

| Tabák | Aktualizace | Česká republika |

Philip Morris ČR

Nová legislativa sníží odbyt cigaret v ČR, měníme doporučení na *Držet*

Držet

Cena 25.05.17	13950 CZK
12m cíl	13500 CZK
Pot. růst ceny	-3,2 %
Dividenda	920 CZK
Celkový výnos	3,4 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

Vysoký dividendový výnos

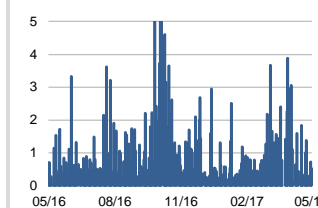


Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Měníme naše doporučení na *Držet* a ponecháváme cílovou cenu pro akcie PMČR na 13 500 CZK. Akcie společnosti, podpořeny solidními hospodářskými výsledky za rok 2016, které překonaly naše i tržní očekávání, od konce loňského roku postupně posilovaly až k úrovni 14000 CZK. Hlavním motorem rostoucí ziskovosti bylo dosažení 5,7% růstu tržeb na jinak stagnujícím českém trhu a úspěšné udržení výrobních i ostatních nákladů. V druhé polovině dubna, kdy se akcie začaly obchodovat bez nároku na dividendu z loňského zisku, cena akcií klesla k 13000 CZK, od které se odrazila zpět k současné úrovni pod 14000 CZK.

Od 31. května začne v České republice platit nový zákon o ochraně zdraví před škodlivými účinky návykových látek, který kromě jiného zakazuje kouření v restauracích. Očekáváme, že stejně jako v jiných evropských státech dojde po zavedení zákona k poklesu prodeje cigaret, které v krátko až střednědobém horizontu negativně ovlivní hospodaření společnosti a způsobí pokles provozních marží, ziskovosti a dividendy. Nepříznivou roli by mohl sehrát i přesun kuřáků k alternativám cigaret. Cena akcií společnosti dosáhla naší cílové ceny a vzhledem k tomu, že očekáváme negativní dopad nového zákona do hospodářských výsledků společnosti, nevidíme potenciál pro další výrazný růst ceny akcií a měníme naše doporučení pro akcie společnosti z *Koupit* na *Držet*. Nový zákon podle nás přinese pokles prodejů cigaret, způsobí snížení ziskovosti a povede k poklesu vyplácené dividendy. Proti zvýšení cílové ceny působil i nárůst bezrizikové míry a mírné zvýšení rizikové přírážky zemí, v nichž společnost působí.

Z loňského zisku společnost vyplatí dividendu ve výši 1000 CZK na akcii, což je oproti minulé výplatě nárůst o 80 CZK. V dlouhodobém horizontu by však vlivem pokračujícího trendu klesajících marží mělo docházet i ke snižování celkového čistého zisku s negativním dopadem na výši dividendy.

Oceňovací metoda: Pro ocenění společnosti jsme použili **model diskontovaných dividend**, kde jsme diskontovali očekávané dividendy let 2017-26 (vyplácené 2018-27). Získanou fair value (vnitřní hodnotu) 13 110 CZK/akcii jsme upravili o vyšší atraktivitu sektoru a spekulativní potenciál, což bylo částečně kompenzováno nižší atraktivitou firmy jako takové.

Očekávané události: Pololetní zpráva za letošní rok bude oznámena 26. září 2017.

Data o akciích

RIC TABKsp.PR	Bloom	TABAK CP
52týdenní rozmezí	11910 - 14171	
Tržní kap. (mld. CZK)	37,9	
Tržní kap. (mil. EUR)	1433	
Volné obchod. (%)	22	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	3,1	3,3 10,4
Relativně k PX	1,1	-2,2 -3,0

Zdroj: Bloomberg

Finanční data

	2016	2017e	2018f	2019f
Výnosy (mld. CZK)	11,5	11,1	11,3	11,6
EBIT marže (%)	30,3	28,9	26,6	25,2
Čistý zisk (mld. CZK)	2,8	2,5	2,4	2,3
Zisk na akcii (CZK)	1007	920	872	852
Dividenda na akcii (CZK)	1000	920	870	850
Výplatní poměr (%)	99,3	100,0	99,7	99,8
Úrokové krytí (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Čistý dluh/VK (%)	-99,0	-91,1	-85,6	-78,5

Poměrové ukazatele

	2016	2017e	2018f	2019f
P/E (cílová cena, x)	13,4	14,7	15,5	15,9
Price / cash flow	10,7	11,5	11,4	11,4
Dividendový výnos (%)	7,4	6,8	6,4	6,3
Price / book value (x)	4,5	4,6	4,7	4,8
EV/výnosy (x)	2,5	2,7	2,7	2,7
EV/EBITDA (x)	7,0	7,6	7,9	8,1
ROA (%)	14,4	13,2	12,9	12,6
ROE (%)	34,3	31,3	30,3	29,9

Původní analýza a komentář:

http://bit.ly/PMCR_13062016

<http://bit.ly/PMCRq117>

SOCIÉTÉ
GENERALE
GROUP



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

Čtěte, prosím, důležité upozornění na poslední straně

Výsledky hospodaření za loňský rok

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 společnosti za loňský rok překonaly očekávání.

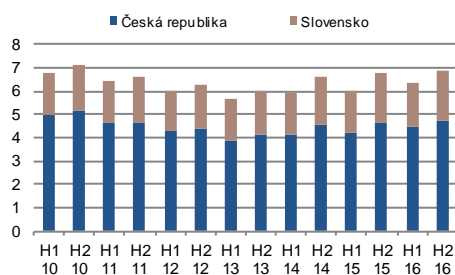
Výsledky společnosti Philip Morris ČR za loňský rok překonaly očekávání trhu i naše předpoklady. Konsolidované tržby bez spotřební daně a DPH v porovnání s rokem 2015 vzrostly o 5,4 % na 11,5 mld. CZK. Při vyloučení vlivu měnového kurzu se konsolidované tržby zvýšily o 5,6 %. Ziskovost výrazně posílila, když se společnosti podařilo udržet růst nákladů pod 3 % a zisk na úrovni EBITDA se zvýšil o výrazných 12,6 % na 4,2 mld. CZK. Provozní a čistý zisk vzrostl o 8,3 resp. 7,8 % a dosáhl 3,5 resp. 2,8 mld. CZK.

I přes stagnaci českého trhu objem prodaných cigaret PMČR v České republice vzrostl skoro o 4 %.

Vývoj na hlavních trzích

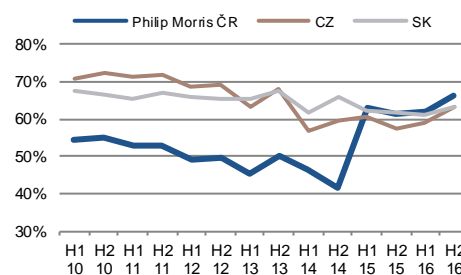
K 5,4% růstu konsolidovaných tržeb nejvíce přispěly prodeje v České republice, kde společnost vzrostl objem prodaných cigaret o 3,9 % na 9,2 mld. kusů, přestože celý trh stagnoval (+0,1 %). Díky příznivému vývoji míry zastoupení jednotlivých značek a zvýšení cen vzrostly tržby společnosti v ČR o 5,7 % na téměř 6 mld. CZK. Tržní podíl rostl především u značek Marlboro, L&M a Philip Morris, které těžily ze změn designu a úspěšného uvedení varianty L&M Double Forward Purple s ochucenou kapslí. Přestože celkový trh cigaret na Slovensku poklesl o odhadovaných 0,3 %, společnost zde udržela tržby na úrovni 2,7 mld. CZK. Pomohlo tomu především zvýšení tržního podílu značek L&M a Philip Morris a migrace varianty Petra do Philip Morris. Společnosti se dařilo ve výrobních službách, jejichž výnosy se zvýšily o 10,2 % na 2,7 mld. CZK. Výrazné posílení celkové ziskovosti umožnil nižší růst nákladů na prodané výrobky a zboží a pokles marketingových a personálních nákladů.

Prodeje cigaret (v tis. ks)



Zdroj: Philip Morris ČR, Ekonomický a strategický výzkum, KB

Vývoj hrubých marží



Pozn.: Skok v roce 2015 je ovlivněn změnou provozního modelu a vykazování, které způsobilo výrazné snížení celkových tržeb a zvýšení celkových ziskových marží.

Obrat k růstu ziskovosti přinesla kombinace zvýšených cen a zamezení růstu nákladů i přes zvýšený objem prodeje.

Dlouhodobý trend v propadu marží se zastavil

Jak ukazuje pravý graf, hrubé marže do roku 2015 dlouhodobě klesaly, a to na českém trhu výrazněji než na Slovensku. Rok 2016 a především jeho druhá polovina přinesla nejen růst objemů, ale i zvýšení cen. Vyšší ziskovost podpořil rostoucí tržní podíl u prémiových značek a zlepšující se makroekonomické situace, nízké nezaměstnanosti a rostoucích příjmů. Naopak jednotkové výrobní náklady mírně klesly a společnosti se podařilo snížit nebo udržet růst odbytových a administrativních nákladů výrazně pod tempem růstu tržeb. Výsledkem pak byl 12% růst EBITDA a posílení provozního a čistého zisku o přibližně 8 %.

Očekávané výsledky hospodaření v letošním roce

Předpověď výsledků na letošní rok

mil. CZK	2015	2016	16/15	2017e	17e/16
Tržby	10 866	11 453	5,4%	11 100	-3,1%
Hrubá marže	6 760	7 346	8,7%	7 174	-2,3%
Provozní zisk	3 204	3 473	8,4%	3 209	-7,6%
Provozní marže	29,5%	30,3%	0,8	28,9%	-1,4
Čistý zisk	2 569	2 766	7,7%	2 526	-8,7%
Zisk na akcii (CZK)	936	1 007	7,7%	920	-8,7%
Dividenda na akcii (CZK)	920	1 000	8,7%	920	-8,0%

Zdroj: Philip Morris ČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekáváme, že nový antikuřácký zákon negativně ovlivní tržby i ziskovost v následujících dvou až třech letech.

Očekáváme, že výsledky společnosti budou v letošním roce nepříznivě ovlivněny novým zákonem o ochraně zdraví před škodlivými účinky návykových látek, který kromě jiného zakazuje kouření v restauracích, na zastávkách, dětských hřištích, ve sportovních halách nebo na koncertech, výstavách či diskotékách. Předpokládáme, že nový zákon dočasně sníží prodeje cigaret v České republice a zbrzdí nově nastoupený trend růstu tržeb i ziskovosti společnosti. V našich projekcích tak předpokládáme mírné snížení prodejů a tržeb v řádu nižších jednotek procent. Na zhoršení ziskovosti se pak kromě nižších tržeb budou podílet i zvýšené provozní náklady a růst výdajů na marketing, které podle nás budou nutné pro udržení tržního podílu. Vzhledem k tomu, že zákon začne platit až od 31. května, očekáváme, že nejvíce ovlivní prodeje a hospodaření společnosti až v následujícím roce. Od roku 2019 pak podle zkušeností z ostatních evropských zemí očekáváme návrat k původnímu trendu.

Dividendu z letošního zisku očekáváme na úrovni 920 CZK na akcii.

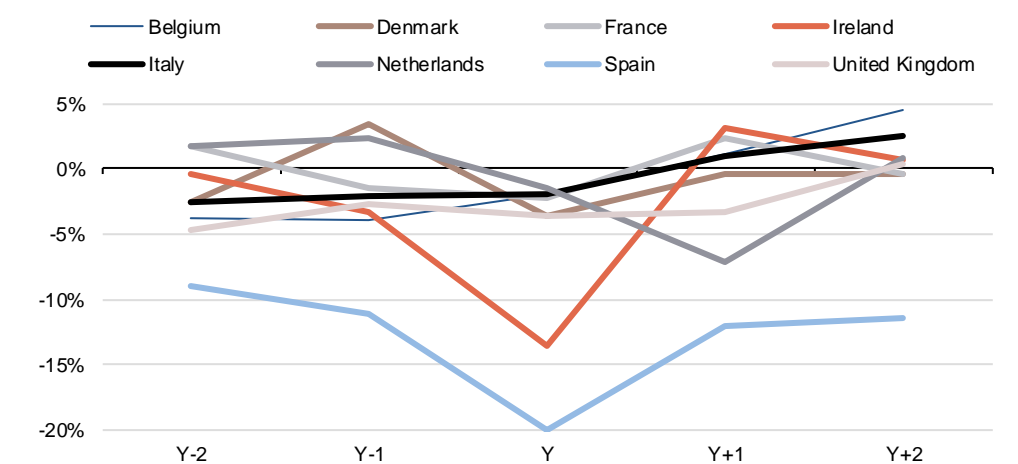
Philip Morris dlouhodobě vyplácí celý svůj čistý zisk akcionářům. Z loňského zisku společnost vyplatí dividendu ve výši 1000 CZK na akcii, což oproti předchozímu roku znamená nárůst o 80 CZK. Dividendový výnos tak dosáhl více jak 7,1 %. Pokud PMČR zůstane u své stávající dividendové politiky, **očekáváme dividendu z letošního zisku na úrovni 920 CZK na akcii.**

Dlouhodobé odhady

Nový zákon o ochraně zdraví v ČR

Ve většině evropských zemí odbyt cigaret v roce zavedení antikuřácké legislativy v průměru poklesl, avšak během následujících dvou let se skoro ve všech případech vrátil zpět k původnímu trendu. Z analýzy dat agentury Euromonitor o prodeích cigaret v evropských zemích vyplývá, že v roce zavedení legislativy zakazující kouření v restauracích došlo ve většině zemí ke snížení prodejů cigaret, a to v průměru o 4 %. Mezi země s výraznějšími poklesy prodejů cigaret patřilo například Španělsko s -20,1 %, Řecko s -15,4 %, Irsko s -13,6 % nebo Portugalsko s -11,9 %. Naopak pouze minimálně, a to do 2 %, se snížily prodeje v Rakousku, Belgii, Holandsku, Finsku, Norsku, Itálii nebo Francii. Z níže uvedeného grafu, který zobrazuje vývoj prodejů cigaret v roce zavedení zákona (Y) a ve dvou letech před a po jeho zavedení ve vybraných západoevropských zemích, je zřejmé, že pokles v roce zavedení byl ve většině případů pouze dočasný a vývoj prodejů cigaret se v horizontu následujících dvou let vrátil k původnímu trendu.

Vývoj prodeje cigaret v roce zavedení zákazu kouření v restauracích



Zdroj: Euromonitor, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

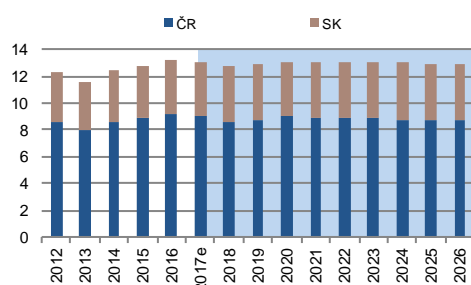
Předpokládáme, že nový zákon přinese snížení odbytu cigaret i v České republice, avšak pouze v omezeném rozsahu a časovém horizontu. Vliv nepohodlí z nutnosti chodit kouřit mimo restaurace bude zmírněn tím, že zákon začne platit na začátku léta a zákaz kouření se navíc nebude vztahovat na venkovní terasy restaurací, což by mělo zmírnit dopad na prodeje cigaret v letošním roce. V roce následujícím by mohl prodej cigaret klesnout výrazněji, nicméně nepředpokládáme, že by přesáhl vyšší jednotky procent. V dalších letech očekáváme, že se prodej cigaret postupně vrátí k dlouhodobému trendu.

V analýze dopadu zákona na hospodaření společnosti jsme v našich modelech snížili odhady prodejů cigaret v České republice o 3 % v roce 2017, 5 % v 2018 a 3 % v 2019. Vzhledem k tomu, že společnost generuje přibližně 50 % tržeb v České republice, vliv poklesu prodejů na celkové tržby bude poloviční. Kromě přímých výrobních nákladů jsme ponechali většinu ostatních nákladů nezměněných a mírně jsme zvýšili odhady nákladů na marketing, které dle našich předpokladů budou vynaloženy na udržení tržního podílu. Snížení tempa růstu tržeb a zvýšené náklady se promítnou do nižšího využití kapacit a slabší ziskovosti.

Dlouhodobý vývoj hrubých marží zřejmě zůstane na českém a slovenském trhu nepříznivý.

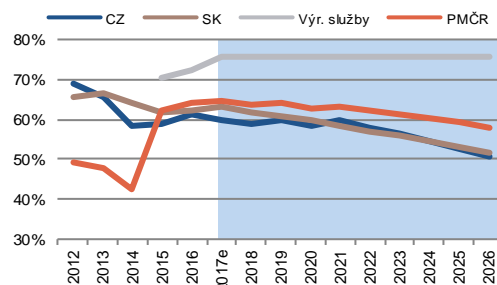
Po jednorázovém zvýšení marží po zavedení nového výrobního modelu v roce 2015 počítáme v naší analýze do budoucna s **postupným poklesem hrubých marží na českém a slovenském trhu**. Průměrnou hrubou marží v období 2017 až 2025 očekáváme díky vyšší marži výrobních služeb na úrovni 61,8 %. Předpokládáme, že podíl výrobních služeb se bude na provozním zisku na úkor českého i slovenského trhu zvyšovat s tím, jak poroste produkce směřující do ostatních teritorií. Hrubá marže u výrobních služeb dosáhla v loňském roce 72,5 %. Očekáváme, že tato marže se v dlouhodobém horizontu udrží kolem 75 %. Celková hrubá marže by však měla klesat díky snižujícím se maržím v Čechách i na Slovensku. Zatímco za letošní rok ji očekáváme na úrovni necelých 64 %, ke konci naší projekce by se měla pohybovat kolem 58 %. Negativně by měly působit i rostoucí náklady na výrobu a přísnější regulace.

Simulace produkce (mld. ks) po segmentech



Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj hrubé marže v segmentech



Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

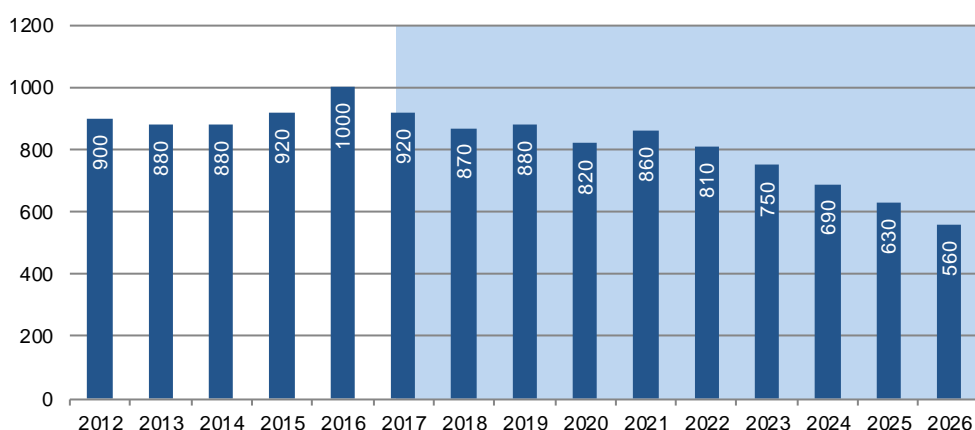
V následujících letech očekáváme nižší ziskovost firmy.

Negativní roli by mělo sehrát i další zvyšování zdanění tabáku, které by se mělo promítnout na přechodu kuřáků k levnějším značkám. Zároveň v neprospěch růstu tržeb by měla hrát přísnější regulace a rostoucí obliba alternativ k cigaretám (e-cigarety, řezaný tabák). Pokles zisku by mohlo brzdít rozšíření prodejního sortimentu nebo expanze na rozvíjející se trhy. Společnost nedávno oznámila záměr uvést na český trh nový typ alternativního zařízení IQOS, které tabák zahřívá, ale nepálí (více o IQOS zde http://bit.ly/PMČR_IQOS). Jeho zavedení, akceptace trhem a dopad na hospodaření společnosti jsou v současné době nejisté, a proto ho v naší analýze nezohledňujeme.

Dividendový výnos by měl klesat, přesto by měl zůstat atraktivní.

Philip Morris ČR vyplácí zhruba 100 % čistého zisku. Výše dividendy z loňského zisku nás pozitivně překvapila, ale vzhledem k předpokládanému negativnímu vlivu nového zákona očekáváme postupné snižování budoucích dividend. **Z letošního roku očekáváme dividendu na úrovni 920 CZK.** Očekávaný dividendový výnos by měl vzhledem k současné ceně akcie v příštím roce činit téměř 7 %. V dlouhodobém horizontu očekáváme postupné snižování dividendového výnosu, který by však neměl klesnout pod 4 %.

Očekávaná výše dividendy na akcii (CZK)



Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Sektorové srovnání

Společnost	P/E	P/E	P/E	P/B	P/CF	EV/EBITDA
	aktuální	2017e	2018e	aktuální	aktuální	aktuální
Altria	24,0	21,9	20,2	11,4	37,2	15,9
British American Tobacco	21,7	19,0	17,3	12,4	25,0	19,7
Gudang Garam	20,6	18,6	16,5	3,4	10,7	10,7
Imperial Tobacco	34,3	13,8	13,2	6,7	12,0	15,0
Japan Tobacco	19,8	18,2	16,9	3,1	15,8	10,2
Karelia	12,8	n.a.	n.a.	2,1	n.a.	6,2
Lorillard	n.a.	19,1	17,4	n.a.	n.a.	11,3
Philip Morris Int'l	25,8	23,9	21,4	n.a.	21,4	17,7
Reynolds American	28,0	26,1	24,1	4,3	46,9	17,0
Swedish Match	11,7	18,1	16,8	n.a.	18,3	9,3
Median	21,7	19,0	17,3	4,3	19,8	13,2
Philip Morris CR - odhady KB	13,8	15,2	16,0	4,7	8,8	6,9

Zdroj: Bloomberg; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Současné tržní ocenění akcií PMČR je v porovnání s mediánem tabákového sektoru atraktivnější. Potenciální prostor k růstu ceny akcií však podle našeho názoru bude omezovat negativní vliv nového zákona o ochraně zdraví.

Ocenění a cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model diskontovaných dividend.

Pro ocenění společnosti jsme použili model diskontovaných dividend do roku 2026. **Odhadované dividendy jsme diskontovali ke konci května 2017 při použití ceny kapitálu 5,0 % a dlouhodobé míry růstu 0 %.**

Cena kapitálu je založena na bezrizikové úrokové míře 0,92 % (výnos 10letých českých vládních dluhopisů), upraveném koeficientu beta 0,521 (používáme 120 měsíců dat z Bloombergu), rizikovou prémie vlastního kapitálu 6,69 % a rizikovou přírážku země 1,07 % (obojí podle dat A. Damodarana z New York University).

Nulová růstová míra odráží náš odhad poklesu spotřeby tabáku na hlavních trzích PMČR, hrozbu dalšího zvyšování spotřební daně a předpoklad stabilní výrobní kapacity. Tyto faktory budou podle našeho názoru částečně kompenzovány případným růstem cen. Míra růstu odpovídá také našemu očekávání, že současná dividendová politika, kdy firma vyplácí 100 % zisku, zůstane nezměněna.

Na základě našeho modelu jsme odhadli fair value akcií PMČR na 13 110 CZK. **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 (3 %):** SG má pro tabákový sektor doporučení *nadvážit*. Nicméně pro sektor zůstává negativním faktorem přísná regulace a vyšší zdanění, což pozitivní doporučení na sektor limituje.
- **Atraktivita společnosti (-3 %):** Přes atraktivní dividendový výnos může na ocenění firmy nepříznivě působit očekávaný pokles marží a celkové ziskovosti, což se v budoucnu promítne do nižší návratnosti kapitálu.
- **Spekulativní potenciál (3 %):** Relativní ocenění poskytuje alespoň nepatrný impuls ke změně ceny akcií.

Cílová cena je o 3 % vyšší než fair value kvůli sektorové atraktivitě a relativně levnému ocenění oproti trhu. Na druhou stranu klesající marže a ziskovost může některé investory od investice do akcií PMČR odrazovat.

Po zohlednění výše uvedených parametrů **jsme stanovili naši cílovou cenu pro akcie PMČR na 13 500 CZK (FV +3 %).**

Ocenění akcií Philip Morris R

Současná hodnota dividend na akcii do roku 2026 (CZK)	6139
Současná hodnota dividend na akcii po roce 2026	6956
Fair value na akcii	13095
Cílová cena na akcii (CZK)	13500

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Následující tabulka ukazuje citlivost cílové ceny na diskontní sazbu a dlouhodobou míru růstu.

Analýza citlivosti cílové ceny

cena VK/růstová míra	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
4,0%	14 531	15 449	16 599	18 082	20 065
4,5%	13 290	14 005	14 880	15 977	17 390
5,0%	12 254	12 822	13 500	14 338	15 383
5,5%	11 377	11 834	12 375	13 025	13 821
6,0%	10 624	10 997	11 433	11 949	12 569

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika proti našemu ocenění

Philip Morris ČR působí na velmi regulovaném trhu a je tak vystaven řadě rizik. Za hlavní negativní rizika proti našemu ocenění považujeme:

- **Regulace kouření na veřejnosti:** ČR historicky byla v evropském srovnání poměrně tolerantní ke kouření na veřejnosti. Nová legislativa zpřísňující podmínky kouření, která začne platit od konce května, dokumentuje vysokou relevanci regulačního rizika pro celý sektor. V našich modelech jsme zohlednili vliv nového omezení kouření, které povede k poklesu celkové spotřeby cigaret a bude mít negativní dopad na hospodaření společnosti.
- **Regulace marketingu:** Na evropské úrovni se objevují iniciativy směřující ke zpřísnění až znemožnění aktivního marketingu výrobců cigaret. Zavedení takových opatření by mohlo ohrozit celkovou poptávku po produktech společnosti i dosahované marže.
- **Daňové změny:** Razantní zvýšení spotřební daně či sazby DPH může mít negativní dopad na marže společnosti. Výši zisku a vyplácených dividend pak může ovlivnit zvýšení daně z příjmu právnických osob.
- **Poplatek za výrobní služby:** Původně exportní segment představoval více jak polovinu celkově prodaných cigaret. Výše poplatku za výrobní služby bude závislá na maržích a objemech, kterých bude dosahovat mateřská skupina PMI. Přestože přechod k novému výrobnímu modelu vedl k vylepšení ziskovosti, v budoucnu může docházet k tlakům na postupné snižování tohoto poplatku. Zároveň budoucí rozhodnutí majoritního akcionáře se nemusí shodovat se zájmy minoritních akcionářů a může tak negativně dopadnout na ziskovost samostatné PMČR.
- **Alternativy cigaret:** Rostoucí obliba například e-cigaret či řezaného tabáku může prohloubit očekávaný pokles trhu s cigaretami, na kterém je PMČR nejsilnější. Podobný dopad může mít posílení šedých nebo nelegálních dovozů cigaret.
- **Změna dividendové politiky:** PMČR dlouhodobě vyplácí celý zisk svým akcionářům. Změna této politiky by měla negativní dopad na cenu akcií.

Naopak pozitivní vliv na naše ocenění mohou mít:

- **Mírnější zvýšení spotřební daně:** Spotřební daň z cigaret musí v ČR od roku 2015 dosahovat minimální úrovně 90 EUR na 1 000 ks, aby vyhovovala evropským směrnicím. Výraznější posílení koruny by mohlo zmírnit korunové daňové zatížení. To by se promítlo pozitivně do výsledků hospodaření Philip Morris ČR.
- **Změna výrobního modelu:** V analýze předpokládáme, že vliv změny provozního modelu oproti předešlému bude v následujících letech postupně vyprchávat. Pokud tomu tak nebude, mohlo by se to odrazit na lepší ziskovosti i vyšší vyplácené dividendě.
- **Opatření proti nelegálním dovozům:** Zásah státních orgánů proti nelegálním dovozcům by mohl zvýšit poptávku po výrobcích společnosti.
- **Alternativní kuřácké technologie:** Společnost Philip Morris celosvětově výrazně investuje do vývoje nových platforem jako je například zařízení IQOS (více zde http://bit.ly/PMCR_IQOS), které by mohly přinést zásadní změny do tabákového průmyslu a v případě akceptace a rozšíření na trhu i výrazně ovlivnit hospodářské výsledky společnosti. V našich projekcích zatím s těmito vlivy nepočítáme.

Finanční údaje PMČR

	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f
Ocenění															
P/E (x)	15,2	16,6	19,8	14,4	13,4	14,7	15,5	15,4	16,4	15,6	16,7	17,9	19,5	21,5	24,1
Price/cash flow (x)	12,8	13,8	15,3	12,1	10,7	11,5	11,4	11,1	11,5	10,9	11,2	11,6	12,0	12,6	13,2
Price/free cash flow (x)	21,0	15,6	30,2	6,9	12,0	22,2	20,7	21,8	22,1	19,5	23,1	25,5	28,6	33,5	40,3
Price/book value (x)	4,5	4,6	4,7	4,7	4,5	4,6	4,7	4,7	4,8	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,3
EV/výnosy (x)	2,5	2,5	2,3	2,7	2,5	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7
EV/EBITDA (x)	9,1	9,8	10,9	8,0	7,0	7,6	7,9	7,8	8,2	7,9	8,3	8,7	9,3	9,9	10,7
Dividendový výnos, brutto (%)	6,7	6,5	6,5	6,8	7,4	6,8	6,5	6,5	6,1	6,4	6,0	5,6	5,1	4,7	0,0
Údaje v přepočtu na akcii (USD)															
EPS (upr.)	889	811	681	936	1 007	920	872	877	821	864	809	752	693	627	559
Amortizace goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cash flow	1 054	976	880	1 115	1 258	1 175	1 181	1 210	1 176	1 239	1 202	1 163	1 121	1 071	1 018
Vlastní kapitál (book value)	2 985	2 903	2 845	2 898	2 985	2 905	2 857	2 864	2 805	2 849	2 798	2 740	2 683	2 620	2 550
Hrubá dividendy	900	880	880	920	1 000	920	870	880	820	860	810	750	690	630	560
Výkaz zisků a ztrát (mil. USD)															
Výnosy	13,0	12,8	14,0	10,9	11,5	11,1	11,3	11,7	11,9	12,4	12,4	12,4	12,5	12,5	12,5
EBITDA	3,5	3,2	3,0	3,7	4,2	3,9	3,8	3,9	3,8	4,0	3,9	3,7	3,6	3,4	3,2
Depreciace a amortizace (bez GW)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3
Provozní výsledek	3,0	2,8	2,4	3,2	3,5	3,2	3,0	3,0	2,8	3,0	2,8	2,6	2,4	2,2	1,9
Amortizace goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistý úrokový výnos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Daň z příjmu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Menšinové podíly	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
Jiné	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vykázaný čistý zisk	2,4	2,2	1,9	2,6	2,8	2,5	2,4	2,4	2,3	2,4	2,2	2,1	1,9	1,7	1,5
Upravený čistý zisk (bez mim. položek)	2,4	2,2	1,9	2,6	2,8	2,5	2,4	2,4	2,3	2,4	2,2	2,1	1,9	1,7	1,5
Peněžní toky (mil. USD)															
EBITDA	3,5	3,2	3,0	3,7	4,2	3,9	3,8	3,9	3,8	4,0	3,9	3,7	3,6	3,4	3,2
Změna pracovního kapitálu	-0,5	0,5	-0,5	3,5	0,9	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Jiné provozní CF	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
Provozní CF	2,4	3,1	1,9	6,5	4,3	3,0	3,2	3,1	3,2	3,4	3,2	3,1	3,0	2,8	2,7
Investiční CF	-0,5	-0,7	-0,6	-1,0	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5
CF z financování	-2,5	-2,5	-2,4	-2,4	-2,5	-2,8	-2,5	-2,4	-2,4	-2,3	-2,4	-2,2	-2,1	-1,9	-1,7
Čistá změna hotovosti	-0,7	0,0	-1,1	3,1	0,7	-1,0	-0,6	-0,5	-0,5	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6
Rozvahové položky (mil. USD)															
Dlouhodobá aktiva	3,0	3,2	3,2	3,9	4,4	4,8	5,2	5,5	5,9	6,2	6,4	6,7	6,9	7,2	7,4
Z toho nehmotná aktiva	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	10,0
Pracovní kapitál	0,2	-0,3	0,2	-3,2	-4,1	-3,9	-3,9	-3,7	-3,6	-3,6	-3,5	-3,4	-3,3	-3,1	-3,0
Vlastní kapitál	8,2	8,0	7,8	8,0	8,2	8,0	7,8	7,9	7,7	7,8	7,7	7,5	7,4	7,2	7,0
Menšinové podíly	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezervy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistá hotovost (záporná čísla = zadlužení)	5,2	5,2	4,5	7,5	8,1	7,3	6,7	6,2	5,7	5,6	5,1	4,6	4,1	3,6	3,0
Ziskovost															
ROA (%)	11	9	8	15	14	13	13	13	12	13	12	11	10	10	9
ROE (%)	30	28	24	33	34	31	30	31	29	31	29	27	26	24	22
Marže															
EBITDA marže (%)	26,9	25,3	21,2	34,0	36,3	35,2	34,1	33,5	31,9	32,3	31,1	29,9	28,6	27,1	25,5
Provozní marže (%)	23,4	21,8	17,4	29,5	30,3	28,9	26,6	25,7	23,7	24,0	22,4	20,8	19,1	17,3	15,4
Dynamika															
Růst výnosů (%)	6,6	-1,5	10,0	-22,7	5,4	-3,1	1,6	4,1	1,5	3,9	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0
Růst EBITDA (%)	-3,5	-7,4	-7,7	23,8	12,6	-6,0	-1,6	2,2	-3,3	5,3	-3,4	-3,8	-4,2	-5,2	-5,7
Růst provozního zisku (%)	-3,4	-8,5	-12,2	31,3	8,4	-7,6	-6,6	0,6	-6,4	5,1	-6,4	-7,0	-7,8	-9,5	-10,9
Růst vykázaného čistého zisku (%)	-4,0	-8,8	-15,9	37,3	7,7	-8,7	-5,2	0,6	-6,4	5,1	-6,4	-7,0	-7,8	-9,5	-10,9
Růst upraveného čistého zisku (%)															
Růst zisku na akcii (%)															
Financování															
Čistý dluh/EBITDA	-63,5	-65,5	-57,9	-93,8	-99,0	-91,1	-85,6	-79,3	-74,2	-71,5	-66,1	-60,7	-55,3	-49,5	-43,5
Úrokové krytí (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Výplatní poměr (%)	101,3	108,5	129,1	98,3	99,3	100,0	99,7	100,3	99,8	99,6	100,2	99,8	99,5	100,4	100,2

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



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

Ekonomové



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

Akcioví analytici



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



Marek Dřimal
(420) 222 008 598
marek_drima@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
(420) 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



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



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



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



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

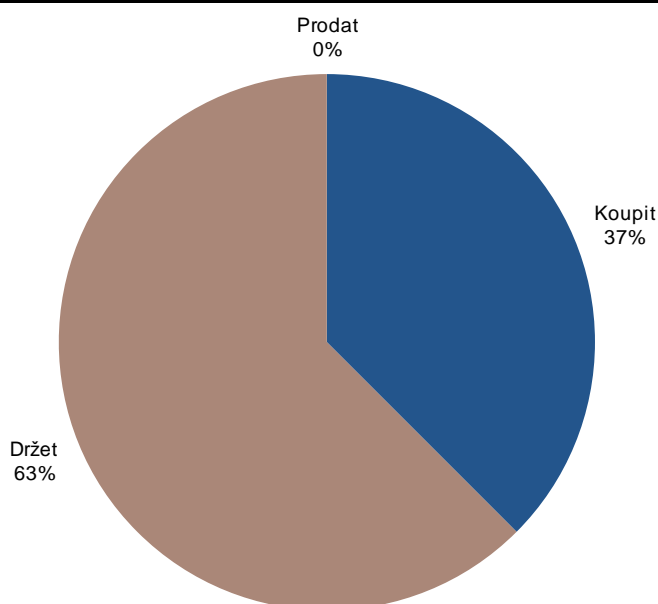
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 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 prémie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení by mělo zohledňovat také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v daném období 3-6 měsíců, takže cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

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

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (k 25. květnu 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	držet	koupit	držet	konec pokrývání	držet	koupit	držet	koupit
Cílová cena	CZK 448	CZK 267	USD 3,7	CZK 13500	n/a	CZK 876	EUR 26	CZK 96	CZK 90
Datum	14/9/16	31/1/17	10/3/17	25/5/17	20/6/16	19/4/17	2/3/2017	20/5/16	6/9/16
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	koupit	držet	koupit	prodat	koupit		v revizi	
Cílová cena	CZK 420	CZK 267	USD 2,5	CZK 13500	-	CZK 863		v revizi	
Datum	12/2/16	9/12/16	12/8/15	13/6/16	11/12/15	20/5/16		10/3/16	
Doporučení	koupit	držet		koupit		koupit		koupit	
Cílová cena	CZK 608	CZK 260		CZK 11890		CZK 800		CZK 79	
Datum	18/9/15	22/3/16		2/9/15		3/12/15		28/8/15	
Doporučení								v revizi	
Cílová cena								v revizi	
Datum								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 prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a 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>