

| Pololetní zpráva |

Akciové výhledy

Rostoucí úrokové sazby s sebou přinášejí i příležitosti



© iStock

- **První polovina roku byla ve znamení zvyšování úrokových sazeb a hrozící obchodní války:** Zdrojem zvýšené volatility na světových trzích byly Spojené státy. Počínaje obavami z rostoucích sazeb a konče vleklými spory v oblasti obchodní politiky mezi USA a zbytkem světa.
- **Ocenění akciových trhů je vysoké:** Dle predikcí Sociétés Générale by v nadcházejících 12 měsících mělo dojít ke korekcím na hlavních světových akciových trzích.
- **Pravděpodobnost přísnější měnové politiky ECB poroste:** Vyšší úrokové sazby by se měly na akciovém trhu jako celku projevit negativně. Přesto však společnosti se zdravější kapitálovou strukturou nemusí jejich dopad pociťovat tak silně.
- **Těžaři a zpracovatelé komodit, automobilky a finančních instituce v akciových portfoliích:** Tyto sektory v minulosti prokázaly, že v období růstu výnosů se jim dařilo. Jedná se o sektory se silnou tvorbou cash flow a nízkým dluhem.
- **Zajímavé investiční akciové tipy:** Axa, Daimler, Erste Group, Glencore, Infineon Technologies, Ingenico



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



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

SOCIÉTÉ
GÉNÉRALE
GROUP



Statistika BCPP

	2013	2014	2015	2016	2017	6/2018
Index PX	989	947	956	922	1,078	1,064
% změna (CZK)	-4.8	-4.3	1.0	-3.6	17.0	-1.3
% změna (USD)	-8.9	-16.7	-7.0	-6.9	41.1	-5.8
Objem obchodů (mil.CZK)	184,571	158,222	169,202	163,580	140,741	74,930
Objem obchodů (mil.USD)	9,461	7,648	6,941	6,687	6,002	3,558
Tržní kapitalizace (mil.CZK)	1,074,426	1,018,162	1,011,989	1,020,891	1,208,467	1,266,440
Tržní kapitalizace (mil.USD)	54,189	44,434	40,696	39,844	56,888	56,898

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

Přehled doporučení KB/SG

Společnost	Cena	Cíl. cena	Doporučení	ze dne	Roční max.	Roční min.
Avast	68.5	95.8	Koupit	14.VI.18	73.0	62.5
CEZ	575.0	620.0	Koupit	11.VI.18	590.0	397.1
CME	85.2	109.3	Koupit	27.VII.17	105.5	77.9
Erste Bank	935.8	1,230.0	Koupit	12.II.18	1,057.9	863.6
Kofola	299.0	-	-	-	426.0	275.0
Komerční banka	940.5	-	-	-	1,013.0	879.0
Moneta Money Bank	78.1	93.0	Koupit	6.III.18	86.3	74.5
O2 CR	262.0	270.0	Držet	18.IX.17	289.8	251.4
PFNonwovens	904.0	V revizi	V revizi	13.IX.17	1,021.0	777.0
Philip Morris CR	15,220.0	17,546.0	Koupit	22.VIII.17	18,060.0	14,560.0
Stock Spirits	66.8	-	-	-	91.5	46.5
Unipetrol	377.0	-	-	-	389.0	288.0
VIG	614.0	673.0	Koupit	3.III.17	731.0	595.0

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Přehled společností

Společnost	Poslední cena	Změna 1 měsíc	Změna od začátku roku		Průměrné denní obchody	
	26.VII.18	(%)	CZK	USD	1-6/2018 (mil. CZK)	1-6/2018 (mil. USD)
Avast	68.5	7.9	n.a.	n.a.	1.8	0.1
CEZ	575.0	3.1	15.8	12.5	181.9	8.3
CME	85.2	-2.6	-15.1	-17.4	5.6	0.3
Erste Bank	935.8	2.9	4.6	1.6	86.2	3.9
Kofola	299.0	-5.1	-28.7	-30.7	2.5	0.1
Komerční banka	940.5	3.7	2.8	-0.1	148.6	6.8
Moneta Money Bank	78.1	3.3	-5.3	-7.9	97.7	4.5
O2 CR	262.0	2.1	-3.9	-6.6	22.6	1.0
PFNonwovens	904.0	-2.0	10.1	7.0	2.3	0.1
Philip Morris CR	15,220.0	1.3	-8.1	-10.7	19.8	0.9
Stock Spirits	66.8	-1.9	-14.5	-16.9	2.8	0.1
Unipetrol	377.0	0.7	0.2	-2.6	19.4	0.9
VIG	614.0	1.8	-8.4	-10.9	6.7	0.3

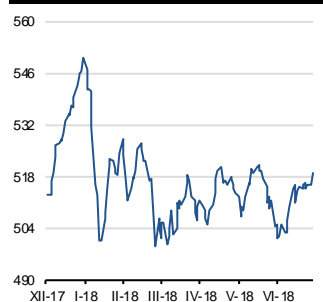
Zdroj: BCPP, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Americké trhy stále vedou



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

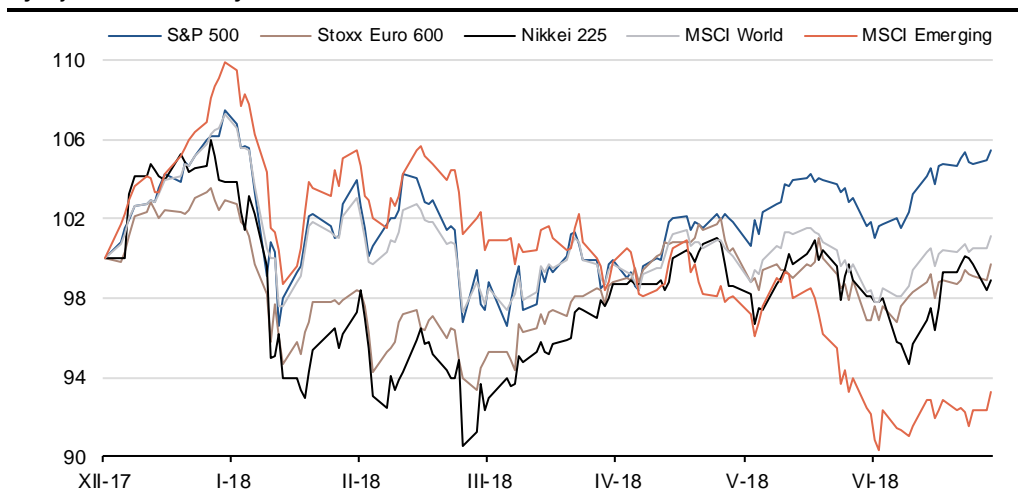
Globální akciový index



Zdroj: Bloomberg; MSCI World index

První pololetí tohoto roku bylo ve znamení zvýšené volatility na světových trzích. Z počátku roku ještě trhy rostly na vlně pozitivních firemních výsledků a absence významnějších negativních zpráv. V závěru ledna a na počátku února se daly do pohybu dva hlavní hybatelé budoucí volatility a poklesů trhů. Prvním bylo uvalení dovozních cel na dovoz vybraných produktů do USA a tím druhým spekulace o zvyšování úrokových sazeb v Americe. Po celé pololetí panovaly pozitivní makroekonomické podmínky, ekonomikám se dařilo, což se odráželo i na výsledkové sezóně, především té za první čtvrtletí. Ta byla v Americe jednou z nejlepších za posledních několik let. V rámci širšího akciového indexu S&P 500 se očekával meziroční nárůst tržeb o 7,3 % a ziskovosti o 18,4 %. Realita byla ještě lepší, když průměrně tržby rostly o 8,2 % a ziskovost o 23,9 %. Nejvíce se na tomto nárůstu podílel energetický sektor, který těžil z růstu cen ropy na světových trzích. Například ropa Brent vzrostla od konce roku 2017, kdy se obchodovala za téměř 67 USD za barel, na více jak 79 USD za barel na konci prvního pololetí.

Vývoj hlavních akciových indexů od začátku letošního roku



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, *data z 25.7.2018

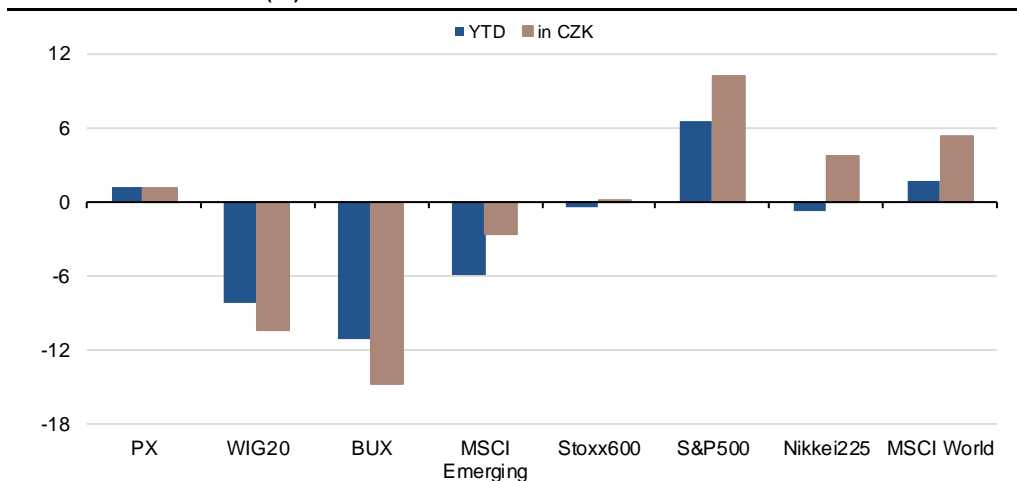
Trhům škodila nervozita z očekávaného zvyšování úrokových sazeb ve Spojených státech. Nejvíce to akciové burzy pocítily počátkem února, kdy docházelo k masivním výprodejům. Kupříkladu 5. února se index Dow Jones propadl o rekordních 1 175 bodů. Jednalo se o největší jednodenní bodovou ztrátu v celé jeho historii. Nakonec americká centrální banka navýšila sazby dvakrát, a to ke konci února a v polovině června, pokaždé o 25 bb.

Značnou volatilitu trhům přinesly změny obchodní politiky způsobené americkým prezidentem Donaldem Trumpem. Ten již ke konci ledna zavedl dovozní cla ve výši 30 % na solární panely a 20 % na pračky. V březnu následovala druhá vlna cel, tentokrát 25 % na ocel a 10 % na hliník. V této oblasti dostali zpočátku dočasnou výjimku významní obchodní partneři Spojených států, mezi nimiž byla Evropská unie, Jižní Korea, Kanada či Mexiko. V dubnu následovala reakce Číny, která byla nejvíce zasažena všemi uvalenými cly. Ta vytvořila seznam 128 amerických výrobků (např. víno či veprůvě), na které uvalila dovozní cla ve výši až 25 %. Trumpova administrativa vzápětí reagovala hrozbou uvalení cel na čínské zboží (např. televize, lékařské přístroje či baterie) v celkové hodnotě 50 mld. USD. Čína v odpověď začala připravovat cla na americké zboží (např. sójové boby, chemikálie či auta) také v hodnotě 50 mld. USD. Trump na to zareagoval hrozbou, že cla navýší na zboží v hodnotě 100 mld. USD. Následně došlo k mírnému uklidnění trhů, kdy to vypadalo, že se Spojené státy a Čína dohodnou na vzájemné spolupráci. Čína souhlasila se zvýšením nákupu amerických

výrobků a služeb. Na oplátku USA byly připraveny zdržet uvalení cel na čínský import ve výši 150 mld. USD. Na konci května skončila výjimka na dovozní cla oceli a hliníku. V polovině června USA oznámily nová cla, která dopadnou na čínské zboží v hodnotě 34 mld. USD od počátku července, a zároveň navrhuji další seznam zboží v hodnotě 16 mld. USD. Evropská unie ve druhé polovině června uvalila cla na vybrané americké zboží (například motorky či bourbony) v hodnotě přes 2 mld. USD. Trump vzápětí pohrozil 20% cly na dovoz evropských aut. Čína vytvořila seznam amerického zboží ve výši 50 mld. USD, na které uvalila cla, na což reagoval Trump výhrůžkou, že 10% cly postihne čínské zboží v hodnotě 200 mld. USD. Toto tvrzení dále rozšířil o možnost uvalení dovozních cel na všechny čínské dovozy ve výši přes 500 mld. USD.

I přes velmi živé dění v obchodní i měnové politice si dokázaly americké trhy udržet nejvyšší výkonnost z námi sledovaných trhů. Širší index S&P 500 posílil od počátku roku o více než šest procent. Evropské a japonské trhy už jen ztrácely, když se jejich výnosy pohybují těsně pod nulou. Evropská centrální banka prozatím nezvyšovala úrokové sazby jako ta americká, což je pozitivní pro trhy. Na druhé straně ale výsledková sezóna v Evropě nebyla tak oslnivá jako v Americe. Tržby firem meziročně vzrostly o 1,9 % a ziskovost o 3,2 %. Index MSCI Emerging za první pololetí zaznamenal pokles o 6 %, zatímco globální index MSCI World vzrostl o téměř 2 %.

Letošní srovnání indexů (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka. Bloomberg, *data z 25.7.2018

Pražský parket si drží náskok před středoevropskými trhy.

Pražská burza rostla v minulém roce o 6,4 % za první pololetí a o 10 % ve druhém pololetí. Od počátku letošního roku zaznamenává zisk ve výši 1,1 %. Navzdory tomuto výsledku si v porovnání se svými středoevropskými konkurenty nevedla vůbec špatně. Maďarský BUX ve stejném období klesl o více než 11 % a polský WIG20 se propadl o 8 %. Z grafu výše vyplývá, že výkonnost pražské burzy se pohybovala na úrovních globálního akciového indexu MSCI World (+1,7 %). Jediný trh, který je od počátku roku významněji posílil, je ten americký. V korunovém vyjádření pak nejlépe vychází americké a japonské indexy včetně indexu MSCI World. Je to dáno tím, že americký dolar i japonský jen od počátku roku výrazně posilovaly vůči české koruně.

ČEZ, PFN a Komerční banka jsou pomyslnými vítězi v ziskovosti za první pololetí tohoto roku.

První pololetí z hlediska výkonnosti akciových titulů na pražské burze bylo vcelku vyrovnané.

Největšího zisku dosáhla energetická skupina ČEZ s celkovým ziskem přes 23 %. Ta od počátku roku průběžně posilovala díky rostoucím cenám elektřiny. Současné její kurz akcií ovlivňovaly spekulace o případné transformaci společnosti v souvislosti s výstavbou nových

jaderných bloků. Do konce roku by mělo být známo, jak budou nové bloky financovány, zda čistě ze zdrojů ČEZ, nebo dojde k transformaci společnosti a úlohu investora převezme stát. Druhou příčku obsadila společnost PFN Nonwovens, která se zabývá výrobou netkaného textilu. Od počátku roku si tak firma připsala necelých 10 %. Pomohly tomu jak dobré hospodářské výsledky, kdy zisk EBITDA za poslední čtvrtletí minulého roku vzrostl meziročně o 8,7 % na 13,7 mil. EUR a následně za první kvartál došlo k dalšímu meziročnímu nárůstu o 7,6 %, tak také uklidnění spekulací o odchodu společnosti z burzy. Na červnové valné hromadě toto téma již nezaznělo. Třetí pozice patří Komerční bance, jejíž hodnota akcií vzrostla téměř o 8 %. Celkově tak hlavní index PX pražské burzy posílil o 5,6 % při započtení dividend.

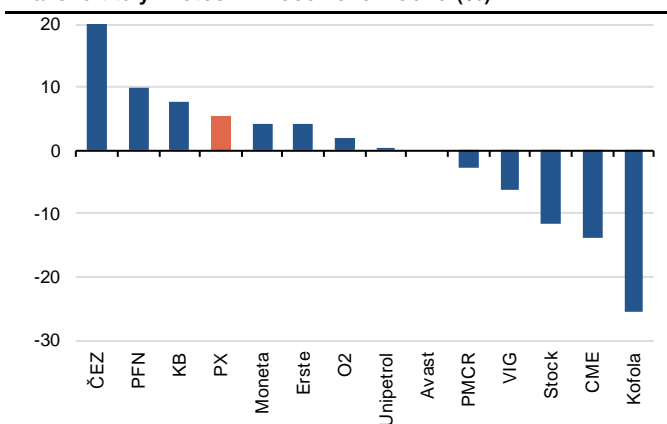
Největším propadlíkem se stává nápojářská skupina Kofola kvůli prodeji podílu jednoho z akcionářů.

Jednoznačně nejprodělečnější investicí je se ztrátou přes 25 % nápojářská skupina Kofola. Od počátku roku byl kurz jejich akcií téměř konstantní mezi 410 až 420 CZK na akcii. První pokles nastal díky nepřesvědčivým hospodářským výsledkům za první kvartál, kdy společnost vykazovala ztrátu 68 mil. CZK. Skokový propad ale nastal až v červnu v souvislosti s prodejem části podílu jednoho z akcionářů, společnosti CED. Prodej se uskutečnil formou zrychleného úpisu akcií za cenu 270 CZK na akcii. Tím se hodnota akcií na burze jednorázově propadla o téměř 18 %. Prodán byl celkem 8,5% podíl ve společnosti a došlo tím k navýšení podílu volně obchodovaných akcií na téměř 15 %.

Pražská burza se rozloučila s Fortunou a přivítala Avast.

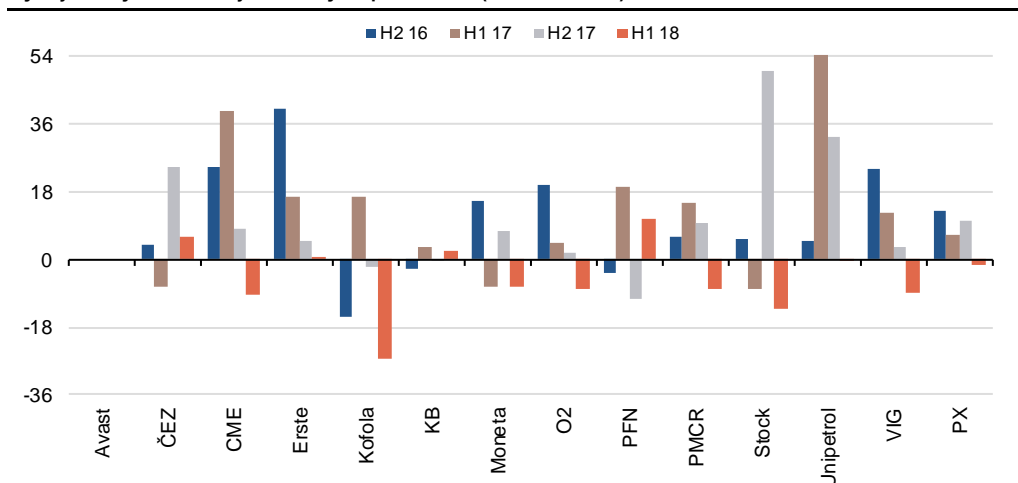
Na pražském parketu se v prvním pololetí odehrály dvě významné změny. Tou první bylo únorové rozhodnutí valné hromady sázkařské skupiny Fortuna o ukončení obchodování s jejich akciemi na pražské i varšavské burze. Od května tak byly akcie Fortuny staženy z hlavního trhu pražské burzy a obchodovalo se s nimi pouze na neregulovaném trhu Free Market. Následně 8. června byly akcie staženy i z varšavské burzy, což byl současně i poslední obchodní den s akciemi na volném trhu pražské burzy. Než ale stihly akcie Fortuny z trhu zmizet, vstoupila na pražskou burzu formou duálního obchodování technologická společnost českého původu Avast. Stalo se tak 14. května. Měsíc po vstupu na burzu se akcie Avastu kvalifikovaly, aby se mohly stát součástí hlavního indexu PX pražské burzy s váhou 6,1 %.

Pražské tituly v letošním roce vč. dividend (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *data z 25.7.2018

Vývoj českých akcií v jednotlivých pololetích (bez dividend)



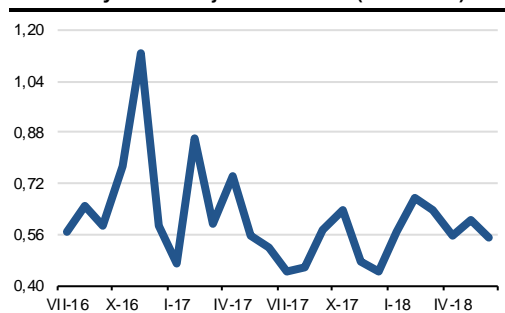
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

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

Za prvních šest měsíců tohoto roku se obchodní aktivita oproti závěru loňského roku mírně zvýšila. Zaostává však za srovnatelným obdobím minulého roku.

Průměrná denní obchodní aktivita za poslední rok je 550 mil. CZK. ČEZ neustále potvrzuje pozici nejobchodovanějšího titulu s 30% podílem. Menší emise v posledním období mírně utlumily svoji aktivitu, když podíl pěti největších titulů vzrostl z 87 na 90 % mezi prvním pololetím tohoto roku a druhým pololetím 2017. Komerční banka se svými 25 % zaujala druhou pozici v žebříčku nejobchodovanějších titulů pražské burzy. V jejím závěsu jsou akcie Moneta Money Bank s 16% podílem, následované třetí bankou na burze, Erste Group, která dosáhla 14 %. Pětici nejobchodovanějších titulů pak tradičně doplnila společnost O2 Czech Republic se 4 %. Mezi H1 18 a H2 17 se nejvíce propadly na průměrném měsíčním objemu obchodování akcie textilní společnosti PFNonwovens z 270 mil. CZK na 48 mil. CZK.

Průměrný denní objem obchodů (mln. CZK)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, BCPP

Výhled pro akciové trhy



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

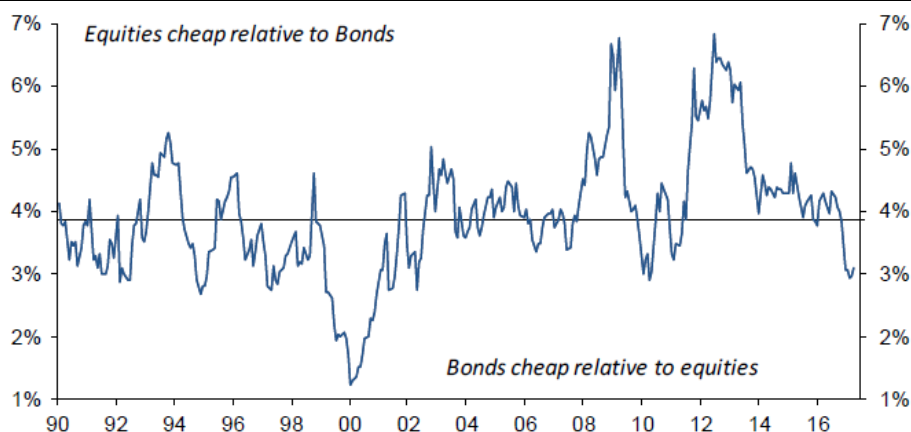
Société Générale ponechala váhu akcií ve svém globálním portfoliu na 40 % s doporučením *Podvážit*.

Náš výhled pro akciové trhy je založen na předpovědích Société Générale (analýza *Multi Asset Portfolio – Expect less for longer* zveřejněná 6. června, 7:38 CET a *The Big Picture – Don't follow the herd* z 31. května, 17:37 CET). Société Générale nijak významně neměnila strukturu rizikového profilu svého portfolia. K poslední významnější změně došlo v závěru minulého roku, kdy snížila váhu akcií ve svém globálním portfoliu z 50 % na 40 % a změnila doporučení na *Podvážit*. Doporučujeme věnovat zvýšenou opatrnost dění na trzích vzhledem ke globálnímu pozadí. To je ovlivňováno obchodními válkami, napjatou geopolitickou situací na Středním východě (ovlivňuje ceny ropy), rostoucím populismem (pramenícího z dění kolem migrace a vnímaných nerovností) a také nejistotou v oblasti měnových politik (Fed, BoE, BoJ či ECB). Všechny tyto faktory vytvářejí nestabilní prostředí pro finanční aktiva. Na druhou stranu přetrvává stále velmi zdravé makroekonomické prostředí a společnosti se těší ze slušných hospodářských výsledků. **Celkově Société Générale ponechala ve svých portfoliích expozici vůči akciím na úrovni 40 %.**

SG udělala jedinou změnu ve vahách jednotlivých tříd aktiv svého globálního portfolia, když zvýšila váhu u státních dluhopisů (+2 pb na 32 %) na vrub korporátních dluhopisů (-2 pb na 5%). V rámci akciových aktiv došlo k růstu váhy u rozvíjejících se trhů (+3 pb na 10 %) obzvláště díky zaměření na čínské akcie, které benefitují ze slušného růstu, zvýšené dostupnosti a nízké korelaci s rozvinutými trhy. O stejnou míru ale poklesla váha pro japonské akcie (-3 pb na 7 %), což je v souladu s minimální preferencí japonského jenu v rámci peněžní třídy aktiv.

Náš výhled pro hlavní americké a evropské akciové trhy počítá s poklesem cílových hodnot akciových indexů v příštích 12 měsících. Vysoká ocenění společností, rostoucí výnosy z dluhopisů, vysoká volatilita a zvyšující se obchodní napětí mohou ovlivňovat výkonnost akciových indexů.

Akciová riziková přírážka amerických akcií je pod dlouhodobým průměrem



Zdroj: SG Cross Asset Research/Global Asset Allocation; Multi Asset Portfolio – Expect less for longer zveřejněná 6.6.2018, 7:38 CET

Prostor pro růst amerických akcií je již silně limitován.

Pokračování růstu amerického akciového indexu S&P 500 je dle predikcí SG limitováno.

Akciové trhy již do svého ocenění započítaly růst HDP a inflace. Díky volatilitě očekáváme, že hodnoty indexu S&P 500 se do konce roku budou pohybovat v rozpětí 2500 a 2800 bodů s tím, že pro konec roku máme cílovou hodnotu ve výši 2500 bodů. Podle scénáře SG dosáhl index svého vrcholu již v lednu tohoto roku. Růst dluhopisových výnosů a úrokových sazeb Fedu by měl bránit dalšímu růstu akciového trhu. Současně i prezidentské volby v listopadu

nejspíše budou pro trhy představovat další zdroj volatility. Výsledková sezóna za první čtvrtletí byla jednou z nejsilnějších za poslední roky, což také vedlo k tomu, že akciové trhy do určité míry lépe absorbovaly vyšší výnosy z dluhopisů. Velmi slušná by měla být dle odhadů i výsledková sezóna za druhé čtvrtletí. Jak lze ale vidět na grafu na předchozí straně, riziková přírůžka za držbu akcií se výrazně vzdálila (směrem k 3 %) od svého dlouhodobého průměru ve výši 3,9 %. To může vést k tomu, že akciové trhy budou zranitelné vůči i sebemenšímu nárůstu výnosů ze státních dluhopisů. Jinými slovy lze říci, že investor do amerických akcií nedostává adekvátní výnos za držbu akcií oproti investorovi do dluhopisů. Rizikově očištěný výnos je pro akcie atraktivnější.

Silné euro a libra spolu s rostoucími výnosy dluhopisů budou táhnout trhy dolů, zatímco opačně bude působit pozitivní ekonomická situace.

Budoucí vývoj evropského indexu EuroSTOXX 50 bude ovlivňován dvěma protichůdnými trendy. Na jedné straně to je pozitivní ekonomická situace a na straně druhé silné euro a rostoucí výnosy z dluhopisů. Určitý omezený potenciál růstu stále vidíme u hlavních trhů ve Francii a Německu. Španělské a italské akciové trhy budou nejvíce ovlivněny jakýmkoliv případným napětím na kreditním trhu vzhledem k jejich relativně slabému kreditnímu profilu. Pro britský FTSE 100 index došlo k mírnému navýšení cílové hodnoty pro konec tohoto roku díky započítání vyšších komoditních cen. Současné ale očekáváme, že tamní akciový trh bude pod tlakem kvůli slabé domácí poptávce a silnější libře.

Asijské akciové trhy stále nabízejí růstový potenciál, ale je nutné se soustředit na domácí dění.

Asijské trhy nejsou izolovány od rostoucího rizikového sentimentu způsobeného italskými politiky a zpřísněním finančních podmínek ve Spojených státech. S tím, jak stoupá zranitelnost asijských trhů vůči externím vlivům, je čas se více soustředit na domácí dění v Asii. Je to dáno rostoucím rizikem pro exportéry. Jsme pozitivní na čínské pevninské akciové trhy. Růstový scénář pro japonské akcie ponecháváme beze změny.

Cíle SG a KB pro akciové indexy

Index	Aktuálně 26.07.	IX.18 odhad	XII.18 odhad	III.19 odhad	VI.19 odhad	XII.19 odhad	změna 1 rok (%)
S&P 500 (USA)	2,846	2,600	2,500	2,400	2,300	2,100	-19.2
DJ Stoxx 600 (Evropa)	389	380	360	340	325	300	-16.5
FTSE 100 (V. Británie)	7,653	7,400	7,000	6,500	6,200	6,000	-19.0
CAC 40 (Francie)	5,466	5,400	5,200	5,000	4,800	4,300	-12.2
DAX 30 (Německo)	12,757	12,500	12,000	11,500	11,000	10,000	-13.8
FTSE MIB (Itálie)	21,719	20,000	19,000	18,500	18,000	16,000	-17.1
IBEX 35 (Španělsko)	9,775	9,200	8,700	8,400	8,000	7,300	-18.2
Nikkei 225 (Japonsko)	22,587	22,000	23,800	23,700	23,500	23,000	4.0
HSCEI (Čína)	11,021	12,250	12,600	12,600	12,400	11,800	12.5
KOSPI 200 (Jižní Korea)	297	325	335	325	320	300	7.8
Nifty50 (Indie)	11,130	10,800	11,300	11,000	11,100	10,600	-0.3
MSCI AC Asie ex. Japonsko	678	730	760	760	750	710	10.6
PX (KB/SG, tržní ceny)	1,091	1,140	1,190	1,250	1,250	1,300	14.6
PX (KB/SG, konsensus)	1,091	1,150	1,210	1,270	1,290	1,342	18.3

Zdroj: SG Cross Asset Research (Multi Asset Portfolio z 6. června 2018, 7:38 CET); Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

SG předpokládá podle makroekonomických prognóz pokles akciových indexů, zatímco podle odhadu cílových cen jednotlivých akcií by mělo dojít k růstu.

Tabulka výše uvádí přehled odhadovaných cílových hodnot jednotlivých akciových indexů na základě analýz SG. Výjimkou jsou predikce českého indexu PX, které tvoříme interně v Komerční bance. SG očekává příchod recese ve Spojených státech na přelomu let 2019 a 2020. Vývoj ekonomiky v USA má značný vliv na světové trhy, kde by recese způsobila jejich pokles. Akciové trhy započítávají do svého ocenění vývoj ekonomiky s předstihem šesti až devíti měsíců, což by představovalo závěr prvního pololetí příštího roku. Díky tomu jsou predikce SG negativní a očekává se pokles u hlavních světových akciových trhů v horizontu jednoho roku. Pro srovnání s naší metodologií výpočtu cílových hodnot akciových indexů jsme na základě konsensu cílových cen a vah (zdroj: Bloomberg) jednotlivých akcií z indexů Stoxx 600 a S&P 500 spočítali odhadovaný vývoj pro příštích 12 měsíců. Pro americký index S&P 500 vychází potenciální výnos 10 % a pro evropský Stoxx 600 téměř 11 %.

Finanční instituce jsou stále nejpreferovanějším sektorem SG.

Pokračující hospodářský růst v EMU spolu s poklesem nezaměstnanosti a rostoucími mzdami by měl 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 doporučujeme nadvážít sektor letectví a obrany jakožto vhodnou pojistku proti italským politickým nepokojům.

Rostoucí úrokové sazby nesvědčí zadluženým telekomunikacím a sektoru utilit.

Mezi poražené v současných podmínkách by měly patřit především utility, telekomunikace a další odvětví, pro které bude největší brzdou očekávaný růst dluhopisových výnosů. Pro sektor utilit se doporučuje více redukovat pozice na úkor odvětví oblečení a luxusního zboží, které doporučujeme *Nadvážít*.

Náš výhled pro český akciový trh zůstává pozitivní.

Pražská burza by mohla v příštích 12 měsících 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 téměř 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 přes 16 % (viz tabulka výše) s odhadovaným dividendovým výnosem na úrovni 4,4 %.

Jako velmi atraktivní na pražském parketu vidíme finanční tituly.

Obecně mezi nejatraktivnější tituly na pražském parketu řadíme akcie finančních institucí. Z finančních společností kótovaných na pražské burze pokrýváme s nákupním doporučením akcie **MONETA Money Bank, Vienna Insurance Group a Erste Group**, nabízející celkový výnos 19 %, respektive 11 % a 32 %. Evropský bankovní sektor by měl obecně těžit z příznivých makroekonomických podmínek, silné spotřeby domácností a investiční aktivity. České banky jsou navíc velmi dobře kapitalizované.

Z ostatních emisí **nově doporučujeme nakupovat akcie technologické společnosti Avast**. Ty jsme začali pokrývat v červnu, tedy měsíc po jejich uvedení na pražský parket. Pro akcie Avastu vidíme značný potenciál růstu díky úspěšným akvizicím a zlepšování produktového portfolia. **Doporučujeme také kupovat akcie energetické skupiny ČEZ**, jejichž cena by měla růst díky zvyšujícím se cenám silové elektřiny. Dále doporučujeme nakupovat akcie mediální skupiny CME a tabákové firmy Philip Morris Česká republika. Akcie operátora O2 Czech Republic doporučujeme držet. V poslední řadě máme v revizi doporučení pro textilní společnost PFNonwovens.

Očekávané korporátní události v nadcházejících měsících

Datum	Společnost	Událost
27. červenec	O2 Czech Republic	Výsledky hospodaření za Q2 2018
31. červenec	Erste Group	Výsledky hospodaření za Q2 2018
2. srpen	Komerční banka	Výsledky hospodaření za Q2 2018
7. srpen	ČEZ	Výsledky hospodaření za Q2 2018
8. srpen	Stock Spirits Group	Výsledky hospodaření za Q2 2018
8. srpen	Moneta Money Bank	Výsledky hospodaření za Q2 2018
13. srpen	Kofola ČeskoSlovensko	Výsledky hospodaření za Q2 2018
22. srpen	Avast	Výsledky hospodaření za Q2 2018
23. srpen	PFNonwovens	Výsledky hospodaření za Q2 2018
28. srpen	Vienna Insurance Group	Výsledky hospodaření za Q2 2018
25. září	Philip Morris ČR	Výsledky hospodaření za H1 2018
23. říjen	CME	Výsledky hospodaření za Q3 2018
25. říjen	Unipetrol	Výsledky hospodaření za Q3 2018
2. listopad	Erste Group	Výsledky hospodaření za Q3 2018
7. listopad	Moneta Money Bank	Výsledky hospodaření za Q3 2018
12. listopad	Kofola ČeskoSlovensko	Výsledky hospodaření za Q3 2018
15. listopad	PFNonwovens	Výsledky hospodaření za Q3 2018

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

Období růstu sazeb neznamená odklon od akcií



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

Pravděpodobnost vyšších úrokových sazeb v eurozóně poroste.

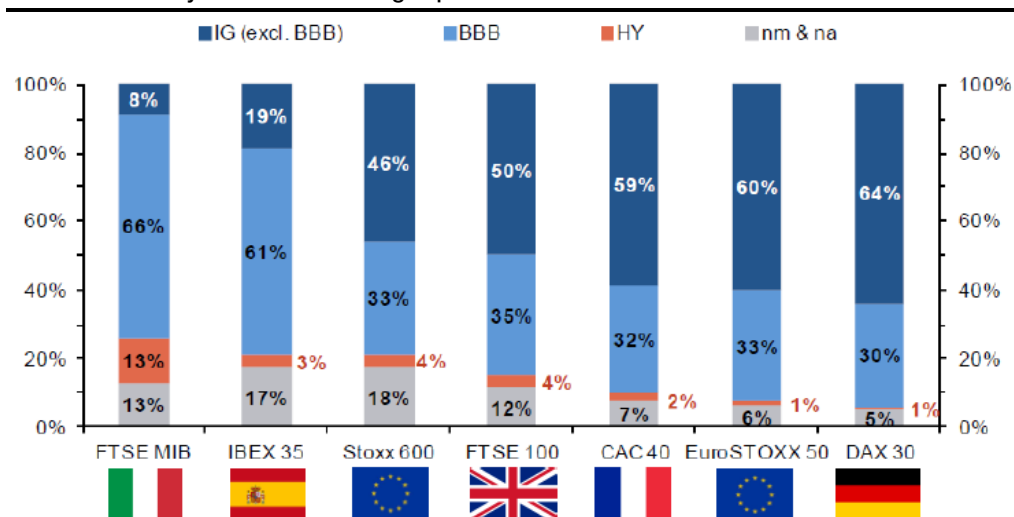
Společnosti s investičním ratingem by se měly s vyššími sazbami vypořádat lépe.

Jedním z důvodů zvýšené volatility na světových finančních trzích je krom jiného i snaha některých centrálních bank zpříšňovat měnovou politiku. Zatímco cyklus zvyšování úrokových sazeb ve Spojených státech je v cenách finančních aktiv již zahrnut, v případě eurozóny trhy s žádným utahováním měnových kohoutů nepočítají. Do konce letošního roku existuje téměř 100% pravděpodobnost, že klíčové sazby ECB zůstanou beze změny. Během první poloviny 2019 pak trhy s částečným zvyšováním sazeb počítají. **Předpokládáme, že by do konce roku mohla pravděpodobnost přísnější měnové politiky v eurozóně postupně narůstat, což by se mělo začít projevovat ve vzestupu tržních úrokových sazeb a výnosů.**

Vyšší úrokové sazby mají z pohledu teorie spíše negativní dopad do ocenění akciových trhů. Zaprvé znamenají vyšší náklady na financování, které vedou k nižší ziskovosti firem. Druhý pohled se pak nabízí přes oceňovací modely, když odhadované budoucí peněžní toky jsou k současné hodnotě diskontovány vyšší diskontní sazbou, což se odráží v jejich nižší současné hodnotě a tedy nižším ocenění dané akcie. Lze tak předpokládat, že budoucí zpříšňování měnové politiky se projeví negativně na vývoji akciového trhu jako celku.

Přesto nelze všechny akcie či sektory házet do jednoho pytle. **Citlivěji na pohyb úrokových sazeb reagují firmy se spekulativním ratingem.** Nízké náklady na financování v kombinaci s hospodářskou expanzí vedly k tomu, že mnoho společností díky lepším ukazatelům zadluženosti získalo od ratingových agentur vyšší hodnocení, tedy že i řada z nich se přehoupala ze spekulativního stupně do investičního. V období rostoucích sazeb s případným hospodářským útlumem pak bude naopak docházet ke zhoršování ratingového hodnocení, což může vyústit ve výraznější výprodeje především akciových titulů se spekulativním ratingem. Z výše uvedeného tak preferujeme především akcie firem s investičním stupněm. Podíváme-li se na složení evropských akciových indexů, preferovanými zeměmi jsou Německo nebo Francie. Naopak doporučujeme se vyhnout italským či španělským akciím.

Rozložení akciových indexů dle ratingů společností



Pozn.: Skupiny IG a BBB jsou hodnoceny na úrovni investičního stupně; HY – spekulativní stupeň; šedivé sloupce vyjadřují podíl společností, které nemají žádné ratingové hodnocení

Zdroj: SG Cross Asset Research/Equity Strategy, The Big Picture – Bulls beware

V nedovršené druhé dekádě tohoto století jsme zaznamenali několik období růstu tržních úrokových sazeb a výnosů, jak ukazuje následující graf.

Od roku 2010 zažily finanční trhy několik období růstu výnosů



Zdroj: SG Cross Asset Research/Equity Strategy, The Big Picture – Bulls beware

Růst úrokových sazeb a výnosů byl v historii pro některé sektory prospěšný.

Historické zkušenosti ukazují, že existují sektory, kterým se v těchto obdobích dařilo. Jedná se především o odvětví, která jsou výrazně méně zadlužená, vytváří pozitivní provozní cash flow, které je dostatečně vysoké na to, aby pokrylo investice a snižovalo zadlužení firem. V této skupině společností nalezneme těžáře a zpracovatele komodit, dodavatele hardwarových komponent, automobilky a jejich dodavatele nebo výrobce technologických zařízení. Nelze samozřejmě zapomínat na finanční instituce. Vyšší sazby zvyšují úrokové marže bank a zlepšují finanční výsledek pojišťoven. Přehled sektorů, kterým se v období růstu výnosů dařilo, respektive nedařilo, poskytuje následující tabulka.

Jak se vedlo evropským sektorům v období růstu výnosů?

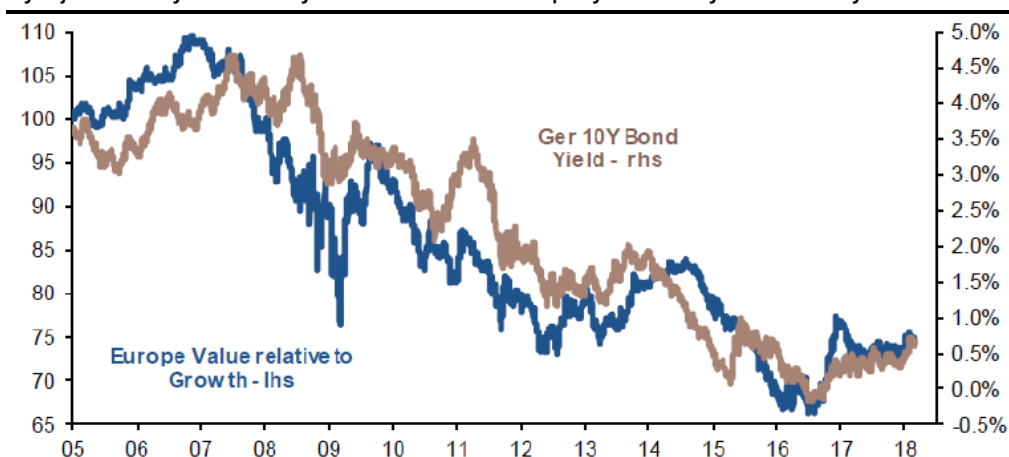
Periods of outperformance	Avg. relative performance		Period 1	Period 2	Period 3	Period 4	Period 5
5	15%	Metals & Mining	9%	15%	0%	38%	6%
5	15%	Semiconductors	44%	6%	7%	14%	3%
5	11%	Auto & Comp	18%	17%	1%	13%	6%
5	6%	Aerospace & Def	2%	10%	1%	10%	7%
4	8%	Banks	-16%	8%	5%	37%	5%
4	7%	Construction Mat.	20%	1%	2%	15%	0%
4	5%	Capital Goods	12%	6%	-1%	5%	2%
4	5%	Insurance	7%	1%	-4%	17%	2%
4	3%	Durables & Apparel	1%	-1%	2%	10%	4%
4	1%	Hotels & Rest	4%	6%	3%	-8%	1%
3	9%	Oil services	30%	-4%	-5%	20%	4%
3	-1%	Media	-9%	3%	2%	-6%	3%
2	7%	Tech. Hardware	-6%	52%	-4%	-27%	17%
2	4%	Chemicals	20%	-6%	-1%	7%	0%
2	3%	Div Financials	-2%	8%	0%	15%	-3%
2	0%	Oil & Gas	5%	1%	-3%	-4%	0%
2	0%	Software & IT Services	9%	-9%	1%	0%	-3%
2	-1%	Construction	4%	5%	-1%	-9%	-3%
2	-6%	Food Retailing	-15%	-2%	0%	-17%	5%
1	-2%	Transportation	-12%	7%	-1%	-2%	-1%
1	-2%	Retailing (spec)	-5%	-1%	6%	-6%	-7%
1	-6%	Health care eqts	-3%	-11%	2%	-18%	0%
0	-6%	Telecom	-10%	-2%	0%	-11%	-7%
0	-6%	Pharma & Biotech	-2%	-10%	-1%	-12%	-7%
0	-8%	Utilities	-4%	-5%	-1%	-22%	-6%
0	-9%	HPC	-6%	-11%	-1%	-21%	-5%
0	-10%	Real Estate	0%	-15%	-8%	-22%	-7%
0	-11%	Tobacco	-28%	-9%	-2%	-12%	-3%
0	-11%	Beverages	-11%	-9%	-2%	-28%	-3%
0	-11%	Food products	-7%	-13%	-4%	-24%	-7%
3		MSCI EMU Index	16%	8%	-3%	18%	-3%
		Ger 10Y Bond Yields	141 bps	84 bps	92 bps	54 bps	42 bps

Zdroj: Datastream, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

Růstové akcie s vyšším zadlužením by měly za zbytkem trhu zaostávat.

Zajímavý pohled je na rozdělení společností podle toho, zda jde o růstovou či hodnotovou akcii. Z následujícího grafu je patrné, že v období poklesu výnosů se dařilo lépe akciím růstových společností. Tyto firmy často díky vysokým investicím generují nedostatečně vysoké provozní cash flow, které tak musejí nahrazovat zvyšováním dluhu. Nicméně nižší úrokové sazby podporují rychle rostoucí ziskovost i skrz nižší náklady na financování. S očekávaným růstem sazeb však dojde ke zdražení poskytnutých úvěrů, což bude budoucí zisky i ocenění těchto firem limitovat. **Proto spíše doporučujeme akcie hodnotových společností s nízkým zadlužením**, které jsou schopny z vygenerovaného cash flow splácet svoje dluhy a případně zajistit financování svých investic. Zároveň tyto firmy většinou nabízejí stabilní dividendovou politiku.

Vývoj hodnotových a růstových akcií v závislosti na pohybu úrokových sazeb a výnosů



Zdroj: SG Cross Asset Research/Equity Strategy, The Big Picture – Bulls beware

Těžaři, automobilky a finanční instituce mezi preferovanými sektory.

Shrneme-li výše uvedené, lze konstatovat, že i v období růstu úrokových sazeb a výnosů existují příležitosti pro akciové investory. V rámci Evropy preferujeme německé nebo francouzské akcie z titulu jejich obecně vyššího ratingového hodnocení, které by neměly být tolik citlivé na zdražení nákladů na financování. Za atraktivnější považujeme hodnotové akcie, když tyto společnosti mají silnou tvorbu cash flow, která jim umožňuje snadné splácení dluhu, z čehož plyne i zdravější kapitálová struktura. **Dle nás by tak v období očekávaného růstu sazeb a výnosů neměli v akciových portfoliích chybět zástupci těžařů a zpracovatelů komodit, automobilů a finančních institucí.**

Zajímavé investiční příležitosti



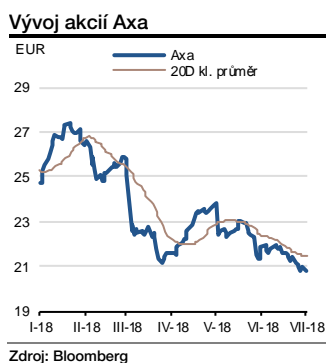
Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz



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

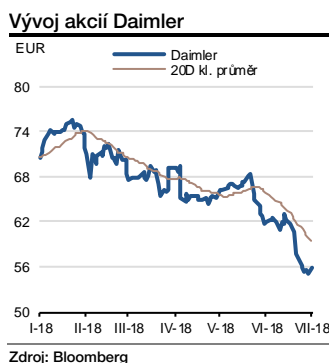
Na předchozích řádcích jsme uvedli sektory, které by mohly těžit z očekávaného budoucího vývoje úrokových sazeb. V této kapitole bychom rádi představili konkrétní akciové tipy, kterým se v minulých obdobích růstu výnosů dařilo. Doporučení a cílové ceny jsou založeny na fundamentální analýze kolegů ze Sociétés Générale.

Axa (Koupit, 12m cíl = 30 EUR, oč. výnos = 49,7 %)¹



Axa je francouzská pojišťovací skupina, jejíž tržby za rok 2017 činily skoro 100 mld. EUR. a čistý zisk byl ve výši 6,2 mld. EUR. Axa podniká v pěti hlavních segmentech, kde největší z nich je životní pojištění a spoření, které představují 60% podíl na ročních tržbách. Spadá sem nabídka produktů z oblasti úspor, penzijních služeb, životního pojištění a zdravotního pojištění. Tato divize obsluhuje kolem 40 milionů zákazníků ve 30 zemích po celém světě. Druhým hlavním segmentem je neživotní pojištění zajišťující 30 % celkových tržeb. Produktová řada obsahuje pojištění vozů, majetku či odpovědnosti za škodu. Zbýlých 10 % tržeb zajišťují tři segmenty, a to správa aktiv, mezinárodní pojištění a bankovníctví. Celosvětově napříč všemi segmenty Axa obsluhuje více než 100 milionů zákazníků v 60 zemích. Nejvýznamnějším geografickým segmentem je oblast střední a východní Evropy, která zajišťuje 30 % ročních tržeb. Poslední zveřejněné výsledky hospodaření byly za rok 2017, kdy společnost překonala odhad trhu v čistém zisku o 7 % na 6,2 mld. EUR. Mírně však meziročně poklesly tržby o 2 % na 98,5 mld. EUR. Podle poslední analýzy Sociétés Générale zveřejněné 7. června se akcie společnosti Axa obchodují za jeden z nejnižších násobků P/E na trhu (přibližně 8x, zatímco průměr sektoru je přes 10x), současně však společnost vyplácí jednu z nejvyšších dividend přes 6 % (kdežto sektorový průměr je přes 5 %). SG má pro akcie Axa doporučení *Koupit* s cílovou cenou 30 EUR za akcii.

Daimler (Koupit, 12m cíl = 72 EUR, oč. výnos = 30,7 %)²

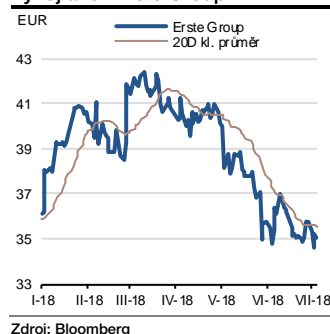


Daimler je německý výrobce osobních a nákladních automobilů. Hlavní značkou firmy je Mercedes-Benz, která představovala v roce 2017 necelé dvě třetiny celkových tržeb (osobní vozy Mercedes 58 % a dodávky Mercedes 8 %). Zbývajících divizemi Daimler jsou nákladní vozy, autobusy a finanční služby. Za rok 2017 dosáhly celkové tržby společnosti výše 164 mld. EUR a čistý zisk 10,5 mld. EUR. Daimler v současné době investuje do systémů autonomního řízení vozidel a aut na elektrický pohon. V tomto roce společnost koupila 25% podíl ve firmě Car2Go, která se zabývá pronajímáním chytrých vozů, což je další směr, kterým se chce Daimler do budoucna ubírat. Tématem tohoto roku jsou dovozní cla mezi USA a Čínou, která se dotýkají i části produkce Daimler vyráběné v USA a exportované do Číny. Týká se převážně SUV vozidel (téměř 60 tisíc kusů v roce 2017), na které Čína plánuje uvalit 40% dovozní cla. Daimler rozjel v tomto roce velký reorganizační plán s názvem Projekt Budoucnost. Chce v něm vytvořit tři samostatné právní subjekty, kde se každý bude zabývat specifickými byznysovými aktivitami, a to osobní auta a dodávky, nákladní vozy a autobusy a třetí entita se bude věnovat finančním službám. Podle vedení společnosti tato změna povede k větší flexibilitě při adaptaci na změny na trhu. Poslední zveřejněné hospodářské výsledky za první kvartál tohoto roku byly vcelku solidní, i když byly mírně pod očekáváním analytiků. Tržby meziročně vzrostly o 3 % na 39,8 mld. EUR. Upravený zisk EBIT (o vliv přechodu na IFRS 9 a IFRS 15) stoupl o 8 % na 3,3 mld. EUR a upravená EBIT marže vzrostla o 40 bp na 8,4 %. Sociétés Générale má pro akcie Daimler doporučení *Koupit* s cílovou cenou 72 EUR za akcii.

¹ Analýza Sociétés Générale: Axa – Four reasons to buy Axa publikovaná 7. června 2018 v 7:09

² Analýza Sociétés Générale: Daimler – Tariff headwinds but core business remains robust publikovaná 25. června 2018 v 7:57

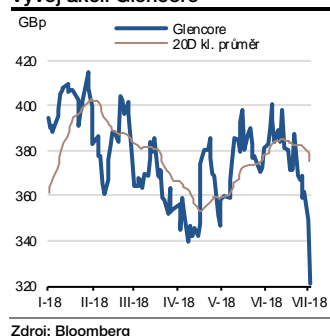
Vývoj akcií Erste Group



Erste Group (Koupit, 12m cíl = 48 EUR, oč. výnos = 36,9 %)³

Erste Group je rakouská bankovní skupina, která byla založena v roce 1819 coby první spořitelna v Rakousku. Prostřednictvím sítě zhruba 2600 poboček působí v sedmi zemích střední a východní Evropy (Rakousko, Česká republika, Slovensko, Maďarsko, Rumunsko, Srbsko a Chorvatsko) a nabízí své finanční a poradenské služby jak retailové, tak i korporátní klientele. Díky úzké spolupráci s bankami v dalších pěti zemích nabízí své produkty dále ve Slovinsku, Bosně a Hercegovině, Černé Hoře, Makedonii a Moldavsku. Akcie banky se staly veřejně obchodovatelnými v roce 1997 s cílem rozšířit retailový business ve střední a východní Evropě. Po mnoha akvizicích a solidním organickém růstu se stala jedním z největších finančních domů v tomto regionu. Výsledky za první kvartál příliš neoslznily, když čistý úrokový výnos a finanční výsledek zaostaly za očekáváním. Naproti tomu výnos z poplatků a provizí mírně překvapil, čemuž pomohla i spolupráce s rakouskou pojišťovnou Vienna Insurance Group. Integrace produktů včetně pojištění do nové digitální platformy George by měla umožnit rozšíření svých služeb, zvýšení tržního podílu a dále zlepšit profitabilitu banky. Čistý zisk sice převýšil očekávání trhu, to však bylo způsobeno rozpouštěním opravných položek. Management žádné změny ve svém výhledu na letošní rok při prezentaci kvartálních výsledků neudělal. Vývoji by mělo nadále pomáhat přetrvávající příznivé makroekonomické prostředí, což by mělo povzbudit tvorbu nových úvěrů. To se mimo jiné promítá i na nízkých nákladech na riziko. Na úrokové marže banky by mělo pozitivně působit postupné zvyšování úrokových sazeb centrálními bankami v regionu. Akcie Erste Group patří mezi pětici nejvíce doporučovaných bankovních akcií Sociétés Générale. Ta pro ni drží doporučení *Koupit* s cílovou cenou 48 EUR za kus.

Vývoj akcií Glencore



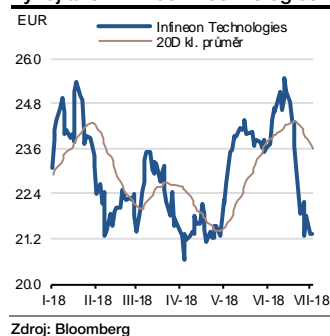
Glencore (Koupit, 12m cíl = 420 GBp, oč. výnos = 34,3 %)⁴

Glencore patří mezi největší globální těžaře a zpracovatele komodit s hlavním sídlem ve švýcarském Baaru. Po celém světě zaměstnává zhruba 146 tis. lidí v dolech, těžebních věžích, hutních či zemědělských závodech. Třemi hlavními segmenty jsou kovy a minerály jako měď, zinek nebo hliník, energetické suroviny, zejména uhlí, a zemědělské komodity, především obilniny, bavlna, cukr a olejnatá semena. Důležitou součástí podnikání je i samotný obchod s komoditami, kdy Glencore zajišťuje jejich přepravu, skladování a zpracování. Mezi hlavní odběratele patří producenti oceli, automobilky, energetické společnosti nebo výrobci rafinérských a potravinářských produktů. Firma na trh vstoupila v roce 2011 a získané prostředky použila na akvizice. Zatím tou největší je koupě společnosti Xstrata v roce 2013 dodávající uhlí, zinek či měď. Předtím Glencore akvíroval kanadskou firmu Viterro, čímž si zajistil vstup na severoamerický trh s obilovinami. Dříve již Glencore působil v této oblasti v Evropě, Rusku a Austrálii. Sociétés Générale má akcie této společnosti zařazené mezi nejvíce preferované tituly v rámci svého Premium listu. Aktuálně pro ně tedy drží doporučení *Koupit* s cílovou cenou 420 GBp, přestože tu v dubnu snížila z předchozích 470 GBp kvůli silnější britské libře, vyšším nákladům na kapitál či zvýšené volatilitě cen komodit. Akcie jsou aktuálně ovlivňovány i vývojem v Kongu, kde politická a regulatorní rizika zastiňují předpoklady vyšších cen uhlí a mědi. Ve prospěch vyššího ocenění hovoří atraktivní expozice vůči komoditám a silná tvorba cash flow, která umožňuje vysokou výplatu dividendy s výnosem okolo 6 %. Managementu se rovněž podařilo v minulosti snížit vysoké zadlužení.

³ Analýza Sociétés Générale: Erste Group – Optimism bruised but enthusiasm undiminished publikovaná 7. května 2018 v 7:08

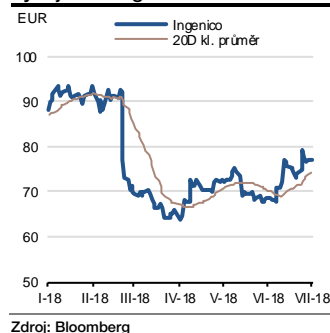
⁴ Analýza Sociétés Générale: Glencore – Buy rating reiterated despite increased DRC risks publikovaná 6. dubna 2018 v 18:24

Vývoj akcií Infineon Technologies

Infineon Technologies (Koupit, 12m cíl = 28 EUR, oč. výnos = 22,8 %)⁵

Infineon je německý přední dodavatel polovodičů specializující se na řešení automobilových, průmyslových, energetických a bezpečnostních čipů. Společnost je druhý největší dodavatel polovodičů na světě v oblasti automobilového průmyslu, jednička v průmyslové regulaci výkonu, výkonových tranzistorech MOSFET či v mikroprocesorových čipových integrovaných obvodech (čipová karta a bezpečnost). Klíčovými zákazníky jsou výrobci automobilových platform, dodavatelé technologií v elektrotechnickém, strojírenském a leteckém průmyslu, provozovatelé sítí, poskytovatelé bezpečnostních a čipových karet atd. Infineon má významnou expozici vůči klíčovým růstovým faktorům na trzích polovodičů v automobilové elektrifikaci a průmyslové automatizaci. Akcie Infineonu se staly veřejně obchodovatelnými v roce 2001 a od té doby společnost zvyšuje své tržby v průměru o 9 % ročně. Management v červnu představil novou strategii počítající pro příští rok s organickým růstem přes 10 %. Zvýšil rovněž svůj střednědobý výhled pro růst na 9 % z předchozích 8 %. Toto zlepšení je dáno především vyššími investicemi na úrovni 15 % tržeb oproti předchozím 13 %. Společnost disponuje čistou hotovostí. Vzhledem k investicím vyplácí nižší dividendu, jejíž výnos se pohybuje lehce přes jedno procento.

Vývoj akcií Ingenico

Ingenico (Koupit, 12m cíl = 98 EUR, oč. výnos = 38,4 %)⁶

Ingenico je francouzská globální firma zabývající se poskytováním platebních řešení zahrnujících software, hardware a související služby skrze všechny kanály. Těmi jsou platební terminály, mobily či online platby. Tržby společnosti se za rok 2017 pohybovaly ve výši 2,5 mld. EUR a byly generovány ze dvou třetin segmentem platebních terminálů a z jedné třetiny transakčními službami. Platební terminály jsou pro společnost Ingenico primárním trhem. V současné době je tento trh v rukou dvou hlavních hráčů, a to Ingenico a VeriFone. Společnost Ingenico před lety zřídila divizi, která nabízí kompletní platební řešení přes všechny kanály napříč různými zeměmi. Společnost je tak schopna nabídnout platební řešení všem subjektům, ať už individuálním podnikatelům pro jejich e-shop či nadnárodním korporacím provádějícím přeshraniční platby. Ingenico provozuje více než 32 milionů platebních terminálů v přibližně 170 zemích na světě, přičemž Evropa a Amerika představují 40% podíl na celkových tržbách. V oblasti marží dosahuje Ingenico lepších výsledků (ve 2017 EBITDA marže = 20,4 %, hrubá marže = 41,2 %) než její nejbližší konkurenti VeriFone (EBITDA marže = 12,0 %, hrubá marže = 39,7 %) a PAX Global (EBITDA marže = 17,3 %, hrubá marže = 40,6 %). Výsledky hospodaření za první kvartál 2018 byly mírně pod očekáváním, když tržby klesly o 5 % meziročně na 581 mil. EUR. To bylo způsobeno hlavně propadem v segmentu platebních terminálů o 15 %, který byl částečně kompenzován růstem transakčních služeb o 7 %. Přes nepříznivý vývoj v začátku roku management společnosti potvrdil svůj výhled na letošní rok, kdy očekává dvouciferný růst tržeb v transakčních službách a mírný růst v segmentu platebních terminálů. Société Générale očekává souhrnný růst tržeb ve 2018 o 4 až 6 % a pro akcie společnosti Ingenico má doporučení *Koupit* s cílovou cenou 98 EUR za akcii.

⁵ Analýza Société Générale: Infineon Technologies – Growth acceleration supported by a significant capex hike publikovaná 14. června 2018 v 7:03

⁶ Analýza Société Générale: Ingenico – 1H18 results likely to be hit by tough comps and FX; gradual recovery over 2018 publikovaná 2. července 2018 v 7:27

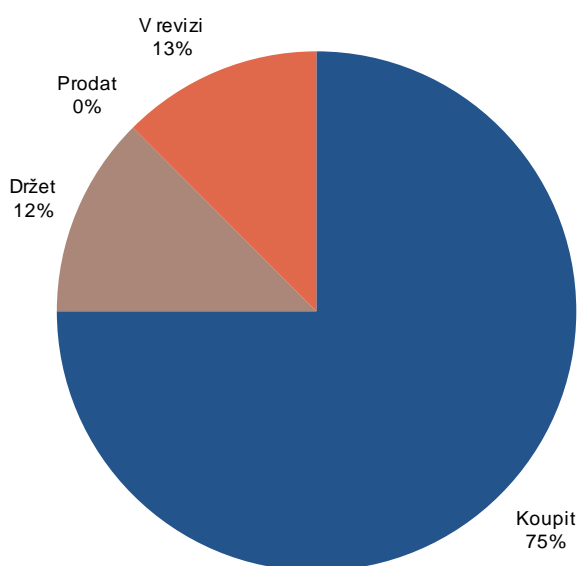
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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



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.

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	koupit	koupit
Cílová cena	CZK 620	CZK 270	USD 5	CZK 17546	v revizi	EUR 26	pokrývání	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 nezkrácený 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, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. 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. 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.

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



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



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



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

Sektory



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



Jakub Matějů
(420) 222 008 598
j_mateju@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



Evgeny Koshelev
(7) 495 725 5637
evgeny.koshelev@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

Akcioví analytici



Laura Simon, 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



Michel Martinez
(33) 1 4213 3421
michel.martinez@sgcib.com

Severní Amerika



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

Čína



Wei Yao
(33) 1 57 29 69 60
wei.yao@sgcib.com

Inflace



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



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



Omair Sharif
(1) 212 278 48 29
omair.sharif@sgcib.com



Takuji Aida
(81) 3-6777-8063
takuji.aida@sgcib.com



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

Latinská Amerika



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



Arata Oto
(81) 3 6777 8064
arata.oto@sgcib.com



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



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



Korea
Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@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



Adam Kurpiel
(33) 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@sgcib.com



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



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



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

Vedoucí strategie sazby pro Evropu



Jorge Garayo
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.com



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



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



Vedoucí strategie sazby pro USA

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

Jason Simpson



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



Marc-Henri Thoumin
(44) 20 7676 7770
marc-henri.thoumin@sgcib.com



Kevin Ferret
(44) 20 7676 7073
kevin.ferret@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



Régis Chatellier
(44) 20 7676 7354
regis.chatellier@sgcib.com



Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.com



Kiyong Seong
(852) 2166 4658
kiyong.seong@sgcib.com



Marek Dřimal
(44) 20 7550 2395
marek.drima@sgcib.com