

Software | Zahájení pokrývání | Velká Británie

Avast

Zahajujeme pokrývání akcií Avastu s nákupním doporučením a cílovou cenou 342 GBP

Koupit

Cena 15.06.18	214 GBP 65 CZK
12m cíl	342 GBP 96 CZK
Pot. růst ceny	59,6 %
Dividenda	0 GBP 0 CZK
Celkový výnos	59,6 %

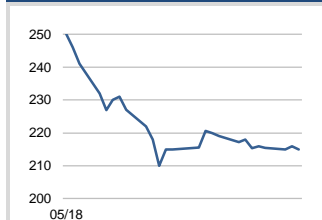
Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

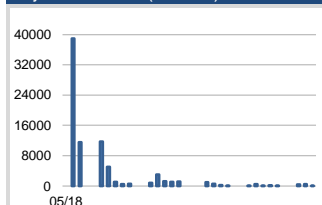
Vysoký tržní podíl	✓
Citlivý na technologický vývoj	✓

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Zahájili jsme pokrývání akcií softwarové společnosti Avast. Roční cílovou cenu jsme stanovili na 342 GBP a vzhledem k aktuální ceně doporučujeme akcie **Koupit**. Společnost Avast je jednou z nejvýznamnějších firem v oblasti systémového zabezpečení ve spotřebitelském sektoru. Její produkty ke konci roku 2017 využívalo přes 435 milionů uživatelů v zemích po celém světě. Společnost se primárně zaměřuje na spotřebitelský sektor (tržby ve 2017 byly 604,8 mil. USD vs. 240,7 mil. USD v roce 2015) a postupně navyšuje svůj podíl tržeb i na trhu malých a středních firem (tržby ve 2017 byly 48,1 mil. USD vs. 10,3 mil. USD v roce 2015). V letech 2016 a 2017 společnost výrazně rostla i díky úspěšným akvizicím. Nejvýznamnější akvizicí byla koupě společnosti AVG v roce 2016, jejíž akcie byly na americké technologické burze Nasdaq.

Očekávaný výhled hospodaření: Společnost díky svým akvizicím získala novou uživatelskou základnu, která doposud nevyužívala produkty Avastu, a nabízí se zde tedy značný potenciál pro cross-sell. Samotný cílový trh Avastu poroste v příštích čtyřech letech průměrným tempem 10,1 % ročně. Po úplné integraci akvizic počítáme s nákladovými synergii, které vylepší ziskovost společnosti.

Ocenění akcií: Pro určení ceny akcií jsme použili model diskontovaného volného cash flow. Fair value jsme odhadli na úrovni 4,5 USD (při očekávaném měnovém kurzu GBP/USD ke konci roku 2018 ve výši 1,408 je fair value rovna 316 GBP), cílová cena je pak stanovena o 8 % výše na 4,8 USD (tj. 342 GBP) kvůli sektorovému doporučení *Nadvážit* a zvýšené atraktivitě společnosti, kde vidíme potenciál v rychlejšímu růstu díky synergii z akvizic.

Hlavní rizika: Mezi nejdůležitějšími riziky jsou chybovost a zranitelnost produktů, které by vedly k negativní publicitě a poškození dobrého jména společnosti. Silná konkurence v odvětví, které je velmi dynamické, může předběhnout Avast s novým produktem a přetáhnout tak část uživatelské základny z Avastu k sobě. Výrazným rizikem by bylo omezení poskytování produktů společnosti na platformách Windows/Android/MacOS/iOS, pokud by společnost vlastníci tyto platformy preferovaly vlastní zabezpečovací software a neumožňovaly produkty třetích stran.

Očekávané události: Výsledky za druhý kvartál 2018 společnost plánuje zveřejnit v srpnu.

Data o akciích	
RIC AVST.L	Bloom AVST LN
52týdenní rozmezí	205 - 250
Tržní kap. (mld. CZK)	60.1
Tržní kap. (mil. GBP)	2039
Volně obchod. (%)	28
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	-5.7 n/a n/a
Rel. k FTSE100	-3.1 n/a n/a

Zdroj: Bloomberg

Finanční data	2017	2018f	2019f	2020f	Poměrové ukazatele	2017	2018f	2019f	2020f
Výnosy (\$m)	653	712	764	833	P/E (cílová cena, x)	nm	nm	67,9	36,5
EBITDA marže (%)	48	48	50	52	Cena / volný cash flow	15,8	22,4	14,2	12,9
Vykázaný čistý zisk (\$m)	-34	-22	67	126	Dividendový výnos (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
Zisk na akcii (\$, upr.)	-0,04	-0,02	0,07	0,13	Cena / úč. hodnota (x)	10,5	7,9	5,1	3,7
Dividenda na akcii (\$)	0,0	0,0	0,0	0,0	EV/výnosy (x)	9,5	8,5	7,5	6,6
Výplatní poměr (%)	nm	nm	nm	nm	EV/EBITDA (x)	19,9	17,8	15,1	12,6
Úrokové krytí (x)	1,8	1,9	2,1	2,7	EV/EBIT (x)	38,9	34,7	28,4	22,9
Čistý dluh/VK (%)	3,7	2,5	1,3	0,7	ROE (%)	-5,8	-4,3	9,1	11,8

Poslední analýza a komentář:

n/a

SOCIETE
GENERALE
GROUP



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

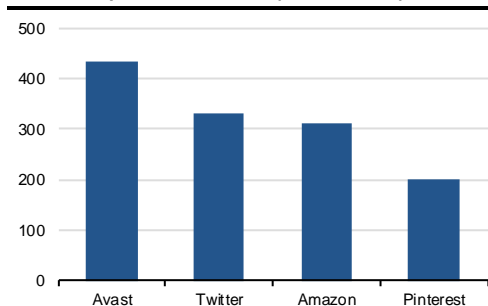
Obsah

Představení společnosti	3
Stručná historie společnosti.....	4
Produktové portfolio	4
Přehled trhu	6
Hospodaření společnosti a jeho výhledy.....	10
Historický vývoj hospodaření	10
Střednědobý výhled.....	11
<i>Strategie společnosti.....</i>	<i>13</i>
<i>Dividendová politika</i>	<i>14</i>
Sektorové srovnání	15
Ocenění	16
Hlavní rizika.....	18

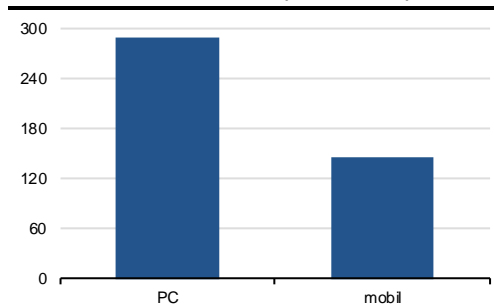
Představení společnosti

Společnost Avast vznikla před třiceti lety, kdy ji založili dva počítačová nadšenci Pavel Baudiš a Eduard Kučera. V průběhu let se Avast výrazně rozrostl z lokální společnosti na firmu s mezinárodní působností. **Společnost Avast poskytuje bezpečnostní řešení především pro spotřebitelský trh a nabízí řadu produktů, které chrání bezpečnost uživatelů, výkon zařízení a soukromí, tedy celý „digitální život“ spotřebitele.** Sídlem firmy je od založení Česká republika. Avast má zákazníky téměř v každém státu ve světě, když obsluhoval přes 435 milionů uživatelů ke konci roku 2017. Přibližně 4 % z nich využívají placené produkty firmy. V 59 zemích na světě má Avast alespoň jeden milion uživatelů.

Srovnání počtu uživatelů (v milionech)



Skladba uživatelů Avastu (v milionech)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

Za rok 2017 má Avast srovnatelnou uživatelskou základnu s dalšími online globálními uživatelskými značkami jako je Twitter (330 mil.), Amazon (310 mil.) či Pinterest (200 mil.). Z celkového počtu 435 milionů uživatelů produktů Avastu jich 290 milionů využívá zabezpečení na PC a dalších 145 milionů mobilní zabezpečení.

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> ■ Globální vůdce v oblasti zabezpečení pro spotřebitelský segment ■ Velmi známá značka ■ Pokročilé nástroje zabezpečení využívající cloudové řešení a strojové učení ■ Dlouhodobé zkušenosti managementu v oblasti softwarových společností 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Malý tržní podíl na firemním trhu, kde jsou vyšší ceny a stálost klientely ■ Koncentrace tržeb na nefiremní klientelu ■ Úzké zaměření produktového portfolia
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> ■ Sofistikovaná uživatelská platforma umožňující zpeněžení uživatelské základny ■ Cross-selling produktů Avastu v rámci nově získané klientské báze díky akvizicím ■ Zvýšení prodeje vyšších (dražších) verzí softwaru stávajícím zákazníkům ■ Rozšíření poskytovaných služeb o nové produkty 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Chybovost a zranitelnost produktů vedoucí k poškození jména společnosti ■ Silná konkurence ■ Neúspěšná integrace akvizic a následné nenaplnění předpokládaných benefitů

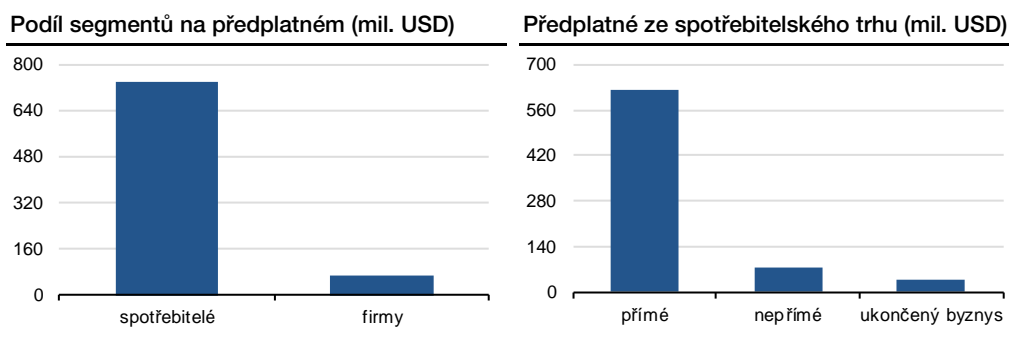
Stručná historie společnosti

V roce 1988 byla Pavlem Baudišem a Eduardem Kučerou založena společnost ALWIL, která vydala jeden z prvních antivirových programů dostupných na tehdejším trhu. Rok 2001 byl pro firmu přelomový, když zásadním způsobem změnila obchodní model. Začala nabízet zákazníkům plnohodnotné bezpečnostní produkty zdarma s možností upgradovat na prémiové placené produkty s pokročilými funkcemi. To vedlo k výraznému nárůstu počtu uživatelů, který v roce 2006 dosáhl 20 milionů. Od roku 2009 je generálním ředitelem společnosti Vincent Steckler, který s sebou do společnosti přinesl zkušenosti z kybernetické bezpečnosti ze společnosti Symantec.

Roku 2010 vstoupila do ALWIL americká společnost Summit Partners, která firmu přejmenovala na Avast podle názvu jejího nejúspěšnějšího softwaru. O čtyři roky později vstoupila do Avastu další společnost, a to CVC Capital Partners. Další velmi významná změna pro Avast nastala v roce 2016, kdy proběhla akvizice AVG, což byla skupina společností s velmi podobným obchodním modelem a skladbou produktů. Tato akvizice rozšířila produktové portfolio skupiny, geografickou působnost a zdroje příjmů. Ihned následující rok došlo k další akvizici. Tentokrát šlo o společnost Piriform, vedoucího poskytovatele softwaru na optimalizaci výkonu zařízení.

Produktové portfolio

Společnost Avast rozlišuje ve svém podnikání dva základní segmenty, a to **spotřebitelský trh** a **firemní trh**. Prozatím silně převládá orientace na spotřebitelský trh, který ke konci roku 2017 představoval 92 % všeho předplatného za produkty společnosti.



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

1) Spotřebitelský trh

V rámci spotřebitelského trhu má Avast dva základní zdroje příjmů doplněné o ukončený byznys z předchozích akvizic. První jsou **přímé kanály**, skrze něž Avast poskytuje softwarové zabezpečení, ochranu serverů a například také software pro kontrolu výkonnosti počítačů. Tyto produkty jsou nabízeny ve dvou verzích, a to zdarma a placené.

Druhým zdrojem jsou **nepřímé kanály**, které nejsou založeny na přímé platbě za zakoupený produkt. Skrze spolupráci Avastu s jeho partnery společnost získává příjmy z distribuce softwaru třetích stran, reklamy, analytických služeb či zabezpečení webových prohlížečů. Níže uvádíme strukturu produktového portfolia v rámci jednotlivých distribučních kanálů.

a) Přímé kanály

- **Zabezpečení** – sem spadají především antivirové programy s vlajkovou lodí Avast Free Antivirus a jeho placenou verzí Avast Pro Antivirus. Velmi významné jsou i

produkty získané akvizicí AVG, a to AVG Antivirus FREE a AVG Antivirus pro zařízení Apple.

- Výkonnost – produkty zajišťující optimální výkonnost zařízení. Za Avast sem patří program Avast Cleanup, z AVG to je AVG TuneUp a díky akvizici Piriformu přibyla i jeho vlajková loď CCleaner.
- Soukromí – Avast poskytuje několik produktových řešení, která jsou zaměřena na ochranu soukromí uživatele na jeho zařízení. Spadají sem VPN produkty, hesla, či skupina produktů pro rodinnou bezpečnost, kam se řadí například sledování polohy mobilních telefonů.
- Nástroje – doplňkové produkty pro vyhledávání veřejně dostupných wi-fi sítí a zprostředkování zabezpečeného připojení k nim.
- Produkty Smart Home – produkty zabezpečující ochranu všech zařízení zapojených do sítě v rámci „chytrých domovů“.

b) Nepřímé kanály

- Distribuce – Avast propaguje software třetích stran, například má smlouvu s Google, kde nabízí ke stažení jeho prohlížeč Google Chrome při instalaci produktů Avastu, za což dostává od Google zaplacení.
- Reklama – umísťování reklamy na neplacené verzi mobilní aplikace ve spolupráci s Facebookem a Googlem.
- E-commerce – Avast umožňuje pomocí svého doplňku k webovému prohlížeči Avast SafePrice cenové srovnání zboží a poskytování slev od obchodních partnerů. Za uskutečněné nákupy obdrží Avast odměnu.
- Zabezpečené prohlížení – prostřednictvím produktu Avast Secure Browser nabízí firma bezpečné procházení webových stránek.
- Analýzy – skrze dceřinou společnost Jumpshot nabízí Avast analýzu dat například pro marketingové účely.

c) Ukončený byznys

Po akvizici AVG ukončil Avast jeden z produktů AVG týkající se webového vyhledávače včetně jeho doplňků a panelu nástrojů. Reklama a inzerce na něm umístěná stále generuje Avastu tržby, nicméně Avast jej již dále nerozvíjí a nepodporuje. Současně také Avast přestal prodávat Browser Cleanup, který odstraňoval nechtěné produkty, které byly často nainstalovány bez souhlasu uživatele.

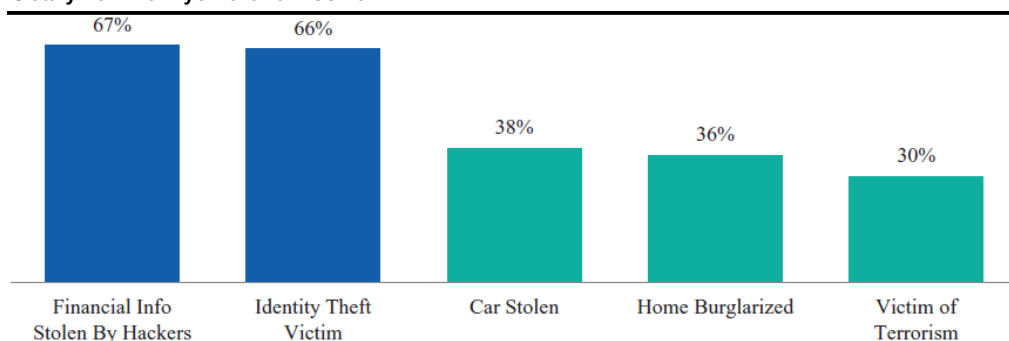
2) Firemní trh

Skupina Avast nabízí bezpečnostní řešení vytvořená na míru pro malé a střední podniky. V roce 2017 předplatné na těchto produktech činilo 8 % celkového předplatného. V tomto segmentu jsou používány jak původní produkty Avastu, tak i od AVG. Takzvaně vstupními produkty, které se následně dají upgradovat na prémiové, jsou Avast Business Antivirus a AVG File Server Edition.

Přehled trhu

Technologický vývoj za poslední desetiletí je enormní a nic nenasvědčuje zpomalení tohoto trendu. Čím více se naše životy prolínají s on-line světem, tak tím více narážíme na problematiku bezpečnosti a ochrany dat a soukromí.

Obavy lidí z různých druhů zločinů



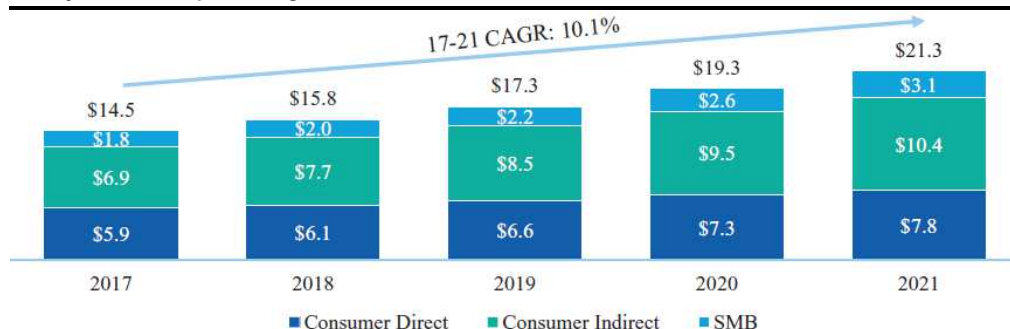
Zdroj: Avast, průzkum společnosti Gallup – Největší obavy Američanů

Jak se stále větší část našich životů stává digitální, tak vzrostly i obavy o finanční ztráty způsobené hackery. Mezi základní používané útoky patří ransomware, krádež identity a sociální malware. Ransomware zašifruje veškerá data na zařízení a hacker požaduje finanční kompenzaci za jejich odšifrování. Krádež identity zahrnuje zcizení klíčových osobních údajů za účelem obohacení zloděje. Sociální malware maskuje malware pod zdánlivě neškodné odkazy, e-mailové přílohy a podobně, aby následně tajně shromažďoval informace o napadeném. Výsledkem toho je, podle průzkumu společnosti Gallup, že se více než dvojnásobek Američanů obává o kybernetické zločiny v porovnání například s domácím vloupáním či terorismem.

Podle společnosti Symantec 53 % spotřebitelů zažilo osobně nebo někdo z jejich známých počítačovou kriminalitu. Průměrný postižený spotřebitel kybernetickým útokem stráví přibližně 24 hodin času nápravou škod z tohoto zločinu. Toto celkově vedlo k tomu, že 51 % spotřebitelů věří, že v posledních pěti letech je stále obtížnější být v online světě v bezpečí (zdroj: Norton Cyber Security Insights Report 2016).

Souhrnně bylo v roce 2017 postiženo počítačovou kriminalitou 978 milionů uživatelů, což ve stejném období způsobilo ztráty ve výši 172 mld. USD (zdroj: Norton Cyber Security Insights Report 2017).

Cílový trh Avastu podle segmentů

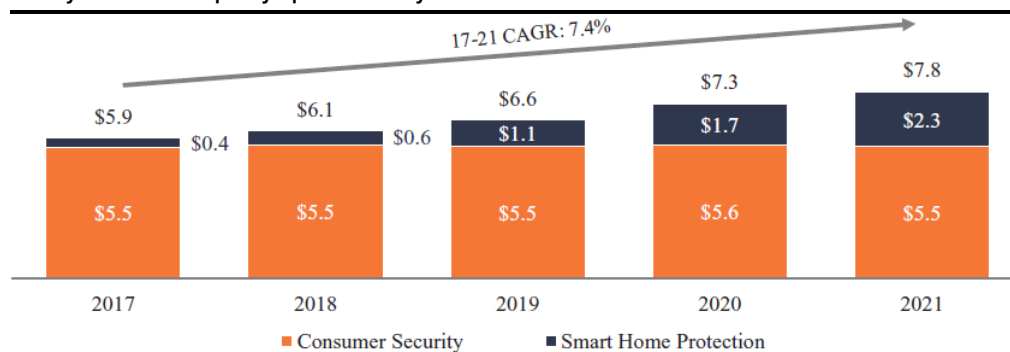


Zdroj: Avast

Podle průzkumu společnosti Avast dosahoval v roce 2017 cílový trh (tj. trh odpovídající produktové nabídce Avastu) celosvětových tržeb ve výši 14,5 mld. USD, z čehož 5,9 mld. USD připadalo na přímý spotřebitelský trh, 6,9 mld. USD na nepřímý spotřebitelský trh a 1,8 mld. USD na firemní trh. **Společnost odhaduje, že do roku 2021 bude velikost cílového trhu 21,3 mld. USD, což představuje průměrný každoroční nárůst trhu o 10,1 %.**

Prognózy tržeb přímého spotřebitelského segmentu jsou založeny na celkových výdajích spotřebitelů na PC a mobilní antivirové programy, VPN, nástroje pro PC a produkty ochrany pro domácnost (tzv. internet věcí). Prognózy nepřímého spotřebitelského segmentu jsou založeny na trhu placené distribuce spotřebitelského softwaru, části e-commerce trhu, trhu distribuce vyhledávacích služeb reprezentovaných prohlížeči třetích stran, trhu pro reklamu v rámci aplikací a trhu big data analýz. Predikce tržeb z firemního trhu je postavena na celkových výdajích malých a středních podniků na zabezpečení firemní sítě.

Cílový trh Avastu – přímý spotřebitelský trh



Zdroj: Avast

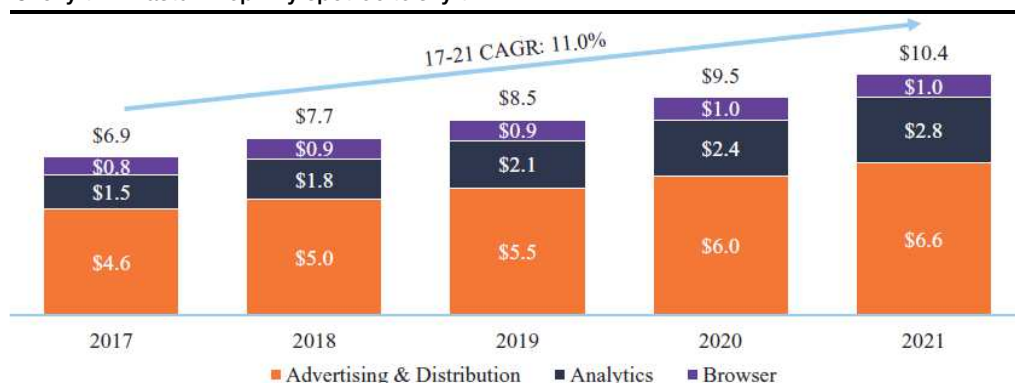
Přímý spotřebitelský trh by měl růst o 7,4 % ročně s tím, že výdaje na zabezpečení spotřebitelů (tj. antiviry apod.) by měly zůstat téměř neměnné, zatímco výdaje na ochranu tzv. chytrých domácností by měly značně růst a v průběhu 4 let se téměř zešestinásobit z 0,4 mld. USD v roce 2017 na 2,3 mld. USD v roce 2021.

Klíčové faktory růstu přímého spotřebitelského trhu:

- **Větší množství útoků dané růstem množství zařízení:** Rostoucí množství různých druhů zařízení od chytrých telefonů, přes tablety až po internet věcí a jejich vzájemné propojování přináší nové příležitosti pro hackerské útoky.

- **Vyšší sofistikovanost hackerů:** Hackeři se značně zdokonalili díky vysoce vyvinutému výzkumu a vývoji a infrastruktuře praní špinavých peněz. Tato profesionalita umožňuje hackerským týmům navrhovat sofistikovanější útoky, které využívají špičkové technologie, taktiky a postupy.
- **Uživatelé preferují produkty zdarma s možností zakoupení prémiové verze:** 75 % uživatelů antivirových programů v roce 2017 využívá neplacené produkty, což je výrazně více než v roce 2005, kdy těchto uživatelů bylo pouhých 19 % (zdroj: studie Avastu).
- **Zvětšující se čas strávený online:** S rostoucím počtem zařízení připojených online a využíváním aplikací se zvětšuje čas uživatele strávený online. Z toho vyplývá zvýšená potřeba zabezpečeného připojení a ochrany dat.
- **Klesající důvěra spotřebitelů v ochranu dat u korporací:** S tím, jak v minulých letech unikly z firem stovky milionů klientských osobních údajů po hackerských útocích, tak veřejnost ztrácí důvěru v bezpečnost svých soukromých dat spravovaných společnostmi.
- **Rostoucí zájem o nástroje pro optimalizaci výkonu zařízení:** Díky rostoucímu množství aplikací a dat na zařízeních stoupá potřeba po pravidelné údržbě a čištění systému, aby se vylepšila výkonnost zařízení.

Cílový trh Avastu – nepřímý spotřebitelský trh



Zdroj: Avast

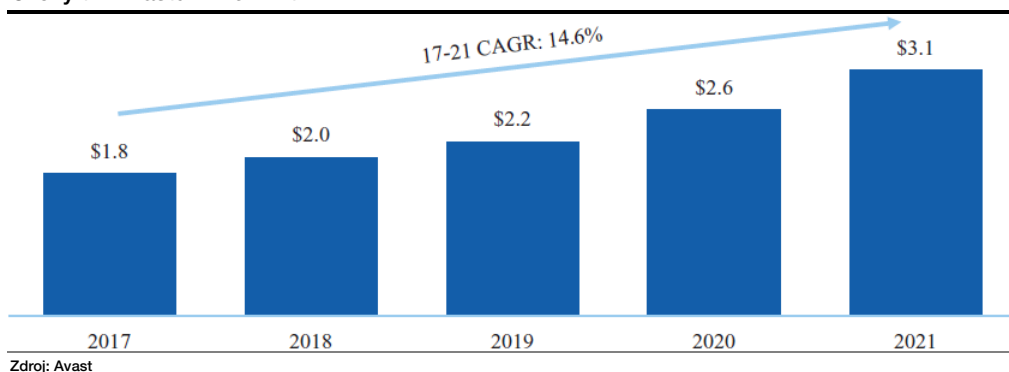
Podle predikce společnosti Avast by **nepřímý spotřebitelský trh měl růst průměrným ročním tempem 11,0 %** a dosáhnout velikosti tržeb 10,4 mld. USD do roku 2021. Nejméně by měl růst segment zabezpečeného internetového prohlížení z 0,8 na 1,0 mld. USD, a to průměrně o 5,7 % ročně. Segment reklamy a distribuce poroste ročně o 9,5 % ze 4,6 na 6,6 mld. USD. **Největší nárůst ve výši 17,6 % ročně se očekává u analytických služeb,** které vzrostou z 1,5 na 2,8 mld. USD.

Klíčové faktory růstu nepřímého spotřebitelského trhu:

- **Vyšší náklady na získání nových zákazníků:** Získávání nových zákazníků je pro firmy nákladné (placená reklama apod.), a tak využívají efektivní distribuce přes třetí strany.
- **Rostoucí e-commerce potřebuje nalákat více zákazníků:** Stále větší počet e-shopů a rostoucí objem transakcí na nich vyžaduje větší přísun zákazníků, k čemuž napomáhá právě i srovnávač cen Avast SafePrice.

- **Významnost kvalitních analýz spotřebitelského chování:** Společnosti využívají stále více cílenou reklamu, která je výsledkem analýzy rozsáhlého množství dat, což je Avast schopen zajistit díky své dceřiné společnosti Jumpshot.
- **Poptávka po klientských datech:** Společnost Avast věří, že bude růst poptávka po velkých balících anonymizovaných klientských dat, které si firmy budou kupovat pro své vlastní analýzy.

Cílový trh Avastu – firemní trh



Cílový trh malých a středních podniků zahrnuje zabezpečení cloudové sítě a antivirové programy. Avast očekává průměrné roční **tempo růstu tohoto trhu ve výši 14,6 %** z 1,8 na 3,1 mld. USD.

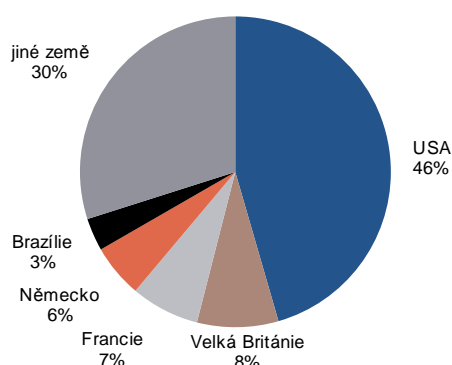
Klíčové faktory růstu firemního trhu:

- **Podnikům chybí dostatečný rozpočet a odborné znalosti:** Pro většinu malých a středních podniků jsou největšími výzvami nedostatečný rozpočet na oblast zabezpečení IT systémů a chybějící odborné znalosti ve formě specializovaných pracovníků. V roce 2017 to bylo 62 % podniků, které uvedly, že nemají dostatečné obdobné znalosti na vybudování silného kybernetického zabezpečení (zdroj: 2017 State of Cybersecurity in Small & Medium-Sized Businesses, Ponemon Institute).
- **Kyberzločinci se stále více zaměřují na malé a střední podniky:** Hackeři se více začínají zaměřovat na menší firmy právě vzhledem k jejich nižší úrovni zabezpečení systémů. Množství útoků v roce 2017 meziročně vzrostlo, když 61 % malých a středních podniků zaznamenalo kybernetický útok oproti 55 % v roce 2016 (zdroj: 2017 State of Cybersecurity in Small & Medium-Sized Businesses, Ponemon Institute).
- **Systém na management kyber-hrozeb směřuje do cloudu:** Historicky se menší firmy spoléhaly v zabezpečení svých IT systémů na hardwarové vybavení a aplikace spravované uvnitř firmy, což bylo značně nákladné. Podle studie Avastu plánují tyto podniky přesunout své zabezpečení do veřejných cloudových řešení. Očekává se, že do roku 2021 tak učiní 52 % malých a středních podniků v porovnání s 37 % v roce 2017.

Hospodaření společnosti a jeho výhledy

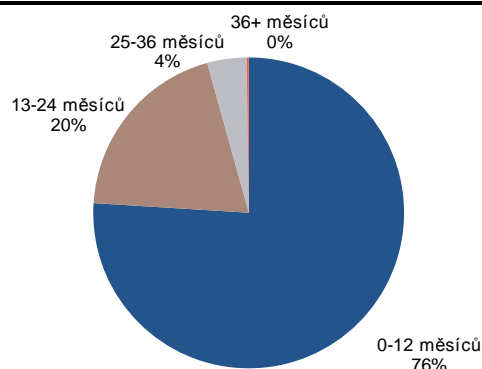
Princip fungování businessu společnosti Avast se nijak nevymyká běžným standardům v odvětví. **Uživatelé nejčastěji začínají s bezplatnou verzí softwaru, kterou si následně část z nich (aktuálně se jedná o přibližně 4 %) převede na prémiovou verzi**, která je již placená a nabízí řadu rozšířených funkcionalit.

Geografické rozložení tzv. underlying tržeb



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

Struktura délky časového rozlišení předplatného



Předplatné se nejčastěji provádí v rozmezí jednoho až tří let, kdy se pak následně musí časově rozlišovat do tržeb. Jak uvádí graf výše, tak lze vidět, že naprostá většina předplatného je do jednoho roku a poté již skokově klesá. Předplatné se primárně aplikuje v přímém spotřebitelském trhu. U ostatních trhů se tržby již tolik časově nerozlišují.

Vzhledem k tomu, že Avast působí na mnoha světových trzích, tak tomu odpovídá i geografická struktura tzv. underlying tržeb (tyto tržby získáme, když běžné tržby Avastu navýšíme o časové rozlišení tržeb získaných akvizicemi a přeceněných na reálnou hodnotu, v roce 2017 tato úprava představovala 13 % upravených tržeb, tedy 98 mil. USD). **Nejvyšší podíl na upravených tržbách tvoří Spojené státy (45,5 %)** následované Velkou Británií (8,5 %) a Francií (7,1 %).

Historický vývoj hospodaření

Avast poskytl ve svém prospektu k primárnímu úpisu akcií finanční historii za poslední tři roky, tedy od 2015 do 2017. Srovnatelnost mezi jednotlivými obdobími je ztížena díky proběhlým akvizicím společností AVG a Piriform. AVG je součástí konsolidačního celku od 1. října 2016, tedy celé jedno čtvrtletí daného roku. Piriform, jehož akvizice proběhla v průběhu roku 2017, se stal součástí konsolidačního celku od 18. července 2017.

Výrazně více hospodářské výsledky ovlivnila akvizice společnosti AVG, jež za rok 2016 měla souhrnné tržby ve výši 418,6 mil. USD, zatímco Piriform v roce své akvizice 2017 měl souhrnné tržby pouhých 17,7 mil. USD.

Výkaz zisků a ztrát

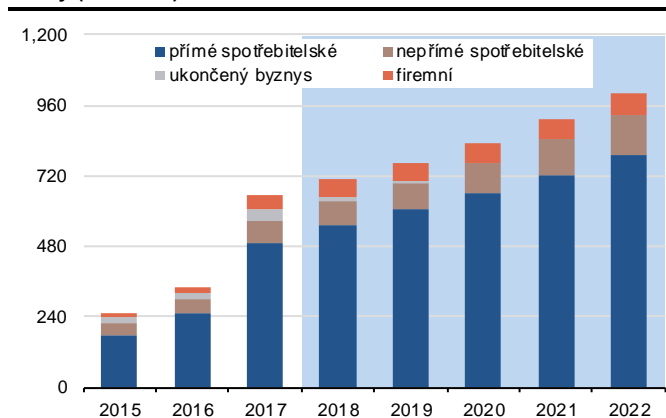
mil. USD	2015	2016	2017
Tržby	251.0	340.7	652.9
Náklady na tržby	-72.8	-112.1	-232.8
Hrubý zisk	178.2	228.6	420.1
Prodej a marketing	-29.0	-59.6	-121.4
Výzkum a vývoj	-23.7	-46.8	-75.5
Všeobecné a správní náklady	-25.9	-90.3	-98.9
Celkové provozní náklady	-78.6	-196.7	-295.8
Provozní zisk	99.6	31.9	124.3
<i>Rozklad provozního zisku:</i>			
<i>Upravený provozní zisk</i>	<i>165.7</i>	<i>183.8</i>	<i>299.7</i>
<i>Motivační akciové programy</i>	<i>-6.1</i>	<i>-2.7</i>	<i>-7.7</i>
<i>Mimořádné položky</i>	<i>-0.8</i>	<i>-69.8</i>	<i>-34.8</i>
<i>Odpisy pořízeného nehmotného majetku</i>	<i>-59.2</i>	<i>-79.4</i>	<i>-132.9</i>
Finanční výsledek, čistý	-27.9	-12.4	-153.2
Zisk (ztráta) před zdaněním	71.7	19.5	-28.9
Daň z příjmu	-0.2	5.1	-4.9
Zisk (ztráta) za účetní období	71.5	24.6	-33.8

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

Díky akvizicím vzrostly výrazně tržby mezi jednotlivými lety, a to o 35,7 % na 340,7 mil. USD v roce 2016 a o 91,6 % na 652,9 mil. USD v roce 2017. Vliv akvizic se následně projevil i do nákladových položek. V rozkladu upraveného provozního zisku představuje položka „Mimořádné položky“ z naprosté většiny náklady spojené s pořízením společnosti a jejich následnou integrací do skupiny Avastu. Propad do ztráty ve výši 33,8 mil. USD v roce 2017 je tak způsoben probíhajícími akvizičně-integračními aktivitami a náklady s nimi spojenými, započtením úrokových nákladů za celý rok oproti roku 2016, kde byly pouze za část roku. V neposlední řadě zisk také snižuje kurzové přecenění úvěru v eurech.

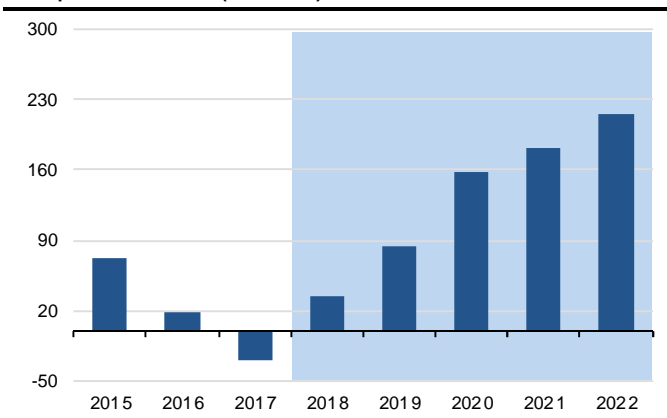
Střednědobý výhled

Tržby (mil. USD)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

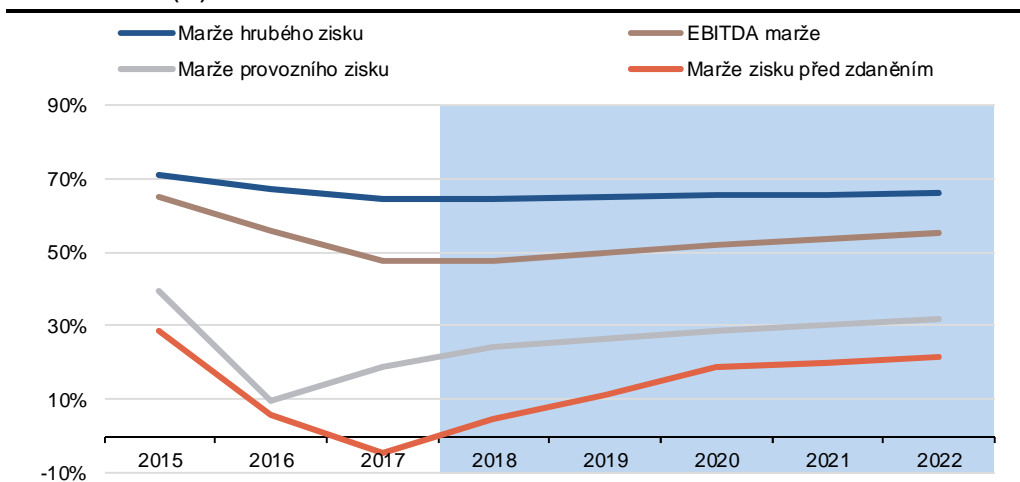
Zisk před zdaněním (mil. USD)



Při predikci předplatného a následně z toho odvozených tržeb jsme vycházeli z výhledu managementu prezentovaného v prospektu k úpisu akcií. V oblasti přímého spotřebitelského trhu je guidance mírně vyšší než samotný předpokládaný růst trhu (7,4 %). Zatímco u nepřímého spotřebitelského trhu management očekává přibližně o polovinu rychlejší růst v porovnání s trhem (11,0 %). Posledním segmentem jsou firemní zákazníci, kde je očekáván pouze třetinový růst oproti tržnímu, který činí 14,6 %.

Zisk před zdaněním očekáváme, že by se měl zotavit po výrazné akviziční činnosti, která s sebou nesla nemalé náklady. Dále bude vylepšován vzájemnými synergii v oblasti úspor personálních nákladů či absencí výraznějších jednorázových nákladových položek.

Srovnání marží (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

Profitabilita společnosti by se měla ve střednědobém horizontu stabilizovat po proběhlých akvizicích z minulých let. Postupně se bude mírně zvyšovat. Neočekáváme žádné enormní nárůsty v této oblasti, aby nedocházelo ke zkreslení našeho ocenění. V průběhu příštích pěti let by se marže hrubého zisku měla pohybovat mezi 65 až 66 %. EBITDA marže, kterou považujeme za nejvýznamnější, jelikož je očištěna o položky přímo nesouvisející s obchodní aktivitou, se bude pohybovat mezi 48 až 55 %. Marže provozního zisku v rozmezí 24-32 % a marže zisku před zdaněním poroste z 5 % v roce 2018 na 21 % v roce 2022. Důvodem, proč by se zisková marže měla zvyšovat nejvíce, je, že ve střednědobém horizontu očekáváme ustalování měnového kurzu EUR/USD k jeho rovnovážné hladině na úrovni 1,35 z rozkolísanějších hodnot v minulých letech. To vedlo k výraznějšímu přeceňování úvěru vedeného v eurech v počáteční výši 400 mil. EUR. Tento dopad bude citelnější ještě v tomto roce, kdy kurz EUR/USD výrazněji posílí k hladině 1,23. V dalších letech očekáváme, že již změny kurzu nebudou tak výrazné, a tak by se měly i dopady kurzového přecenění snižovat. Pomůže tomu i průběžné splácení tohoto úvěru. Expozice vůči dalším měnám je výrazně nižší než u EUR.

Predikce finanční výkonnosti

mil. USD	2015	2016	2017	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f
Tržby	251,0	340,7	652,9	712,0	764,2	832,7	913,4	1 002,3
Náklady na tržby	-72,8	-112,1	-232,8	-251,4	-267,1	-288,2	-312,9	-339,8
Hrubý zisk	178,2	228,6	420,1	460,6	497,1	544,5	600,5	662,4
Provozní náklady	-78,6	-196,7	-295,8	-286,5	-294,1	-305,9	-324,1	-343,1
Provozní zisk	99,6	31,9	124,3	174,1	203,0	238,6	276,4	319,3
Finanční výsledek, čistý	-27,9	-12,4	-153,2	-138,9	-118,6	-81,7	-94,8	-104,0
Zisk (ztráta) před zdaněním	71,7	19,5	-28,9	35,2	84,3	156,9	181,6	215,3
Daň z příjmu	-0,2	5,1	-4,9	-57,0	-16,9	-31,4	-36,3	-43,1
Zisk (ztráta) za účetní období	71,5	24,6	-33,8	-21,8	67,4	125,5	145,3	172,2

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

Tabulka uvádí přehled hlavních ukazatelů z výkazu zisků a ztrát a jejich predikci na příštích pět let. Způsob, jakým jsme odhadovali tržby, jsme uvedli na začátku této kapitoly. Co se týká

nákladové strany, tak očekáváme mírný pokles mzdových nákladů po dokončení integrace akvizovaných společností. Podobně by se měly benefity a synergie z akvizic odrazit i v dalších oblastech, kdy očekáváme pokles nákladů u centralizovaných služeb jako je back office, marketingové výdaje apod. Na druhé straně budou ale růst úrokové náklady. Společnost Avast má dva významné úvěrové rámce. Na konci září 2016 si Avast půjčil 1,2 mld. USD a 0,4 mld. EUR. Náklady na EUR úvěr jsou určeny jako 3,0 % + 3M EURIBOR a na USD úvěr 2,75 % + 3M USDLIBOR. V našich predikcích počítáme s růstem těchto úrokových sazeb, což povede k vyšším úrokovým nákladům. Poměr čistého dluhu k zisku EBITDA byl na konci roku 2017 ve výši 5,2 (pro srovnání, hlavní konkurent, společnost Symantec měla ve stejném období hodnotu ukazatele 4,0). Očekáváme zlepšování tohoto poměru k hodnotě 4,2 na konci tohoto roku, a to díky růstu EBITDA a postupnému splácení dluhu, které činí 5 % ročně z počáteční jistiny. Ročně se tedy splatí 20 mil. EUR a 60 mil. USD z obou úvěrů. Významnou položkou, která ovlivní ziskovost v tomto roce je, že Avast očekává uhrazení jednorázové daně v Nizozemsku ve výši 50 mil. USD, jak bylo dohodnuto s příslušnými daňovými úřady, v souvislosti s odchodem skupiny z této země.

Strategie společnosti

Strategie společnosti je postavená na pěti klíčových bodech, kterými se Avast snaží řídit a směřovat tak své kroky k vyššímu podílu na trhu a ziskovosti.

- **Pokračovat ve zpeněžení uživatelské základny díky přestupu z neplacené verze na placenou a prodeji dražších verzí:** Avast generuje své příjmy z prodeje placených produktů, které plánuje více odlišit od neplacených verzí. Dojde k přidání lepších doplňkových produktů v prémiových verzích nabízeného softwaru. Stejně tak chce upravit i balíčky poskytovaných služeb, aby došlo k větší konverzi z neplatících uživatelů na platící.
- **Pokračovat ve zpeněžení uživatelské základny díky cross-sellingu napříč různými platformami a službami:** S rostoucí uživatelskou základnou Avast stále více využívá svůj nástroj na zpeněžení uživatelské základny pro prodej jiných druhů produktů, tzv. cross-sell. Tento nástroj využívá strojového učení a efektivněji tak propaguje cross-sellové kampaně.
- **Využívat svou velikost, historické zkušenosti a informace o uživateli k nalezení nových způsobů nepřímého zpeněžení uživatelské základny:** Společnost se chce specificky zaměřit na pokračování distribuce produktů třetích stran a vylepšit své produkty pro zabezpečené prohlížení webových stránek. Plánuje se spuštění nové verze e-commerce produktu SafePrice. A v poslední řadě chce Avast růst v analytickém odvětví skrze Jumpshot.
- **Inovovat produkty, aby se neustále zlepšovala nabídka uživatelům:** Avast chce pokračovat ve značném inovování svého produktového portfolia zaměřeného na zabezpečení systémů. Silné zaměření na inovace koresponduje i s faktem, že přes 45 % zaměstnanců pracuje v odděleních výzkumu a vývoje. Plánují se vydávat proti-sledovací produkty, produkty pro rodičovskou kontrolu či software pro chytré domovy.
- **Pokračovat v úspěšných akvizicích:** Společnost Avast chce navázat na své úspěšné akvizice, především AVG. Neustále tak sleduje příležitosti na trhu. Pokud by některá společnost splňovala akviziční kritéria tím, že by doplňovala a korespondovala s byznysovým zaměřením Avastu, tak by management společnosti zvažoval o její akvizici. Avast také monitoruje společnosti zaměřující se na firemní trh, aby zde mohl rozšířit svoji působnost.

Dividendová politika

Avast předpokládá zavedení dividendové politiky v takové míře, aby přinášela významné výnosy akcionářům, a současně zajistila, aby si skupina zachovala volnost v užívání kapitálu pro další růst. Současně si Avast vymezuje právo nevyplácet žádnou dividendu, pokud tak rozhodne vedení společnosti. Současný předpoklad počítá s výplatou dividendy rozdělenou na dvě části v poměru jedna třetina ku dvěma třetinám. S tím, že menší část by se vyplácela jako předběžná dividendy a větší část jako finální dividendy. Avast zamýšlí zahájit vyplácení dividend ze zisku roku 2018 v první polovině roku 2019. Vzhledem k nulové historii výplat dividend a minimu uvedených informací prozatím v našich modelech nepočítáme s vyplácením dividendy. Po případném oficiálním ohlášení konkrétní výše dividendy bychom zakomponovali dividendovou strategii do našeho modelu.

Na základě dostupných informací předpokládáme, že by se souhrnná dividendy za rok 2018 mohla pohybovat kolem 9 GBp na akcii, což by představovalo výnos 2,6 % vůči cílové ceně. Pro srovnání, konkurenční společnost Symantec za rok 2017 vyplatila souhrnnou dividendu v celkové výši 0,3 USD na akcii, což vzhledem k současnému kurzu přibližně 21,5 USD za akcii představuje výnos 1,4 %.

Sektorové srovnání

Vzhledem k tomu, že společnost Avast generuje značnou část svých příjmů v Americe a současně působí po celém světě, tak jsme vybrali obdobně zaměřené firmy, které jsou obchodované na amerických akciových burzách. Jedná se o společnosti zabývající se ochranou dat, vývojem a prodejem antivirového softwaru. Zároveň pro porovnání s celým trhem softwarových společností jsme použili odvětvový index pro softwarové firmy z indexu S&P500.

Technologický sektor obecně vykazuje vyšší hodnoty vybraných ukazatelů ocenění než řada jiných sektorů. Je to dáno volatilitou hodnoty těchto společností díky rychlému technologickému pokroku, kdy mnohdy i skokově tyto společnosti zvýší své ocenění na rozdíl například od relativně stabilního sektoru utilit.

Při srovnání Avastu s obdobnými společnostmi z oboru jde vidět značná rozkolísanost výsledků. Ukazatele P/E a EV/Sales by pro Avast představovaly prémii v ocenění. Naproti tomu EV/EBITDA ukazuje podhodnocení vůči konkurenčním společnostem. Ziskovost v minulém roce byla v rámci srovnatelných společností záporná. U Avastu to bylo způsobeno jednorázovými náklady spojenými s akvizicemi. **Výsledkem sektorového srovnání je, že ocenění Avastu podle poměrových ukazatelů je v průměru srovnatelné s jeho konkurenty či celým softwarovým odvětvím a cena akcií z tohoto hlediska není nadhodnocená, ani podhodnocená.**

Avast vs. konkurenční společnosti

	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales		P/Sales		ROE	ROA
	akt.	2018	2019	akt.	2018	2019	2018	2019	akt.	2018	akt.	akt.
Avast PLC	nm	nm	67,9	19,9	17,8	15,1	8,5	7,5	7,0	6,4	-5,8	-1,2
Symantec Corp	34,2	13,7	12,1	20,8	8,2	7,5	3,4	3,2	2,7	2,8	27,2	6,8
Palo Alto Networks Inc	n/a	55,1	44,0	n/a	33,7	25,8	8,4	6,9	9,2	7,7	-23,5	-5,1
Fortinet Inc	104,3	42,9	37,3	50,8	25,4	20,6	5,6	5,0	7,3	6,2	7,8	2,7
FireEye Inc	n/a	839,1	100,1	n/a	38,4	27,7	4,0	3,7	4,1	4,0	-41,0	-12,4
KeyW Holding Corp	91,0	n/a	71,4	31,7	15,5	14,0	1,4	1,4	0,9	0,9	-2,5	-1,3
Proofpoint Inc	n/a	119,6	79,0	n/a	68,6	47,2	9,3	7,3	10,4	8,7	-41,7	-7,6
Imperva Inc	n/a	55,4	30,3	n/a	21,0	16,8	3,9	3,4	5,4	4,8	-3,3	-2,0
Qualys Inc	100,5	64,7	55,0	55,2	32,4	27,5	12,1	10,3	14,8	12,7	8,5	5,5
Peers median	95,8	55,4	49,5	41,2	28,9	23,2	4,8	4,3	6,3	5,5	-2,9	-1,7
S&P 500 Software Industry GICS	32,9	26,8	24,5	20,0	16,9	15,0	n/a	n/a	7,5	7,1	14,9	5,4
<i>Avast vs. median</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>37,3%</i>	<i>-51,7%</i>	<i>-38,5%</i>	<i>-34,8%</i>	<i>76,3%</i>	<i>73,8%</i>	<i>10,5%</i>	<i>17,2%</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
<i>Avast vs. S&P500 Software</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>176,9%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>4,8%</i>	<i>1,1%</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>-6,4%</i>	<i>-9,3%</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ocenění

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF.

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow predikovaného na pět let dopředu. Vypočítaný volný cash flow jsme diskontovali k začátku června 2018 za použití průměrné vážené ceny kapitálu (WACC) 6,7 %. Fair value byla následně spočítána za předpokladů dlouhodobé růstové míry na úrovni 2,1 %. Detailní strukturu výpočtu WACC a další parametry ocenění ukazuje tabulka na následující straně.

Na základě našeho modelu odhadujeme **fair value akcií společnosti na 4,5 USD za kus**. Pro určení cílové ceny dále zohledňujeme tři parametry, a to sektorovou atraktivitu, atraktivitu společnosti a spekulativní potenciál, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 % - 130 % z hodnoty fair value.

■ **Sektorová atraktivita (+5 %):** Société Générale má pro sektor Software a IT služby doporučení *Nadvážit*, a proto sektorovou atraktivitu hodnotíme +5 %. Je to dáno předpokladem, že společnosti z tohoto odvětví mohou značně profitovat z rostoucích výdajů na softwarové zabezpečení systémů.

■ **Atraktivita společnosti (+3 %):** Stanovili jsme na +3 %. Nedávné akvizice společností AVG a Piriform s sebou přinesly nové zákazníky, kteří doposud nevyužívají služeb Avastu, tudíž zde existuje potenciál pro křížový prodej produktů Avastu. Současně Avast poskytuje placenou formu svých produktů pouze 4 % uživatelů, kde i malé zvýšení tohoto poměru by vedlo k výrazným dopadům do ziskovosti firmy.

■ **Spekulativní potenciál (0 %):** Tento parametr hodnotíme na 0 %. Případnou prémii k ocenění, která by vzešla ze srovnání se sektorem společností, jež se zabývají zabezpečením systémů, nepovažujeme za významnou.

Cílová cena je 8 % nad fair value.

Za pomoci výše uvedených parametrů jsme stanovili **cílovou cenu pro akcie Avastu na 4,8 USD** (fair value plus 8 %).

Parametry ocenění akcií společnosti Avast

	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f
Vážené náklady kapitálu	4,0%	5,2%	6,2%	8,1%	9,8%
Náklady na vlastní kapitál	8,9%	9,0%	9,0%	9,9%	10,3%
Beta	1,174	1,174	1,174	1,174	1,174
Bezriziková úroková míra	2,3%	2,5%	2,4%	3,4%	3,7%
Akciová riziková přírážka	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Riziková prémie země	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Náklady na dluh (před daní)	2,6%	2,8%	2,8%	3,2%	3,8%
Diskontované FCFF					
EBITDA	339,9	380,9	432,5	489,0	552,6
Zaplacené daně	-80,0	-20,8	-46,9	-47,9	-58,3
Změna pracovního kapitálu	-1,2	-7,0	-5,6	-8,4	-8,3
Kapitálové výdaje	-17,3	-18,6	-20,3	-22,2	-24,4
FCFF	241,4	334,5	359,8	410,6	461,6
Explicit value	1 486				
Dlouhodobá míra růstu	2,1%				
Terminal value	4 362				
Čistý dluh	-1 605				
Fair value (mil. USD)	4 243				
Fair value na akcii (USD)	4,5				
Sektorová atraktivita	5,0%				
Atraktivita společnosti	3,0%				
Spekulativní potenciál	0,0%				
Cílová cena na akcii (USD)	4,8				

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Následující tabulka ukazuje citlivost hodnoty fair value na změny diskontní sazby a dlouhodobé míry růstu.

Analýza citlivosti ocenění

DFCF					
Vážené náklady kapitálu / míra růstu	1,1 %	1,6 %	2,1 %	2,6 %	3,1 %
-100 bb	4,7	5,0	5,4	5,9	6,5
-50 bb	4,3	4,6	4,9	5,3	5,8
6,7 % / 9,8 % *	3,9	4,2	4,5	4,8	5,2
+ 50 bb	3,6	3,8	4,1	4,3	4,7
+ 100 bb	3,3	3,5	3,7	4,0	4,2

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **Koncentrace tržeb:** Společnost Avast generuje značnou část svých tržeb z antivirových produktů pro spotřebitelský trh a předpokládá, že tento poměr bude neměnný i v blízké budoucnosti.
- **Chyby a zranitelnost produktů:** Jakákoliv chyba v produktech společnosti by měla za následek zranitelnost systémů a produktů. Potenciální hackerské útoky na systémové řešení by mohlo vést k negativní publicitě s dopadem do ziskovosti firmy.
- **Omezení dostupnosti platform:** Poskytovatelé platform, kterými jsou především Microsoft s Windows, Google s Androidem či Apple s MacOS a iOS, mohou zamezit přístupu antivirových programů třetích stran, kterými je například právě Avast.
- **Neudržení si zákaznické základny:** Vzhledem k výraznému rozdílu mezi náklady na antivirový software pro retailového a firemního zákazníka, kdy retailový klient díky relativně nízkým nákladům může přecházet mezi konkurenčními produkty, hrozí, že společnost bude stagnovat či ztrácet svoji klientskou základnu.
- **Silná konkurence:** Společnost podniká ve značně konkurenčním prostředí a všechny její produkty jsou ohroženy nenadálými rychlými technologickými změnami a tržní dynamikou. Konkurenční společnosti na tyto změny mohou reagovat rychleji a lépe než Avast, což by vedlo ke ztrátě tržního podílu.
- **Snížení dostupnosti nabídky produktů:** Mnoho uživatelů produktů společnosti Avast na ně narazí na vyhledávacích serverech, webech pro stahování či online obchodech s aplikacemi. Vyhledávací servery a obchody s aplikacemi nabízí dva druhy vyhledávání – organické (neplacené) a placenou reklamu. Avast se spoléhá na oba prodejní kanály, jak přilákat nové zákazníky. Společnosti si nemohou koupit organické vyhledávání, to je založeno na interním algoritmu každého jednotlivého poskytovatele. Jakákoliv změna v tomto algoritmu by mohla vést k omezení dostupnosti nabídky společnosti na těchto webech.
- **Úspěšná integrace akvizic:** Společnost nemusí úspěšně zvládnout po-akviziční integraci společností, které nedávno koupila, či těch, které by potenciálně kupovala v budoucnosti. Tyto společnosti by nemusely naplnit očekávané benefity, které s sebou měly po akvizici přinést.
- **Mezinárodní diverzita:** Avast působí na mnoha světových trzích, což s sebou přináší řadu rizik s tím spojených. Rozlišná právní regulace, cla a obchodní bariéry či geografická a kulturní diverzita pracovní síly.
- **Vývoj měnových kurzů:** Vykazovací měnou je americký dolar a tedy pohyb ostatních měn zemí, v nichž Avast operuje, v návaznosti na USD může ovlivnit finanční čísla společnosti Avast.
- **Vývoj úrokových sazeb:** Vzhledem k výraznému zadlužení společnosti souvisejícímu s nedávnými akvizicemi by jakékoliv zvýšení úrokových sazeb EURIBOR a USDLIBOR vedlo k nárůstu úrokových nákladů a tím snížení ziskovosti.

Finanční údaje společnosti Avast

mil. USD	2015	2016	2017	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f
OCENĚNÍ								
P/E (x)	64,1	186,3	nm	nm	67,9	36,5	31,5	26,6
Price/provozní cash flow (x)	22,7	20,4	15,0	20,7	13,4	12,2	11,1	9,9
Price/volný cash flow (x)	24,1	21,3	15,8	22,4	14,2	12,9	11,8	10,4
Price/účetní hodnota (x)	6,6	6,3	10,5	7,9	5,1	3,7	2,9	2,3
EV/výnosy (x)	18,7	17,3	9,5	8,5	7,5	6,6	5,6	4,7
EV/EBITDA (x)	28,8	31,1	19,9	17,8	15,1	12,6	10,5	8,6
EV/EBIT (x)	46,9	58,0	38,9	34,7	28,4	22,9	18,5	14,8
Dividendový výnos, brutto (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ÚDAJE NA AKCII (USD)								
EPS	0,08	0,03	-0,04	-0,02	0,07	0,13	0,15	0,18
Cash flow	0,21	0,24	0,32	0,23	0,36	0,40	0,43	0,49
Vlastní kapitál (book value)	0,73	0,76	0,46	0,61	0,94	1,28	1,67	2,11
Hrubá dividendy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT								
Tržby	251	341	653	712	764	833	913	1 002
Hrubé příjmy	178	229	420	461	497	545	601	662
EBITDA	164	190	311	340	381	432	489	553
Depreciace a amortizace	-63	-88	-152	-166	-178	-194	-213	-233
EBIT	100	102	159	174	203	239	276	319
Mimořádné a neprovozní položky	-1	-70	-35	-50	0	0	0	0
Čisté úrokové náklady	-28	-12	-153	-139	-119	-82	-95	-104
Daň z příjmu	0	5	-5	-57	-17	-31	-36	-43
Vykázaný čistý zisk	72	25	-34	-22	67	126	145	172
VÝKAZ CASH FLOW								
EBITDA	164	190	311	340	381	432	489	553
Změna provozního kapitálu	0	13	-56	-1	-7	-6	-8	-8
Jiné provozní CF	39	22	51	-117	-33	-50	-69	-79
Provozní CF	202	225	307	222	341	377	412	465
Čisté kapitálové výdaje	-12	-9	-16	-17	-19	-20	-22	-24
Volné cash flow	190	215	291	204	323	356	390	441
Investiční CF	-31	-1 250	-174	-17	-19	-20	-22	-24
CF z finančních aktivit	-154	1 125	-194	-145	-145	-145	-145	-145
Čistá změna hotovosti	18	99	-61	59	177	211	244	295
ROZVAHA								
Celková aktiva	1 175	2 807	2 794	2 941	3 166	3 461	3 784	4 174
Dlouhodobá aktiva	994	2 475	2 479	2 538	2 584	2 647	2 710	2 783
z toho Nehmotná aktiva	256	492	394	434	477	525	577	635
Pracovní kapitál	-107	-240	-269	-331	-330	-369	-394	-432
Vlastní kapitál	694	725	435	580	897	1 223	1 596	2 015
Čisté zadlužení	-122	-1 317	-1 605	-1 454	-1 184	-880	-544	-156

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poměrové ukazatele společnosti Avast

	2015	2016	2017	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f
ZISKOVOST								
ROE (%)	10,3	3,5	-5,8	-4,3	9,1	11,8	10,3	9,5
ROA (%)	6,1	1,2	-1,2	-0,8	2,2	3,8	4,0	4,3
ROIC (%)	24,6	5,8	-6,5	-4,3	12,2	20,7	21,8	23,5
ROS (%)	28,5	7,2	-5,2	-3,1	8,8	15,1	15,9	17,2
MARŽE								
Hrubá marže (%)	71,0	67,1	64,3	64,7	65,0	65,4	65,7	66,1
EBITDA marže (%)	65,2	55,7	47,6	47,7	49,8	51,9	53,5	55,1
EBIT marže (%)	40,0	29,9	24,4	24,5	26,6	28,7	30,3	31,9
Čistá marže (%)	28,5	7,2	-5,2	-3,1	8,8	15,1	15,9	17,2
DYNAMIKA RŮSTU								
Tržby (%)		35,7	91,6	9,1	7,3	9,0	9,7	9,7
EBITDA (%)		15,9	64,1	9,3	12,1	13,6	13,1	13,0
EBIT (%)		1,3	56,4	9,5	16,5	17,6	15,8	15,5
Vykázaný čistý zisk (%)		-65,6	-237,4	35,5	nm	86,1	15,7	18,5
FINANCOVÁNÍ								
Čistý dluh / EBITDA (x)	0,7	6,9	5,2	4,3	3,1	2,0	1,1	0,3
Čistý dluh / vlastní kapitál (x)	0,2	1,8	3,7	2,5	1,3	0,7	0,3	0,1
Aktiva / vlastní kapitál (x)	1,7	3,9	6,4	5,1	3,5	2,8	2,4	2,1
Úrokové krytí (x)	4,4	2,7	1,8	1,9	2,1	2,7	2,9	3,1

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



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

Ekonomové



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

Akioví analytici



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



Marek Drimal
(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
(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 Libcor
(40) 213 016 869
florian.libcor@brd.ro

Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG



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

Ekonom

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

Akiový analytik



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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní 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



Infance
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 Huliatti
(91) 80 2802 4380
shakeeb.huliatti@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

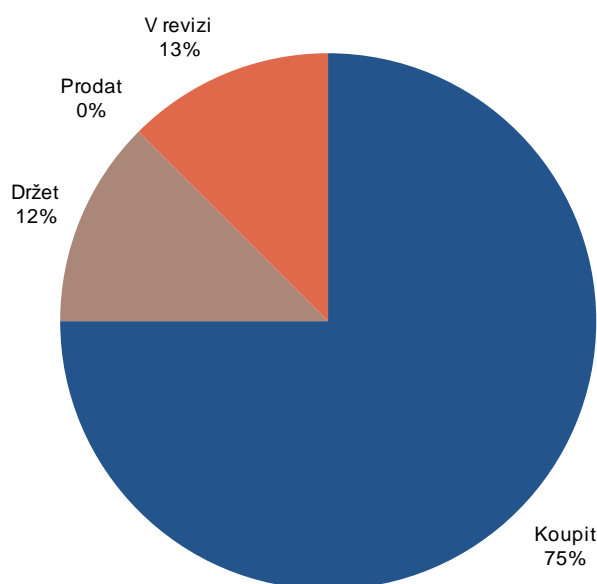
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 15. června 2018)



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.

Přehled doporučení a vztahy s jednotlivými emitenty

	ČEZ	O2 CR	CME	Philip Morris CR	Pegas Nonwovens	Vienna Insurance	Fortuna	MONETA Money Bank	Avast
Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD									
Doporučení	koupit	držet	koupit	koupit	v revizi	koupit	konec pokrývání	koupit	koupit
Cílová cena	CZK 620	CZK 270	USD 5	CZK 17546	v revizi	EUR 26		CZK 93	GBP 342
Datum	11.6.2018	18.9.2017	27.7.2017	22.8.2017	17.5.2018	3.3.2017	9.5.2018	6.3.2018	15.6.2018
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	držet	koupit	držet	prodat		prodat	koupit	
Cílová cena	CZK 542	CZK 267	USD 4,2	CZK 13500	CZK 876		CZK 198	CZK 90	
Datum	20.9.2017	31.1.2017	27.4.2017	25.5.2017	13.9.2017		4.1.2018	17.8.2017	
Doporučení	držet	koupit	koupit	koupit	prodat		koupit	koupit	
Cílová cena	CZK 448	CZK 267	USD 3,7	CZK 13500	CZK 876		CZK 198	CZK 95	
Datum	14.9.2016	9.12.2016	10.3.2017	13.6.2016	13.9.2017		30.11.2017	9.6.2017	
Doporučení	koupit	držet			držet		v revizi	koupit	
Cílová cena	CZK 420	CZK 260			CZK 876		v revizi	CZK 90	
Datum	12.2.2016	22.3.2016			19.4.2017		9.11.2017	6.9.2016	
Doporučení					koupit		držet		
Cílová cena					CZK 863		CZK 128		
Datum					20.5.2016		12.6.2017		
Metody ocenění	DFCF	DFCF DDM	DFCF	DDM	DFCF DDM	DDM ERM	DFCF	DFCF DDM ERM	DFCF
Četnost doporučení	2x ročně	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	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	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	ne
Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	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	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	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	ne
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	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>