

O2 Czech Republic

Zvyšujeme doporučení na *Koupit* s cílovou cenou 298 CZK na akcii

Koupit

Cena 12.12.18	239 CZK
12m cíl	298 CZK
Pot. růst ceny	24,7 %
Dividenda	21 CZK
Celkový výnos	33,5 %

Sektorové doporučení

Snížit váhu

Typ investice

Defenzivní

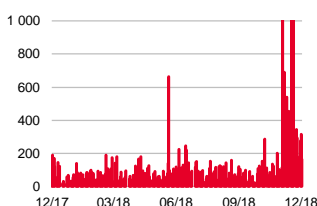
Vysoký dividendový výnos

Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční příběh: Výsledky hospodaření za první tři kvartály letošního roku byly milým překvapením. Na základě nich jsme zvýšili i celoroční odhady. Na druhou stranu hospodaření firmy dle nás nemá příliš velký růstový příběh, když pokles výnosů ze segmentu pevných linek kompenzuje nárůst příjmů z mobilního sektoru v ČR a na Slovensku. Celkově v horizontu pěti let očekáváme pouze velmi mírný nárůst tržeb i ziskovosti. Věříme, že do zlepšení výsledků mohou dále přispívat rostoucí výnosy z digitální televize a rozšiřujících se služeb v oblasti splátkového prodeje a pojištění. Investice společnosti budou směřovat především do dostavby vlastní sítě na Slovensku a velkou investiční položkou budou plánované aukce uvolněných frekvencí po přechodu televizního vysílání na standard DVB-T2. Vzhledem k nákladové ukázněnosti předpokládáme jen mírný nárůst provozních nákladů, což by mělo v konečném důsledku vést ke stabilizaci EBITDA marže těsně pod hranicí 30 %. Ztráta u finančního výsledku by se měla mírně prohlubovat s ohledem na očekávané vyšší zadlužení a růst úrokových sazeb. Očekáváme nadále velmi silnou tvorbu provozního cash flow. Zvyšování zadlužování společnosti ke střednědobému cíli nastavenému na 1,5násobku EBITDA vnímáme z pohledu optimalizace kapitálové struktury pozitivně.

Dividendová politika: Pro příští rok očekáváme stejnou výši celkové dividendy na úrovni 21 CZK na akcii (včetně rozdělení další části emisního ážia), poté mírný nárůst o jednu korunu. O2 Czech Republic nadále pokračuje ve zpětném odkupu svých akcií.

Cílová cena a doporučení: Na základě modelů diskontovaných toků hotovosti a dividend jsme odhadli fair value akcie na úrovni 295 CZK. **Novou cílovou cenu jsme po úpravě o parametry atraktivitu sektoru, společnosti a spekulativního potenciálu stanovili na 298 CZK za akcii** (270 CZK v předchozí analýze). Po započtení výplaty akcionářům ve výši 21 CZK na akcii představuje investice celkový potenciální výnos 33,5 %, což v naší metodologii odpovídá doporučení *Koupit*. Akcie se v současné době obchoduje na P/E 2018 ve výši 12,8, respektive P/E 2019 12,5 (medián konkurentů 13,0, respektive 12,1), EV/EBIT 2018 na 10,9, EV/EBIT 2019 11,2 (medián 12,2, respektive 11,4) či dividendovém výnosu 8,8 % pro 2018 i 2019 (medián 5,1 % pro 2018, respektive 5,4 % pro rok 2019).

Hlavní rizika: tlak na ceny telekomunikačních služeb ze strany regulace i konkurence, vývoj ziskovosti na Slovensku a razantnější posílení koruny vůči euru.

Data o akcii

RIC SPTTsp.PR	Bloom	TELEC CP
52týdenní rozmezí	217 - 290	
Tržní kap. (mld. CZK)	73,8	
Tržní kap. (mil. EUR)	2855	
Volně obchod. (%)	28	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	-2,1	-7,8 -12,8
Relativně k PX	3,1	-2,2 -10,1

Zdroj: Bloomberg

Finanční údaje

	2017	2018f	2019f	2020f
Tržby (mld. CZK)	37,8	38,1	38,3	38,7
Provozní marže (%)	18,9	19,3	19,2	19,1
EBITDA marže (%)	27,8	29,6	29,7	29,8
Čistý zisk (mld. CZK)	5,6	5,6	5,7	5,6
Zisk na akcii (CZK)	18,5	18,7	19,1	19,5
Dividenda na akcii (CZK)	21,0	21,0	21,0	22,0
Aktiva/vl.kapitál	2,3	2,3	2,6	3,5
Čistý dluh/vl.kapitál (%)	41,3	49,5	75,7	142,3

Ukazatele

	2017	2018f	2019f	2020f
P/E (x)	14,8	12,8	12,5	12,3
Cena/volný cash flow	21,5	15,1	11,5	9,7
Dividendový výnos (%)	7,6	8,8	8,8	9,2
Cena/účet.hodnota (x)	5,4	4,7	5,1	6,7
Cena/tržby (x)	2,2	1,9	1,9	1,8
EV/EBITDA (x)	8,5	7,1	7,2	7,2
Úrokové krytí (x)	121,3	40,9	53,3	27,7
Výplatní poměr (%)	98,7	91,7	90,9	94,3

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/TELEcupd_1709

http://bit.ly/TELEC_Q318res

Očekávané události: Celoroční výsledky hospodaření budou oznámeny koncem ledna 2019.



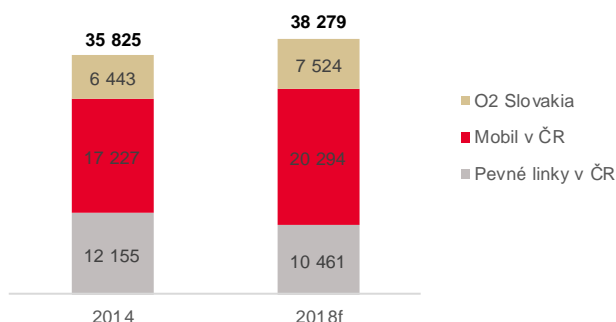
Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz

SOCIETE
GENERALE
GROUP

Základní přehled o společnosti

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> Nejširší pokrytí v České republice i na Slovensku z pohledu území i počtu obyvatel Vedoucí postavení v mobilním i pevném segmentu v ČR Atraktivní a exkluzivní sportovní televizní obsah Stabilní dividendová politika včetně výplaty emisního ážia a programu zpětného odkupu akcií Nízká zadluženost 	<ul style="list-style-type: none"> Přísná a tvrdá evropská regulace Vysoká konkurence ze strany klasických i virtuálních operátorů Klesající tržby a zisky v segmentu pevných linek Nižší atraktivita společnosti po vyřazení akcie z indexu MSCI
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> Rostoucí příjmy z digitální televize Zvýšení dostupnosti nové sítě páté generace Rozšíření finančních a pojistných služeb Prodej části podílu PPF na podporu aktivního obchodování s akcemi O2 Czech Republic 	<ul style="list-style-type: none"> Vstup čtvrtého mobilního operátora na český trh Zavedení sektorové daně Neúspěch v aukci volných frekvencí, popř. příliš vysoká cena vedoucí k nadměrnému zadlužení nebo omezení výplaty dividendy

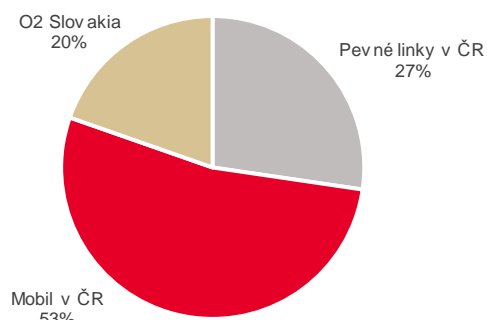
Tržby v jednotlivých segmentech (mil. CZK)



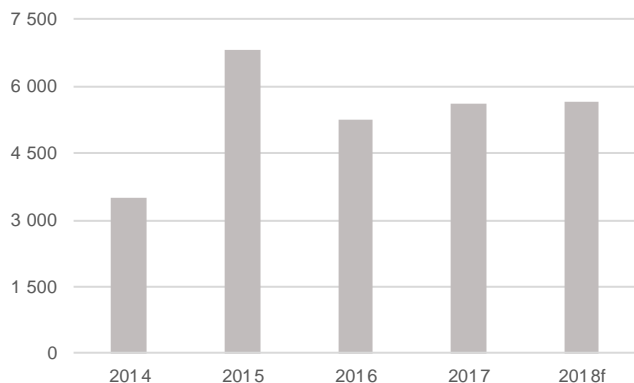
Pozn.: Údaje za rok 2018 jsou vlastní odhady

Zdroj: O2 Czech Republic, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Segmentové rozložení tržeb na základě odhadů pro rok 2018



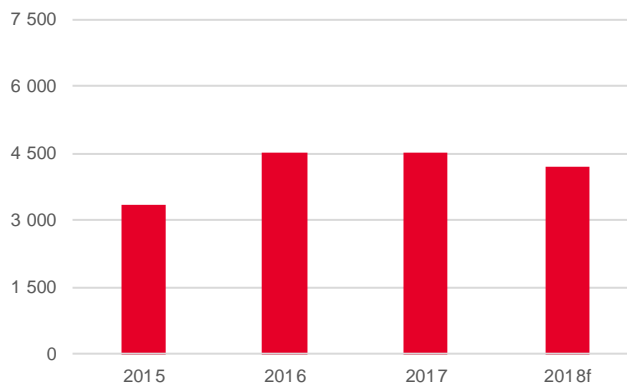
Historický vývoj čistého zisku (mil. CZK)



Pozn.: Údaje za rok 2018 jsou vlastní odhady

Zdroj: O2 Czech Republic, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Čisté kapitálové investice (mil. CZK)



Hospodaření společnosti

Výsledky za první tři kvartály roku

mld. Kč	Q3 17	Q3 18	změna	odhad KB	konsensus
Tržby	9,43	9,63	2,1 %	9,60	9,54
EBITDA	2,71	2,96	9,3 %	2,81	2,77
Provozní zisk	1,91	1,89	-0,7 %	1,81	1,84
Čistý zisk	1,48	1,44	-2,7 %	1,40	1,41

Zdroj: O2 Czech Republic, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, konsensus O2 Czech Republic mezi 9 analytiky včetně KB

Výsledky hospodaření O2 Czech Republic za samotný třetí kvartál překonaly konsensuální i naše očekávání, na úrovni tržeb a EBITDA byly dokonce lepší než nejvyšší odhady mezi dotázanými analytiky. Nejvýraznější změnou byl nárůst zákazníků digitální televize O2 TV díky nabídce sportovního obsahu pro fotbalové a hokejové fanoušky. Pokračující pokles hlasových výnosů a tržeb z SMS a MMS se firmě podařilo více jak kompenzovat nárůstem výnosů z mobilních dat a z prodeje zařízení. Je však potřeba říci, že k výraznému meziročnímu růstu EBITDA pomohl nový standard IFRS 15. Na druhou stranu byly účetní změny vedle kapitálových investic důvodem pro vyšší odpisy, což vedlo k meziročně nižšímu čistému zisku.

Box 1: Shrnutí hlavních změn podle nového standardu IFRS 15

Přijetí nového standardu od 1. ledna 2018 má za následek významné změny v načasování uznání výnosů a ve vztahu k aktivaci nákladů na získání smluv se zákazníky. Dochází tak k alokaci a vykázání větší části výnosů z prodeje zařízení dříve oproti snížení budoucích výnosů z prodeje služeb. Nicméně celkové výnosy se za dobu trvání smlouvy nezmění. Dodatečné náklady na získání smluv se zákazníky (zejména provize externím obchodním kanálům) jsou od začátku letošního roku kapitalizovány, zatímco do konce roku 2017 byly vykázány v rámci celkových provozních nákladů. Doba odepisování takto kapitalizovaných nákladů je stanovena na základě průměrné doby trvání vztahu se zákazníky dle jednotlivých zákaznických segmentů. Odpisy těchto nákladů se vykazují na řádku Odpisy hmotných a nehmotných aktiv (včetně odpisu dodatečných nákladů na získání smlouvy) ve výkazu zisku a ztráty. V důsledku toho se provozní zisk EBITDA i odpisy zvýšily.

Dopady zavedení nového účetního standardu IFRS 15 na výsledky za první tři kvartály 2018

Mil. CZK	včetně IFRS 15	bez IFRS 15
Konsolidované provozní výnosy	28 209	28 195
provozní mobilní výnosy v České republice	15 081	15 085
výnosy ze služeb	13 563	13 819
výnosy z prodeje zařízení	1 518	1 266
provozní fixní výnosy v České republice	7 768	7 749
výnosy ze služeb	7 509	7 509
výnosy z prodeje zařízení	259	241
provozní výnosy na Slovensku	5 524	5 526
Konsolidované komerční náklady	-2 847	-3 264
z toho provize	-458	-875
EBITDA	8 342	7 911
Konsolidované odpisy hmotných a nehmotných aktiv	-2 861	-2 531
z toho odpisy dodatečných nákladů na získání smlouvy	330	0
Daň z příjmu	-1 130	-1 151
Konsolidovaný hospodářský výsledek po zdanění	4 217	4 096

Zdroj: O2 Czech Republic

Hlavní ukazatele za první tři čtvrtletí letošního roku

mld. Kč	9M 17	9M 18	změna
Tržby	27,94	28,26	1,1 %
EBITDA	7,80	8,34	6,9 %
Provozní zisk	5,33	5,47	2,7 %
Čistý zisk	4,11	4,22	2,5 %
EBITDA marže	27,9 %	29,5 %	1,6 pb

Zdroj: O2 Czech Republic, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Při pohledu na první tři kvartály letošního roku je vidět na všech úrovních výsledovky meziroční zlepšení. EBITDA zaznamenala nárůst o téměř 7 % a EBITDA marže se zvýšila o výrazných 1,6 pb na 29,5 %. Provozní a čistý zisk vzrostl o 2,7 %, respektive 2,5 %. Je však zapotřebí dodat, že růst je z velké části zásluhou nového standardu IFRS 15. Čistá ziskovost by byla jinak prakticky totožná s výsledkem za loňské tři kvartály, pokud by společnost neúčtovala podle nové metodiky.

Mobilní segment

Daří se získávat stále více smluvních zákazníků.

Počet zákazníků v mobilním segmentu v České republice ke konci září v meziročním srovnání vzrostl o 4,6 % na více jak 3,5 mil. Pozitivem je rostoucí podíl smluvních zákazníků, kteří představovali na celkovém počtu 70,7 %, tedy o 1,9 pb více než před rokem. **To bylo zároveň doprovázeno vyšším průměrným měsíčním výnosem na zákazníka (ARPU)**, který byl ovlivněn především vyššími útratami za datové služby, které více jak kompenzovaly nižší ceny za hlasové a SMS služby.

Rozvoji datových služeb pomáhá i zvyšující se penetrace chytrých telefonů, která na konci září dosáhla již 68 %, tedy o 7 pb více než před rokem. Telefony využívající technologii LTE představovaly již 54 % všech telefonů v síti O2 (meziroční nárůst o 10 pb).

Výsledkem byl 12,2% meziroční nárůst výnosů z mobilních datových služeb, který z velké části kompenzoval nižší výnosy z hlasových a SMS/MMS služeb. Velkou měrou do tržeb promluvily prodeje zařízení, za která společnost obdržela více jak 1,5 mld. CZK. To znamenalo meziroční nárůst o 22 %.

Celkové provozní výnosy mobilního segmentu v České republice dosáhly v prvních třech čtvrtletích letošního roku výše 15,1 mld. CZK, meziročně o 1,8 % více. **Za celý rok odhadujeme, že tržby v tomto segmentu dosáhnou 20,3 mld. CZK.**

Segment pevných linek

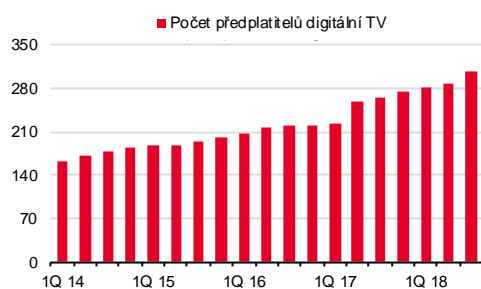
Nadále pokračuje trend klesajících tržeb v segmentu pevných linek.

Vývoj tržeb v segmentu pevných linek pokračoval v průběhu letošního roku v nepříznivém trendu, když meziročně klesly o 4,3 % na 7,5 mld. CZK. **Pokles čekáme i ve zbytku roku, celoroční tržby by tak měly klesnout oproti loňskému roku o 3,0 % na 10,5 mld. CZK.** Dlouhodobý negativní trend je dán pokračující substitucí volání z pevných linek využíváním mobilních telefonů.

Nové služby zejména v oblasti digitální televize tak propady pouze mírní. Je patrný především rostoucí počet zákazníků digitální televize O2 TV, který se meziročně zvýšil o více jak 16 %, čemuž pomáhá i nový sportovní obsah v podobě vysílacích práv na Ligu mistrů UEFA (od sezóny 2018/2019 do roku 2021), hokejovou Tipsport extraligu (od sezóny 2018/2019 do roku 2023) a českou první fotbalovou Fortuna ligu (od sezóny 2018/2019 do roku 2022). Tržby z vysílání sportovních pořadů podporuje i spolupráce O2 s největšími pivovary Staropramen a Plzeňský Prazdroj, kdy na základě uzavřených smluv mohou zákazníci sledovat přenosy v restauračních zařízeních. Tržby za digitální televizi společnost reportuje pouze v agregaci s internetovými linkami xDSL, které za letošní tři kvartály klesly o 1,2 % y/y. Nicméně z ostatních

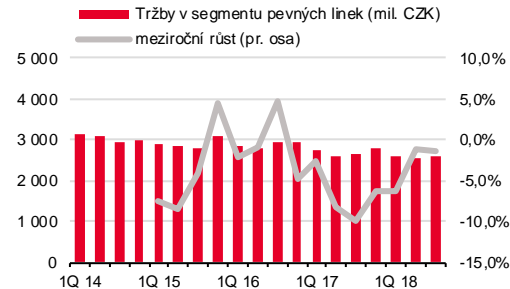
údajů lze odvozovat, že výnosy z televize meziročně rostou dvouciferným růstem. Indicií jsou i data za samostatný třetí kvartál, kde tržby této skupiny služeb vzrostly o 1,4 %.

Počet uživatelů digitální TV (v tis.)



Zdroj: O2 Czech Republic, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Segment pevných linek



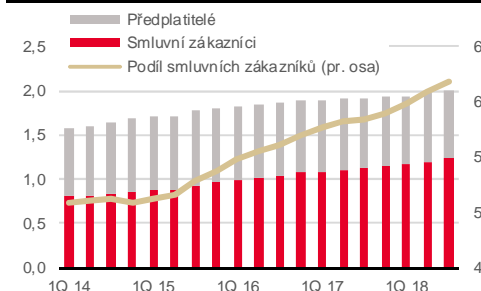
Slovensko

Zejména vyšší počet smluvních zákazníků a spotřeba dat se podílí na růstu tržeb na Slovensku.

Klientská základna O2 se na Slovensku kontinuálně zvyšuje s určitým zaškobrtutím v souvislosti s příchodem čtvrtého telekomunikačního operátora 4ka. Ke konci letošního září jejich počet meziročně vzrostl o 4,5 % a přesáhl dva miliony uživatelů. Roste i její kvalita, když poměr smluvních zákazníků vůči celkovému počtu narostl na 61,8 % oproti 58,4 % před rokem. Díky rostoucímu pokrytí 4G LTE sítí, růstu penetrace LTE telefonů a zvyšujícímu se zájmu zákazníků o tarify s vyšším množstvím dat vzrostla spotřeba dat v mobilní síti v prvních devíti měsících letošního roku meziročně o více než 100 %. To se promítá na rostoucí měsíční průměrně útratě jednoho zákazníka (ARPU).

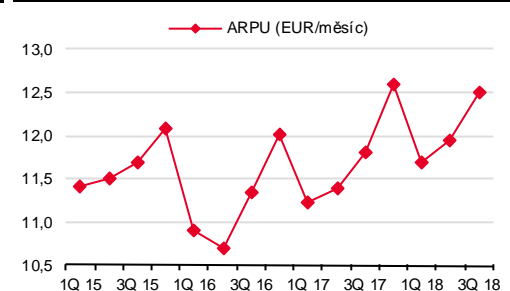
V prvních třech kvartálech roku tak celkové provozní výnosy vzrostly o 5,6 % y/y na 5,5 mld. CZK. Negativně svoji roli sehrál kurz koruny vůči euru. V eurovém vyjádření tržby vzrostly o 9,7 % na 216 mil. EUR. Ve zbytku roku nečekáme žádné razantní změny v trendech, vliv koruny by však z pohledu meziročního srovnání mohl být neutrální nebo mírně pozitivní. Celkově by měly tržby na Slovensku přesáhnout 7,5 mld. CZK (+5,9 % oproti 2017). Dopad kurzu CZK/EUR na provozní i celkovou ziskovost ve srovnání s tržbami by měl být méně významný vzhledem k přirozenému hedgingu.

Počet zákazníků na Slovensku (v tis.)



Zdroj: O2 Czech Republic, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Průměrná útrata na zákazníka



Odhady celoročních výsledků

Letošní výsledky by se měly pochlubit lepšími čísly než vloni.

Celoroční výsledky za celou skupinu by měly ukázat na slušné zlepšení finanční výkonnosti, které však půjde do velké míry na vrub nového účetního standardu. U tržeb očekáváme mírný růst o 0,9 % na 38,1 mld. CZK, když rostoucí výnosy z českého a slovenského mobilního segmentu budou kompenzovat nižší příjmy z pevných linek. Celkové náklady bez zahrnutí odpisů hmotného a nehmotného majetku by se měly snížit o zhruba 1,6 % na 26,8 mld. CZK. Na jedné straně působí nižší náklady na prodej fixních služeb a pozitivní dopad

nového standardu IFRS 15 na provize, na straně druhé se zvýšily náklady na prodej zařízení a příslušenství souvisejících s vyššími výnosy. V nákladech na prodej mobilních služeb se negativně projevuje růst roamingových poplatků, které musí společnost platit velkoobchodním zahraničním partnerům za využití roamingových služeb svých zákazníků v zahraničí. V rámci provozních nákladů odhadujeme vyšší personální náklady z důvodu přechodu externích pracovníků obsluhujících zákazníky do zaměstnaneckého vztahu, ty však jsou více jak kompenzovány úsporami v nákladech na externí call centra. **EBITDA by tak dle nás měla za letošní rok dosáhnout 11,3 mld. CZK, což je o 7,4 % více než vloni a EBITDA marže by se měla zvýšit o 1,8 pb na 29,6 %.**

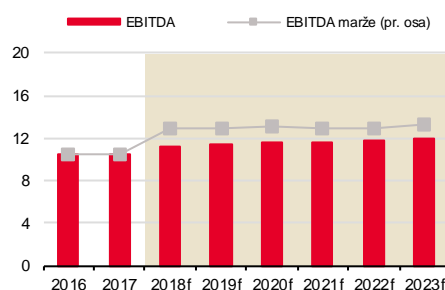
Letošní zvýšený objem investic se promítá do rostoucích odpisů hmotného a nehmotného majetku. Ty by měly být vyšší o 7,8 %. Kromě toho se v letošním roce nově objevila amortizace provizí dle IFRS 15, která by měla snížit nezdaněný zisk o dalších více jak 300 mil. CZK. Finanční výsledek by měl být negativní ve výši bezmála 180 mil. CZK, což je trojnásobně více než vloni. Důvodem byl na jedné straně prodej estonské společnosti Taxify s pozitivním dopadem zhruba 60 mil. CZK v loňském čtvrtém čtrletí, na straně druhé rostou i úrokové náklady. **Čistý zisk by tak dle nás měl letos vzrůst o 1,0 % na 5,6 mld. CZK.**

Dlouhodobé prognózy výsledků hospodaření

K růstu ziskovosti by měl především přispět mobilní segment v ČR i na Slovensku.

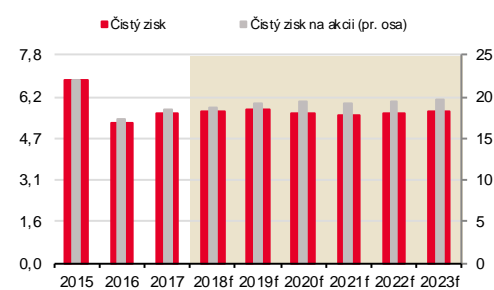
Dlouhodobě očekáváme, že profitabilita na úrovni EBITDA i čistého zisku poroste. Růst tržeb by měl v období 2019 až 2023 činit v průměru 1,1 % za rok. EBITDA by měla zaznamenat průměrný nárůst o 1,3 %. V případě čistého zisku očekáváme v následujících letech v průměru stabilitu, kde svoji roli sehraji námi očekávané rostoucí náklady na financování jak z titulu vyššího objemu získaného dluhu, tak i vyšších úrokových sazeb. Nicméně zisk na akcii by měl díky probíhajícímu zpětnému odkupu růst o 1,0 % p. a.

Očekávaný vývoj EBITDA (mld. CZK)



Zdroj: O2 Czech Republic, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj čistého zisku (mld. CZK)



Pozn.: 5letý program zpětného odkupu akcií byl zahájen v lednu 2016

Následující grafy ukazují podrobnější pohled na hlavní faktory, které by měly ovlivňovat výsledky hospodaření O2 v následujících letech. **V segmentu pevných linek čekáme pokračující mírný pokles tržeb** (v horizontu naší prognózy o 0,8 % p. a.), když pokračující růst výnosů z internetu, digitální televize nebo ICT služeb zřejmě nebude stačit na vykompenzování poklesu výnosů z hlasových služeb (-5,0 % p. a.). V oblasti internetu chce O2 Czech Republic nabízet zákazníkům služby, které se budou opírat o deklarované investice společnosti CETIN do zlepšení kvality a rychlosti fixní vysokorychlostní sítě xDSL. Investice do televizního obsahu, a to zejména do sportovních přenosů, by měly vést k nárůstu výnosů z digitální televize.

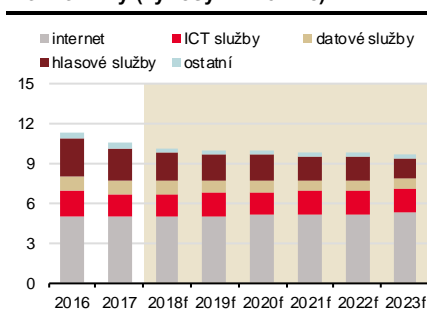
Český mobilní segment by naopak mohl dlouhodobě mírně růst (+1,0 % p.a.), když rostoucí poměr smluvních zákazníků by měl mírně zvyšovat průměrnou útratu na jednoho zákazníka (ARPU). Hlavním zdrojem by měl být růst využívaných datových služeb, který by měla podporovat vedle zkvalitňování mobilních sítí i rostoucí penetrace chytrých telefonů. Společnost O2 Czech Republic v polovině letošního listopadu představila novou službu v oblasti připojení

k internetu, a to prostřednictvím mobilní sítě 5G v oblastech, kde dříve byly jen pomalé a nestabilní sítě místních poskytovatelů, pro kterou je vyhrazena frekvence 3,7 GHz.

Ve druhé polovině příštího roku by mohl Český telekomunikační úřad vypsat aukci kmitočtů pro mobilní sítě 5G v pásmu 700 MHz, které se uvolní přechodem na televizní standard DVB-T2. Vedle těchto kmitočtů nabídne ještě frekvence v pásmu 3,5 GHz. Za obě dvě pásma chce získat zhruba 8 mld. CZK. Do dvou let od obdržení přidělu budou muset držitelé začít poskytovat danou službu. Dle prohlášení managementu O2 Czech Republic bude výstavba sítí páté generace směřovat především do okrajových oblastí s nekvalitním připojením.

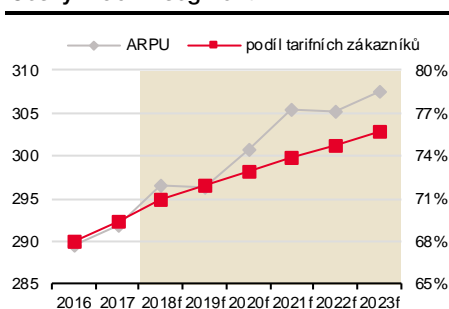
Dceřiná společnost O2 Slovakia díky svým investicím aktuálně pokrývá sítě 4G LTE více jak 95 % slovenské populace. V příštím roce by mělo být dokončeno pokrytí sítě 2G. Doposud O2 využívá národního roamingu právě v síti 2G, nicméně výstavba vlastní sítě by měla snížit o zhruba třetinu náklady za národní roaming v současné výši zhruba 6 mil. EUR. Vedle rostoucí kvality klientské základny očekáváme postupné zvyšování ARPU vyjádřené v eurech, nicméně sílicí česká koruna bude růst průměrné útraty v CZK limitovat. **I tak ale čekáme solidní průměrný růst slovenských tržeb v CZK o 3,8 %.**

Pevné linky (výnosy v mld. Kč)

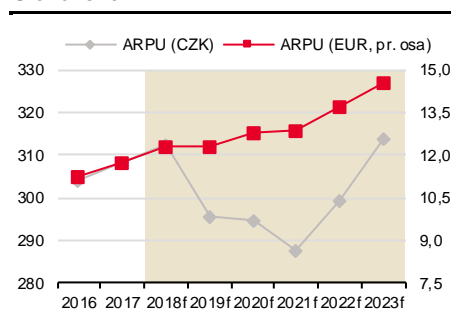


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, O2 Czech Republic

Český mobilní segment



Slovensko



Celkové provozní náklady za O2 Czech Republic by podle našich odhadů mohly v období 2019 až 2023 růst o 1,0 %. Vedle rostoucích nákladů na prodej zařízení a příslušenství souvisejících s vyššími výnosy dle nás porostou i personální náklady při odhadovaném minimálním zvýšení počtu zaměstnanců. Očekáváme tak, že EBITDA marže se po letošním predikovaném růstu téměř k hranici 30 % v následujících letech stabilizuje těsně pod touto úrovní. **To znamená v horizontu pěti let zvýšení EBITDA o 0,7 mld. CZK z letos predikovaných 11,3 mld. CZK (+1,3 % p.a.).** Vzhledem k očekávaným investicím porostou odpisy a amortizace dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku. Vyšší úrokové sazby a nárůst zadlužení se promítne na horším finančním výsledku. Z těchto důvodů by tak čistý zisk neměl v 5letém horizontu zaznamenat výraznou růstovou dynamiku a spíše by měl stagnovat mezi 5,5 až 5,7 mld. CZK.

Investice

O2 Czech Republic chce ve střednědobém horizontu proinvestovat zhruba 2 až 2,5 mld. CZK.

Management si stanovil za cíl, že ve střednědobém horizontu chce investovat ročně prostředky ve výši zhruba 5 až 6 % tržeb, což by v případě našich odhadů znamenalo zhruba 2 až 2,5 mld. CZK. V letošním roce, kdy bude vrcholit investiční boom v České republice i na Slovensku, však celkové investice přesáhnou stanovený cíl. Za letošní rok počítáme s podílem investic na tržbách okolo 11 %. Příští rok bude odvislý od toho, zda ČTÚ spustí aukci frekvencí uvolněných po přechodu televizního vysílání na standard DVB-T2. My s aukcí počítáme, a proto i příští rok by měl být z pohledu střednědobého cíle pro investice nadprůměrný, když očekáváme jejich výši jen těsně pod hranicí 10 % odhadovaných tržeb. Prakticky až od roku 2021 předpokládáme investiční výdaje odpovídající stanovenému cíli managementu.

Dividendová politika

Odkup vlastních akcií se letos prozatím zastavil.

O2 zahájilo 28. ledna 2016 zpětný odkup vlastních akcií. Podmínky jsou stanoveny následovně: firma nesmí denně koupit více než 130 745 kusů, což výrazně převyšuje průměrný denní objem v letošním roce (cca 80,3 tis. kusů před rozhodnutím o vyřazení akcií z indexu MSCI). Maximální nákupní cena byla stanovena na 297 CZK za kus. Během prvních dvou let smělo O2 koupit nejvýše 4 % vlastních akcií, v pětiletém horizontu je v plánu odkup až do výše 8 mld. CZK nebo 10 % celkového objemu akcií. Během letošního roku k žádným nákupům vlastních akcií nedošlo. Poslední obchod se uskutečnil v polovině loňského prosince, od kdy O2 drží bezmála 8,7 mil. vlastních akcií, což představuje 2,8 % celkového počtu. Neaktivitu na tuzemském akciovém trhu si vysvětlujeme probíhajícími investicemi. **V našich odhadech počítáme s pokračujícím odkupem akcií v následujících letech.** Příští rok bude ale do velké míry záležet na tom, zda Český telekomunikační úřad spustí aukce kmitočtů pro 5G sítě. Vzhledem k dodržení cíle zadluženosti a chystaným aukcím by na konci 5letého odkupovacího období mohlo O2 držet zhruba 7 % vlastních akcií. To bude mít pozitivní dopad na růst zisku na akcii. Zatímco čistý zisk by v absolutních číslech podle našich prognóz měl prakticky stagnovat, zisk na akcii by se díky snižování počtu akcií měl zvýšit o 1,0 % p. a.

O2 Czech Republic chce vyplatit emisní ážio představující 36 CZK na akcii.

V roce 2016 oznámilo představenstvo O2 záměr vyplatit emisní ážio v celkové výši 36 CZK na akcii. Společně s řádnou dividendou za loňský rok valná hromada rozhodla o distribuci dalších 4 CZK na akcii. Z emisního ážia tak bylo již vyplaceno 8 CZK. Přestože v našich střednědobých výhledech čekáme v následujících letech obdobnou distribuci, dle nás to ale automaticky neznamena, že každý rok budou nutně z emisního ážia vypláceny právě 4 CZK na akcii. Předpokládáme, že management bude chtít touto distribucí emisního ážia vyrovnávat dividendu placenou ze zisku takovým způsobem, aby celková výplata byla dlouhodobě stabilní.

Očekáváme stabilní výši celkové výplaty akcionářům.

Management zopakoval záměr vyplácet 90 až 110 % nekonsolidovaného zisku. Z letošního zisku očekáváme stejnou výplatu řádné dividendy na úrovni 17 CZK na akcii. **Dle nás by měla být i celková výplata totožná s loňským rokem, tj. 21 CZK na akcii** včetně čtyřkorunového emisního ážia. O rok později čekáme zvýšení řádné dividendy o jednu korunu, v horizontu pěti let pak předpokládáme další zvýšení (konkrétně od roku 2023 o další jednu korunu). Dividendový výnos k aktuální ceně tak činí zhruba 8,8 %.

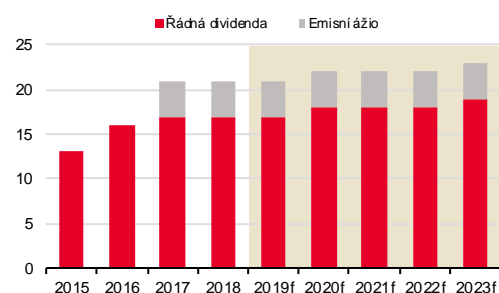
Zadlužení společnosti

Zadlužení O2 Czech Republic poroste, čímž si společnost zlepší kapitálovou strukturu.

Výplata emisního ážia, zpětný odkup a investice povedou ke zvýšení dluhu společnosti.

Ke konci loňského roku poměr čistého dluhu vůči EBITDA dosáhl 0,6násobku. Za letošní rok pak předpokládáme 0,7x. V následujících letech by růst poměru měl pokračovat, v roce 2023 jej očekáváme na úrovni 1,5x, tj. na úrovni střednědobého cíle managementu. Vezmeme-li v potaz dividendovou politiku a investiční aktivitu, zdá se nám být námi předpokládané zadlužení jako rozumné a dostačující, aby se firma nedostala do problémů s likviditou.

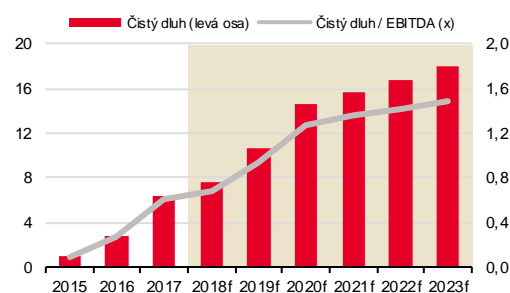
Odhadovaná výplata akcionářům na akcii



Pozn.: jedná se o výplaty z čistého zisku předchozího roku

Zdroj: O2 Czech Republic, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zadlužení společnosti (mld. CZK)



Ocenění společnosti

Sektorové srovnání

Sektorové srovnání podle našeho názoru přináší mírně pozitivní impulsy.

Zaměřili jsme se také na sektorové srovnání s telekomunikačními společnostmi v západní Evropě i v rámci regionu střední a východní Evropy. Z níže uvedené tabulky vidíme, že **akcie O2 jsou podle ukazatele P/E oceněny v souladu se sektorem**, ačkoliv dividendový výnos je výrazně vyšší.

Srovnání na základě ukazatele EV/EBITDA uvádíme spíše jen s ohledem na jeho popularitu. Dle něj by akcie O2 Czech Republic byly ve srovnání s trhem velmi nadhodnocené. Důvodem výrazně vyššího poměru je fakt, že O2 po oddělení veškeré infrastruktury do sesterské společnosti CETIN již náklady spojené s provozem sítí neodepisuje, ale jsou účtovány formou provozních nákladů na základě fakturace s firmou CETIN. To má za následek nižší EBITDA marži v porovnání s konkurenty. **Proto je vhodnější porovnání na základě ukazatele EV/EBIT**, z něhož vyplývá, že akcie O2 jsou mírně podhodnocené.

Celkově si myslíme, že vzhledem k výrazně vyššímu dividendovému výnosu je akcie v současné době podhodnocená a **srovnání s konkurenty tak dává mírně pozitivní impulsy**.

O2 Czech Republic vs. konkurenti

	P/E			Dividendový výnos			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	akt.	2018	2019	akt.	2018	2019	akt.	2018	2019	akt.	2018	2019
O2 CZECH REPUBLIC	13,5	12,8	12,5	8,6	8,8	8,8	7,2	7,1	7,2	10,8	10,9	11,2
BT Group PLC	9,5	9,6	9,1	6,0	6,0	6,1	5,2	5,2	5,1	9,9	9,9	9,7
Deutsche Telekom AG	16,8	14,4	12,9	4,6	5,0	5,4	6,1	5,8	5,4	14,0	12,7	11,7
Orange SA	13,8	12,6	11,6	4,8	5,1	5,3	5,7	5,5	5,4	12,4	11,9	11,5
Koninklijke KPN NV	24,0	20,9	18,9	5,0	7,1	8,0	8,0	7,9	7,7	20,9	19,6	18,1
Swisscom AG	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Telecom Italia SpA/Milano	11,8	8,0	7,6	0,0	0,4	0,7	5,0	5,0	4,9	12,3	10,4	10,1
Telefonica SA	10,9	10,5	9,9	5,3	5,3	5,4	6,1	6,1	6,0	13,6	13,5	13,0
Telefonica Deutschland Holding	n/a	431,4	107,8	7,8	7,9	8,2	6,7	6,5	6,4	n/a	232,8	85,8
Telekom Austria AG	14,5	10,6	9,6	3,1	3,5	4,2	5,1	4,9	4,9	16,4	12,5	11,2
Telenor ASA	16,9	16,6	15,7	5,8	5,2	5,4	6,1	6,1	5,9	11,2	10,2	9,7
Vodafone Group PLC	16,9	14,6	12,5	8,3	8,4	7,9	5,6	5,4	5,2	17,4	15,8	13,7
Hrvatski Telekom dd	13,3	13,3	13,1	3,9	3,9	3,9	3,2	3,2	3,2	8,0	8,1	7,9
Magyar Telekom Telecommunicati	10,2	9,9	10,0	5,6	5,8	6,1	4,2	4,2	4,2	9,9	9,9	9,9
MegaFon PJSC	11,6	11,1	10,1	n/a	4,7	6,0	4,7	4,6	4,5	9,6	10,3	10,2
Orange Polska SA	n/a	104,9	26,8	0,0	1,9	3,4	4,8	4,6	4,3	43,8	37,5	24,3
Medián srovnávací skupiny	13,5	13,0	12,1	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,1	12,4	12,2	11,4
STOXX Europe 600 Telecommunica	16,9	14,6	12,5	8,3	8,4	7,9	5,6	5,4	5,2	17,4	n/a	n/a
<i>O2 Czech Republic vs. medián</i>	<i>0,0 %</i>	<i>-1,5 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>71,8 %</i>	<i>71,2 %</i>	<i>63,1 %</i>	<i>33,2 %</i>	<i>33,0 %</i>	<i>40,6 %</i>	<i>-13,4 %</i>	<i>-11,0 %</i>	<i>-1,8 %</i>
<i>O2 Czech Republic vs. STOXX</i>	<i>-20,0 %</i>	<i>-12,4 %</i>	<i>-0,1 %</i>	<i>4,6 %</i>	<i>4,3 %</i>	<i>11,7 %</i>	<i>28,9 %</i>	<i>30,4 %</i>	<i>39,0 %</i>	<i>-38,2 %</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili modely DCF a DDM. Cílovou cenu jsme stanovili na 298 CZK na akcii.

Vzhledem ke zvýšené předvídatelnosti dividend jsme pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti O2 použili jak model diskontovaného volného cash flow, tak model diskontovaných dividend do roku 2023. Vypočítaný volný cash flow jsme diskontovali k začátku prosince letošního roku za použití vážených nákladů kapitálu (WACC), očekávané dividendy jsme diskontovali náklady vlastního kapitálu. V obou případech jsme použili dlouhodobou růstovou míru 0 %.

Fair value akcií společnosti jsme pomocí průměru výsledků obou modelů odhadli na 295 CZK na akcii. Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %. Za pomoci výše uvedených parametrů jsme **stanovili cílovou cenu pro akcie O2 na 298 CZK** (fair value plus 1 %).

- Sektorová atraktivita (-5 %): SG nadále drží pro telekomunikační sektor doporučení *snížit váhu*.
- Atraktivita společnosti (+3 %): Očekáváme stabilitu hospodářských výsledků a přesun většiny volné hotovosti k akcionářům. Dividendový výnos se započtením rozdělení emisního ážia je velmi nadprůměrný i dlouhodobě udržitelný. Štědrá dividendová politika je doplněna zpětným odkupem. Na druhou stranu atraktivitu společnosti sráží nedávné vyřazení z indexu MSCI.
- Spekulativní potenciál (+3 %): Akcie společnosti se nám zdají být ve srovnání s evropskými konkurenty vzhledem k výrazně vyššímu dividendovému výnosu podhodnocené.

Výpočet cílové ceny O2 Czech Republic

Kalkulace požadované výnosové míry	2019	2020	2021	2022	2023
bezriziková sazba	0,9 %	1,7 %	2,5 %	2,6 %	3,2 %
beta	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72
riziková premie	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %
Náklady vlastního kapitálu	6,3 %	7,2 %	7,9 %	8,1 %	8,6 %
váha dluhu	11,7 %	15,4 %	16,3 %	17,2 %	18,2 %
náklady dluhu (po dani)	0,9 %	1,6 %	2,0 %	2,2 %	3,0 %
WACC (vážené náklady kapitálu)	5,7 %	6,3 %	7,0 %	7,1 %	7,6 %

Ocenění modelem DCF (mld. CZK)

provozní zisk	7,4	7,4	7,4	7,5	7,8
- daně	-1,7	-1,7	-1,6	-1,7	-1,7
NOPLAT	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1
+ odpisy	4,0	4,1	4,2	4,2	4,3
- kapitálové investice	-3,4	-2,7	-2,3	-2,4	-2,4
+/- změna pracovního kapitálu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFF (volný cash flow)	6,2	7,1	7,6	7,7	7,9
současná hodnota cash flow do r. 2023	31,3				
současná hodnota cash flow po r. 2023	74,8				
čistý dluh	9,3				
odhad hodnoty vlastního kapitálu	96,7				
počet akcií (mil.)	301,5				
fair value z DCF modelu (CZK na akcii)	321				

Ocenění modelem DDM (mld. Kč)

vyplacená dividendy (CZK na akcii)	21,0	22,0	22,0	22,0	23,0
celková distribuce	6,3	6,3	6,3	6,3	6,6
současná hodnota distribuce do r. 2023	26,7				
Současná hodnota distribuce po r. 2023	54,6				
odhad hodnoty vlastního kapitálu	81,2				
počet akcií (mil.)	301,5				
fair value z DDM modelu (Kč na akcii)	269				

průměr z DCF a DDM modelů

sektorová atraktivita	-5,0 %
atraktivita společnosti	3,0 %
spekulativní potenciál	3,0 %

CÍLOVÁ CENA (CZK na akcii)

298

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Oproti naší předchozí cílové ceně jde o zvýšení o zhruba 10 %. Za tím stojí kombinace několika faktorů. Díky poklesu rizikové premie dle Aswatha Damodarana a nižší betě se snížily celkové náklady na kapitál v nadcházejících letech, ačkoliv v dlouhodobém horizontu zůstaly prakticky beze změny. V dlouhém období pak svoji roli sehrál i vyšší odhadovaný volný cash flow a pozitivní vliv měl díky zpětnému odkupu i nižší počet akcií.

Následující tabulka ukazuje citlivost fair value z našich modelů na změnu diskontních sazeb a dlouhodobé míry růstu v našich modelech.

Citlivost fair value v našich modelech

Model DCF					
Vážené náklady kapitálu / míra růstu	-1,0 %	-0,5 %	0,0 %	0,5 %	1,0 %
-100 bb	337	356	379	405	436
-50 bb	312	329	348	370	396
6,3 % / 7,6 % *	290	304	321	339	361
+ 50 bb	270	283	297	313	331
+ 100 bb	253	264	276	290	306

Model DDM					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	-1,0 %	-0,5 %	0,0 %	0,5 %	1,0 %
-100 bb	270	282	296	312	329
-50 bb	259	270	282	296	311
7,5 % / 8,6 % *	249	259	269	281	295
+ 50 bb	240	249	258	269	281
+ 100 bb	232	240	248	258	269

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **Telekomunikační sektor je regulován.** Po loňském zrušení roamingových poplatků by měly být od května příštího roku zavedeny v EU maximální pevně stanovené sazby za minutu hovoru a textovou zprávu. V České republice pak padají návrhy na zavedení sektorové daně pro telekomunikační společnosti.
- **O2 již nevlastní telekomunikační infrastrukturu, ale musí kupovat služby od CETIN.** O2 má s firmou CETIN uzavřený 30letý kontrakt, v rámci něhož se po sedmi letech, což připadá na rok 2020, upraví cenové podmínky. Budoucí zvýšení ceny je sice rizikem pro ziskovost firmy, na současné ocenění akcií by ale mělo mít kvůli delšímu časovému horizontu jen menší vliv.
- **Tlak na ceny na českém telekomunikačním trhu.** Tlak na ceny především v mobilním segmentu může přetrvat a úspory v nákladech možná nebudou dostatečné na udržení vysokých marží. Budoucí zisky tak mohou být nižší, než v tuto chvíli očekáváme.
- **Konkurence na českém mobilním trhu.** Na trhu se pohybuje mnoho virtuálních operátorů. Operátoři spolupracující s O2 Czech Republic nyní mají na trhu zhruba 60% podíl, což se může v budoucnu zhoršit a mít nepříznivý dopad na zisky společnosti. Je rovněž pravděpodobné, že na trh vstoupí čtvrtý operátor, který bude tlačit na cenu poskytovaných služeb.
- **Vývoj mobilního byznysu na Slovensku** může být méně úspěšný, než očekáváme. Segment možná nevykáže v budoucnu takové zisky, jak nyní předpokládáme, např. kvůli tlakům na snížení cen. V minulosti byl patrný odliv zákazníků s předplacenými kartami k novému operátorovi 4ka, na druhou stranu O2 Slovakia se dařilo získávat nové smluvní zákazníky. Snahou operátora je i prorazit do komerčního segmentu, což by mohlo potenciálně vytvářet tlak na ziskovost O2 Slovakia. Vzhledem k jeho dosavadní vybudované infrastruktuře ale riziko přesunu zákazníků považujeme spíše za menší.
- **Výraznější posílení české koruny vůči euru.** V prognóze na horizontu 5 let předpokládáme postupné posilování koruny zhruba o 2 až 3 % v průměru ročně. V případě razantnějšího posílení by došlo k vyšším kurzovým ztrátám a horší ziskovosti, přestože společnost je z velké části přirozeně zajištěna.

Finanční údaje a poměrové ukazatele

	2017	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
OCENĚNÍ							
P/E (x)	14,8	12,8	12,5	12,3	12,4	12,3	12,2
Cena/cash flow (x)	9,8	8,1	7,4	7,2	7,3	7,3	7,3
Cena/volný cash flow (x)	21,5	15,1	11,5	9,7	9,1	9,0	8,7
Price/book value (x)	5,4	4,7	5,1	6,7	7,3	7,9	8,9
P/S (x)	2,2	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7
EV/výnosy (x)	2,4	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2
EV/EBITDA (x)	8,5	7,1	7,2	7,2	7,3	7,3	7,2
Dividendový výnos, brutto (%)	7,6	8,8	8,8	9,2	9,2	9,2	9,6
Zisk na akcii (CZK)	18,5	18,7	19,1	19,5	19,2	19,4	19,7
Hrubá dividendy	21,0	21,0	21,0	22,0	22,0	22,0	23,0

VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT (mil. CZK)							
Výnosy	37 786	38 126	38 282	38 727	39 015	39 515	40 265
EBITDA	10 513	11 291	11 369	11 529	11 571	11 730	12 045
Depreciace a amortizace	-3 348	-3 608	-3 661	-3 794	-3 826	-3 859	-3 895
Provozní výsledek	7 157	7 340	7 357	7 378	7 381	7 499	7 771
Čistý úrokový výnos	-59	-168	-127	-255	-356	-411	-594
Vykázaný čistý zisk	5 587	5 641	5 712	5 627	5 549	5 600	5 670

PENĚŽNÍ TOKY (mil. CZK)							
EBITDA	10 513	11 291	11 369	11 529	11 571	11 730	12 045
Změna pracovního kapitálu	-904	-622	-7	-15	-6	-14	-24
Jiné provozní CF	237	289	289	289	289	289	289
Provozní CF	8 451	8 919	9 689	9 609	9 481	9 508	9 426
Čisté kapitálové výdaje	-4 522	-4 187	-3 440	-2 707	-2 337	-2 367	-2 412
Investiční CF	-4 522	-4 187	-3 440	-2 707	-2 337	-2 367	-2 412
CF z financování	-3 935	-6 332	-3 985	-6 668	-5 531	-5 319	-5 546
Čistá změna hotovosti	-6	-1 600	2 264	234	1 613	1 822	1 467

ROZVAHOVÉ POLOŽKY (mil. CZK)							
Celková aktiva	34 842	34 937	36 695	35 733	35 812	36 185	36 441
Dlouhodobá aktiva	23 411	24 595	26 176	26 399	26 635	26 884	27 147
Z toho nehmotná aktiva	6 596	7 107	6 939	6 777	6 621	6 470	6 325
Čistý pracovní kapitál	-866	-244	-237	-222	-216	-202	-178
Vlastní kapitál	15 475	15 450	14 039	10 279	9 481	8 734	7 768
Čistá hotovost (záporná čísla = zadlužení)	-6 398	-7 644	-10 634	-14 623	-15 652	-16 652	-17 892

ZISKOVOST							
ROE	33,9 %	36,5 %	38,7 %	46,3 %	56,2 %	61,5 %	68,7 %
ROA	16,4 %	16,2 %	15,9 %	15,5 %	15,5 %	15,6 %	15,6 %
ROIC	26,0 %	24,3 %	22,9 %	21,7 %	21,2 %	21,2 %	21,3 %
Čistá marže	14,8 %	14,8 %	14,9 %	14,5 %	14,2 %	14,2 %	14,1 %
EBITDA marže	27,8 %	29,6 %	29,7 %	29,8 %	29,7 %	29,7 %	29,9 %
Provozní marže	18,9 %	19,3 %	19,2 %	19,1 %	18,9 %	19,0 %	19,3 %

FINANCOVÁNÍ							
Čistý dluh / vlastní kapitál (x)	0,4	0,5	0,8	1,4	1,7	1,9	2,3
Aktiva / vlastní kapitál	2,3	2,3	2,6	3,5	3,8	4,1	4,7
Čistý dluh / EBITDA (x)	0,6	0,7	0,9	1,3	1,4	1,4	1,5
Úrokové krytí (x)	121,3	40,9	53,3	27,7	20,1	17,8	12,8
Výplatní poměr	98,7 %	91,7 %	90,9 %	94,3 %	92,3 %	93,6 %	97,9 %

DYNAMIKA							
Růst výnosů	0,5 %	0,9 %	0,4 %	1,2 %	0,7 %	1,3 %	1,9 %
Růst EBITDA	0,6 %	7,4 %	0,7 %	1,4 %	0,4 %	1,4 %	2,7 %
Růst provozního zisku	4,4 %	2,6 %	0,2 %	0,3 %	0,0 %	1,6 %	3,6 %
Růst vykázaného čistého zisku	6,3 %	1,0 %	1,3 %	-1,5 %	-1,4 %	0,9 %	1,3 %
Růst zisku na akcii	7,6 %	1,0 %	2,0 %	2,2 %	-1,4 %	0,9 %	1,3 %

Zdroj: O2 Czech Republic, 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



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



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



Jakub Matějů
(420) 222 008 598
j_mateju@kb.cz

Akčioví analytici



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



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



Sektory
David Kocourek
(420) 222 008 569
david_kocourek@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 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

Akčiový analytik



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



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



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

Velká Británie



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

Severní Amerika



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



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



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

Indie



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

Čína



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



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



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

Měnové kurzy



Kit Juckes
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@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 deriváty



Olivier Korber
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com



Alvin T. Tan
(852) 2166 4658
alvin-t.tan@sgcib.com

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



Jason Daw
(65) 6326 7890
jason.daw@sgcib.com



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



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



Marek Drimal
(44) 20 7550 2395
marek.drimal@sgcib.com

Régis Chatellier



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

Bertrand Delgado



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>

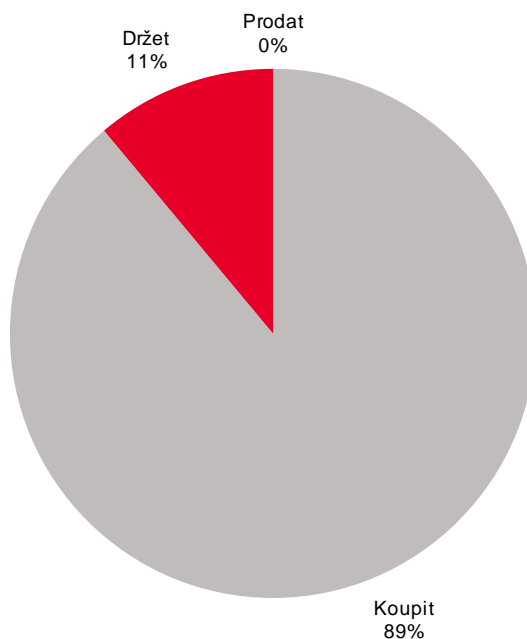
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 odrazilo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či prémie 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 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 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	koupit	držet	koupit	koupit
Cílová cena	GBP 342	USD 5	CZK 620	pokrývání	CZK 484	CZK 93	CZK 298	CZK 924	CZK 18308	EUR 27
Datum	15.6.2018	27.7.2017	11.6.2018	9.5.2018	26.9.2018	6.3.2018	12.12.2018	26.10.2018	3.12.2018	11.9.2018
Cena v den publikace	GBP 214	USD 4,3	CZK 557	CZK 206	CZK 282	CZK 84,4	CZK 273	CZK 888	CZK 14800	EUR 23,2
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	koupit	koupit
Cílová cena		USD 4,2	CZK 542	CZK 198		CZK 90	CZK 270	v revizi	CZK 17546	EUR 26
Datum		27.4.2017	20.9.2017	4.1.2018		17.8.2017	18.9.2017	17.5.2018	22.8.2017	3.3.2017
Doporučení		koupit	držet	koupit		koupit	držet	prodat	držet	
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	31.1.2017	13.9.2017	25.5.2017	
Doporučení			koupit	v revizi		koupit	koupit	prodat	koupit	
Cílová cena			CZK 420	v revizi		CZK 90	CZK 267	CZK 876	CZK 13500	
Datum			12.2.2016	9.11.2017		6.9.2016	9.12.2016	13.9.2017	13.6.2016	
Doporučení				držet			držet	držet		
Cílová cena				CZK 128			CZK 260	CZK 876		
Datum				12.6.2017			22.3.2016	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

* Autor investičního doporučení vlastní 635 ks akcií emitenta Moneta Money Bank. Autor není oprávněn nabývat další akcie žádného emitenta zde uvedeného.

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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