

Telekomunikace | Aktualizace | Česká republika |

O2 Czech Republic

Potvrzujeme doporučení *Držet* s cílovou cenou 270 CZK na akcii

Držet

Cena 18.09.17	273 CZK
12m cíl	270 CZK
Pot. růst ceny	-1,2 %
Dividenda	21 CZK
Celkový výnos	6,4 %

Sektorové doporučení
Snížit váhu

Typ investice

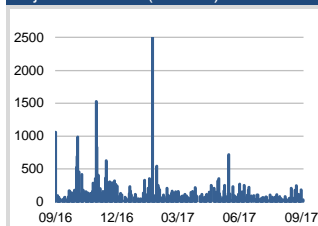
Defenzivní	✓
Vysoký dividendový výnos	✓

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční příběh: Výsledky hospodaření za první polovinu letošního roku nás prozatím výrazněji nepřekvapily. Zklamáním však pro nás byla vyplacená dividendy z loňského roku, kterou jsme očekávali o jednu korunu vyšší. To se promítlo na naší projekci budoucí distribuce akcionářům včetně emisního ážia. Pro příští dva roky tak očekáváme stejnou výši celkové dividendy na úrovni 21 CZK na akcii, poté mírný nárůst o jednu korunu. O2 Czech Republic dále pokračuje ve zpětném odkupu svých akcií. Právě štedrá dividendová politika je hlavním pozitivem pro držitele akcií této společnosti. Hospodaření firmy dle nás nemá příliš velký růstový příběh, když pokles výnosů ze segmentu pevných linek kompenzuje nárůst příjmů z mobilního sektoru v ČR a na Slovensku. Celkově v horizontu 5 let očekáváme pouze velmi mírný nárůst tržeb. Vzhledem k nákladové ukázněnosti předpokládáme prakticky stagnující celkové náklady, což by mělo v konečném důsledku vést k postupnému růstu EBITDA marže. V naší analýze počítáme s mírným zadlužováním společnosti, které by mělo vést k optimálnější kapitálové struktuře s pozitivním dopadem na ocenění firmy. Rostoucí dluh tak za současných podmínek vnímáme příznivě, když firma generuje silné provozní cash flow, které je dostatečně vysoké na pokrytí dluhových závazků. **Na základě naší nové analýzy potvrzujeme pro akcie O2 Czech Republic naše stávající doporučení *Držet*.**

Fakta/dopad: V horizontu naší prognózy čekáme pozvolný růst čistého zisku O2 (v průměru o 1,5 % ročně). Díky odkupu vlastních akcií by měla dividendy růst o něco rychleji než čistý zisk (+2,9 %). V naší prognóze jsme navýšili úroveň celkového dluhu, který se promítl i na růstu čistého dluhu vůči EBITDA ke konci roku 2021 k 1,5násobku, což je na úrovni střednědobého cíle stanoveného managementem.

Cílová cena a doporučení: Na základě modelů diskontovaných toků hotovosti a dividend **mírně zvyšujeme roční cílovou cenu z 267 CZK na 270 CZK za akcii.** Ta tak po započtení výplaty akcionářům ve výši 21 CZK na akcii (včetně emisního ážia) představuje potenciální celkový výnos 6,5 %, což v naší metodologii odpovídá doporučení *Držet*. Mezi hlavní rizika naší analýzy patří tlak na ceny telekomunikačních služeb, vývoj ziskovosti na Slovensku a razantnější posílení koruny vůči euru.

Očekávané události: Výsledky hospodaření za třetí kvartál budou oznámeny koncem října.

Data o akciích			
RIC SPTTsp.PR	Bloom	TELEC CP	
52týdenní rozmezí	214	- 292,6	
Tržní kap. (mld. CZK)	84,8		
Tržní kap. (mil. EUR)	3249		
Volné obchod. (%)	28		
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	-1,7	-0,8	19,4
Relativně k PX	-3,2	-6,3	-2,0

Zdroj: Bloomberg

Finanční údaje	2016	2017e	2018f	2019f
Tržby (mld. CZK)	37,6	37,6	38,1	38,3
Provozní marže (%)	18,2	18,7	18,9	19,1
EBITDA marže (%)	27,8	27,9	28,1	28,2
Čistý zisk (mld. CZK)	5,3	5,4	5,4	5,5
Zisk na akcii (CZK)	17,22	17,96	18,55	18,87
Dividenda na akcii (CZK)	16,0	21,0	21,0	21,0
Aktiva/vl.kapitál	1,9	2,3	2,9	3,4
Čistý dluh/vl.kapitál (%)	16,2	43,3	82,0	114,5

Ukazatele	2016	2017e	2018f	2019f
P/E (x)	13,8	15,1	14,6	14,3
Cena/volný cash flow	16,2	15,9	13,5	12,4
Dividendový výnos (%)	6,8	7,8	7,8	7,8
Cena/účet.hodnota (x)	4,1	5,4	6,6	7,2
Cena/tržby (x)	1,9	2,2	2,1	2,1
EV/EBITDA (x)	7,2	8,4	8,3	8,5
Úrokové krytí (x)	76,2	55,3	31,7	32,2
Výplatní poměr (%)	73,0	98,7	94,7	91,6

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/O2CR_1612
http://bit.ly/O2CR_1701
http://bit.ly/O2CR_Q217res

SOCIÉTÉ
GENERALE
GROUP



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

Hospodaření O2 a distribuce akcionářům

Výsledky hospodaření v letošním roce

Výsledky hospodaření O2 za první polovinu roku výrazněji nepřekvapily.

Společnost O2 Czech Republic na konci července zveřejnila výsledky svého hospodaření za první polovinu roku. Tržby ve výši 18,5 mld. CZK dosáhly našeho i tržního očekávání. Na úrovni ziskovosti byly údaje oproti trhu nepatrně lepší, ve srovnání s našimi odhady mírně zaostaly. Za 1,4% meziročním růstem tržeb stály především příjmy z O2 TV, mobilních dat a z podnikání na Slovensku. Mobilního segmentu se na konci druhého kvartálu dotkla nová regulace zakazující v Evropské unii účtování roamingových poplatků. Jejich výpadek se naplno projeví až v druhé polovině letošního roku. Nárůst tržeb se pozitivně promítl do vývoje celkové ziskovosti, když výše nákladů naplnila naše očekávání. EBITDA marže však mírně poklesla o 0,2 pb na 27,5 %. Celkové náklady vzrostly o 1,6 % na 13,4 mld. CZK. Zatímco v České republice byly meziročně stejné, na Slovensku vzrostly o 11,3 %. V číslech je nadále patrný insourcing zhruba 1000 zaměstnanců, když společnost ušetřila na provizích, nákladech na externí call centra a IT, zatímco jí vzrostly osobní náklady. Čistý zisk se v prvním pololetí zvýšil o 3,2 % na 2,63 mld. CZK.

Výsledky O2 Czech Republic za první polovinu letošního roku

mld. CZK	H1 16	H1 17	změna	odhad KB	konsensus
Tržby	18,25	18,52	1,4 %	18,55	18,55
EBITDA	5,05	5,09	0,8 %	5,13	5,07
provozní zisk	3,28	3,42	4,3 %	3,45	3,34
čistý zisk	2,55	2,63	3,2 %	2,69	2,60

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

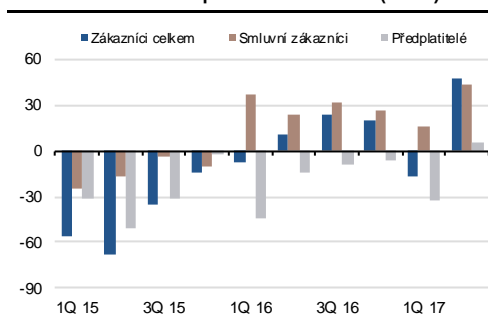
Mobilní segment

Daří se získávat stále více smluvních zákazníků.

Počet zákazníků v mobilním segmentu v České republice k polovině roku v meziročním srovnání prakticky stagnoval. Za pozitivum však lze označit rostoucí podíl smluvních zákazníků, kteří představovali na celkovém počtu 68,7 %, tedy o 1,3 pb více než před rokem. **To bylo zároveň doprovázeno vyšším průměrným měsíčním výnosem na zákazníka (ARPU),** který byl ovlivněn především vyššími útratami za datové služby, které více jak kompenzovaly nižší ceny za hlasové a SMS služby a negativní dopad regulace roamingu.

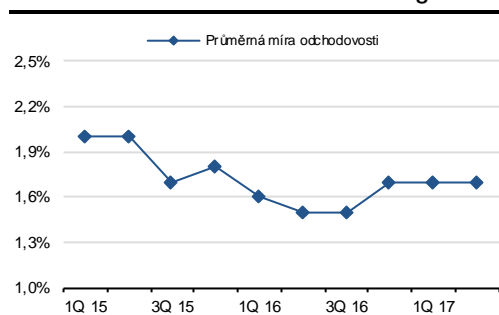
Rozvoji datových služeb pomáhá i zvyšující se penetrace chytrých telefonů, která na konci června dosáhla již 59,4 %, tedy o 7,6 pb více než před rokem. Telefony využívající technologii LTE představovaly již 38,5 % všech telefonů v síti O2 (meziroční nárůst o 13,6 pb) a k jejich prodeji přispěla nová nabídka prodeje na splátky.

CZ mobil - změna počtu zákazníků (v tis.)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Měsíční míra odchodovosti v mobil. seg.



Výsledkem byl 16,1% meziroční nárůst výnosů z mobilních datových služeb, který kompenzoval nižší výnosy z hlasových a SMS/MMS služeb.

Celkové provozní výnosy mobilního segmentu v České republice dosáhly v prvním pololetí 2017 výše 9,79 mld. CZK, meziročně o 3,5 % více. Přes další květnové zpřísnění regulace v oblasti roamingu, které se projeví na výpadku příjmů, **očekáváme, že se společnosti letos podaří na tomto trhu zvýšit celoroční tržby o 2,1 % na 19,7 mld. CZK.**

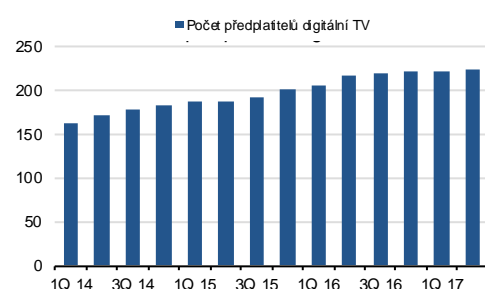
Segment pevných linek

Nadále pokračuje trend klesajících tržeb v segmentu pevných linek.

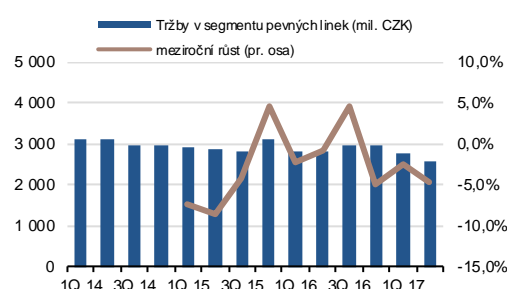
Vývoj tržeb v segmentu pevných linek pokračoval v průběhu prvního pololetí roku v nepříznivém trendu, když meziročně klesly o 5,3 % na 5,35 mld. CZK. **Pokles čekáme i v druhé půlce roku, celoroční tržby by tak měly klesnout oproti loňskému roku o 6,2 % na 10,8 mld. CZK.** Dlouhodobý negativní trend je dán pokračující substitucí volání z pevných linek využíváním mobilních telefonů.

Nové služby zejména v oblasti digitální televize tak propady pouze mírní. Nárůst výnosů z O2 TV o 11,4 % je velmi slušný díky vlastním sportovním kanálům. Zároveň roste obliba sledování televize přes internet, na mobilních zařízeních nebo v restauracích. V této oblasti operátor v minulosti navázal spolupráci se Staropramenem a Plzeňským Prazdrojem, když tržní podíl restauračních zařízení čepujících piva těchto pivovarů dosahuje více jak 60 %.

Počet uživatelů digitální TV (v tis.)



Segment pevných linek



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

Slovensko

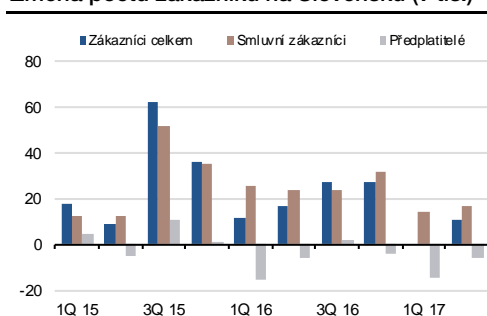
Zejména vyšší počet smluvních zákazníků se podílí na růstu tržeb na Slovensku.

Situace na Slovensku po vstupu nového telekomunikačního operátora 4ka se stabilizovala. O2 Slovakia se vrátila k růstu počtu zákazníků, který je tažen vyšším počtem smluvních kontraktů. Podíl této skupiny odběratelů na celkovém klientském portfoliu se meziročně zvýšil o 2,7 pb a dosáhl 58,2 %. Výnosy byly podpořeny novou nabídkou prodeje mobilních telefonů na splátky, která vedla ke zvýšení celkové penetrace chytrých zařízení o 5,7 pb na 58,7 %, a vyššími mobilními datovými příjmy. Stabilizace je patrná i u měsíční průměrné útraty jednoho zákazníka (ARPU).

V první polovině roku tak celkové provozní výnosy vzrostly o 8,0 % y/y na 3,47 mld. CZK.

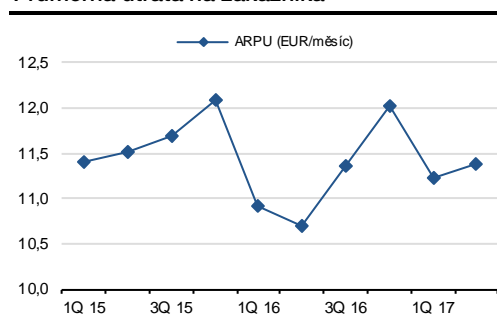
Pro druhou půlku roku tak výraznou dynamiku nečekáme, celkově by však tržby na Slovensku měly vzrůst o 4,7 % a dosáhnout 7,1 mld. CZK. Nepříznivě bude na vývoj tržeb působit posilující koruna vůči euru. ARPU vyjádřené v korunách tak poroste výrazněji pomaleji než v eurech. Na provozní i celkové ziskovosti však rozdíl nebude tak markantní vzhledem k přirozenému hedgingu společnosti.

Změna počtu zákazníků na Slovensku (v tis.)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Průměrná útrata na zákazníka



Letošní výsledky by neměly oproti loňskému roku doznat významných změn.

Celoroční výsledky za celou skupinu by měly ukázat pouze na mírné zlepšení finanční výkonnosti. U tržeb očekáváme prakticky stagnaci ve výši 37,6 mld. CZK, když rostoucí výnosy z českého a slovenského mobilního segmentu budou kompenzovat nižší příjmy z pevných linek. V rámci mobilního segmentu bude nepříznivě působit zrušení roamingových poplatků, které se plně projeví v druhé půlce roku, na Slovensku to bude zmíněné posílení koruny. EBITDA očekáváme na úrovni 10,5 mld. CZK, což znamená pouze půlprocentní zvýšení oproti 2016. EBITDA marže by měla stagnovat na 27,9 %. Nárůst o téměř 3 % by měl zaznamenat provozní i čistý zisk, a to především kvůli tomu, že v roce 2016 společnost odepsala některá fixní aktiva ve výši 152 mil. CZK. Čistý zisk by tak měl dosáhnout 5,4 mld. CZK.

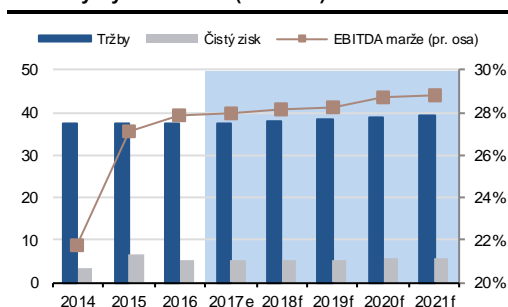
Dlouhodobé prognózy výsledků hospodaření

K růstu ziskovosti by měl především přispět mobilní segment v ČR i na Slovensku.

Dlouhodobě očekáváme, že profitabilita na úrovni EBITDA i čistého zisku poroste.

Růst tržeb by měl v období 2017 až 2021 činit v průměru 0,7 % za rok. EBITDA by měla zaznamenat průměrný nárůst o 1,4 %. V případě čistého zisku očekáváme zvýšení o průměrných 1,5 %, nicméně zisk na akcii díky probíhajícímu zpětnému odkupu by měl růst o 2,9 % p. a.

Odhad výsledků O2 (mld. Kč)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, O2 ČR

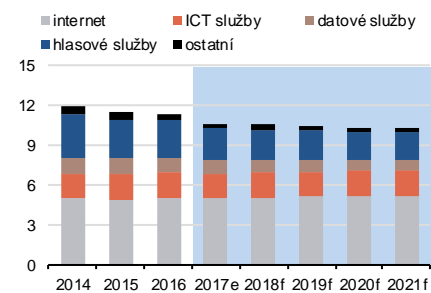
Následující grafy ukazují podrobnější pohled na hlavní faktory, které by měly ovlivňovat výsledky hospodaření O2 v následujících letech. **V segmentu pevných linek čekáme mírný pokles tržeb** (v horizontu naší prognózy o 2,0 % p. a.), když pokračující růst výnosů z internetu nebo ICT služeb zřejmě nebude stačit na vykompenzování poklesu výnosů z hlasových služeb (-6,3 % p.a.). V oblasti internetu chce O2 Czech Republic nabízet zákazníkům služby, které se budou opírat o deklarované investice společnosti CETIN do zlepšení kvality a rychlosti fixní vysokorychlostní sítě xDSL.

Český mobilní segment by naopak mohl dlouhodobě mírně růst (+1,6 % p.a.), když rostoucí poměr smluvních zákazníků by měl mírně zvyšovat průměrnou útratu na jednoho zákazníka (ARPU). Hlavním zdrojem by měl být růst využívaných datových služeb, který by měla podporovat vedle zkvalitňování mobilních sítí i rostoucí penetrace chytrých telefonů.

Na Slovensku bude dceřiná společnost O2 Slovakia pokračovat ve výstavbě bezdrátové sítě založené na technologii LTE TDD pro poskytování služeb internetu pro domácnosti i

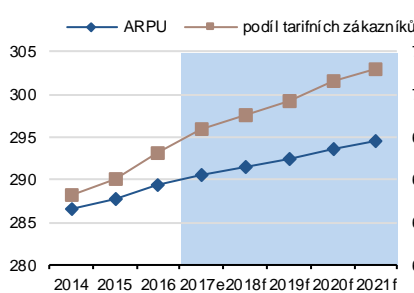
korporátní zákazníci a digitální televize O2 TV. Kromě toho zintenzivní výstavbu vlastní mobilní sítě s cílem snížit závislost na národním roamingu, a zlepšit tak do budoucna ziskovost. Bude rovněž pokračovat v dalším rozšiřování 4G LTE sítě s cílem uspokojit rostoucí poptávku zákazníků po mobilních datech. Očekáváme postupné zvyšování ARPU vyjádřené v eurech, nicméně sílící česká koruna bude růst průměrné útraty v CZK limitovat. **I tak ale čekáme solidní průměrný růst slovenských tržeb v CZK o 3,4 %.**

Pevné linky (výnosy v mld. Kč)

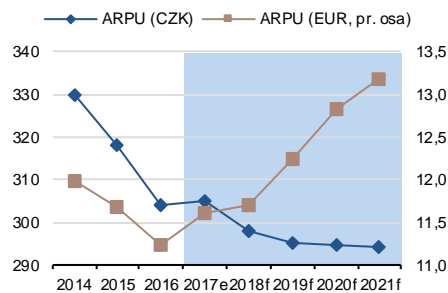


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, O2 Czech Republic

Český mobilní segment



Slovensko



Celkové provozní náklady za O2 Czech Republic by podle našich odhadů mohly být víceméně stabilní, když snižování nákladů na externí služby bude kompenzováno růstem nákladů na prodej způsobený vyšší aktivitou mobilních zákazníků. **Očekáváme tak, že EBITDA marže jen mírně poroste z 27,9 % za rok 2016, přes námi očekávanou stagnaci za letošní rok k úrovni 28,8 % v roce 2021.** To znamená růst EBITDA z loňských 10,5 na 11,3 mld. CZK v horizontu 5 let. Čistý zisk by měl dle našich kalkulací v uvažovaném období vzrůst zhruba o necelých 600 mil. CZK na 5,8 mld. CZK.

Investice

Management si stanovil za cíl, že ve střednědobém horizontu chce investovat ročně prostředky ve výši zhruba 5 až 6 % tržeb, což by v případě našich odhadů znamenalo zhruba 2 až 2,5 mld. CZK. V letošním i příštím roce, kdy bude vrcholit investiční boom v České republice i na Slovensku, však celkové investice přesáhnou stanovený cíl. Za letošní rok počítáme s podílem investic na tržbách přesahujícím 10 %, v roce 2018 by se mohl snížit k 8 %.

Stanovený cíl však v sobě nezahrnuje investice do nových frekvencí. Jednou z velkých budoucích aukcí by mohla být nabídka frekvencí z tzv. druhé digitální dividendy. Kmitočty z pásma 700 MHz uvolněné po přechodu televizního vysílání na standard DVB-T2 by si opět měli rozdělit mobilní operátoři, včetně O2 Czech Republic. K dispozici by mohly být v letech 2020 či 2021. Objem celkových investic by tak mohl přesáhnout stanovený cíl i ve střednědobém horizontu.

Následující tabulka ukazuje, že na úrovni tržeb prakticky k žádným změnám v horizontu naší predikce nedošlo. Horší výsledky za loňský rok na úrovni EBITDA nás vedly k mírnému snížení EBITDA marže, což se promítlo i na nepatrně horší projekci pro následující roky. V případě čistého zisku došlo k výraznějším změnám, kde kromě zklamání z loňského roku sehrály roli budoucí vyšší úrokové sazby. Úpravy doznala i naše projekce vyplácených dividend a emisního ážia, když při poslední analýze jsme byli mírně optimističtější.

O2 Czech Republic chce ve střednědobém horizontu proinvestovat zhruba 2 až 2,5 mld. CZK.

Oproti prosincové analýze se nejvýrazněji změnila celková ziskovost firmy.

Změny v prognózách výsledků hospodaření O2 Czech Republic

mld. CZK	2017e	2018f	2019f	2020f	2021f
Tržby	37,6	38,1	38,3	38,9	39,2
odhad z prosince 2016	37,8	38,4	38,4	38,3	n/a
změna	-0,4 %	-0,9 %	-0,3 %	1,5 %	
EBITDA	10,5	10,7	10,8	11,1	11,3
odhad z prosince 2016	10,6	11,0	11,0	11,1	n/a
změna	-0,9 %	-2,9 %	-1,9 %	0,3 %	
Čistý zisk	5,4	5,4	5,5	5,7	5,8
odhad z prosince 2016	5,6	6,0	6,0	6,1	n/a
změna	-3,5 %	-9,4 %	-8,3 %	-5,9 %	
Dividenda ze zisku (CZK/akcie)	21,0	21,0	21,0	22,0	22,0
odhad z prosince 2016	22,0	22,0	23,0	23,0	n/a
změna	-4,5 %	-4,5 %	-8,7 %	-4,3 %	

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dividendová politika

Odkup vlastních akcií probíhá prozatím pozvolně.

O2 zahájilo 28. ledna 2016 zpětný odkup vlastních akcií. Firma nesmí denně koupit více než 130 745 kusů, což odpovídá téměř 85 % průměrného denního objemu v letošním roce. Maximální nákupní cena byla stanovena na 297 CZK za kus. Během prvních dvou let smí O2 koupit nejvýše 4 % vlastních akcií, v pětiletém horizontu je v plánu odkup až do výše 8 mld. CZK nebo 10 % celkového objemu akcií. K polovině roku společnost držela 2,2 % svých akcií. **V našich odhadech počítáme s postupným odkupem akcií,** nicméně vzhledem k dodržení cíle zadluženosti by na konci tohoto odkupovacího období mohlo O2 držet zhruba 7 % vlastních akcií. To bude mít pozitivní dopad na růst zisku na akcii. Zatímco čistý zisk v absolutních číslech podle našich prognóz poroste v průměru o 2,1 % p. a., zisk na akcii by se díky snižování počtu akcií měl zvýšit o 3,2 % p. a.

O2 Czech Republic chce vyplatit emisní ážio představující 36 CZK na akcii.

Před zhruba rokem oznámilo představenstvo O2 záměr vyplatit emisní ážio v celkové výši 36 CZK na akcii. Společně s řádnou dividendou za loňský rok valná hromada rozhodla o distribuci dalších 4 CZK na akcii. V naší prognóze počítáme s tím, že management bude chtít touto částkou vyrovnávat dividendu placenou ze zisku takovým způsobem, aby celková výplata byla dlouhodobě stabilní. Dle nás to tedy neznamená, že každý rok budou nutně z emisního ážia vypláceny 4 CZK na akcii.

Očekáváme stabilní výši celkové výplaty akcionářům.

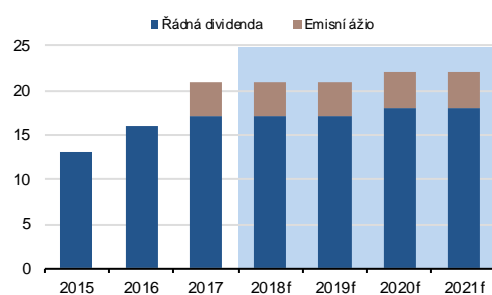
Management zopakoval záměr vyplácet 90 až 110 % nekonsolidovaného zisku. Z letošního zisku očekáváme stejnou výplatu řádné dividendy na úrovni 17 CZK na akcii. **Dle nás by měla být i celková výplata totožná s loňským rokem, tj. 21 CZK na akcii** včetně čtyřkorunového emisního ážia. Takovou úroveň očekáváme i o rok později. V horizontu pěti let předpokládáme výplatu o pouze jednu korunu vyšší. Dividendový výnos k aktuální ceně tak představuje zhruba 7,5 %.

Zadlužení společnosti

Zadlužení O2 Czech Republic poroste, čímž si společnost zlepší kapitálovou strukturu.

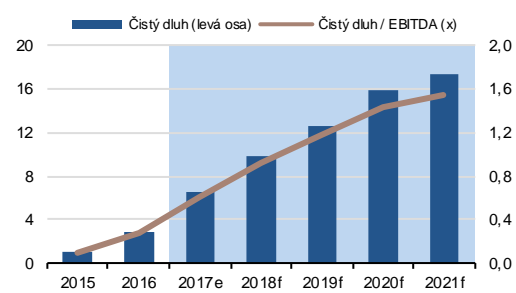
Výplata emisního ážia, zpětný odkup a investice povedou ke zvýšení dluhu společnosti. Ke konci loňského roku poměr čistého dluhu vůči EBITDA dosáhl 0,3násobku. Za letošní rok pak předpokládáme 0,6x. V následujících letech by růst poměru měl pokračovat, v roce 2021 jej očekáváme na úrovni 1,5x, tj. na úrovni střednědobého cíle managementu. Vezmeme-li v potaz dividendovou politiku a investiční aktivitu, zdá se nám být námi předpokládané zadlužení jako rozumné a dostačující, aby se firma nedostala do problémů s likviditou.

Odhadovaná výplata akcionářům na akcii



Pozn.: jedná se o výplaty z čistého zisku předchozího roku
Zdroj: O2, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zadlužení společnosti (mil. CZK)



Ocenění

Sektorové srovnání

Sektorové srovnání podle našeho názoru nové impulsy nepřináší.

Zaměřili jsme se také na sektorové srovnání s telekomunikačními společnostmi v západní Evropě i v rámci regionu střední a východní Evropy. Z níže uvedené tabulky vidíme, že **akcie O2 jsou podle ukazatele P/E oceněny nad sektorem**, což dle nás lze do velké míry vysvětlit dividendovým výnosem, který patří k nejvyšším v odvětví.

Srovnání na základě ukazatele EV/EBITDA uvádíme spíše jen s ohledem na jeho popularitu. Dle něj by akcie O2 Czech Republic byly ve srovnání s trhem velmi nadhodnocené. Důvodem výrazně vyššího poměru je fakt, že O2 po oddělení veškeré infrastruktury do sesterské společnosti CETIN již náklady spojené s provozem sítí neodepisuje, ale jsou účtovány formou provozních nákladů na základě fakturace s firmou CETIN. To má za následek nižší EBITDA marži v porovnání s konkurenty. **Proto je vhodnější porovnání na základě ukazatele EV/EBIT**, z něhož vyplývá, že akcie O2 jsou oceněné v souladu se sektorem.

Celkově si myslíme, že přes výrazně vyšší dividendový výnos je akcie v současné době oceněna v souladu s trhem a **srovnání s konkurenty nedává žádné významné impulsy**.

O2 Czech Republic vs. konkurenti

	P/E			Dividendový výnos			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	akt.	2017	2018	akt.	2017	2018	akt.	2017	2018	akt.	2017	2018
O2 CZECH REPUBLIC	16,7	15,1	14,6	7,1	7,8	7,8	9,2	8,4	8,3	13,8	12,5	12,4
BT Group PLC	10,2	10,1	9,7	5,6	5,9	5,9	5,2	5,1	5,0	9,7	9,6	9,4
Deutsche Telekom AG	16,5	14,7	13,1	4,4	4,7	5,2	6,0	5,8	5,6	14,2	13,1	12,1
Orange SA	14,0	12,8	12,1	4,7	5,0	5,2	5,0	5,0	4,8	11,1	10,6	10,3
Koninklijke KPN NV	25,3	23,2	19,6	4,7	4,7	5,3	8,0	7,9	7,7	20,5	19,5	18,1
Swisscom AG	16,6	16,9	16,9	4,5	4,5	4,5	7,9	8,0	8,0	16,0	16,4	16,7
Telecom Italia SpA/Milano	10,9	10,2	9,1	0,2	0,7	1,2	5,4	5,4	5,2	10,9	10,7	10,5
Telefonica SA	12,3	11,0	9,9	4,4	4,6	4,8	6,5	6,4	6,2	15,2	14,2	13,2
Telefonica Deutschland Holding	516,1	n/a	202,0	5,6	5,8	6,0	8,6	8,4	8,1	n/a	n/a	428,9
Telekom Austria AG	15,4	15,0	14,2	2,3	2,5	3,2	6,1	6,0	5,9	16,1	15,4	14,7
Telenor ASA	15,9	15,0	14,4	4,9	5,0	5,2	6,4	6,3	6,1	11,2	10,7	10,0
Vodafone Group PLC	27,2	22,7	18,0	6,2	6,2	6,6	6,4	6,2	6,1	21,2	18,6	15,7
Hrvatski Telekom dd	14,0	13,1	13,1	3,4	3,4	3,4	3,8	3,9	3,7	8,7	8,7	8,2
Magyar Telekom Telecommunicati	14,4	12,9	12,0	5,2	7,0	8,0	4,8	4,7	4,7	12,1	11,1	10,5
MegaFon PJSC	11,8	10,6	9,7	7,7	8,4	9,6	5,1	4,8	4,6	10,3	9,5	8,3
Orange Polska SA	n/a	142,1	43,2	0,4	1,1	4,3	4,8	4,8	4,8	44,6	32,7	24,4
Medián srovnávací skupiny	14,9	13,9	13,1	4,7	4,7	5,2	6,0	5,8	5,6	13,2	12,1	12,1
STOXX Europe 600 Telecommunica	27,2	22,7	18,0	6,2	6,2	6,6	6,4	6,2	6,1	21,2	n/a	n/a
<i>O2 Czech Republic vs. medián</i>	<i>12,0 %</i>	<i>8,5 %</i>	<i>11,2 %</i>	<i>52,0 %</i>	<i>64,1 %</i>	<i>49,2 %</i>	<i>52,9 %</i>	<i>43,1 %</i>	<i>48,9 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>3,0 %</i>	<i>2,2 %</i>
<i>O2 Czech Republic vs. STOXX</i>	<i>-38,7 %</i>	<i>-33,8 %</i>	<i>-19,2 %</i>	<i>15,3 %</i>	<i>25,8 %</i>	<i>17,7 %</i>	<i>43,1 %</i>	<i>34,2 %</i>	<i>37,5 %</i>	<i>-35,0 %</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili modely DCF a DDM. Cílovou cenu jsme stanovili na 270 CZK na akcii.

Vzhledem ke zvýšené předvídatelnosti dividend jsme pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti O2 použili jak model diskontovaného volného cash flow, tak model diskontovaných dividend do roku 2021. Vypočítaný volný cash flow jsme diskontovali ke konci září letošního roku za použití vážených nákladů kapitálu (WACC), očekávané dividendy jsme diskontovali náklady vlastního kapitálu. V obou případech jsme použili dlouhodobou růstovou míru 0 %.

Fair value akcií společnosti jsme pomocí průměru výsledků obou modelů odhadli na 276 CZK na akcii. Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %. Za pomoci výše uvedených parametrů jsme **stanovili cílovou cenu pro akcie O2 na 270 CZK** (fair value minus 2 %).

- Sektorová atraktivita (-5 %): SG nadále drží pro telekomunikační sektor doporučení *snížit váhu*.
- Atraktivita společnosti (+3 %): Očekáváme stabilitu hospodářských výsledků a přesun většiny volné hotovosti k akcionářům. Dividendový výnos se započtením rozdělení emisního ážia je velmi nadprůměrný i dlouhodobě udržitelný. Štědrá dividendová politika je doplněna zpětným odkupem.
- Spekulativní potenciál (+0 %): Srovnání se zbytkem evropského telekomunikačního sektoru neposkytuje dle našeho názoru v současné době nové impulsy.

Výpočet cílové ceny O2 Czech Republic

Kalkulace požadované výnosové míry	2017	2018	2019	2020	2021	Poté
bezriziková sazba	1,2 %	1,5 %	0,9 %	1,8 %	2,5 %	2,7 %
beta	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
riziková prémie	7,7 %	7,7 %	7,7 %	7,7 %	7,7 %	7,7 %
náklady vlastního kapitálu	7,1 %	7,4 %	6,8 %	7,7 %	8,5 %	8,6 %
váha dluhu	7,1 %	10,5 %	13,0 %	15,9 %	17,2 %	17,2 %
náklady dluhu (po dani)	1,1 %	1,5 %	1,1 %	1,8 %	2,2 %	2,4 %
WACC (vážené náklady kapitálu)	6,7 %	6,8 %	6,0 %	6,7 %	7,4 %	7,5 %

ocenění modelem DCF (mld.Kč)	2017	2018	2019	2020	2021
provozní zisk	7,0	7,0	7,2	7,3	7,5
- daně	-1,7	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
NOPLAT	5,4	5,5	5,6	6,0	6,2
+ odpisy	3,5	3,5	3,5	3,4	3,3
- kapitálové investice	-4,0	-3,0	-2,7	-2,7	-2,3
+/- změna pracovního kapitálu	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
FCFF (volný cash flow)	5,1	5,9	6,3	6,6	7,1
současná hodnota cash flow do r. 2021	26,6				
současná hodnota cash flow po r. 2021	71,1				
čistý dluh	7,6				
odhad hodnoty vlastního kapitálu	90,1				
počet akcií (mil.)	304,5				
fair value z DCF modelu (Kč na akcii)	296				

ocenění modelem DDM (mld. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021
dividenda ze zisku roku (Kč na akcii)	21,0	21,0	22,0	22,0	22,0
celková distribuce	6,2	6,1	6,3	6,3	6,3
současná hodnota distribuce do r. 2021	25,9				
Současná hodnota distribuce po r. 2021	52,0				
odhad hodnoty vlastního kapitálu	77,9				
počet akcií (mil.)	304,5				
fair value z DDM modelu (Kč na akcii)	256				

průměr z DCF a DDM modelu	276
sektorová atraktivita	-5,0 %
atraktivita společnosti	3,0 %
spekulativní potenciál	0,0 %
cílová cena (Kč na akcii)	270

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Oproti naší předchozí cílové ceně jde pouze o kosmetické zvýšení o jedno procento. Za tím stojí kombinace protichůdných faktorů. Na jedné straně cílovou cenu zvyšují nižší diskontní sazby z titulu vyššího odhadovaného podílu dluhu na kapitálové struktuře a nižší bety, na druhé straně nárůstu cílové ceny bránily nižší odhady budoucího volného cash flow a dividendy.

Následující tabulky ukazují citlivost fair value z našich modelů na změnu diskontních sazeb a dlouhodobé míry růstu v našich modelech.

Citlivost fair value v našich modelech

Model DCF					
Vážené náklady kapitálu / míra růstu	-1,0 %	-0,5 %	0,0 %	0,5 %	1,0 %
-100 bb	307	326	347	372	402
-50 bb	286	302	320	341	365
6,7 % / 7,5 % *	266	280	296	314	334
+ 50 bb	249	261	275	290	308
+ 100 bb	234	245	257	270	285

Model DDM					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	-1,0 %	-0,5 %	0,0 %	0,5 %	1,0 %
-100 bb	259	270	283	298	316
-50 bb	247	257	269	282	297
7,8 % / 8,6 % *	237	246	256	267	280
+ 50 bb	227	235	244	254	266
+ 100 bb	218	226	234	243	253

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **Telekomunikační sektor je regulován.** Červnové zrušení roamingových poplatků může mít nepříznivější dopad do hospodaření společnosti, než s kterým v aktuální prognóze počítáme. Operátor bude nadále vystaven tlakům na pokles cen mobilních dat.
- **O2 již nevlastní telekomunikační infrastrukturu, ale musí kupovat služby od CETIN.** O2 má uzavřený sedmiletý kontrakt s pevnou roční cenou. Budoucí zvýšení ceny je sice rizikem pro ziskovost firmy, na současné ocenění akcií by ale mělo mít kvůli delšímu časovému horizontu jen menší vliv.
- **Tlak na ceny na českém telekomunikačním trhu.** Tlak na ceny především v mobilním segmentu může přetrvávat a úspory v nákladech možná nebudou dostatečné na udržení vysokých marží. Budoucí zisky tak mohou být nižší, než v tuto chvíli očekáváme.
- **Konkurence na českém mobilním trhu.** Na trhu se pohybuje mnoho virtuálních operátorů. Operátoři spolupracující s O2 Czech Republic nyní mají na trhu zhruba 60% podíl, což se může v budoucnu zhoršit a mít nepříznivý dopad na zisky společnosti. Je rovněž pravděpodobné, že na trh vstoupí čtvrtý operátor, který bude tlačit na cenu poskytovaných služeb.
- **Vývoj mobilního byznysu na Slovensku** může být méně úspěšný, než očekáváme. Segment možná nevykáže v budoucnu takové zisky, jak nyní předpovídáme, např. kvůli tlakům na snížení cen. Přestože první vlna odlivu zákazníků k novému operátorovi je zřejmě již za námi, jeho snaha prorazit i do segmentu smluvních služeb může přinést další odliv a tlak na ARPU.

- **Výraznější posílení české koruny vůči euru.** V prognóze na horizontu 5 let předpokládáme postupné posilování koruny zhruba o 2 až 3 % v průměru ročně. Rovnovážné úrovně by kurz mohl dosáhnout až v roce 2019 poblíž hranice 24 CZK/EUR. V případě razantnějšího posílení by došlo k vyšším kurzovým ztrátám a horší ziskovosti.
- **Prodej části podílu PPF.** V minulosti se objevily spekulace, že O2 by mohlo hrozit vyřazení z indexů MSCI při pravidelných revizích kvůli nízkému free-floatu. V zájmu většinového vlastníka je aktivní obchodování s akciemi O2 a na jeho podporu by mohl odprodat část svého podílu. Přes zvýšenou nabídku akcií na trhu bychom tento krok vnímali spíše jako pozitivní.

Finanční údaje a poměrové ukazatele

	2016	2017e	2018f	2019f	2020f	2021f
OCENĚNÍ						
P/E (x)	13,8	15,1	14,6	14,3	13,6	13,4
Cena/cash flow (x)	7,9	8,9	9,1	9,0	9,0	9,1
Cena/volný cash flow (x)	16,2	15,9	13,5	12,4	11,9	11,0
Price/book value (x)	4,1	5,4	6,6	7,2	8,2	8,7
P/S (x)	1,9	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0
EV/výnosy (x)	2,0	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4
EV/EBITDA (x)	7,2	8,4	8,3	8,5	8,4	8,5
Dividendový výnos, brutto (%)	6,8	7,8	7,8	7,8	8,1	8,1
Zisk na akcii (CZK)	17,2	18,0	18,5	18,9	19,9	20,2
Hrubá dividendy	16,0	21,0	21,0	21,0	22,0	22,0
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT (mil. CZK)						
Výnosy	37 593	37 642	38 055	38 275	38 888	39 210
EBITDA	10 450	10 501	10 678	10 796	11 137	11 289
Depreciace a amortizace	-3 442	-3 456	-3 468	-3 503	-3 364	-3 269
Provozní výsledek	6 856	7 046	7 210	7 293	7 773	8 020
Čistý úrokový výnos	-111	-137	-238	-238	-416	-557
Vykázaný čistý zisk	5 258	5 405	5 438	5 503	5 739	5 821
PENĚŽNÍ TOKY (mil. CZK)						
EBITDA	10 450	10 501	10 678	10 796	11 137	11 289
Změna pracovního kapitálu	258	326	-85	-52	-59	-52
Jiné provozní CF	380	241	241	241	241	241
Provozní CF	9 192	9 134	8 664	8 797	8 700	8 551
Čisté kapitálové výdaje	-4 501	-4 044	-3 039	-2 674	-2 717	-2 348
Investiční CF	-4 501	-4 044	-3 039	-2 674	-2 717	-2 348
CF z financování	-2 098	-4 337	-5 191	-3 160	-3 817	-5 328
Čistá změna hotovosti	2 593	753	435	2 963	2 165	875
ROZVAHOVÉ POLOŽKY (mil. CZK)						
Celková aktiva	33 306	34 566	34 774	37 122	39 113	39 633
Dlouhodobá aktiva	22 071	23 544	24 017	25 648	27 463	28 398
Z toho nehmotná aktiva	5 556	6 197	6 150	5 994	5 844	5 698
Čistý pracovní kapitál	-1 196	-1 522	-1 437	-1 385	-1 326	-1 274
Vlastní kapitál	17 504	14 958	12 068	11 013	9 536	9 010
Čistá hotovost (záporná čísla = zadlužení)	-2 840	-6 471	-9 899	-12 615	-15 942	-17 430
ZISKOVOST						
ROE (%)	29,3 %	33,3 %	40,2 %	47,7 %	55,9 %	62,8 %
ROA (%)	16,5 %	15,9 %	15,7 %	15,3 %	15,1 %	14,8 %
ROIC (%)	26,2 %	25,5 %	24,6 %	23,7 %	23,0 %	22,1 %
Čistá marže	14,0 %	14,4 %	14,3 %	14,4 %	14,8 %	14,8 %
EBITDA marže (%)	27,8 %	27,9 %	28,1 %	28,2 %	28,6 %	28,8 %
Provozní marže (%)	18,2 %	18,7 %	18,9 %	19,1 %	20,0 %	20,5 %
FINANCOVÁNÍ						
Čistý dluh / vlastní kapitál (x)	0,2	0,4	0,8	1,1	1,7	1,9
Aktiva / vlastní kapitál	1,9	2,3	2,9	3,4	4,1	4,4
Úrokové krytí (x)	76,2	55,3	31,7	32,2	19,2	14,7
Výplatní poměr (%)	73,0 %	98,7 %	94,7 %	91,6 %	95,4 %	90,5 %
DYNAMIKA						
Růst výnosů (%)	0,3 %	0,1 %	1,1 %	0,6 %	1,6 %	0,8 %
Růst EBITDA (%)	3,0 %	0,5 %	1,7 %	1,1 %	3,2 %	1,4 %
Růst provozního zisku (%)	4,0 %	2,8 %	2,3 %	1,2 %	6,6 %	3,2 %
Růst vykázaného čistého zisku (%)	-22,7 %	2,8 %	0,6 %	1,2 %	4,3 %	1,4 %
Růst zisku na akcii (%)	-21,4 %	4,3 %	3,3 %	1,7 %	5,4 %	1,4 %

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

Aktivní analytici



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



Marek Dřimal
(420) 222 008 598
marek_drima@kb.cz



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



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



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

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Hlavní ekonom SG Poland



Jaroslaw Janecki
(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

Aktivní 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



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



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



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



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



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



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



Indie
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 Ciotteau
(33) 1 42 13 72 52
jean-david.ciotteau@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

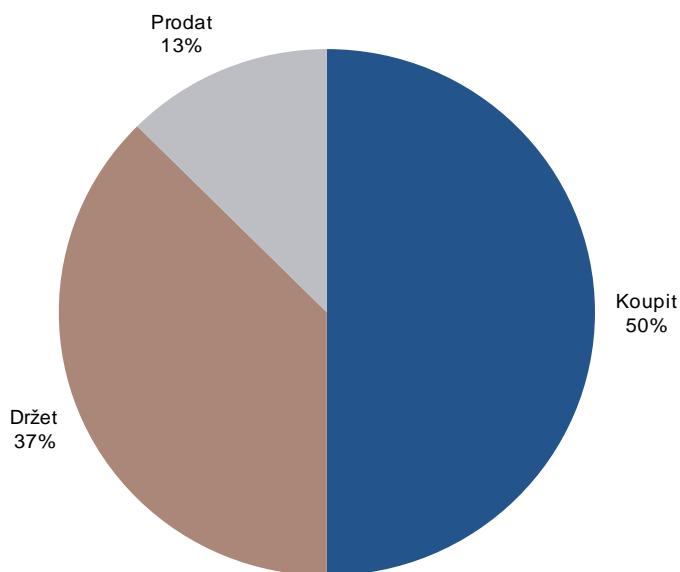
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 premie 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 18. září 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	prodat	koupit	držet	koupit
Cílová cena	CZK 448	CZK 270	USD 5	CZK 17546	CZK 876	EUR 26	CZK 128	CZK 90
Datum	14/9/16	18/9/17	27/7/17	22/8/17	13/9/17	3/3/2017	12/6/17	17/8/17
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)								
Doporučení	koupit	držet	koupit	držet	držet		držet	koupit
Cílová cena	CZK 420	CZK 267	USD 4,2	CZK 13500	CZK 876		CZK 96	CZK 95
Datum	12/2/16	31/1/17	27/4/17	25/5/17	19/4/17		20/5/16	9/6/17
Doporučení		koupit	koupit	koupit	koupit		v revizi	koupit
Cílová cena		CZK 267	USD 3,7	CZK 13500	CZK 863		v revizi	CZK 90
Datum		9/12/16	10/3/17	13/6/16	20/5/16		10/3/16	6/9/16
Doporučení		držet						
Cílová cena		CZK 260						
Datum		22/3/16						
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 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>