

Sázky

Aktualizace

Česká republika

Fortuna

Zvyšujeme doporučení na *Koupit* s novou cílovou cenou 198 CZK

Koupit

Cena 30.11.17	167,5 CZK
12m cíl	198,0 CZK
Pot. růst ceny	18,2%
Dividenda	0 EUR 0 CZK
Celkový výnos	18,2 %

Sektorové doporučení

Není doporučení

Typ investice

Defenzivní

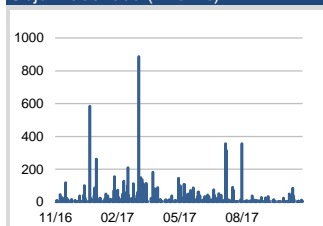
✓

Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Fortuna v tomto roce značně rozšířila své pole působnosti. Nejprve na území České republiky zprovoznila online herní segment, kde jako první společnost získala licenci od státu. Dalším krokem byla akvizice společnosti Hattrick Sports Group následovaná druhou letošní akvizicí, a to Fortuna Rumunsko. K poslední akvizici nejsou zatím detailní informace, avšak první dvě aktivity, kam patří online herní segment a Hattrick, předčily očekávání a značně zlepšují hospodářské výsledky na konsolidované bázi. Vzhledem ke strategii společnosti, kde se předpokládá s dalším růstem formou akvizic sázkářských společností, můžeme očekávat setrvání ve stávajícím trendu nevyplácení dividend. Akcie společnosti Fortuna tak představují ryze růstovou formu investiční strategie.

Fakta/dopad: V březnu tohoto roku majoritní vlastník společnosti, Fortbet Holdings Limited, oznámil nabídku na odkup zbývajících minoritních podílů nejdříve za cenu 98,69 CZK na akcii, kterou následně v dubnu zvýšil na 118,04 CZK na akcii. Lhůta pro akceptaci nabídky byla v červnu. Tímto krokem navýšil majoritní akcionář svůj podíl z 68,25 % na nynějších 79,78 %. Prozatím nejsou další zprávy ohledně zamyšlení managementu, co plánuje udělat se zbývajících minoritními podíly obchodovanými na burze. V horizontu naší prognózy čekáme výrazný růst tržeb (v průměru 11 % ročně) a EBITDA (přibližně o 14 % ročně).

Cílová cena a doporučení: Po aktualizaci našich prognóz **stanovujeme roční cílovou cenu na 198 CZK za kus** (do 8. listopadu byla cílová cena 128 CZK, poté v revizi), což znamená růstový potenciál 18,2 % (v ročním horizontu nečekáme žádnou dividendu). **Naše doporučení pro akcie Fortuny je nyní „Koupit“** (došlo tedy ke změně od posledního doporučení „Držet“).

Hlavními riziky proti našemu doporučení jsou nenaplnění předpokládaných pozitivních dopadů nedávných akvizic, další postup majoritního vlastníka ohledně odkupu minoritních podílů, potenciální růst zdanění hazardu nebo výrazné zvýšení investičních výdajů.

Očekávané události: Výsledky hospodaření Fortuny za rok 2017 budou oznámeny 9. března 2018.

Data o akciích

RIC FOREsp.PR Bloom FOREG CP			
52týdenní rozmezí	85 - 179,6		
Tržní kap. (mld. CZK)	8,7		
Tržní kap. (mil. EUR)	342		
Volné obchod. (%)	33		
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	13,2	13,2	94,5
Relativně k PX	13,9	9,2	61,8

Zdroj: Bloomberg

Finanční údaje

	2016	2017f	2018f	2019f
Tržby (mil. EUR)	106,2	190,8	236,7	252,6
Provozní marže (%)	19,1	21,5	20,5	21,1
Čistý zisk (mil. EUR)	8,4	13,9	15,4	17,8
Zisk na akcii (EUR)	0,16	0,27	0,30	0,34
Dividenda na akcii (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Úrokové krytí (x)	9,4	5,4	4,0	4,9
Výplatní poměr (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistý dluh/vl.kapitál (%)	-0,2	276,2	193,9	114,9

Ukazatele

	2016	2017f	2018f	2019f
P/E (x)	19,6	28,1	26,2	23,9
Cena/volný cash flow	20,6	11,3	10,3	10,7
Dividendový výnos (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/účetní hodnota (x)	2,79	5,33	4,56	4,00
P/tržby (x)	1,55	2,04	1,71	1,68
EV/tržby (x)	1,6	3,1	2,4	2,2
EV/EBITDA (x)	8,2	14,5	11,9	10,3
EV/IC (x)	3,6	2,3	2,3	2,6

Poslední analýza a komentář:

<http://bit.ly/FA0617>
http://bit.ly/FORTUNA_Q317res

SOCIETE
GENERALE
GROUP



Jiří Kostka
(420) 222 008 560
jiri_kostka@kb.cz

Provozní výsledky za Q3 2017

Nové akvizice výrazně pomohly lepším výsledkům Fortuny.

Společnost Fortuna v třetím čtvrtletí 2017 výrazně překročila naše očekávání ve všech zveřejňovaných oblastech. Přijaté sázky vzrostly o 128,4 % na 558,1 mil. EUR. Výrazně se na výsledku podílely nově akvírované společnosti Hattrick Sports Group a Fortuna Rumunsko a také rostoucí zájem o online herní segment. **Hrubé výhry dosáhly 85,1 mil. EUR,** když vzrostly o 114,2 %. Jejich tempo růstu je pomalejší než růst přijatých sázek, a to především kvůli nižší marži hrubých výher u online sázení. **Výrazný meziroční nárůst EBITDA o 234,6 % na 20,7 mil. EUR byl způsoben pozitivním vývojem u akvírované společnosti Hattrick a také nižšími akvizičními náklady při koupi Fortuny Rumunsko** (více náš komentář k výsledkům zde http://bit.ly/FORTUNA_Q317res).

Výsledky společnosti Fortuna za Q3 17

mil. EUR	Q3 16	Q3 17	změna	odhad KB
přijaté sázky	244,4	558,1	128,4 %	508,2
hrubé výhry	39,7	85,1	114,2 %	67,6
tržby	26,5	60,7	129,2 %	43,0
EBITDA	6,2	20,7	234,6 %	11,6

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Fortuna

Odhady pro rok 2017

Nové akvizice přinesou nárůst přijatých sázek na 1,9 mld. CZK, 80% růst tržeb a 85% zvýšení EBITDA.

Management Fortuny potvrdil výhled pro rok 2017, kde bez vlivu akvizic vidí **růst přijatých sázek na 1,3 mld. EUR (včetně akvizic na 1,9 mld. EUR) a růst EBITDA o 20 – 25 % meziročně (včetně akvizic o 80 – 95 %).** V porovnání s odhadem společnosti, který byl zveřejněn spolu s výsledky za první pololetí došlo na konsolidované bázi ke změně očekávaného objemu přijatých sázek o 0,2 mld. EUR a zlepšení růstu EBITDA k 25 – 35 %. Lze zde sledovat, že sama Fortuna je pozitivně překvapena úspěšností letošního roku.

Výhled společnosti Fortuna koresponduje i s naším očekáváním, že nové akvizice by měly letos přinést nárůst přijatých sázek v objemu zhruba 600 mil. EUR a celkové přijaté sázky by měly dosáhnout 1,9 mld. EUR. Očekáváme nárůst tržeb o 80 % na 191 mil. EUR. **Na úrovni EBITDA naše odhady korespondují s vizí Fortuny, když očekáváme nárůst o 85 % na úroveň 41 mil. EUR.** Investiční výdaje Fortuny by měly letos dosahovat výše mezi 11 – 14 mil. EUR.

Poslední kvartál bude ve znamení důkladné integrace akvírovaných společností a zároveň se projeví úspěšnost těchto akvizic. Hattrick přinesl výrazný růst ukazatelů již ve třetím čtvrtletí, nyní se uvidí, zda se tato situace potvrdí i pro další období. Překvapení může představovat nejmladší akvizice Fortuny Rumunsko, která ve třetím kvartále prozatím přinesla kladnou nulu do EBITDA. Na celkových tržbách Fortuny se podílela 2 % ve třetím kvartále a očekáváme 16 % ve čtvrtém čtvrtletí. V příštím roce by podíl na tržbách měl představovat 21 %.

Odhad výsledků Fortuny v roce 2017

mil. EUR	2016	2017e	změna
přijaté sázky	1039,6	1935,9	86,2 %
hrubé výhry	163,0	267,5	64,2 %
tržby	106,2	190,8	79,7 %
EBITDA	22,1	41,0	84,9 %
provozní zisk	16,7	22,4	33,9 %
čistý zisk	8,3	13,9	67,4 %

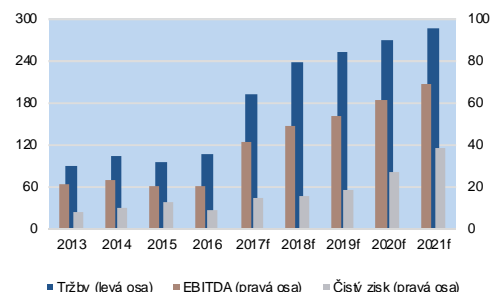
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dlouhodobé odhady

Dlouhodobě čekáme značný nárůst ziskovosti a objemu přijatých sázek.

Naše předpovědi konsolidovaných výsledků hospodaření Fortuny jsme výrazně navýšili ve srovnání s červnovou prognózou. Největší změnou v našich předpokladech je vliv nově akvizovaných společností a vývoj růstu online herního segmentu. Tržby by se podle našich odhadů mohly v letech 2017-21 zvýšit průměrně o 11 % p.a., a to díky pokračujícímu růstu online sázení a také značnému potenciálu růstu Hattricku a Fortuny Rumunsko. EBITDA by pak podle naší prognózy v tomto horizontu rostla o 14 % p.a. Velkou neznámou pro budoucí vývoj představuje strategický plán Fortuny, který počítá s dalšími akvizicemi sázkařských společností. S těmi však v naší analýze nepočítáme.

Odhady konsolidovaných výsledků (mil. EUR)



Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ocenění a cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF a stanovili jsme cílovou cenu na 192 CZK na akcii.

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2021. Vypočítaný volný cash flow jsme diskontovali ke konci třetího kvartálu 2017 (poslední kompletně zveřejněné výsledky) za použití průměrné vážené ceny kapitálu (WACC) 7,3 % a dlouhodobé růstové míry 1 %. Tato míra je nižší než obvyklá míra 2-3 %, protože se obáváme, že přesun sázení z poboček na internet povede v budoucnu k dalšímu snížení marží společnosti. Výpočet WACC i další parametry ocenění ukazuje tabulka na následující straně.

Na základě našeho modelu odhadujeme fair value akcií společnosti na 213 CZK na akcii. Pro určení cílové ceny dále zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 % - 130 % fair value. **Za pomoci výše uvedených parametrů jsme stanovili cílovou cenu pro akcie Fortuny na 198 CZK** (fair value mínus 7,5 %).

- **Sektorová atraktivita (0 %):** SG aktuálně nemá pro sázkový sektor žádné doporučení.
- **Atraktivita společnosti (-5 %):** Vedle diskontu za nízkou likviditu negativně zohledňujeme také pokračující politiku nulové dividendy a omezenou ochotu managementu komunikovat detaily strategických rozhodnutí společnosti.
- **Spekulativní potenciál (-2,5 %):** V neprospěch akcií hovoří nejasné záměry majoritního vlastníka, které by mohly vyústit ve stažení akcií z burzy, což by výrazně omezilo jejich likviditu.

Výpočet cílové ceny Fortuna

Kalkulace požadované výnosové míry	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f
bezriziková sazba	2,8%	3,0%	3,3%	3,1%	3,4%
beta	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48
riziková prémie	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
náklady vlastního kapitálu	6,6%	6,9%	7,1%	7,0%	7,3%
váha dluhu	34%	31%	24%	15%	3%
náklady dluhu (po dani)	2,3%	2,8%	3,0%	2,5%	3,0%
WACC (vážené náklady kapitálu)	5,2%	5,6%	6,1%	6,3%	7,2%
ocenění modelem DCF (mil.EUR)	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f
provozní zisk	22,4	27,5	29,9	39,7	55,4
- daně	-4,6	-5,2	-6,0	-8,9	-12,9
NOPLAT	17,7	22,3	24,0	30,8	42,5
+ odpisy	18,6	21,0	23,4	20,9	13,3
- kapitálové investice	-14,1	-14,1	-14,0	-13,9	-13,8
+/- změna pracovního kapitálu	11,9	8,4	2,8	1,1	-0,4
FCFF (volný cash flow)	34,1	37,6	36,1	38,9	41,5
současná hodnota volného cash flow	32,9	34,3	31,0	31,4	31,3
současná hodnota cash flow do r.2021	160,9				
Současná hodnota cash flow po r.2021	475,4				
čistý dluh	-202,0				
odhad hodnoty vlastního kapitálu	434,2				
počet akcií (mil.)	52,0				
kurz CZK/EUR za rok	25,5				
fair value z DCF modelu (Kč na akcii)	213				
sektorová atraktivita	0,0%				
atraktivita společnosti	-5,0%				
spekulativní potenciál	-2,5%				
cílová cena (Kč na akcii)	198				

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Analýza citlivosti ocenění

WACC/Dlouhodobá růstová míra	6,3 %	6,8 %	7,3 %	7,8 %	8,3 %
0,0 %	196	174	166	138	123
0,5 %	216	191	181	150	134
1,0 %	240	210	198	164	145
1,5 %	269	234	218	180	159
2,0 %	305	262	242	199	175

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Hlavní rizika pro akcionáře

- **Sázení je regulované odvětví.** V budoucnu nelze vyloučit nepříznivá rozhodnutí regulačních orgánů. Zdanění sázení se může zvýšit ještě více než nyní předpokládáme. Možnosti sázkových společností v oblasti reklamy jsou navíc v některých zemích omezeny.
- **Konkurence je velmi silná na trhu on-line sázení,** což by mohlo snížit budoucí marže ještě výrazněji, než nyní očekáváme.
- **Investice do nových produktů nemusí přinést očekávané výnosy.** Investiční výdaje Fortuny jsou výrazně vyšší, než kolik bylo zvykem před několika lety. Není jisté, že nové produkty budou finančně výhodné. Expanzi Fortuny do oblasti loterií lze s odstupem času hodnotit spíše neúspěšně. Původní očekávání z let 2010-11 se totiž nepodařilo naplnit, a to hlavně kvůli nečekaně rychlému vzpamatování se Sazky (dominantní hráč na českém loterijním trhu).
- **Nenaplnění pozitivních očekávání z nedávné akvizice.** Změna cílové ceny je výrazně ovlivněna nedávnými akvizicemi společnosti. Nenaplnění předpokladů především v oblasti nárůstu výnosů a zisku by výrazně negativně ovlivnilo hodnotu společnosti a cílovou cenu.
- **Selhání systému risk managementu může mít významný dopad na finanční výsledky Fortuny.** Úspěch sázkové společnosti závisí na jeho systému řízení rizik. Fortuna je tedy závislá na svých klíčových zaměstnancích.
- **Postoj majoritního vlastníka,** zejména s ohledem na další setrvání akcií na pražské burze.

Finanční údaje a poměrové ukazatele

Ocenění	2013	2014	2015	2016	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f
P/E (x)	23,8	22,5	12,4	19,6	28,1	26,2	23,9	16,8	11,9
Cena/cash flow (x)	17,5	25,2	6,5	-26,1	-25,2	139,7	17,3	16,6	20,5
Cena/volný cash flow (x)	20,8	16,7	10,9	20,6	11,3	10,3	10,7	9,9	9,3
Price/book value (x)	8,4	7,6	3,0	2,8	5,3	4,6	4,0	3,4	2,7
EV/výnosy (x)	2,8	2,5	1,7	1,6	3,1	2,4	2,2	1,9	1,6
EV/EBITDA (x)	12,3	11,2	8,2	8,2	14,5	11,9	10,3	8,5	6,9
Dividendový výnos, brutto (%)	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zisk na akcii (EUR)	0,18	0,19	0,24	0,16	0,27	0,30	0,34	0,51	0,74
Hrubá dividendy	0,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Výkaz zisků a ztrát (EUR mil.)									
Výnosy	89,4	102,1	95,7	106,2	190,8	236,7	252,6	269,2	285,2
EBITDA	20,5	22,4	19,7	20,2	41,0	48,5	53,3	60,6	68,6
Depreciace a amortizace	3,7	4,3	4,2	3,5	18,6	21,0	23,4	20,9	13,3
Provozní výsledek	16,8	18,1	15,5	16,7	22,4	27,5	29,9	39,7	55,4
Čistý úrokový výnos	-2,0	-2,7	-2,0	-1,5	-3,8	-6,8	-6,1	-4,2	-3,8
Vykázaný čistý zisk	9,5	10,0	12,5	8,4	13,9	15,4	17,8	26,6	38,6
Peněžní toky (EUR mil.)									
EBITDA	20,5	22,4	19,7	20,2	41,0	48,5	53,3	60,6	68,6
Změna pracovního kapitálu	-2,7	2,6	6,4	3,7	11,9	8,4	2,8	1,1	-0,4
Jiné provozní CF	4,3	-1,0	-0,9	-6,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Provozní CF	22,1	24,0	25,2	17,4	52,5	56,5	55,7	61,3	67,8
Čisté kapitálové výdaje	-3,8	-8,0	-8,8	-12,6	-14,1	-14,1	-14,0	-13,9	-13,8
Investiční CF	-0,2	-6,9	-14,4	-18,2	-241,6	-7,2	15,3	13,1	5,7
CF z financování	-1,8	0,0	16,2	2,8	182,1	-34,3	-34,3	-34,3	-34,3
Čistá změna hotovosti	20,2	17,0	27,0	2,0	-7,0	15,0	36,7	40,0	39,2
Rozvahové položky (EUR mil.)									
Dlouhodobá aktiva	60,0	62,3	68,0	71,8	299,4	292,6	263,3	236,4	216,9
Z toho nehmotná aktiva	55,3	54,2	60,1	65,3	292,8	285,9	256,6	229,6	210,1
Čistý pracovní kapitál	-6,1	-8,5	-14,2	-12,1	-23,6	-31,6	-34,0	-34,6	-33,8
Vlastní kapitál	26,8	29,9	51,0	59,3	73,1	88,6	106,4	132,9	171,5
Čistá hotovost (záporná čísla = zadlužení)	-27,1	-24,7	-7,5	0,1	-202,0	-171,7	-122,2	-68,1	-10,8
Ziskovost									
ROIC (%)	28,4	30,6	26,7	28,8	11,6	15,0	10,1	14,7	23,2
ROE (%)	25,0	35,4	30,8	15,3	20,9	19,1	18,3	22,2	25,4
Marže									
EBITDA marže (%)	23,0	22,0	20,6	19,1	21,5	20,5	21,1	22,5	24,1
Provozní marže (%)	18,8	17,7	16,2	15,7	11,7	11,6	11,8	14,8	19,4
Dynamika									
Růst výnosů (%)	-7,1	14,2	-6,2	10,9	79,7	24,1	6,7	6,5	6,0
Růst EBITDA (%)	-7,1	9,3	-12,1	2,7	102,4	18,3	10,0	13,6	13,3
Růst provozního zisku (%)	-8,6	7,4	-14,2	7,6	33,9	23,0	8,8	32,8	39,3
Růst vykázaného čistého zisku (%)	-23,2	6,0	24,3	-32,4	64,7	11,3	15,2	49,3	45,3
Růst zisku na akcii (%)	-23,2	6,0	24,3	-32,4	64,7	11,3	15,2	49,3	45,3
Financování									
Čistý dluh/vlastní kapitál	101,3	82,7	14,7	-0,2	276,2	193,9	114,9	51,2	6,3
Úrokové krytí (x)	6,2	6,3	7,1	9,4	5,4	4,0	4,9	9,0	13,2
Výplatní poměr (%)	120,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Ekonomové



Viktor Zeisel
(420) 222 008 523
viktor_zeisel@kb.cz

Akcioví analytici



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



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



Jiří Kostka
(420) 222 008 560
jiri_kostka@kb.cz



Monika Junicke
(420) 222 008 509
monika_junicke@kb.cz



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



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

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Hlavní ekonom SG Poland



Jaroslaw Janecki
(420) 225 284 162
jaroslaw_janecki@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank



Yury Tulinov, CFA
(7) 495 662 13 00 (ext. 14836)
yury.tulinov@rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG



Florian Libocor
(40) 213 016 869
florian.libocor@brd.ro

Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG



Carmen Lipara
(40) 213 014 370
carmen.lipara@brd.ro

Ekonom

Ioan Mincu
(40) 213 014 472
george.mincu-radulescu@brd.ro

Akciový analytik



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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



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

Eurozóna



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

Severní Amerika



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

Čína



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

Korea



Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@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



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



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



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



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



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



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

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



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

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



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

Fixed Income



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

Vedoucí strategie sazeb pro Evropu



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

Vedoucí strategie sazeb pro USA



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



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



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



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



Cristina Costa
(33) 1 58 98 51 71
cristina.costa@sgcib.com



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

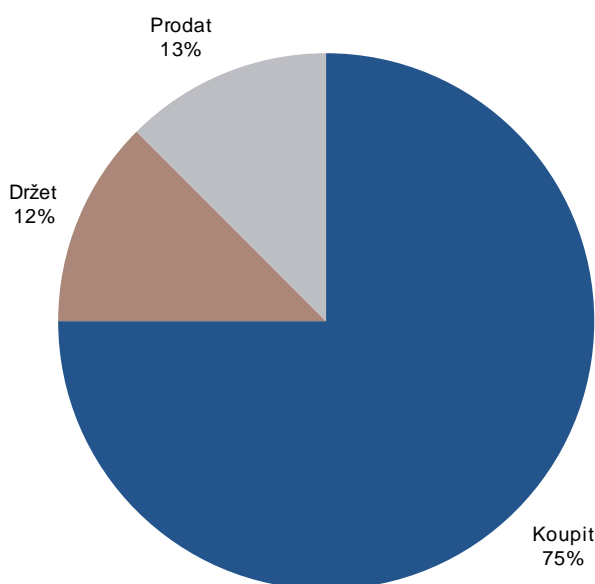
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 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 30. listopadu 2017)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Doporučení KB Equity Research pro 12měsíční horizont

KOUPIT: odhadovaný celkový výnos ve výši 15 % a více v horizontu následujících 12 měsíců

DRŽET: odhadovaný celkový výnos ve výši 0 až 15 % v horizontu následujících 12 měsíců

PRODAT: odhadovaný celkový výnos nižší než 0 % v horizontu následujících 12 měsíců

Celkový výnos pro akcionáře znamená odhad cenového zhodnocení akcie plus všechny odhadované peněžní dividendy včetně příjmů z mimořádných dividend vyplacených v následujících 12 měsících. Konkrétní doporučení je určeno podle odhadovaného celkového výnosu uvedeného výše v čase zahájení pokrývání akcie nebo změny doporučení. V mezitím může dojít k cenovým pohybům či jiným situacím na trzích, které mohou implikovat jiné doporučení. Takové mezitímní odchylky od původního doporučení jsou možné, ale jsou předmětem revize KB Equity Research.

	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	koupit	koupit
Cílová cena	CZK 542	CZK 270	USD 5	CZK 17546	v revizi	EUR 26	CZK 198	CZK 90
Datum	20/9/17	18/9/17	27/7/17	22/8/17	16/11/17	3/3/2017	30/11/2017	17/8/17
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)								
Doporučení	držet	držet	koupit	držet	prodat		v revizi	koupit
Cílová cena	CZK 48	CZK 267	USD 4,2	CZK 13500	CZK 876		v revizi	CZK 95
Datum	14/9/16	31/1/17	27/4/17	25/5/17	13/9/17		9/11/17	9/6/17
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	držet		držet	koupit
Cílová cena	CZK 420	CZK 267	USD 3,7	CZK 13500	CZK 876		CZK 128	CZK 90
Datum	12/2/16	9/12/16	10/3/17	13/6/16	19/4/17		12/6/17	6/9/16
Doporučení		držet			koupit		držet	
Cílová cena		CZK 260			CZK 863		CZK 96	
Datum		22/3/16			20/5/16		20/5/16	
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 vyplývajícemu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

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

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

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

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

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

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