

| Akciové trhy |

# Akciové výhledy

Vysoké ocenění velí k vybírání zisků a redukování pozic v akcích



**Miroslav Frayer**  
(420) 222 008 567  
miroslav\_frayer@kb.cz



**Jiří Kostka**  
(420) 222 008 560  
jiri\_kostka@kb.cz



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

- **Situace na globálních akciových trzích v čtvrtém čtvrtletí byla ve znamení dosahování nových maxim.** Nadále pokračovaly pozitivní makroekonomické podmínky a také výsledková sezóna překonala očekávání.
- **V závěru roku došel pražské burze dech po předchozím růstu ve třetím kvartále, a tak spíše stagnovala na místě.** I přes pouhý 2% růst dokázala překonat většinu západoevropských i středoevropských akciových indexů.
- **Do čela pražského akciového pelotonu se po krátké pauze opět vrátily CME a Fortuna.** Velmi se dařilo také akciím společnosti ČEZ, které se se ziskem 11 % ve čtvrtém kvartále umístily na třetí pozici.
- **Poprázdňinová sezóna vedla k nárůstu zobchodovaných objemů na pražském parketu.** ČEZ potvrdil svoji pozici nejobchodovanějšího titulu s 35% podílem. Menší emise mírně utlumily svoji zvýšenou aktivitu z minulého kvartálu, když podíl pěti největších titulů vzrostl z 85 na 88 %.
- SG pokračuje ve snižování rizikového profilu svého portfolia. Ocenění aktiv je v současné době velmi vysoké, zatímco investiční apetit po instrumentech rozvíjejících se trhů je na maximech. **Société Générale snížila ve svých portfoliích expozici vůči akciím a nově doporučuje akcie podvažovat.** Aktuálně vysoká očekávání ohledně hospodářského růstu jsou příležitostí k vybírání zisků z akciových pozic a redukování jejich váhy v portfoliu ve prospěch státních dluhopisů. Díky výraznému nárůstu od června letošního roku a rekordně vysokým čistým dlouhým pozicím SG doporučuje snížit držbu ropy a dalších komodit.
- **Ocenění amerického indexu S&P 500 je velmi vysoké.** Na všech hlavních ukazatelích se americké akcie obchodují na úrovních, kde se naposledy nacházely při bublině v devadesátých letech. Od zvolení Donalda Trumpa americkým prezidentem akciový trh vzrostl o více než 25 %, ale pouze polovinu růstu ospravedlňují rostoucí zisky. Druhá polovina je tažena jinými faktory jako například očekávanými daňovými změnami, které tak jsou dle nás v ocenění trhu již započítány.
- **Rostoucí dynamika ekonomické aktivity by měla dále podporovat vzestup evropského indexu EuroStoxx 50** a hlavní kontinentální trhy jako Francie a Německo. Nicméně silnější euro a vyšší dluhopisové výnosy budou pravděpodobně výkonnost trhů omezovat. Změny v měnové politice ECB budou nejvíce ovlivňovat italské a španělské trhy, když jejich kreditní profil je relativně slabý.
- **Pro pražskou burzu očekáváme v příštím roce růst okolo 9 % s odhadovaným dividendovým výnosem na úrovni 5,4 %.** Mezi nejatraktivnější tituly na pražském parketu řadíme akcie finančních firem, a to zejména Monety Money Bank a Erste Group. Rovněž doporučujeme nakupovat akcie CME, Philip Morris ČR či Fortuny. Akcie textilky Pegas a sázkařské společnosti Fortuna spějí pravděpodobně ke svému konci na pražské burze.



## Statistika BCPP

	2012	2013	2014	2015	2016	11/2017
Index PX	1 039	989	947	956	922	1 059
% změna (CZK)	14,0	-4,8	-4,3	1,0	-3,6	14,9
% změna (USD)	18,4	-8,9	-16,7	-7,0	-6,9	37,3
Objem obchodů (mil.CZK)	250 608	184 571	158 222	169 202	163 580	132 240
Objem obchodů (mil.USD)	12 810	9 461	7 648	6 941	6 687	5 611
Tržní kapitalizace (mil.CZK)	1 093 799	1 074 426	1 018 162	1 011 989	1 020 891	1 195 964
Tržní kapitalizace (mil.USD)	57 540	54 189	44 434	40 696	39 844	55 772

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	491,5	542,0	Koupit	20.IX.17	498,0	392,8
CME	104,7	108,8	Koupit	27.VII.17	110,0	63,1
Erste Bank	920,0	1 047,6	Koupit	3.VIII.17	986,2	710,7
Fortuna	178,0	198,0	Koupit	9.XI.17	179,6	85,0
Kofola	415,1	-	-	-	445,9	353,0
Komerční banka	894,0	-	-	-	1 013,0	855,0
Moneta Money Bank	77,8	90,0	Koupit	17.VIII.17	90,8	74,5
O2 CR	274,9	270,0	Držet	18.IX.17	292,6	228,6
Pegas Nonwovens	827,0	V revizi	Prodat	13.IX.17	1 027,0	759,1
Philip Morris CR	16 227,0	17 546,0	Koupit	22.VIII.17	17 211,0	12 425,0
Stock Spirits	78,5	-	-	-	79,9	46,5
Unipetrol	371,2	-	-	-	389,0	176,0
VIG	648,9	673,0	Koupit	3.III.17	686,8	549,0

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Přehled společností

Společnost	Poslední cena	Změna 1 měsíc	Změna od začátku roku		Průměrné denní obchody	
	8.XII.17	(%)	CZK (%)	USD (%)	1-11/2017 (mil. CZK)	1-11/2017 (mil. USD)
CEZ	491,5	3,7	14,3	35,0	166,8	7,7
CME	104,7	6,2	57,2	85,7	5,9	0,3
Erste Bank	920,0	-0,6	25,0	47,6	63,9	2,9
Fortuna	178,0	20,0	107,5	145,0	4,6	0,2
Kofola	415,1	0,5	13,1	33,6	0,7	0,0
Komerční banka	894,0	-3,5	1,0	19,3	115,2	5,3
Moneta Money Bank	77,8	1,1	-6,0	11,0	124,8	5,7
O2 CR	274,9	4,9	7,4	26,8	38,2	1,8
Pegas Nonwovens	827,0	-0,9	7,5	27,0	13,8	0,6
Philip Morris CR	16 227,0	-0,9	23,9	46,3	12,0	0,6
Stock Spirits	78,5	0,6	39,1	64,2	1,9	0,1
Unipetrol	371,2	-2,3	102,0	138,5	14,1	0,6
VIG	648,9	-0,5	12,8	33,2	10,6	0,5

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

## Americké trhy v Q4 dosáhly nových maxim

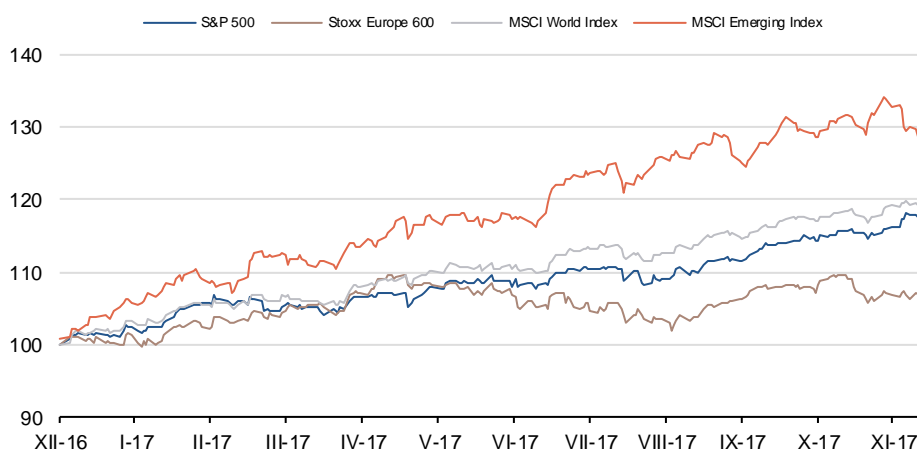
Globální akciový index



Zdroj: Bloomberg; MSCI World index

**Čtvrtý kvartál se nese ve znamení dosahování nových historických či dlouhodobějších maxim na akciových trzích po celém světě. Nejvíce se dařilo firmám v Americe a Asii.** Růstový trend v čtvrtém čtvrtletí posilovaly pozitivní makroekonomické zprávy a také rostoucí ceny ropy. Výsledková sezóna byla globálně velmi úspěšná. Firmy v průměru dosahovaly vyšších prodejů a zisků, než byly odhady. Trhy v posledním kvartále reagovaly na spekulace o schválení či neschválení daňové reformy v Americe. Všechny tři hlavní americké akciové indexy dosáhly ke konci listopadu svých nových historických maxim. Širší index S&P 500 posílil od počátku roku o 18 % (ve čtvrtém kvartále sílí prozatím o 5 %). Průmyslový Dow Jones od začátku roku zpevnil dokonce o 23 % a technologický Nasdaq o 27 %. Evropské akcie v závěru října rostly, avšak spolu s poklesem cen ropy a ne až tak pozitivní výsledkovou sezónou jako v USA došlo počátkem listopadu ke korekci. Celkově tedy Euro Stoxx 600 od začátku roku přidal pouze 7 % (ve čtvrtém kvartále šel trh do strany a připisuje si pouze kladnou nulu). Asijské akciové trhy měly ve čtvrtém kvartále i za období od počátku roku podobnou dynamiku jako ty americké. Většina asijských indexů v posledním čtvrtletí tohoto roku přidává v průměru okolo 6 % a 19 – 24 % od začátku roku. Index MSCI Emerging si ve čtvrtém kvartále připsal 3 % a za celý rok posílil již o 32 %.

### Vývoj hlavních akciových indexů od začátku letošního roku

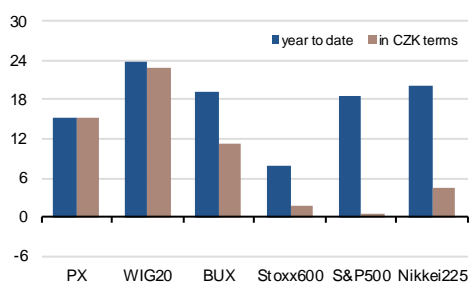


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

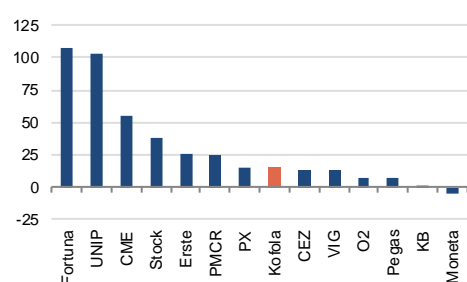
Pražský parket si stále drží náskok před západoevropskými trhy, avšak regionální trhy se mu vzdalují.

**Po více jak 6% růstu ve třetím kvartále pražská burza výrazně zpomalila své tempo v závěru roku. Vydala se spíše směrem do strany s mírnými výkyvy oběma směry. Nyní si tak za čtvrtý kvartál připisuje pouze 2 %.** Navzdory tomuto výsledku, který je mnohem horší, než co předváděly trhy v Americe a Asii, jsou 2 % na evropské poměry slušný výkon. I s tímto růstem pražská burza za čtvrtý kvartál překonala většinu západoevropských indexů (Německo +1,5 %, Francie +0,8 %, Anglie -0,3 %) a i těch středoevropských (Polsko -1,8 %, Maďarsko +1,5 %). V celoročním srovnání však index PX se ziskem 16 % za svými regionálními konkurenty zaostává. Polský WIG20 si se ziskem 24 % od začátku roku drží přední pozici, následován maďarským indexem BUX, který posílil o 18 %. Rumunský BET díky slabému třetímu kvartálu s 10 % spadl na čtvrté místo i za pražský PX.

Letošní srovnání indexů (%)



Pražské tituly v letošním roce (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Unipetrol, Fortuna a CME jsou výherci letošního závodu v nejvyšším zhodnocení.

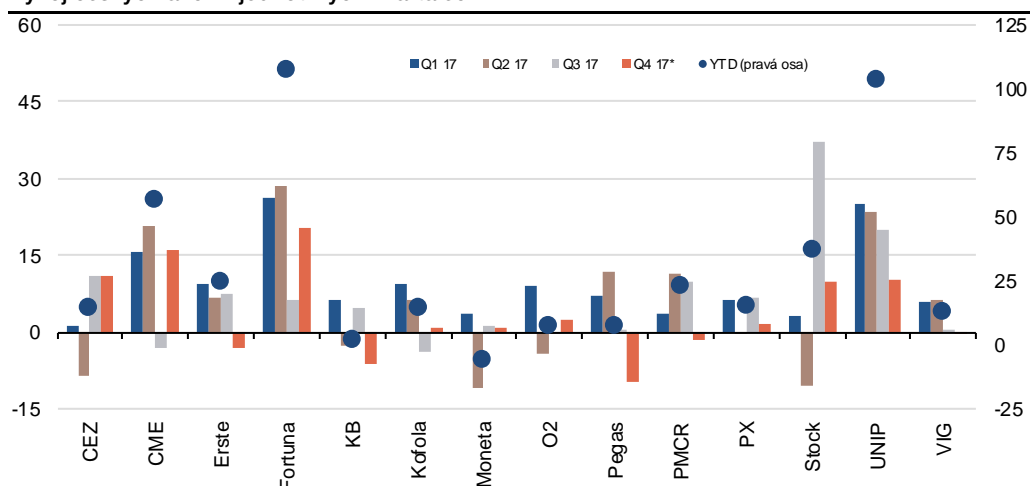
**Čtvrtý kvartál opět zamíchal s pořadím výnosnosti jednotlivých titulů na pražském parketu.** Největšího zisku dosáhla sázkařská skupina Fortuna, když obsadila první místo svým růstem jak ve čtvrtém kvartále (zisk 20 %), tak i za vývoj od počátku roku (zhodnocení 108 %). Impulzem k růstu ve čtvrtém kvartále bylo zveřejnění výsledků hospodaření za 3Q 17, které překonaly očekávání téměř ve všech sledovaných položkách. Výrazněji se již projevil pozitivní vliv akvizice Hattrick Sports Group a potvrdila se úspěšnost nového online herního segmentu. Druhé místo kvartálním růstem obsadila mediální skupina CME, když po neúspěšném třetím kvartále opět vyrazila vzhůru za ziskem přes 16 %. Celkově tak od počátku roku obsadila třetí místo s výnosem 57 %. K růstu v posledním kvartále dopomohly spekulace o nových zájemcích ohledně odkupu majoritního podílu v CME. Mělo by se jednat o čínskou CEFC spolu s Pentou. Kolem 10 % se zhodnotily i akcie energetického gigantu ČEZ (+11 %) a Unipetrolu (+10 %). Unipetrol svým celkovým růstem od počátku roku, když si připsal 104 %, zaujímá druhé místo v žebříčku nejziskovějších společností pražského parketu. Akcie společnosti těžily z přetrvávajícího příznivého vývoje v odvětví a obnovené produkce ve svých závodech. ČEZ se ve srovnatelném období dostal až na osmou pozici se ziskem 14 %. Poslední ze skupiny úspěšných firem posledního kvartálu je likérka Stock, která získala přes 9 % (od počátku roku 38 % a umístila se na čtvrtém místě).

O2 Czech Republic, Moneta, VIG a Kofola se ve čtvrtém kvartálu volatilita vyhnula a akcie téměř nezměnily svoji hodnotu.

Do pomyslné druhé skupiny společností, které ve čtvrtém kvartále zaznamenaly zisky do dvou procent, patří O2 Czech Republic, Moneta Money Bank, Kofola a VIG. Hospodářské výsledky za Q3 17 nijak výrazně nepřekvapily, čemuž odpovídá i volatilita těchto titulů, když ani jedna ze společností nepředvedla výraznější pohyb vzhůru či směrem dolů. Výjimkou můžou být akcie Monety, kde výsledky byly pozitivnější, než trh očekával, avšak ztlačněji se to na volatilitě neprojevilo. Moneta zároveň svým výkonem od počátku roku zaujímá poslední pozici v žebříčku se ztrátou 6 %.

Akcie textilky Pegas jsou propadlím posledního kvartálu.

Poslední skupina, která prohrála svůj boj o zisky v závěru roku a utrpěla tak ztráty, zahrnuje i významné hráče. Nejhlouběji se propadly akcie textilky Pegas, a to o celých 11 %. Od začátku roku si tak připsaly pouze 7 %. Za propadem ve čtvrtém kvartálu stojí především obavy z možnosti stažení akcií z burzy, které by vedlo k jejich výrazně nižší likviditě, změna dividendové politiky a v neposlední řadě nepříznivé hospodářské výsledky za třetí kvartál, když se společnosti i přes růst tržeb propadl čistý zisk o téměř 90 % v porovnání se srovnatelným obdobím minulého roku. Ve čtvrtém kvartále ztrácely i bankovní domy, Komerční banka (-5 %) a Erste Group (-2 %). Mírnou ztrátu hodnoty akcií zaznamenal i výrobce cigaret Philip Morris, a to 2 %.

**Vývoj českých akcií v jednotlivých kvartálech**


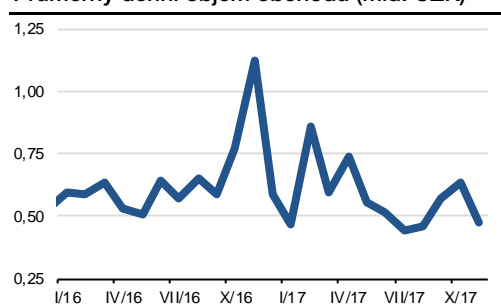
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg. \*data k 7.12.2017

ČEZ, Moneta Money Bank a Komerční banka jsou trojicí nejobchodovanějších titulů na pražské burze.

**Počátek podzimu byl ve znamení oživení obchodní aktivity na pražském parketu po prázdninovém útlumu.** Vzhledem

k absenci primárních i sekundárních úpisů byly denní zobchodované objemy v září a říjnu na úrovni ročního průměru 600 mil. CZK, avšak v listopadu se opět propadly na prázdninové úrovni. ČEZ neustále potvrzuje pozici nejobchodovanějšího titulu s 35% podílem. Menší emise v posledním období mírně

utlumily svoji aktivitu, když podíl pěti největších titulů vzrostl z 85 na 88 %. Moneta Money Bank se svými 20 % zaujala druhou pozici v žebříčku nejobchodovanějších titulů pražské burzy. V jejím závěsu jsou akcie Komerční banky s 17% podílem, následované třetí bankou na burze, Erste Group, která dosáhla 12 %. Pětici nejobchodovanějších titulů pak tradičně doplnila společnost O2 Czech Republic se 4 %. V posledním kvartále rostly objemy obchodů u akcií Unipetrol, když jejich podíl na celkovém obchodování se přiblížil k 4 %.

**Průměrný denní objem obchodů (mld. CZK)**


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, BCPP

**Jiří Kostka**  
+420 222 008 560  
jiri\_kostka@kb.cz

## Výhled globální ekonomiky

### Spojené státy americké: další zvýšení sazeb v prosinci

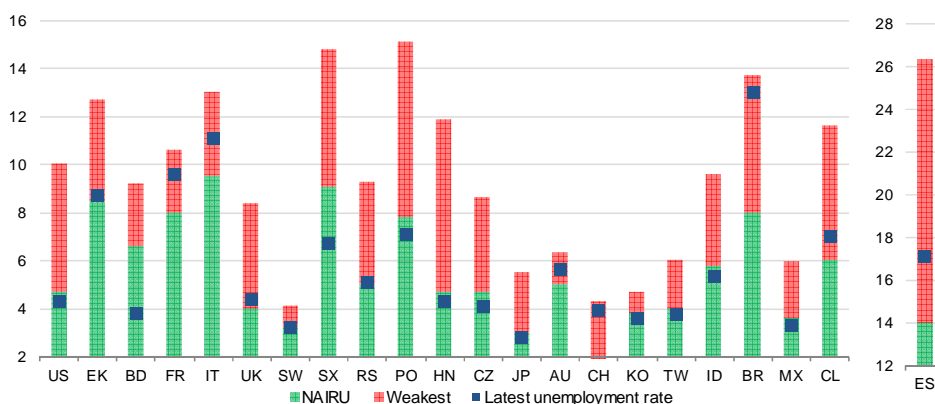
Ekonomický růst v USA táhne spotřeba domácností.

**Ve třetím čtvrtletí ekonomika Spojených států přidala 3,0 % q/q (anualizovaně) po 3,1 % q/q v Q2 17.** Hlavním tahounem domácího růstu zůstává spotřeba domácností, která by měla být motorem ekonomiky USA i do budoucna. Nasvědčuje tomu dobrá situace na trhu práce, klesající míra úspor i relativně vysoký zájem o nehypoteční úvěry. Míra nezaměstnanosti v říjnu poklesla na 4,1 %, nejnižší hodnotu od roku 2000, a podle ekonomů SG by se měla ještě dále snižovat. Výrazně klesá i počet nových uchazečů o dávky v nezaměstnanosti. Ten je nejnižší za několik posledních desetiletí. Spotřebu by navíc měly podpořit i schválené daňové škrty. K hospodářskému růstu by letos měly více přispět i firemní investice především díky oživení aktivity v oblasti energetického sektoru. Po loňských 1,5 % stoupne letos podle ekonomů SG americký HDP o 2,1 %. Podobné tempo očekáváme i v roce 2018.

#### Box 1: Hospodářský cyklus v USA je již ve své pozdní fázi

Současná expanze ve Spojených státech začala v červnu 2009 a nyní je již třetí nejdelší v historii Spojených států. V únoru 2018 zaujme, pokud jde o délku trvání, druhé místo a pokud vydrží až do května 2019, bude nejdelší v celé historii USA vůbec. Ve druhé polovině roku 2019 však v USA podle ekonomů SG začne nastupovat recese. O tom, v jaké fázi se současná etapa globálního hospodářského růstu nachází, dobře vypovídá vývoj míry nezaměstnanosti. Ta se již v mnoha vyspělých ekonomikách pohybuje pod NAIRU, jak ukazuje následující obrázek.

#### Míra nezaměstnanosti versus NAIRU

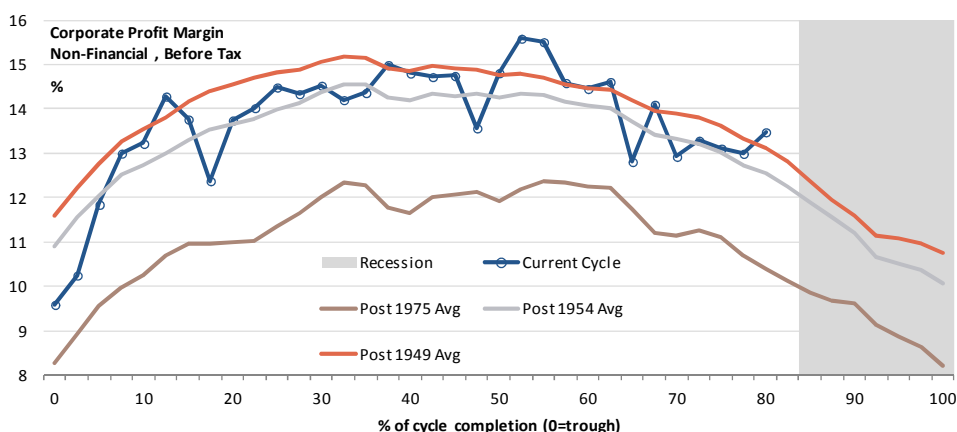


Zdroj: Datastream, SG Cross Asset Research/Economics

Míra nezaměstnanosti pod NAIRU naznačuje, že se ekonomiky nacházejí v pozdní fázi expanze. To platí i pro Spojené státy. Pokles nezaměstnanosti pod NAIRU je zpravidla spojen s rychlým nárůstem mezd a akcelerující inflací. To vytváří tlak na zvyšování úrokových sazeb. V důsledku toho klesají ziskové marže korporací, snižují se investice a hospodářský růst zpomaluje.

Ziskové marže jsou tak dalším dobrým vodítkem k posouzení, v jaké fázi cyklu se ekonomika nalézá. V Q2 17 ziskové marže ve Spojených státech překvapily růstem, což bylo dáno zvýšením produktivity. V následujících čtvrtletích však podle našeho odhadu jednotkové mzdové náklady opět porostou, což bude vytvářet další tlak na pokles ziskových marží.

## Spojené státy: ziskové marže a hospodářský cyklus



Zdroj: Datastream, Haver analytics, SG Cross Asset Research/Economics

Známky toho, že se expanze v USA již nachází v pozdní fázi, jsou patrné i na míře úspor domácností, která výrazně poklesla.

Ekonomika Spojených států tedy vykazuje jasné známky pokročilé expanze a v H2 19 vstoupí podle našeho názoru do recese. Recese ve Spojených státech se bude postupně přelévat i do eurozóny. Následně se zpomalení nevyhne ani Česká republika.

Další zvýšení sazeb ještě před koncem letošního roku.

**Americká centrální banka (Fed) začala v říjnu s normalizací bilanční sumy.** Objem splatných dluhopisů, které již nebudou znovu reinvestovány, byl stanoven na 6 mld. USD měsíčně u vládních dluhopisů a 4 mld. USD u dluhopisů krytých hypotékami (MBS). Tento objem se bude každé tři měsíce zvyšovat až do cílové výše 30 mld. USD pro vládní dluhopisy a 20 mld. USD pro MBS. Po jak dlouho bude tato cílová výše v platnosti, respektive kam až Fed plánuje bilanční sumu snížit, zatím oznámeno nebylo. V současné době bilanční suma Fedu dosahuje necelých 4 500 mld. USD, zatímco před zahájením programu kvantitativního uvolňování se její výše pohybovala na úrovni přibližně 900 mld. USD. V každém případě by nižší reinvestice dluhopisů měly postupně tlačit úroky na delším konci výnosové křivky směrem nahoru a pomáhat tak Fedu ve zpřísňování měnové politiky. Fed bude nicméně měnové podmínky utahovat dále i prostřednictvím zvyšování klíčové sazby. K tomu podle ekonomů SG přistoupí již na svém prosincovém zasedání (12.-13. prosince). V příštím roce Fed zvýší sazby celkem třikrát.

Příští rok euro posílí až na 1,27 USD/EUR.

**Jestřábí rétorika Fedu společně s nadějí, že se Donaldu Trumpovi podaří prosadit daňové škrt, zastavila posilování eura na 1,20 USD/EUR.** Na této hladině by se kurz měl podle ekonomů SG nacházet i na konci letošního roku. Příští rok se však díky omezování programu kvantitativního uvolňování v eurozóně ke slovu opět vrátí euro. Na konci roku 2018 by se měnový pár měl nacházet na úrovni 1,27 USD/EUR.

## Eurozóna: zvyšování sazeb v nedohlednu

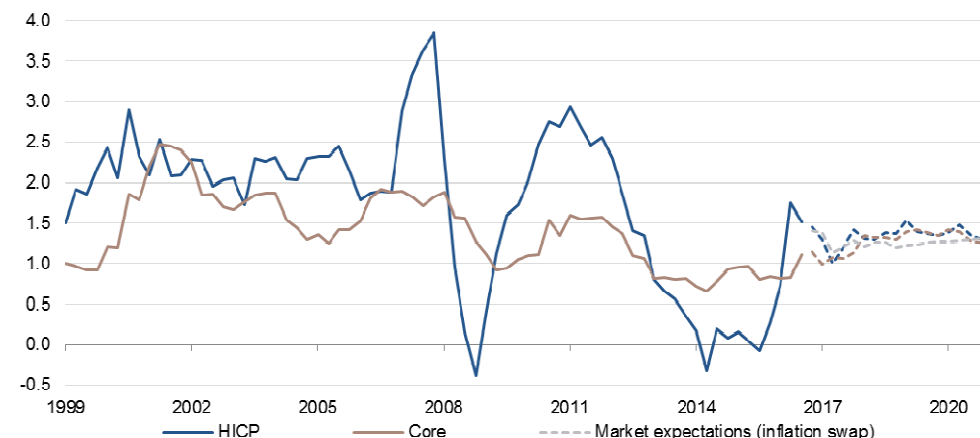
V letech 2018-2019 růst eurozóny zpomalí.

**Růst HDP eurozóny dosáhl v Q3 17 solidních 0,6 % q/q.** V meziročním srovnání ekonomika přidala 2,5 %, což je nejrychlejší tempo od roku 2011. Domácnosti těží z dobré situace na trhu práce. Říjnová míra nezaměstnanosti poklesla na úroveň 8,8 %, nejnižší hodnotu od roku 2009, a snižovat by se měla i nadále. To se pak odráží v rostoucí spotřebitelské důvěře, která se poprvé od roku 2001 dostala do kladného teritoria (záporné hodnoty znamenají nedostatek důvěry spotřebitelů). Dobrá nálada spotřebitelů se pak promítá do rostoucí spotřeby domácností. Ekonomika eurozóny těží i z oživení světové poptávky. To by mělo být vidět na



vývoji čistých exportů, které ještě ve druhém čtvrtletí hospodářský růst brzdily. Významným přispěvatelem zůstávají i investice (+0,5 pb v roce 2017 i 2018). Za celý letošní rok by si ekonomika eurozóny měla polepšit o 2,3 y/y, rizika se však koncentrují ve směru nahoru. 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 podle našeho odhadu recese ve Spojených státech.

#### Inflace v eurozóně zůstane utlumená



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

První zvýšení sazeb v červnu 2019.

**Evropská centrální banka v říjnu oznámila, že svůj program kvantitativního uvolňování prodlouží o devět měsíců, tedy do konce září 2018.** Zároveň však s platností od ledna 2018 sníží objem nakupovaných aktiv ze současných 60 mld. EUR na 30 mld. EUR. To, zda program v září definitivně skončí, bude záviset především na vývoji mezd, investic a inflace. Inflace v eurozóně dosáhla svého vrcholu již v dubnu (na úrovni 1,9 % y/y). Od té doby v důsledku vyprchávacího efektu statistické základny zpomaluje. Příští rok by spotřebitelské ceny měly v průměru dosáhnout 1,4 % y/y po letošních předpokládaných 1,5 % y/y. Za nedostatkem inflačních tlaků v eurozóně stojí mimo jiné nízké jednotkové mzdové náklady. Výraznější růst mezd by mohla přinést nová ujednání s odbory v oblasti průmyslu a ve veřejné sféře v Německu (stará končí v prosinci 2017 a březnu 2018). I tak ale jádrová inflace v období let 2017-2021 nepřesáhne v průměru 1,3 % y/y. Inflační vývoj bude podle ekonomů SG důvodem, proč Evropská centrální banka prodlouží program QE ještě jednou, a to do konce příštího roku. Objem nakupovaných aktiv v posledním čtvrtletí příštího roku by měl však být již jen 15 mld. EUR. První a zároveň poslední zvýšení úrokových sazeb nastane podle ekonomů SG v červnu 2019. Depozitní sazba by měla stoupnout o 20 bb na -0,2 %, repo sazba o 5 bb na 0,05 %.

#### Čína: růstového cíle nebude příští rok dosaženo

Čína bude v započatých reformách zřejmě pokračovat.

**Říjnový kongres komunistické strany potvrdil ve stávající funkci generálního tajemníka prezidenta země Si Ťin-Pching.** Ten svou pozici ještě více posílil, když by postaven na stejnou úroveň jako zakladatel komunistické strany Mao Ce-tung. Podstatné je, že na kongresu nepadla žádná zmínka o růstovém cíli. Ze závěrů kongresů vyplývá, že Čína bude nyní klást větší důraz na vyváženost ekonomiky a na posílení role Číny v zahraničí než na samotný hospodářský růst. To naznačuje, že Čína hodlá v započatých strukturálních reformách pokračovat. Střednědobého růstového hospodářského cíle na úrovni 6,5 % bude v letošním roce dosaženo (náš odhad 6,8 %). V příštím roce však čínská ekonomika zpomalí a růst dosáhne podle ekonomů SG pouze 6,2 %. Negativně na něho dopadne kampaň za snížení zadluženosti, restriktivní opatření na trhu nemovitostí a vyšší úrokové sazby. Navíc chce čínská vláda v zimních měsících výrazně omezit průmyslovou produkci v severním



regionu, aby snížila znečištění ovzduší. Pokud by byl plán realizován důsledně, znamenalo by to snížení průmyslové produkce o 0,6 - 0,8 pb a nižší růst HDP o 0,2 - 0,25 pb v následujících šesti měsících. Čínský RMB byl v letošním roce díky efektivní kontrole kapitálu a slabšímu americkému dolaru poměrně stabilní. Vzhledem k očekávanému zpomalení čínské ekonomiky v příštím roce může v roce 2018 oslabit, nicméně kapitálová kontrola by měla zabránit výraznějším propadům.

## Japonsko: čtvrtý rok nad tempem potenciálního produktu

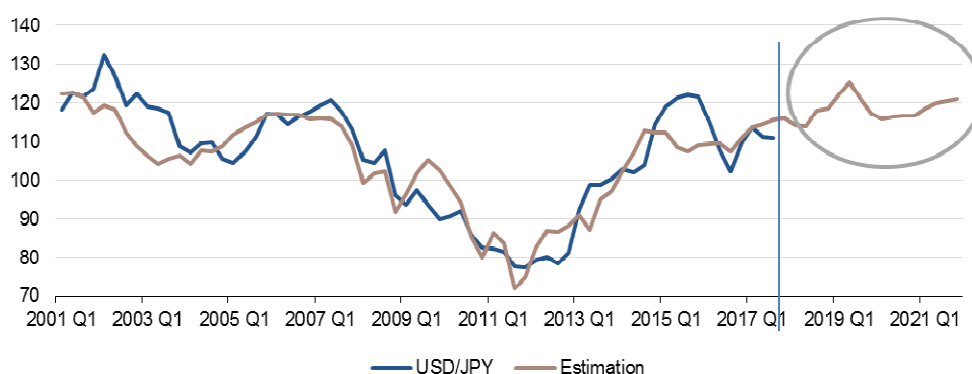
Ekonomiku táhne domácí poptávka.

**Po silném letošním růstu o 1,5 % by si japonská ekonomika měla v roce 2018 polepšit o 1,3 %.** Poroste tak již čtvrtý rok nad tempem potenciálního produktu (1,0 %). 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. Oživení světové ekonomiky společně se slabším JPY by pak mělo stimulovat korporátní aktivitu. Korporace musí navíc reagovat na nedostatek pracovní síly vyššími investicemi a vyvíjením nových produktů a služeb, pokud chtějí dále zvyšovat své prodeje. Investice porostou i díky přípravě na olympijské hry v Tokiu v roce 2020. Rizikem zůstává plánované zvýšení spotřební daně v říjnu 2019.

Cíl týkající se dlouhodobých výnosů BoJ zvýší v H2 18.

**Japonská centrální banka (BoJ) zatím stále pokračuje v kontrole výnosů 10letých státních dluhopisů, což drží JPY na slabších úrovních.** Snaží se tak dosáhnout svého 2% inflačního cíle. V H2 18 BoJ podle ekonomů SG cíl týkající se dlouhodobých výnosů pravděpodobně zvýší. Nutnou podmínkou však bude, aby jádrová inflace překročila 1 % y/y, kurz JPY se pohyboval nad 120 JPY/USD a rizika spojená s ekonomickým výhledem byla hodnocena jako neutrální. I tak ale kontrola výnosů bude JPY tlačit na slabší úroveň. Negativní úrokové sazby zatím nevedly k oslabení pozice finančních institucí či jiným nežádoucím vedlejším efektům. Na trhu nemovitostí je sice patrná silná investiční aktivita, ta je však monitorována regulátory. Pokud by se negativní vliv záporných úrokových sazeb začal projevoval, přistoupila by podle našeho názoru BoJ k jejich zvýšení.

### JPY bude dále oslabovat



Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics

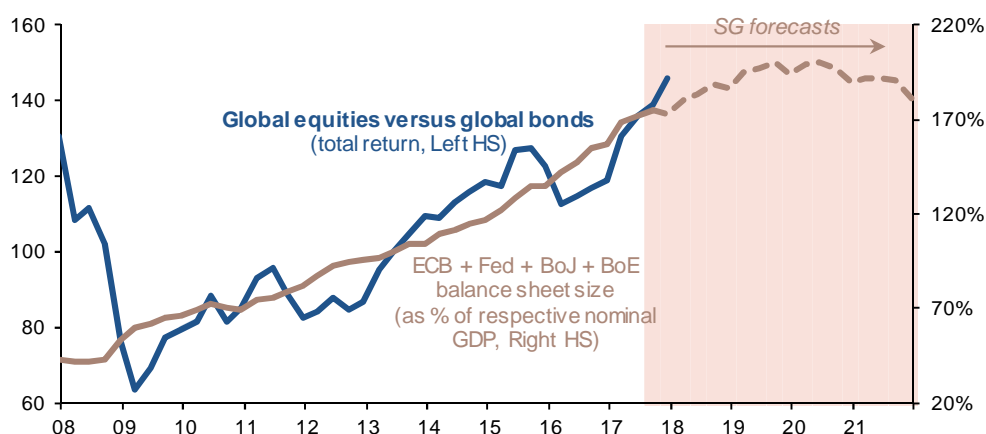
**Jana Steckerová**  
+420 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

## Výhled pro akciové trhy

Société Générale snížila váhu akcií ve svém globálním portfoliu z 50 % na 40 % a nově pro ně drží doporučení *Podvážit*.

Náš výhled pro akciové trhy je založen na předpovědích Société Générale (analýza *Multi-Asset Portfolio – Be ready for the end of Goldilock* zveřejněná 28. listopadu, 6:59 CET a *The Big Picture – To bear or not to bear* z 23. listopadu, 7:43 CET). SG pokračuje ve snižování rizikového profilu svého portfolia. Ocenění aktiv je v současné době velmi vysoké, zatímco investiční apetit po instrumentech rozvíjejících se trhů je na maximech. Vesměs velmi jednotný či podobný hospodářský cyklus globální ekonomiky nechává prostor mnoha centrálním bankám, aby přistoupily k rychlejšímu exitu ze své akomodativní měnové politiky, než se původně očekávalo, a to zejména v případě ECB či BoJ. Americká ekonomika se nachází v poslední fázi hospodářské expanze a sužují ji v současnosti politické třenice. **Výsledkem je, že Société Générale snížila ve svých portfoliích expozici vůči akciím a nově doporučuje akcie podvážovat.** Aktuálně vysoká očekávání ohledně hospodářského růstu jsou příležitostí k vybírání zisků z akciových pozic a redukování jejich váhy v portfoliu (-10 pb na 40 %) ve prospěch státních dluhopisů (+10 pb na 28 %). SG snížila zejména podíl amerických akcií (-8 pb) na minimální úroveň 10 %, dále pak omezila i investice v evropských akciích o 2 pb na 10 %. Díky výraznému nárůstu od června letošního roku a rekordně vysokým čistým dlouhým pozicím SG doporučuje snížit držbu ropy a dalších komodit (-2 pb na 5 %).

### Přesun z akcií do dluhopisů v kontextu normalizace bilanční sumy, zejména v USA



Zdroj: SG Cross Asset Research/Global Asset Allocation ; Multi Asset Portfolio – Be ready for the end of Goldilock zveřejněná 28.11.2017, 6:59 CET

Prostor pro růst amerických akcií prakticky žádný už nevidíme.

**Ocenění amerického indexu S&P 500 je velmi vysoké.** Na všech hlavních ukazatelích se americké akcie obchodují na úrovních, kde se naposledy nacházely při bublině v devadesátých letech. Od zvolení Donalda Trumpa americkým prezidentem akciový trh vzrostl o více než 25 %, ale pouze polovinu růstu ospravedlňují rostoucí zisky. Druhá polovina je tažena jinými faktory jako například očekávanými daňovými změnami, které tak jsou dle nás v ocenění trhu již započítány. Americká ekonomika se navíc nachází v poslední fázi expanze, která je mimo jiné charakterizovaná klesajícími ziskovými maržemi. Růst dluhopisových výnosů a postupné započítávání přísnější měnové politiky Fedu budou nejvíce působit proti dalšímu vzestupu amerického akciového trhu.

Očekávané posílení eura bude negativně ovlivňovat výkonnost evropských akcií a ospravedlňuje tak mírné snížení jejich váhy v portfoliích.

**Rostoucí dynamika ekonomické aktivity by měla dále podporovat vzestup evropského indexu EuroStoxx 50 a hlavní kontinentální trhy jako Francie a Německo.** Nicméně silnější euro a vyšší dluhopisové výnosy budou pravděpodobně výkonnost trhů omezovat. Změny v měnové politice ECB budou nejvíce ovlivňovat italské a španělské trhy, které mají kreditní profil relativně slabý. Kromě toho bude v příštím roce zdrojem nejistoty politická nestabilita

pramenící z konaných voleb v Itálii, Katalánsku a Španělsku. Akciové trhy ve Velké Británii budou pod tlakem kvůli vyjednávání ohledně Brexitu.

Asijské akciové trhy nabízejí růstový potenciál, obavou je však negativní dopad vývoje amerického trhu.

**Asijské akcie by měly být zářným bodem globálního akciového trhu.** Přesto se obáváme vysokého ocenění amerických aktiv a dopadu potenciální korekce zejména amerických akcií či dluhopisů na asijské trhy. Menším rizikem jsou pro nás regionální faktory. Kongres čínské komunistické strany upevnil postavení prezidenta Xi Jinping a vytyčil hlavní body politické agendy. Myslíme si, že jde z pohledu finančních aktiv o stabilizující prvek. Stejně důležitým bodem je i velká pravděpodobnost, že Shinzo Abe zůstane japonským premiérem po následující čtyři roky, čímž se zajistí kontinuita současného uvolněného mixu měnové a fiskální politiky.

Ocenění a likvidita obecně vysílají pozitivní signály pro asijské akcie jako celek. Naším předpokladem je, že čínské akcie sice nedosáhnou tak silných zisků jako v posledních 12 měsících, nicméně nebudou působit jako destabilizující faktor pro asijské trhy. **Jsme tak neutrální vůči čínským akciím, převážení v japonských, korejských či jihovýchodoasijských trzích a takticky podvážení v Indii a na Taiwanu.**

#### Cíle SG a KB pro akciové indexy

Index	Aktuálně 8. 12.	III.18 odhad	VI.18 odhad	IX.18 odhad	XII.18 odhad	XII.19 odhad	změna 1 rok (%)
<b>S&amp;P 500 (USA)</b>	<b>2 637</b>	<b>2 500</b>	<b>2 450</b>	<b>2 550</b>	<b>2 500</b>	<b>2 000</b>	<b>-5,2</b>
<b>DJ Stoxx 600 (Evropa)</b>	<b>390</b>	<b>380</b>	<b>385</b>	<b>390</b>	<b>385</b>	<b>310</b>	<b>-1,2</b>
FTSE 100 (V. Británie)	7 360	7 300	7 200	7 200	7 000	5 500	-4,9
CAC 40 (Francie)	5 406	5 400	5 500	5 600	5 500	4 500	1,7
DAX 30 (Německo)	13 202	13 000	13 200	13 500	13 500	11 000	2,3
FTSE MIB (Itálie)	22 756	21 500	21 000	22 000	21 500	17 000	-5,5
IBEX 35 (Španělsko)	10 358	9 800	9 600	10 000	9 800	8 000	-5,4
<b>Nikkei 225 (Japonsko)</b>	<b>22 811</b>	<b>21 500</b>	<b>22 000</b>	<b>23 500</b>	<b>24 500</b>	<b>25 500</b>	<b>7,4</b>
HSCEI (Čína)	11 290	11 200	11 700	12 000	12 800	14 000	13,4
KOSPI 200 (Jižní Korea)	325	325	335	350	365	385	12,4
Sensex (Indie)	33 250	32 000	33 000	33 670	34 650	38 800	4,2
MSCI AC Asie ex. Japonsko	683	680	700	720	750	780	9,7
<b>PX (KB/SG, tržní ceny)</b>	<b>1 060</b>	<b>1 090</b>	<b>1 080</b>	<b>1 110</b>	<b>1 140</b>	<b>1 231</b>	<b>7,5</b>
<b>PX (KB/SG, konsensus)</b>	<b>1 060</b>	<b>1 100</b>	<b>1 090</b>	<b>1 130</b>	<b>1 170</b>	<b>1 264</b>	<b>10,4</b>

Zdroj: SG Cross Asset Research (Multi Asset Portfolio z 28. listopadu 2017, 6:59 CET); Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční instituce zůstávají nejpreferovanějším sektorem SG.

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 dodavatelé**. Současné prostředí by mělo být atraktivní i pro **finanční sektor**, včetně pojišťovnictví. Na základě očekávané rostoucí poptávky po ropě rovněž preferujeme sektor **ropa a plyn**. Nově také doporučujeme nadvážít tabákový průmysl.

Rostoucí úrokové sazby nesvědčí zadluženým telekomunikacím a maloobchodním řetězcům.

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

Náš výhled pro český akciový trh je pozitivní.

**Pražská burza by mohla v příštím roce dosáhnout velmi solidního růstu.** 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 9 % (viz tabulka výše) s odhadovaným dividendovým výnosem na úrovni 5,4 %.

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 **Erste Group**, nabízející celkový výnos 27 %, respektive 18 %. Evropský bankovní sektor by měl obecně těžit z příznivých makroekonomických podmínek, silné spotřeby domácností a investiční aktivity. České banky jsou navíc velmi dobře kapitalizované. Zároveň jsme pozitivní na akcie pojišťovny Vienna Insurance Group, pro které rovněž držíme nákupní doporučení s očekávaným celkovým výnosem 6 %.

Z ostatních emisí **doporučujeme nakupovat** akcie **CME**. Ty by měly těžit ze zlepšujícího se finančního profilu díky klesajícímu zadlužení a rostoucích trhů 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. V naší poslední fundamentální analýze jsme doporučili k nákupu i akcie sázkařské firmy Fortuna, která by měla těžit z nedávných akvizic. Akcie O2 Czech Republic doporučujeme nyní držet a prodejní doporučení jsme vydali pro textilku Pegas Nonwovens. Poslední zmíněná bude pravděpodobně v blízké budoucnosti stažena z trhu. Fortunu možná čeká podobný osud později.

**Miroslav Frayer**  
+420 222 008 567  
miroslav\_frayer@kb.cz

### Očekávané korporátní události v nadcházejících měsících

Datum	Společnost	Událost
18. prosinec	Kofola ČeskoSlovensko	Valná hromada akcionářů
18. prosinec	Pegas Nonwovens	Mimořádná valná hromada akcionářů
25. leden	Unipetrol	Výsledky hospodaření za Q4 2017
30. leden	O2 Czech Republic	Předběžné výsledky hospodaření za rok 2017
8. únor	Komerční banka	Předběžné výsledky hospodaření za rok 2017
8. únor	CME	Výsledky hospodaření za Q4 2017
12. únor	MSCI	Oznámení rebalance indexů MSCI
28. únor	Erste Group	Předběžné výsledky hospodaření za rok 2017
1. březen	MSCI	Platnost nové rebalance indexů MSCI
7. březen	Stock Spirits Group	Výsledky hospodaření za Q4 2017
9. březen	Fortuna Entertainment Group	Výsledky hospodaření za Q4 2017
15. březen	Unipetrol	Výroční zpráva za rok 2017
20. březen	Kofola ČeskoSlovensko	Výsledky hospodaření za Q4 2017
21. březen	ČEZ	Výsledky hospodaření za Q4 2017
22. březen	Vienna Insurance Group	Výsledky hospodaření za Q4 2017
23. březen	Pegas Nonwovens	Výsledky hospodaření za Q4 2017
28. březen	Philip Morris ČR	Výsledky hospodaření za Q4 2017

Zdroj: Bloomberg, společnosti

## Zahraniční trhy

**S&P 500 (USA)**

Zdroj: Bloomberg

**Stoxx 600 (Evropa)**

Zdroj: Bloomberg

**Nikkei 225 (Japonsko)**

Zdroj: Bloomberg

**HSCEI (Čína)**

Zdroj: Bloomberg

**WIG 20 (Polsko)**

Zdroj: Bloomberg

**BUX (Maďarsko)**

Zdroj: Bloomberg

Utility |  
**ČEZ**

Výsledky za Q3 17 příliš nepřesvědčily; rostou investice v decentralizované energetice

**Koupit**

Cena 11.12.17	<b>490 CZK</b>
12m cíl	<b>542 CZK</b>
Pot. růst ceny	<b>10,6 %</b>
Dividenda	<b>35 CZK</b>
Celkový výnos	<b>17,8 %</b>

**Sektorové doporučení**

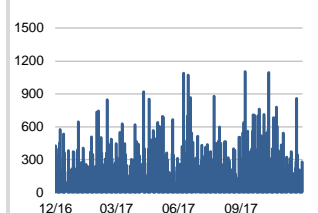
Snížit váhu

**Typ investice**

Expozice vůči cenám komodit	✓
Vysoký dividendový výnos	✓

**Roční vývoj ceny akcí (CZK)**

Zdroj: Bloomberg

**Objem obchodů (v tis. ks)**

Zdroj: Bloomberg

**Data o akciích**

RIC	CEZsp.PR	Bloom	CEZ CP
52týdenní rozmezí		392,8 - 498	
Tržní kap. (mld. CZK)		264,2	
Tržní kap. (mld. EUR)		10,3	
Volné obchod. (%)		30	
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Akcie	1,6	17,8	17,7
Relativně k PX	1,8	13,6	-0,1

Zdroj: Bloomberg

**Poslední analýza a komentář:**<http://bit.ly/CEZana17>[http://bit.ly/CEZ\\_Q317res](http://bit.ly/CEZ_Q317res)**Výsledky ČEZ za Q3 17**

mld. Kč	Q3 16	Q3 17	změna	odhad KB	konsensus*
Tržby	46,2	45,8	-1 %	45,99	45,99
EBITDA	10,7	9,7	-9 %	10,36	10,24
Provozní zisk	3,6	2,1	-42 %	2,86	2,47
Čistý zisk	0,9	-0,1	n/m	1,03	0,87
Upravený čistý zisk	1,9	0,3	-84 %	1,12	0,87

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

**Výsledky hospodaření za Q3 17** zaostaly za očekáváním, a to zejména na úrovni provozní i čisté ziskovosti. Na vývoji EBITDA, která meziročně klesla o 9 % na 9,7 mld. CZK, se negativně podepsaly nižší realizační ceny a vyšší náklady na emisní povolenky, naopak pozitivně působila struktura výroby díky vyššímu využití jaderných elektráren. ČEZ pak celkově vykázal za Q3 17 čistou ztrátu ve výši necelých 100 mil. CZK. Tu ovlivnily vyšší odpisy kvůli zařazení elektrárny Prunéřov do majetku firmy. Firma zároveň odepsala část goodwillu v Turecku ve výši 0,4 mld. CZK. Očištěný zisk tak dosáhl 0,3 mld. CZK.

**Výhled managementu:** ČEZ nepatrně snížil svůj výhled pro EBITDA o 1 mld. CZK na 52 mld. CZK. Důvodem bylo především odsunutí rozhodnutí soudu ohledně plnění závazku SŽDC z roku 2011 za horizont 2017 (celkem včetně příslušenství činí dopad na EBITDA cca -1,3 mld. CZK). Odhad čistého zisku však ponechal ČEZ beze změny, tedy na 19 mld. CZK.

**Bulharská aktiva:** ČEZ nedávno informoval a v dnešní prezentaci zopakoval, že se dohodl na podmínkách prodeje své bulharské černouhelné elektrárny Varna, která je od roku 2015 odstavena kvůli nevyhovujícím ekologickým limitům, do rukou bulharské společnosti SIGDA OOD. Cena transakce prozatím oznámena nebyla, nyní obě strany čekají na schválení bulharským úřadem pro ochranu hospodářské soutěže. Předpokládáme, že v optimistickém scénáři by ČEZ mohl utržit 50 mil. EUR (zhruba 1,3 mld. CZK). ČEZ má údajně vážného kupce i na svá ostatní bulharská aktiva, tedy distribuční síť, solární elektrárnu Orešec a stanici na zpracování biomasy Bara. Zde by mohla cena převýšit poslední známé nabídky ve výši 300 mil. EUR (cca 7,7 mld. CZK).

**Akvizice společností:** ČEZ ESCO získala čtyři firmy působící v oblasti decentralizované energetiky. Konkrétně se jedná o výrobce světel Hormen CE, dodavatele klimatizací AirPlus, polské společnosti zabývající se instalací solárních elektráren OEM Energy a provozovatele lokální distribuční sítě Easy Power. V nadcházejících dnech ČEZ ESCO dokončí ještě jednu akvizici, a to polského poskytovatele služeb v oblasti modernizace tepelného hospodářství. Hodnota transakce uvedená nebyla. Management pouze zmínil, že náklady na pořízení jsou v takové výši, aby vnitřní výnosnost investice byla přes deset procent ročně. Akvizice zapadají do strategie společnosti, která se tak chce stát významným hráčem v této oblasti. ČEZ investuje do energetických služeb s výhledem na jejich budoucí rozvoj na základě cílů Evropské unie do roku 2030, které počítají například s navýšením podílu obnovitelných zdrojů na 35 % či úsporami energií ve výši 30 %.

**Hlavní rizika:** Značný pokles cen silové elektřiny, neočekávané dlouhodobé prodloužení odstávek zdrojů oproti stávajícímu plánu, výrazné snížení dividend.



**Miroslav Frayer**  
(420) 222 008 567  
miroslav\_frayer@kb.cz

| Média |

## CME

Ve hře je nový významný zájemce o koupi majoritního podílu v CME

## Koupit

Cena 11.12.17	<b>4,9 USD</b>
	104,2 CZK
12m cíl	<b>5,0 USD</b>
	108,5 CZK
Pot. růst ceny	<b>3,1 %</b>
Dividenda	<b>0,0 USD</b>
	0,0 CZK
Celkový výnos	<b>3,1 %</b>

## Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

## Typ investice

Cyklické odvětví

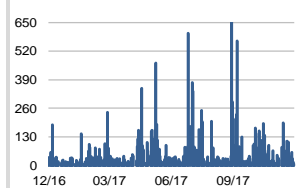


## Roční vývoj ceny akcie (CZK)



Zdroj: Bloomberg

## Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

## Data o akci

RIC CETVsp.PR	Bloom CETV CP
52týdenní rozmezí	63,1 - 110
Tržní kap. (mil. CZK)	15,1
Tržní kap. (mil. USD)	703
Volně obchod. (%)	44
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	4,2 14,6 50,1
Relativně k PX	4,4 10,5 27,4

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

[http://bit.ly/CME\\_TP5e](http://bit.ly/CME_TP5e)<http://bit.ly/CME3Q17res>

## Výsledky CME za Q3 17

mil. USD	Q3 16	Q3 17	změna	Odhad KB	Konsensus
Tržby	107,5	119,4	11,1 %	110,4	120,5
OIBDA	19,3	25,1	30,1 %	22,8	25,7
Provozní zisk	11,5	16,0	39,9 %	14,4	n/a
Čistý zisk	-19,8	-7,9	nm	-8,5	-3,2

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, \*průzkum Bloomberg, CME

**Hospodářské výsledky za Q3 17:** Tržby vzrostly o 11,1 % na 119,4 mil. USD a jejich struktura odhalila pozitivní příspěvek všech trhů. Ziskovost CME pokračovala v silném růstovém trendu i ve třetím čtvrtletí díky expanzi reklamního trhu a pokračujícímu zvyšování příjmů z poplatků a předplatného. OIBDA se zvýšila o silných 30 % na 25,1 mil. USD. Klesající, ale stále vysoké náklady a ztráta z nepokračujících operací vedly k celkové čisté ztrátě ve výši 7,9 mil. USD (v loňském třetím kvartále ztráta dosáhla 19,8 mil. USD).

**Spekulace o prodeji majoritního podílu v CME:** V listopadu se objevil nový zájemce o koupi majoritního podílu v CME od společnosti Time Warner. Jedná se o společnou snahu čínské investiční skupiny CEFC a Penta Investment. Time Warner drží v CME 46,5% podíl na hlasovacích právech, avšak po započtení warrantů splatných v květnu 2018 by ovládal 75 % společnosti. Mimo to se CME v červenci dohodla se slovinskou United Group na prodeji svých aktiv ve Slovinsku a Chorvatsku za 262,5 mil. USD. To mělo firmě umožnit rychle snížit zadlužení. Završení transakce bylo plánováno na začátek roku 2018. V listopadu však byla chorvatská část transakce zamítnuta chorvatským regulátorem pro elektronická média. CME nyní zvažuje další možnosti. Otázkou je, zda noví zájemci o CME, tedy CEFC a Penta, by případně měli zájem i o chorvatská aktiva, pokud by se CME nepodařilo najít dohodu s místním regulátorem.

**Výhled na 2017:** Přestože společnost neočekává opakování silných nárůstů tržeb 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. 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.

**Rizika:** Mezi hlavní rizika proti našemu doporučení patří neúspěšné dokončení prodeje slovinských a chorvatských aktivit, možnost prodeje majoritního podílu v CME a následné stažení akcií z burzy, zhoršení makroekonomických podmínek v zemích CEE, posilování USD, růst úroků nebo nařazení akciových podílů.

**Očekávané události:** Výsledky hospodaření za čtvrtý kvartál budou zveřejněny začátkem února 2018.



**Jiří Kostka**  
(420) 222 008 560  
jiri\_kostka@kb.cz



Sportovní sázky

# Fortuna

Investice do akvizic a nových prodejních kanálů zlepšují výsledky

## Koupit

Cena 11.12.17	<b>178,0 CZK</b>
12m cíl	<b>198,0 CZK</b>
Pot. růst ceny	<b>11,2%</b>
Dividenda	<b>0 EUR</b> <b>0 CZK</b>
Celkový výnos	<b>11,2 %</b>

### Sektorové doporučení

Není doporučení

### Typ investice

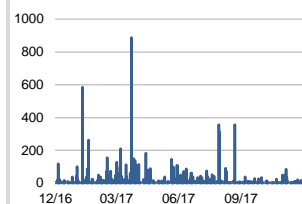
Defenzivní ✓

### Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

### Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

### Data o akci

RIC FOREsp.PR	Bloom	FOREG	CP
52týdenní rozmezí	85	-	179,6
Tržní kap. (mld. CZK)	9,3		
Tržní kap. (mil. EUR)	362		
Volně obchod. (%)	33		
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Akcie	16,3	21,1	107,0
Relativně k PX	16,6	16,7	75,6

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

[http://bit.ly/FOREG\\_1117\\_upd](http://bit.ly/FOREG_1117_upd)[http://bit.ly/FORTUNA\\_Q317res](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

**Výsledky společnosti za Q3 17** předčily naše i tržní očekávání ve všech oblastech. Letošní trend výrazného nárůstu objemu přijatých sázek pokračoval i ve třetím čtvrtletí, kdy dosáhly hodnoty 558 mil. EUR a vzrostly tak meziročně o 128 %. 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 mil. EUR, když vzrostly o 114 %. 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 235 % na 21 mil. EUR byl způsoben pozitivním vývojem u akvírované společnosti Hattrick a také nižšími akvizičními náklady při koupi Fortuny Rumunsko (více informací je v našem komentáři k Q3 17 výsledkům [http://bit.ly/FORTUNA\\_Q317res](http://bit.ly/FORTUNA_Q317res)).

**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 Hattrick Sports Group a Fortuna Rumunsko. Po jejich konsolidaci pak přijaté sázky vzrostou na 1,9 mld. EUR a EBITDA posílí o 80 – 95 %. Výhled společnosti Fortuna souhlasí 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. 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.

**Cílová cena a doporučení** byly zrevidovány na základě velmi pozitivních výsledků za třetí kvartál. Aktualizovali jsme především předpoklady ohledně vývoje akvírovaných společností, což od 30. listopadu vedlo k navýšení cílové ceny na 198 CZK (do 8. listopadu byla cílová cena 128 CZK, poté v revizi). Zároveň jsme zvýšili doporučení pro akcie společnosti Fortuna na *Koupit* (předešlé doporučení bylo *Držet*). Detailnější informace k nové analýze jsou k dispozici na [http://bit.ly/FOREG\\_1117\\_upd](http://bit.ly/FOREG_1117_upd).

**Hlavními riziky proti našemu doporučení** jsou nenaplnění předpokládaných pozitivních dopadů nedávných akvizic, postoj majoritního vlastníka k ostatním minoritním akcionářům, potenciální růst zdanění hazardu nebo výrazné zvýšení investičních výdajů.

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



**Jiří Kostka**  
(420) 222 008 560  
jiri\_kostka@kb.cz

Bankovníctví

# MONETA Money Bank

Dividenda z letošního zisku pod 9 CZK by byla zklamáním

## Koupit

Cena 11.12.17	<b>78,1 CZK</b>
12m cíl	<b>90,0 CZK</b>
Pot. růst ceny	<b>15,2 %</b>
Dividenda	<b>9,3 CZK</b>
Celkový výnos	<b>27,1 %</b>

### Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

### Typ investice

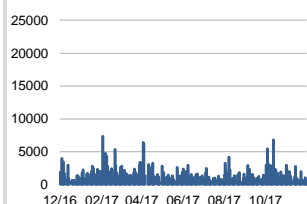
Vysoký dividendový výnos	✓
Citlivost na hospodářský růst	✓

### Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

### Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

### Data o akcii

RIC	MONET.PR	Bloom	MONET CP
52týdenní rozmezí		74,45 - 90,8	
Tržní kap. (mld. CZK)		39,9	
Tržní kap. (mil. EUR)		1559	
Volné obchod. (%)		57,49	
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Akcie	-0,8	2,4	n/a
Relativně k PX	-0,6	-1,3	n/a

Zdroj: Bloomberg

### Poslední analýza a komentář:

[http://bit.ly/MONETupd\\_1708](http://bit.ly/MONETupd_1708)
[http://bit.ly/MONET\\_Q317res](http://bit.ly/MONET_Q317res)

### Výsledky MONETA Money Bank za třetí kvartál 2017

mil. CZK	Q3 16	Q3 17	y/y	Odhad KB	Konsensus
Čistý úrokový výnos	2 047	1 804	-11,9 %	1 798	1 800
Čistý výnos z poplatků a provizí	473	474	0,2 %	437	464
Celkové provozní výnosy	2 659	2 452	-7,8 %	2 439	2 435
Čistý zisk	909	924	1,7 %	819	818
Zisk na akcii	1,78	1,81	1,8 %	1,60	1,60

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

**Zveřejněné výsledky hospodaření překvapily především na úrovni čistého zisku,** který byl o zhruba 13 % vyšší ve srovnání s konsensem trhu. Na tomto výsledku se podepsaly nižší provozní náklady a zejména nižší tvorba opravných položek k úvěrům. Moneta zaznamenala vysoký meziroční růst poskytnutých úvěrů v retailovém i korporátním segmentu. Čistá úroková marže pokračovala v poklesu na 4,3 % z 5,8 % ve Q3 16. Zde kromě refinancování úvěrů poskytnutých v minulosti nižšími úrokovými sazbami a silnému tlaku na pokles úrokových sazeb ve spotřebitelském segmentu působí i změna úvěrového portfolia, kdy výrazně roste podíl poskytnutých hypoték. Promítají se zde i probíhající prodeje rizikových úvěrů, které byly úročeny vyššími sazbami.

**Rozdělení přebytečného kapitálu:** Kapitálová přiměřenost dosáhla 18,1 % (bez zahrnutí zisku za první tři kvartály letošního roku). Management zopakoval svůj výhled držet kapitál na úrovni CET1 ve výši 15,5 % v následujících 15 měsících. Přebytečný kapitál tak ke konci Q3 17 činil 2,949 mld. CZK, z něhož bude použito 0,9 až 1,0 mld. CZK na splnění požadavků nové regulace IFRS 9, investice do digitálního a IT systému (0,3 až 0,5 mld. CZK) a na podporu úvěrové aktivity. Zbytek (odhadujeme na 1,2 až 1,4 mld. CZK) by mohl být rozdělen akcionářům v letech 2018 a 2019.

**Výhled společnosti:** Management opět zlepšil svůj odhad letošního čistého zisku na 3,9 mld. CZK zejména díky nižším nákladům na riziko, což je o zhruba 200 mil. CZK více, než naznačuje konsensus. Provozní zisk ponechal beze změny v minimální výši 10,3 mld. CZK. Provozní náklady by se měly udržet pod hranicí 4,8 mld. CZK. Vedení zároveň zopakovalo, že bude pokračovat v odprodejích nesplácených úvěrů. V říjnu proběhl další prodej s odhadovaným pozitivním dopadem do výsledků ve výši 120 mil. CZK.

**Dividendová politika:** CEO uvedl, že management navrhne akcionářům distribuci dividendy výrazně převyšující výplatní dividendový poměr ve výši 70 % konsolidovaného čistého zisku. Pokud bychom vzali v úvahu, že MMB se bude držet podobné dividendové politiky jako naposledy, kdy letos vyplatila 100 % loňského čistého zisku plus necelou miliardu z přebytečného kapitálu, byla by pro nás zklamáním dividenda pod úrovní 9 CZK na akcii.

**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 částečně tak pomáhá 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.



**Miroslav Frayer**  
(420) 222 008 567  
miroslav\_frayer@kb.cz

Telekomunikace

# O2 Czech Republic

Celoroční výsledky mají šanci předčít naše původní odhady

## Držet

Cena 11.12.17	<b>275 CZK</b>
12m cíl	<b>270 CZK</b>
Pot. růst ceny	<b>-1,9 %</b>
Dividenda	<b>21 CZK</b>
Celkový výnos	<b>5,7 %</b>

### Sektorové doporučení

Snížit váhu

### Typ investice

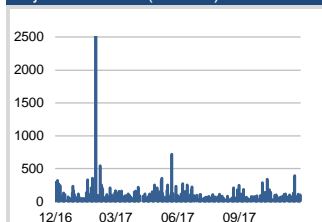
Defenzivní	✓
Vysoký dividendový výnos	✓

### Roční vývoj ceny akcie (CZK)



Zdroj: Bloomberg

### Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

### Data o akci

RIC SPTTsp.PR	Bloom	TELEC CP
52týdenní rozmezí	230,9 - 292,6	
Tržní kap. (mld. CZK)	85,3	
Tržní kap. (mil. EUR)	3333	
Volně obchod. (%)	28	
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b> <b>12m</b>
Akcie	3,2	1,5 19,3
Relativně k PX	3,4	-2,2 1,2

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

[http://bit.ly/TELECupd\\_1709](http://bit.ly/TELECupd_1709)

[http://bit.ly/O2CR\\_Q317](http://bit.ly/O2CR_Q317)

### Výsledky O2 za třetí kvartál letošního roku

mld. CZK	Q3 16	Q3 17	změna	odhad KB	konsensus
Tržby	9,51	9,43	-0,9 %	9,30	9,32
EBITDA	2,80	2,71	-3,2 %	2,58	2,50
provozní zisk	1,88	1,91	1,2 %	1,66	1,65
čistý zisk	1,46	1,48	1,4 %	1,27	1,27

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

**Výsledky hospodaření O2 Czech Republic** za třetí kvartál letošního roku celkově předčily tržní i naše očekávání. Na úrovni tržeb společnost reportovala mírný meziroční pokles o necelé jedno procento. Největší dopad do hospodaření firmy mělo ve třetím čtvrtletí zrušení roamingových poplatků, ke kterému došlo v polovině června. To se projevilo i na poklesu EBITDA k 2,7 mld. CZK. V rámci segmentů se nejrychlejší dynamikou pyšnily české mobilní sítě, prostřednictvím kterých O2 CR utržilo o 3,4 % více než vloni a tržby převýšily 5 mld. CZK. Negativní vliv nižších výnosů z roamingu byl kompenzován rostoucí kvalitou zákaznické báze, vyšší útratou za datové služby a pozitivním vlivem výnosů z finančních služeb. Tržby na Slovensku se zvýšily o 2,2 % na 1,8 mld. CZK. Rostoucí podíl smluvních zákazníků při zvyšující se celkové klientské základně se zkvalitňováním přenosových sítí a rostoucím zájmem o portfolio chytrých telefonů se nejvíce podílí na tomto vývoji. Naopak byly negativně ovlivněny sílíci korunou vůči euru. Tržby v segmentu pevných linek dosáhly bezmála 2,7 mld. CZK, což znamená meziroční pokles o téměř 10 %. Pozitivně se vyvíjejí tržby z O2TV, ty však jsou nedostatečné k tomu, aby kompenzovaly nižší výnosy z tradičních hlasových služeb a pokračující pokles výnosů z datových služeb.

**Očekávání celoročních výsledků:** Společnost výhled na letošní rok nezmínila a nijak nekomentovala. Na ziskovost bude nadále nepříznivě dopadat zrušení roamingových poplatků, na druhou stranu však očekáváme pokračující pozitivní vývoj zákaznické báze, vyšších útrat za datové služby a rostoucích výnosů z finančních služeb. Výsledky nás velmi mile překvapili na úrovni provozního a čistého zisku. V poslední prognóze jsme očekávali jejich jednoprocenní pokles za celý rok. Výsledky za třetí čtvrtletí dávají šanci, že nakonec by O2 mohlo zaznamenat oproti loňskému roku mírný nárůst.

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

**Očekávané události:** Výsledky hospodaření za čtvrtý kvartál by mohly být oznámeny na konci ledna příštího roku.



**Miroslav Frayer**  
(420) 222 008 567  
miroslav\_fraye@kb.cz

| Textil |

# Pegas Nonwovens

Akcie textilky budou pravděpodobně staženy z burzy

## Prodat

Cena 11.12.17 **825 CZK**12m cíl **V revizi CZK**Pot. růst ceny **n/a**Dividenda **V revizi EUR****V revizi CZK**Celkový výnos **n/a**

### Sektorové doporučení

Neutrální

### Typ investice

Vysoký dividendový výnos ✓

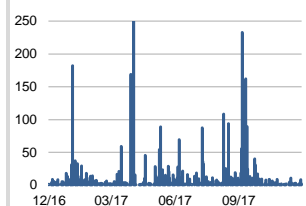
Nízká tržní kapitalizace ✓

### Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

### Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

### Data o akciích

RIC	PGSN.PR	Bloom	PEGAS CP
52týdenní rozmezí		759,1 - 1027	
Tržní kap. (mld. CZK)		7,6	
Tržní kap. (mil. EUR)		298	
Volné obchod. (%)		99	
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Akcie	-0,9	-18,1	5,3
Relativně k PX	-0,7	-21,0	-10,7

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

[http://bit.ly/PEGASupd\\_1709](http://bit.ly/PEGASupd_1709)
[http://bit.ly/PEGAS\\_17Q3res](http://bit.ly/PEGAS_17Q3res)

### Výsledky hospodaření Pegasu za Q3 17

mil. EUR	Q3 16	Q3 17	yoy	Odhad KB	Konsensus
Tržby	51,11	55,69	9 %	59,40	57,84
EBITDA	11,28	10,26	-9 %	11,46	10,78
Provozní zisk	7,33	5,82	-21 %	7,17	6,42
Čistý zisk	5,48	0,72	-87 %	2,59	2,14

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

**Výsledky hospodaření společnosti za třetí čtvrtletí byly zklamáním.** Na všech hlavních ukazatelích zaostaly za naším i tržním očekáváním. Nárůst celkové produkce a vývoj cen polymerů působily pozitivně. Přesto přenosový mechanismus cen nebyl tak příznivý, jak jsme očekávali, což se promítlo na všech úrovních výsledovky. Objem produkce díky nové lince ve Znojmě dosáhl ve Q3 17 rekordních 27,893 tis. tun, což meziročně znamenalo zvýšení o 11,4 %.

**Odhady za celý letošní rok:** Třetí kvartál byl druhým v řadě, kdy nás výsledky hospodaření zklamaly. Ceny polymerů ve čtvrtém kvartále začaly opětovně růst. Náš odhad celoroční EBITDA ve výši 47,9 mil. EUR se zdá být již příliš optimistický, jeho naplnění by znamenalo růst EBITDA marže k 30% hranici, což považujeme za nereálné. Splnění výhledu managementu v rozmezí 43 až 50 mil. EUR je dle nás rovněž v ohrožení a riziko jeho nenaplnění vzhledem k dosavadnímu vývoji cen polymerů je vcelku vysoké.

**Nový majoritní vlastník:** Společnost R2G Rohan Czech se stala po vypořádání dobrovolné nabídky k odkupu, která proběhla během třetího kvartálu, většinovým vlastníkem, když její podíl činí 88,49 %. K povinnému odkupu zbývajících akcií by byla společnost zavázána, pokud by její podíl dosáhl 90 %, vytěsnění minoritních akcionářů by proběhlo při 95% podílu. Získaná většina je však dostačující, aby valná hromada společnosti rozhodla o stažení akcií z burzy. Zbylé akcie se stanou prakticky nelikvidní a jejich převod bude možný pouze na mimoburzovním trhu. Majoritní vlastník přitom nebude mít povinnost odkoupit tyto akcie, natož za dříve stanovenou odkupní cenu 1 010 CZK za kus.

**Revize cílové ceny a doporučení:** Výsledky hospodaření v současné době nemají dopad na cenu akcií, která je nyní řízena jinými faktory. Vnímáme velké riziko, že nový majoritní vlastník rozhodne o stažení akcií z burzy, čímž se akcie minoritních akcionářů stanou nelikvidní, což sníží jejich hodnotu. V našem posledním komentáři k výsledkům hospodaření [http://bit.ly/PEGAS\\_17Q3res](http://bit.ly/PEGAS_17Q3res) jsme zopakovali naše doporučení prodávat akcie firmy, nicméně jsme dali cílovou cenu do revize (předtím činila 876 CZK), když ji v kontextu zamýšlených kroků majoritního vlastníka, horších hospodářských výsledků a rostoucího rizika nenaplnění výhledu managementu považujeme za příliš vysokou.

**Rizika:** Pokračující růst cen polymerů a nesplnění výhledu managementu považujeme za hlavní rizika horšího vývoje hospodaření a ceny akcií. Naopak proti našemu stávajícímu doporučení by působilo rozhodnutí o ponechání akcií na burze a zachování dosavadní dividendové politiky.



**Miroslav Frayer**  
(420) 222 008 567  
miroslav\_frayer@kb.cz

| Tabák |

# Philip Morris ČR

Negativní vliv protikuřáckého zákona na spotřebu cigaret se zatím nepotvrdil

## Koupit

Cena 11.12.17	<b>16123 CZK</b>
12m cíl	<b>17546 CZK</b>
Pot. růst ceny	<b>8,8 %</b>
Dividenda	<b>1070 CZK</b>
Celkový výnos	<b>15,5 %</b>

Sektorové doporučení  
Zvýšit váhu

Typ investice

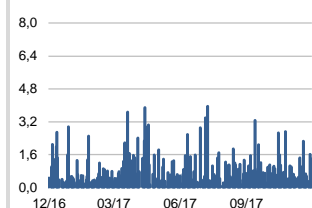
Vysoký dividendový výnos ✓

Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC TABKsp.PR	Bloom	TABAK CP
52týdenní rozmezí	12425 - 17211	
Tržní kap. (mld. CZK)	44,3	
Tržní kap. (mil. EUR)	1730	
Volně obchod. (%)	22	
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b> <b>12m</b>
Akcie	-0,5	2,3 27,9
Relativně k PX	-0,3	-1,4 8,5

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

[http://bit.ly/PMCR\\_82017](http://bit.ly/PMCR_82017)

[http://bit.ly/PM\\_IQOS](http://bit.ly/PM_IQOS)

Od posledních akciových výhledů publikovaných 27. září společnost Philip Morris ČR nezveřejnila žádná nová čísla o výsledcích hospodaření, ani jakékoliv jiné nové zprávy. V polovině listopadu byla pouze v médiích uvedena spotřeba cigaret za prvních devět měsíců roku, která činila 15,4 mld. kusů, což je stejné číslo jako za srovnatelné období roku 2016. Nový potisk cigaretových krabiček, platný od 7. prosince 2016 a zavedení protikuřáckého zákona od 31. května 2017 prozatím mělo jen minimální vliv na spotřebu cigaret. To se dá pokládat za mírně pozitivní zprávu vzhledem k tomu, že v oceňovacích modelech počítáme s mírným poklesem prodejů. Vliv protikuřáckého zákona by se mohl projevit spíše až ve čtvrtém kvartálu, kdy jsou v restauracích již uzavřeny předzahrádky, kde se mohlo kouřit. Protipólem tohoto poklesu mohou být nové platformy.

**Nové platformy:** PMI celosvětově intenzivně investovala již přes tři miliardy dolarů 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/PMCR\\_IQOS](http://bit.ly/PMCR_IQOS)). V roce 2016 prodala společnost celosvětově 7,4 miliardy krabiček speciálních cigaret do IQOS a pro rok 2017 odhaduje prodej na 32 mld. kusů. Od druhé poloviny roku jsou IQOS dostupné i v České republice. Společnost Philip Morris vidí v IQOS cigaretách velký potenciál, prodává je na více než 20 trzích, někde dokonce ve značkových obchodech IQOS Store. Očekává se, že prodeje nové bezdýmné technologie by mohly růst velmi rychle a v roce 2025 tak tvořit až třetinu cigaretového trhu.

**Možná změna protikuřáckého zákona:** Vzhledem k výsledku parlamentních voleb, kdy odešla značná část poslanců ČSSD, kteří prosadili protikuřácký zákon, se nyní jeho odpůrci snaží přijít s novým mírnějším zákonem. Ten by měl povolit zřízení kuřáren v hospodách a zároveň udělit výjimku ze zákazu malým barům do 50 metrů čtverečních. Nejdříve budou senátoři jednat o doporučení pro vládu, která by se následně mohla novým zákonem zabývat.

**Výhled na 2017:** Prozatím se neprojevil negativní dopad protikuřáckého zákona, jak ukazuje samotná spotřeba cigaret za prvních devět měsíců, avšak finálně se ukáže až v posledním čtvrtletí, kdy nejsou otevřeny předzahrádky v restauracích. Přes negativní vliv nového zákona předpokládáme růst zisku díky přesunu výroby z ostatních evropských zemí, kde se uvolňují kapacity na výrobu nové technologie. Námi očekávaný růst čistého zisku, ve výši alespoň 6 %, by tak měl být bez problému dodržen, což umožní udržení vysoké dividendy.

**Rizika:** Nižší spotřebu cigaret, menší než očekává výroba, neúspěch nové technologie IQOS, 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:** Zveřejnění výsledků za rok 2017 očekáváme na konci března 2018.



**Jiří Kostka**  
(420) 222 008 560  
jiri\_kostka@kb.cz



Pojišťovnictví

# Vienna Insurance Group

Pokračující pozitivní trendy podpoří budoucí ziskovost pojišťovny

## Koupit

Cena 11.12.17	<b>25,4 EUR</b> 649,9 CZK
12m cíl	<b>26 EUR</b> 673 CZK
Pot. růst ceny	<b>2,2 %</b>
Dividenda	<b>0,9 EUR</b> 18,1 CZK
Celkový výnos	<b>5,7 %</b>

Sektorové doporučení  
Zvýšit váhu

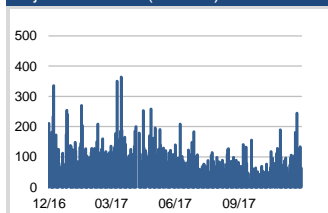
Typ investice  
Aktivní na EMG trzích

### Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

### Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

### Data o akciích

RIC VIGR.VI	Bloom	VIG	AV
52týdenní rozmezí	20,4	-	26,4
Tržní kap. (mld. CZK)	83,3		
Tržní kap. (mil. EUR)	3255		
Volně obchod. (%)	30		
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Akcie	-0,3	3,2	24,0
Relativně k ATX	1,7	-0,3	-3,8

Zdroj: Bloomberg

Poslední reporty (pouze v angličtině):

[http://bit.ly/VIG\\_201703](http://bit.ly/VIG_201703)
[http://bit.ly/VIGres\\_Q217](http://bit.ly/VIGres_Q217)
[http://bit.ly/VIG\\_Q317res](http://bit.ly/VIG_Q317res)

### Výsledky VIG za třetí kvartál letošního roku

mil. EUR	Q3 16	Q3 17	Změna	Odhad KB	Konsensus
Hrubé vybrané pojistné	2 034	2 180	7,2 %	2 071	2 064
Čisté zasloužené pojistné	1 967	2 107	7,1 %	2 000	1 995
Finanční výsledek	254	244	-4,0 %	241	244
Zisk před zdaněním	100	111	10,7 %	114	108
Čistý zisk	67	68	2,0 %	77	72

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

**Výsledky hospodaření za Q3 17** celkově mírně překonaly tržní i naše očekávání. CEO Elisabeth Stadler očekává příznivý vývoj i v posledním čtvrtletí roku, který by měl být podobný dosavadnímu v letošním roce.

**Fakta a události:** (1) Hrubé předepsané pojistné vzrostlo o silných 7,2 % y/y. Životní pojištění bylo největším překvapením, když oproti očekávanému poklesu zaznamenalo nárůst o 4,8 %. V rámci něho pojišťovna vybrala o 11,6 % více na pojistném u jednorázově placených pojistek, což kontrastuje s hlubokým propadem v předešlých čtvrtletích. Pojištění majetku a odpovědnosti se vyvíjelo víceméně v souladu s očekáváním (+9,2 %), a to zejména díky pojištění automobilů. Naproti tomu zdravotní pojištění bylo zklamáním, když jeho růstová dynamika (+6,4 %) zaostala za našimi očekáváním. (2) Na hlavních trzích VIG reportoval solidní výsledky. S výjimkou Rumunska, kde nižší pojistné v segmentu motorových vozidel vedlo k slabšímu vybranému celkovému pojistnému (-8,1 %), zaznamenala pojišťovna celkově nárůst hrubého pojistného. Polsko ve Q3 17 přidalo dokonce 14 % y/y. (3) Na dalších trzích je zapotřebí zmínit obrovský nárůst v Pobaltí (+124,4 %), což bylo ovlivněno konsolidací akvírované pojišťovny BTA. Celkově považujeme vývoj na ostatních trzích pozitivně. (4) Nezdáněný zisk vzrostl o 10,7 % na 110,7 mil. EUR. Všechny segmenty včetně Pobaltí, kde jsme viděli po několik čtvrtletí červená čísla, přispěly kladně. (5) VIG reportovala stabilní nákladovost (combined ratio) na 98 %. Ta bude ve Q4 17 negativně ovlivněna bouří Herwart na konci letošního října, která se dotkla především společností působících v České republice, Rakousku a Polsku. Očekávané náklady jsou odhadovány v intervalu 40 až 45 mil. EUR. (6) Solventnost podle Solvency II zůstala prakticky beze změny na 225 % ve srovnání druhým čtvrtletím a potvrzuje tak silnou kapitálovou pozici. Cíl management je udržet poměr v rozmezí 170 až 230 %.

**Potenciální dopad na cenu akcie / doporučení:** Zveřejněná čísla potvrdila pozitivní trendy. CEO očekává výrazný nárůst dobrých výsledků dosažených v loňském roce. Přes prostředí nízkých úrokových sazeb zůstává ekonomický růst v regionu střední a východní Evropy silný a měl by podporovat ziskovost pojišťovny v letošním i příštím roce. Nadále držíme nákupní doporučení s cílovou cenou na 26 EUR za akcii.

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

**Očekávané události:** Celoroční výsledky zveřejní pojišťovna 22. března 2018.



**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

### Akcioví analytici



**Miroslav Frayer**  
(420) 222 008 567  
miroslav\_frayer@kb.cz



**Marek Dřimal**  
(420) 222 008 598  
marek\_dřimal@kb.cz



**Jiří Kostka**  
(420) 222 008 560  
jiri\_kostka@kb.cz



**Monika Junické**  
(420) 222 008 509  
monika\_junické@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 EVROPE



**Hlavní ekonom SG Poland**  
**Jaroslaw Janecki**  
(48) 225 284 162  
jaroslaw.janecki@sgcib.com



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

**Hlavní ekonom BRD-GSG**  
**Florian Libocor**  
(40) 213 016 869  
florian.libocor@brd.ro



**Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG**  
**Carmen Lipara**  
(40) 213 014 370  
carmen.lipara@brd.ro

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



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



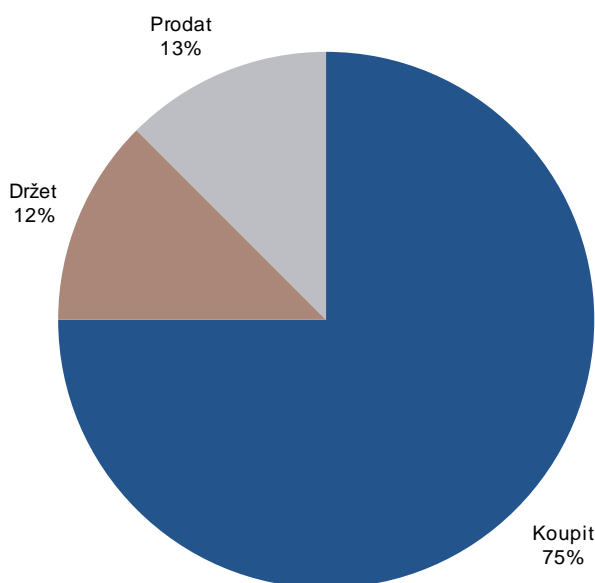
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 11. prosince 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 mezičase 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
<b>Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD</b>								
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
<b>Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)</b>								
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
<b>Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty</b>								
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem	Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny.							
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

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

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeji jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkreslený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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