila (více zde http://bit.ly/CME_Q416).

Střednědobá strategie: Očekáváme postupné zlepšování výsledků hospodaření CME z důvodu konvergence výdajů na televizní reklamu v zemích střední a východní Evropy k úrovním běžným v západní Evropě. Rostoucí provozní ziskovost v kombinaci se snižujícími se úrokovými náklady umožní společnosti návrat k čistému zisku a postupné snižování zadlužení.

Rizika: Mezi hlavní rizika proti našemu doporučení patří zhoršení makroekonomických podmínek v zemích střední a východní Evropy, posilování amerického dolaru, růst úrokových sazeb nebo nařazení akciových podílů.

Očekávané události: Výsledky hospodaření za první čtvrtletí roku 2017 by měly být oznámeny 3. května 2017.



Richard Mírátský
(420) 222 008 560
richard_miratsky@kb.cz

Sportovní sázky

Fortuna

Akvizice na Balkáně a odchod z pražské a varšavské burzy

Držet

Cena 10.04.17	105,5 CZK
12m cíl	96,0 CZK
Pot. růst ceny	-9,0 %
Dividenda	0 EUR
	0,0 CZK
Celkový výnos	-9,0 %

Sektorové doporučení

Není doporučení

Typ investice

Defenzivní

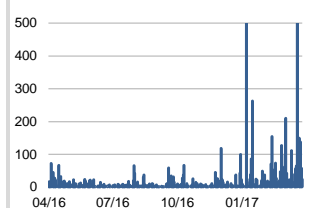


Roční vývoj ceny akcie



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC FOREsp.PR	Bloom FOREG CP
52týdenní rozmezí	74,2 - 110
Tržní kap. (mld. CZK)	5,5
Tržní kap. (mil. EUR)	208
Volně obchod. (%)	33
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	4,6 19,7 21,0
Relativně k PX	3,4 12,7 10,5

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/Fa_analyza
<http://bit.ly/Fa2016>

Výsledky Fortuny za rok 2016

mil. EUR	2015	2016	změna	odhad KB	konsensus
přijaté sázky	847,7	1039,6	22,6%	1041,2	1036,4
hrubé výhry	147,4	163,0	10,6%	165,5	165,4
tržby	102,8	106,2	3,3%	105,8	na
EBITDA	27,2	22,1	-18,8%	22,9	23,1
provozní zisk	22,6	16,7	-26,1%	17,5	na
čistý zisk	19,5	11,2	-42,6%	12,1	13,5

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

Výsledky: V roce 2016 společnosti **vzrostl objem přijatých sázek o 22,6 % na 1,04 mld. EUR** a především **díky růstu sportovního sázení po internetu a přes mobilní zařízení překročil očekávání managementu i trhu. Z regionů nejvíce expandovalo Slovensko, kde přijaté sázky díky zrušení manipulačního poplatku pro sázení na internetu vzrostly o 28,7 % na 334,5 mil. EUR. V České republice, největším trhu společnosti, rostly přijaté sázky slušným 21,5% tempem a dosáhly 561,3 mil. EUR.** I přes výrazný nárůst přijatých sázek ziskovost společnosti **prudce oslabila, když EBITDA klesla o 18,8 % na 22,1 mil. EUR a čistý zisk o 42,6 % na 11,2 mil. EUR.** Ziskovost tak zaostala za výhledem společnosti i očekáváním trhu především díky 11% nárůstu provozních nákladů z důvodů zvýšených personálních nákladů a náběhu sponzorské smlouvy s Fotbalovou asociací České republiky. Pro rok 2017 společnost očekává růst celkových přijatých sázek k 1,3 mld. EUR a růst EBITDA o 20–25 % (více zde <http://bit.ly/Fa2016>).

Akvizice: Fortuna na konci února **koupila podíly společnosti Hattrick Sports Group** v rumunské sázkové kanceláři Casa Pariurilor, chorvatské PSK a španělské Luckia **za 85 mil. EUR.** Ze strategického pohledu jde o zásadní rozšíření působnosti společnosti na jihoevropském sázkařském trhu a doplňuje tak stávající aktivity společnosti. Následně společnost také odkoupila sázkařské aktivity od ostatních entit v rámci skupiny Penta za přibližně 50 mil. EUR. Obě akvizice budou financovány bankovním dluhem, a tak předpokládáme, že by ukazatel zadluženosti čistý dluh/EBITDA mohl vzrůst až na 3,5x, což lze považovat stále za únosné (více zde http://bit.ly/Fortuna_Hattrick).

Odkup minoritních podílů: Majoritní vlastník Fortuny, Fortbet Holdings ze skupiny Penta, 31. března informoval o záměru odkoupit od minoritních akcionářů zbývající zhruba 32% podíl. Společnost Fortbet nabídla cenu 98,69 CZK, resp. 15,43 PLN za akcii. Odkup by měl být zahájen na pražském i varšavském trhu 21. dubna a nabídkové období skončí 20. června. Vzhledem k tomu, že společnost je registrována v Holandsku, musí pro potenciální vytěsnění minoritních akcionářů získat 95% podíl. Nabídnutou cenu vnímáme jako nízkou a předpokládáme, že pro získání 95% podílu ji bude muset majoritní vlastník navýšit.

Rizika: Růst zdanění hazardu, nejistota ohledně výše investičních výdajů, neochota opětovně zavést zajímavou dividendovou politiku.

Očekávané události: Výsledky hospodaření za Q1 2017 budou oznámeny 11. května 2017.



Richard Miřátský
(420) 222 008 560
richard_miratsky@kb.cz

Bankovníctví

MONETA Money Bank

Management navrhnul dividendu ve výši 9,8 CZK na akcii

Koupit

Cena 10.04.17	88,1 CZK
12m cíl	90,0 CZK
Pot. růst ceny	2,2 %
Dividenda	9,8 CZK
Celkový výnos	13,3 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

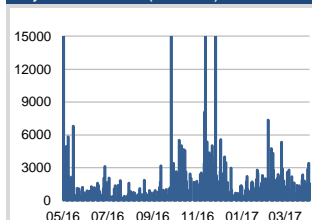
Vysoký dividendový výnos	✓
Citlivost na hospodářský růst	✓

Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akcii

RIC	MONET.PR	Bloom	MONET	CP
52týdenní rozmezí		68	-	90,8
Tržní kap. (mld. CZK)			45,0	
Tržní kap. (mil. EUR)			1696	
Volné obchod. (%)			57,49	
Výkon (%)	1m	3m	12m	
Akcie	4,8	7,7	n/a	
Relativně k PX	3,6	1,4	n/a	

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/MONET_1609
http://bit.ly/MONET_1702

Výsledky MONETA Money Bank za čtvrtý kvartál

mil. CZK	Q4 15	Q4 16	Změna	Odhad KB	Konsensus
Čistý úrokový výnos	2 306	1 973	-14,4%	1 990	2 048
Čistý výnos z poplatků a provizí	605	472	-22,0%	493	506
Celkové provozní výnosy	2 994	2 720	-9,2%	2 599	2 746
Čistý zisk	1 003	867	-13,6%	756	775
Zisk na akcii	1,97	1,70	-13,7%	1,48	1,52

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, konsensus MONETA Money Bank

MONETA Money Bank překvapila za čtvrtý kvartál vyšším než očekávaným ziskem,

nicméně čistý úrokový i neúrokový výnos byl horší, což kompenzoval vyšší výnos z finančních transakcí. Celkově se podařilo firmě splnit všechny cíle vytyčené managementem a zároveň potvrdila i vysokou kapitálovou vybavenost. O největší překvapení se postarala navrhnutá dividendu ve výši 9,8 CZK na akcii.

Výhled společnosti pro letošní rok za příliš optimistický nepovažujeme a zaostává za

průměrnými odhady trhu. Management očekává zisk na úrovni minimálně 3,4 mld. CZK (konsensus 3,56 mld. CZK), provozní zisk v minimální výši 10,3 mld. CZK (k. 10,7 mld. CZK). Na konferenčním hovoru dále zaznělo, že zde bude stále silný tlak na pokles čisté úrokové marže a k výraznějšímu poklesu by mělo docházet především v retailovém segmentu. Rok 2018 by pak měl být dle CEO obrátovým, ačkoliv nechtěl komentovat, zda bude čistý zisk v tomto roce již vyšší či nikoliv. Náš výhled je pouze mírně optimističtější oproti nastaveným cílům managementu. Očekáváme další pokles čistého úrokového i neúrokového výnosu s nepříznivým dopadem na čistý zisk.

Dividendová politika: Navrhnutý objem k výplatě dividendy v celkové výši 5 mld. CZK

představuje 123 % čistého zisku, k čemuž pomohlo uvolnění dodatečného kapitálu v souvislosti s řízením rizikově vážených aktiv. Dividendový výnos tak k aktuální ceně představuje 11,4 %. Management zopakoval, že jeho střednědobou dividendovou politikou je výplata na minimální úrovni 70 % čistého zisku. Můžeme se však domnívat, že dodatečný kapitál může být zdrojem vyšší výplaty dividendy i v následujících letech.

Rizika: Jako hlavní riziko stále považujeme prostředí nízkých úrokových sazeb s dopadem

na klesající úrokové marže. Objem obchodů se daří navyšovat, což je nyní jeden z hlavních pilířů strategie společnosti, což částečně pomáhá kompenzovat nižší marže. Pokud by růst dále nezrychloval, představovalo by to nepříznivý dopad do hospodaření firmy. Aktuálním rizikem jsou i navrhované daňové změny ze strany ČSSD. Daňová sazba by se lišila od výše aktiv, v případě Monety by se mohlo jednat o dodatečný odvod 300 mil. CZK.

Akvizice Unicredit ČR&SR: V médiích se v nedávné době objevily informace o Monetě

jako možném kupci české a slovenské Unicredit. Dle nás není akvizice reálná vzhledem k velikosti obou subjektů a vyžadovala by ze strany Monety navyšování kapitálu. Navíc se domníváme, že akvizice této banky plně nezapadá do její strategie, která se chce nyní soustředit především na zvýšení podílu v oblasti retailového bankovníctví.

Očekávané události: 24. dubna se uskuteční valná hromada akcionářů. Výsledky za Q1 17

banka oznámí 11. května.



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

Telekomunikace

O2 Czech Republic

Po dosažení cílové ceny a výsledcích za Q4 16 jsme snížili doporučení na *Držet*

Držet

Cena 10.04.17	292 CZK
12m cíl	267 CZK
Pot. růst ceny	-8,6 %
Dividenda	21 CZK
Celkový výnos	-1,4 %

Sektorové doporučení
Snížit váhu

Typ investice

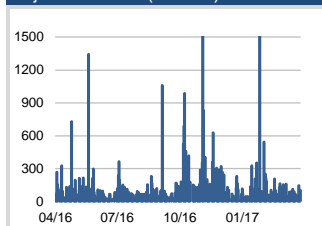
Defenzivní	✓
Vysoký dividendový výnos	✓

Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC SPTTsp.PR	Bloom TELECP
52týdenní rozmezí	197,3 - 292,3
Tržní kap. (mld. CZK)	90,3
Tržní kap. (mil. EUR)	3399
Volně obchod. (%)	28
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	6,3 8,6 16,4
Relativně k PX	5,1 2,2 6,4

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/O2CR_1612
http://bit.ly/O2CR_1701

Výsledky O2 za Q4 16

mld. CZK	Q4 15	Q4 16	Změna	Odhad KB	Konsensus
Tržby	9,70	9,83	1,4%	9,76	9,69
EBITDA	2,63	2,60	-1,1%	2,65	2,60
provozní zisk	1,75	1,69	-3,4%	1,79	1,69
čistý zisk	1,35	1,25	-7,8%	1,39	1,34

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

Čtvrtletní výsledky hospodaření za Q4 16 vesměs naplnily očekávání trhu, ale mírně zaostaly za našimi odhady. Za výsledky stály nepatrně vyšší tržby, naproti tomu ale čistý zisk byl o něco nižší. Z tohoto pohledu může být mírným zklamáním výše EBITDA marže, která za čtvrtý kvartál dosáhla 26,5 %. Management navrhl dividendu ve výši 17 CZK na akcii k již dříve oznámené distribuci emisního ážia na úrovni 4 CZK.

Celoroční výsledky: Čistý zisk za loňský rok vzrostl o 3,6 % na 5,3 mld. CZK, EBITDA pak byla vyšší o 3,0 % a činila 10,5 mld. CZK. EBITDA marže vzrostla o 0,7 pb na 27,9 %. Tím se podařilo společnosti splnit cíl stanovený managementem.

Dopad na předpovědi a změna doporučení: Společnost výhled na letošní rok nezmínila a nijak nekomentovala. My jsme výhled pro letošní rok nijak nezměnili, když při prakticky nulovém růstu tržeb očekáváme mírné zlepšování provozní marže a nepatrný růst čistého zisku. Otázkou však zůstává výše řádné dividendy, jejíž navrhnutá úroveň je oproti našim odhadům o 1 CZK nižší. Do budoucna předpokládáme stabilní výši celkové distribuce akcionářům, což by znamenalo posun trajektorie níže. V reakci na tyto zprávy a dosažení naší cílové ceny jsme na konci ledna snížili naše doporučení z *Koupit* na *Držet*.

Novela telekomunikačního zákona: Poslanecká sněmovna schválila novelu zákona o elektronických komunikacích. Ta však neupravuje koncové ceny pro maloobchodní zákazníky. Současná regulace může mít dopad pouze na úrovni velkoobchodních cen, nicméně i zde je prostor velmi limitovaný. Pokud bude novela telekomunikačního zákona schválena v aktuálním znění, vliv na ocenění akcií O2 Czech Republic bude pouze marginální. Více k tématu viz http://bit.ly/O2CR_1703.

Roamingové poplatky: K polovině června by měly v Evropě skončit definitivně roamingové poplatky. Jedná se o další tlak na telekomunikační operátory dále snižovat ceny za poskytované služby. Chybějící roamingové poplatky však budou firmy pravděpodobně alespoň částečně kompenzovat v oblasti dat.

Rizika: Za největší riziko považujeme přísnější regulaci. Potenciální vstup nového operátora představuje další riziko, přestože může být do určité míry limitované tím, že se O2 poměrně dobře daří převádět své zákazníky z předplacených služeb na smluvní, což do určité míry snižuje tlak odchodu stávajících zákazníků k novému operátorovi.

Očekávané události: Společnost zveřejní výsledky hospodaření za první kvartál letošního roku 28. dubna. Poslední den s nárokem na dividendu je stanoven na 5. května. Valná hromada akcionářů se uskuteční 10. května.



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

| Textil |

Pegas Nonwovens

Management navrhnul zvýšení dividendy na 1,30 EUR na akcii

Koupit

Cena 10.04.17	836 CZK
12m cíl	863 CZK
Pot. růst ceny	3,2 %
Dividenda	1,3 EUR
	34,5 CZK
Celkový výnos	7,4 %

Sektorové doporučení

Neutrální

Typ investice

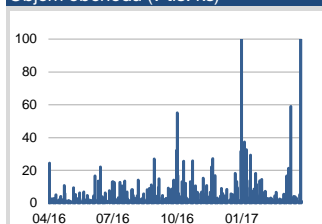
Vysoký dividendový výnos	✓
Nízká tržní kapitalizace	✓

Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC	PGSN.PR	Bloom	PEGAS CP
52týdenní rozmezí			702,5 - 870
Tržní kap. (mld. CZK)			7,7
Tržní kap. (mil. EUR)			291
Volně obchod. (%)			99
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	0,2	9,3	3,3
Relativně k PX	-1,0	2,8	-5,6

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/Pegas_1605

http://bit.ly/Pegas_1703

Výsledky Pegasu za Q4 16

mil. EUR	Q4 15	Q4 16	Změna	Odhad KB	Konsensus
Tržby	59,56	48,58	-18%	52,08	52,07
EBITDA	14,58	12,58	-14%	12,21	11,59
Provozní zisk	10,47	8,52	-19%	7,94	7,71
Čistý zisk	8,15	1,82	-78%	9,46	8,02

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

Výsledky hospodaření Pegasu Nonwovens na provozní úrovni mírně překonaly naše i tržní očekávání. Pokles tržeb byl však výraznější, což ale souviselo s propadem cen polymerů. EBITDA za Q4 16 ve výši 12,6 mil. EUR pomohla k celoročnímu výsledku ve výši 46,7 mil. EUR, čímž se podařilo splnit výhled managementu na úrovni 43 až 49 mil. EUR. EBITDA marže za rok 2016 dosáhla 22,6 % a byla meziročně výrazně vyšší, a to o 3,3 pb. Značně nižší čistý zisk byl způsoben vykázanými nerealizovanými kurzovými změnami, a to v souvislosti s vývojem egyptské libry, která ve čtvrtém kvartále znatelně devalvovala.

Výhled společnosti: Management očekává letošní EBITDA v rozmezí 43 až 50 mil. EUR. My předpokládáme její zvýšení o necelá čtyři procenta na téměř 48,5 mil. EUR. Zároveň si myslíme, že vzhledem k rozjezdu nové výrobní linky by byl jakýkoliv pokles pod loňskou úroveň zklamáním. Usuzujeme tak, že vytyčená spodní hranice na 43 mil. EUR je velmi konzervativním odhadem a určitou pojistkou proti růstu cen polymerů a potenciálnímu zhoršení výhledu managementem.

Investice: Management pro letošní rok očekává investiční výdaje do 30 mil. EUR. Investice na běžný provoz by měly činit zhruba 4,5 mil. EUR. Okolo 5 mil. EUR odhadujeme na dokončení investice ve Znojmě a zbytek by měl být určen pro nový závod v Jihoafrické republice, který by měl přijít celkově na 30 až 35 mil. EUR. Pegas v této souvislosti podepsal dohodu o porozumění se svým dodavatelem technologie. Závod by měl být v komerčním provozu od roku 2019 a jeho kapacita bude 10 tis. tun. Uzavření finální smlouvy na dodávku technologie je předpokládáno v červenci 2017. Podpis memoranda je podle nás potvrzením toho, že se managementu daří vyjednávat odbyt z tohoto závodu s novými potenciálními zákazníky. Věříme, že by v současné době mohl mít management dlouhodobě nasmlouváno více jak 50 % výrobní produkce. Více viz http://bit.ly/Pegas_1704.

Dividendová politika: Management v souladu s očekáváním rozhodl o zvýšení dividendy o 5 centů na 1,30 EUR na akcii. Očekáváme i do budoucna, že přes probíhající investice bude Pegas pokračovat ve své progresivní dividendové politice.

Emise seniorních nezajištěných dluhopisů: Prostředky budou použity primárně na refinancování veřejné emise dluhopisů v listopadu 2018. Dluhopisy v objemu 50 mil. EUR jsou splatné 20. ledna 2024 a kupón činí 1,875 %. Emise splatná v listopadu 2018 nese kupón 2,85 %.

Rizika: Výrazně rostoucí ceny polymerů a nižší investice považujeme za největší rizika. CEO František Řezáč uvedl, že po delším období stability by management nepřekvapil růst cen.

Očekávané události: Výsledky hospodaření za první čtvrtletí letošního roku by měly být oznámeny 11. května. Řádná valná hromada akcionářů se uskuteční 15. června.



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

| Tabák |

Philip Morris ČR

Výsledky překonaly očekávání, nový protikuřácký zákon může zpomalit růst tržeb a zisku

Koupit

Cena 10.04.17 **13870 CZK**
 12m cíl **13500 CZK**
 Pot. růst ceny **-2,7 %**
 Dividenda **1000 CZK**
 Celkový výnos **4,5 %**

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

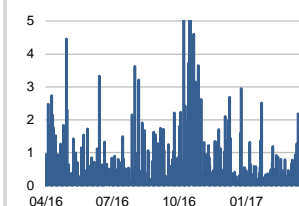
Vysoký dividendový výnos ✓

Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC TABKsp.PR	Bloom	TABAK CP
52týdenní rozmezí	11910	13973
Tržní kap. (mld. CZK)	38,4	
Tržní kap. (mil. EUR)	1445	
Volně obchod. (%)	22	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	3,5	7,4 3,5
Relativně k PX	2,2	1,1 -5,4

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/PM_analyza
http://bit.ly/PM_IQOS

Výsledky PMČR za rok 2016

mld. CZK	2015	2016	změna	Odhad KB	Konsensus*
Tržby	10,87	11,45	5,4%	11,31	11,27
EBITDA	3,70	4,16	12,6%	3,67	3,72
Provozní výsledek	3,20	3,47	8,3%	3,16	3,21
Čistý zisk	2,57	2,77	7,8%	2,53	2,58

Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, *průzkum Thomson Reuters

Výsledky hospodaření: Výsledky společnosti Philip Morris ČR za loňský rok překonaly očekávání. **Konsolidované tržby oproti 2015 vzrostly o 5,4 % na 11,5 mld. CZK.** Nejvíce k růstu přispěly zvýšené prodeje v České republice, kde objem prodaných cigaret stoupl o 3,9 %, přestože celý trh cigaret stagnoval. Společnosti se dařilo i ve výrobních službách, jejichž výnosy se zvýšily o 10,2 % na 2,7 mld. CZK. Přestože celkový trh cigaret na Slovensku poklesl o cca 0,3 %, společnost zde udržela tržby na úrovni 2,7 mld. CZK. **Ziskovost výrazně posílila**, když se společnosti podařilo udržet růst nákladů pod 3 % a **zisk na úrovni EBITDA tak vzrostl o 12,6 % na 4,2 mld. CZK.** Výrazné posílení ziskovosti umožnil nižší růst nákladů na prodané výrobky a pokles marketingových a personálních nákladů. **Provozní a čistý zisk posílil o 8,3 resp. 7,8 % a dosáhl 3,5 resp. 2,8 mld. CZK** (více zde <http://bit.ly/PMCR2016>).

Dividenda: Společnost navrhla výplatu dividendy 1000 CZK na akcii. O výši a vyplacení dividendy rozhodnou akcionáři na řádné valné hromadě, která se koná dne 28. dubna 2017.

Nový protikuřácký zákon: 31. května 2017 začne platit nový zákon zakazující kouření v restauracích. Ve většině evropských zemí odbyt cigaret v roce zavedení podobné antikurácké legislativy poklesl, avšak během následujících dvou let se skoro ve všech případech vrátil zpět k původnímu trendu. Očekáváme stejný dopad i v České republice. V našich modelech jsme snížili odhady prodeje cigaret v České republice pro roky 2017-19 o 3, 7 a 3 %. Přestože jsme kromě přímých výrobních nákladů ponechali většinu ostatních nákladů nezměněných, dopad do ziskovosti společnosti je relativně omezený (ČR se podílí na celkových tržbách cca 50 %). Očekávaná dividenda by se mírně snížila v řádu do 100 CZK na akcii a cílová cena akcie by klesla k 13.400 CZK (více zde <http://bit.ly/PMCRzakon>).

Nové platformy: Celosvětově Philip Morris od roku 2008 investoval již více než 3 mld. USD do vývoje nových platform jako je IQOS, přístroj, který po nabití ohřívá vložený tabák zhruba na třetinu teploty běžné zapálené cigarety. PMI v roce 2016 prodala celosvětově 7,4 miliardy krabiček speciálních cigaret do IQOS a pro rok 2017 odhaduje 32 mld., což by mohlo přinést zvýšení tržeb o 6 % (1,6 mld. USD). Pro masové přijetí nového produktu je zásadní dosažení 2-3% tržního podílu. V případě České republiky (roční prodej cigaret okolo 19 mld. kusů), by 3% podíl mohl znamenat přínos 3-4 mld. CZK do tržeb společnosti (více zde http://bit.ly/PM_IQOS).

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

Očekávané události: 28. dubna proběhne řádná valná hromada akcionářů a 29. května bude první den výplaty dividend za rok 2016.



Richard Mírátský
 (420) 222 008 560
richard_miratsky@kb.cz

| Pojišťovnictví |

Vienna Insurance Group

Překvapivý návrh vyšší než očekávané dividendy; nezdaněný zisk nad výhledem mng

Koupit

Cena 10.04.17	22,8 EUR
	608,5 CZK
12m cíl	26 EUR
	691 CZK
Pot. růst ceny	14,1 %
Dividenda	0,7 EUR
	18,9 CZK
Celkový výnos	17,2 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

Aktivní na EMG trzích

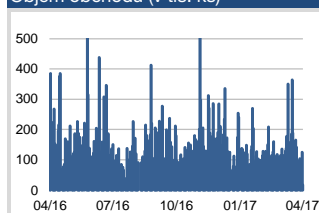


Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC	VIGR.VI	Bloom	VIG	AV
52týdenní rozmezí		15,8	-	23,8
Tržní kap. (mld. CZK)		77,2		
Tržní kap. (mil. EUR)		2908		
Volně obchod. (%)		30		
Výkon (%)		1m	3m	12m
Akcie		-2,3	3,4	13,6
Relativně k ATX		-5,1	-5,4	-12,5

Zdroj: Bloomberg

Poslední reporty (pouze v angličtině):

http://bit.ly/VIG_201703
http://bit.ly/VIG_Q416

Výsledky VIG za loňský rok

mil. EUR	2015	2016	Změna	Odhad KB	Konsensus
Hrubé vybrané pojistné	9 020	9 051	0,3%	9 130	9 138
Čisté zasloužené pojistné	8 181	8 191	0,1%	8 344	8 233
Finanční výsledek	1 059	959	-9,5%	954	988
Zisk před zdaněním	157	407	159,5%	403	407
Čistý zisk	83	288	247,3%	290	288

Zdroj: Vienna Insurance Group; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Předběžné výsledky za rok 2016 víceméně naplnily tržní i naše očekávání. Pojišťovna naplnila všechny vytyčené cíle pro loňský rok stanovené managementem. Objem pojistného ve výši 9,1 mld. EUR byl meziročně stabilní, když se výrazně zvýšil ve všech oblastech podnikání s výjimkou jednorázových životních pojistek (-19,2 %) jako výsledek přijaté politiky managementem snižovat aktivitu v této oblasti kvůli prostředí nízkých úrokových sazeb. Nezdaněný zisk ve výši 406,7 mil. EUR předčil výhled managementu minimálně zdvojnásobit zisk z roku 2015 až k 400 mil. EUR. Nákladovost VIG (měřena ukazatelem combined ratio) se stabilizovala na předloňské úrovni 97,3 %. Finanční výsledek vzrostl o 7,8 % y/y na 959 mil. EUR a byl ovlivněn nižším realizovaným ziskem z prodeje dluhopisů, úvěrů a akcií.

Expanze obchodních aktivit ve třech oblastech: (1) Pojišťovna identifikovala následujících pět trhů, kde se chce zaměřit na růst zdravotního pojištění: Polsko, Rumunsko, Bulharsko, Maďarsko a Turecko. (2) Rozvoj bankopojištění prostřednictvím poskytování pojišťovacích služeb bankovním zákazníkům. Tento projekt byl zahájen ve spolupráci s Erste Group. (3) VIG chce dále rozvíjet služby v oblasti zajištění skrz svoji společnost VIG Re, která nyní plánuje postupnou expanzi v Německu a dále pak vstup na západoevropské trhy se zaměřením na Francii, Belgie, Lucembursko a Švýcarsko.

Střednědobá strategie v číslech: Pojišťovna oznámila minulý rok záměr dosáhnout tržní podíl minimálně 10 % na trzích v Srbsku, Chorvatsku, Maďarsku a Polsku. Management čeká postupný nárůst objemu pojistného na 9,5 mld. EUR do konce roku 2019. VIG plánuje v tomto samém období zvýšit nezdaněný zisk na 450 až 470 mil. EUR. Dalším cílem je snížit combined ratio na 95 %, v rámci kterého čeká během následujících třech let snížení pojistného plnění (claims ratio) o tři procentní body.

Dividendová politika: Management navrhl zvýšení dividendy o 20 centů na 0,8 EUR na akcii, což bylo nad očekáváním. V budoucnu by měla být výše dividendy závislá na výsledcích a při předpokladu minimální 30% distribuce čistého zisku po minoritách.

Naše doporučení: Na začátku března jsme zahájili pokrývání akcií VIG s nákupním doporučením a cílovou cenou 26 EUR na akcii. Výsledky za loňský rok považujeme za pozitivní a výše dividendy je milým překvapením. Doporučení jsme ponechali v platnosti.

Hlavní rizika: Přírodní katastrofy a pojistné podvody patří mezi největší rizika.

Očekávané události: Valná hromada akcionářů se uskuteční 12. května. První obchodní den bez nároku na dividendu je stanoven na 17. května. Výsledky za první kvartál letošního roku zveřejní pojišťovna 23. května.



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



Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@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



Richard Miřátský
(420) 222 008 560
richard_miratsky@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Hlavní ekonom SG Poland



Jaroslaw Janecki
(48) 225 284 162
jaroslaw_janecki@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank



Yury Tulinov, CFA
(7) 495 662 13 00 (ext. 14836)
yury.tulinov@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

Ioan Mincu
(40) 213 014 472
george.mincu-radulescu@brd.ro

Akciový analytik



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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonomka výzkumu globální ekonomiky



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

Eurozóna



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

Severní Amerika



Stephen Gallagher
(212) 278 4496
stephen.gallagher@sgcib.com

Asie a Pacifik



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

Čína



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



Michel Martinez
(33) 1 4213 3421
michel.martinez@sgcib.com



Omair Sharif
(1) 212 278 48 29
omair.sharif@sgcib.com



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

Korea



Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@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

Indie



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



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



Ankur Shukla
(91) 80 6731 4432
ankur.shukla@sgcib.com



Arata Oto
(81) 3 6777 8064
arata.oto@sgcib.com

Inflace



Vaibhav Tandon
(91) 80 6731 9449
vaibhav.tandon@sgcib.com

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



Brigitte Richard-Hidden
(33) 1 42 13 78 46
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



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

Fixed Income



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



Frances Cheung, CFA
(852) 2166 5437
frances.cheung@sgcib.com



Ciaran O'Hagan
(33) 1 42 13 58 60
ciaran.ohagan@sgcib.com



Jason Simpson
(44) 20 7676 7580
jason.simpson@sgcib.com



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



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



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



Cristina Costa
(33) 1 58 98 51 71
cristina.costa@sgcib.com



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

Měnové kurzy



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



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



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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



Guy Stear
(33) 1 41 13 63 99
guy.stear@sgcib.com



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



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



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



Frances Cheung, CFA
(852) 2166 5437
frances.cheung@sgcib.com



Jason Daw
(65) 6326 7890
jason.daw@sgcib.com

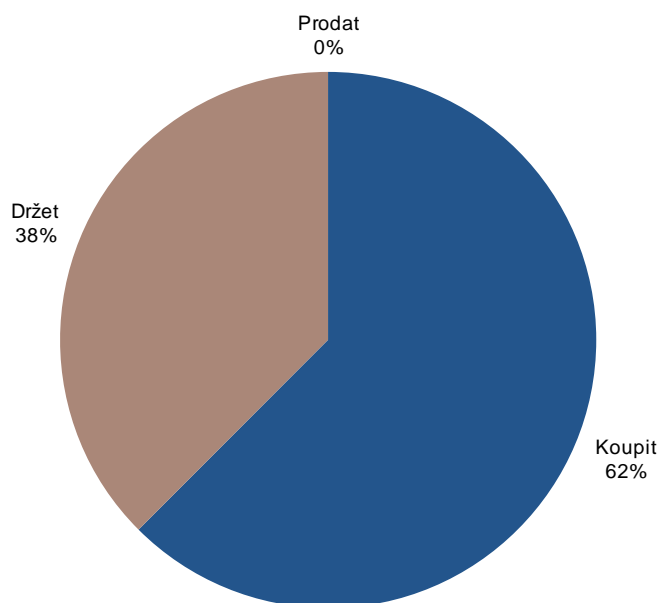
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 (8 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (k 7. dubna 2017)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

	ČEZ	O2 CR	CME	Philip Morris CR	NWR	Pegas Nonwovens	Vienna Insurance	Fortuna	MONETA Money Bank
Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD*									
Doporučení	držet	koupit	koupit	koupit	konec pokrývání	koupit	koupit	držet	koupit
Cílová cena	CZK 448	CZK 267	USD 3,7	CZK 13500	n/a	CZK 863	EUR 26	CZK 96	CZK 90
Datum	14/9/16	9/12/16	10/3/17	13/6/16	20/6/16	20/5/16	2/3/2017	20/5/16	6/9/16
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	držet	držet	koupit	prodat	koupit		v revizi	
Cílová cena	CZK 420	CZK 260	USD 2,5	CZK 11890	-	CZK 800		v revizi	
Datum	12/2/16	22/3/16	12/8/15	2/9/15	11/12/15	3/12/15		10/3/16	
Doporučení	koupit	koupit				prodat		koupit	
Cílová cena	CZK 608	CZK 251				CZK 819		CZK 79	
Datum	18/9/15	12/11/15				11/9/15		28/8/15	
Doporučení						v revizi		v revizi	
Cílová cena						v revizi		v revizi	
Datum						27/8/15		27/8/15	
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
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	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
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 prodeji 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 nezkrácený 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.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

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