

Pololetní zpráva

Akciové výhledy

Příležitosti obchodní války



■ **Zvyšování úrokových sazeb ve Spojených státech a eskalující obchodní válka:** Nejistota na trzích pramenící krom uvedeného i z jednání o odchodu Velké Británie z EU a situace okolo italských veřejných financí vyústila v razantní nárůst volatility. V závěru loňského roku došlo k výrazným výprodejům a akciové indexy tak uzavřely rok 2018 v červeném.

■ **Očekávaná recese ve Spojených státech pošle akciové trhy dolů:** Po krátkodobém znovuoživení akciových indexů by nakonec i letošní rok měl skončit neúspěchem. Věříme, že pražský index PX má díky svému sektorovému složení potenciál překonat hlavní světové indexy.

■ **Obchodní válka byla a stále je významný hybatel akciových trhů:** Celý loňský rok eskalace obchodní války srážela trhy dolů. Počátkem letošního roku zprávy o úspěšném jednání mezi zástupci Spojených států a Číny poslaly akciové trhy vzhůru.

■ **Automobilový průmysl a těžaři a zpracovatelé oceli a hliníku nejvíce utrpěli obchodní válkou:** Producenti oceli a hliníku trpí kvůli již uvaleným clům, zatímco automobilový průmysl ztrácí důvěru investorů kvůli hrozícím clům.

■ **Zajímavé investiční akciové tipy:** Aperam, ArcelorMittal, Constellium, Faurecia, Renault, Volkswagen



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



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

Statistika BCPP

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Index PX	989	947	956	922	1 078	987
% změna (CZK)	-4,8	-4,3	1,0	-3,6	17,0	-8,5
% změna (USD)	-8,9	-16,7	-7,0	-6,9	41,1	-13,6
Objem obchodů (mil.CZK)	184 571	158 222	169 202	163 580	140 741	142 125
Objem obchodů (mil.USD)	9 461	7 648	6 941	6 687	6 002	6 557
Tržní kapitalizace (mil.CZK)	1 074 426	1 018 162	1 011 989	1 020 891	1 208 467	1 095 553
Tržní kapitalizace (mil.USD)	54 189	44 434	40 696	39 844	56 888	48 753

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	85,5	98,2	Koupit	14.VI.18	89,0	62,5
CEZ	538,0	620,0	Koupit	11.VI.18	590,0	491,0
CME	73,5	113,8	Koupit	27.VII.17	99,5	62,0
Erste Bank	761,2	1 241,3	Koupit	12.II.18	1 057,9	710,4
Kofola	292,0	484,0	Koupit	26.IX.18	426,0	267,0
Komerční banka	874,0	-	-	-	975,0	812,5
Moneta Money Bank	72,4	93,0	Koupit	6.III.18	86,3	71,3
O2 CR	242,5	298,0	Koupit	12.XII.18	289,8	216,5
PFNonwovens	808,0	924,0	Držet	26.X.18	940,0	798,0
Philip Morris CR	14 500,0	18 308,0	Koupit	22.VIII.17	18 060,0	13 980,0
Stock Spirits	62,3	-	-	-	91,5	55,2
VIG	541,0	668,0	Koupit	11.IX.18	731,0	512,0

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, * cena k 16. lednu 2019 11:22 CET

Přehled společností

Společnost	Poslední cena	Změna 1 měsíc	Změna od začátku roku		Průměrné denní obchody	
	16.I.19	(%)	CZK	USD	2018 (mil. CZK)	2018 (mil. USD)
Avast	85,5	11,8	4,9	4,9	5,6	0,3
CEZ	538,0	-2,2	0,6	0,6	163,5	7,3
CME	73,5	0,5	18,0	18,0	5,3	0,2
Erste Bank	761,2	-8,3	1,9	1,9	86,8	3,9
Kofola	292,0	2,1	3,2	3,2	4,5	0,2
Komerční banka	874,0	-1,8	3,2	3,2	132,1	5,9
Moneta Money Bank	72,4	-3,7	-0,1	-0,1	96,8	4,3
O2 CR	242,5	-0,2	0,6	0,7	35,5	1,6
PFNonwovens	808,0	-7,1	0,2	0,3	1,8	0,1
Philip Morris CR	14 500,0	0,8	3,0	3,0	17,2	0,8
Stock Spirits	62,3	0,3	1,5	1,5	2,2	0,1
VIG	541,0	-0,6	2,7	2,7	5,7	0,3

Zdroj: BCPP, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; * poslední cena k 16. lednu 2019 11:22 CET

Raději na rok 2018 rychle zapomenout



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

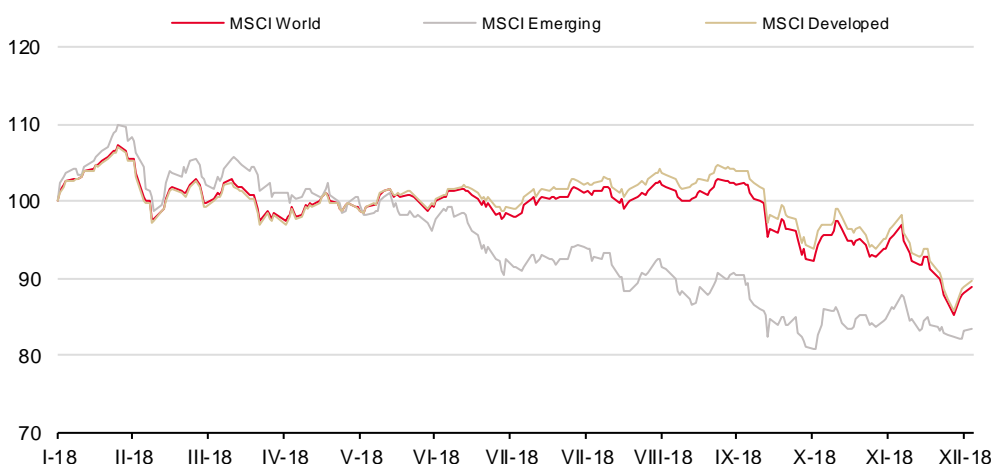
Globální akciový index



Zdroj: Bloomberg; MSCI World index

Loňský rok rozhodně k oblíbeným mezi akcionáři patřit nebude. Hlavní světové akciové indexy uzavřely v červeném, přičemž nejbolestivějším obdobím byl poslední kvartál roku. Celosvětový index MSCI vloni přišel o více jak 11 %. Akciím rozvinutých trhů se dařilo nepatrně lépe, když jejich ztráty byly nižší než 10 %, naproti tomu index MSCI pro rozvíjející se trhy ztratil zhruba 17 %. Při pohledu na konkrétní regiony se hůře oproti celosvětovému MSCI dařilo evropskému indexu Stoxx 600, který přišel o 13 %, a japonskému trhu, kde Nikkei 225 propadnul o 12 %. Čest rozvinutých akciových trhů tak oproti původním očekáváním hájil až do začátku prosince americký index S&P 500, který ale nakonec globálním výprodejům také podlehl a uzavřel o zhruba šest procent pod úroveň z počátku ledna 2018.

Vývoj hlavních akciových indexů v průběhu loňského roku (1. ledna 2018 = 100)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, *data z 14. ledna 2019

Období klidu v loňském roce skončilo a trhy zažily několik vln nákupů i výprodejů.

Bezesporu se ale naplnily predikce výrazně vyšší volatility na finančních trzích, což dokládá index VIX ukazující na jejich rozkolísanost, respektive panující nejistotu mezi investory. Tu vyvolalo hned několik faktorů. Nejvíce byla cítit nová obchodní politika Spojených států vůči dovozu zahraničního zboží, která vyústila v zavádění protipatření ze strany vlád dotčených států. Vyjednávání o celních bariérách se tak neslo celým loňským rokem a jejich dopady budou cítit i letos. Druhým faktorem byla měnová politika americké centrální banky. Fed pokračoval ve zvyšování úrokových sazeb a zejména v první polovině roku díky příznivým makroekonomickým ukazatelům rostly spekulace na vyšší než původně očekávané úrokové sazby, respektive mezi investory panovaly pochybnosti, na jaké úrovni vidí centrální bankéři neutrální sazbu. Závěr loňského roku však spíše utlumily obavy z razantnějšího utahování měnových kohoutů. Nutno však podotknout, že důvodem byl a stále je očekávaný vývoj globální ekonomiky v letošním i příštím roce, kdy se začínají objevovat čím dál častěji predikce recese ve Spojených státech v roce 2020. Za měkčí rétorikou amerických centrálních bankéřů mohly stát i výrazné výprodeje na akciových trzích, kteří tak do jisté míry chtěli zklidnit situaci a nepřilévat olej do ohně. V druhé půlce loňského roku pak byly i tématy schvalování italského státního

Index strachu



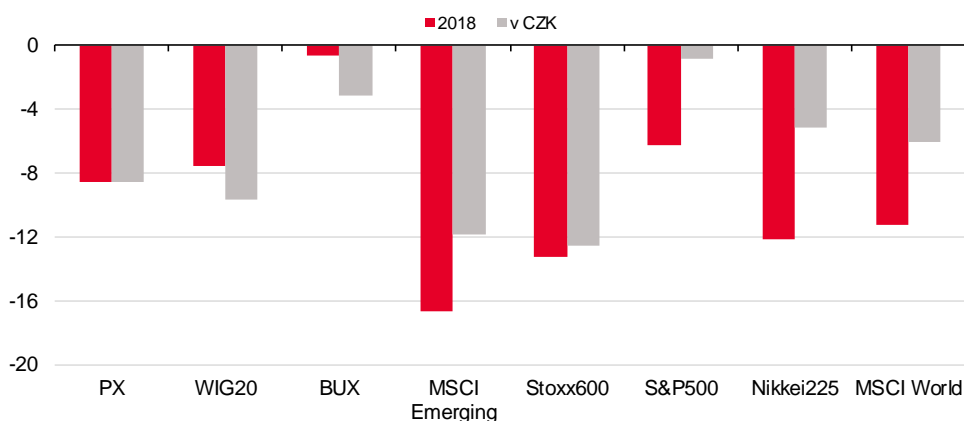
Zdroj: Bloomberg

rozpočtu nebo jednání o podmínkách vystoupení Velké Británie z Evropské unie. Itálii hrozila procedura nadměrného deficitu ze strany EU, té se nakonec ale vládě podařilo vyhnout, alespoň dočasně. Brexit zůstane jedním z hlavních témat i začátkem letošního roku, když k jeho realizaci by mělo dojít na konci března. Jakým způsobem se tak stane, je ale stále nejasné. Shoda prozatím nepanuje ani v samotné britské vládě, natož aby se již vedly rozhovory o konkrétních podmínkách odchodu s Evropskou unií a jednotlivými evropskými vládami.

Výsledkové sezóny v USA překvapovaly v průběhu roku lepšími čísly.

Americké akcie v průběhu roku těžily ze solidního makroekonomického prostředí. Vedle toho jim byly podporou i výsledkové sezóny. Zveřejněné údaje o hospodaření celkově překonaly očekávání a výjimkou nebyl ani třetí kvartál, kdy reportovaný zisk za firmy v rámci indexu S&P 500 překonal konsensus o téměř sedm procent. Nejednalo se přitom jen o některé vybrané sektory, ale lepší výsledky byly publikovány ve většině z nich. Naproti tomu zklamáním byla výše zisku i tržeb u evropských nebo japonských společností. Za pozitivní faktor můžeme pro americké akcie označit i uvolněnou fiskální politiku nebo zavedená cla na dovoz některých komodit, což pomohlo tamním výrobcům.

Srovnání akciových indexů v loňském roce (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka. Bloomberg, *data z 14. ledna 2019

Pražský parket svoje zisky z první poloviny roku neudržel a zakončil se ztrátou.

Po slušném počátku roku nakonec pražský parket v několika vlnách zamířil do ztrát. Za celý loňský rok index PX odepsal téměř devět procent, což za posledních deset let byl po roce 2011 druhý nejhorší výsledek. V porovnání s celosvětovými indexy z rozvinutého i rozvíjejícího trhu vykázal ale menší ztráty. Naproti tomu regionální srovnání už tak příjemný pohled nenabízí, když polský WIG 20 poklesl o 8 % a maďarský BUX o necelé jedno procento. Z grafu je pak patrné, že žádný z uvedených indexů vloni neobstál. V korunovém vyjádření zpevňující americký dolar dokázal vymazat téměř všechny ztráty a korunový investor tak na americkém trhu i se započítáním vývoje devizového kurzu přišel pouze o necelé jedno procento.

Avast jako debutant se vloni stal hvězdou pražského parketu.

Na pražském parketu hodnotu investice zvýšily svým majitelům pouze akcie Avastu a ČEZ. Tržní kapitalizace antivirového vývojáře, který debutoval na pražské burze v půlce května, vzrostla o více jak 20 % (v korunovém vyjádření). Společnost trhu potěšila hospodářskými výsledky a od vstupu firmy na trh se postupně objevovala jen nákupní doporučení jednotlivých analytiků s poměrně vysokým potenciálem k růstu. Akcie výrobce a distributora elektřiny ČEZ si polepšily téměř o osm procent zejména díky vývoji v první polovině roku. Jeho druhá polovina, kdy akcie atakovaly tříleté maximum, nakonec přinesla pouze minimální zhodnocení. Hlavním tahounem byly rostoucí ceny elektřiny, kterým vedle cen uhlí výrazně pomohly ceny emisních povolenek. Na druhou stranu debaty o výstavbě nového jaderného zdroje a způsobu financování vnášely mezi investory pochybnosti, což

nedovolilo akciím ČEZ výrazněji růst. Zároveň se protahuje prodej bulharských aktiv, kde vedle vítěze tendru, společnosti Inercom, vstoupil opět do hry i druhý uchazeč India Power. V neposlední řadě visí otazník i nad sporem mezi ČEZ a SŽDC o objednané, ale neodebrané elektřině v letech 2010 a 2011, kde dokonce hrozí, že ČEZ bude muset vrátit uhrazenou částku ve výši přesahující jednu miliardu korun, kterou již energetická společnost od SŽDC za rok 2010 obdržela.

Největšími propadlíky se staly mediální skupina CME a výrobce nealkoholických nápojů Kofola ČeskoSlovensko.

Ostatní akciové tituly obchodované na pražském parketu uzavřely loňský rok na hodnotách nižších, než na kterých se obchodovaly na jeho počátku. **Nejprodělečnější investicí se staly akcie mediální skupiny CME, které propadly o 38 %.** Trhy ignorovaly slušné hospodářské výsledky nebo pokračující oddlužování a jejich pozornost se

soustředila jen na probíhající prodej slovinských a chorvatských aktiv. Zatímco prodej Chorvatska se již uskutečnil, v případě Slovinska se stále čeká na rozhodnutí antimonopolního úřadu. Celé řízení se stále protahuje, což zvyšuje obavy, zda se transakce vůbec uskuteční. Nápojářská skupina Kofola byla druhým největším propadlíkem. Její akcie přišly o třetinu své hodnoty vlivem prodeje akciového podílu společností CED Group za 270 CZK za kus, což oproti ceně před oznámením transakce znamenalo diskont 26 %.

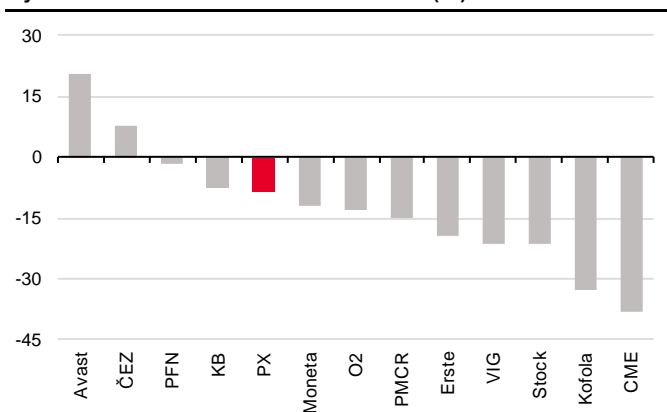
Hned osm akciových titulů vloni zaostalo za pražským benchmarkem.

Z výše uvedeného grafu je patrné, že pouze čtyři akcie byly schopny překonat index PX. **Zbylých osm firem zaostalo za výkonností celého trhu.** V některých případech k poklesu hodnoty přispěly i korporátní faktory než jen sentiment na trhu. Erste téměř s 20% ztrátou ovlivnily plány rumunské vlády na sektorové daně, které by v původně navrhované variantě vedly k poklesu ziskovosti celé skupiny až o 9 %. Akcie O2 Czech Republic (-13 %) zasáhlo vyřazení z prestižního indexu MSCI. Hospodářské výsledky byly slušné, vztyčeným prstem ale jsou vysoké investice, které mohou snižovat zájem o tento dividendový titul. Největší oznámenou událostí je chystaná akvizice Air Bank a českého a slovenského Home Creditu společností Moneta Money Bank. Transakce by měla být dokončena v polovině letošního roku. Akcie Monety po oznámení (8. října 2018) přišly o zhruba 9 %, z čehož většinu se jim během listopadu podařilo vymazat. Prosincové výprodeje na akciových trzích pak dopadly i na Monetu, a ta tak uzavřela rok s celkovou ztrátou 12 %.

Fortuna a Unipetrol opustily pražský parket.

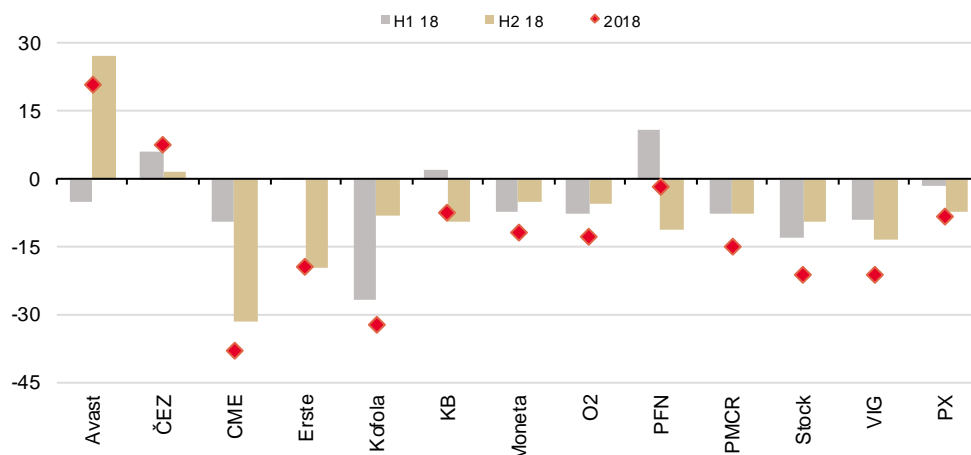
Pro doplnění jsme se vloni museli rozloučit se dvěma tituly. Sazkařská skupina Fortuna a petrochemický koncern Unipetrol odsouhlasily stažení svých akcií z burzy. To ovlivnilo i celkovou obchodní aktivitu na trhu, když oba dva tituly byly pro investory zajímavé. V případě Fortuny díky proběhnuvším akvizicím, u Unipetrolu pak kvůli nové polyetylenové jednotce a dividendové politice.

Výkonnost titulů na PSE v loňském roce (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *data ke konci roku 2018

Vývoj akcií obchodovaných na pražské burze v obou pololetích (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

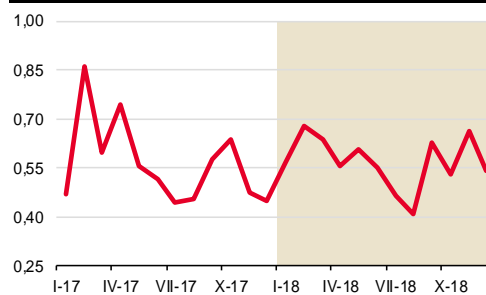
Z pohledu obchodní aktivity došlo v loňském roce ke stabilizaci.

Loňský rok přinesl na pražský parket stabilizaci ve zobchodovaném objemu.

Průměrný denní objem dosáhl 570 mil. CZK, což je srovnatelný výsledek s rokem 2017. Pět nejobchodovanějších titulů představovalo více jak 90 % celkového zobchodovaného objemu. ČEZ neustále potvrzuje pozici nejatraktivnějšího titulu s 29% podílem. Komerční banka se svými 24 % zaujala druhou pozici v žebříčku nejobchodovanějších titulů pražské burzy.

V jejím závěsu jsou akcie Moneta Money Bank s 17% podílem, následované třetí bankou na burze, Erste Group, která dosáhla 16 %. Pětici nejzajímavějších titulů pak tradičně doplnila společnost O2 Czech Republic se 6 %.

Průměrný denní objem obchodů (mln. CZK)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, BCPP

Výhled pro akciové trhy



Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@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 – Synchronisation is back* zveřejněná 27. listopadu 2018, 6:56 CET a *The Big Picture – Still here* z 21. listopadu 2018, 17:33 CET). Société Générale nijak významně neměnila strukturu rizikového profilu svého portfolia. K poslední významnější změně došlo v závěru předminulého roku, kdy snížila váhu akcií ve svém globálním portfoliu z 50 % na 40 % a změnila jejich doporučení na *Podvážit*. **Takovou váhu a doporučení pro akcie potvrdila i ve svém posledním listopadovém výhledu.** V rámci nich ale došlo k mírnému převrstvení ve prospěch evropských akcií mimo Velkou Británii na úkor akcií z rozvíjejících se trhů.

Snížení váhy na EMG trzích bylo patrné i u dluhopisů denominovaných v lokálních měnách. Celková dluhopisová expozice se tak snížila o 2 pb na 28 %. Stále ale Société Générale pro ně drží doporučení *Nadvážit*. Naopak váha se zvýšila o 2 pb u expozice vůči komoditám s novým doporučením *Nadvážit*.

Cíle SG a KB pro akciové indexy

Index	Aktuálně 16.01.	III/19 odhad	VI/19 odhad	IX/19 odhad	XII/19 odhad	XII/20 odhad	změna 1 rok (%)
S&P 500 (USA)	2 610	2 700	2 650	2 550	2 400	2 400	-8,1
DJ Stoxx 600 (Evropa)	349	360	365	340	300	290	-14,1
FTSE 100 (V. Británie)	6 857	7 000	7 200	6 600	6 000	5 800	-12,5
CAC 40 (Francie)	4 796	5 100	5 200	5 000	4 500	4 400	-6,2
DAX 30 (Německo)	10 892	11 500	11 750	11 250	10 000	9 800	-8,2
FTSE MIB (Itálie)	19 270	18 500	18 000	17 500	16 000	15 500	-17,0
IBEX 35 (Španělsko)	8 849	9 000	9 000	8 700	8 000	7 800	-9,6
Nikkei 225 (Japonsko)	20 443	23 000	24 000	23 500	21 400	24 000	4,7
MSCI China (Čína)	75	76	80	78	71	77	-4,9
KOSPI 200 (Jižní Korea)	271	270	270	260	250	260	-7,8
Nifty50 (Indie)	10 890	11 200	11 200	11 400	11 200	12 200	2,8
MSCI AC Asie ex. Japonsko	615	620	650	605	565	620	-8,1
PX (KB/SG, tržní ceny)	1 010	1 080	1 120	1 190	1 250	1 300	23,7
PX (KB/SG, konsensus)	1 010	1 090	1 130	1 210	1 290	1 342	27,7

Zdroj: SG Cross Asset Research (The Big Picture – Still here publikovaný 21. listopadu 2018 v 17:33 CET); Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; * aktuální cena je k 16. lednu 2019 11:22 CET

Začátek roku ve znamení obnoveného růstu na akciových trzích.

Ač rok 2018 by měl přijít rychle v zapomnění, letošní rok ho bude zřejmě v leccm připomínat. **Po výrazných prosincových výprodejích se zdají být ceny akcií zajímavé k jejich opětovnému nákupu.** První polovina roku by se tak měla nést v duchu posilování akciových indexů, čemuž by kromě atraktivního ocenění mělo přispět oddálení očekávané recese ve Spojených státech, lepší makroekonomické podmínky v Evropě nebo i ukončení obchodních válek a nalezení optimální obchodní politiky mezi Spojenými státy a Čínou. Zároveň očekáváme, že se podaří nalézt kompromisní řešení v otázce odchodu Velké Británie z Evropské unie a že země nebude nucena jít cestou tzv. tvrdého brexitu. To by mělo rovněž přinést úlevu akciovým trhům. V neposlední řadě by měnová politika Fedu přes dvojí letošní očekávané zvýšení sazeb již neměla vést k přísnějším měnovým podmínkám. V druhém pololetí roku by měla mít stále silnější slovo očekávaná recese ve Spojených státech okolo poloviny roku 2020. Vzhledem k tomu, že akciové trhy hospodářský cyklus předbíhají o zhruba 6 až 9 měsíců, dopady předpokládaného ekonomického útlumu by měly být cítit již v závěru letošního roku.

Americký akciový trh po oživení na začátku roku zamíří opět na jih.

Ve Spojených státech by se po vlně vzestupu měl akciový trh vrátit k sestupnému trendu. Pozitivní dopady uvolnění fiskální politiky by měly již odeznívat a náklady firem by měly růst pod tlakem požadavků na vyšší mzdy a dražšího dluhového financování. Pokles provozních marží, který indikuje poslední fázi expanze v rámci ekonomického cyklu, by měl

nadále pokračovat. Ziskovost firem by tak měla být zhruba obdobná té loňské, v roce 2020 by měla dle Sociétés Générale dokonce klesnout. Dna by tak měl americký akciový index dosáhnout v průběhu roku 2020. Index S&P 500 by letos měl přijít o téměř 8 %, čímž by měl klesnout až k hranici 2400 bodů, kolem které by měl setrvat i v roce 2020.

Francouzské a německé akcie by měly propadům odolávat lépe než zbytek Evropy.

Evropský trh jako celek by měl zaznamenat letos dvouciferný pokles. Index Stoxx 600 by měl propadnout o zhruba 14 % k 300bodové hranici. Očekávané zvyšování sazeb Evropskou centrální bankou v druhé půlce roku by se mělo projevit jednak na rostoucích úrokových nákladech firem a druhak na posilující evropské měně. Ta bude tlumit ziskovost evropských exportérů. V rámci evropského kontinentu by s hlubším propadem měly bojovat především italské či španělské akcie, zatímco poklesy francouzských a německých akcií by měly být relativně menší vzhledem k nižší zadluženosti a vyšší ziskovosti. Měkká varianta odchodu Velké Británie by měla vést k posílení libry, což bude nepříznivým faktorem pro britský index FTSE 100, který je plný exportérů. Následný rok 2020 by měl přinést ještě mírné poklesy v řádu jednotek procent kvůli dozvuku ekonomického zpomalení v Evropě v souvislosti s recesí ve Spojených státech.

Přesun spíše k defenzivním akciovým titulům.

V sektorovém rozložení směřuje Société Générale více k defenzivním titulům. Z tohoto pohledu zvýšila doporučení pro sektor prodejců nezbytného zboží z *Podvázat* na *Neutrální*, a to zejména díky firmám působícím v oblasti domácích potřeb a osobní hygieny a maloobchodním řetězcům. Naopak doporučení pro sektor prodejců zbytného spotřebního zboží snížila z *Nadvázat* na *Podvázat*, kde významnou roli sehrál podsektor dlouhodobého zboží a módních doplňků. Automobilový podsektor však stále patří mezi preferované.

Pojišťovny jako nejpreferovanější evropský sektor.

Nejpreferovanějším odvětvím jsou finanční instituce, a to především **pojišťovny** díky silné ziskovosti a nízkému ocenění. Dařit by se mělo i **těžařům nerostných surovin**, jejichž akcie byly jedny z nejvíce postižených nedávnými výprodeji. Do třetice to jsou **farmaceutické společnosti** jako oblíbený defenzivní sektor.

Rostoucí úrokové sazby nesvědčí zadluženým telekomunikacím, realitním developerům a sektoru utilit.

Mezi poražené v současných podmínkách by měli patřit především realitní developéři, utility, telekomunikace a další odvětví, pro která bude největší brzdou očekávaný růst dluhopisových výnosů.

Opravdový vzestup akciových indexů v Asii zřejmě až v příštím roce.

V asijském regionu by měl akciový trh v roce 2020 zaznamenat poměrně razantní zlepšení. Za letošní rok bude stále plný výzev kvůli pokračujícímu zpomalování hospodářského růstu v Číně, medvědímu trhu u výrobců hardwarových komponent nebo dopadu korekce amerických akciových titulů. Na druhou stranu ukončení obchodních sporů mezi Spojenými státy a Čínou představuje růstový potenciál. Našimi preferovanými regiony jsou Japonsko, Čína a Indie.

Náš výhled pro český akciový trh zůstává pozitivní.

Pro odhady vývoje tuzemského akciového trhu používáme přístup na základě ocenění jednotlivých firem, protože index PX se skládá z pouhých 12 akciových titulů, přičemž pět největších z nich mají dohromady téměř 80% váhu v tržním indexu. Kromě akcií Komerční banky a Stock Spirits pokrýváme (včetně SG) všechny obchodované akciové tituly. Pro ocenění nepokryvaných společností používáme jako odhad v jednom přístupu současnou tržní cenu akcie, ve druhém pak konsensus trhu. **Zprůměrováním těchto odhadů pak dostáváme roční růst o zhruba 25 % (viz tabulka výše) s odhadovaným dividendovým výnosem na úrovni 5,0 %.**

Sektorové složení indexu PX nahraává jeho růstu v průběhu letošního roku.

Pozorného čtenáře jistě zarazí, že český akciový trh by měl letos přidat čtvrtinu své hodnoty, zatímco akciové indexy v Evropě by měly zaznamenat v některých případech i dvouciferné propady. S výjimkou akcií textilky PFNonwovens držíme pro všechny námi pokrývané tituly nákupní doporučení. Velmi vysoký potenciál růstu mají všechny čtyři finanční instituce. Jejich váha na celém indexu PX činí 55 %. Naše sektorové doporučení pro finanční odvětví je

Nadvážit. Akcie Avastu, jejichž váha v indexu je čtvrtá nejvyšší (10,5 %), považujeme za fundamentálně podhodnocené a stále věříme našemu nákupnímu doporučení. Sektorové doporučení ze strany Sociétés Générale je *Neutrální*. Nejdiskutabilnější se tak mohou jevit akcie ČEZ, pro jehož sektor SG drží doporučení *Podvážit*. My jsme toto sektorové doporučení v naší poslední analýze zohlednili diskontem k naší fair value. I tak stále vidíme značný potenciál k růstu díky příznivému vývoji ceny elektřiny. Proto i tato akcie by měla výrazně přispět k celkovému růstu indexu PX. Vůbec nejvíce by ale měly přispět akcie Erste, pro kterou náš kolega z SG drží cílovou cenu 48 EUR, což představuje potenciální růst vzhledem k současné ceně zhruba 60 %. Akcie rakouské banky by tak měly ke čtvrtinovému růstu indexu PX přispět více jak 10 pb. Musíme přiznat, že 60% růst je opravdu enormní a zřejmě v horizontu letošního roku těžko splnitelný. **I tak ale věříme, že je index PX schopen předčít vývoj západoevropských konkurentů a dosáhnout dvouciferného růstu.**

Doposud ohlášené korporátní události v nadcházejících měsících

Datum	Společnost	Událost
29. leden	O2 Czech Republic	Výsledky hospodaření za Q4 2018
6. únor	Moneta Money Bank	Výsledky hospodaření za Q4 2018
7. únor	Komerční banka	Výsledky hospodaření za Q4 2018
14. únor	Stock Spirits Group	Valná hromada akcionářů
28. únor	Erste Group	Výsledky hospodaření za Q4 2018
13. březen	Avast	Výsledky hospodaření za rok 2018
21. březen	Vienna Insurance Group	Předběžné výsledky hospodaření za rok 2018
25. březen	Kofola ČeskoSlovensko	Výsledky hospodaření za Q4 2018

Zdroj: Bloomberg, společnosti

Zahraniční trhy

S&P 500 (USA)

Zdroj: Bloomberg

Stoxx 600 (Evropa)

Zdroj: Bloomberg

Nikkei 225 (Japonsko)

Zdroj: Bloomberg

MSCI China (Čína)

Zdroj: Bloomberg

WIG 20 (Polsko)

Zdroj: Bloomberg

BUX (Maďarsko)

Zdroj: Bloomberg

Obchodní válka vytváří i příležitosti



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

Obchodní válka, která nás provázela v roce 2018 a měla zásadní vliv na vývoj globálních akciových trhů, má své počátky již v osmdesátých letech minulého století. Tehdy ještě jako úspěšný podnikatel Donald Trump kritizoval Japonsko a další země, že využívají obchodní politiku Spojených států k jejich obohacení. V roce 2016 v průběhu své prezidentské kampaně Trump opakovaně prosazoval návrhy na znovu projednání obchodních dohod, které mají Spojené státy uzavřené s ostatními zeměmi. V loňském roce již došlo na reálné činy a věci se daly do pohybu.

Výkonnost akciových indexů v roce 2018



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Čínský akciový trh v roce 2018 ztratil přes 25 % ze své hodnoty.

Graf výše znázorňuje výkonnost akciových indexů vybraných zemí, které patří mezi hlavní účastníky měnící se obchodní politiky Spojených států. I přes velmi dobré makroekonomické podmínky a očekávání růstu tržeb a ziskovosti společností po celém světě nakonec rok 2018 akciovým trhům příliš nepřál. Americký index S&P 500 vyvázl z turbulentního roku s nejmenší úhonou, když odepsal 7 % ze své hodnoty. Evropský a japonský akciový trh dopadl o něco hůře. Ztráty se zde pohybovaly od 12 do 13 %. Nejhorší zakončila loňský rok Čína, jejíž akciový index CSI 300 ztratil přes 25 %. Důvodem tohoto propadu je, že se americký prezident Donald Trump zaměřil se svojí aktivitou nápravy obchodní politiky primárně na Čínu. Ostatní země jsou dotčeny také, ale ne s takovou silou jako právě Čína.

Napětí roste

Současná situace ohledně obchodní politiky Spojených států reálně odstartovala v lednu 2018. V tu dobu americký prezident Donald Trump zavedl dovozní cla ve výši 30 % na solární panely, z nichž většina pochází z Číny, a 20 % na pračky. Po měsíční odmlce přišla v březnu druhá vlna cel. A to 25% dovozní clo na ocel a 10% na hliník. Dočasná výjimka z těchto cel, platící do konce května, byla udělena významným obchodním partnerům, jako je Evropská unie, Kanada či Mexiko. Trvalou výjimku se podařilo dohodnout Jižní Koreji, Argentině, Austrálii a Brazílii. Evropská unie varovala, že uvalí cla na vybrané americké zboží jako bourbon, džiny či motorky Harley-Davidson. Trump promptně EU vzkázal, že v takovém případě by zavedl dovozní cla na automobily pocházející z členských zemí EU.

V dubnu 2018 došlo k výraznému vyostření napětí v oblasti obchodní politiky mezi Spojenými státy a Čínou.

Čína, která byla dosavadními cly nejvíce zasažena, zavedla od dubna odvetná cla ve výši 15 % na 120 druhů amerického zboží (např. ovoce, ořechy, víno či ocelové trubky) a cla ve výši 25 % na vepřové a hliník. Trumpova administrativa vzápětí reagovala hrozbou uvalení cel

na čínské zboží (např. televize, lékařské přístroje či baterie) v celkové hodnotě 50 mld. USD. Čína v odvetě 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 rozšíří na další zboží v hodnotě 100 mld. USD. Celá tato přestřelka cel s eskalováním situace trvala pouhé čtyři dny.

Po klidném květnu následoval bouřlivý červen plný řady hrozeb a napětí dále eskalovalo.

V květnu přišlo mírné uklidnění situace. Vypadalo to, že se Spojené státy a Čína dohodnou na vzájemné spolupráci. Čína souhlasila se zvýšením nákupu amerických výrobků a služeb. Na oplátku USA byly připraveny pozdržet uvalení cel na čínský import v celkové výši 150 mld. USD. V polovině června USA oznámily nová cla, která dopadnou na čínské zboží v hodnotě 34 mld. USD od 6. července, a zároveň navrhuji další seznam zboží v hodnotě 16 mld. USD. Čína v reakci na to vytvořila seznam amerického zboží ve výši 50 mld. USD, na které je připravena uvalit cla. Na to reagoval Trump výhrůžkou, že 10% cly postihne čínské zboží v hodnotě 200 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.

Obchodní válka je tu!

O prázdninách vypukla obchodní válka mezi Spojenými státy a Čínou v plné síle.

Jak Spojené státy avizovaly v červnu, tak **6. července uvalily první vlnu 25% cel** vyložené pouze na čínské zboží v hodnotě 34 mld. USD. Čína okamžitě reaguje odvetným opatřením na americké zboží ve stejném rozsahu. **Tímto dnem tedy oficiálně začíná obchodní válka mezi Spojenými státy a Čínou.** O pár dní později zveřejnily americké úřady seznam více jak šesti tisíc čínských produktů v hodnotě 200 mld. USD, které jsou připraveny zatížit 10% dovozním clem. Poté následovalo období do poloviny srpna, kdy obě země revidovaly připravené seznamy zboží v hodnotě 16 mld. USD. **Druhá vlna vzájemných cel ve výši 25 % na tato zboží vstoupila v platnost 23. srpna.** V tento okamžik jsou v platnosti cla ve výši 50 mld. USD na obou stranách.

Počátkem září Spojené státy revidovaly seznam čínského zboží v hodnotě 200 mld. USD. V reakci na to Čína sestavila svůj seznam amerického zboží v hodnotě 60 mld. USD. Hlavní ekonomický poradce Bílého domu Larry Kudlow 12. září oznámil, že zve Čínu k jednání o obchodní dohodě, než budou zavedena cla na výše uvedený seznam zboží v hodnotě 200 mld. USD. Pár dní na to Spojené státy zfinalizovaly seznam zboží za 200 mld. USD a oznámily, že na ně uvalí 10% cla počínaje 24. září. K vyjednávání mezi oběma zeměmi nedošlo, když 22. září Čína odstoupila od chystané schůzky. **O dva dny později došlo ke třetí vlně uvalení dovozních cel ve výši 200 mld. USD na čínské zboží a 60 mld. USD na americké zboží.**

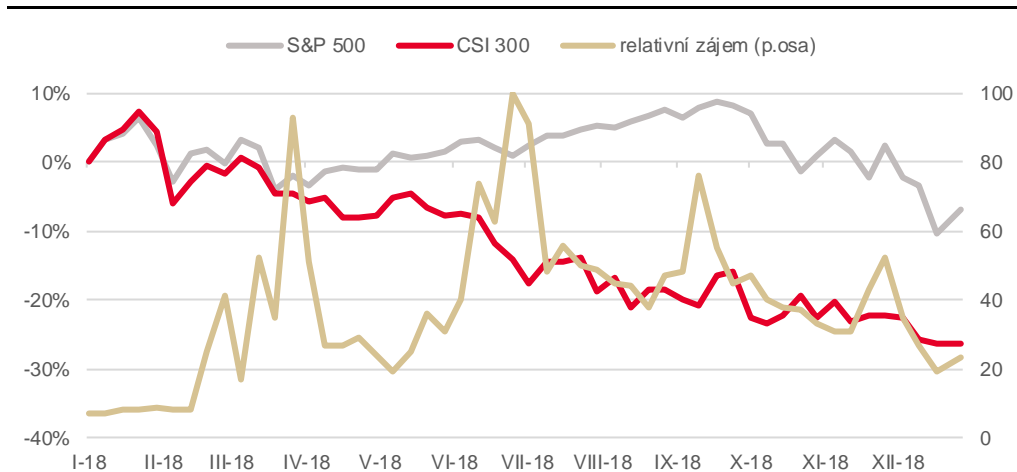
Zlomové schůzi na zasedání G20 předcházela hrozba uvalení dovozních cel na všechno čínské zboží v souhrnné výši přes 500 mld. USD.

Po měsíci ticha se ke konci října objevily zprávy o chystaném setkání amerického prezidenta Donalda Trumpa s jeho čínským protějškem Xi Jinpingem na summitu zemí G20 na konci listopadu. Nejspíše z důvodu, aby si Donald Trump upevnil vyjednávací pozici, oznámil na konci října záměr uvalit dovozní cla na všechny zbývající čínské importy do Spojených států v hodnotě přes 250 mld. USD s chystanou platností v prvním čtvrtletí roku 2019. Na summitu zemí G20 nastal zlomový okamžik. Oba prezidenti se dohodli na uzavření 90denního příměří, kdy nebudou stupňovat obchodní napětí a pokusí se najít společnou cestu, která povede k uzavření obchodní dohody a ukončení obchodní války. Donald Trump následně oznámil, že pokud se dohoda nepodaří uzavřít, tak okamžitě zvýší dovozní cla z 10 na 25 % na čínské zboží v hodnotě 200 mld. USD.

Počátkem tohoto roku došlo k prvnímu letošnímu setkání zástupců Spojených států a Číny. Mezi 7. až 9. lednem probírali možnosti spolupráce v oblasti obchodní politiky. V očích investorů se jednalo o ostře sledovanou schůzi. Protože to byla první reálně viditelná aktivita po přibližně 40 dnech příměří, na kterou se obě země v tichosti připravovaly. Po ukončení

jednání se Čína i Spojené státy skromně vyjadřovaly o průběhu jednání. Doposud nebyly zveřejněny konkrétní závěry učiněné na schůzce. Došlo však k vyzdvižení důležitosti spojení obou zemí. Především z čínské strany byla vyjádření v duchu důležitosti obchodní spolupráce. I díky tomu lze usuzovat na záměr obou zemí o uzavření obchodní dohody a ukončení vleklé obchodní války.

Zájem o obchodní válku



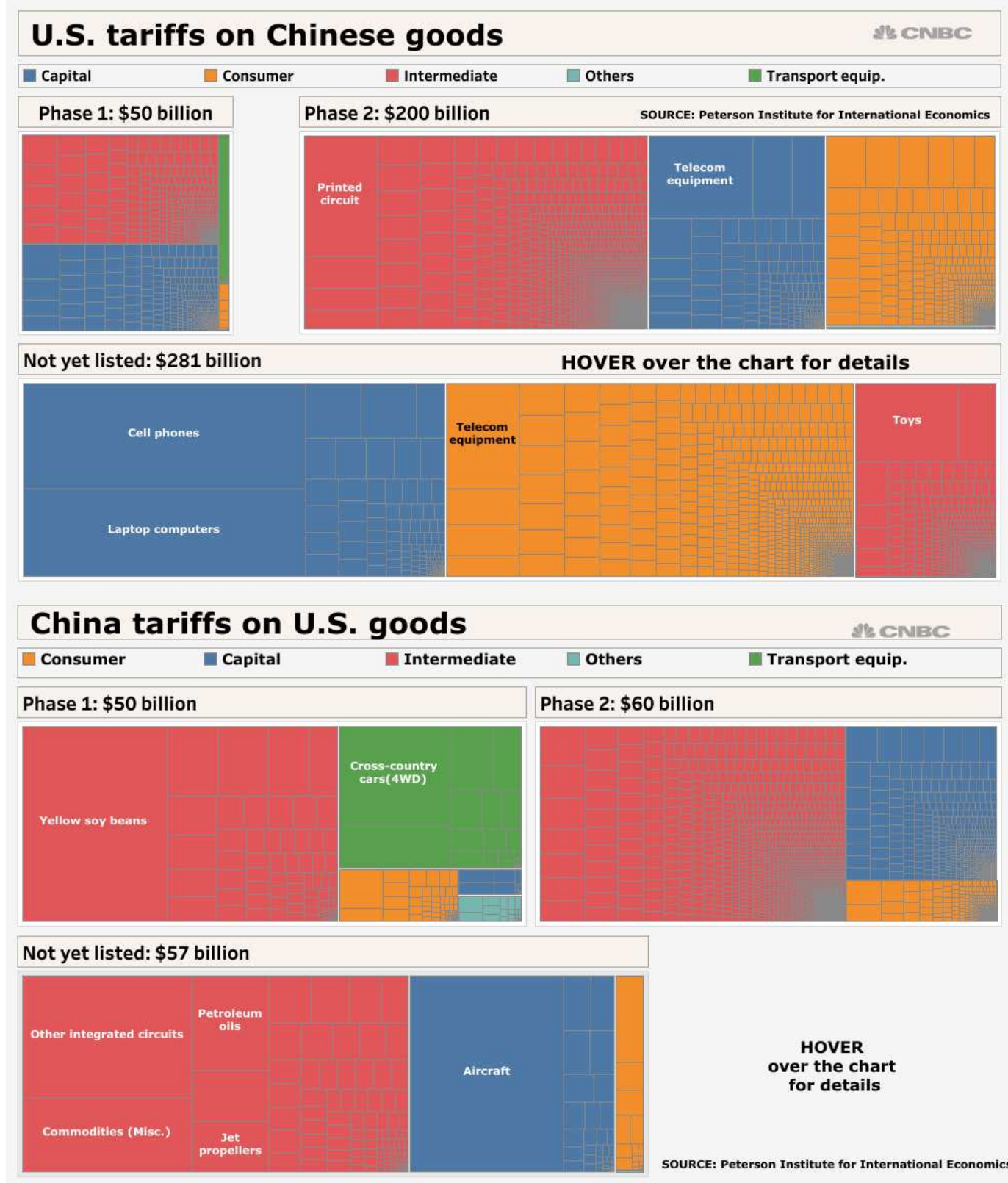
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg, Google Trends

Graf výše znázorňuje vztah mezi výkonností akciových indexů Spojených států a Číny vůči relativnímu zájmu o pojem obchodní války ve vyhledávání na Google. Hodnota 100 na pravé ose představuje nejvyšší popularitu výrazu obchodní války. Hodnota 50, že měl výraz poloviční popularitu. Je vidět, jak jednotlivé výstřelky grafu relativního zájmu korespondují s událostmi v průběhu obchodní války.

Úspěšné lobby společnosti Apple zabránilo uvalení dovozních cel na čínskou produkci mobilních telefonů.

Grafické znázornění na následující straně ukazují strukturu uvalených obchodních cel mezi Spojenými státy a Čínou. Každé jednotlivé políčko představuje skupinu produktů a jeho velikost vyjadřuje váhu v rámci daného balíku cel. Jedná se tedy o stovky druhů produktů. Součet částí fáze 1, fáze 2 a dosud neuvedeno (not yet listed) dohromady představuje celkový objem produkce dané země, která může být zatížena cly. Jak lze vidět, tak dosud nebyly obchodní válkou ovlivněny například vývozy mobilních telefonů z Číny. To je výsledkem úspěšného lobby společnosti Apple, která v Číně vyrábí drtivou část své produkce.

Struktura vzájemných cel mezi Spojenými státy a Čínou



Zdroj: CNBC¹

¹ Zdrojem grafického znázornění je webová stránka <https://www.cnbc.com/2018/11/30/timeline-of-us-china-trade-war-as-trump-and-xi-meet-at-g-20-in-argentina.html>

Co očekávat a jak zvítězit ve válce?

I přes výsledky poslední schůzky mezi zástupci Spojených států a Číny může obchodní válka stále pokračovat a k dohodě nemusí dojít. Tento scénář však považujeme za málo pravděpodobný. V případě neúspěchu je americký prezident Donald Trump připraven zvýšit dovozní cla z 10 na 25 % pro zboží v objemu 200 mld. USD.

Automobilový průmysl a výrobci oceli patří k námi preferovaným odvětvím se zajímavým potenciálem na zhodnocení po ukončení obchodní války.

Pokud dojde k ukončení obchodní války mezi Spojenými státy a Čínou, lze předpokládat, že postupně nastane i uklidnění napětí s ostatními zeměmi, kde také dojde k uzavření dílčích obchodních dohod. Jedná se především o Evropskou unii, nad níž visí hrozba uvalení dovozních cel na automobily. Právě automobilový průmysl a odvětví výroby oceli jsou dvěma sektory nejvíce zasaženými dosavadním průběhem obchodní války. Hodnota akcií těchto společností v průběhu roku 2018 značně utrpěla. Výrobci oceli mají ztížené podmínky při vývozu své produkce do Spojených států a často tak snižovali očekávání svého hospodaření pro budoucí období. Automobilky, ale také dodavatelské firmy do autoprůmyslu utrpěly kvůli obavám investorů ze zavedení dovozních cel. To je přesně ta možnost, jak na ukončení obchodní války mohou investoři získat, čili výběrem vhodných společností, kde je značný potenciál na zhodnocení. Často se totiž jedná o velmi silné a stabilní firmy, které pouze krátkodobě ztratily na hodnotě kvůli ztíženým externím podmínkám. Vzhledem k tomu, že ale očekáváme scénář ukončení obchodní války a uklidnění celkové globální situace v oblasti obchodní politiky, tak se jedná o zajímavou možnost pro investice. Graf níže ukazuje výkonnost dvou zmíněných sektorů v Evropě v roce 2018. Obě odvětví ztratily mezi 19 a 28 %, což je výrazně více než samotný pokles indexu EuroStoxx 600. I z toho jde vidět, že tyto sektory jsou tedy podhodnocené právě kvůli obchodní válce.

Sektory zasažené obchodní válkou



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Zajímavé investiční příležitosti



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

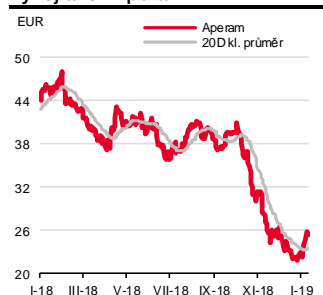


Jiří Kostka
(420) 222 008 560
jiri_kostka@kb.cz

Na předchozích řádcích jsme uvedli sektory, které by mohly těžit z námi očekávaného ukončení obchodní války. V této kapitole bychom rádi představili konkrétní akciové tipy, u nichž předpokládáme atraktivní zhodnocení v případě naplnění našeho scénáře. Doporučení a cílové ceny jsou založeny na fundamentální analýze kolegů ze Société Générale. Mezi tituly, které bychom rádi doporučili, se mimo jiné řadí i automobilka Daimler a těžář a zpracovatel komodit Glencore. Tyto společnosti jsme již představili v našich minulých akciových výhledech, které jsme vydali 26. července 2018. Celou zprávu si můžete přečíst na http://bit.ly/EQ_H218.

Aperam (Koupit, 12m cíl = 46,7 EUR, oč. výnos = 84,5 %)²

Vývoj akcií Aperam

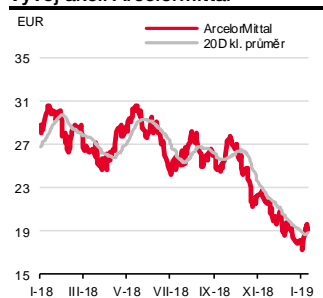


Zdroj: Bloomberg

Aperam je lucemburská společnost zabývající se výrobou speciálních druhů oceli a niklových slitin. Tržby za rok 2017 činily skoro 4,5 mld. EUR a čistý zisk byl ve výši 320 mil. EUR. Za celý rok 2018 se očekávají tržby na úrovni 4,7 mld. EUR a čistý zisk 340 mil. EUR. Výrobky společnosti se používají v řadě odvětví jako automobilový průmysl, stavebnictví, zdravotnictví či letectví. Aperam provozuje šest výrobních závodů ve Francii, Belgii a Brazílii. Společnost vznikla odštěpením od firmy ArcelorMittal v roce 2011. Aperam rozlišuje tři hlavní segmenty. Tím hlavním je produkce nerezové oceli, která se podílí na celkových tržbách přibližně 80 %. Zbylé segmenty jsou Služby & řešení na míru a speciální slitiny. Kolem 75 % tržeb společnosti je generováno v rozvinutých zemích, převážně v Evropě. Poslední zveřejněné výsledky hospodaření byly za třetí čtvrtletí 2018, kdy společnost překonala odhad trhu v čistém zisku o 20 % na 72 mil. EUR. Meziročně však poklesly tržby o téměř 10 % na 1,1 mld. EUR. Podle poslední analýzy Société Générale zveřejněné 1. listopadu je přibližně 30 % produkce oceli zatíženo dovozními cly ve výši 25 %. V případě ukončení obchodní války a zrušení cel by se jednalo o významný zásah do ziskovosti firmy. SG má pro akcie Aperamu doporučení *Koupit* s cílovou cenou 46,7 EUR za akcii.

ArcelorMittal (Koupit, 12m cíl = 44,4 EUR, oč. výnos = 132,9 %)³

Vývoj akcií ArcelorMittal



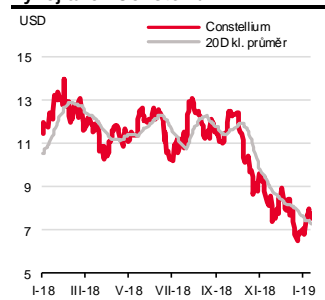
Zdroj: Bloomberg

ArcelorMittal je další lucemburskou společností primárně zaměřenou na výrobu oceli. Jedná se o největší ocelářskou firmu na světě produkující přes devadesát milionů tun surové oceli ročně. To představuje okolo 6 % světové produkce. ArcelorMittal působí ve více jak 60 zemích po celém světě a vyrábí celou škálu ocelářských produktů od desek, cívek, přes plechy až po dráty. Společnost provozuje 15 dolů a je jedním z největších světových producentů železné rudy. V 18 zemích po světě má přes 50 výrobních zařízení. Generální ředitel a zakladatel firmy Lakshmi Mittal vlastní 39 % akcií společnosti. ArcelorMittal rozlišuje pět provozních segmentů, a to NAFTA (tj. severní Amerika), Evropa, Brazílie, Afrika a důlní činnost. Evropa je nejvýznamnějším segmentem generujícím téměř polovinu celkových tržeb. Na druhém místě je NAFTA, která představuje přibližně čtvrtinový podíl na tržbách společnosti. V roce 2017 ArcelorMittal utržil téměř 69 mld. USD, z čehož vygeneroval 4,6 mld. USD čistého zisku. Za rok 2018 jsou očekávány celkové tržby ve výši 77 mld. USD a čistý zisk 5,1 mld. USD. Poslední zveřejněné hospodářské výsledky za třetí kvartál 2018 investory příliš nepotěšily vzhledem k jejich velkým očekáváním. Nicméně meziročně tržby vzrostly o 6 % na 18,5 mld. USD (přičemž trh očekával růst na 19,6 mld. USD). Société Générale má pro akcie ArcelorMittal doporučení *Koupit* s cílovou cenou 44,4 EUR za akcii.

²Analýza Société Générale: Aperam – Stronger market protection expected publikovaná 1. listopadu 2018 v 7:27

³Analýza Société Générale: ArcelorMittal – 3Q18 results and management roadshow takeaways support constructive view publikovaná 3. listopadu 2018 v 7:27

Vývoj akcií Constellium

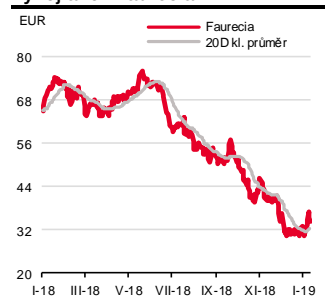


Zdroj: Bloomberg

Constellium (Koupit, 12m cíl = 12,1 USD, oč. výnos = 56,3 %)⁴

Společnost Constellium je globálním výrobcem hliníkových válcovaných výrobků, extrudovaných výrobků a konstrukčních dílů na základě široké škály pokročilých slitin. Více než polovina tržeb pochází z prémiových produktů s vysokou přidanou hodnotou, kde společnost drží první či druhou pozici na trhu. Společnost se nezabývá samotnou těžbou, rafinací či tavením, čímž může pružně reagovat na strukturální změny poptávky po hliníku z automobilového a leteckého segmentu. Mimo tato odvětví působí i v oblasti obalů. Mezi velké klienty patří Mercedes-Benz, Audi, BMW, Fiat Chrysler Automotive, Ford, Airbus, Boeing a Bombardier. Sídlo společnosti je v nizozemském Amsterdamu, společnost zaměstnává zhruba 12 tis. lidí a vyrábí na 24 linkách. Jeden ze závodů leží i v České republice v Děčíně. Société Générale přes sníženou cílovou cenu na konci října zvýšila své doporučení na *Koupit*. Důvodem bylo vyšší čisté zadlužení, které kompenzovalo zvýšené odhady EBITDA. Société Générale očekává nadále solidní tvorbu cash flow, která by mohla vést k zahájení výplaty dividendy, a to z letošního čistého zisku ve výši 33 % vygenerovaného volného cash flow, což by odpovídalo zhruba 4% výnosu.

Vývoj akcií Faurecia



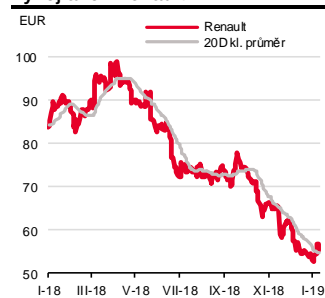
Zdroj: Bloomberg

Faurecia (Koupit, 12m cíl = 60 EUR, oč. výnos = 71,0 %)⁵

Faurecia je jeden z nejvýznamnějších světových dodavatelů nejrůznějších komponent do automobilového sektoru se sídlem ve francouzském Nanterre. Každé třetí auto na světě je vybaveno díly a součástkami této společnosti. Je přední dodavatel sedadel, výfukových systémů, vnitřních systémů, jako jsou palubní desky, středové konzole, dveřní panely či akustické moduly, a dekorativních prvků z hliníku nebo dřeva. Mezi zákazníky společnosti Faurecia patří například skupiny Volkswagen, PSA Peugeot Citroën, Renault-Nissan, Ford, General Motors, BMW, Daimler, Fiat Chrysler, Toyota, Hyundai-Kia a BYD. Společnost Faurecia zaměstnává okolo 109 tis. lidí. Společnost provozuje zhruba 300 výrobních závodů a 30 center výzkumu a vývoje ve 35 zemích po celém světě. Zhruba polovina těchto výrobních linek pracuje na principu just-in-time. Firma působí i v České republice, kde provozuje sedm závodů v Písku, Plzni, Pardubicích, Bakově nad Jizerou a Mladé Boleslavi. Výsledky za třetí kvartál nepatrně předčily očekávání. Podstatné je, že se firmě dařilo výrazněji lépe než jejím konkurentům a management tak byl schopen potvrdit celoroční výhled. Přesto zejména s ohledem na okolnosti ve vyjednávání obchodní dohody mezi USA a Čínou a přísnější emisní limity s negativním dopadem na některé automobilky SG přistoupila ke snížení cílové ceny ze 70 EUR na 60 EUR na kus. Akcie nabízí slušný dividendový výnos 3,5 %. Société Générale i přes sníženou cílovou cenu drží doporučení *Koupit*.

⁴ Analýza Société Générale: Constellium – Riding the slowdown publikovaná 30. října 2018 v 8:40⁵ Analýza Société Générale: Faurecia – Still outperforming a challenging environment publikovaná 12. října 2018 v 6:56

Vývoj akcií Renault

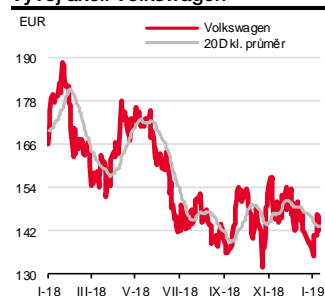


Zdroj: Bloomberg

Renault (Koupit, 12m cíl = 87 EUR, oč. výnos = 54,9 %)⁶

Renault patří mezi nejznámější francouzské automobilky. Po celém světě zaměstnává zhruba 181 tis. lidí. Renault provozuje celou škálu činností od návrhu, přes výrobu, marketing, prodej až po opravy a financování svých osobních automobilů a lehkých užitkových vozidel. Společnost vyrábí menší s středně velké automobily a menší dodávky pod třemi značkami: Renault, Dacia a Renault Samsung Motors (kde Renault vlastní 80 % a Samsung 20 %). Společnost vlastní automobilku Dacia (rumunského vedoucího výrobce aut) a necelou polovinu aliance Renault-Nissan. Rovněž je součástí aliance s ruským výrobcem automobilů AvtoVAZ a spolupodílí se na výrobě chytrých automobilů s německou společností Daimler. Renault provozuje na čtyřicet výrobních závodů v patnácti zemích a svoji produkci nabízí ve 120 zemích. Firma generuje 95 % svých tržeb z prodeje aut. Zbývajících 5 % připadá na segment financování prodejů. Hlavním geografickým zdrojem tržeb je Francie s 22 %. Evropa bez započtení Francie tvoří 36 % tržeb. V roce 2017 společnost vygenerovala 58,7 mld. EUR v tržbách, z čehož vytvořila 5,1 mld. EUR čistého zisku. Rok 2018 by měl pro oblast tržeb představovat spíše stagnaci. Renault nabízí vzhledem k aktuální tržní ceně atraktivní dividendové zhodnocení přes 6 %. Société Générale má pro akcie Renaultu doporučení *Koupit* s cílovou cenou 87 EUR za akcii.

Vývoj akcií Volkswagen



Zdroj: Bloomberg

Volkswagen (Koupit, 12m cíl = 208 EUR, oč. výnos = 43,1 %)⁷

VW Group je jedním z předních světových výrobců automobilů a největším výrobcem automobilů v Evropě. V roce 2017 skupina VW dodala zákazníkům 10,74 mil. vozidel, vloni to bylo ještě o necelých 100 tis. více. Skupina dosud zaúčtovala odpisy ve výši 25,8 mld. EUR v souvislosti se skandálem okolo podvodů s měřením emisí. Většina souvisejících plateb byla již uhrazena v letech 2017 a 2018. Skupina se skládá z 12 značek, a to od nejlevnějších vozů řady Up! až po nejvýznačnější super-luxusní sportovní automobily Bentley, Lamborghini a Bugatti. V portfoliu je i široká škála užitkových vozidel prostřednictvím svých dceřiných společností Scania a MAN. Skupina plánuje na letošní rok veřejnou nabídku své divize zaměřenou na výrobu autobusů a tahačů VW Traton Truck & Bus, když management vloni uvedl, že nákladové synergie mezi nákladními a osobními vozy jsou jen na úrovni objednávek některých vstupů a že oddělení divize dává ekonomický smysl. Možná je to také jedna z dlouhodobých strategií firmy, když generální ředitel VW Herbert Diess v říjnu uvedl, že pokud chtějí němečtí výrobci automobilů přežít jako přední výrobci automobilů, je potřeba radikálních změn. V této souvislosti se mluví rovněž o IPO částečného podílu v Porsche. Kolegové drží akcie Volkswagenu na svém Premium listu nejpreferovanějších akcií s nákupním doporučením a cílovou cenou 208 EUR. Zároveň věří, že skandál ohledně podvodů s měřením emisí postupně vyprchává a že investoři se opět začnou soustředit na hodnotu firmy jako takové.

⁶ Analýza Société Générale: Renault – Going through a tough quarter publikovaná 24. října 2018 v 7:47

⁷ Analýza Société Générale: Volkswagen – Bringing VW's deep value to the fore publikovaná 1. listopadu 2018 v 10:01

Upozornění

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

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

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, 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>

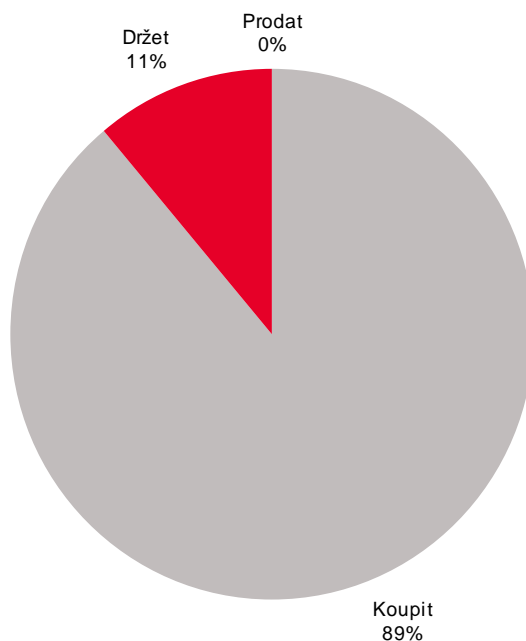
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 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 mezitím může dojít k cenovým pohybům či jiným situacím na trzích, které mohou implikovat jiné doporučení. Takové mezitímní odchylky od původního doporučení jsou možné, ale jsou předmětem revize KB Equity Research.

Přehled doporučení 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	pokryvání	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 239	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.

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



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



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

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE



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



Hlavní ekonom Rosbank
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.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 5665
 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 Cirotteau
 (33) 1 42 13 72 52
 jean-david.cirotteau@sgcib.com



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



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



Vedoucí strategie sazeb pro Evropu
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 Jukes
 (44) 20 7676 7972
 kit.jukes@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.drimal@sgcib.com



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