

Sázky

Aktualizace

Česká republika

Fortuna

Nedávné akvizice zvýší ziskovost i zadlužení - zvyšujeme cílovou cenu na 128 CZK

Držet

Cena 12.06.17	122,0 CZK
12m cíl	128,0 CZK
Pot. růst ceny	4,9 %
Dividenda	0 EUR 0,0 CZK
Celkový výnos	4,9 %

Sektorové doporučení

Není doporučeno

Typ investice

Defenzivní

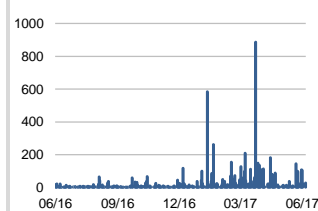


Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Akvizice zvýší hodnotu společnosti: Fortuna v letošním roce akvizicí Hattrick Sport a odkupem rumunských společností od svého majoritního vlastníka významně rozšířila sázkařské aktivity v Rumunsku, Chorvatsku a Španělsku. Nové akvizice by měly přinést společnosti nárůst přijatých sázek v objemu až 600 mil. EUR a posílení EBITDA o 10-12 mil. EUR. Vzhledem k záměru financovat akvizice bankovním dluhem očekáváme výrazné zvýšení zadluženosti společnosti až k úrovni 160 mil. EUR a nárůst ukazatele čistého dluhu k EBITDA k 4x.

Majoritní vlastník společnosti oznámil nabídku odkupu minoritních podílů: Na konci března Fortbet Holdings Limited, majoritní vlastník 68,25% podílu, oznámil nabídku na odkup zbývajících minoritních podílů **za cenu 98,69 CZK na akcii, kterou pak 26. dubna zvýšil na 118,04 CZK za akcii.** Konec lhůty pro doručení oznámení o akceptaci nabídky je 20. červen 2017. Přes relativně skoupou informační vstřícnost společnosti ohledně zmiňovaných akvizic jsme se v našich modelech a prognózách pokusili zohlednit všechny dostupné informace o akvizovaných společnostech a určit jejich vliv na cílovou cenu akcií společnosti (detailnější popis v kapitole Odhady pro rok 2017 na následující straně). Výrazný nárůst ziskovosti významně podpořil zvýšení naší cílové ceny. Pozitivně na cílovou cenu také působilo mírné snížení průměrné ceny kapitálu WACC díky nárůstu dluhu, jehož náklady jsou nižší než náklady vlastního kapitálu, snížení rizikové přírážky, bety a bezrizikové sazby. **Po zohlednění výše zmíněných vlivů v našich prognózách stanovujeme roční cílovou cenu na 128 CZK za kus, která je výrazně nad původní nabízenou odkupní cenou 98,04 CZK za akcii a indikuje, že i zvýšená odkupní cena 118,04 CZK je pod námi odhadovanou budoucí hodnotou společnosti. Aktualizovaná cílová cena představuje 5% růstový potenciál proti současné ceně akcie. Naše doporučení Držet pro akcie Fortuny ponecháváme v platnosti.**

Hlavními riziky proti našemu doporučení jsou potenciální nenaplnění předpokládaných pozitivních dopadů nedávných akvizic, další růst zdanění hazardu nebo výrazné zvýšení investičních výdajů.

Očekávané události: Výsledky za H1 17 budou oznámeny 31. srpna. Konec lhůty pro doručení oznámení o akceptaci nabídky k odkupu akcií je 20. červen 2017.

Data o akcii

RIC FOREsp.PR	Bloom FOREG CP
52týdenní rozmezí	74,2 - 124,5
Tržní kap. (mld. CZK)	6,3
Tržní kap. (mil. EUR)	242
Volně obchod. (%)	33
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	12,6 20,2 36,4
Relativně k PX	13,8 16,0 13,7

Zdroj: Bloomberg

Finanční údaje

	2016	2017f	2018f	2019f
Tržby (mil. EUR)	106,2	208,5	214,7	221,1
Provozní marže (%)	19,1	15,8	16,7	16,8
Čistý zisk (mil. EUR)	8,4	18,5	20,2	21,1
Zisk na akcii (EUR)	0,16	0,36	0,39	0,41
Dividenda na akcii (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Úrokové krytí (x)	9,4	6,6	5,0	5,7
Výplatní poměr (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistý dluh/vl.kapitál (%)	-0,2	143,3	101,7	53,9

Ukazatele

	2016	2017f	2018f	2019f
P/E (x)	20,4	9,3	8,8	8,9
Cena/volný cash flow	37,9	6,2	9,5	8,2
Dividendový výnos (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/účetní hodnota (x)	2,89	2,20	1,80	1,57
P/tržby (x)	1,61	0,82	0,82	0,85
EV/tržby (x)	1,6	1,4	1,3	1,1
EV/EBITDA (x)	8,5	8,6	7,7	6,8
EV/IC (x)	3,7	1,6	1,5	1,5

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/Fa_analyza

<http://bit.ly/FaQ117>

SOCIETE
GENERALE
GROUP



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

Nové akvizice přinesou nárůst přijatých sázek na 1,6 mld. CZK, zdvojnásobení tržeb a více než 50% zvýšení EBITDA.

Odhady pro rok 2017

V únoru 2017 Fortuna uzavřela dohodu, díky které **za 85 mil. EUR získala od společnosti Hattrick Sports Group její podíly v rumunské sázkové kanceláři Casa Pariurilor, chorvatské sázkové kanceláři PSK a španělské sázkové kanceláři Luckia**. S prodávajícím se zároveň dohodla na **dodatečném plnění do maximální možné výše 50 mil. EUR v závislosti na ekonomické výkonnosti nakoupených společností**. Fortuna následně oznámila svůj záměr **převzít rumunské aktivity od svého majoritního vlastníka Fortbet Holdings Limited**. Úhrada za akvizici se očekává přibližně **50 mil. EUR**. V květnu společnost také prodala svůj 98,4% podíl ve společnosti Fortuna sázky a.s. společnosti Sazka, a.s.

Nové akvizice by měly přinést společnosti nárůst přijatých sázek v objemu zhruba 600 mil. EUR a celkové přijaté sázky by podle společnosti mohly v roce 2017 dosáhnout 1,6 mld. EUR. Tržby by se měly zdvojnásobit a přesáhnout 200 mil. EUR. Na úrovni EBITDA společnost očekává organický růst ze stávajících aktivit v řádu 20-25 %. Podle informací managementu, by společnosti získané akvizicí Hattrick Sports měly přispět do konsolidované EBITDA přibližně 10-12 mil. EUR. Rumunské aktivity odkupované v rámci skupiny Penta vykazovaly za rok 2016 EBITDA -1,1 mil. EUR. V květnu prodané loterijní aktivity měly pouze minimální dopad na ziskovost společnosti s EBITDA do 1 mil. EUR. Celková EBITDA by tak v roce 2017 mohla dosáhnout k 33 mil. EUR. Investiční výdaje Fortuny by pak letos měly mírně klesnout z loňských 10,5 mil. EUR na 8-10 mil. EUR.

Ke konci roku 2016 Fortuna vykazovala hrubý dluh ve výši 30,2 mil. EUR, zůstatek hotovosti 30,3 mil. EUR, a tak měla nulový čistý dluh. Vzhledem k tomu, že společnost plánuje financovat akvizice převážně bankovními úvěry, očekáváme výrazné zvýšení zadluženosti společnosti až k úrovni 160 mil. EUR a nárůst ukazatele čistého dluhu k EBITDA k 4x. Zvýšená dluhová služba pak částečně zmírní pozitivní dopad akvizic do čistého zisku.

Odhad výsledků Fortuny v roce 2017

mil. EUR	2016	2017e	změna
přijaté sázky	1039,6	1676,1	61,2 %
hrubé výhry	163	246,3	51,1 %
tržby	106,2	208,5	96,3 %
EBITDA	22,1	33,0	49,4 %
provozní zisk	16,7	23,3	39,2 %
čistý zisk	8,3	14,4	73,9 %

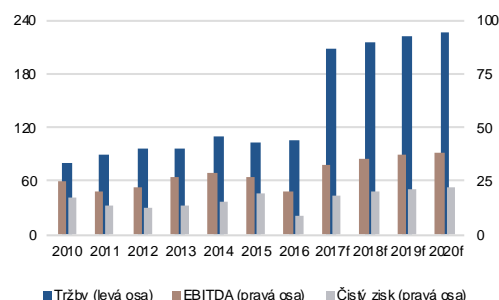
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dlouhodobé odhady

Dlouhodobě čekáme pozvolný růst zisků Fortuny.

V následujících letech od Fortuny očekáváme pozvolný růst zisků. Tržby by se podle našich odhadů mohly v letech 2017-20 zvýšit průměrně o 3-5 % p.a., a to díky pokračujícímu růstu online a live sázení. EBITDA by pak podle naší prognózy v tomto horizontu rostla o 3-8 % p.a. Na pomalejším růstu čistého zisku by se měl projevit mimo jiné růst odpisů dlouhodobého majetku po zvýšených investicích firmy.

Odhady konsolidovaných výsledků (mil. EUR)



Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nárůst provozních nákladů i přes rostoucí přijaté sázky způsobil v prvním čtvrtletí výrazný pokles EBITDA.

Provozní výsledky za Q1 17

Společnost Fortuna v prvním čtvrtletí 2017 v souladu s naším očekáváním výrazně zvýšila přijaté sázky o 20,1 % na 302,2 mil. EUR. Nejvíce se na výsledku podílel růst on-line sázení po internetu a mobilu, zatímco sázení na kamenných pobočkách rostlo pouze jednociferně. K růstu přijatých sázek přispěl i nově spuštěný online herní segment. **Hrubé výhry dosáhly 42,7 mil. EUR, mírně nad naším očekáváním,** když rostly pomalejším 12,1 % tempem kvůli nižší marži hrubých výher u online sázení a nepříznivým sportovním výsledkům v únoru a březnu. **Výrazný meziroční pokles EBITDA o 36,2 % na 3 mil. EUR byl způsoben nárůstem provozních nákladů skupiny** (více náš komentář k výsledkům zde <http://bit.ly/FAq117>).

Výsledky Fortuny za Q1 17

mil. EUR	Q1 16	Q1 17	změna	odhad KB
přijaté sázky	251,7	302,2	20,1 %	299,5
hrubé výhry	38,1	42,7	12,1 %	41,9
tržby	24,2	26,0	7,4 %	28,5
EBITDA	4,7	3,0	-36,2 %	4,9

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

Přes pokračující růst přijatých sázek v roce 2016 výrazně klesla ziskovost.

Výsledky za rok 2016

Společnosti Fortuna v roce 2016 **vzrostl objem přijatých sázek o 22,6 % na 1,04 mld. EUR** a překročil tak výhled společnosti i očekávání trhu. Hrubé výhry vzrostly o 10,6 % na 163 mil. EUR. Tržby společnosti vzrostly o 3,3 %, když se na nižším růstu podílelo především zvýšené zdanění hazardu. I přes výrazný nárůst přijatých sázek společnost vykázala **výrazné snížení ziskovosti, 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 na pokles EBITDA o 10-15 % i za očekáváním trhu (více náš komentář k výsledkům zde <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: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, průzkum Reuters

Ocenění a cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF a stanovili jsme cílovou cenu na 96 CZK na akcii.

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2020. Vypočítaný volný cash flow jsme diskontovali ke konci roku 2016 (poslední kompletně zveřejněné výsledky) za použití průměrné vážené ceny kapitálu (WACC) 6,2 % a dlouhodobé růstové míry 1 %. Tato míra je nižší než obvyklá míra 2-3 %, protože se obáváme, že přesun sázení z poboček na internet povede v budoucnu k dalšímu snížení marží společnosti. Výpočet WACC i další parametry ocenění ukazuje tabulka na následující straně.

Na základě našeho modelu odhadujeme fair value akcií společnosti na 138 CZK na akcii. Pro určení cílové ceny dále zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 % - 130 % fair value. **Za pomoci výše uvedených parametrů jsme stanovili cílovou cenu pro akcie Fortuny na 128 CZK** (fair value mínus 7,5 %).

- **Sektorová atraktivita (0 %):** SG aktuálně nemá pro sázkový sektor žádné doporučení.
- **Atraktivita společnosti (-5 %):** Vedle diskontu za nízkou likviditu negativně zohledňujeme také pokračující politiku nulové dividendy a omezenou ochotu managementu komunikovat detaily strategických rozhodnutí společnosti.
- **Spekulativní potenciál (-2,5 %):** V neprospěch akcií hovoří nulová dividendy, která v současné době hledání co nejvyššího výnosu snižuje spekulativní potenciál.

Výpočet cílové ceny Fortuna

Kalkulace požadované výnosové míry	2017f	2018f	2019f	2020f
bezriziková sazba	1,4%	1,7%	1,7%	2,0%
beta	0,66	0,66	0,66	0,66
riziková prémie	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
náklady vlastního kapitálu	5,9%	6,2%	6,2%	6,5%
váha dluhu	39%	37%	27%	14%
náklady dluhu (po dani)	3,5%	3,7%	3,7%	4,0%
WACC (vážené náklady kapitálu)	4,9%	5,3%	5,5%	6,2%
ocenění modelem DCF (mil.EUR)	2017f	2018f	2019f	2020f
provozní zisk	23,3	27,3	28,1	28,7
- daně	-4,8	-5,4	-5,7	-6,0
NOPLAT	18,4	21,9	22,3	22,7
+ odpisy	9,8	8,6	9,1	9,7
- kapitálové investice	-11,5	-10,0	-9,2	-9,8
+/- změna pracovního kapitálu	11,1	-2,5	-1,4	-1,1
FCFF (volný cash flow)	27,8	18,0	21,0	21,5
současná hodnota volného cash flow	25,4	15,6	17,2	16,7
současná hodnota cash flow do r.2020	79,2			
Současná hodnota cash flow po r.2020	305,6			
čistý dluh	-111,4			
odhad hodnoty vlastního kapitálu	273,4			
počet akcií (mil.)	52,0			
kurz CZK/EUR za rok	26,3			
fair value z DCF modelu (Kč na akcii)	138			
sektorová atraktivita	0,0%			
atraktivita společnosti	-5,0%			
spekulativní potenciál	-2,5%			
cílová cena (Kč na akcii)	128			

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Analýza citlivosti ocenění

WACC/Dlouhodobá růstová míra	5,2 %	5,7 %	6,2 %	6,7 %	7,2 %
0,0%	131	114	104	88	77
0,5%	147	127	115	97	85
1,0%	167	143	128	107	94
1,5%	193	163	144	120	104
2,0%	227	188	164	135	116

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Mezi hlavní rizika pro akcionáře podle nás patří regulace a úspěšnost investic a akvizic.

Hlavní rizika pro akcionáře

- **Sázení je regulované odvětví.** V budoucnu nelze vyloučit nepříznivá rozhodnutí regulačních orgánů. Zdanění sázení se může zvýšit ještě více než nyní předpokládáme, a to zejména proto, že vlády potřebují snižovat rozpočtové schodky. Možnosti sázkových společností v oblasti reklamy jsou navíc v některých zemích omezeny.
- **Konkurence je velmi silná na trhu on-line sázení,** což by mohlo snížit budoucí marže ještě výrazněji, než nyní očekáváme.
- **Investice do nových produktů nemusí přinést očekávané výnosy.** Investiční výdaje Fortuny jsou výrazně vyšší, než kolik bylo zvykem před několika lety. Není jisté, že nové produkty (např. online kasino) budou finančně výhodné. Expanzi Fortuny do oblasti loterií lze s odstupem času hodnotit spíše neúspěšně. Původní očekávání z let 2010-11 se totiž nepodařilo naplnit, a to hlavně kvůli nečekaně rychlému vzpamatování se Sazky (dominantní hráč na českém loteriím trhu).
- **Nenaplnění pozitivních očekávání z nedávné akvizice.** Změna cílové ceny je výrazně ovlivněna nedávnými akvizicemi společnosti. Nenaplnění předpokladů především v oblasti nárůstu výnosů a zisku by výrazně negativně ovlivnilo hodnotu společnosti a cílovou cenu.
- **Selhání systému risk managementu může mít významný dopad na finanční výsledky Fortuny.** Úspěch sázkové společnosti závisí na jeho systému řízení rizik. Fortuna je tedy závislá na svých klíčových zaměstnancích.
- **Spolehlivost předpovědí managementu.** Fortuna na konci roku 2014 vyměnila vrcholový management. Komentáře managementu k výhledům výsledků se ukázaly být značně nepřesné a rozsah informací poskytovaných o nedávných akvizicích velmi sporný, což dokládá i nedávné rozhodnutí holandského soudu o přidělení nezávislého dozorce na poskytování informací ohledně prodeje rumunských aktivit v rámci skupiny Penta.

Finanční údaje a poměrové ukazatele

Ocenění	2012	2013	2014	2015	2016	2017f	2018f	2019f	2020f
P/E (x)	13,9	11,0	10,7	8,8	20,4	9,3	8,8	8,9	8,9
Cena/cash flow (x)	19,1	9,0	11,5	5,5	-27,3	9,4	-14,0	15,3	14,9
Cena/volný cash flow (x)	10,3	10,8	9,3	8,6	37,9	6,2	9,5	8,2	8,0
Price/book value (x)	3,5	6,4	5,7	3,4	2,9	2,2	1,8	1,6	1,4
EV/výnosy (x)	1,9	2,0	1,8	1,7	1,6	1,4	1,3	1,1	1,0
EV/EBITDA (x)	8,2	7,4	6,9	6,7	8,5	8,6	7,7	6,8	5,8
Dividendový výnos, brutto (%)	20,4	6,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zisk na akcii (EUR)	0,24	0,30	0,31	0,38	0,16	0,36	0,39	0,41	0,42
Hrubá dividendy	0,67	0,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Výkaz zisků a ztrát (EUR mil.)									
Výnosy	96,2	97,1	109,6	102,8	106,2	208,5	214,7	221,1	226,3
EBITDA	22,1	26,7	28,4	26,8	20,2	33,0	35,9	37,2	38,4
Depreciace a amortizace	3,7	3,7	4,3	4,2	3,5	5,8	4,6	5,1	5,7
Provozní výsledek	18,4	23,0	24,1	22,6	16,7	27,3	31,3	32,1	32,7
Čistý úrokový výnos	-2,3	-2,0	-2,7	-2,0	-1,5	-3,9	-5,7	-5,1	-4,8
Vykázaný čistý zisk	12,3	15,6	16,0	19,5	8,4	18,5	20,2	21,1	21,9
Peněžní toky (EUR mil.)									
EBITDA	22,1	26,7	28,4	26,8	20,2	33,0	35,9	37,2	38,4
Změna pracovního kapitálu	1,8	-2,7	2,6	6,4	3,7	11,1	-2,5	-1,4	-1,1
Jiné provozní CF	-0,4	4,3	-1,0	-0,9	-6,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Provozní CF	23,5	28,3	29,9	32,3	17,4	43,8	33,0	35,4	36,9
Čisté kapitálové výdaje	-3,7	-3,8	-8,0	-8,8	-12,5	-11,5	-10,0	-9,2	-9,8
Investiční CF	-5,5	-0,2	-6,9	-14,4	-18,1	-152,3	-15,4	6,8	6,1
CF z financování	-2,9	-1,8	0,0	16,2	2,8	135,5	-19,1	-19,1	-19,1
Čistá změna hotovosti	15,1	26,4	23,0	34,1	2,0	27,0	-1,5	23,2	23,9
Rozvahové položky (EUR mil.)									
Dlouhodobá aktiva	64,9	60,0	62,3	68,0	71,8	212,6	218,1	202,2	186,3
Z toho nehmotná aktiva	58,9	55,3	54,2	60,1	65,3	206,1	211,5	195,5	179,6
Čistý pracovní kapitál	-5,8	-6,1	-8,5	-14,2	-12,1	-22,9	-20,0	-18,2	-16,6
Vlastní kapitál	49,0	26,8	29,9	51,0	59,3	77,8	97,9	119,1	141,0
Čistá hotovost (záporná čísla = zadlužení)	-10,2	-27,1	-24,7	-7,5	0,1	-111,4	-99,6	-64,2	-28,0
Ziskovost									
ROIC (%)	29,4	38,7	40,6	38,8	28,8	19,7	21,8	14,9	15,5
ROE (%)	25,8	41,3	56,5	48,2	15,3	27,0	23,0	19,5	16,8
Marže									
EBITDA marže (%)	22,9	27,5	25,9	26,0	19,1	15,8	16,7	16,8	17,0
Provozní marže (%)	19,1	23,7	21,9	22,0	15,7	13,1	14,6	14,5	14,5
Dynamika									
Růst výnosů (%)	7,1	0,8	12,9	-6,2	3,3	96,3	3,0	3,0	2,4
Růst EBITDA (%)	10,7	20,8	6,4	-5,8	-24,4	63,2	8,7	3,7	3,3
Růst provozního zisku (%)	10,0	24,8	4,6	-6,2	-26,0	63,2	14,9	2,5	2,0
Růst vykázaného čistého zisku (%)	-6,9	26,8	2,3	22,0	-56,9	119,7	9,0	4,9	3,4
Růst zisku na akcii (%)	-6,9	26,8	2,3	22,0	-56,9	119,7	9,0	4,9	3,4
Financování									
Čistý dluh/vlastní kapitál	20,8	101,3	82,7	14,7	-0,2	143,3	101,7	53,9	19,9
Úrokové krytí (x)	4,9	8,5	8,4	10,3	9,4	6,6	5,0	5,7	6,0
Výplatní poměr (%)	282,8	73,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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 Drímal
(420) 222 008 598
marek_drimal@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



Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@sgcib.com



Yvan Mamalet
(44) 20 7762 5665
yvan.mamalet@sgcib.com



Latinská Amerika
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



Infance
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

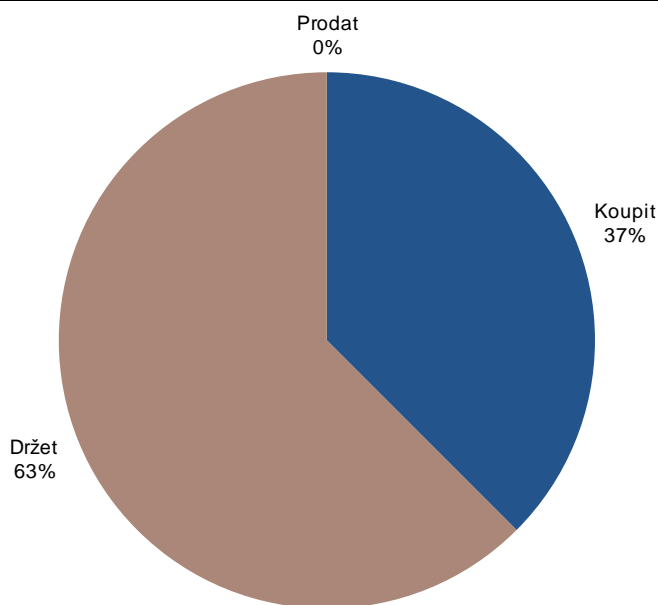
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 12. červnu 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 4,2	CZK 13500	n/a	CZK 876	EUR 26	CZK 128	CZK 95
Datum	14/9/16	31/1/17	27/4/17	25/5/17	20/6/16	19/4/17	3/3/2017	12/6/17	9/6/17
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	prodat	koupit		držet	koupit
Cílová cena	CZK 420	CZK 267	USD 3,7	CZK 13500	-	CZK 863		CZK 96	CZK 90
Datum	12/2/16	9/12/16	10/3/17	13/6/16	11/12/15	20/5/16		20/5/16	6/9/16
Doporučení	koupit	držet	držet	koupit		koupit		v revizi	
Cílová cena	CZK 608	CZK 260	USD 2,5	CZK 11890		CZK 800		v revizi	
Datum	18/9/15	22/3/16	12/8/15	2/9/15		3/12/15		10/3/16	
Doporučení									
Cílová cena									
Datum									
Doporučení									
Cílová cena									
Datum									
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
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 nezkreslený 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 vázáni 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 vyplývajícimu 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>