

| Akciové trhy |

Akciové výhledy

Akcíím ještě pára nedochází



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



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



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

- **Růstový trend na globálních akciových trzích v druhém čtvrtletí zvolnil.** Přestože makroekonomické podmínky pokračovaly v pozitivním vývoji, akciové trhy ve větším rozletu brzdily především politické události.
- **Po výrazném startu do roku 2017, kdy index PX pražské burzy přidal 6 %, tempo růstu v druhém čtvrtletí zvolnilo.** Od začátku druhého kvartálu pražský index přidal 2,3 %, podobně jako většina západoevropských akciových indexů.
- **Trojice vítězů z prvního čtvrtletí CME, Unipetrol a Fortuna se ani v tom druhém nezměnila.** Jednoznačně vede mediální skupina CME s 30% ziskem, následovaná Unipetrem, jehož akcie si připsaly 22 % a od začátku roku přinesly investorům nejvyšší zisk 55 %. Jako třetí skončila Fortuna s 16% růstem.
- **Rozkolísanost denního zobchodovaného objemu se během druhého čtvrtletí zmírnila.** ČEZ získal zpět titul nejobchodovanějšího titulu s 27% podílem. Menší emise přidaly na aktivitě, když podíl pěti největších titulů klesl z 92 na 88 %.
- Globální ekonomické trendy zůstávají příznivé. Slabší ekonomickou aktivitu ve Spojených státech považujeme za dočasnou a předpokládáme opětovné zrychlení během léta. Nedávný inflační vývoj dovoluje Fedu zvyšovat úrokové sazby jen pozvolně, což je podpůrným argumentem pro otevírání pozic v rizikovějších instrumentech. **Ačkoliv Société Générale snížila ve své alokaci expozici vůči akciím, stále drží silnou nadváženou pozici v tomto aktivu.** Snížení váhy akcií v globálním portfoliu z 63 % na 60 % bylo způsobeno vybíráním zisků na čínském akciovém trhu.
- **Nadále držíme pozitivní výhled na globální akcie, a to jak do konce letošního roku, tak i pro následujících dvanáct měsíců.** Většina trhů by měla růst až do roku 2019, kdy očekáváme, že zpomalení ekonomického růstu v USA povede k výrazným výprodejům na akciových trzích. Ocenění akcií rozvíjejících se trhů zůstává proti rozvinutému světu levné.
- 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. Současné prostředí by mělo být atraktivní i pro finanční sektor, včetně pojištnictví. Na základě našich odhadů pro ceny ropy preferujeme i sektor ropa a plyn.
- **Pražská burza by mohla v ročním horizontu dosáhnout růstu 5-6 % s dividendovým výnosem okolo 5 %.** Mezi nejatraktivnější tituly řadíme akcie finančních institucí.

Statistika BCPP

	2012	2013	2014	2015	2016	05/2017
Index PX	1 039	989	947	956	922	1 002
% změna (CZK)	14,0	-4,8	-4,3	1,0	-3,6	8,8
% změna (USD)	18,4	-8,9	-16,7	-7,0	-6,9	18,8
Objem obchodů (mil.CZK)	250 608	184 571	158 222	169 202	163 580	66 336
Objem obchodů (mil.USD)	12 810	9 461	7 648	6 941	6 687	2 648
Tržní kapitalizace (mil.CZK)	1 093 799	1 074 426	1 018 162	1 011 989	1 020 891	1 121 413
Tržní kapitalizace (mil.USD)	57 540	54 189	44 434	40 696	39 844	47 825

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	436,9	448,0	Držet	14.IX.16	477,2	393,0
CME	98,0	98,9	Koupit	10.III.17	110,0	49,0
Erste Bank	829,0	972,4	Koupit	8.V.17	900,2	466,0
Fortuna	125,0	128,0	Držet	12.VI.17	127,0	74,2
Kofola	430,0	-	-	-	445,9	353,0
Komerční banka	905,0	-	-	-	989,7	808,6
Moneta Money Bank	76,7	95,0	Koupit	9.VI.17	90,8	69,1
O2 CR	281,8	267,0	Držet	31.I.17	292,6	194,4
Pegas Nonwovens	912,0	876,0	Držet	19.IV.17	970,0	702,5
Philip Morris CR	14 776,0	13 500,0	Držet	25.V.17	15 000,0	11 910,0
Stock Spirits	52,0	-	-	-	59,5	45,1
Unipetrol	283,6	-	-	-	296,0	155,0
VIG	650,0	673,0	Koupit	3.III.17	684,8	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	
	23.VI.17	(%)	CZK	USD	1-5/2017	1-5/2017
			(%)	(%)	(mil. CZK)	(mil. USD)
CEZ	436,9	-2,9	1,7	11,1	155,5	6,6
CME	98,0	4,4	47,1	60,6	4,4	0,2
Erste Bank	829,0	-6,6	12,4	22,7	73,7	3,1
Fortuna	125,0	16,8	45,7	59,0	5,5	0,2
Kofola	430,0	8,3	17,2	27,9	0,9	0,0
Komerční banka	905,0	-2,9	2,4	11,8	137,6	5,8
Moneta Money Bank	76,7	-3,8	-7,4	1,0	151,5	6,4
O2 CR	281,8	1,8	10,1	20,2	56,3	2,4
Pegas Nonwovens	912,0	-1,2	18,6	29,4	13,5	0,6
Philip Morris CR	14 776,0	6,2	12,8	23,2	11,3	0,5
Stock Spirits	52,0	0,2	-7,9	0,5	1,4	0,1
Unipetrol	283,6	1,3	54,2	68,4	11,2	0,5
VIG	650,0	0,4	13,0	23,3	15,1	0,6

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

Pražská burza v Q2 zvolnila

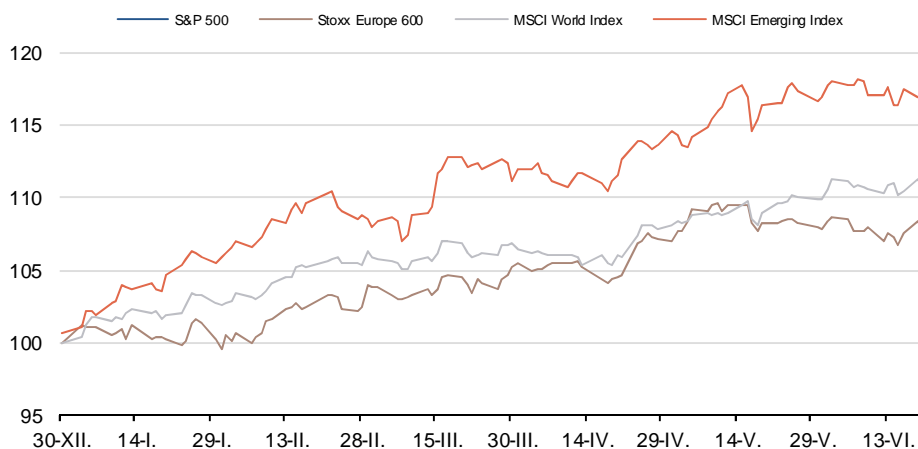
Globální akciový index



Zdroj: Bloomberg; MSCI World index

Výrazný růstový trend na globálních akciových trzích v druhém čtvrtletí zvolnil. Přestože makroekonomické podmínky pokračovaly v pozitivním vývoji, akciové trhy ve větším rozletu brzdily především politické události. Trhy zaskočilo květnové oznámení předčasných voleb ve Velké Británii a způsobilo pokles většiny hlavních akciových indexů. Nerozhodný výsledek voleb, který vyústil v minoritní vládu premiérky Theresy Mayové a zkomplikoval její vyjednávací pozici pro Brexit, pak potvrdil původní obavy trhů. Přísliby expanzivní fiskální politiky, výrazných investic do infrastruktury a snížení regulace, které hnaly americké akciové trhy vzhůru v prvním čtvrtletí, se ukázaly být mnohem hůře prosaditelné, než investoři očekávali. Nadhodnocené americké akcie pak kromě potíží Bílého domu přibrzdilo i vyšetřování kauzy o ovlivňování voleb v USA Ruskem a role prezidenta Trumpa. Přestože hlavní americké a evropské akciové indexy S&P 500 a Stoxx 600 přidaly od začátku roku skoro 10 %, hlavní část zisků realizovaly především v prvním čtvrtletí, když v druhém přidaly zatím jen 3,5 a 2,8 %. Dohoda zemí vyvážejících ropu OPEC o prodloužení omezení těžby do března 2018 výraznou podporu akciovým trhům nepřinesla. Cena ropy i přes dohodu setrvala kolem nebo pod úroveň 50 USD za barel především díky přetrvávajícím vysokým globálním zásobám. K negativnímu trendu přispělo i nedávné razantní zvýšení těžby Libyí, které přineslo prudký pád cen ropy k 45 USD. Jedním z mála trhů, které výrazně změnil trend v Q2, byly japonské akcie. Indexy Nikkei 225 a Topix přidaly ve druhém čtvrtletí k 6 % a umazaly 3% ztrátu z Q1. díky oslabujícímu jenu, který podpořil především exportéry.

Vývoj hlavních akciových indexů od začátku letošního roku



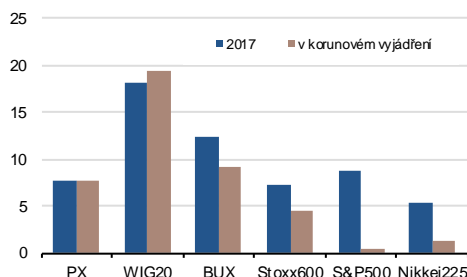
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Pražský PX v druhém čtvrtletí přidává 2,3 % a zatím zaostává za svými regionálními kolegy.

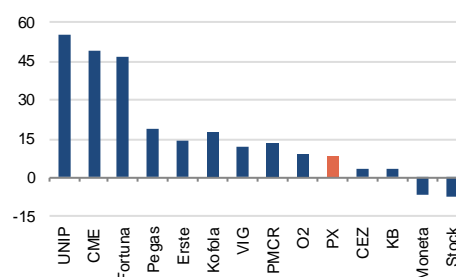
Po výrazném startu do roku 2017, kdy index pražské burzy PX přidal 6 %, tempo růstu v druhém čtvrtletí zvolnilo. Od začátku druhého kvartálu pražský index přidal 2,3 %, podobně jako většina západoevropských akciových indexů. Ve srovnání s regionálními konkurenty však jednoznačně propadl, když maďarský BUX vyrazil z poslední pozice v prvním čtvrtletí vzhůru a za Q2 zatím přidává výrazných 13 %. Polský WIG20 pokračoval v solidních ziscích z prvního čtvrtletí a v tom druhém přidává přes 7 %. Pražský index zaostal i za rumunským indexem BET s 4 %.

Od začátku roku se zatím z regionálních indexů daří nejlépe polskému WIG20 s 20% ziskem, těsně následovaným rumunským indexem BET, který přidává 19 %. Pražský PX si v tomto roce připsal 9 % a drží se tak nad průměrem svých západních kolegů.

Letošní srovnání indexů (%)



Pražské tituly v letošním roce (%)

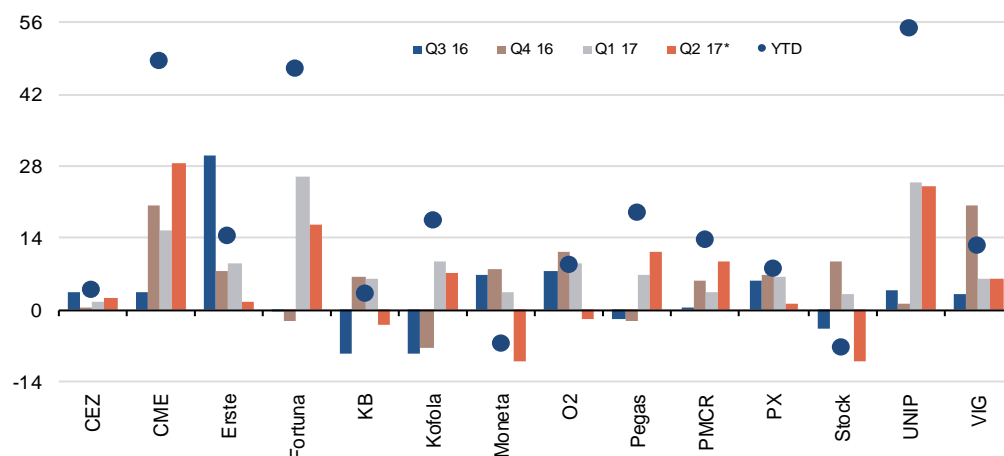


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Unipetrol, Fortuna a CME pokračují ve vedení pražského pelotonu a od začátku roku již investorům přinesly zisky mezi 40 a 55 %.

Trojice vítězů z prvního čtvrtletí CME, Unipetrol a Fortuna si udržela vedoucí pozici i v Q2. Mediální skupina CME se z třetího místa v Q1 nadechla k mohutnému zisku 30 % a stala se jednoznačným vítězem druhého čtvrtletí a od začátku roku již přinesla investorům výrazných 48 %. Dobré hospodářské výsledky, podpořené příznivým vývojem reklamního trhu, umožnily společnosti refinancovat své vysoké zadlužení a výrazně snížit úrokové náklady, které historicky zatěžují její profitabilitu. Přestože akcie petrochemické skupiny Unipetrol v druhém čtvrtletí zvolnily tempo růstu, s 22% ziskem udržely druhé místo a od začátku roku přinesly investorům na pražské burze nejvyšší zisk, téměř 55 %. Akcie společnosti těžily z přetrvávajícího příznivého vývoje v odvětví a obnovené produkce ve svých závodech. Management je při prezentacích své střednědobé strategie skoupý na informace a nechce odhalit detaily nutných investic ve Spolaně. Akcie však zatím touto informační střídmostí nijak výrazně netrpí. Třetími nejúspěšnějšími se s +16 % staly akcie sázkařské společnosti Fortuna, které přinesly investorům od začátku roku již 46 %. Zisky akcií podpořil růst přijatých sázek, významné akvizice a nedávné navýšení odkupní ceny minoritních podílů. Majoritní vlastník Fortuny, společnost Fortbet Holdings v rukou investiční skupiny Penta, nedávno zvýšil původní cenu za odkup akcií od minoritních vlastníků z 98 na 118 CZK a víceméně tak uznal výtky minoritních vlastníků směrem k nízké odkupní ceně. Po zohlednění akvizic v našich prognózách jsme stanovili roční cílovou cenu akcií Fortuny na 128 CZK za kus, která je výrazně nad původní nabízenou odkupní cenou a indikuje, že i zvýšená odkupní cena je pod námi odhadovanou budoucí hodnotou společnosti.

Vývoj českých akcií v jednotlivých kvartálech



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg. *data k 21.6.2017

Na rozdíl od prvního čtvrtletí se během druhého dostaly čtyři akcie do ztrát.

Na rozdíl od prvního zaměřily během druhého čtvrtletí čtyři akcie na pražském parketu do ztrát. Nejvíce index PX brzdily Moneta a Stock Spirits, jejichž akcie v Q1 odepsaly skoro 10 % a od začátku roku tak zaznamenaly ztrátu kolem 6 %. Moneta nabrala většinu svých

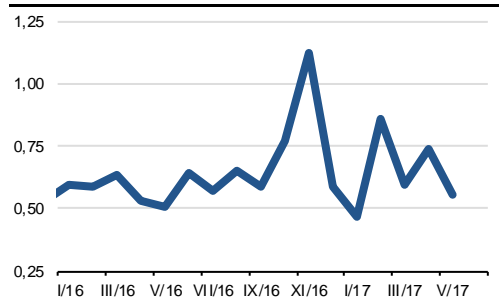
ztrát během jediného dne (12. dubna), kdy se poprvé obchodovala bez nároku na vysokou dividendu. Likérka Stock Spirits i přes relativně úspěšně pokračující restrukturalizaci svých polských aktivit odevzdala za druhé čtvrtletí 10 %. Do mírné ztráty se v Q2 dostaly i akcie Komerční banky s -3 % a O2, jejíž akcie ztratily mírně 1 %.

ČEZ získal zpět titul nejobchodovanějšího titulu. Malé emise přidaly na zobchodovaném objemu.

Rozkolísanost průměrného denního zobchodovaného objemu se během druhého čtvrtletí zmírnila, když výrazný vliv primárních a sekundárních úpisů Moneta Money Bank na obchodní aktivitu polevil. ČEZ získal zpět titul

nejobchodovanějšího emise, když jeho podíl dosáhl 27 %. Moneta si udržela druhou pozici s 23 %, těsně před akciemi Komerční banky s 21 %. Pětici nejžádanějších doplňuje Erste Group (10 %) a O2 Czech Republic (6 %). Těchto pět titulů se pak od začátku roku postaralo o 88 % celkového zobchodovaného objemu na pražském parketu. Přestože pět dominantních emisí stále představuje valnou většinu zobchodovaného objemu, snížení podílu z 92 na 88 % indikuje zvýšenou aktivitu menších emisí.

Průměrný denní objem obchodů (mld. CZK)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, BCPP

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

Výhled globální ekonomiky

Spojené státy americké: další zvýšení sazeb v září

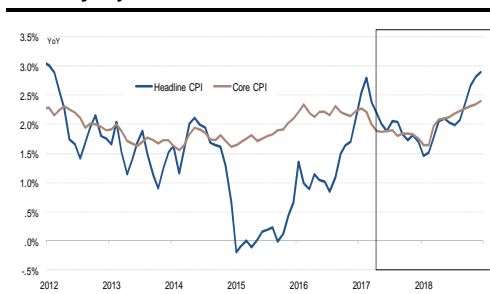
Inflace ubírá na tempu.

Americká centrální banka přistoupila v červnu ke zvýšení úrokových sazeb o 25 bb na 1,0-1,25 %. Další růst sazeb by podle ekonomů SG měl následovat v září. Poslední inflační vývoj však do tohoto očekávání vnáší více nejistoty. Meziroční cenový růst dosáhl svého vrcholu letos v únoru (na úrovni 2,7 % y/y) a od té doby jeho tempo zpomaluje. Za celý letošní rok by měl dosáhnout v průměru 2,1 %. Inflace je i tím, co v současné době nejvíce znepokojuje Fed. Na svém červnovém zasedání americká centrální banka revidovala směrem dolů výhled pro celkovou inflaci, jádrovou inflaci i pro deflátor osobní spotřeby. Naznačila tak, že inflace 2% inflační cíle nedosáhne ani letos, a to již po šesté v řadě. Jádrový deflátor osobní spotřeby (PCE), preferovaný inflační indikátor Fedu, letos navíc pravděpodobně nepřekročí ani 1,5 %. To vše představuje nejistotu pro načasování dalšího zvyšování úrokových sazeb. Na druhou stranu Fed stále přikládá větší váhu utahující se situaci na trhu práce, která by měla inflaci postupně tlačit směrem nahoru. Náš odhad ohledně zářijového zvýšení úrokových sazeb tak zůstává beze změny. Příští rok očekáváme, že Fed zvýší sazby celkem třikrát.

Hlavním tahounem růstu HDP zůstane spotřeba domácností.

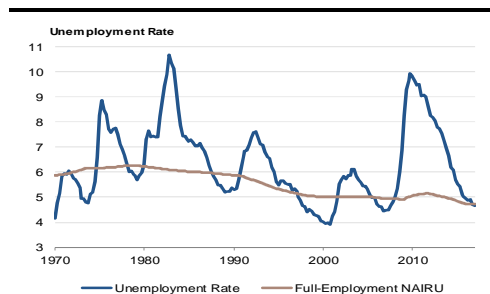
Hospodářský růst Spojených států potáhne i nadále domácí poptávka. Míra nezaměstnanosti se již nachází na úrovni NAIURU, což vytváří tlak na růst mezd a podporuje spotřebu domácností. Otázkou zůstává, zda se vyšší mzdy promítnou i do vyšší inflace, či pouze stlačí dolů marže korporací, jejichž síla prosadit si vyšší ceny je omezená. K hospodářskému růstu by letos měly více přispět i firemní investice. Ty by se díky vyšším cenám ropy měly vrátit i do oblasti energetického sektoru. Podle ekonomů SG by měl HDP letos vzrůst o 2,2 %, po loňských 1,6 %. Podobné tempo by si americká ekonomika měla udržet i v roce 2018. Tyto odhady jsou však založeny na předpokladu, že se Donaldu Trumpovi podaří prosadit daňové škrt. Pokud jde o snižování daní fyzickým osobám a o jejich reformu, panuje mezi Republikány shoda. Kontroverznější je ovšem reforma korporátních daní. Politika Donalda Trumpa tak pro náš odhad hospodářského růstu představuje riziko směrem dolů.

USA: vývoj inflace



Zdroj: Datastream, SG Cross Asset Research/Economics

USA: nezaměstnanost



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

Eurozóna: růst HDP revidován směrem nahoru

Mzdový růst bude v letošním roce ještě umírněný.

Růst HDP eurozóny pro letošní rok zvýšili ekonomové SG z původních 1,7 % na 1,9 %. Hlavním důvodem byla revize údajů za Q3 16 – Q1 17, ale i lepší než očekávaná výkonnost německé ekonomiky v Q1 17. Růst HDP v eurozóně zůstává tažen domácí poptávkou. Nezaměstnanost se postupně snižuje, což vylepšuje náladu domácností. Jejich ochota utrácet pak roste, což by mělo vést k postupnému snížení míry úspor. V letošním roce by nezaměstnanost měla poklesnout o dalších 0,8 pb a za celý letošní rok dosáhnout v průměru 9,2 %. Mzdový růst bude v letošním roce ještě umírněný. V prosinci však v Německu končí

některá významná mzdová ujednání v oblasti průmyslu a v únoru 2018 dohody s odbory ve veřejném sektoru, což by v roce 2018 mohlo vést k výraznému zvýšení mezd. Podstatným zdrojem růstu HDP zůstanou v eurozóně i investice, které by, stejně jako v loňském roce, měly do celkového růstu přispět 0,5 pb. Příspěvek čistých exportů bude záporný (-0,6 pb).

Program QE bude omezován až od ledna 2018.

V červnu Evropská centrální banka poprvé od srpna 2011 vyhodnotila rizika spojená s její prognózou jako vyrovnaná. Zároveň již v komuniké nezmínila možnost dalšího snížení sazeb. Pokud jde o program nakupovaných aktiv, bude podle slov ECB stále třeba výrazný stupeň stimulů. ECB na svém červnovém zasedání také revidovala svůj inflační výhled směrem dolů. Celková inflace by podle její nové prognózy měla dosáhnout 1,5 % v roce 2017, 1,3 % v roce 2018 a 1,6 % v roce 2019. Podle ekonomů SG by inflace měla v letošním roce dosáhnout 1,6 %, v letech 2018-2021 by měla činit 1,5 %.

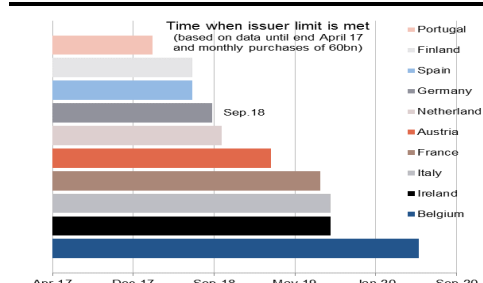
Revize inflačního výhledu společně s holubičí rétorikou ECB vedla ekonomy SG k tomu, že nyní předpokládají, že ECB začne nákupy aktiv omezovat až v lednu 2018 (předchozí prognóza počítala s říjnem 2017). Tento záměr však ECB podle nich oznámí už letos v září. V lednu by měla snížit nákupy dluhopisů o 20 mld. EUR, přičemž další redukce programu o 10 mld. EUR by měla následovat každé čtvrtletí. Celý program QE by měl být ukončen v Q1 19. Prodloužení programu QE bude znamenat test, zda je na trhu dostatečné množství dluhopisů, které by ECB mohla nakupovat. To může být se současným nastavením limitů problém. Ke zvyšování úrokových sazeb přistoupí podle našeho názoru ECB v prosinci 2018 a poté v březnu 2019. Zbaví se tak negativní depozitní sazby, zatímco repo sazba stoupne na 0,25 %. Kurz eura vůči dolaru by tak díky politice ECB měl v letošním roce postupně posilovat, a to až na úroveň 1,18 USD/EUR na konci letošního roku.

Kurz USD/EUR, předpověď SG



Zdroj: Datastream, SG Cross Asset Research/Economics

Program QE: čas kdy je dosažen limit na emitenta



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

Čína: solidní výkonnost až do Q3 17

V příštím roce čínská ekonomika ubere na tempu.

Náš odhad reálného růstu čínské ekonomiky pro letošní rok na úrovni 6,6 % zůstává prozatím beze změny. K solidnímu růstu by (alespoň v prvních třech čtvrtletích) měla přispívat dobrá situace na trhu nemovitostí. Prodeje nemovitostí zatím benefitují ze silné úvěrové aktivity a stabilních úrokových sazeb. To se však od Q4 17 začne pravděpodobně měnit. Počet měst, která přijala restriktivní opatření v oblasti nemovitostního trhu, se za první čtyři měsíce letošního roku zdvojnásobil na více než třicet. Podle našeho očekávání hypoteční sazby začnou koncem roku růst svižnějším tempem. K tomu se přidají i dopady omezování půjček nebankovního sektoru a také rostoucí inflace, která bude limitovat prostor pro další snižování úrokových sazeb PBoC. To se pak podle našeho názoru odrazí ve zpomalení reálného růstu HDP na 6,1 % v roce 2018 a dále na 5,1 % v roce 2019. To, jak se ke zpomalujícímu růstu HDP postaví čínská vláda, by měl napovědět 19. kongres komunistické strany, který proběhne letos na podzim. Dobrou zprávou by bylo schválení střednědobého růstového cíle HDP pod úroveň 6,5 %, což by znamenalo, že by vláda mohla započaté strukturální reformy urychlit.

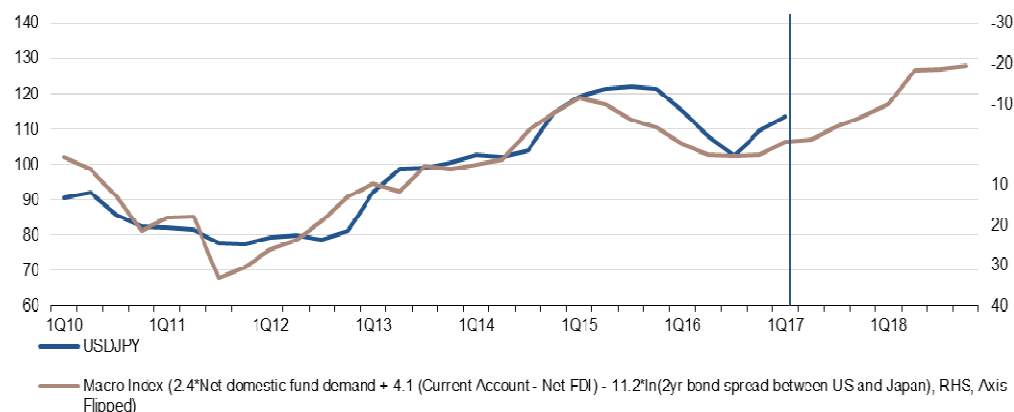
Japonsko: inflačního cíle letos dosaženo nebude

Slabší JPY, domácí poptávka a vyšší ceny energií by měly inflaci pomoci dosáhnout 1,0 % na konci roku.

Růst Japonské ekonomiky by měl v letošním roce podle ekonomů SG dosáhnout 1,3 % (původní odhad počítal s růstem 1,2 %) a držet se již třetí rok v řadě nad tempem růstu potenciálního produktu (0,8 %). Situace na trhu práce je utažená, což vytváří tlak na růst mezd a podporuje spotřebu. Tu příznivě ovlivňuje i uvolněná fiskální politika. Společně s oživením globální ekonomiky a slabším kurzem JPY/USD ožívá i korporátní aktivita. Nedostatek pracovní síly navíc nutí korporace investovat do kapitálu a zvyšovat tak nebo alespoň udržovat vlastní profitabilitu a produktivitu. To vede k poklesu míry úspor korporací, která se v současné době blíží směrem k nule. Inflace v Japonsku v současné době stagnuje. Důvodem je pravděpodobně pokles cen energií, nejistota spojená s vývojem globální ekonomiky a přetrvávající negativní dopady zvýšení spotřební daně v roce 2014.

Slabší JPY, oživená domácí poptávka a vyšší ceny energií by měly inflaci pomoci dosáhnout 1,0 % na konci letošního roku. Inflačního cíle na úrovni 2 % však pravděpodobně nebude dosaženo dříve než v roce 2021. Japonská centrální banka tak bude udržovat měnovou politiku i nadále uvolněnou. Cíl týkající se dlouhodobých výnosů (centrální banka se zaměřuje primárně na kontrolu výnosů 10letých státních dluhopisů, předtím byla cílem peněžní zásoba) začne pravděpodobně zvyšovat až v situaci, kdy jádrová inflace přesáhne 1 %. Do té doby se bude centrální banka dlouhodobé výnosy dluhopisů snažit držet kolem 0% úrovně, což bude vytvářet tlak na další oslabení JPY. Ve střednědobém horizontu by kurz JPY/USD měl postupně oslabovat směrem ke 120.

JPY 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 snížila váhu akcií ve svém globálním portfoliu z 63 % na 60 %. Stále však drží doporučení *Nadvážit*.

Náš výhled pro akciové trhy je založen na předpovědích Société Générale (analýza *Multi Asset Portfolio – Make reflation great again* zveřejněná 7. června, 7:02 CET). Globální ekonomické trendy zůstávají příznivé. Slabší ekonomickou aktivitu ve Spojených státech považujeme za dočasnou a předpokládáme opětovné zrychlení během léta. Nedávný inflační vývoj dovoluje Fedu zvyšovat úrokové sazby jen pozvolně, což je podpůrným argumentem pro otevírání pozic v rizikovějších instrumentech. **Ačkoliv Société Générale snížila ve své alokaci expozici vůči akciím, stále drží silnou nadváženou pozici v tomto aktivu.** Snížení váhy akcií v globálním portfoliu z 63 % na 60 % bylo způsobeno vybíráním zisku na čínském akciovém trhu, když se zdá, že tamní autority budou držet likviditu pod kontrolou. Na druhou stranu SG zvýšila váhu vládních dluhopisů o 2 pb na 13 % s vyšší expozicí na dluhopisy rozvíjejících se zemí denominovaných v lokálních měnách. Celkově však stále drží doporučení *Podvážit* pro třídu státních dluhopisů, protože očekávané zvýšení ekonomické aktivity v USA by mělo zvýšit ceny komodit, zejména ropy, kde nabídková strana bude více a více kontrolována kartelem OPEC a Ruskem. Hotovost zůstává rovněž podvážena s vyšší váhou 7 % ve srovnání s předchozími 6 %. SG nijak nezměnila alokaci ostatních tříd aktiv (inflační dluhopisy, podnikové dluhopisy, komodity).

Přes neúspěšné hlasování nové vládní administrativy o zrušení programu Obamacare a kontroverzní spory okolo Donalda Trumpa si myslíme, že část jeho ekonomické agendy americkým kongresem projde, a to zejména snižování daní pro fyzické i právnické osoby. **Na evropské politické scéně vidíme aktuální rizika pod kontrolou.** Vítězství Emmanuela Macrona v prezidentských volbách a jeho strany v parlamentních by mělo zvýšit důvěru mezi veřejností a očekávané zlepšení v konkurenceschopnosti by mělo nakonec vést k ziskům akcií francouzských společností. Ani nizozemské volby nepřinesly žádný extrémní výsledek. Ačkoliv plný kalendář evropských politických událostí může vnášet na trhy krátkodobou volatilitu, naším základním scénářem je, že žádná protievropská politická strana nezíská většinu ve svém parlamentu. Mimo eurozónu představuje zvýšené riziko neúspěch Theresy May v britských předčasných parlamentních volbách.

Prostor pro růst amerických akcií považujeme za velmi omezený.

Nadále držíme pozitivní výhled na globální akcie, a to jak do konce letošního roku, tak i pro následujících dvanáct měsíců. Většina trhů by měla růst až do roku 2019, kdy očekáváme, že zpomalení ekonomického růstu v USA povede k výrazným výprodejům na akciových trzích. Pro americké akcie vidíme růstový potenciál jako omezený, když očekávané letní zrychlení růstu a zvýšení inflace je v cenách již započítáno a marže nemají již prostor pro další růst.

Italské a francouzské akcie máme mezi nejvíce preferovanými evropskými tituly.

V Evropě by zrychlující ekonomický růst, zvyšující se inflační očekávání a fiskální impulsy měly podporovat Euro Stoxx 50. Italské akcie se zdají být v relativním ocenění atraktivní, a to především v takovém scénáři, kdy evropská rizika budou minimální a dluhopisové výnosy výrazně neporostou. Francouzské akcie by měly těžit z uklidnění politické situace a očekávaných reforem. Britský FTSE 100 by měl růst podobně jako zbytek Evropy, když vyšší ceny komodit a slabší libra by měly kompenzovat negativní dopad brexitu na domácí ekonomiku. Fakt, že mnoho mezinárodních investorů zůstává stále podváženo v akciích, by měl vést k výraznějšímu přesunu prostředků právě do této třídy aktiv.

V Asii preferujeme Koreu, Japonsko a Indii.

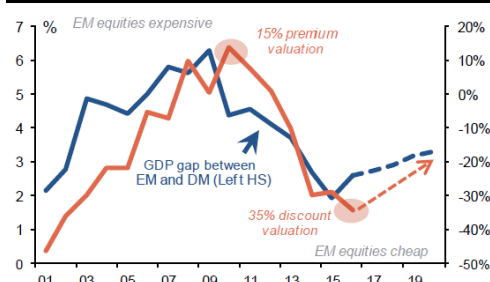
Náš výhled zůstává pozitivní i pro asijské trhy. Ocenění není přehnaně vysoké, zisky rostou a likviditní podmínky jsou příznivé. Velmi úspěšná výsledková sezóna a nedávné politické události jsou velkou podporou pro vyšší alokaci v korejských akciích. Pozitivní jsme nadále i na japonské akcie, které těží z oslabujícího jenu a rovněž rostoucí domácí poptávky. Indie nadále zůstává naším preferovaným trhem, ale v krátkodobém horizontu nevidíme velký

růstový potenciál kvůli nemastné neslané výsledkové sezóně. Na druhou stranu obavy ohledně finanční stability v Číně vedly SG ke snížení expozice na tomto trhu.

Příznivý obrázek pro rozvíjející se trhy.

Ocenění akcií rozvíjejících se trhů zůstává proti rozvinutému světu levné. S očekávaným návratem hospodářského růstu v EMG a menším tlakům na posilování dolaru předpokládáme příznivý vývoj akciového trhu rozvíjejících se zemí. Vnější zranitelnost těchto zemí se oproti roku 2013 výrazně snížila, kdy hluboké deficity na běžných účtech byly potrestány mohutnými výprodeji jejich měn. Model rizikových premií SG rovněž naznačuje atraktivnost EMG akcií před akciemi rozvinutých zemí.

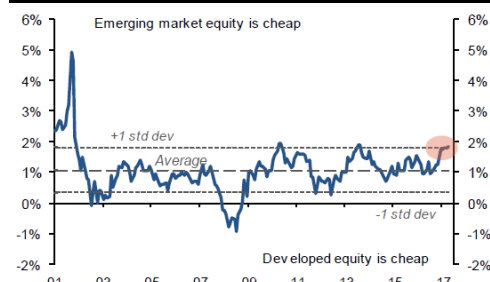
EMG vs. rozvinuté akciové trhy



Pozn.: modrá čára značí rozdíl mezi reálným růstem HDP v rozvíjejících se a rozvinutých zemích; červená je relativní ocenění EMG trhů oproti rozvinutým na základě P/B

Zdroj: MMF, SG Cross Asset Research/Global Asset Allocation

Riziková premie za držbu akcií



Pozn.: Náklady akciového kapitálu = 10letý dluhopisový výnos + riziková premie za držbu akcií

Cíle SG a KB pro akciové indexy

Index	Aktuálně 23.06.	IX.17 odhad	XII.17 odhad	III.18 odhad	VI.18 odhad	XII.18 odhad	změna 1 rok (%)
S&P 500 (USA)	2 435	2 425	2 450	2 475	2 500	2 500	2,7
DJ Stoxx 600 (Evropa)	388	400	410	420	425	440	9,5
FTSE 100 (V.Británie)	7 419	7 800	8 000	8 200	8 300	8 500	11,9
CAC 40 (Francie)	5 274	5 400	5 600	5 800	5 900	6 000	11,9
DAX 30 (Německo)	12 769	12 500	13 000	13 200	13 300	13 500	4,2
FTSE MIB (Itálie)	20 863	21 000	22 000	23 000	23 500	24 500	12,6
IBEX 35 (Španělsko)	10 657	10 800	11 200	11 400	11 600	11 800	8,9
Nikkei 225 (Japonsko)	20 133	19 800	20 400	20 800	21 200	21 600	5,3
HSCEI (Čína)	10 430	10 700	10 800	10 900	11 000	11 200	5,5
Hang Seng (Hongkong)	25 670	25 750	26 250	26 200	26 400	27 250	2,8
KOSPI (Jižní Korea)	2 379	2 400	2 500	2 540	2 580	2 680	8,5
SENSEX (Indie)	31 190	31 500	32 000	32 500	32 800	34 500	5,2
PX (KB/SG, tržní ceny)	985	1 010	1 040	1 070	1 050	1 134	6,6
PX (KB/SG, konsensus)	985	1 020	1 050	1 080	1 070	1 156	8,7

Zdroj: SG Cross Asset Research (Multi Asset Portfolio z 7. června 2017, 7:02 CET); Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

SG přidala mezi preferované sektory pojišťovnictví.

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**. Současné prostředí by mělo být atraktivní i pro **finanční sektor**, včetně pojišťovnictví. Na základě našich odhadů pro ceny ropy preferujeme i sektor **ropa a plyn**.

Rostoucí úrokové sazby nesvědčí zadluženým telekomunikacím a utilitám.

Mezi poražené v současných podmínkách patří především telekomunikace a utility, pro které bude největší brzdou očekávaný růst dluhopisových výnosů. Stejný důvod společně s klesajícími zisky a drahým oceněním stojí za naším doporučením *Podvážít* pro sektor **prodejců zbytného zboží**.

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 5-6 % (viz tabulka výše) s odhadovaným dividendovým výnosem na úrovni 5 %.

Jako nejatraktivnější na pražském parketu vidíme finanční tituly.

Mezi nejatraktivnější tituly na pražském parketu řadíme akcie finančních firem.

Z finančních institucí kótovaných na pražské burze pokrýváme s nákupním doporučením akcie **MONETA Money Bank** a **VIG**, nabízející celkový výnos 36 %, respektive 9 %. Akcie **Erste Group Bank** pokrývají s doporučením *Koupit* kolegové z SG a předpovídají celkový výnos pro akcionáře 16 %. Evropský bankovní sektor je podle našeho názoru stále podhodnocený a měl by těžit z rostoucích inflačních očekávání a příznivých makroekonomických podmínek. České banky jsou navíc velmi dobře kapitalizované. Akcie pojišťoven by pak měly vedle vyšší inflace podpořit i zvýšené výnosy na dluhopisovém trhu a silné fundamenty.

Z ostatních emisí **doporučujeme nakupovat** akcie **CME**. Ty by měly těžit ze zlepšujícího se finančního profilu díky klesajícímu zadlužení a rostoucím trhů s reklamou v regionu střední a východní Evropy. Dosažení cílových cen stálo za naším snížením doporučení na *Držet* pro akcie Pegas Nonwovens a Philip Morris CR od poslední publikace akciových výhledů.

Miroslav Frayer

+420 222 008 567

miroslav_fraye@kb.cz

Očekávané korporátní události v nadcházejících měsících

Datum	Společnost	Událost
23. červen	ČEZ	Poslední obchodní den s nárokem na dividendu
26. červen	Moneta Money Bank	Výplatní den pro dividendu
21. červenec	Unipetrol	Výsledky hospodaření za Q2 2017
2. srpna	Komerční banka	Výsledky hospodaření za Q2 2017
4. srpna	Erste Group	Výsledky hospodaření za Q2 2017
7. srpna	Kofola ČeskoSlovensko	Výsledky hospodaření za Q2 2017
8. srpna	ČEZ	Výsledky hospodaření za Q2 2017
10. srpna	Moneta Money Bank	Výsledky hospodaření za Q2 2017
10. srpna	MSCI	Oznámení rebalance indexů MSCI
22. srpna	Vienna Insurance Group	Výsledky hospodaření za Q2 2017
24. srpna	Pegas Nonwovens	Výsledky hospodaření za Q2 2017
31. srpna	Fortuna Entertainment Group	Výsledky hospodaření za Q2 2017
1. září	MSCI	Platnost nové rebalance indexů MSCI
26. září	Philip Morris ČR	Výsledky hospodaření za H1 2017

Zdroj: Bloomberg, společnosti

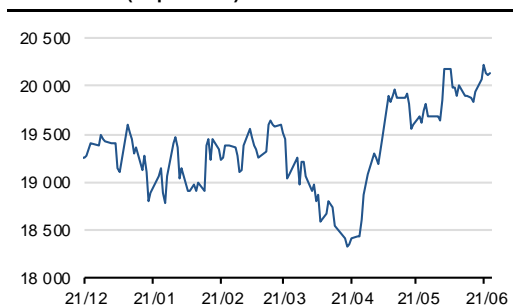
Zahraniční trhy

S&P 500 (USA)

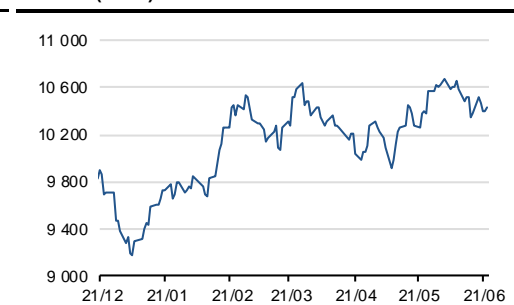
Zdroj: Bloomberg

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

Nižší než očekávaný pokles ziskovosti; zvýšení výhledu čistého zisku na 17 mld. CZK

Držet

Cena 23.06.17	436 CZK
12m cíl	448 CZK
Pot. růst ceny	2,8 %
Dividenda	33 CZK
Celkový výnos	10,3 %

Sektorové doporučení

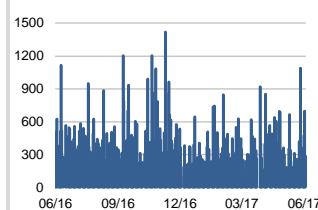
Snížit váhu

Typ investice

Expozice vůči cenám komodit	✓
Vysoký dividendový výnos	✓

Roční vývoj ceny akcí

Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)

Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC CEZsp.PR	Bloom CEZ CP
52týdenní rozmezí	393 - 477,2
Tržní kap. (mld. CZK)	235,4
Tržní kap. (mld. EUR)	9,0
Volné obchod. (%)	30
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	-2,8 -1,2 2,9
Relativně k PX	-0,5 -1,6 -10,6

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:http://bit.ly/CEZ_Analyza<http://bit.ly/CEZq117>**Výsledky ČEZ za Q1 17**

mld. Kč	Q1 16	Q1 17	změna	odhad KB	konsensus*
Tržby	51,88	52,80	2 %	53,03	51,40
EBITDA	20,04	19,00	-5 %	18,59	17,56
Provozní zisk	12,97	11,70	-10 %	10,87	9,95
Čistý zisk	9,88	8,70	-12 %	7,55	7,01
Upravený čistý zisk	9,96	8,80	-12 %	7,63	na

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *odhad v průzkumu ČEZ mezi 12 analytiky včetně KB

Výsledky hospodaření: Propad ziskovosti společnosti pokračoval i v prvním čtvrtletí letošního roku, když EBITDA klesla o 5 % na 19 mld. CZK a provozní a čistý zisk se snížil o 10 a 12 % na 11,7 a 8,7 mld. CZK. Výsledky společnosti nicméně překonaly očekávání trhu i naše relativně optimistické odhady. Tržby společnosti v prvním čtvrtletí vzrostly oproti stejnému období loňského roku o 2 % a dosáhly 52,8 mld. CZK především díky bezproblémovému běhu jaderné elektrárny Temelín, zvýšení výroby z obnovitelných zdrojů a nárůstu prodeje elektřiny v České republice. Ziskovost společnosti pokračovala v propadu, když **EBITDA klesla o 5 % na 19 mld. CZK kvůli dalšímu poklesu průměrných nasmlouvaných cen silové elektřiny** a snížení marží v segmentu prodeje koncovým zákazníkům. Na úrovni provozního zisku výsledky společnosti překonaly očekávání trhu a s 11,7 mld. CZK skončily díky nižšímu nárůstu odpisů mírně nad naším očekáváním. **Čistý zisk vlivem přecenění opce na akcie MOL klesl méně, než trh očekával, a s 8,8 mld. CZK překonal i naše očekávání** (úplný komentář k výsledkům <http://bit.ly/CEZQ117>).

Management společnosti oznámil zvýšení očekávaného čistého zisku po očištění o jednorázové položky za celý letošní rok na 17 mld. CZK. Hlavním důvodem je prodej akcií společnosti MOL, který přinese zisk 4,5 mld. CZK. Celkové pozitivní saldo peněžních toků z transakce pro skupinu ČEZ dosáhne hodnoty 3,4 mld. CZK (více o transakci zde http://bit.ly/CEZ_MOL). Tvorbu čistého zisku v letošním roce podpoří také prodej 739 bytů na sídlišti v pražské Písnici, který přinese 1,3 mld. CZK.

ČEZ je proti posílení koruny zajištěn: ČEZ generuje většinu výnosů z velkoobchodního prodeje elektřiny v eurech. Negativní vliv 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 představuje celkové krytí expozice 95 % (více zde <http://bit.ly/CEZczk>).

Hlavní rizika: Pokles cen silové elektřiny, prodloužení odstávek zdrojů oproti stávajícímu plánu, výrazné snížení dividend.

Očekávané události: Oznámení výsledků hospodaření ČEZ za druhé čtvrtletí roku 2017 je plánované na 9. srpna 2017.



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

Média |

CME

Rumunsko žene zisky vzhůru; zadlužení by mělo začít klesat

Koupit

Cena 23.06.17	4,15 USD 98,0 CZK
12m cíl	4,2 USD 98,8 CZK
Pot. růst ceny	1,2 %
Dividenda	0,0 USD 0,0 CZK
Celkový výnos	1,2 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

Cyklické odvětví

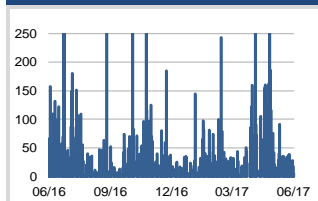


Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC CETVsp.PR	Bloom	CETV CP
52týdenní rozmezí	49 - 110	
Tržní kap. (mil. CZK)	14,2	
Tržní kap. (mil. USD)	599	
Volné obchod. (%)	44	
Výkon (%)	1m 3m 12m	
Akcie	4,4 30,7 78,2	
Relativně k PX	6,8 30,2 54,8	

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

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

Výsledky Q1 17: Tržby společnosti v prvním kvartále v porovnání se stejným obdobím loňského roku vzrostly v souladu s očekáváním trhu a naším odhadem o necelých 5 % na 135 mil. USD. **Výrazné posílení ziskovosti předčilo očekávání trhu i naše odhady, když OIBDA dosáhla 22,1 mil. USD a vzrostla tak skoro o 30 %** především díky nárůstu ziskovosti v Rumunsku a udržení míry nákladů. **Čistá ztráta společnosti díky výraznému poklesu úrokových nákladů klesla na 11,1 mil. USD** v porovnání se ztrátou 40,7 mil. USD z prvního čtvrtletí loňského roku (celý komentář k Q1 17 zde <http://bit.ly/CMEq117>).

Výsledky CME za Q1 17

mil. USD	Q1 16	Q1 17	změna	Odhad KB	Konsensus*
Tržby	129,0	135,0	4,7 %	134,9	133,8
OIBDA	17,1	22,1	29,5 %	18,5	19,1
Provozní zisk	7,8	12,3	57,3 %	8,8	9,8
Čistý zisk	-40,7	-11,1	nm	-14,2	-13,7

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

Výhled na 2017: Přestože společnost neočekává opakování silných nárůstů z loňského druhého a třetího čtvrtletí, které byly pozitivně ovlivněny konáním evropského šampionátu ve fotbale, ve svém výhledu předpokládá **růst OIBDA o 13 až 17 % z loňských 150 mil. USD na 170 – 175 mil. USD**. Hlavními růstovými regiony zůstává Rumunsko a Česká republika. Společnost očekává, že pokračující růst výnosů z předplatného a poplatků zastaví propad ziskovosti na Slovensku, kde po přechodu na výhradně placené distribuční kanály poklesly tržby z prodeje reklamy. **Posilování ziskovosti celé skupiny by mělo přinést zvýšenou tvorbu volného cash flow**, který by podle odhadů managementu mohl dosáhnout **50 mil. USD a umožnit zahájení snižování vysoké zadluženosti**. Společnost plánuje investiční výdaje na úrovni předchozího roku okolo 30 mil. USD. **CME neplánuje v nejbližších letech vyplácet dividendu.**

Cílová cena 4,2 USD na akcii reflektuje pokračující růst ziskovosti, snížení průměrných nákladů na kapitál (WACC) a klesající zadluženost (celý komentář k změně cílové ceny zde http://bit.ly/CME_TP). Díky úspěšnému refinancování dluhu a dohodě s Time Warner společnost výrazně prodloužila splatnosti a snížila průměrnou úrokovou míru z 8,75 na 7,25 %. K dalšímu snížení úrokových sazeb může dojít, pokud se společnosti v následujících letech podaří dále snižovat poměr čistého dluhu k EBITDA pod 6x, respektive 5x. V takovém případě by úroková míra klesla o dalších 1,25 resp. 2,25 pb, což v našich projekcích očekáváme v letech 2018 a 2019 (více o dopadu nové struktury úročení najdete zde http://bit.ly/CME_100).

Rizika: Mezi hlavní rizika proti našemu doporučení patří zhoršení makroekonomických podmínek v zemích CEE, posilování USD, růst úroků nebo nařazení akciových podílů.

Očekávané události: Oznámení výsledků za Q2 17 očekáváme ke konci července 2017.



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

Sportovní sázky

Fortuna

Nedávné akvizice zvýší ziskovost i zadlužení

Držet

Cena 23.06.17	125,0 CZK
12m cíl	128,0 CZK
Pot. růst ceny	2,4 %
Dividenda	0 EUR
	0,0 CZK
Celkový výnos	2,4 %

Sektorové doporučení

Není doporučení

Typ investice

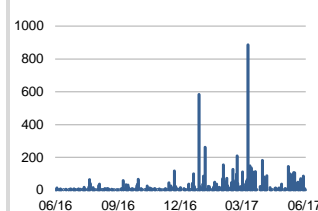
Defenzivní ✓

Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akcii

RIC FOREsp.PR	Bloom FOREG CP
52týdenní rozmezí	74,2 - 127
Tržní kap. (mld. CZK)	6,5
Tržní kap. (mil. EUR)	247
Volné obchod. (%)	33
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	16,8 17,9 44,7
Relativně k PX	19,6 17,5 25,7

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

<http://bit.ly/FA0617><http://bit.ly/FAq117>

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. **Výrazný meziroční pokles EBITDA o 36,2 % na 3 mil. EUR byl způsoben nárůstem provozních nákladů skupiny** (celý komentář k Q1 17 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

Akvizice zvýší hodnotu společnosti: Fortuna v letošním roce akvizicí Hattrick Sport významně rozšířila sázkařské aktivity v Rumunsku, Chorvatsku a Španělsku. **Nové akvizice by měly přinést společnosti nárůst přijatých sázek, které by 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 vykázaly 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.** 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. (detailní analýza zde <http://bit.ly/FA0617>).

Odkup 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 k odkupu akcií je 20. červen 2017. **Po zohlednění akvizic v našich prognózách jsme stanovili roční cílovou cenu na 128 CZK za akcii, která je výrazně nad původní nabízenou odkupní cenou a indikuje, že i zvýšená odkupní cena je pod námi odhadovanou budoucí hodnotou společnosti.**

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.



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

Bankovníctví

MONETA Money Bank

Potvrdili jsme nákupní doporučení a zvýšili cílovou cenu na 95 CZK za akcii

Koupit

Cena 23.06.17	76,7 CZK
12m cíl	95,0 CZK
Pot. růst ceny	23,9 %
Dividenda	9,4 CZK
Celkový výnos	36,1 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

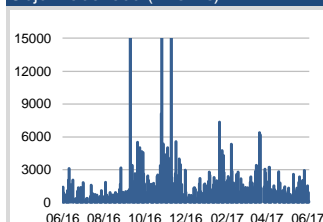
Vysoký dividendový výnos	✓
Citlivost na hospodářský růst	✓

Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akcii

RIC	MONET.PR	Bloom	MONET	CP
52týdenní rozmezí		69,1	-	90,8
Tržní kap. (mld. CZK)			39,2	
Tržní kap. (mil. EUR)			1491	
Volné obchod. (%)			57,49	
Výkon (%)	1m	3m	12m	
Akcie	-3,7	-9,9	n/a	
Relativně k PX	-1,4	-10,2	n/a	

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/MONETupd_0617
http://bit.ly/MONETfla_1706

Na začátku června jsme potvrdili naše nákupní doporučení a zvýšili cílovou cenu z 90 CZK na 95 CZK na akcii. Na změnu působilo několik protichůdných faktorů. Ve směru vyšší ceny jde především o úpravu projekce dividend, vyšší objem poskytnutých úvěrů, vyšší rentabilitu nebo zlepšení sektorového doporučení na *Nadvážit*. Naopak směrem dolů tlačily ocenění MMB nižší úrokové marže, mírně vyšší náklady kapitálu či nižší volný cash flow kvůli zvýšeným investicím. Oproti skupině vybraných bankovních domů se akcie MMB obchodují s premií, což dle nás reflektuje podstatně vyšší dividendový výnos, což si může dovolit díky jedné z nejvyšších rentabilit mezi bankami, silnou kapitálovou pozici a nezávislost na externím financování. Výši premie v současné době nepovažujeme za příliš vysokou, a proto hodnotíme stávající ocenění akcií Monety vůči konkurentům neutrálně (více viz http://bit.ly/MONETupd_0617).

Hospodaření společnosti a očekávaný vývoj: Současný příznivý ekonomický vývoj v České republice se projevuje na zvýšené úvěrové aktivitě. Bankovní prostředí je ale nadále sužováno nízkými úrokovými sazbami a tvrdou konkurencí. Postupné zpříšňování měnové politiky, jehož začátek očekáváme na konci letošního roku, by mělo mít pozitivní dopad do úrokových marží. Předpokládáme, že rok 2018 bude pro Monetu zlomovým a že současné úsilí managementu získat zpět ztracený tržní podíl, investice do digitalizace a modernizace poboček a bankomatů se od příštího roku projeví na růstu ziskovosti.

Dividendová politika: V naší analýze předpokládáme, že Moneta vyplatí z přebytečného kapitálu v následujících dvou letech další dvě miliardy korun. Očekáváme zároveň výplatu celého čistého zisku z letošního a příštího roku, dlouhodobě uvažujeme výplatní poměr na úrovni 80 %. Dividendový výnos tak představuje 12 %, což výrazně převyšuje průměr sektoru.

Nový regulační požadavek: ČNB na základě provedených zátěžových testů zvýšila regulační požadavek proticyklického polštáře z 0,5 % na 1,0 % s platností od července 2018. Management potvrdil svůj cíl pro poměr CET1 na 15,5 % (v současné době složený ze 14,5% regulačního požadavku včetně proticyklické rezervy a 1% závazku samotného managementu). Kapitálová přiměřenost MMB ke konci prvního čtvrtletí dosáhla 19,9 %. Představenstvo přehodnotí svůj cíl na konci roku 2017. Při zachování ostatních limitů nezměněných by nový proticyklický požadavek znamenal zvýšení tohoto interního cíle na 16 %, který by MMB musela začít plnit od července příštího roku. Vzhledem k výši kapitálu si však nemyslíme, že by MMB byla nyní nucena navyšovat kapitál nebo výrazně snižovat úroveň vyplácené dividendy za každou cenu (více zde http://bit.ly/MONETfla_1706).

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.

Očekávané události: Výsledky za Q2 17 banka oznámí 10. srpna.



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

Telekomunikace

O2 Czech Republic

Výsledky předčily očekávání; růst ceny akcií vidíme však jako omezený

Držet

Cena 23.06.17	282 CZK
12m cíl	267 CZK
Pot. růst ceny	-5,3 %
Dividenda	21 CZK
Celkový výnos	2,2 %

Sektorové doporučení

Snížit váhu

Typ investice

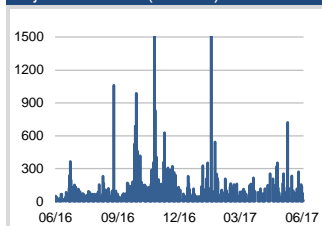
Defenzivní	✓
Vysoký dividendový výnos	✓

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC	SPTTsp.PR	Bloom	TELEC CP
52týdenní rozmezí	194,4	-	292,6
Tržní kap. (mld. CZK)	87,4		
Tržní kap. (mil. EUR)	3327		
Volné obchod. (%)	28		
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	1,8	2,1	28,7
Relativně k PX	4,2	1,7	11,8

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/O2CR_1612

http://bit.ly/O2CR_1701

http://bit.ly/O2CR_1704

Výsledky O2 za Q1 17

mld. CZK	Q1 16	Q1 17	změna	odhad KB	konsensus
Tržby	9,05	9,25	2,2 %	9,17	9,18
EBITDA	2,50	2,53	1,2 %	2,45	2,49
provozní zisk	1,60	1,66	3,9 %	1,54	1,58
čistý zisk	1,24	1,29	3,4 %	1,18	1,21

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, O2 Czech Republic, *medián v průzkumu O2 mezi 8 analytiky včetně KB

Výsledky hospodaření O2 Czech Republic za první kvartál letošního roku předčily naše i tržní očekávání. Zveřejněné údaje byly lepší ve všech hlavních položkách. Mírný meziroční pokles EBITDA marže byl způsoben jednorázovým výnosem zaúčtovaným v loňském roce. V rámci provozu se dle našeho očekávání vyvíjel mobilní i fixní segment v České republice, překvapení se tak pro nás koncentrovalo do slovenského mobilního segmentu, kde O2 Czech Republic zaznamenalo téměř dvojnásobný růst oproti našemu odhadu. Investice dosáhly ve Q1 17 výše 453 mil. CZK, meziročně o 0,8 % méně. Hlavními oblastmi byly nadále investice související s transformací IT. Na Slovensku skupina investovala do zlepšení kvality a dostupnosti 2G sítě a zvýšení pokrytí 4G sítě. Čistý dluh dosáhl 2,5 mld. CZK a jeho poměr vůči EBITDA představoval 0,24násobek.

Novela telekomunikačního zákona: Poslanecká sněmovna schválila novelu zákona o elektronických komunikacích. Ta posiluje práva spotřebitelů, když zkracuje lhůtu pro změnu mobilního operátora ze 42 na 10 dnů, což má zvýšit konkurenci mezi operátory. Spotřebitelé budou také moci bez pokuty odstoupit od smlouvy, pokud ji operátor jednostranně změní. Pro telekomunikační společnosti se zároveň zvyšují sankce ze současných 20 mil. CZK až na 10 % jejich obrátu, což by v případě O2 Czech Republic mohlo znamenat téměř 4 mld. CZK. Novelu musí ještě schválit senát a podepsat prezident. Tlak na pokles ceny mobilních dat však není přímý, ale je pouze zprostředkovaně přes vyšší konkurenci. Ta by se měla zvýšit i příchodem čtvrtého mobilního operátora, se kterým počítá chystaná aukce mobilních sítí páté generace. Ač je zpráva mírně nepříznivá pro O2 Czech Republic, neměla by mít výraznější dopad na aktuální ocenění akcií.

Dopad na předpovědi: Společnost výhled na letošní rok nezmínila a nijak nekomentovala. My jsme výhled pro rok 2017 prozatím nijak neměnili, když při prakticky nulovém růstu tržeb očekáváme mírné zlepšování provozní marže a nepatrný růst čistého zisku. Negativně bude od června působit evropská regulace kvůli zrušení poplatků za roaming.

Rizika: Za největší riziko považujeme přísnější regulaci. Dalším je i výrazné posílení české koruny vůči euru, které by se promítlo na nižších tržbách ze slovenského mobilního segmentu vyjádřených v českých korunách. Příchod čtvrtého operátora by mohl tlačit na marže společnosti.

Očekávané události: Výsledky hospodaření za druhý kvartál by mohly být oznámeny na konci července.



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

| Textil |

Pegas Nonwovens

Lepší ziskovost a snížení základního kapitálu

Držet

Cena 23.06.17	912 CZK
12m cíl	876 CZK
Pot. růst ceny	-3,9 %
Dividenda	1,3 EUR
	33,8 CZK
Celkový výnos	-0,2 %

Sektorové doporučení

Neutrální

Typ investice

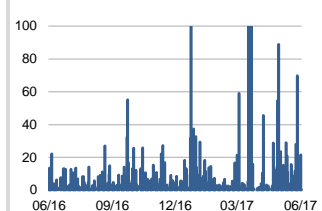
Vysoký dividendový výnos	✓
Nízká tržní kapitalizace	✓

Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC	PGSN.PR	Bloom	PEGAS CP
52týdenní rozmezí			702,5 - 970
Tržní kap. (mil. CZK)			8,4
Tržní kap. (mil. EUR)			320
Volné obchod. (%)			99
Výkon (%)		1m	3m 12m
Akcie		-1,2	11,4 16,9
Relativně k PX		1,1	10,9 1,5

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/PegasUpd_1704

http://bit.ly/PEGAS_1705

Výsledky Pegasu za Q1 17

mil. EUR	Q1 16	Q1 17	yoy	Odhad KB	Konsensus
Tržby	55,08	55,76	1 %	53,70	50,59
EBITDA	11,60	11,25	-3 %	10,61	10,91
Provozní zisk	7,54	7,13	-6 %	6,52	6,81
Čistý zisk	0,47	3,66	681 %	3,37	3,63

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

Fakta a události: (1) Objem produkce dosáhl ve Q1 17 více jak 25,3 tis. tun, což meziročně znamenalo snížení o 2,7 %. Pokles byl způsoben odstávkami na údržbu, ke kterým vloni nedošlo. (2) EBITDA za Q1 17 ve výši 11,3 mil. EUR se promítla na poklesu marže o 0,9 pp na 20,2 %. Vývoj EBITDA dle managementu je v souladu s jejich výhledem (43 až 50 mil. EUR). (3) Čistý zisk značně vzrostl na 3,7 mil. EUR. Důvodem byly především změny devizových kurzů, které se projevily rozdílně na nerealizovaných ziscích či ztrátách v porovnávaných obdobích. Do výsledku se promítly i nižší úrokové náklady díky expiraci úrokových swapů, které souvisely s dříve refinancovanými bankovními úvěry. (4) Investice v prvním čtvrtletí přesáhly 5 mil. EUR, z čehož 3,7 mil. EUR činily kapitálové výdaje zejména v souvislosti s novou linkou ve Znojmě. K novým projektům CEO František Řezáč uvedl, že spouštění nové linky v České republice pokračuje dle plánu a první komerční výrobky by mohl Pegas expedovat už na konci druhého čtvrtletí. Slibně se vyvíjí i projekt v Jižní Africe, kde chce management o finálním objednání technologie rozhodnout v červenci. V druhém čtvrtletí chce také uzavřít smlouvu na koupi pozemku a finalizovat jednání se zákazníky. Výstavba nového závodu by potom měla začít koncem roku. Letošní celkové investiční výdaje by neměly přesáhnout úroveň 30 mil. EUR. (5) Hodnota čistého dluhu ke konci prvního kvartálu činila 153,9 mil. EUR, což je oproti stavu na konci roku o 4,3 % méně. Vůči ukazateli EBITDA činil 3,32 (3,45 ke konci roku 2016). Lednová emise dluhopisů se na číslech nijak neprojevila, protože její výtěžek bude ležet na účtech Pegasu do příštího roku, kdy z něho budou refinancovány dluhopisy splatné v listopadu 2018.

Snížení základního kapitálu: Základní kapitál se sníží na 10.867.85,16 EUR prostřednictvím zrušení 465.541 kusů akcií získaných jejich zpětným odkupem. Základní kapitál tak bude nově tvořen 8.763.859 kusy akcií o jmenovité hodnotě 1,24 EUR (více zde http://bit.ly/PegasFla_1706).

Potenciální dopad na cílovou cenu a doporučení: Naše odhady celoročních výsledků jsme na základě prvního kvartálu neměnili, nicméně zveřejněná data indikují jejich možné zlepšení. Snížení počtu akcií se projeví nárůstem zisku a volného cash flow na akcii o 5,3 %. Vzhledem k používaným metodám se celkové ocenění firmy na jednu akcii díky této transakci zvýší o necelá tři procenta. K aktualizaci našich odhadů přistoupíme po výsledcích za druhý kvartál.

Rizika: Výrazně rostoucí ceny polymerů považujeme za největší riziko. Nepříznivým faktorem by bylo rozhodnutí nepokračovat v projektu v Jižní Africe, nicméně tento scénář považujeme za málo pravděpodobný.

Očekávané události: Výsledky hospodaření za druhý kvartál budou zveřejněny 24. srpna.



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

| Tabák |

Philip Morris ČR

Nová legislativa sníží odbyt cigaret v ČR, dividenda předčila očekávání

Držet

Cena 23.06.17	14776 CZK
12m cíl	13500 CZK
Pot. růst ceny	-8,6 %
Dividenda	920 CZK
Celkový výnos	-2,4 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

Vysoký dividendový výnos

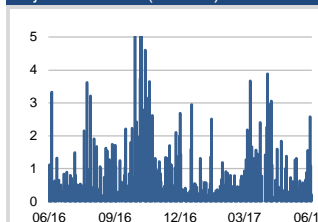


Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC TABKsp.PR	Bloom	TABAK CP
52týdenní rozmezí	11910	15000
Tržní kap. (mld. CZK)	40,6	
Tržní kap. (mil. EUR)	1546	
Volně obchod. (%)	22	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	5,7	9,7 20,8
Relativně k PX	8,1	9,2 4,8

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/PMCR_2017
<http://bit.ly/PMCRzakon>

Od 31. května začal v České republice platit nový zákon o ochraně zdraví před škodlivými účinky návykových látek, který kromě jiného zakazuje kouření v restauracích (více zde <http://bit.ly/PMCRzakon>). 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. **Nevidíme proto potenciál pro další výrazný růst ceny akcií společnosti.** Proti zvýšení cílové ceny působí i nárůst bezrizikové míry a mírné zvýšení rizikové přírůžky zemí, v nichž společnost působí (podrobnější analýza http://bit.ly/PMCR_2017).

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 začal 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. Pokud PMČR zůstane u své stávající dividendové politiky, **očekáváme dividendu z letošního zisku na úrovni 920 CZK na akcii.**

Z loňského zisku společnost vyplatila 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.

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



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

Pojišťovnictví

Vienna Insurance Group

Příznivé ekonomické trendy podporují naše nákupní doporučení

Koupit

Cena 23.06.17	24,7 EUR 650 CZK
12m cíl	26 EUR 673 CZK
Pot. růst ceny	5,2 %
Dividenda	0,9 EUR 18,1 CZK
Celkový výnos	8,8 %

Sektorové doporučení
Zvýšit váhu

Typ investice

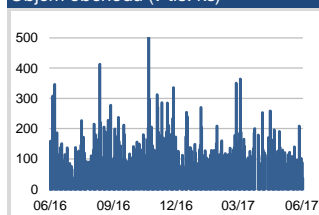
Aktivní na EMG trzích

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	-25,7
Tržní kap. (mld. CZK)	83,3	
Tržní kap. (mil. EUR)	3170	
Volně obchod. (%)	30	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	0,9	7,2 32,4
Relativně k ATX	4,5	-1,5 -3,4

Zdroj: Bloomberg

Poslední reporty (pouze v angličtině):

http://bit.ly/VIG_201703

http://bit.ly/VIG_Q117

Výsledky VIG za první kvartál letošního roku

mil. EUR	1Q16	1Q17	Změna	Odhad KB	Konsensus
Hrubé vybrané pojistné	2 706	2 720	0,5 %	2 733	2 709
Čisté zasloužené pojistné	2 138	2 153	0,7 %	2 183	2 135
Finanční výsledek	224	248	10,5 %	257	246
Zisk před zdaněním	90	110	22,3 %	110	108
Čistý zisk	67	69	2,8 %	76	70

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

Výsledky hospodaření za 1Q17 mírně překonaly tržní očekávání, nicméně za našimi odhady lehce zaostaly. Pojišťovně se dařilo ve všech klíčových ukazatelích. Zveřejněné údaje byly pozitivně ovlivněny příznivým ekonomickým vývojem nejen v Rakousku, ale i v celém regionu střední a východní Evropy. CEO Elisabeth Stadler zůstává optimistická ohledně vývoje v letošním roce.

Fakta a události: (1) Přes pokles jednorázově vybraných životních pojistek (-22,1 % y/y) kvůli rozhodnutí managementu tuto aktivitu dále nerozvíjet vzrostlo hrubé předepsané pojistné o 0,5 %. Celkově životní pojištění propadlo o 7 %, zatímco pojišťovna zaznamenala výrazný nárůst ve zdravotním pojištění (+13,5 %) a v pojištění majetku a odpovědnosti (+4,7 %) zejména díky pojistkám k motorovým vozidlům (+10,7 %). (2) Na hlavních trzích VIG byl patrný rozdílný vývoj v rámci jednotlivých zemí. Výsledky v Rakousku nepříznivě ovlivnily nižší objem poskytnutých jednorázových životních pojistek (-4,2 %) a Rumunsko reportovalo pokles o 7,5 % kvůli vládou uvalenému stropu na pojištění zodpovědnosti z provozu motorových vozidel. Naopak v Česku, Polsku a na Slovensku pojišťovna oznámila solidní růst. (3) Na ostatních trzích je zapotřebí zmínit obrovský nárůst v Pobaltí (+122,8 %), což bylo ovlivněno první konsolidací akvirované pojišťovny BTA, a v Maďarsku (+46,5 %). Na druhou stranu segment *Ostatní trhy* výrazně propadl (-36,2 %) vlivem klesajících jednorázových životních pojistek. (4) Nezdaněný zisk vzrostl v prvním čtvrtletí o 22,4 % na 109,6 mil. EUR. Pobaltí bylo jediným ztrátovým segmentem kvůli nákladům na spuštění poboček v Estonsku a Lotyšsku. (5) VIG významně snížila nákladovost (combined ratio) z 97,8 % před rokem na 96,9 % zejména díky nižším administrativním výdajům. (6) Nárůst ukazatele solventnosti podle Solvency II na 206 % ze 197 % na konci roku 2016 potvrzuje silnou kapitálovou pozici.

Potenciální dopad na cílovou cenu / doporučení: Ačkoliv zveřejněná čísla zaostala mírně za našimi očekáváním, považujeme současné trendy přes prostředí nízkých úrokových sazeb za pozitivní. Příznivý makroekonomický vývoj by měl v tomto roce podpořit ziskovost pojišťovny. Nadále držíme naše nákupní doporučení s cílovou cenou na 26 EUR za akcii.

Hlavní rizika: Přírodní katastrofy a pojistné podvody patří mezi největší rizika. Slabší ekonomický vývoj a delší období nízkých úrokových sazeb by negativně ovlivnily ziskovost firmy.

Očekávané události: Výsledky za druhý kvartál letošního roku zveřejní pojišťovna 22. srpna.



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_miřatsky@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE



Hlavní ekonom SG Poland
Jarosław 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



Akciovní analytik
Laura Simion, CFA
(40) 213 014 370
laura.simion@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



Japonsko
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



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



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

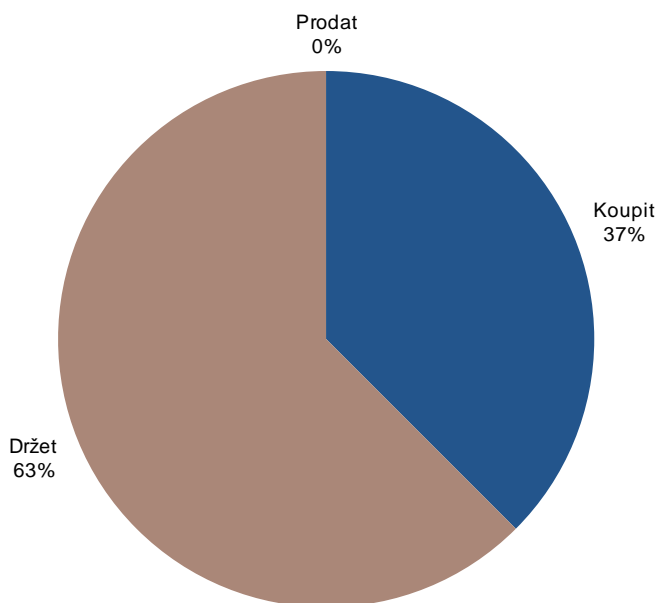
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 odrazilo 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 23. červnu 2017)





	ČEZ	O2 CR	CME	Philip Morris CR	Pegas Nonwovens	Vienna Insurance	Fortuna	MONETA Money Bank
Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD								
Doporučení	držet	držet	koupit	držet	držet	koupit	držet	koupit
Cílová cena	CZK 448	CZK 267	USD 4,2	CZK 13500	CZK 876	EUR 26	CZK 128	CZK 95
Datum	14/9/16	31/1/17	27/4/17	25/5/17	19/4/17	3/3/2017	12/6/17	9/6/17
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)								
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	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	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								
Metody ocenění	DFCF	DFCF DDM	DFCF	DDM	DFCF DDM	DDM ERM	DFCF	DFCF DDM ERM
Četnost doporučení	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	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
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	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
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
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
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Pozn.: DFCF – Model diskontovaného volného cash flow, DDM – Dividendový diskontní model, ERM – Excess return model

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Do uvedeného přehledu nezahrnujeme naše jednorázová krátkodobá doporučení založená na analýzách Sociétés Générale.

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 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 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 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.

Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat akcie emitentů zmíněných v tomto dokumentu před veřejnou nabídkou těchto akcií.

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