

MONETA Money Bank

Akvírovaná aktiva Air Bank a Home Credit jsou drahou hračkou

Koupit

Cena 12.11.18	76,7 CZK
12m cíl	93,0 CZK
Pot. růst ceny	21,3 %
Dividenda	5,6 CZK
Celkový výnos	28,6 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

Vysoký dividendový výnos

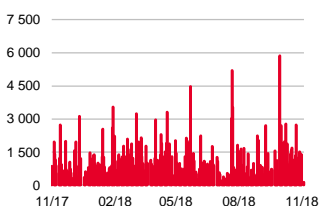
Citlivost na hospodářský růst

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC MONET.PR	Bloom	MONET CP
52týdenní rozmezí		73,8 - 86,3
Tržní kap. (mld. CZK)		39,2
Tržní kap. (mil. EUR)		1509
Volně obchod. (%)		57,49
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	-2,7	0,0 -2,7
Rel. k PX indexu	-3,7	-1,6 -5,1

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/MONET_1803upd

http://bit.ly/MONET_1810akv

http://bit.ly/MONET_1810akv2

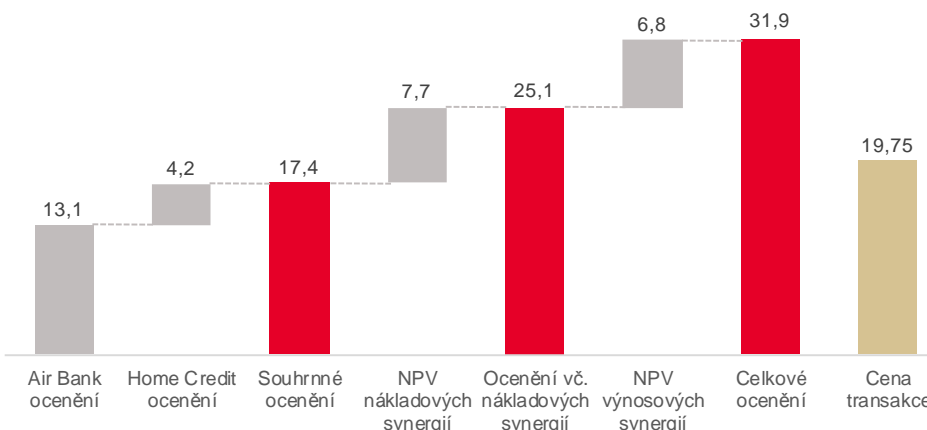
http://bit.ly/MONET_Q318res

Moneta Money Bank (MMB) ke konci října zveřejnila podrobnější informace k zamýšlené akvizici Air Bank, českého a slovenského Home Creditu a některých dalších dceřiných společností Home Credit (společně označeny jako HCCZ). Údaje se týkají projekcí vývoje nové entity a ocenění akvizovaných společností. Na základě těchto skutečností jsme se rozhodli podívat se na transakci detailněji.

V našem prvním komentáři k chystané akvizici http://bit.ly/MONET_1810akv jsme uvedli, že akviziční cena ve výši 19,75 mld. CZK je stanovena na základě předpokladu, že vlastní kapitál HCCZ musí činit nejméně 8,872 mld. CZK. To implikuje P/BV poměr ve výši 2,23, což se může zdát příliš vysoké s ohledem na současný P/BV poměr Monety ve výši 1,6. Na základě P/E poměru a pro forma finančních ukazatelů vypadá ale ocenění vcelku rozumné, indikující P/E za rok 2020 a celou nově vzniklou skupinu ve výši 11,6, za rok 2023 ve výši 9,9. Současný P/E poměr pro Monetu se nachází na úrovni 10,8, historický průměr činí 10,5.

Ocenění společností Air Bank a českého a slovenského Home Creditu bylo vypracováno na základě dividendového diskontního modelu za předpokladu dodržení poměru kmenového kapitálu CET1 na úrovni 12,75 %, což je v souladu se stávající guidance managementu MMB, nákladů na vlastní kapitál ve výši 9,5 % a dlouhodobé růstové míry po roce 2028 ve výši 2 %. Strukturu ocenění zohledňuje následující graf:

Struktura ocenění akvizice



Zdroj: Moneta Money Bank

Ocenění Air Bank ve výši 13,1 mld. CZK implikuje P/E z očekávaného zisku pro rok 2020 ve výši 15,3násobku. Jinými slovy management počítá s čistým ziskem Air Bank v roce 2020 ve výši 856 mil. CZK. V případě Home Creditu jde o P/E ve výši 7,9násobku, tedy očekávaný čistý zisk činí 532 mil. CZK. Za první polovinu letošního roku dle poskytnuté prezentace čistý zisk Air Bank dosáhl 326 mil. CZK a Home Creditu 308 mil. CZK. Vzhledem k historickým údajům, které uvádí následující tabulka, se mohou zdát odhady pro rok 2020 těchto společností ambiciózní, a to zejména s ohledem na vývoj na Slovensku, kde roky 2016 a 2017 byly pro Home Credit obzvláště nepříznivé z důvodu odpisů pohledávek

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

z poskytnutých úvěrů. V první polovině letošního roku slovenský Home Credit již o dalších odpisech neúčtoval. Na druhou stranu je zapotřebí dodat, že předpovědi pro rok 2020 za celou novou entitu berou v potaz nákladové synergické efekty, zatímco výsledky za uplynulé roky jsou údaje za samostatné subjekty. Předpovědi čistého zisku pro Air Bank, respektive Home Credit ve výši 856 mil. CZK, respektive 532 mil. CZK tak nejsou zcela nereálné.

Čistý zisk Air Bank a českého a slovenského Home Creditu (mil. CZK)

	2013	2014	2015	2016	2017	H1 18*
Air Bank	-291	751	396	400	492	326
Home Credit	1180	445	634	83	125	308
Česká republika (mil. CZK)	520	293	507	134	218	256
Slovensko (tis. EUR)	25416	5535	4646	-1890	-3540	1285
Kurz CZK/EUR (průměr)	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,5

Pozn.: Údaje prezentované za Air Bank a Home Credit byly publikovány v prezentaci poskytnuté managementem Moneta Money Bank. Celkový údaj za Home Credit ale neodpovídá součtu výsledků za Českou republiku a Slovensko, který činí 289 mil. CZK. Rozdíl ve výši 19 mil. CZK je tak důsledkem dalších pro nás neznámých faktorů.

Zdroj: MONETA Money Bank, webové stránky Home Credit <http://www.homecredit.net/investors/key-financial-data.aspx>, výroční a pololetní zprávy Air Bank a Home Creditu

Následující tabulka uvádí odhady hospodářských výsledků pro Monetu jako samostatný celek ve srovnání s nově vzniklou skupinou tak, jak jsme uváděli v našem předešlém reportu.

Pro forma business case (výhled pro roky 2019, 2020 a 2023, mld. CZK)

	2019		2020		2023	
	Samostatně	Skupina	Samostatně	Skupina	Samostatně	Skupina
Netto úvěry	≥ 150	≥ 190	≥ 160	≥ 210	≥ 190	≥ 260
Vklady	≥ 150	≥ 260	≥ 170	≥ 290	≥ 210	≥ 350
Čistý konsolidovaný zisk	≥ 3,6	≥ 3,3	≥ 3,8	≥ 5,5	≥ 4,0	≥ 6,0
Počet akcií (v mil. kusů)	511	676,6	511	676,6	511	676,6
Zisk na akcii (CZK)	≥ 7,0	≥ 4,8	≥ 7,4	≥ 8,1	≥ 7,8	≥ 8,9
Dividendy za účetní rok	≥ 2,5	≥ 2,3	≥ 2,6	≥ 3,8	≥ 2,8	≥ 4,2
Dividenda na akcii (CZK)	≥ 4,9	≥ 3,4	≥ 5,2	≥ 5,7	≥ 5,4	≥ 6,2
Dividendový výplatní poměr	≥ 70%	≥ 70%	≥ 70%	≥ 70%	≥ 70%	≥ 70%
Cílovaná kapitálová přiměřenost	≥ 16%	≥ 17%	≥ 16%	≥ 17%	≥ 16%	≥ 17%
Návratnost investice	n/m	n/a	n/m	≥ 8%	n/m	≥ 10%

Zdroj: MONETA Money Bank

Management odhaduje nákladové synergické efekty pro rok 2020 ve výši 0,8 mld. CZK, v následujících letech by se pak měly pohybovat okolo jedné miliardy korun. Je potřeba však dodat, že díky podřízenému dluhu, který bude emitován za účelem získání prostředků pro hotovostní platbu 6,75 mld. CZK v souvislosti s akvizicí, se zvýší náklady na financování, a to o více jak 300 mil. CZK ročně minimálně do roku 2023. Rovněž porostou náklady na riziko, a to rychleji než v případě samotné Monety. Se synergii na straně výnosů pro-forma ukazatele nepočítají.

Pokusili jsme se ocenit příspěvek akvizovaných společností do ziskovosti stávající Monety pomocí diskontovaných budoucích příjmů, za které jsme uvažovali výplatu dividend. Vycházeli jsme z rozdílů odhadů MMB a nově vzniklé skupiny tak, jak je prezentováno v předchozí tabulce. Moneta provedla ocenění společností na desetiletém horizontu s terminální hodnotou od roku 2028. Ač nemáme k dispozici konkrétní odhady výplat dividend nového celku pro jednotlivé roky, simulovali jsme je interpolací a extrapolací dat, která máme k dispozici. Použili jsme stejné odhadované náklady vlastního kapitálu ve výši 9,5 % a dlouhodobou růstovou míru 2 %. Následující tabulka shrnuje naši kalkulaci:

Ocenění dodatečného zisku pro stávající akcionáře po uskutečněné akvizici

mld. CZK	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Výplata dividendy pro MMB	2,8	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1
Výplata dividendy pro novou skupinu	2,8	2,3	3,8	3,9	4,1	4,2	4,3	4,5	4,6	4,7
Rozdíl v platbách	0,0	-0,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7
Náklady vlastního kapitálu	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Diskontovaný rozdíl v platbách	0,0	-0,2	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
Explicit value	6,2									
Dlouhodobý růst	2,0%									
Terminal value	9,2									
Equity value	15,4									
Investice	19,8									
NPV	-4,3									

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

Výnosové synergie existují, management je ale v pro-forma ukazatelích nereflektoval.

Čistá současná hodnota celého projektu po odečtení investované částky 19,75 mld. CZK vychází záporná. Jinými slovy lze konstatovat, že dodatečné budoucí příjmy ze zamýšlené akvizice jsou pro současné akcionáře vzhledem k počáteční investici nedostatečné.

Moneta bude při vypořádání transakce účtovat o poměrně vysokém goodwillu. Ten bude za uvedených podmínek více jak dvojnásobný oproti účetní hodnotě hmotných aktiv akvizovaných společností. V období nepříznivého ekonomického vývoje spojeného s horším splácením úvěrů tak může lehce dojít k odpisům tohoto goodwillu, což sníží čistý zisk a výši vyplácené dividendy.

Jak jsme uvedli výše, synergické efekty na straně výnosů nejsou v pro-forma ukazatelích zahrnuty. Příležitosti v této oblasti jsou produkty Monety pro klienty Air Bank v segmentu malých podniků. Dalším zdrojem mohou být levnější úvěry klientů Home Creditu při sjednání pojištění či založení běžného účtu v Monetě, respektive Air Bank. V oblasti hypoték Air Bank v současné době nabízí pouze úvěr na koupi nemovitosti, nikoliv však na stavbu domu nebo na rekonstrukci. Klienti Air Bank by tak mohli nově využít služeb Monety, která poskytuje hypotéku účelovou i neúčelovou. Za potenciál do budoucna bychom označili i demografickou strukturu klientů v Air Bank, kde jde zhruba o dvojnásobně vyšší podíl mladých lidí oproti demografii za celou Českou republiku, což může do budoucna zvýšit poptávku po pojistných či spořicíh produktech. **Výnosové synergie by tak dle odhadů managementu mohly v budoucnu dosáhnout zhruba 0,6 mld. CZK ročně.** My jsme potenciální dodatečný příjem z jejich realizace ocenili na základě tohoto odhadu očištěného o daň z příjmů při diskontní sazbě 9,5 %. Čistá současná hodnota nám vyšla ve výši 4,7 mld. CZK, zatímco odhad managementu činil 6,8 mld. CZK, jak je patrné z grafu na první straně. **Pokud bychom připočetli náš odhad, dostala by se čistá současná hodnota celého projektu do plusu.**

Závěr

Z pohledu obchodních aktivit se nám zdá být zamýšlená akvizice jako vhodná strategie, jak dále expandovat v oblasti spotřebitelského segmentu, čímž by se nová skupina stala dvojkou na trhu spotřebitelských úvěrů. Vedle nákladových synergií si dovedeme reálně představit i příležitosti ke cross-sellingu produktů a služeb, a tím přispět ke zvýšení nejen čistých úrokových výnosů, ale i výnosů z poskytnutých služeb v oblasti pojištění a investic.

Na druhou stranu prezentované odhady výsledků a jejich srovnání pro Monetu jako samostatný subjekt a pro nově vzniklou skupinu nás o přínosu akvizice nepřesvědčily, když současná hodnota dodatečného příjmu nedosahuje počáteční investice.

Velmi oceňujeme transparentnost managementu, který je ochoten zveřejňovat velmi detailní informace nejen k hospodářským výsledkům, ale i k chystané akvizici. Management se vždy profiloval vůči investorské veřejnosti s konzervativními odhady svých výsledků, které v uplynulých letech díky příznivému vývoji několikrát zvyšoval. CEO Tomáš Spurný na posledním

konferenčním hovoru uvedl, že v současné době probíhá due diligence v akvírovaných společnostech a že v průběhu ledna by mohly být k dispozici aktuálnější informace. Pokud chce mezi akcionáři prosadit zamýšlenou transakci, bude dle nás zapotřebí dodat přesvědčivější údaje o správnosti a efektivnosti celé akvizice.

Velký otazník visí nad vstupem společnosti Home Credit Group (HCGBV) vlastněné skupinou PPF a Emma Capital jako nejvýznamnějšího akcionáře, který by měl získat podíl 24,48 %, což část investorů nemusí vnímat pozitivně. Překvapením je, že ačkoliv Tomáš Spurný v září letošního roku v rozhovoru pro E15 uvedl, že věří konsensu analytiků pro cenu akcií Monety v rozmezí 90 až 95 CZK za akcii, je ochoten prodávat téměř čtvrtinový podíl za 13 mld. CZK, což jinými slovy znamená 78,5 CZK za kus nově vydaných akcií v počtu 165,6 mil. kusů. Zároveň v prezentaci nebyly zmíněny transakce a jejich případné změny se spřízněnými osobami, ačkoliv z výkazů jednotlivých společností pod skupinou PPF jsou patrné významné vztahy mezi Air Bank, českým a slovenským Home Credit, celou skupinou Home Credit aj. Přestože HCGBV nebude mít většinový podíl, lze konstatovat, že vzhledem k relativně rozstříštěné akcionářské struktuře bude mít dostatečnou kontrolu v rozhodování o chodu celé společnosti.

Ač jsme byli v našem předešlém reportu akvizici spíše nakloněni, po prozkoumání dalších detailů nám celá transakce za zveřejněných podmínek zejména z pohledu celkové ceny nepřijde pro současné akcionáře přínosná.

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 Janacki
(48) 225 284 162
jaroslaw.janacki@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank



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

Hlavní ekonom BRD-GSG



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

Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG



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

Ekonom



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

Akciový analytik



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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



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

Eurozóna



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



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



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 sazeb 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 sazeb pro USA

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



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



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.drimal@sgcib.com



Bertrand Delgado
+1 212 278 6918
bertrand.delgado-calderon@sgcib.com

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>

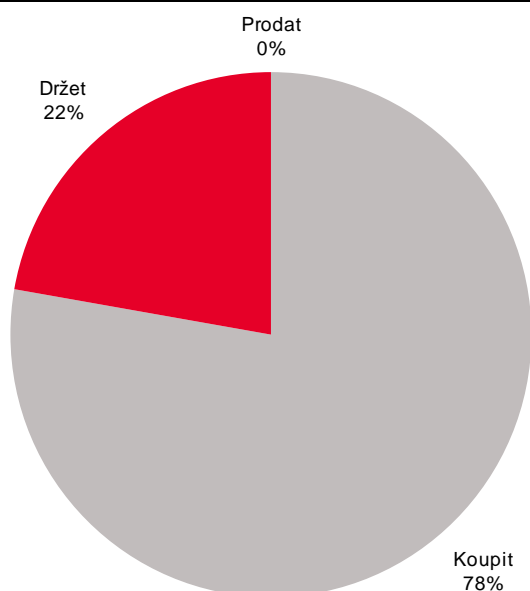
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 zohledňuje také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v období 3-6 měsíců po vydání doporučení. Cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou tak nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců následujících po období prvních 3-6 měsíců od vydání doporučení. 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 (9 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 mezichase 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 vydaných KB a vztahy s jednotlivými emitenty

	Avast	CME	ČEZ	Fortuna	Kofola	MONETA Money Bank	O2 CR	PFNon-wovens	Philip Morris CR	Vienna Insurance
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů										
Doporučení	koupit	koupit	koupit	konec	koupit	koupit	držet	držet	koupit	koupit
Cílová cena	GBP 342	USD 5	CZK 620	pokryvání	CZK 484	CZK 93	CZK 270	CZK 924	CZK 17546	EUR 27
Datum	15.6.2018	27.7.2017	11.6.2018	9.5.2018	26.9.2018	6.3.2018	18.9.2017	26.10.2018	22.8.2017	11.9.2018
Cena v den publikace	GBP 214	USD 4,3	CZK 557	CZK 206	CZK 282	CZK 84,4	CZK 273	CZK 918	CZK 15500	EUR 23,3
Investiční horizont	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců
Autor	J. Kostka	J. Kostka	M. Frayer	J. Kostka	J. Kostka	M. Frayer	M. Frayer	M. Frayer	J. Kostka	M. Frayer
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)										
Doporučení		koupit	koupit	prodat		koupit	držet	v revizi	držet	koupit
Cílová cena		USD 4,2	CZK 542	CZK 198		CZK 90	CZK 267	v revizi	CZK 13500	EUR 26
Datum		27.4.2017	20.9.2017	4.1.2018		17.8.2017	31.1.2017	17.5.2018	25.5.2017	3.3.2017
Doporučení		koupit	držet	koupit		koupit	koupit	prodat	koupit	
Cílová cena		USD 3,7	CZK 448	CZK 198		CZK 95	CZK 267	CZK 876	CZK 13500	
Datum		10.3.2017	14.9.2016	30.11.2017		9.6.2017	9.12.2016	13.9.2017	13.6.2016	
Doporučení			koupit	v revizi		koupit	držet	prodat		
Cílová cena			CZK 420	v revizi		CZK 90	CZK 260	CZK 876		
Datum			12.2.2016	9.11.2017		6.9.2016	22.3.2016	13.9.2017		
Doporučení				držet				držet		
Cílová cena				CZK 128				CZK 876		
Datum				12.6.2017				19.4.2017		
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF DDM ERM	DFCF DDM	DFCF	DDM	DDM ERM
Četnost doporučení	2x ročně	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	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	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	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	ne
významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	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	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	ne
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	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.