

| Tabák | Aktualizace | Česká republika |

Philip Morris ČR

Přesun výroby cigaret do ČR plně vytíží kapacitu PMČR, měníme doporučení na *Koupit*

Koupit

Cena 22.08.17	15500 CZK
12m cíl	17546 CZK
Pot. růst ceny	13,2 %
Dividenda	1070 CZK
Celkový výnos	20,1 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

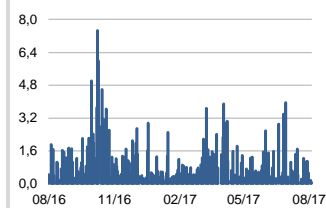
Vysoký dividendový výnos ☒

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Zvyšujeme cílovou cenu pro akcie PMČR na 17 546 CZK a měníme naše doporučení na *Koupit*. Hlavním důvodem je **výrazné zvýšení produkce a očekávání vysokého využití výrobních kapacit** společnosti díky přesunu části výroby do České republiky z některých evropských provozů skupiny Philip Morris International, kde společnost bude zavádět výrobu nových zařízení IQOS (více o IQOS zde http://bit.ly/PM_IQOS). Rostoucí tržby z výrobních služeb podle nás podpoří nárůst ziskovosti společnosti natolik, aby udržela vysokou úroveň dividendy i v následujících letech. **Náš odhad dividendy za letošní rok jsme zvýšili z 920 na 1070 CZK/akcii.** Díky zvýšeným dividendám **odhadujeme růst ceny akcií v horizontu následujících dvanácti měsíců na 17 546 CZK za kus.** To představuje vzhledem k aktuální cílové ceně a očekávané dividendě potenciál přes 20 %, což odpovídá nákupnímu doporučení.

Společnost Philip Morris International celosvětově intenzivně investuje do vývoje nových platform. Jednou z nich je přístroj IQOS, který ohřívá vložený tabák zhruba na třetinu teploty běžné zapálené cigarety. Tabák nehoří a kuřák tak nevdechuje kouř a netvoří se ani popel. Philip Morris Int. po premiéře v Japonsku a Itálii prodává tento produkt již na více než 20 trzích. Vzhledem k rostoucí poptávce se Philip Morris International rozhodl upravit část svých evropských kapacit pro zajištění výroby těchto nových produktů. Sníženou kapacitu některých evropských závodů by pak mělo kompenzovat zvýšení výroby v České republice. Očekáváme, že tento přesun výroby přinese PMČR výrazný nárůst tržeb z výrobních služeb, v rámci kterých vyrábí cigarety pro ostatní společnosti v rámci skupiny Philip Morris International. Pozitivní vliv z přesunu výroby podle nás více než vykompenzuje negativní dopady nového zákona o ochraně zdraví v ČR (více zde <http://bit.ly/PMCRzakon>), kvůli jehož očekávanému dopadu na výsledky společnosti jsme 25. května 2017 snížili doporučení pro akcie společnosti na *Držet* (více zde http://bit.ly/PMCR_2017).

Oceňovací metoda: Pro ocenění společnosti jsme použili **model diskontovaných dividend**, kde jsme diskontovali očekávané dividendy let 2017-26 (vyplácené 2018-27). Získanou fair value (vnitřní hodnotu) 17 035 CZK/akcii jsme upravili o vyšší atraktivitu sektoru a spekulativní potenciál, což bylo částečně kompenzováno nižší atraktivitou firmy.

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

Data o akciích

RIC TABKsp.PR	Bloom	TABAK CP
52týdenní rozmezí	12040 - 15736	
Tržní kap. (mld. CZK)	42,3	
Tržní kap. (mil. EUR)	1621	
Volné obchod. (%)	22	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	-0,2	9,8 18,6
Relativně k PX	-3,1	7,9 -3,0

Zdroj: Bloomberg

Finanční data

	2016	2017e	2018f	2019f
Výnosy (mld. CZK)	11,5	11,6	11,8	12,2
EBIT marže (%)	30,3	32,2	29,1	28,2
Čistý zisk (mld. CZK)	2,8	2,9	2,7	2,8
Zisk na akcii (CZK)	1007	1074	997	1005
Dividenda na akcii (CZK)	1000	1070	1000	1010
Výplatní poměr (%)	99,3	99,6	100,3	100,5
Úrokové krytí (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Čistý dluh/VK (%)	-99,0	-92,6	-87,5	-81,4

Poměrové ukazatele

	2016	2017e	2018f	2019f
P/E (cílová cena, x)	17,9	16,8	18,1	18,0
Price / cash flow	14,3	13,6	13,8	13,5
Dividendový výnos (%)	5,5	5,9	5,5	5,6
Price / book value (x)	6,0	5,9	6,0	6,0
EV/výnosy (x)	3,6	3,6	3,6	3,5
EV/EBITDA (x)	10,0	9,4	9,9	9,8
ROA (%)	14,4	15,2	14,2	14,3
ROE (%)	34,3	35,5	33,0	33,6

Původní analýza a komentář:

http://bit.ly/PMCR_2017
http://bit.ly/PM_IQOS

SOCIÉTÉ
GENERALE
GROUP



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

Očekávané výsledky hospodaření v letošním roce

Předpověď výsledků na rok 2017

mil. CZK	2015	2016	16/15	2017e	17e/16
Tržby	10 866	11 453	5,4 %	11 627	1,5 %
Hrubá marže	6 760	7 346	8,7 %	7 684	4,6 %
Provozní zisk	3 204	3 473	8,4 %	3 744	7,8 %
Provozní marže	29,5 %	30,3 %	0,8 %	32,2 %	1,9 %
Čistý zisk	2 569	2 766	7,7 %	2 949	6,6 %
Zisk na akcii (Kč)	936	1 007	7,7 %	1 074	6,6 %
Dividenda na akcii (CZK)	920	1 000	8,7 %	1 070	7,0 %

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PMČR

Tržby i ziskovost letos porostou. Přesun výroby do ČR převáží negativní dopad antikuřáckého zákona.

Očekáváme, že výsledky společnosti budou v letošním roce ovlivněny dvěma protichůdnými vlivy. Negativně bude na prodeje společnosti v České republice působit nový zákon o ochraně zdraví před škodlivými účinky návykových látek, který kromě jiného zakazuje kouření v restauracích. Naopak přesun výroby z některých ostatních evropských závodů mateřské společnosti do České republiky podle nás zvýší výrobu až k maximálnímu využití výrobních kapacit, přinese nárůst tržeb z výrobních služeb a výrazně posílí ziskovost. Vzhledem k tomu, že antikuřácký zákon začal platit až od 31. května, očekáváme, že jeho dopad do hospodaření společnosti v letošním roce bude mírnější a nejvíce ovlivní výsledky společnosti až v následujícím roce. Dopad přesunu výroby do ČR se projeví nejsilněji v letošním a příštím roce, kdy očekáváme, že tržby z výrobních služeb, které v loňském roce dosáhly 2,7 mld. CZK, vzrostou o více jak 20 % a přesáhnou 3,3 mld. CZK. Pozitivní vliv přesunu výroby tak podle nás v letošním roce převáží nad negativním dopadem antikuřáckého zákona. Oproti předchozí analýze, v které jsme počítali s 3% poklesem, očekáváme v letošním roce mírný nárůst celkových výnosů společnosti o 1,5 %. Rostoucí tržby z výrobních služeb podle nás nepřinesou zásadní dodatečné marketingové ani administrativní náklady. Pozitivní vliv z přesunu výroby na ziskovost tak bude ještě silnější, přinese růst čistého zisku o 6,6 % a umožní udržení vysoké dividendy.

Zvyšujeme odhad dividendy z letošního zisku na 1070 CZK na akcii.

Philip Morris dlouhodobě vyplácí celý svůj čistý zisk akcionářům. Z loňského zisku společnost vyplatila dividendu ve výši 1000 CZK na akcii, což oproti předchozímu roku znamenalo nárůst o 80 CZK. **Vzhledem k odhadovanému nárůstu ziskovosti zvyšujeme náš odhad dividendy z letošního zisku na 1070 CZK na akcii.**

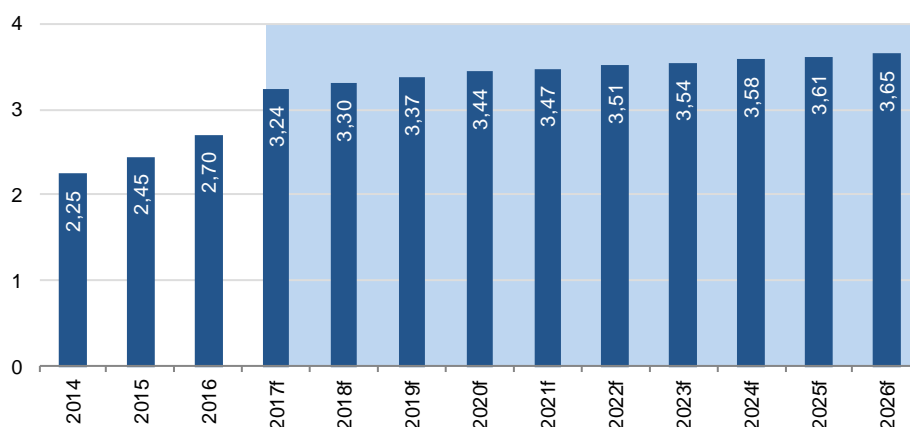
Dlouhodobé odhady

Přesun výroby do ČR

Přesun výroby do ČR přinese výrazný nárůst tržeb z výrobních služeb v letošním a příštím roce. V dalších letech díky vyčerpané kapacitě bude růst už jen mírný.

Vzhledem k rostoucí poptávce po nových platformách jako je IQOS, se Philip Morris International rozhodl upravit část svých evropských kapacit pro zajištění výroby těchto nových produktů. Sníženou kapacitu svých závodů především v Itálii, Řecku a Rusku začal kompenzovat zvýšením výroby v České republice. Očekáváme, že tento přesun přinese PMČR výrazný nárůst tržeb z výrobních služeb především v letošním a příštím roce. V dalších letech již pak tržby z tohoto segmentu porostou pouze mírně, v řádu jednotek procent. Výrobní kapacity PMČR již budou víceméně vyčerpané a nárůst tak půjde spíše na vrub zefektivňování výroby, potenciálnímu zvyšování cen poskytovaných výrobních služeb nebo využití uvolněných kapacit v případě poklesu výroby pro domácí a slovenský trh.

Očekávaný vývoj tržeb z výrobních služeb (mld. CZK)



Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nejvýraznější dopad antikuřáckého zákona očekáváme v příštím roce.

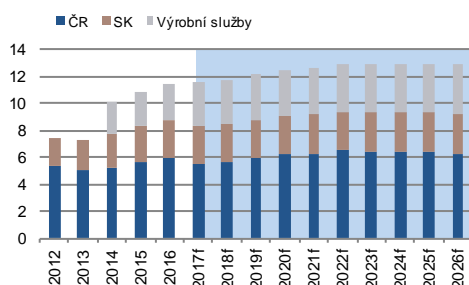
Nový zákon o ochraně zdraví v ČR

Ve většině evropských zemí odbyt cigaret v roce zavedení antikuřácké legislativy v průměru poklesl, avšak během následujících let se skoro ve všech případech vrátil zpět k původnímu trendu (detailní analýza zde <http://bit.ly/PMCRzakon>). Předpokládáme, že nový zákon přinese snížení odbytu cigaret i v České republice, avšak pouze v omezeném rozsahu a časovém horizontu. Vliv v letošním roce bude zmírněn tím, že zákon začal platit na začátku léta a zákaz kouření se navíc nevztahuje na venkovní terasy restaurací. V příštím roce by mohl prodej cigaret klesnout výrazněji, nicméně nepředpokládáme, že by přesáhl vyšší jednotky procent. V dalších letech očekáváme, že se prodej cigaret postupně vrátí k dlouhodobému trendu. V analýze dopadu zákona na hospodaření společnosti jsme v našich modelech snížili odhady prodeje cigaret v České republice o 3 % v roce 2017, 5 % v 2018 a 3 % v 2019. Vzhledem k tomu, že společnost generuje přibližně 50 % tržeb v České republice, vliv poklesu prodeje na celkové tržby bude pouze proporcionální. Kromě přímých výrobních nákladů jsme ponechali většinu ostatních nákladů nezměněných.

Po letošním nárůstu očekáváme postupný mírný pokles hrubé marže.

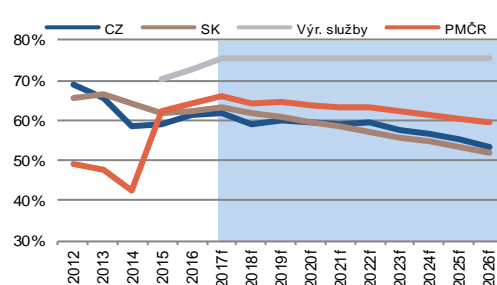
Očekáváme, že negativní dopad antikuřáckého zákona se nejvíce projeví v roce 2018, kdy bude platit již po celý rok. Proto v našich výhledech po výrazném nárůstu ziskovosti v letošním roce, kdy předpokládáme, že negativní vliv zákona bude mírnější a bude převážen pozitivním přínosem přesunu výroby do ČR, očekáváme postupný pokles hrubých marží především u prodeje **na českém a slovenském trhu**. Průměrnou hrubou marží v období 2017 až 2026 očekáváme díky vyšší marži výrobních služeb na úrovni 62,9 %. Předpokládáme, že podíl výrobních služeb se bude na provozním zisku na úkor českého i slovenského trhu zvyšovat s tím, jak poroste produkce směřující do ostatních teritorií. Očekáváme, že hrubá marže u výrobních služeb letos vzroste z ložských 72,5 % mírně nad 75 % a na této úrovni se udrží i v dlouhodobém horizontu. Celková hrubá marže by však měla klesat díky snižujícím se maržím v Čechách i na Slovensku. Zatímco za letošní rok ji očekáváme na úrovni 66 %, ke konci naší projekce by se měla pohybovat kolem 59 %. Negativně by měly působit i rostoucí náklady na výrobu a přísnější regulace.

Vývoj tržeb po segmentech (mld. CZK)



Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj hrubé marže v segmentech



Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

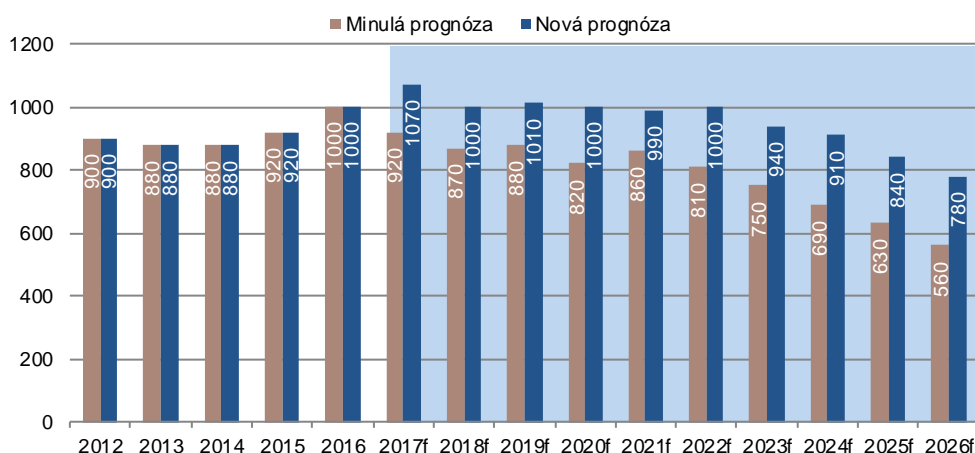
V dlouhodobém horizontu očekáváme postupné snižování ziskovosti firmy.

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

Očekáváme, že dividendový výnos bude klesat, přesto by měl zůstat velmi atraktivní.

Philip Morris ČR vyplácí zhruba 100 % čistého zisku. **Vzhledem k odhadovanému nárůstu ziskovosti zvyšujeme náš odhad dividendy z letošního zisku na 1070 CZK na akcii z předchozích 920 CZK.** Očekávaný dividendový výnos by měl vzhledem k současné ceně akcie činit téměř 7 %. Výrazné zvýšení využití výrobních kapacit přinese zvýšení dividend oproti naší poslední analýze i v následujících letech. V dlouhodobém horizontu nicméně vzhledem k předpokládanému negativnímu vlivu nového zákona a poklesu marží očekáváme postupné snižování dividendového výnosu, který by však neměl klesnout pod 5 %.

Očekávaná výše dividendy na akcii (CZK)



Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Sektorové srovnání

Přestože akcie společnosti od začátku letošního roku přidaly skoro 20 %, jejich současné tržní ocenění je stále v porovnání s mediánem tabákového sektoru atraktivní. Výrazný potenciál pro růst ceny akcií představuje nedávné navýšení využití výrobních kapacit, které by mělo přinést výrazný nárůst tržeb z výrobních služeb a překonat tak negativní dopad nového zákona o ochraně zdraví.

Philip Morris ČR vs. konkurenti

Společnost	P/E	P/E	P/E	P/B	P/CF	EV/EBITDA
	aktuální	2017e	2018e	aktuální	aktuální	aktuální
Altria	21,0	19,7	18,1	9,9	26,8	16,5
British American Tobacco	20,8	17,0	15,3	11,5	19,1	20,4
Gudang Garam	20,5	19,5	17,3	3,8	12,9	12,7
Imperial Tobacco	29,8	12,0	11,5	5,8	10,4	15,0
Japan Tobacco	17,0	16,5	15,3	2,6	13,0	10,8
Karelia	13,7	n.a.	n.a.	2,0	n.a.	4,9
Lorillard	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11,3
Philip Morris Int'l	25,7	24,0	21,3	n.a.	19,3	18,2
Reynolds American	27,0	25,7	23,8	4,3	28,4	17,3
Swedish Match	11,0	17,1	16,0	n.a.	17,7	9,7
Median	20,8	18,3	16,7	4,3	18,4	13,9
Philip Morris CR - odhady KB	15,4	14,5	15,6	5,2	9,8	6,9

Zdroj: Bloomberg; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ocenění a cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model diskontovaných dividend.

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

Cena kapitálu je založena na bezrizikové úrokové míře 1,01 % (výnos 10letých českých vládních dluhopisů), upraveném koeficientu beta 0,514 (používáme 120 měsíců dat z Bloombergu), rizikovou prémie vlastního kapitálu 6,69 % a rizikovou přírážku země 1,07 % (obojí podle dat A. Damodarana z New York University).

Na základě našeho modelu jsme odhadli fair value akcií PMČR na 17 035 CZK. Naše ocenění je oproti předchozí prognóze o 29 % vyšší. Hlavním důvodem nárůstu fair value je výrazné posílení ziskovosti společnosti, které podle nás přinese maximální využití výrobních kapacit díky přesunu výroby z ostatních evropských výrobních závodů patřících do koncernu Philip Morris International. V naší analýze předpokládáme, že společnost i nadále bude vyplácet veškerý čistý zisk akcionářům a dojde tím i k výraznému zvýšení očekávaných dividend oproti našim původním předpokladům. Ostatní parametry modelu zůstaly od poslední analýzy z května letošního roku nezměněné.

Parametry ocenění akcií PMČR

DDM (CZK)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Dividenda	1 070	1 000	1 010	1 000	990	1 000	940	910	840	780
Současná hodnota dividend na akcii do 2026	7 449									
Současná hodnota dividend na akcii po 2026	9 586									
Dlouhodobá míra růstu	0%									
Fair value na akcii	17 035									

Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Cílová cena je o 3 % vyšší než fair value kvůli sektorové atraktivitě a relativně levnému ocenění oproti trhu.

Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 % - 130 % fair value.

- **Sektorová atraktivita (3 %):** SG má pro tabákový sektor doporučení *nadvážít*. Nicméně pro sektor zůstává negativním faktorem přísná regulace a vyšší zdanění, což pozitivní doporučení na sektor limituje.
- **Atraktivita společnosti (-3 %):** Přes atraktivní dividendový výnos může na ocenění firmy nepříznivě působit očekávané dopady nového zákona o zpříšňování regulace a pokles prodeje na hlavních trzích společnosti v České republice a na Slovensku.
- **Spekulativní potenciál (3 %):** Relativní ocenění poskytuje impuls ke změně ceny akcií.
- Po zohlednění výše uvedených parametrů **jsme stanovili naši cílovou cenu pro akcie PMČR na 17 546 CZK (FV +3 %).**

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

Analýza citlivosti cílové ceny

cena VK/růstová míra	-1,0 %	-0,5 %	0,0 %	0,5 %	1,0 %
4,0 %	18 908	20 116	21 626	23 569	26 159
4,5 %	17 268	18 210	19 362	20 802	22 653
5,0 %	15 899	16 648	17 546	18 644	20 017
5,5 %	14 739	15 342	16 056	16 913	17 960
6,0 %	13 741	14 235	14 811	15 492	16 309

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika proti našemu ocenění

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

- **Regulace kouření na veřejnosti:** ČR historicky byla v evropském srovnání poměrně tolerantní ke kouření na veřejnosti. Nová legislativa zpříšňující podmínky kouření dokumentuje vysokou relevanci regulatorního rizika pro celý sektor. V našich modelech jsme zohlednili vliv nového omezení kouření. Další zpříšňování regulace představuje riziko pro cenu akcií.
- **Regulace marketingu:** Na evropské úrovni se objevují iniciativy směřující ke zpřísnění až znemožnění aktivního marketingu výrobců cigaret. Zavedení takových opatření by mohlo ohrozit celkovou poptávku po produktech společnosti i dosahované marže.
- **Daňové změny:** Razantní zvýšení spotřební daně či sazby DPH může mít negativní dopad na marže společnosti. Výši zisku a vyplácených dividend pak může ovlivnit zvýšení daně z příjmu právnických osob.
- **Poplatek za výrobní služby:** Hlavním faktorem našeho zvýšení cílové ceny je výrazný nárůst výnosů z výrobních služeb, způsobený přesunem výroby z jiných evropských výrobních závodů skupiny. Případné rozhodnutí skupiny Philip Morris International o přesunu této výroby do jiných zemí by působilo výrazně negativně proti naší cílové ceně. Dále výše poplatku za výrobní služby je závislá na maržích a objemech, kterých bude dosahovat mateřská skupina

PMI. V budoucnu může docházet k tlakům na postupné snižování tohoto poplatku. Zároveň budoucí rozhodnutí majoritního akcionáře se nemusí shodovat se zájmy minoritních akcionářů a může tak negativně dopadnout na ziskovost samostatné PMČR.

- **Alternativy cigaret:** Rostoucí obliba například e-cigaret či řezaného tabáku může prohloubit očekávaný pokles trhu s cigaretami, na kterém je PMČR nejsilnější. Podobný dopad může mít posílení šedých nebo nelegálních dovozů cigaret.

- **Změna dividendové politiky:** PMČR dlouhodobě vyplácí celý zisk svým akcionářům. Změna této politiky by měla negativní dopad na cenu akcií.

Naopak pozitivní vliv na naše ocenění mohou mít:

- **Mírnější zvýšení spotřební daně:** Spotřební daň z cigaret musí v ČR od roku 2015 dosahovat minimální úrovně 90 EUR na 1 000 ks, aby vyhovovala evropským směrnicím. Výraznější posílení koruny by mohlo zmírnit korunové daňové zatížení. To by se promítlo pozitivně do výsledků hospodaření Philip Morris ČR.

- **Opatření proti nelegálním dovozům:** Zásah státních orgánů proti nelegálním dovozcům by mohl zvýšit poptávku po výrobcích společnosti.

- **Alternativní kuřácké technologie:** Společnost Philip Morris celosvětově výrazně investuje do vývoje nových platforem jako je například zařízení IQOS (více zde http://bit.ly/PMCR_IQOS), které by mohly přinést zásadní změny do tabákového průmyslu a v případě akceptace a rozšíření na trhu i výrazně ovlivnit hospodářské výsledky společnosti. V našich projekcích zatím s těmito vlivy nepočítáme.

Finanční údaje PMČR

	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f
Ocenění															
P/E (x)	19,7	21,6	25,7	18,8	17,4	16,3	17,6	17,5	17,5	17,8	17,6	18,7	19,3	20,8	22,6
Price/cash flow (x)	16,7	18,0	19,9	15,7	13,9	13,2	13,4	13,1	12,9	12,9	12,6	13,0	13,2	13,7	14,3
Price/free cash flow (x)	27,3	20,3	39,3	8,9	15,6	22,1	22,4	23,5	21,4	22,4	21,6	24,4	25,2	28,2	32,0
Price/book value (x)	5,9	6,0	6,2	6,1	5,9	5,7	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	6,0	6,1	6,2	6,4
EV/výnosy (x)	3,3	3,4	3,1	3,7	3,5	3,5	3,5	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,4	3,4
EV/EBITDA (x)	12,3	13,3	14,6	11,0	9,6	9,1	9,6	9,5	9,5	9,6	9,4	9,9	10,1	10,7	11,3
Dividendový výnos, brutto (%)	5,2	5,1	5,0	5,0	5,2	5,7	6,1	5,7	5,8	5,7	5,6	5,7	5,4	5,2	4,8
Údaje v přepočtu na akcii (CZK)															
EPS (upr.)	889	811	681	936	1 007	1 074	997	1 005	1 004	987	1 000	941	907	845	775
Amortizace goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cash flow	1 054	976	880	1 115	1 258	1 329	1 306	1 337	1 357	1 359	1 390	1 348	1 330	1 283	1 228
Vlastní kapitál (book value)	2 985	2 903	2 845	2 898	2 985	3 059	2 986	2 991	2 985	2 971	2 981	2 922	2 889	2 824	2 759
Hrubá dividendy	900	880	880	920	1 000	1 070	1 000	1 010	1 000	990	1 000	940	910	840	780
Výkaz zisků a ztrát (mld. CZK)															
Výnosy	13,0	12,8	14,0	10,9	11,5	11,6	11,8	12,2	12,6	12,7	13,0	12,9	13,0	13,0	12,9
EBITDA	3,5	3,2	3,0	3,7	4,2	4,4	4,3	4,4	4,4	4,4	4,5	4,4	4,3	4,1	3,9
Depreciace a amortizace (bez GW)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2
Provozní výsledek	3,0	2,8	2,4	3,2	3,5	3,7	3,4	3,5	3,5	3,4	3,4	3,2	3,1	2,9	2,7
Amortizace goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistý úrokový výnos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Daň z příjmu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Menšinové podíly	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5
Jiné	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vykázaný čistý zisk	2,4	2,2	1,9	2,6	2,8	2,9	2,7	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,5	2,3	2,1
Upravený čistý zisk (bez mim. položek)	2,4	2,2	1,9	2,6	2,8	2,9	2,7	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,5	2,3	2,1
Peněžní toky (mld. CZK)															
EBITDA	3,5	3,2	3,0	3,7	4,2	4,4	4,3	4,4	4,4	4,4	4,5	4,4	4,3	4,1	3,9
Změna pracovního kapitálu	-0,5	0,5	-0,5	3,5	0,9	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Jiné provozní CF	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5
Provozní CF	2,4	3,1	1,9	6,5	4,3	3,5	3,5	3,5	3,7	3,7	3,8	3,6	3,5	3,4	3,2
Investiční CF	-0,5	-0,7	-0,6	-1,0	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5
CF z financování	-2,5	-2,5	-2,4	-2,4	-2,5	-2,8	-2,9	-2,7	-2,8	-2,7	-2,7	-2,7	-2,6	-2,5	-2,3
Čistá změna hotovosti	-0,7	0,0	-1,1	3,1	0,7	-0,5	-0,6	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	-0,6	-0,4	-0,5	-0,5
Rozvahové položky (mld. CZK)															
Dlouhodobá aktiva	3,0	3,2	3,2	3,9	4,4	4,8	5,2	5,5	5,8	6,1	6,4	6,6	6,8	7,1	7,3
Z toho nehmotná aktiva	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	10,0
Pracovní kapitál	0,2	-0,3	0,2	-3,2	-4,1	-4,0	-3,9	-3,8	-3,7	-3,7	-3,6	-3,5	-3,4	-3,3	-3,1
Vlastní kapitál	8,2	8,0	7,8	8,0	8,2	8,4	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,0	7,9	7,8	7,6
Menšinové podíly	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezervy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistá hotovost (záporná čísla = zadlužení)	5,2	5,2	4,5	7,5	8,1	7,8	7,2	6,7	6,4	6,0	5,8	5,2	4,8	4,3	3,8
Ziskovost															
ROA (%)	11	9	8	15	14	15	14	14	14	14	14	13	13	12	12
ROE (%)	30	28	24	33	34	36	33	34	34	33	34	32	31	30	28
Marže															
EBITDA marže (%)	26,9	25,3	21,2	34,0	36,3	38,2	36,3	35,7	35,2	34,8	34,8	33,6	32,9	31,7	30,3
Provozní marže (%)	23,4	21,8	17,4	29,5	30,3	32,2	29,1	28,2	27,5	26,7	26,5	25,0	24,0	22,4	20,7
Dynamika															
Růst výnosů (%)	6,6	-1,5	10,0	-22,7	5,4	1,5	1,4	3,8	2,6	1,1	2,2	-0,3	0,6	-0,3	-0,5
Růst EBITDA (%)	-3,5	-7,4	-7,7	23,8	12,6	6,8	-3,8	2,1	1,2	-0,2	2,1	-3,5	-1,7	-4,0	-4,8
Růst provozního zisku (%)	-3,4	-8,5	-12,2	31,3	8,4	7,8	-8,4	0,8	-0,1	-1,7	1,3	-5,9	-3,6	-6,8	-8,3
Růst vykázaného čistého zisku (%)	-4,0	-8,8	-15,9	37,3	7,7	6,6	-7,2	0,8	-0,1	-1,7	1,3	-5,9	-3,6	-6,8	-8,3
Růst upraveného čistého zisku (%)	-4,0	-8,8	-15,9	37,3	7,7	6,6	-7,2	0,8	-0,1	-1,7	1,3	-5,9	-3,6	-6,8	-8,3
Růst zisku na akcii (%)	-4,0	-8,8	-15,9	37,3	7,7	6,6	-7,2	0,8	-0,1	-1,7	1,3	-5,9	-3,6	-6,8	-8,3
Financování															
Čistý dluh/EBITDA	-63,5	-65,5	-57,9	-93,8	-99,0	-92,6	-87,5	-81,4	-77,8	-73,6	-70,4	-65,4	-61,1	-55,9	-50,5
Úrokové krytí (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Výplatní poměr (%)	101,3	108,5	129,1	98,3	99,3	99,6	100,3	100,5	99,6	100,4	100,0	99,9	100,3	99,4	100,6

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

Akioví analytici



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



Marek Drímal
(420) 222 008 598
marek_drimal@kb.cz



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



David Kocourek
(420) 222 008 569
david_kocourek@kb.cz



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@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
(420) 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

Akiový analytik



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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonomka výzkumu globální ekonomiky



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

Eurozóna



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

Severní Amerika



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

Asie a Pacifik



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

Čína



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



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



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



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

Korea



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



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



Dev Ashish
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.com



Kiyoko Katahira
(81) 3 5549 5190
kiyoko.katahira@sgcib.com

Indie



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



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



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



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

Inflace



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

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



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

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



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

Fixed Income



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

Vedoucí strategie sazeb pro Evropu



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

Vedoucí strategie sazeb pro USA



Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



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



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



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



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



Jorge Garayo
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.com

Měnové kurzy



Kit Juckes
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@sgcib.com



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



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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



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



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



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



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

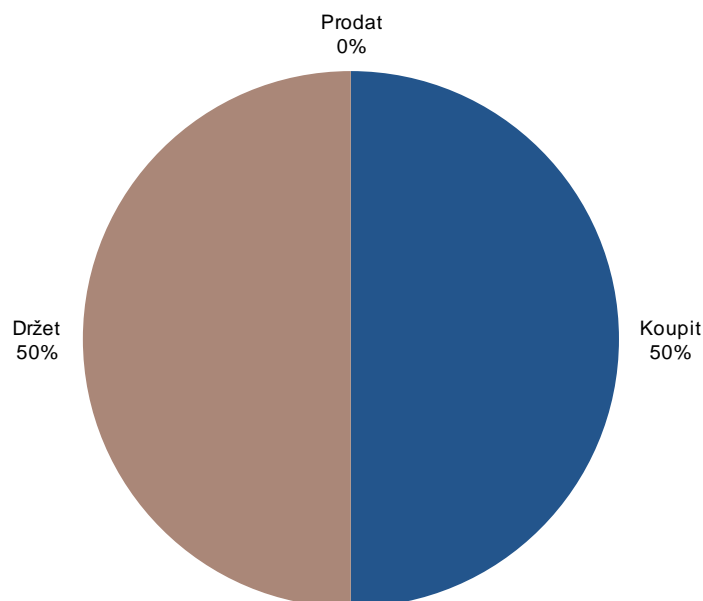
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

Toto doporučení není aktualizováno v pravidelných intervalech. Datum další aktualizace dosud nebylo stanoveno a bude ovlivněno relevantními změnami faktů podstatných pro toto doporučení tak, aby odráželo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či prémie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení by mělo zohledňovat také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v daném období 3-6 měsíců, takže cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (8 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (ke dni 22. srpna 2017)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

	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	koupit	držet	koupit	držet	koupit
Cílová cena	CZK 448	CZK 267	USD 5	CZK 17546	CZK 876	EUR 26	CZK 128	CZK 90
Datum	14/9/16	31/1/17	27/7/17	22/8/17	19/4/17	3/3/2017	12/6/17	17/8/17
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)								
Doporučení	koupit	koupit	koupit	držet	koupit		držet	koupit
Cílová cena	CZK 420	CZK 267	USD 4,2	CZK 13500	CZK 863		CZK 96	CZK 95
Datum	12/2/16	9/12/16	27/4/17	25/5/17	20/5/16		20/5/16	9/6/17
Doporučení		držet	koupit	koupit			v revizi	koupit
Cílová cena		CZK 260	USD 3,7	CZK 13500			v revizi	CZK 90
Datum		22/3/16	10/3/17	13/6/16			10/3/16	6/9/16
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 prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícemu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

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

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>