

| Akciové trhy |

Akciové výhledy

Klid před bouří, nebo prostor k dalšímu růstu



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 třetím čtvrtletí rušilo narůstající geopolitické napětí.** Přestože makroekonomické podmínky pokračovaly v pozitivním vývoji, atomové harašení Severní Koreje odradilo investory od rizikovějších investic.
- **Po mírné pauze v druhém čtvrtletí pražská burza ve třetím kvartále výrazně přidala.** S více jak 6% růstem tak překonala většinu západoevropských akciových indexů a zdatně držela krok s ostatními středoevropskými parkety.
- **Dva tituly z vedoucí trojice pražského akciového pelotonu z předchozích dvou kvartálů, CME a Fotruna, upadly v nelibost investorů** a jejich místo v čele závodu v třetím kvartále převzala likérka Stock Spirits. Výrazný 36% růst katapultoval její akcie na první místo v žebříčku zisků třetího kvartálu.
- **Letní prázdninová sezóna se podepsala na volatilitě i zobchodovaných objemech pražského parketu.** ČEZ potvrdil svoji pozici nejobchodovanějšího titulu s 30% podílem. Menší emise pokračovaly ve zvýšené aktivitě, když podíl pěti největších titulů klesl z 92 na 85 %.
- SG přijala k finančním trhům opatrnější přístup a vnímá určité obavy ze současného vývoje, kdy za nízké volatility a zvyšujících se spekulací na její pokles dochází k přesunu prostředků do méně likvidních instrumentů, snižují se indexy dostupnosti realitních nemovitostí a ocenění některých finančních aktiv je výrazně vysoké. **Z tohoto důvodu SG snížila ve svém portfoliu expozici vůči akciím a nově radí držet neutrální pozici.** Snížení váhy akcií z 60 % na 50 % bylo způsobeno částečným vybíráním zisků na americkém trhu a výprodejem britských akcií.
- Americké akcie nyní čelí ne příliš časté kombinaci nízké volatility a spekulací na její další pokles, zpomalování růstu ziskovosti a vysokého ocenění. V historii se stalo pouze dvakrát, kdy by cyklicky očištěný P/E byl vyšší, než je jeho aktuální úroveň. **Vzhledem k novým maximům S&P 500 si myslíme, že index má asymetrické rozdělení výnosu a rizika.**
- V krátkodobém horizontu mohou být německé akcie negativně ovlivněny jednáními o vytvoření nové koaliční vlády a jakýkoliv pokles akciového trhu doporučujeme využít k otevření nových dlouhých pozic. **V dlouhodobém období by měl silný makroekonomický obrázek podporovat index DAX.** Navíc se německé akcie pohybují na velmi atraktivních úrovních. SG rovněž doporučuje nákup francouzských akcií, kterým by měla hrát do karet klidnější politická scéna a očekávané reformy.
- **Pro pražskou burzu očekáváme roční růst okolo 10 % s odhadovaným dividendovým výnosem na úrovni 5,6 %.** Mezi nejatraktivnější tituly na pražském parketu řadíme akcie finančních firem. Rovněž doporučujeme nakupovat akcie CME a Philip Morris ČR. Akcie textilky Pegas a sázkařské společnosti Fortuna spějí ke svému konci na pražské burze.

Statistika BCPP

	2012	2013	2014	2015	2016	08/2017
Index PX	1 039	989	947	956	922	1 022
% změna (CZK)	14,0	-4,8	-4,3	1,0	-3,6	10,9
% 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	96 712
Objem obchodů (mil.USD)	12 810	9 461	7 648	6 941	6 687	3 986
Tržní kapitalizace (mil.CZK)	1 093 799	1 074 426	1 018 162	1 011 989	1 020 891	1 149 957
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	438,0	542,0	Koupit	20.IX.17	473,1	392,8
CME	88,4	110,5	Koupit	27.VII.17	110,0	54,1
Erste Bank	941,8	1 067,1	Koupit	3.VIII.17	983,0	663,8
Fortuna	140,0	128,0	Držet	12.VI.17	152,5	85,0
Kofola	411,0	-	-	-	445,9	353,0
Komerční banka	968,2	-	-	-	1 013,0	825,0
Moneta Money Bank	78,0	90,0	Koupit	17.VIII.17	90,8	74,6
O2 CR	270,7	270,0	Držet	18.IX.17	292,6	214,0
Pegas Nonwovens	978,1	876,0	Prodat	13.IX.17	1 027,0	753,1
Philip Morris CR	16 300,0	17 546,0	Koupit	22.VIII.17	16 420,0	12 040,0
Stock Spirits	71,6	-	-	-	73,7	45,1
Unipetrol	338,8	-	-	-	346,0	176,0
VIG	641,0	673,0	Koupit	3.III.17	686,8	470,2

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Přehled společností

Společnost	Poslední cena	Změna 1 měsíc	Změna od začátku roku		Průměrné denní obchody	
	27.IX.17	(%)	CZK	USD	1-8/2017 (mil. CZK)	1-8/2017 (mil. USD)
CEZ	438,0	3,5	1,9	18,5	155,1	7,0
CME	88,4	-3,9	32,7	54,4	4,9	0,2
Erste Bank	941,8	-0,5	28,0	48,8	63,5	2,9
Fortuna	140,0	-6,0	63,2	89,8	5,7	0,3
Kofola	411,0	-1,0	12,0	30,3	0,9	0,0
Komerční banka	968,2	-1,9	9,4	27,2	122,1	5,5
Moneta Money Bank	78,0	1,1	-5,9	9,5	130,2	5,9
O2 CR	270,7	-2,4	5,7	23,0	43,3	2,0
Pegas Nonwovens	978,1	-3,2	27,2	47,9	13,3	0,6
Philip Morris CR	16 300,0	4,5	24,5	44,8	11,4	0,5
Stock Spirits	71,6	10,1	26,8	47,5	1,9	0,1
Unipetrol	338,8	14,8	84,3	114,4	11,1	0,5
VIG	641,0	-3,0	11,4	29,6	12,2	0,6

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

Pražská burza se v Q3 vrátila k růstu

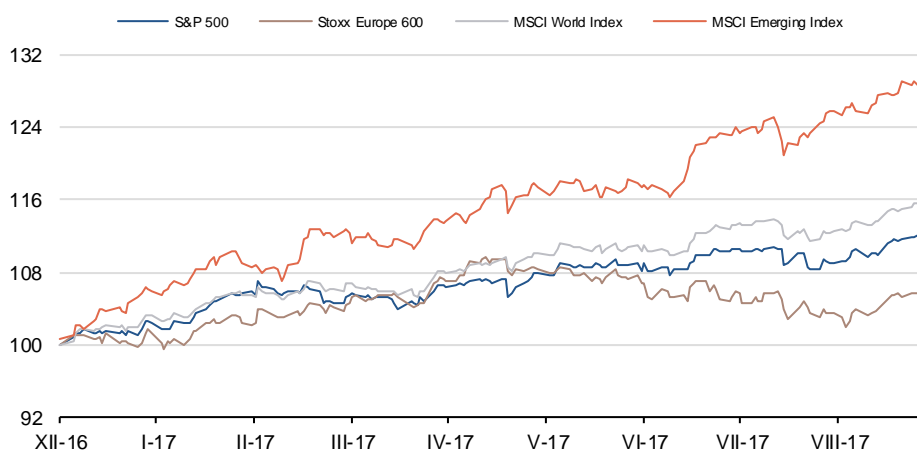
Globální akciový index



Zdroj: Bloomberg; MSCI World index

Na rozdíl od svých evropských a amerických kolegů se pražský parket spolu s ostatními středoevropskými burzami vzepjal k solidnímu růstu. Růstový trend na globálních akciových trzích v třetím čtvrtletí narušilo narůstající geologické napětí. Přestože makroekonomické podmínky pokračovaly v pozitivním vývoji, akciové trhy ve větším rozletu brzdily především politické události. Atomové harašení Severní Koreje, které eskalovalo geopolitické napětí, vystrašilo investory a odradilo je od výraznějších investic do rizikovějších aktiv. Americké akcie tak v polovině srpna po atomových a raketových testech Severní Koreje odepsaly většinu svých zisků ze začátku čtvrtletí. Přestože většinu svých ztrát index S&P 500 následně relativně svižně umazal, jeho čtvrtletní zisk mohl být mnohem vyšší než dosavadní mírná 3 %. Evropské akcie pokračovaly v poklesech z květnových maxim a až do konce srpna postupně oslabovaly. Obrat přinesla až silná makroekonomická data z konce léta, která podpořila index 600 největších evropských akcií Stoxx 600 opět k růstu. Nicméně za celé třetí čtvrtletí index posiluje pouze něco málo přes 1 % a z pohledu celého roku ve srovnání s 11,5 % indexu S&P 500 pouze slabých 6,3 %. Americký Dow Jones od začátku roku zpevněl již o necelých 13 % a technologický Nasdaq dokonce 18 %. Asijské akciové trhy v třetím kvartále rostly rychleji než jejich evropští a američtí kolegové. Většina asijských indexů v třetím kvartále přidává okolo 5 % a 15-20 % od začátku roku. Jednou z mála výjimek je jihokorejský index Kospi, který díky vyhocení vztahů se svým severním sousedem odepisuje půl procenta. Zisky brazilských akcií, které za třetí kvartál posílily o 20 %, výrazně podpořily růst akcií na rozvíjejících se trzích. Index MSCI Emerging si ve třetím kvartále připsal 8 % a za celý rok posílil již o 28 %.

Vývoj hlavních akciových indexů od začátku letošního roku

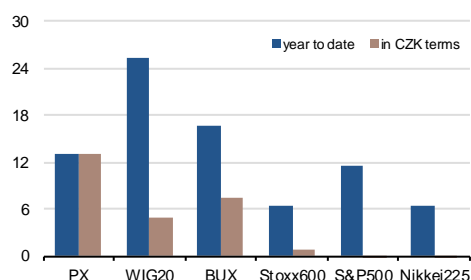


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

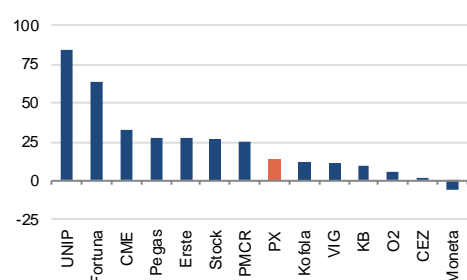
Pražský parket se ve třetím kvartále vrátil k růstu a vylepšil si pozici mezi středoevropskými burzami.

Po mírné pauze v druhém čtvrtletí pražská burza ve třetím kvartále výrazně přidala. S více jak 6% růstem tak překonala většinu západoevropských akciových indexů a zdatně držela krok s ostatními středoevropskými parkety. S výjimkou rumunského trhu, který ve třetím kvartále zatím přešlapuje na místě, se i ostatním středoevropským burzám dařilo a jejich akciové indexy přidávaly kolem 5 %. V celoročním srovnání však index PX za svými regionálními konkurenty zaostává. Polský WIG20 si s 27% ziskem od začátku roku drží přední pozici, následován maďarským indexem BUX, který posílil o 19 %. Rumunský BET díky slabému třetímu kvartálu s 12 % spadl na čtvrté místo i za pražský PX.

Letošní srovnání indexů (%)



Pražské tituly v letošním roce (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Akcie CME a Fortuny upadly v nelibost investorů. Unipetrol pokračuje ve vedení pražského pelotonu.

Situace na čele pelotonu pražského parketu se výrazně obměnila v třetím kvartále. Dva z vedoucích trojice z předchozích dvou kvartálů, CME a Fortuna, upadly v nelibost investorů a jejich místo v čele převzal dlouhodobý propadlík likérka Stock Spirits. Výrazný 36% růst katapultoval její akcie na první místo v žebříčku zisků třetího kvartálu a s 25 % od začátku roku zaujala solidní pozici ve středu pole. Mediální skupina CME, která vládla během prvního pololetí a od začátku roku přinesla akcionářům třetí největší výnos, v třetím kvartále ztrácí přes 5 %. Navíc na trhu kolují spekulace, že vlastník CME, americká Time Warner, zvažuje prodej hlavních aktiv, televizí v České republice a Rumunsku, což by de facto znamenalo likvidaci společnosti. Sázkarská skupina Fortuna je druhým propadlíkem třetího čtvrtletí. Po výrazných ziscích z prvního pololetí, podpořených silným růstem přijatých sázek, významnými akvizicemi a nabídkou na odkup majoritním vlastníkem, přidaly akcie ve třetím kvartále pouze do jednoho procenta. Nicméně s výnosem 63 % od začátku roku Fortuna stále zůstává druhým nejvýnosnějším titulem letošního roku. Akcie Unipetrolu v třetím kvartále pokračovaly v letošních solidních výkonech a s 21% růstem je společnost pevně usazena na vedoucím místě celoročních výsledků s +85 %. Akcie společnosti těžily z přetrvávajícího příznivého vývoje v odvětví a obnovené produkce ve svých závodech.

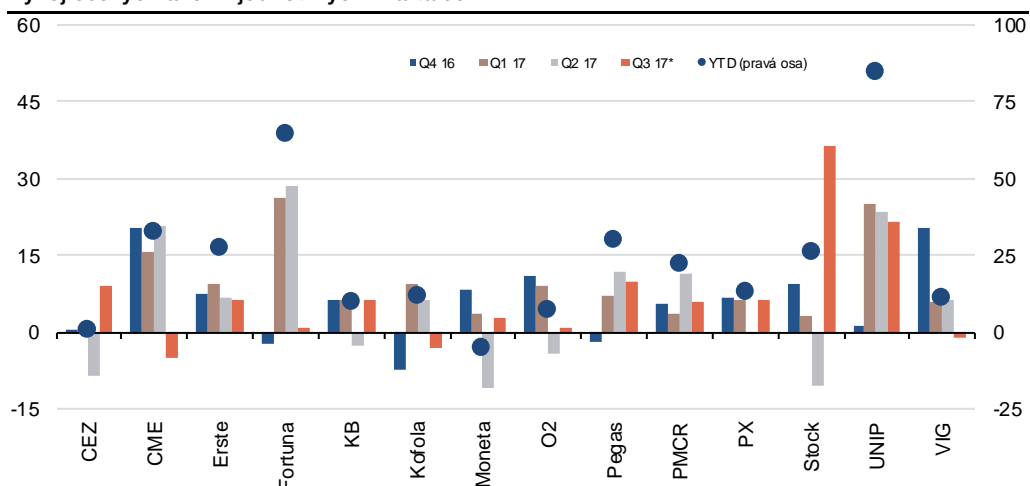
Akcie ČEZ se ve třetím kvartále vrátily k růstu a bankovní sektor zlepšil svoji výkonnost.

Mezi velkými emisemi se v třetím kvartále nejlépe dařilo akciím ČEZ, které k růstu o 9 % probudily zvyšující se ceny elektřiny. Nicméně to zatím stačilo pouze k umazání předchozích ztrát, a tak se akcie společnosti obchodují v okolí kurzu z počátku roku. Bankovní sektor, který představuje největší část pražského parketu, zlepšil svůj výkon, když se akcie Monety a Komerční banky po zadrhnutí z minulého čtvrtletí vrátily k růstu. Akcie třetí banky Erste Group pokračovaly v solidních výkonech a připsaly si dalších 6,4 %. Textilka Pegas navázala na zisky z předchozích kvartálů a v třetím čtvrtletí přidává dalších 10 %. S 30% ziskem od začátku roku tak na pražském parketu zaujímá pěkné čtvrté místo. Cena akcií byla v tomto čtvrtletí výrazně podpořena nabídkou na odkup od privátního fondu R2G, který nabídl 1010 CZK za akcii, což v době nabídky představovalo přibližně 15% prémii.

CME, Kofola a VIG propadlíky třetího kvartálu.

Třetí čtvrtletí nezažilo žádné výrazné propady. Akcie nápojářské skupiny Kofola nenavázaly na zisky z prvního pololetí a přidaly se k CME s 3% ztrátou. Třetím propadlíkem pak jsou akcie pojišťovací skupiny VIG, které za třetí čtvrtletí odepsaly do 1 %.

Vývoj českých akcií v jednotlivých kvartálech



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

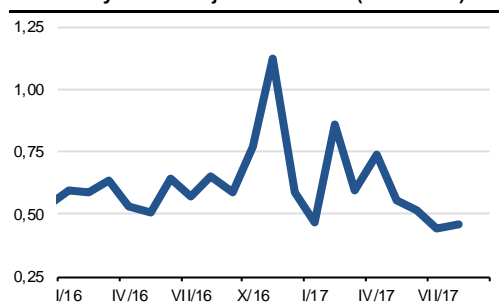
ČEZ, KB a Moneta zůstávají nejobchodovanějšími tituly na pražské burze.

Letní prázdninová sezóna se podepsala na volatilitě i zobchodovaných objemech pražského parketu.

Při absenci primárních i sekundárních úpisů denní zobchodované objemy klesly pod roční průměr 600 mil. CZK. ČEZ potvrdil svoji pozici nejobchodovanějšího titulu s 30% podílem. Menší emise pokračovaly ve zvýšené aktivitě, když podíl pěti největších titulů klesl z 92 na 85 %. Moneta neudržela druhou pozici a s 20% podílem klesla těsně za akcie

Komerční banky s 21 %. Třetí banka, Erste Group, dosáhla 11 %. Pětici nejžádanějších pak tradičně doplnila společnost O2 Czech Republic se 4 %. Přestože pět dominantních emisí stále představuje valnou většinu zobchodovaného objemu, snížení podílu z 92 na 85 % indikuje zvýšenou aktivitu menších emisí. Výrazný nárůst objemů zaznamenaly akcie Pegasu a Fortuny díky nabídkám odkupu akcií a CME, o které kolují zprávy, že rozprodá svá hlavní aktiva v ČR a Rumunsku. Podíl hlavních emisí však může v brzké budoucnosti opět vzrůst vzhledem k potenciálnímu odchodu právě těchto tří společností z burzy.

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 prosinci

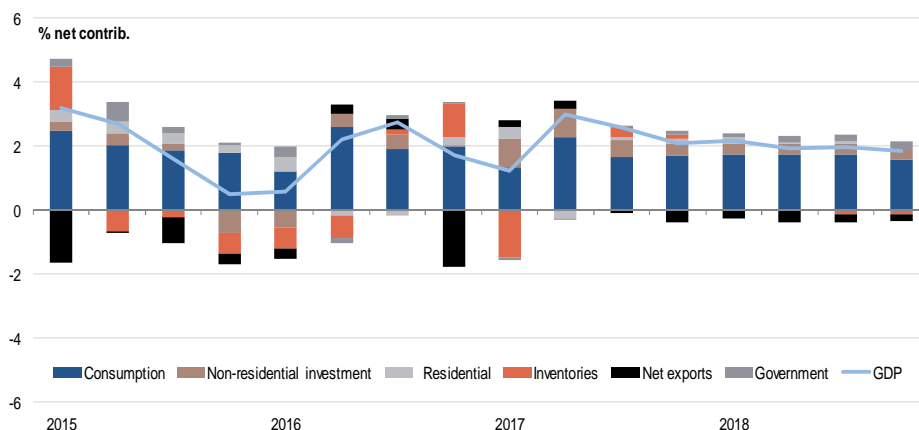
Daňové škrty prodlouží současnou expanzi o jeden rok.

Ve druhém čtvrtletí letošního roku ekonomika Spojených států přidala 3,0 % q/q anualizovaně. Přispěla k tomu především spotřeba domácností, která zřejmě zůstane hlavním tahounem americké ekonomiky i do budoucna. Nasvědčuje tomu utužená situace na trhu na práce, ačkoli mzdový růst zůstává utlumený. Více by letos měly přispět i firemní investice, kdy oživení je patrné především v oblasti energetického sektoru. Čisté exporty budou v letošním i příštím roce naopak hospodářský růst mírně brzdit. V letošním roce podle ekonomů SG stoupne americký HDP o 2,1 % po loňských 1,5 %. Podobným tempem by ekonomika měla přidat i v roce 2018. Tyto odhady jsou však založeny na předpokladu, že se Donaldu Trumpovi podaří prosadit daňovou reformu. Její schválení by mělo pomoci americké ekonomice prodloužit současnou etapu hospodářského růstu o jeden rok, tedy do poloviny roku 2019. Současná expanze by tak byla nejdelší v celé historii USA (její začátek spadá do poloviny roku 2009).

Další zvýšení sazeb ještě před koncem letošního roku.

Americká centrální banka (Fed) ponechala v září úrokové sazby beze změny (na úrovni 1,0-1,25 %). Oznámila však své plány ohledně snižování bilanční sumy. S platností od října začne reinvestovat splatné dluhopisy, které drží ve svém portfoliu, ve stále menším objemu. Od října budou objemy reinvestic nižší o 10 mld. USD. To by mělo úroky na delším konci výnosové křivky tlačit postupně směrem nahoru. Zároveň Fed zveřejnil i svoji novou prognózu. Odhad letošního růstu HDP byl centrálními bankéři vylepšen na 2,4 % z původních 2,2 % a to i navzdory nedávným hurikánům. Pro rok 2018 byl ponechán očekávaný růst o 2,1 %. Pozitivně vyzněl i inflační výhled. Jádrový deflátor osobní spotřeby, preferovaný inflační indikátor Fedu, byl pro příští rok revidován pouze mírně (ze 2,0 % na 1,9 %). Změny nedoznal ani medián úrokových sazeb, který v letošním roce počítá ještě s jedním zvýšením úrokových sazeb, příští rok pak s trojím. To je i v souladu s naší prognózou, kdy předpokládáme, že k dalšímu zvýšení sazeb Fed přistoupí na konci letošního roku.

USA: růst táhne spotřeba domácností



Zdroj: Datastream, SG Cross Asset Research/Economics

Eurozóna: růst HDP revidován směrem nahoru

V letech 2018-2019 růst eurozóny zpomalí.

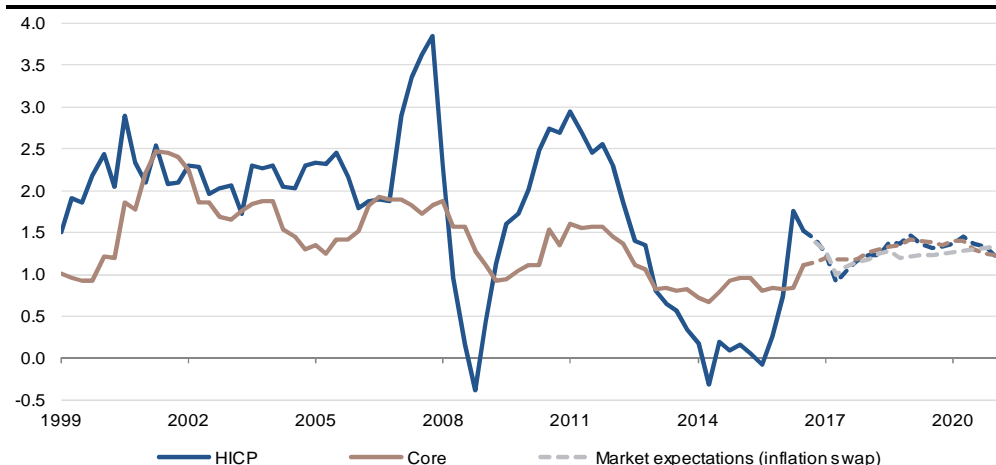
Růst HDP eurozóny pro letošní rok zvýšili ekonomové SG z původních 1,8 % na 2,2 %. Hlavním důvodem byla revize údajů za Q3 16 – Q1 17, ale i lepší než očekávaná výkonnost německé ekonomiky v Q1 17. Růst HDP v eurozóně zůstává tažen domácí poptávkou. I navzdory nedávnému posílení kurzu eura ekonomika benefituje z oživené světové poptávky. To by se mělo odrazit v pozitivním příspěvku čistých exportů k růstu HDP. Významným

příspěvatelem k HDP zůstávají i investice. V letech 2018-2019 hospodářský růst mírně zpomalí s tím, jak bude ECB postupně opouštět program QE, projeví se důsledky Brexitu a v H2 19 začne recese ve Spojených státech. Omezování nákupů aktiv bude také vytvářet na ekonomiky eurozóny větší tlak, aby pokračovaly ve strukturálních reformách.

První zvýšení úrokových sazeb v březnu 2019.

Ekonomové SG očekávají, že ECB v říjnu oznámí rozhodnutí prodloužit program QE o šest měsíců (do června 2018) a zároveň sníží jeho objem na 40 mld. EUR měsíčně (s platností od ledna 2018). V březnu prodlouží program o další tři měsíce (do září 2018), nakupovat bude však už jen 30 mld. EUR měsíčně. V červnu 2018 zredukuje ECB podle ekonomů SG program na 20 mld. EUR a v tomto objemu bude dluhopisy nakupovat od září 2018 do konce roku 2018. V září 2018 pak oznámí s počátkem roku snížení nákupů na 10 mld. EUR s tím, že celý program bude ukončen v březnu 2019. Důvodem, proč očekáváme postupné omezování nákupů aktiv, je solidní ekonomický růst, který by se měl nakonec projevit i v růstu mezd a přelít se do vyšší inflace. Ke zvýšení úrokových sazeb přistoupí ECB podle našeho názoru v březnu 2019 a poté v červnu 2019.

Eurozóna: inflace zůstává pro ECB stále výzvou



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

Čína: příští rok růst ekonomiky zpomalí

Kongres komunistické strany ukáže, jak to vláda myslí s reformami.

Odhad čínského HDP jsme díky solidnímu růstu zahraniční poptávky revidovali směrem nahoru z původních 6,6 % na 6,8 %. Úvěrová aktivita a prodeje nemovitostí zaznamenaly v první polovině roku pouze mírné zpomalení, což slibuje stabilní hospodářský růst po zbytek letošního roku. Příští rok však očekáváme, že růst čínské ekonomiky zpomalí. Devatenáctý kongres komunistické strany, který proběhne v polovině října, zřejmě vyústí v kampaň za snížení zadluženosti. Na nemovitostním trhu se navíc od Q4 17 začne projevovat vliv restriktivních opatření a vyšších úrokových sazeb. To se odrazí ve zpomalení růstu HDP v roce 2018 na 6,2 %, v roce 2019 pak na 5,4 %. Z tohoto úhlu pohledu by bylo dobrým signálem, pokud by nadcházející kongres komunistické strany schválil střednědobý růstový cíl HDP pod úrovní 6,5 %. Znamenalo by to, že vláda chce plánované ekonomické reformy urychlit. Díky solidnímu hospodářskému růstu, slabšímu dolaru a efektivní kontrole kapitálu je čínský RMB stabilní. Pokud však čínská ekonomika v příštím roce zpomalí, může se měnový kurz dostat opět pod tlak. Měnová politika centrální banky bude podle ekonomů SG neutrální.

Japonsko: solidní růst bude pokračovat

Ekonomiku táhne domácí poptávka.

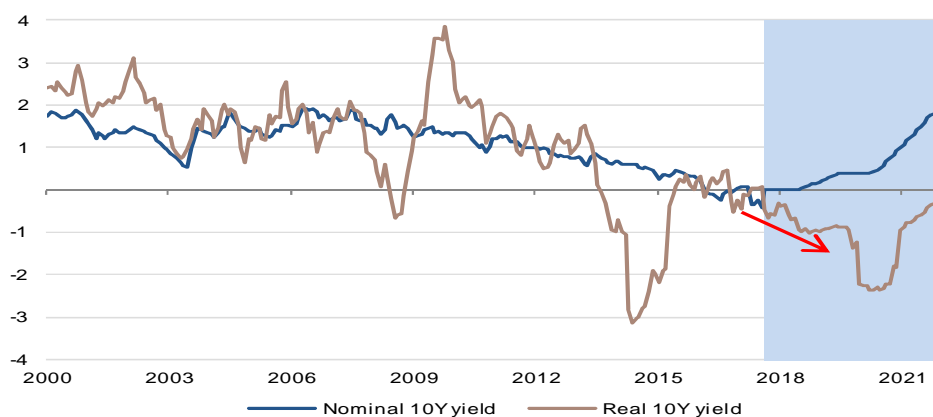
Japonská ekonomika by si měla v letošním roce polepšit o silných 1,5 %. Růst HDP se již třetí rok drží nad tempem potenciálního produktu (1,0 %) a ne jinak tomu bude v roce 2018. Příští rok by japonská ekonomika měla přidat 1,2 %. Hlavní zdroje hospodářského růstu se

přesouvají od zahraničních k domácím. Situace na trhu práce je utažená, což se promítá do růstu mezd a mělo by se stále více odrážet ve vyšší spotřebě domácností. Nedostatek pracovní síly navíc nutí korporace investovat do kapitálu a zvyšovat tak nebo alespoň udržovat vlastní profitabilitu a produktivitu. Oživení světové ekonomiky společně se slabším JPY by pak mělo stimulovat korporátní aktivitu. Investice porostou i díky přípravě na olympijské hry v Tokiu v roce 2020. Růst domácí ekonomiky už navíc nebrzdí ani fiskální politika. Rizikem zůstává plánované zvýšení spotřební daně v říjnu 2019.

Cíl týkající se dlouhodobých výnosů BoJ zvýší v H2 18.

Aby japonská centrální banka (BoJ) dosáhla 2% inflačního cíle, bude pokračovat v kontrole výnosů 10letých státních dluhopisů. To by mělo pomoci udržet JPY na slabších úrovních. Cíl týkající se dlouhodobých výnosů BoJ pravděpodobně zvýší v H2 18. Nutnou podmínkou však bude, aby jádrová inflace překročila 1 % y/y, kurz JPY se pohyboval nad 120 JPY/USD a rizika byla hodnocena jako neutrální. Růst cíle pro dlouhodobé výnosy bude zvyšován pouze postupně. Inflace by měla v polovině roku 2018 dosáhnout 1 %. Inflačního cíle však podle ekonomů SG nebude dosaženo dříve než v roce 2021.

Reálné výnosy japonských dluhopisů půjdou hluboko do záporu



Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics

Jana Steckerová
+420 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

Výhled pro akciové trhy

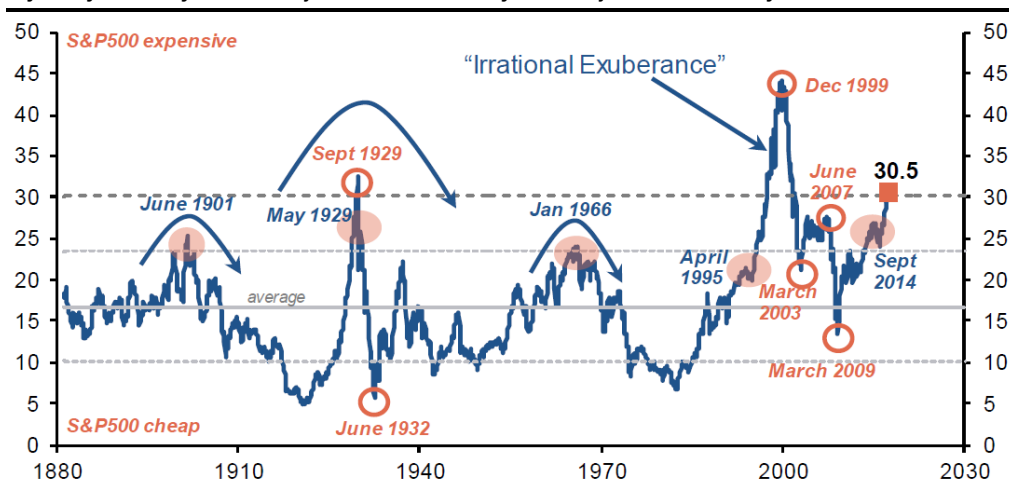
Société Générale snížila váhu akcií ve svém globálním portfoliu z 60 % na 50 % a nově drží neutrální doporučení.

Náš výhled pro akciové trhy je založen na předpovědích Société Générale (analýza *Multi Asset Portfolio – Beware of complacency: reduce risk* zveřejněná 14. září, 8:22 CET a *The Big Picture – The Transalpine switch: from Italy to Germany* z 13. září, 7:13 CET). SG přijala k finančním trhům opatrnější přístup a vnímá určité obavy ze současného vývoje, kdy za nízké volatility a zvyšujících se spekulací na její pokles dochází k přesunu prostředků do méně likvidních instrumentů, snižují se indexy dostupnosti realitních nemovitostí a ocenění některých finančních aktiv je výrazně vysoké. Z tohoto důvodu **Société Générale snížila ve svém portfoliu expozici vůči akciím a nově radí držet neutrální pozici**. Snížení váhy akcií z 60 % na 50 % bylo způsobeno částečným vybíráním zisků na americkém trhu a výprodejem britských akcií. Zároveň i mírně snížili expozici vůči korporátním dluhopisům, a to o 3 pb na 7 % (doporučení *Podvázat*). Na druhou stranu SG zvýšila váhu státních dluhopisů o 5 pb na 18 % s vyšším podílem amerických cenných papírů. Doporučení pro ně drží neutrální. Více jak dvojnásobnou váhu na úrovni 15 % má nyní v portfoliu i hotovost (předtím 7 %), stále s doporučením *Podvázat*.

Prostor pro růst amerických akcií považujeme za velmi omezený.

Americké akcie nyní čelí ne příliš časté kombinaci nízké volatility a spekulací na její další pokles, zpomalování růstu ziskovosti a vysokého ocenění. V historii se stalo pouze dvakrát, kdy by cyklicky očištěný P/E byl vyšší, než je jeho aktuální úroveň, a to v roce 1929 a před prasknutím technologické bubliny. Americké akcie nyní kalkulují s velkou částí slibů Donalda Trumpa, jakými jsou snížení daní, repatriace zisků zpět do USA, deregulace nebo investiční plány. Na druhou stranu dluhopisový trh kalkuluje pouze s 1% pravděpodobností, že do konce příštího roku přijde čtvero zvýšení úrokových sazeb, jak naznačuje medián předpovědí jednotlivých centrálních bankéřů. **Přehodnocení těchto očekávání trhem povede k nárůstu dluhopisových výnosů, což by dle SG mohlo být pro americké akcie těžko stravitelné.** Vzhledem k novým maximům S&P 500 si myslíme, že index má asymetrické rozdělení výnosu a rizika.

Cyklicky očištěný P/E ukazuje ocenění amerických akcií jako extrémně vysoké



Zdroj: SG Cross Asset Research/Global Asset Allocation ; Multi Asset Portfolio – Beware of complacency: reduce risk zveřejněná 14. září, 8:22 CET

Italské akcie překonaly svými zisky své evropské protějšky.

Zrychlující ekonomický růst, zvyšující se inflační očekávání a fiskální impulsy podporovaly letos evropské akciové indexy v růstu. Příznivé makroekonomické prostředí by mělo nadále přetrvávat, nicméně lepší ekonomické podmínky se projevují i na posilování eura, což je hlavní brzdou pro akcie eurozóny. SG v minulosti doporučovala nakupovat italské akcie. **Jejich index FTSEMIB letos vzrostl o zhruba 17 %, třikrát více než jiné hlavní evropské benchmarky.** Italské akcie se zároveň obchodují s nejnižším diskontem proti evropskému

indexu MSCI od roku 2010. V zemi nelze vyloučit předčasné volby, které by vedly k opětovnému nárůstu rizikové averze. Na základě toho SG snížila expozici vůči italskému trhu.

Německé a francouzské akcie patří mezi nejvíce preferované evropské tituly.

V krátkodobém horizontu mohou být německé akcie negativně ovlivněny jednáními o vytvoření nové koaliční vlády a jakýkoliv pokles akciového trhu doporučujeme využít k otevření nových dlouhých pozic. **V dlouhodobém období by měl silný makroekonomický obrázek podporovat index DAX.** Navíc se německé akcie pohybují na velmi atraktivních úrovních, tj. obchodují se s 12% diskontem oproti ostatním evropským akciím, zatímco průměr za posledních 30 let ukazuje na 7% prémii. Proto se nám líbí akcie především německých firem zaměřujících se na spotřebitelské zboží, které by mohly být podpořeny i nižšími daněmi z příjmu fyzických osob. SG rovněž doporučuje nákup francouzských akcií, kterým by měla hrát do karet klidnější politická scéna a očekávané reformy. 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.

Držíme nadále pozitivní očekávání na asijský region.

Náš pozitivní výhled pro asijské trhy je podpořen třemi hlavními pilíři: atraktivní ocenění, růst ziskovosti a vysoká likvidita. Reformy čínských státem vlastněných podniků jdou správným směrem a pro trhy se jedná o příznivé signály. Stabilizace CNY a silná výsledková sezóna v současnosti podporují akciové trhy. Rostoucí napětí na korejském poloostrově je brzdou pro jihokorejské akcie a rovněž očekáváme určitou korekci u indických akcií kvůli nepřesvědčivým výsledkům hospodaření a vysokému ocenění. Od japonských akcií očekáváme růst v řádu nižších jednotek procent. Přes překvapivě vysoký růst ekonomiky a silnou výsledkovou sezónu je zapotřebí mít na zřeteli korelaci akciového indexu s vývojem kurzu japonského jenu. Jeho případné posílení by se negativně projevilo na vývoji japonských indexů.

Příznivý obrázek pro rozvíjející se trhy.

Očekáváme pokračující příznivý vývoj aktiv rozvíjejících se trhů v kontextu mírného zpříšňování měnové politiky v USA, pozvolného zpomalování čínské ekonomiky a příznivých ekonomických fundamentů jednotlivých zemí. Politické či geopolitické události mohou být zdrojem zvýšené volatility, ale celkově si myslíme, že ocenění zůstává nadále atraktivní, přestože ne tak jako před rokem.

Cíle SG a KB pro akciové indexy

Index	Aktuálně 27.09.	XII.17 odhad	III.18 odhad	VI.18 odhad	IX.18 odhad	XII.18 odhad	změna 1 rok (%)
S&P 500 (USA)	2 497	2 450	2 475	2 500	2 500	2 500	0,1
DJ Stoxx 600 (Evropa)	384	385	390	400	405	410	5,5
FTSE 100 (V. Británie)	7 286	7 500	7 600	7 700	7 800	8 000	7,1
CAC 40 (Francie)	5 269	5 300	5 500	5 600	5 700	5 300	8,2
DAX 30 (Německo)	12 605	12 900	13 100	13 200	13 300	13 500	5,5
FTSE MIB (Itálie)	22 431	22 500	23 000	23 000	23 500	24 000	4,8
IBEX 35 (Španělsko)	10 190	10 300	10 400	10 600	10 800	11 000	6,0
Nikkei 225 (Japonsko)	20 253	19 800	20 200	20 500	20 800	19 800	2,7
HSCEI (Čína)	11 044	11 600	12 000	12 200	12 300	12 800	11,4
Hang Seng (Hongkong)	27 615	28 500	29 800	30 000	30 500	31 000	10,4
KOSPI (Jižní Korea)	2 374	2 350	2 430	2 450	2 550	2 650	7,4
SENSEX (Indie)	31 488	31 700	31 800	32 800	35 000	36 800	11,2
PX (KB/SG, tržní ceny)	1 043	1 080	1 120	1 120	1 150	1 242	10,3
PX (KB/SG, konsensus)	1 043	1 080	1 120	1 110	1 150	1 242	10,3

Zdroj: SG Cross Asset Research (Multi Asset Portfolio z 14. září 2017, 8:22 CET); Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

SG přidala mezi preferovaná odvětví farmaceutický a mediální sektor.

Silný hospodářský růst v EMU, pokles nezaměstnanosti a rostoucí mzdy by měly podporovat především spotřebitelská a 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 očekávané rostoucí poptávky po ropě

s dopadem na růst její ceny v druhé polovině roku rovněž preferujeme sektor **ropa a plyn**. Nově také doporučujeme nadvážít farmaceutický a mediální sektor.

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 našim doporučením *Podvázat* pro sektor **prodejců zbytného zboží**.

Náš výhled pro český akciový trh je pozitivní.

Pražská burza by mohla v ročním horizontu růst dvouciferným tempem. Používáme přístup na základě ocenění jednotlivých firem, protože index PX se skládá z pouhých 13 akciových titulů, přičemž pět největších z nich mají dohromady zhruba 80% 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 okolo 10 % (viz tabulka výše) s odhadovaným dividendovým výnosem na úrovni 5,6 %.

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 27 %, respektive 10 %. Akcie **Erste Group Bank** pokrývají s doporučením *Koupit* kolegové z SG a předpovídají celkový výnos pro akcionáře 17 %. Evropský bankovní sektor by měl těžit z příznivých makroekonomických podmínek, silné spotřeby domácností a investiční aktivity. České banky jsou navíc velmi dobře kapitalizované. Akcie pojišťoven by pak měly podpořit 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 tržím s reklamou v regionu střední a východní Evropy. **Doporučujeme také kupovat akcie tabákového producenta Philip Morris Česká republika**, jehož akcie podporují příznivé hospodářské výsledky a vyšší využití výrobních kapacit. Doporučením *Držet* aktuálně ohodnocujeme akcie sázkařské společnosti Fortuna, *Prodat* držíme pro akcie textilky Pegas. Oba dva tyto tituly pravděpodobně budou v blízké budoucnosti staženy z burzy.

Miroslav Frayer
+420 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz

Očekávané korporátní události v nadcházejících měsících

Datum	Společnost	Událost
11. říjen	Pegas Nonwovens	Poslední obchodní den s nárokem na dividendu
19. říjen	Unipetrol	Výsledky hospodaření za Q3 2017
24. říjen	O2 Czech Republic	Výsledky hospodaření za Q3 2017
26. říjen	Pegas Nonwovens	Výplatní den pro dividendu
26. říjen	Moneta Money Bank	Mimořádná valná hromada akcionářů
3. listopad	Erste Group	Výsledky hospodaření za Q3 2017
3. listopad	Komerční banka	Výsledky hospodaření za Q3 2017
6. listopad	Kofola ČeskoSlovensko	Výsledky hospodaření za Q3 2017
7. listopad	ČEZ	Výsledky hospodaření za Q3 2017
9. listopad	Moneta Money Bank	Výsledky hospodaření za Q3 2017
9. listopad	Fortuna Entertainment Group	Výsledky hospodaření za Q3 2017
13. listopad	MSCI	Oznámení rebalance indexů MSCI
16. listopad	Pegas Nonwovens	Výsledky hospodaření za Q3 2017
29. listopad	Vienna Insurance Group	Výsledky hospodaření za Q3 2017
1. prosinec	MSCI	Platnost nové rebalance indexů MSCI

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

Ceny elektřiny, uhlí a CO2 rostou; doporučujeme koupit s cílovou cenou 542 CZK

Koupit

Cena 27.09.17	438 CZK
12m cíl	542 CZK
Pot. růst ceny	23,7 %
Dividenda	35 CZK
Celkový výnos	31,7 %

Sektorové doporučení
Snížit váhu

Typ investice

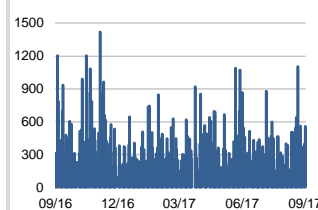
Expozice vůči cenám komodit	✓
Vysoký dividendový výnos	✓

Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC CEZsp.PR	Bloom CEZ CP
52týdenní rozmezí	392,8 - 473,1
Tržní kap. (mld. CZK)	235,6
Tržní kap. (mld. EUR)	9,1
Volné obchod. (%)	30
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	3,5 8,4 3,1
Relativně k PX	3,0 1,5 -14,4

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

<http://bit.ly/CEZana17><http://bit.ly/CEZ2Q17>

Investiční doporučení: Hlavními argumenty pro změnu našeho doporučení na *Koupit* a zvýšení cílové ceny na 542 CZK za akcii bylo zlepšující se využití jaderných zdrojů společnosti, růst cen silové elektřiny podpořený vyššími cenami uhlí a odlepení emisních povolenek CO2 od 5 EUR/t. V dlouhodobém horizontu pak vidíme potenciál pro růst cen díky snižování výrobních kapacit konvenčních zdrojů v Německu po 2020. V krátkodobém horizontu jsou pak hospodářské výsledky společnosti podporovány výraznými jednorázovými vlivy, které částečně kompenzují propad EBITDA. Jednorázové prodeje majetku a finančních aktiv (více zde http://bit.ly/CEZ_MOL) umožnily managementu společnosti zvýšit odhad čistého zisku pro letošní rok na 19 mld. CZK. Akcie společnosti jsou podle nás vůči ostatním evropským utilitám mírně podhodnocené. V kombinaci se zvýšením výplatního poměru na 100 % čistého zisku budou podle nás akcie ČEZ pokračovat v atraktivním dividendovém výnosu. Proti růstu cílové ceny působilo zvýšení vážených nákladů na kapitál, které vzrostly z 5,5 % na 5,8 % především díky nárůstu bezrizikové sazby a mírnému zvýšení nákladů dluhu (celá analýza <http://bit.ly/CEZana17>).

Výhled pro 2017: Společnost mírně (o 1 mld. CZK) zvýšila celoroční odhad EBITDA na 53 mld. CZK a výhled čistého zisku o 2 mld. CZK na 19 mld. CZK. Zvýšení výhledu celoroční EBITDA podle nás reflektuje očekávání vyššího využití jaderných zdrojů v druhém pololetí. Podle plánu odstávek by především ve čtvrtém kvartále měly obě jaderné elektrárny vyrábět na víceméně plný výkon. Vyšší nasazení jaderných zdrojů však bude kompenzovat negativní vliv poklesu průměrných nasmlouvaných cen elektřiny pouze částečně, a tak pro rok 2017 očekáváme další snížení EBITDA. Společnost oznámila zvýšení odhadu zisku pro rok 2017 na 19 mld. CZK poté, co čistý zisk za první pololetí dosáhl díky jednorázovým příjmům 17 mld. CZK, což byl původní výhled společnosti na celý rok. Při 100% výplatě upraveného čistého zisku by se pak mohla dividendy za rok 2017 vyšplhat nad 35 CZK na akcii.

Odhad letošních výsledků ČEZ

mld. Kč	H2 16	H2 17e	změna	2016	2017e	změna
Tržby	104,80	101,96	-3 %	203,70	202,86	0 %
EBITDA	25,00	23,40	-6 %	58,10	54,70	-6 %
Provozní zisk	8,10	4,94	-39 %	26,10	22,14	-15 %
Čistý zisk	0,80	2,99	273 %	14,60	19,69	35 %
Upravený čistý zisk	4,80	2,83	-41 %	19,60	19,83	1 %

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výsledky Q2 17: Výsledky za druhé čtvrtletí naplnily očekávání mírně rostoucích tržeb a poklesu EBITDA o 6 %. Výrazný nárůst čistého zisku na 8 mld. CZK přinesly především jednorázové výnosy z prodeje akcií MOL a bytového fondu v pražské Písnici (celý komentář k výsledkům Q2 17 zde <http://bit.ly/CEZ2Q17>).

Hlavní rizika: Pokles cen silové elektřiny, výrobní problémy především na jaderných zdrojích, vyšší než očekávané investice, méně štedrá dividendová politika.

Očekávané události: Výsledky hospodaření za Q3 17 budou zveřejněny 7. listopadu.



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

| Média |

CME

Výrazné snížení zadluženosti a posilující ziskovost; zvýšili jsme 12m cíl na 5 USD

Koupit

Cena 27.09.17	4,1 USD 88,4 CZK
12m cíl	5,0 USD 110,5 CZK
Pot. růst ceny	23,5 %
Dividenda	0,0 USD 0,0 CZK
Celkový výnos	23,5 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

Cyklické odvětví

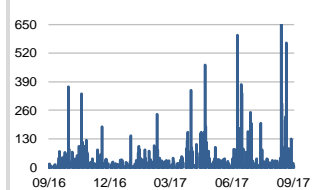


Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC CETVsp.PR	Bloom CETV CP
52týdenní rozmezí	54,1 - 110
Tržní kap. (mld. CZK)	12,8
Tržní kap. (mil. USD)	587
Volné obchod. (%)	44
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	-3,9 -9,0 59,7
Relativně k PX	-4,5 -14,8 32,7

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/CME_TP5<http://bit.ly/CME2Q17>

Investiční doporučení: Výsledky společnosti za druhé čtvrtletí předčily v ziskovosti očekávání trhu (komentář k výsledkům za Q2 17 zde <http://bit.ly/CMEq217>). Management potvrdil, že prostředky z nedávno dohodnutého prodeje chorvatských a slovinských aktivit, které by měly dosáhnout 230 mil. EUR, využije k umoření dluhu splatného v příštím roce. Dojde tak ke snížení zadlužení pod úroveň 5násobku ukazatele čistý dluh/EBITDA a úroková míra klesne ze současných 7,25 % na 4,5 %. Úspora úrokových nákladů, která by podle managementu mohla dosáhnout až 30 mil. USD ročně, tak více než vykompenzuje negativní dopad prodeje na OIBDA, který odhadujeme pod 20 mil. USD za rok (za první pololetí letošního roku obě země vygenerovaly necelých 11 mil. USD OIBDA). V kombinaci s posilujícími hospodářskými výsledky by se zadluženost společnosti mohla v horizontu 3 let přiblížit k průměru mediálního sektoru a klesnout pod 2násobek ukazatele čistý dluh/EBITDA. Solidní tvorba cash flow a rychle klesající zadlužení by pak mohly v horizontu tří let poskytnout prostor pro zahájení výplaty dividend. Po zohlednění dopadů v našich modelech jsme zvýšili cílovou cenu akcií společnosti na 5 USD.

Výhled na 2017: Přestože společnost neočekává opakování silných nárůstů z loňského roku, který byl pozitivně ovlivněn konáním evropského šampionátu ve fotbale, předpokládá ve svém výhledu růst OIBDA o 13 až 17 %. Hlavními růstovými regiony zůstává Rumunsko a Česká republika. Výsledky druhého čtvrtletí potvrdily, že pokračující růst výnosů z předplatného a poplatků na Slovensku převáží nad poklesem výnosů z reklamy, způsobeným přechodem na výhradně placené distribuční kanály. Posilování ziskovosti celé skupiny by mělo přinést zvýšenou tvorbu volného cash flow, který by podle odhadů společnosti mohl dosáhnout 105 mil. USD a podpořit snahu společnosti snižovat zadluženost. Společnost plánuje investiční výdaje na úrovni předchozího roku okolo 30 mil. USD.

Cílová cena: Zvýšení cílové ceny na 5 USD na akcii reflektuje pokračující růst ziskovosti, výrazný pokles zadlužení a razantní snížení úrokových nákladů. Očekáváme, že zadluženost společnosti klesne ještě v letošním roce pod 5násobek ukazatele čistý dluh/EBITDA a v horizontu tří let se dostane pod medián sektoru ve výši 2násobku. Průměrná úroková míra tak klesne na 4,5 %.

Spekulace o prodeji aktivit v ČR, SR a Rumunsku: Dle spekulací v tisku by mohla být na prodej TV Nova se slovenskou TV Markíza a stanicemi v Rumunsku a Bulharsku. CME již v červenci prodala slovinskou Pop TV a chorvatskou Nova TV. Cena za tyto dvě televize byla stanovena na 262,5 mil. USD. Spekulace o prodeji především českých a rumunských aktiv jsou pro nás překvapením. Poté, co došlo k prodeji slovinské a chorvatské televize, se výrazně zlepšil finanční profil CME. Nicméně prodejem české a rumunské televize, které se na provozní ziskovosti (OIBDA) podílejí zhruba 85 %, CME nic nezbude a společnost bude mířit ke svému zániku.

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 Q3 17 očekáváme ke konci října 2017.



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

Sportovní sázky

Fortuna

Přijaté sázky rostou, propad ziskovosti ale pokračuje

Držet

Cena 27.09.17	140,0 CZK
12m cíl	128,0 CZK
Pot. růst ceny	-8,6 %
Dividenda	0 EUR
	0,0 CZK
Celkový výnos	-8,6 %

Sektorové doporučení

Není doporučení

Typ investice

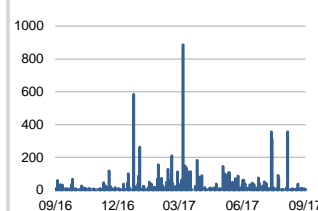
Defenzivní ✓

Roční vývoj ceny akcie



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC FOREsp.PR	Bloom FOREG CP
52týdenní rozmezí	85 - 152,5
Tržní kap. (mld. CZK)	7,3
Tržní kap. (mil. EUR)	280
Volné obchod. (%)	33
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	-6,0 3,7 59,7
Relativně k PX	-6,5 -2,9 32,7

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

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

Výsledky Fortuny za H1 17

mil. EUR	H1 16	H1 17	změna	odhad KB
přijaté sázky	511,6	720,7	40,9 %	659,4
hrubé výhry	80,5	100,2	24,5 %	90,3
tržby	52,6	63,7	21,1 %	55,0
EBITDA	9,7	7,6	-22,0 %	8,1
provozní zisk	8,0	5,0	-37,3 %	6,7
čistý zisk	5,4	2,5	-53,1 %	4,0

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výsledky společnosti za H1 17 potvrdily naše očekávání silného růstu přijatých sázek, které vzrostly o 41 % a dosáhly 721 mil. EUR. Přestože celkové hrubé výhry vzrostly o 24,5 % na 100 mil. EUR, nízký příspěvek online hazardních her (4 mil. EUR) a Hatricku (7,8 mil. EUR) výrazně zaostal za našimi očekáváním. Propad ziskovosti překonal i naše konzervativní předpoklady. Výrazný nárůst provozních nákladů, způsobený především jednorázovými náklady na akvizice, jejich integraci a soudní spory, převýšil naše pesimistické odhady a způsobil 22% pokles EBITDA na 7,6 mil. EUR. Zvýšené odpisy přinesly ještě výraznější snížení provozního zisku o 37 % na 5 mil. EUR. Úrokové náklady z financování akvizic pak dále prohloubily pokles čistého zisku, který se propadl o 53 % na 2,5 mil. EUR (komentář k H1 17 http://bit.ly/FAH1_17).

Výhled společnosti pro rok 2017: Společnost potvrdila svůj výhled na dosažení 1,3 mld. EUR přijatých sázek a růst EBITDA o 20-25 % bez započtení vlivu konsolidace Hatrick Sports Group. Po jeho konsolidaci pak přijaté sázky vzrostou na 1,7 mld. EUR a EBITDA posílí o 55-60 %. Výhled přijatých sázek považujeme za realistický a pololetní výsledky jeho dosažení podle nás podporují. Naopak očekávání výrazného zlepšení ziskovosti považujeme za ambiciózní. Nicméně předpoklad společnosti, že Hatrick vygeneruje v druhém pololetí 7-8 mil. EUR EBITDA, považujeme za realistický (celá analýza zde <http://bit.ly/FA0617>).

Valná hromada společnosti z 1. 8. 2017 schválila **odkup rumunských sázkařských aktivit od skupiny Penta**, která je prostřednictvím Fortbet Holdings 68,25% vlastníkem Fortuny. Fortuna má za přebírané rumunské aktivity zaplatit 47 mil. EUR. Rumunské aktivity podle informací společnosti v roce 2016 dosáhly 224 mil. EUR přijatých sázek a vykázaly EBITDA -1,1 mil. EUR. (více o transakci zde <http://bit.ly/FA RO>).

Majoritní vlastník společnosti oznámil nabídku odkupu minoritních podílů: Na konci března Fortbet Holdings Limited, majoritní vlastník 68,25% podílu, oznámil nabídku na odkup zbývajících minoritních podílů za cenu 98,69 CZK na akcii, kterou pak 26. dubna zvýšil na 118,04 CZK za akcii. Konec lhůty pro doručení oznámení o akceptaci nabídky je 20. červen 2017.

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 Q3 17 budou oznámeny 9. listopadu.



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

Bankovnictví

MONETA Money Bank

Potvrdili jsme nákupní doporučení, ale snížili cílovou cenu na 90 CZK za akcii

Koupit

Cena 27.09.17	78,0 CZK
12m cíl	90,0 CZK
Pot. růst ceny	15,5 %
Dividenda	9,3 CZK
Celkový výnos	27,4 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

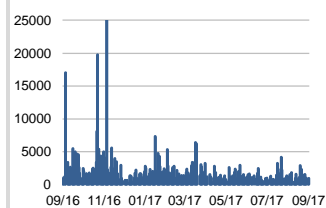
Vysoký dividendový výnos	✓
Citlivost na hospodářský růst	✓

Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akcii

RIC	MONET.PR	Bloom	MONET	CP
52týdenní rozmezí			74,6	- 90,8
Tržní kap. (mld. CZK)			39,8	
Tržní kap. (mil. EUR)			1530	
Volné obchod. (%)			57,49	
Výkon (%)	1m	3m	12m	
Akcie	1,1	2,0	n/a	
Relativně k PX	0,5	-4,5	n/a	

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/MONETupd_1708

Výsledky hospodaření za Q2 17 nepřinesly zvrát v dlouhodobých trendech. Čistý úrokový i neúrokový výnos skončil pod naším i tržním očekáváním. Čistá úroková marže tak pokračovala v poklesu a ve druhém čtvrtletí dosáhla 4,7 %, zatímco my jsme očekávali 5,0 %. Bance se dařilo dále navyšovat objem poskytnutých úvěrů ve spotřebním i komerčním segmentu. Agresivní cenová politika a výrazný nárůst hypoték tak vysvětluje pokračující pokles čisté úrokové marže. Celkové provozní výnosy a čistý zisk však výrazně překonaly očekávání trhu. Důvodem byl vývoj výnosu z finančních transakcí, v rámci kterého byl zaúčtován mimořádný prodej držených dluhopisů ve výši 343 mil. CZK. Provozní náklady dosáhly námi očekávané výše 1,146 mld. CZK. Čistý zisk tak celkově klesl pouze o 3,7 % y/y na 1,155 mld. CZK.

Výsledky MONETA Money Bank za druhý kvartál 2017

mil. CZK	Q2 16	Q2 17	yoy	Odhad KB	Konsensus
Čistý úrokový výnos	2 106	1 824	-13,4 %	1 885	1 864
Čistý výnos z poplatků a provizí	498	460	-7,6 %	470	478
Celkové provozní výnosy	2 892	2 771	-4,2 %	2 537	2 502
Čistý zisk	1 199	1 155	-3,7 %	933	884
Zisk na akcii	2,35	2,26	-3,7 %	1,83	1,73

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, konsensus MONETA Money Bank

Management zvýšil svůj celoroční odhad čistého zisku z 3,4 mld. CZK na 3,65 mld. CZK, v rámci kterého snížil i odhad nákladů na riziko na 60 až 70 bb z přechozích 80 až 90 bb. Zlepšený výhled na čistý zisk je ale z velké míry ovlivněn především zmíněným mimořádným prodejem držených státních dluhopisů. Rostoucí objem poskytnutých úvěrů nedostatečně kompenzuje pokles úrokových marží.

Měnová politika ČNB a její dopad na ziskovost banky: Česká národní banka přistoupila na svém srpnovém zasedání ke zvýšení úrokových sazeb o 20 bb. Předpokládáme, že ještě letos k jednomu 25bodovému utažení měnové politiky přistoupí a v příštím roce jej bude následovat třemi dalšími stejnými kroky. Management na konferenčním hovoru zopakoval, že jedno zvýšení sazeb o 25 bb povede k nárůstu čistého úrokového výnosu na roční bázi o 35 až 40 mil. CZK, což je výsledkem přecenění komerčního portfolia, které je ze 40 % úročeno pohyblivou úrokovou sazbou.

Naše doporučení: Na základě naší srpnové revize (http://bit.ly/MONETupd_1708) jsme ponechali naše nákupní doporučení beze změny, ale snížili jsme cílovou cenu pro akcie banky z 95 na 90 CZK za kus.

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 a pomáhá tak částečně kompenzovat nižší marže. Pokud by růst dále nezrychloval, představovalo by to nepříznivý dopad do hospodaření firmy. Potenciálně pozitivní efekt na hospodaření banky by mělo rychlejší zvyšování úrokových sazeb ČNB.

Očekávané události: Výsledky za Q3 17 banka oznámí 9. listopadu.



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

Telekomunikace |

O2 Czech Republic

Mírně jsme zvýšili cílovou cenu; doporučení *Držet* zůstalo beze změny

Držet

Cena 27.09.17	271 CZK
12m cíl	270 CZK
Pot. růst ceny	-0,3 %
Dividenda	21 CZK
Celkový výnos	7,5 %

Sektorové doporučení
Snížit váhu

Typ investice

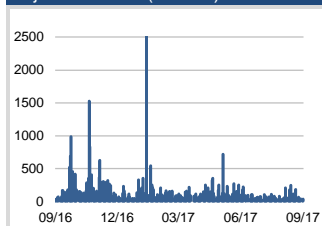
Defenzivní	✓
Vysoký dividendový výnos	✓

Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC SPTTsp.PR	Bloom	TELEC CP
52týdenní rozmezí	214 - 292,6	
Tržní kap. (mld. CZK)	84,0	
Tržní kap. (mil. EUR)	3227	
Volně obchod. (%)	28	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	-2,4	-3,9 16,9
Relativně k PX	-2,9	-10,1 -2,8

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/TELECupd_1709

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 za první polovinu 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, *medián v průzkumu O2 mezi 8 analytiky včetně KB

Investiční příběh: Pro příští dva roky očekáváme celkovou dividendu na úrovni 21 CZK na akcii (včetně části emisního ážia), 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.

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.

Cílová cena a doporučení: Na základě modelů diskontovaných toků hotovosti a dividend jsme mírně zvýšili roční cílovou cenu z 267 CZK na 270 CZK za akcii. Doporučení jsme ponechali *Držet* (http://bit.ly/TELECupd_1709).

Očekávané události: Výsledky hospodaření za třetí kvartál budou oznámeny 24. října.



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

| Textil |

Pegas Nonwovens

R2G Rohan Czech získala majoritní podíl ve firmě

Prodat

Cena 27.09.17	978 CZK
12m cíl	876 CZK
Pot. růst ceny	-10,4 %
Dividenda	1,3 EUR
	33,8 CZK
Celkový výnos	-7,0 %

Sektorové doporučení

Neutrální

Typ investice

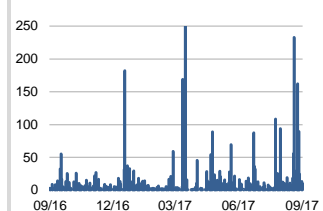
Vysoký dividendový výnos	✓
Nízká tržní kapitalizace	✓

Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC	PGSN.PR	Bloom	PEGAS CP
52týdenní rozmezí		753,1 -	1027
Tržní kap. (mld. CZK)		9,0	
Tržní kap. (mil. EUR)		347	
Volně obchod. (%)		99	
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	-3,2	4,4	23,7
Relativně k PX	-3,7	-2,3	2,8

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/PegasUpd_1704
http://bit.ly/PEGASUpd_1709
http://bit.ly/Pegas_1708res

Výsledky hospodaření Pegasu za Q2 17

mil. EUR	Q2 16	Q2 17	yoy	Odhad KB	Konsensus
Tržby	51,58	55,97	8,5 %	57,25	56,96
EBITDA	11,21	9,47	-15,5 %	10,68	10,21
Provozní zisk	7,16	5,30	-26,1 %	6,57	6,09
Čistý zisk	7,08	0,80	-88,7 %	2,59	2,06

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

Výsledky hospodaření společnosti za druhé čtvrtletí rozhodně neoslbnily. Na všech hlavních ukazatelích zaostaly za naším i tržním očekáváním. Důvodem byly rostoucí ceny polymerů, které dosáhly ve druhém kvartále svého dvouletého maxima. Na úrovni čistého zisku pak nepříznivě působily ztráty z kurzového přecenění. Pozitivem je výraznější nárůst celkového objemu produkce díky rozjezdu nové výrobní linky ve Znojmě.

Dobrovolný odkup akcií: Společnost R2G Rohan Czech nabídla dobrovolný odkup akcií textilky za 1010 CZK za kus. Nabídku bylo možné využít do 25. září. Možnost prodat akcie využilo téměř 80 % minoritních akcionářů. R2G Rohan Czech tak bude vlastnit skoro 90% podíl v Pegasu Nonwovens. To novému vlastníkovi zajistí schopnost prosadit ve firmě zamýšlené kroky, tedy zejména se soustředit na akumulování hotovosti, snižování dluhu a popřípadě vyšší akviziční aktivitu. Na druhou stranu to znamená snížení, popřípadě úplné zrušení výplaty dividendy. Je tak velmi pravděpodobné, že nový majoritní vlastník přistoupí k vytěsnění zbývajících minoritních akcionářů a stažení akcií z obchodování na pražské burze.

Cílová cena a doporučení: Na základě zprávy, že Wood Textiles Holding, který držel 29,98% podíl v textilce, se rozhodl využít dobrovolnou nabídku odkupu, jsme přistoupili k revizi našeho doporučení a aktuálně doporučujeme akcie prodávat. Cílovou cenu jsme ponechali na úrovni 876 CZK za kus, nicméně v případě, že dojde ke zrušení výplaty dividend, ocenění společnosti se přinejmenším v krátkodobém horizontu sníží. Zamýšlené investice či akvizice mohou do budoucna výrazněji zvýšit hodnotu firmy, nicméně to přijde až v delším období. Nejisté zároveň je, jak chce nový majoritní vlastník naložit s menšinovými akcionáři.

Rizika: Výrazně rostoucí ceny polymerů považujeme za největší riziko z pohledu hospodaření společnosti. Z pohledu minoritních akcionářů lze dle dosavadních informací předpokládat snížení likvidity, v případě povinného odkupu pak může být odkupní cena stanovena i na nižších úrovních, než je aktuální cena na trhu i v dobrovolném odkupu.

Očekávané události: Výsledky hospodaření za třetí kvartál budou zveřejněny 16. listopadu.



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

| Tabák |

Philip Morris ČR

Růst cen zvyšuje tržby i ziskovost; přesun výroby do ČR zvýší využití výrobních kapacit

Koupit

Cena 27.09.17	16300 CZK
12m cíl	17546 CZK
Pot. růst ceny	7,6 %
Dividenda	1070 CZK
Celkový výnos	14,2 %

Sektorové doporučení
Zvýšit váhu

Typ investice

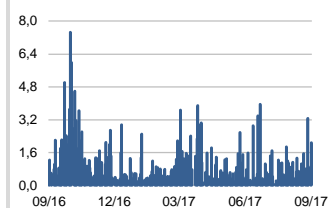
Vysoký dividendový výnos ✓

Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC TABKsp.PR	Bloom	TABAK CP
52týdenní rozmezí	12040 - 16420	
Tržní kap. (mld. CZK)	44,7	
Tržní kap. (mil. EUR)	1719	
Volně obchod. (%)	22	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	4,5	10,3 31,6
Relativně k PX	3,9	3,3 9,4

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/PMCR_82017

http://bit.ly/PM_IQOS

Minulý měsíc jsme zvýšili cílovou cenu pro akcie PMČR na 17 546 CZK a změnili doporučení na Koupit. Hlavním důvodem bylo očekávání nárůstu produkce a vyššího využití výrobních kapacit díky přesunu části výroby do České republiky z některých evropských provozů skupiny Philip Morris International (PMI), kde společnost bude zavádět výrobu nových zařízení IQOS. Rostoucí tržby z výrobních služeb podle nás podpoří růst 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 (celá analýza zde http://bit.ly/PMCR_82017).

Výsledky za H1 17: Společnost tento týden oznámila výsledky za H1 17, které dopadly vesměs v souladu s našimi odhady. Za růstem tržeb i zisku stál příznivý vývoj cen jak v ČR, tak i na Slovensku odrážející zvýšení prodejních cen společnosti v letech 2016 a 2017. Konsolidované tržby vzrostly o 7 % na 5,8 mld. CZK a mírně tak překonaly naše očekávání. Zisk z provozní činnosti vzrostl o 23,2 % a dosáhl námi odhadovanou výši 2 mld. CZK. Čistý zisk vzrostl o 24,7 % na 1,6 mld. CZK. Příznivě na výsledky společnosti působil i růst trhu cigaret jak v ČR (1,3 %), tak na Slovensku (4,2 %). Dobré výsledky byly dále podpořeny příznivým vývojem objemu prodeje a míry zastoupení jednotlivých značek.

Nové platformy: PMI celosvětově intenzivně investuje do vývoje nových platform. Jednou z nich je přístroj IQOS, který ohřívá vložený tabák zhruba na třetinu teploty běžné zapálené cigarety (více o IQOS zde http://bit.ly/PM_IQOS). V roce 2016 prodala společnost celosvětově 7,4 miliardy krabiček speciálních cigaret do IQOS a pro rok 2017 odhaduje prodej 32 mld. Od letošního roku je zařízení k dostání i v ČR.

Výhled na 2017: Očekáváme, že na prodeje společnosti v České republice bude negativně působit nový zákon o ochraně zdraví před škodlivými účinky návykových látek, který kromě jiného zakazuje kouření v restauracích (více zde <http://bit.ly/PMCRzakon>). Naopak přesun výroby z některých ostatních evropských závodů mateřské společnosti do České republiky může výrazně zvýšit výrobu, přinést nárůst tržeb z výrobních služeb a posílit ziskovost. Vzhledem k tomu, že antikurácký 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 až 20% nárůst tržeb z výrobních služeb, které v loňském roce dosáhly 2,7 mld. CZK. Pozitivní vliv přesunu výroby tak podle nás v letošním roce převáží nad negativním dopadem antikuráckého zákona a celkové výnosy společnosti vzrostou o 1,5 %. Očekáváme, že ziskovost posílí ještě výrazněji, když vyšší tržby z výrobních služeb podle nás nepřinesou zásadní dodatečné marketingové ani administrativní náklady. Růst čistého zisku, který očekáváme přes 6 %, tak umožní udržení vysoké dividendy.

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

Pojišťovnictví

Vienna Insurance Group

Příznivé vyhlídky na pojišťný trh

Koupit

Cena 27.09.17	24,7 EUR 641 CZK
12m cíl	26 EUR 673 CZK
Pot. růst ceny	5,4 %
Dividenda	0,9 EUR 18,1 CZK
Celkový výnos	9,0 %

Sektorové doporučení
Zvýšit váhu

Typ investice

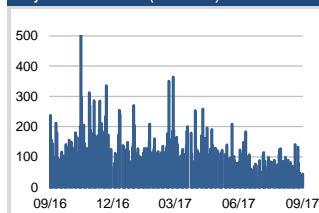
Aktivní na EMG trzích ✓

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC VIGR.VI	Bloom	VIG AV
52týdenní rozmezí	17,3	- 26,4
Tržní kap. (mld. CZK)	82,2	
Tržní kap. (mil. EUR)	3158	
Volně obchod. (%)	30	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	-2,5	0,4 39,5
Relativně k ATX	-4,3	-5,5 0,5

Zdroj: Bloomberg

Poslední reporty (pouze v angličtině):

http://bit.ly/VIG_201703

http://bit.ly/VIGres_Q217

Výsledky VIG za druhý kvartál letošního roku

mil. EUR	Q216	Q217	Změna	Odhad KB	Konsensus
Hrubé vybrané pojistné	2 222	2 253	1,4 %	2 221	2 240
Čisté zasloužené pojistné	2 054	2 066	0,6 %	2 070	2 070
Finanční výsledek	225	241	6,8 %	235	230
Zisk před zdaněním	112	111	-0,7 %	108	110
Čistý zisk	85	78	-9,3 %	76	72

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

Výsledky hospodaření za Q2 17 mírně překonaly tržní i naše očekávání. Pojišťovně se dařilo ve všech klíčových ukazatelích. Zveřejněné údaje byly pozitivně ovlivněny příznivým ekonomickým vývojem nejen v Rakousku, ale také celém regionu střední a východní Evropy. Management potvrdil svůj střednědobý výhled, tj. nárůst předepsaného hrubého pojistného na 9,5 mld. EUR do konce roku 2019, nezdaněný zisk ve výši 450 až 470 mil. EUR a snížení nákladovosti (CoR, combined ratio) na 95 %.

Fakta a události: (1) Přes pokles jednorázově vybraných životních pojistek (-27,3 % y/y) kvůli rozhodnutí managementu tuto aktivitu dále nerozvíjet vzrostlo hrubé předepsané pojistné o 1,4 %. Celkově životní pojištění propadlo o 8,4 %, zatímco pojišťovna zaznamenala výrazný nárůst ve zdravotním pojištění (+15,0 %) a v pojištění majetku a odpovědnosti (+8,0 %) zejména díky pojistkám k motorovým vozidlům (+13,4 %). (2) Na hlavních trzích VIG reportoval solidní výsledky. V Rakousku je sice nepříznivě ovlivnil nižší objem poskytnutých jednorázových životních pojistek, který vedl k poklesu vybraného pojistného o 4,5 %, na ostatních trzích však pojišťovna zaznamenala nárůst. (3) Na dalších trzích je zapotřebí zmínit obrovský nárůst v Pobaltí (+140,3 %), což bylo ovlivněno první konsolidací akvírované pojišťovny BTA. Na druhou stranu Maďarsko a segment *Ostatní trhy* výrazně propadly (-25,6 %, respektive -27,0 %) vlivem klesajících jednorázových životních pojistek. (4) Nezdaněný zisk vzrostl o minimálních 0,7 % na 110,9 mil. EUR. Pobaltí bylo jediným ztrátovým segmentem kvůli nákladům na spuštění poboček v Estonsku a Lotyšsku. (5) VIG významně snížila nákladovost (combined ratio) z 97,9 % před rokem na 96,9 % zejména díky nižšímu pojistnému plnění a méně pak nižším administrativním výdajům. (6) Nárůst ukazatele solventnosti podle Solvency II na 225 % ze 195 % na konci roku 2016 potvrzuje silnou kapitálovou pozici.

Výhled na sektor: SG doporučuje v investorských portfoliích nadvažovat sektor pojišťoven. Silný nárůst v prodeji individuálních kapitálových pojistek v kontinentální Evropě je velkou vzpruhou pro celý sektor, protože tyto produkty generují vyšší marže a snižují kapitálovou náročnost. Očekáváme, že tento druh poskytovaných služeb postupně nahradí tradiční pojistné produkty v celé Evropě, sníží tak nároky na kapitálové požadavky a uvolněné prostředky budou použity na vyšší výplatu dividend či zpětné odkupy (viz také http://bit.ly/VIGfla_1707).

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

Očekávané události: Výsledky za Q3 17 letošního roku zveřejní pojišťovna 29. listopadu.



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



Richard Miřátský
(420) 222 008 560
richard_miřatsky@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
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



Akciový 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



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



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 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



Úrokové deriváty
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

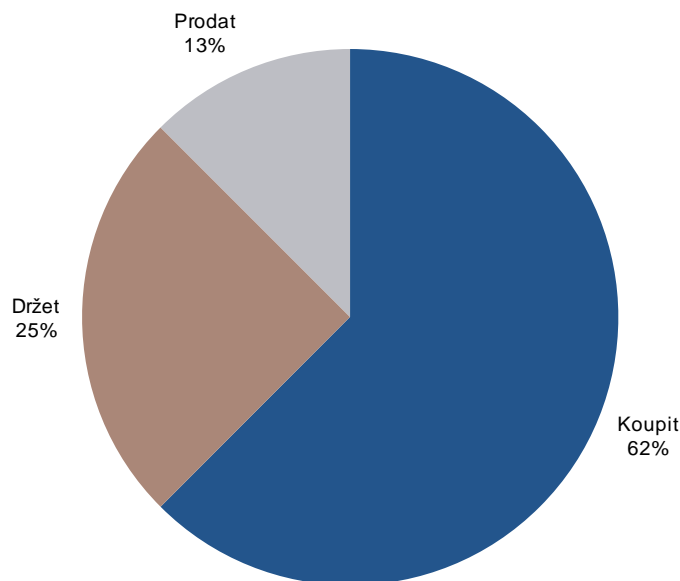
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 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 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 27. září 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	koupit	držet	koupit	koupit	prodat	koupit	držet	koupit
Cílová cena	CZK 542	CZK 270	USD 5	CZK 17546	CZK 876	EUR 26	CZK 128	CZK 90
Datum	20/9/17	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	držet	držet	koupit	držet	držet		držet	koupit
Cílová cena	CZK 48	CZK 267	USD 4,2	CZK 13500	CZK 876		CZK 96	CZK 95
Datum	14/9/16	31/1/17	27/4/17	25/5/17	19/4/17		20/5/16	9/6/17
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit		v revizi	koupit
Cílová cena	CZK 420	CZK 267	USD 3,7	CZK 13500	CZK 863		v revizi	CZK 90
Datum	12/2/16	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>