

Tématický report

Akciová strategie

Preference defenzivních dividendových akcií



■ **Obavy z ekonomického zpomalení rostou a normalizace měnové politiky centrálních bank u konce:** Pozornost finančních trhů se čím dál více stáčí ke Spojeným státům, kde vrcholí hospodářská expanze, která se zapíše jako nejdelší období ekonomického růstu v historii země. Pravděpodobnost recese v USA se zdvojnásobila. Ta se dotkne i zbylých částí světa. Slabší makroekonomická data a zejména nejistoty spojené s obchodními válkami, brexitem aj. se podepsaly pod to, že centrální banky po celém světě přistoupily opět k opatrnějšímu postoji ve zpřísňování měnové politiky.

■ **Přesun k defenzivním titulům:** Ekonomická i geopolitická rizika zůstávají nemalá, a proto by mohly být současné ceny akcií zajímavé k vybírání zisků. Nabízí se i přesun akciových portfolií směrem k defenzivním titulům. Proto preferujeme hodnotové akcie, které vyplácejí i vzhledem k relativně nižšímu zadlužení dividendu a jejich balance jsou obecně zdravější.

■ **Evropské akcie mají nižší ocenění než americké:** Aktuálně se evropské akcie obchodují přibližně s 20% diskontem oproti americkým. Má to své odůvodnění v rozdílnosti hospodaření společností, nicméně díky nižší ceně jsou evropské akcie zajímavé z hlediska dividend.

■ **Zajímavé investiční akciové tipy:** BAE Systems, Danone, Sanofi, Swedish Match, O2 Czech Republic, Philip Morris ČR


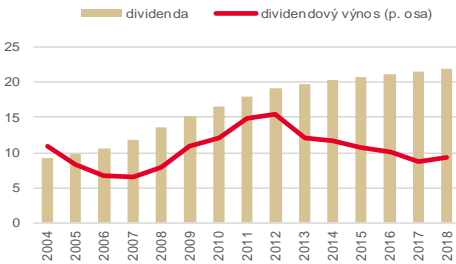

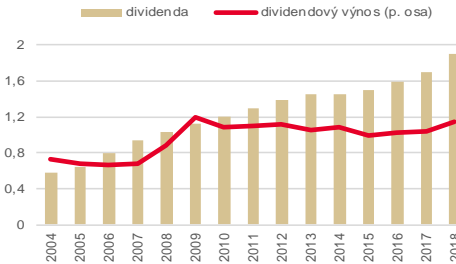

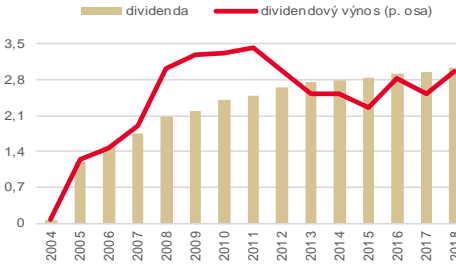

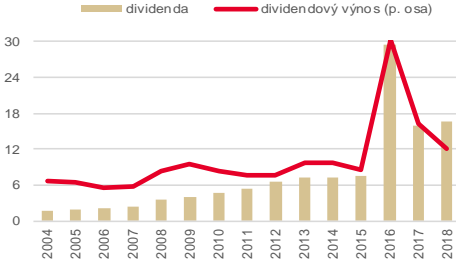

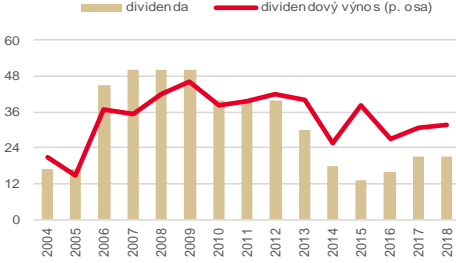

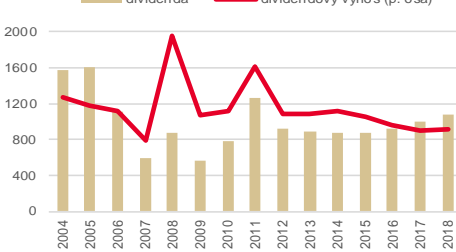


Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz



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

Přehled investičních tipů

Společnost	Historie dividend	Nastavení obchodu
		Cena 16.4.2019 507 GBp 12m cíl 560 GBp Pot. růst ceny 10,5 % Dividenda 22,2 GBp Celkový výnos 14,9 % Stop loss 430 GBp Pot. ztráta -15,1 %
		Cena 16.4.2019 70 EUR 12m cíl 82 EUR Pot. růst ceny 17,6 % Dividenda 2,1 EUR Celkový výnos 20,6 % Stop loss 58 EUR Pot. ztráta -16,8 %
		Cena 16.4.2019 75 EUR 12m cíl 94 EUR Pot. růst ceny 24,5 % Dividenda 3,07 EUR Celkový výnos 28,6 % Stop loss 60 EUR Pot. ztráta -20,5 %
		Cena 16.4.2019 448 SEK 12m cíl 520 SEK Pot. růst ceny 16,1 % Dividenda 10,5 SEK Celkový výnos 18,4 % Stop loss 300 SEK Pot. ztráta -33,0 %
		Cena 16.4.2019 247 CZK 12m cíl 298 CZK Pot. růst ceny 20,6 % Dividenda 21 CZK Celkový výnos 29,1 % Stop loss 210 CZK Pot. ztráta -15,0 %
		Cena 16.4.2019 15 380 CZK 12m cíl 18 308 CZK Pot. růst ceny 19,0 % Dividenda 1 600 CZK Celkový výnos 29,4 % Stop loss 12 000 CZK Pot. ztráta -22,0 %

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Akciové trhy pod tlakem globálního růstu

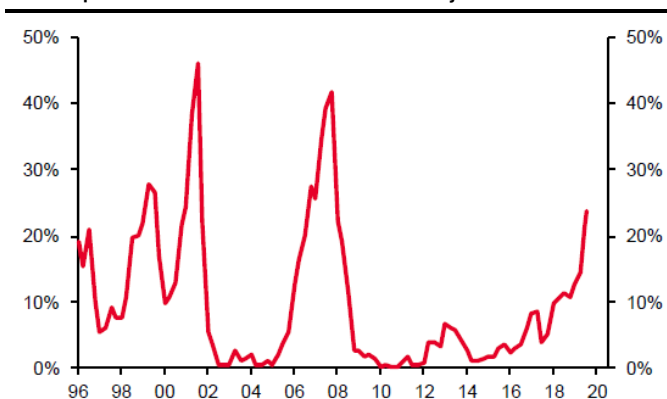
Obavy z ekonomického zpomalení rostou

Pozornost finančních trhů se z pohledu makroekonomických ukazatelů čím dál více stáčí ke Spojeným státům, kde vrcholí hospodářská expanze, která se zapíše jako nejdelší období ekonomického růstu v historii země.

Pravděpodobnost recese v USA v následujících 12 měsících se v průběhu posledního půl roku zdvojnásobila a dosahuje zhruba 25 %. Kolegové ze

Société Générale očekávají tento vývoj v první polovině roku 2020. Ekonomický růst by v tomto roce měl dosáhnout pouze 0,4 % po letošních 2,3 %. Vzhledem k obrovskému významu americké ekonomiky v celém globálním hospodářství se recese dotkne i zbylých částí světa.

Pravděpodobnost recese v USA v následujících 12 měsících

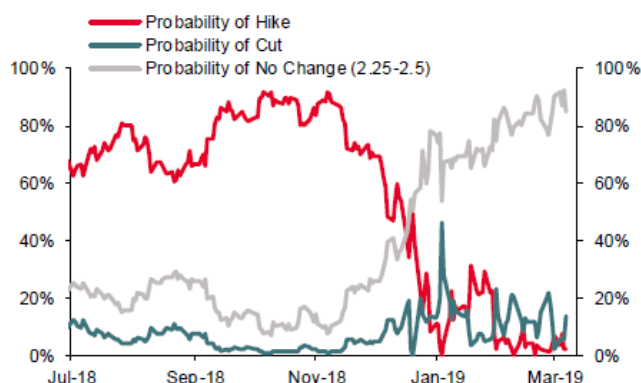


Zdroj: Bloomberg, NY Fed, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

Normalizace měnové politiky centrálních bank u konce

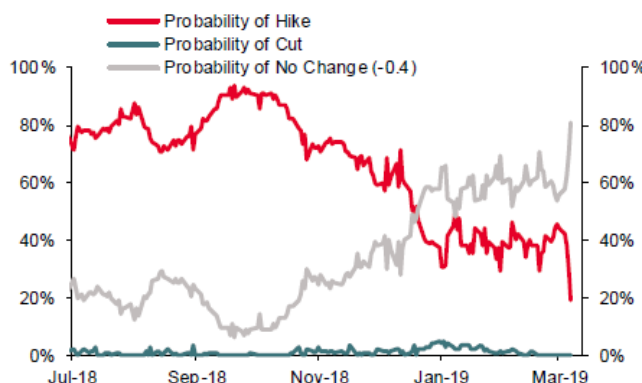
Slabší makroekonomická data a zejména nejistoty spojené s obchodními válkami, brexitem aj. se podepsaly pod to, že **centrální banky po celém světě přistoupily opět k opatrnějšímu postoji ve zpřísňování měnové politiky.** V mnoha případech tak Société Générale dále nepredikuje zvyšování úrokových sazeb, například ve Spojených státech, nebo postupné utahování měnových kohoutů odsunula do budoucna jako v případě ECB. Co se zdá být pak velmi pravděpodobné, že kvantitativní uvolňování, prostřednictvím kterého teče do ekonomik hromada volné likvidity, jen tak rychle ze současných nástrojů měnové politiky nevymizí.

Pravděpodobnost výše základní sazby Fedu v prosinci 2019



Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

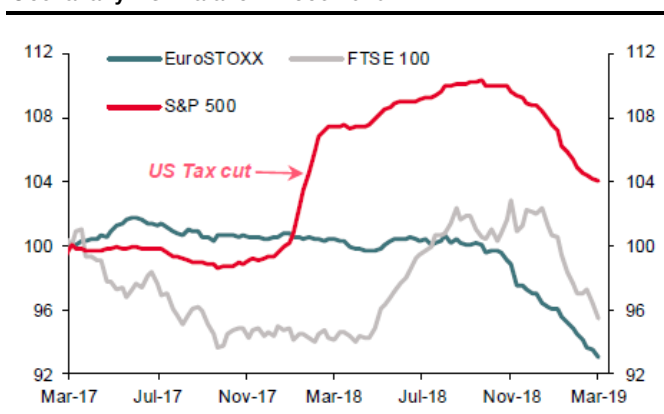
Pravděpodobnost výše depozitní sazby ECB v prosinci 2019



Výsledková sezóna zklamala

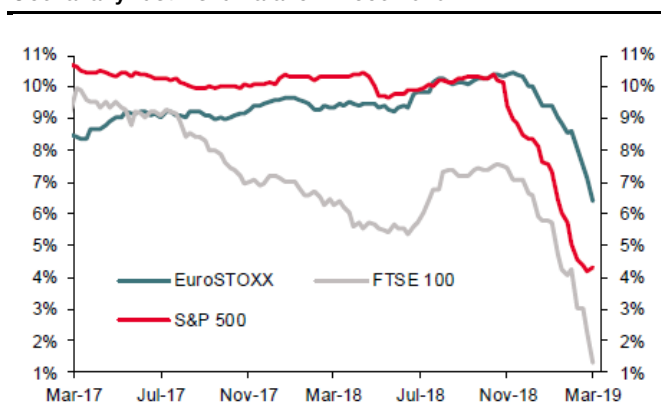
Čtvrtý kvartál loňského roku z pohledu hospodářských výsledků nedopadl příliš dobře. Reportované údaje ukazují na nižší dynamiku růstu zisku i tržeb oproti dlouhodobým průměrům. Například v Evropě firmy zveřejnily nejhorší výsledky od roku 2012. Co je ještě více alarmující, je přehodnocování očekávání růstu zisku a tržeb pro letošní rok. Očekávaný růst čistého zisku na akcii za posledních několik měsíců se globálně snížil o polovinu. Konsensus v současné době ukazuje na růst o 6,9 % pro společnosti zařazené do evropského indexu Stoxx 600, respektive o 3,9 % pro firmy v rámci amerického S&P 500. Kolegové ze Sociétés Générale   ek v j  nulov  růst v Evropě i USA.

O ek van  zisk na akcii v roce 2019



Zdroj: Datastream, IBES, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

O ek van  růst zisku na akcii v roce 2019



Snižování rizika

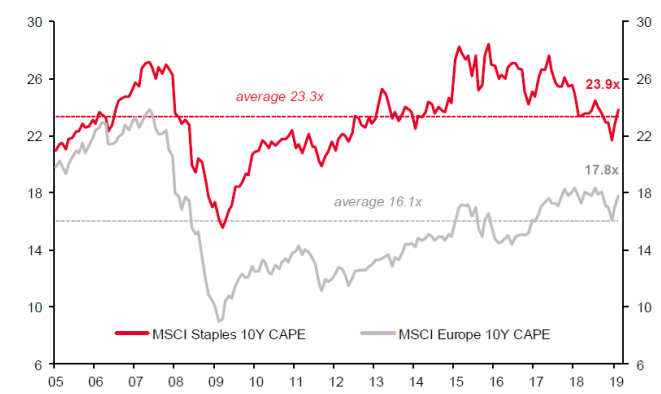
P resun k defenzivním titulům

Akciov  trhy od po  atku letošního roku zaznamenaly velmi solidn  růsty. Zisky amerického S&P 500 nebo evropsck ho Stoxx 600 dosahují zhruba 15 %, glob ln  index MSCI World si připsal j   více jak 13 %. Prakticky tak zcela vymazaly všechny ztráty, kter  utrpěly v průběhu posledního kvartálu lo nsk ho roku. Z ejm  třemi hlavními důvody tohoto vývoje byly ustupující obavy ohledně dalšího zvy  ov n   urokov ch sazeb americkou cent ln  bankou, rostoucí spekulace na uzavírání obchodní dohody mezi USA a    nou a snižující se pravděpodobnost tvrdého brexitu. N n  tak výjimkou, že se v médiích či různých analýzách objevují komentáře ohledně toho, že vše dobr  je j   v cenách zakalkulov no. S t mt  názorem však my zcela nesouhlasíme především v souvislosti s jednáním mezi USA a    nou a brexitem, kde stále nepadla finální rozhodnutí. Dle nás tyto události mají je  e ur it  potenciál trhy pozitivn  ovlivnit v p rpad , že se naplní p  zniv  scénáře. **Na druhou stranu si ale uvědomujeme, že rizika spojen  s globálním hospod rsk m zpomalen m, obchodními válkami či brexitem jsou nemal , a proto by mohly být sou asn  ceny akcií zaj mav  k vybírání zisků. Jinou alternativou je pak p resun akciových portfol  směrem k defenzivním titulům.**

V této souvislosti Société Générale p stoupila ve své poslední kvart ln  anal z ¹ k převrstvování portfolia ve prospěch sektorů, kter  jsou méně citliv  na hospod rsk  vývoj. Sektory prodejců základního spotřebního zboží, pod kter  jsou zařazeni výrobci a obchodníci s potravinami, nealkoholickými n pojmi, produkty pro domácnost v etn e drogistického a kosmetického zboží či tabáku, a farmaceutických společností v etn e firem poskytující zdravotn  péči nebo dodavatel 

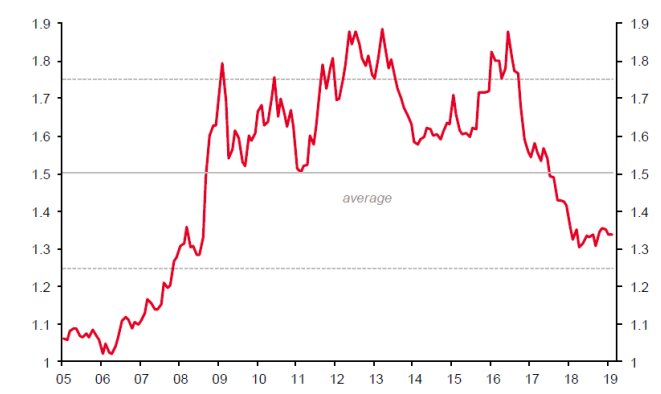
¹ Analýza The Big Picture – On the dot publikování 8. března 2019 v 7:43

zdravotnického zařízení historicky patří k odvětvím s nejnižším rozptylem ziskovosti, což by v čase rostoucí nejistoty ohledně budoucích zisků mělo být pro ně pozitivním faktorem. Na níže uvedených grafech lze sledovat vývoj evropského sektoru základního spotřebního zboží (Consumer Staples) oproti celému trhu.

Shillerovo P/E² pro základní zboží a celý evropský trh

Zdroj: SG Cross Asset Research/Equity Strategy, publikace The Big Picture – On the dot

Poměr Shillerova P/E pro základní zboží vs. evropský trh

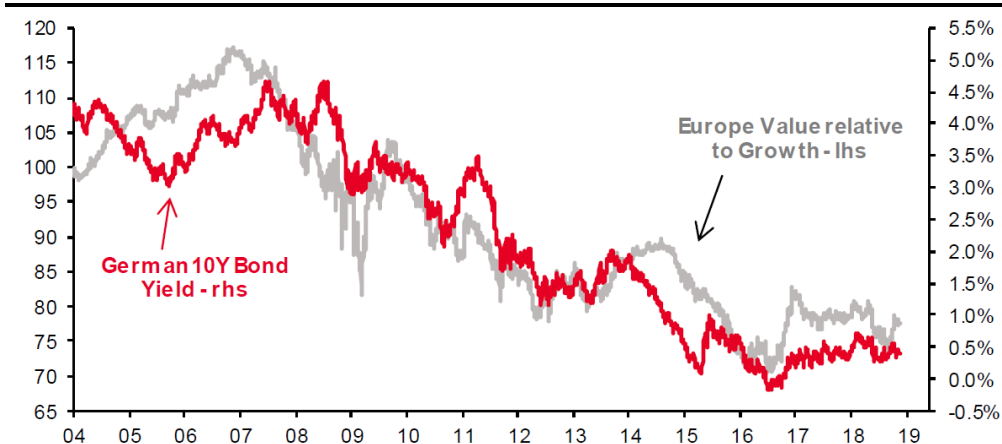


Z levého grafu je patrné, že sektor základního zboží je dlouhodobě schopen překonávat celý akciový trh a průměrná výše ocenění vůči zisku se nachází o více jak 40 % výše. Pravý graf ukazuje na současnou situaci, kdy ocenění tohoto sektoru je z pohledu dlouhodobého průměru podhodnocené.

Dividendové akcie dobrou alternativou

Následující graf ukazuje vývoj hodnotových a růstových akcií v souvislosti s pohybem úrokových sazeb. Dlouhodobý propad výnosu německého 10letého dluhopisu byl doprovázen vyšší výkonností růstových akcií na úkor hodnotových. V druhé polovině roku 2016 došlo k mírnému růstu výnosů dluhopisů, což se promítlo na vyšším růstu hodnotových akcií v porovnání s růstovými tituly. Poté nastalo vesměs období stagnace.

Preference hodnotových akcií při růstu sazeb



Zdroj: SG Cross Asset Research/Equity Strategy, publikace The Big Picture – On the dot

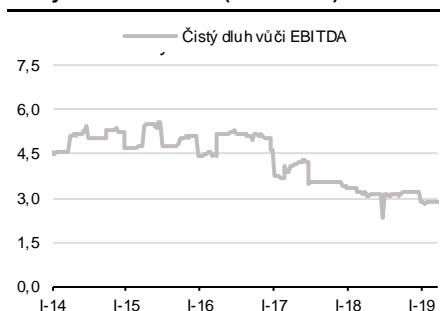
² Shillerovo P/E je počítáno na základě současné ceny dělené průměrným ziskem za posledních 10 let očištěným o vývoj inflace. Tento ukazatel je vyjádřením ocenění akcie nebo sektoru očištěného o hospodářský cyklus.

Vysvětlení lze hledat především ve výši dluhu. Akcie růstových společností, které obecně více investují a jsou zadluženější, jsou citlivější na pohyb úrokových sazeb. Nižší náklady na financování znamenají vyšší zisky i ocenění firmy. Růst sazeb má samozřejmě opačný dopad.

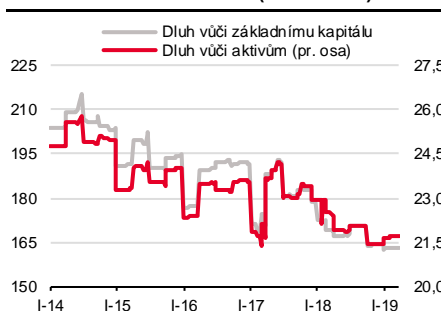
Ač v současné době nečekáme, že výnosy dluhopisů v horizontu několika kvartálů porostou, na druhou stranu v Evropě nepředpokládáme ani jejich další razantní pokles. ECB by nyní měla ponechat úrokové sazby beze změny. S růstem počítáme zhruba od roku 2021. **Přesto spíše preferujeme hodnotové akcie, které vyplácí i vzhledem k relativně nižšímu zadlužení dividendu nebo u nich probíhá zpětný odkup akcií a jejich bilance jsou obecně zdravější.** Tyto firmy by tak neměly být tolik náchylné ani na hospodářský cyklus.

I z pohledu podnikových fundamentů se zdá, že firmy by měly být schopny vyplácet slušné dividendy. Ukazatele čistého dluhu vůči EBITDA (graf vlevo dole) a zadluženosti (graf uprostřed) vypovídají o tom, že evropské firmy v rámci indexu Stoxx 600 své zadlužení za posledních pět let snižovaly. Jeden ze zajímavých ukazatelů je také free-cash-flow výnos. Free cash flow jsou zbývající volné prostředky po realizovaných kapitálových výdajích. Tato hotovost může být využita na zvýšení dividend, odkup akcií, rozvoj organického růstu anebo akvizice. Graf vpravo ukazuje, že v rámci evropského indexu Stoxx 600 od roku 2015 tento ukazatel převyšuje dividendový výnos. Přitom však volné cash flow neroste na úkor zvyšujícího se zadlužení. **Hromadící se hotovost na účtech firem tak představuje další zdroj možného vyššího návratu kapitálu akcionářům.**

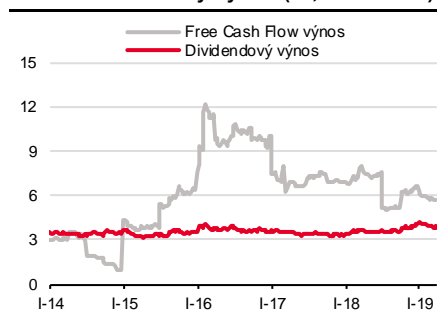
Čistý dluh / EBITDA (Stoxx 600)



Ukazatele zadluženosti (Stoxx 600)



FCF a dividendový výnos (% , Stoxx 600)

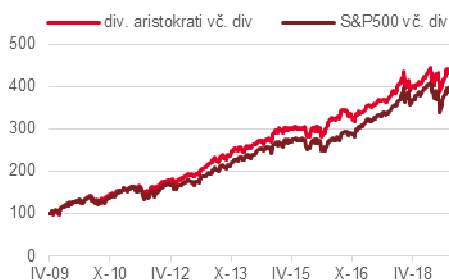


Zdroj: KB, Ekonomický a strategický výzkum, Bloomberg

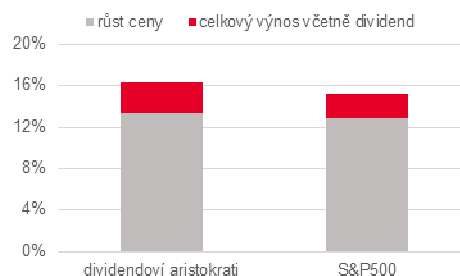
Box 1: Dividendoví aristokrati

Jako tzv. dividendoví aristokrati jsou označovány firmy, které důsledně dodržují progresivní dividendovou politiku a navýšily dividendu v každém z posledních 25 let. **Ve Spojených státech dividendoví aristokrati dlouhodobě překonávají zbytek trhu**, jak ukazují grafy níže. Index S&P 500 Dividend Aristocrats obsahuje 57 titulů, mimo jiné akcie Coca-Cola, McDonald's nebo Wal-Mart. Roční výnos tohoto indexu v posledních 10 let dosáhl téměř 17 % p.a. (včetně vyplacených dividend) oproti cca 15 % celkového ročního výnosu tržního indexu.

Vývoj indexů za posledních 10 let



Růst indexů za posledních 10 let (v % p.a.)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Americké nebo evropské akcie?

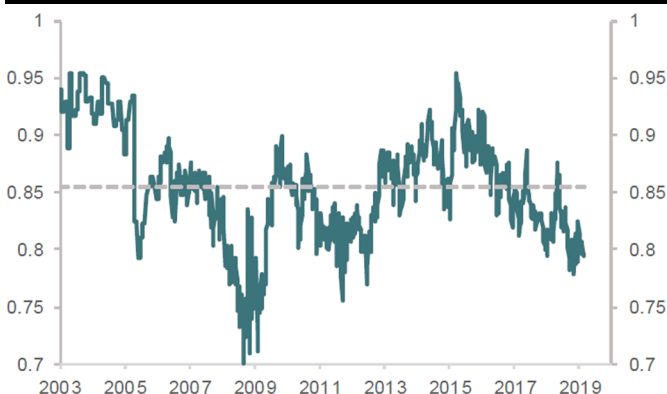
V prvním čtvrtletí tohoto roku se evropský akciový trh obchodoval na 13násobku ukazatele P/E. To je dokonale v souladu s průměrem od ledna 2003 (pozn. po dotcom bublině). Je těžké si představit, že by se evropské akciové trhy obchodovaly na mnohem vyšších násobcích v době, kdy předstihové ukazatele PMI klesají a rizika recese ve Spojených státech rostou.

12měsíční forward P/E - Evropa



Zdroj: Datastream, IBES, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

12měsíční forward P/E – Evropa vs. USA

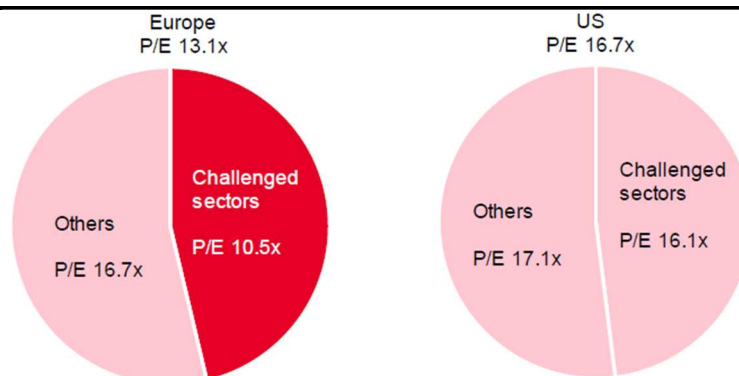


Zdroj: Datastream, IBES, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

Ve vztahu k akciovým trhům ve Spojených státech (12měsíční forward P/E ve výši 17násobku) se evropské akcie obchodují s přibližně 20% diskontem. To je mírně pod dlouhodobým průměrem (15 %), avšak stále nad diskontem, který byl zaznamenán v průběhu krize ve 2009 (30 %) a evropské recese ve 2012 (25 %).

Akciové trhy se dají snadno rozdělit na dvě kategorie, a to tzv. challenged sektory a ostatní. Challenged sektory zahrnují (1) regulovaná odvětví (finanční instituce, síťová odvětví, telekomunikace a tabákové firmy), (2) disruptivní odvětví (médiá, automobilový průmysl a retail) a (3) s komoditami spojená odvětví (těžba a zpracování nerostného bohatství). Tyto sektory představují téměř polovinu evropského (46 %) a amerického trhu (44 %). Challenged sektory se obchodují za 10,5násobek P/E v Evropě, což je mnohem nižší než ve Spojených státech (16,1násobek). Avšak zbytek evropského akciového trhu je obchodován na vyšších násobcích okolo 16,7, což je porovnatelné s americkými konkurenty (17,1násobek).

Tržní ocenění evropských a amerických akcíí



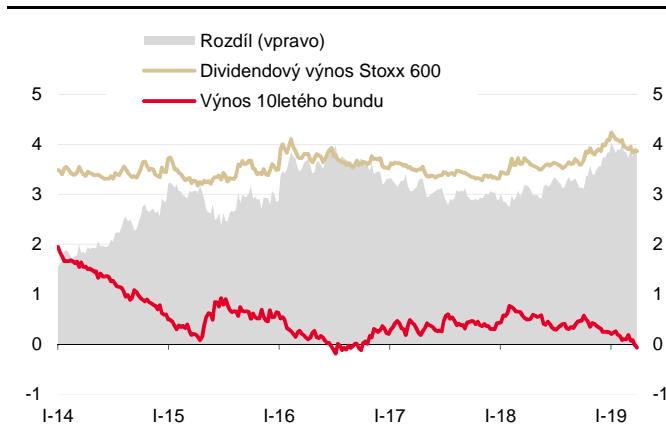
Zdroj: Datastream, IBES, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

Nutno podotknout, že vyšší valuace amerického akciového trhu jsou do jisté míry opodstatněné vyšší ziskovostí tamních firem oproti těm evropským. Dokazují to i jednotlivé kvartální výsledky, kdy americké firmy nad těmi evropskými mají navrch. Ve prospěch evropského akciového trhu na druhou stranu hraje fakt, že úrokové sazby jsou zde velmi nízko na rozdíl od již relativně utažené americké měnové politiky. Minimálně v tomto roce by Evropská centrální banka ještě neměla sazby zvyšovat. Zde přichází na řadu dividendové akcie, které by za dané situace mohly být vítanou alternativou řady investorů, kteří hledají atraktivnější zhodnocení. Vzhledem k výše popsaným rozdílům ve valuacích by řadu investorů mohl zaujmout právě relativně levný evropský trh před tím americkým. Při započtení dividendových výnosů by tato volba mohla být o to zajímavější, kdyby postupně docházelo k růstu P/E na evropském trhu.

Závěr

Očekávané zpomalení globální ekonomiky nás vede k tomu, abychom preferovali spíše defenzivní akciové tituly, které nejsou příliš zadlužené a mají volnou hotovost k výplatě dividendy. Pozornost jsme zaměřili na evropské akcie, které jsou v některých sektorech dle nás valuačně zajímavější než jejich američtí konkurenti. Zároveň určitým vodítkem může být porovnání dividendového výnosu oproti výnosu ze státních dluhopisů. Zatímco vzhledem k podstupovanému riziku je z pohledu rizikových premií zajímavější ve Spojených státech investice do dluhopisů, v případě evropského trhu situaci vnímáme opačně, což je mimo jiné dáno právě velmi nízkými úrokovými sazbami a výnosy.

Dividendový výnos vs. výnos 10letého bundu (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Vybrané investiční akciové tipy

V této analýze jsme brali v potaz především kritérium dlouhodobé udržitelnosti dividend. Dobrým vodítkem je v tomto ohledu historie výplat dividend. Samozřejmě jsou důležité i budoucí vyhlídky jednotlivých firem a atraktivita ocenění jejich akcí. Proto jsme vybírali pouze mezi

akciemi, pro které má Société Générale nákupní doporučení (v současné době téměř 250 převážně evropských titulů).

Na předchozích řádcích jsme uvedli důvody, proč je nyní vhodná doba pro zvážení investice do zajímavých dividendových titulů. V této kapitole vám představíme způsob výběru námi doporučených titulů. Tím hlavním kritériem, které rozhodovalo o vyloučení značného množství společností, je dlouhodobá historie neklesajících dividend. Neméně důležité bylo i finanční zdraví společností, kde jsme se zaměřili na firmy s poměrem čistého dluhu vůči EBITDA do 3násobku. Rovněž jsme se v kontextu defenzivnějších titulů a také změny přístupu našich kolegů ze Société Générale, kteří ve svých strategiích snižují betu³, zaměřili na tituly, jejichž upravená 10letá beta je pod hranicí 0,9. Na základě těchto kritérií jsme vybrali čtyři evropské tituly, které považujeme za ty nejzajímavější. Doporučení a cílové ceny k těmto akciím jsou založeny na fundamentální analýze kolegů ze Société Générale.

Nad rámec tohoto výběru jsme navíc zvolili ještě dva české akciové tituly, a to O2 Czech Republic a Philip Morris ČR. I když tyto firmy nesplňují výše uvedená přísná kritéria, tak jsme je zařadili hned z několika důvodů. Tím hlavním je, že obě společnosti vyplácejí dlouhodobě dividendy s nadprůměrně atraktivním dividendovým výnosem. Ten je přibližně dvojnásobný oproti vybraným evropským titulům. Stejně tak se jedná o velmi stabilní a silné společnosti s minimálním zadlužením. Doporučení a cílové ceny k těmto akciím jsou založeny na naší fundamentální analýze v rámci Komerční banky.

Náš výběr atraktivních dividendových titulů

společnost	div. výnos	dividendy posl. 15 let		růst dividend		zadlužení	
	prům. 10 let	růst	bez poklesu	10letý CAGR	Beta 10letá	č.dluh/EBITDA	P/E
BAE Systems	4,8%	15	15	4,4%	0,857	0,5	16,1
Danone	2,8%	13	15	5,5%	0,698	2,9	19,2
Sanofi	4,1%	15	15	3,4%	0,769	2,1	21,8
Swedish Match	3,0%	14	15	9,9%	0,466	2,0	21,6
O2 Czech Republic	7,7%	4	9	-8,3%	0,631	0,8	13,9
Philip Morris ČR	9,2%	8	9	2,1%	0,518	-1,0	11,0

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

³ Analýza The Big Picture – On the dot publikovaná 8. března 2019 v 7:43 – čím nižší je beta, tím nižší je volatilita akcie v porovnání s trhem

| Velká Británie | Letectví a obrana |

BAE Systems

Cena 16.04.19	507 GBp
12m cíl	560 GBp
Pot. růst ceny	10,5 %
Dividenda	22 GBp
Celkový výnos	14,9 %
Stop loss	430 GBp
Pot. ztráta	-15,1 %

Sektorové doporučení

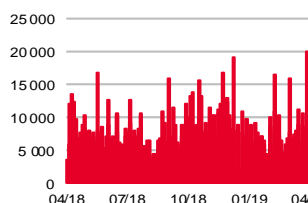
Zvýšit váhu

Roční vývoj ceny akcií (GBp)



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC BAES.L	Bloom BA/ LN
52týdenní rozmezí	442 - 680
Tržní kap. (mil. EUR)	18779
Volně obchod. (%)	100
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	5,9 0,2 -15,5
Rel. k indexu*	3,4 -8,9 -17,9
Rel. k sektoru**	4,0 -11,2 -16,3

* MSCI World

** MSCI World Aerospace & Defense

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

BAE Systems – Improving organic growth should lead to narrowing discount vs US peers (vydáno 22. listopadu 2018 v 17:45 CET)*

BAE Systems – Encouraging sales growth in medium term but FCF outlook a bit disappointing (vydáno 22. února 2019 v 7:04 CET)*

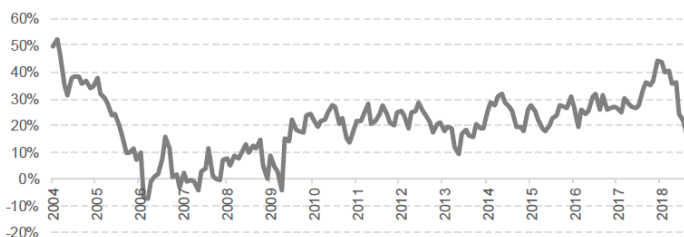
Aerospace & Defence – Civil & Defence aerospace are well positioned against economic uncertainty (vydáno 23. ledna 2019 v 7:34 CET)*

* na vyžádání v KB Economic & Strategy Res.

Profil společnosti: BAE Systems je největším evropským zbrojním koncernem se sídlem ve Velké Británii, v celosvětovém měřítku je trojkou. Nejvýznamnějšími trhy jsou pro společnost domovská Velká Británie, USA, Austrálie, Indie či Saúdská Arábie. BAE Systems vznikla v listopadu 1999 fúzí dvou britských společností Marconi Electronic Systems (obránná elektronika a stavba námořních lodí) a British Aerospace (výrobce letadel, střeliva a námořních systémů). Jejím hlavním předmětem je návrh, vývoj a výroba lehkých a obrněných bojových vozidel, taktických kolových vozidel, námořních zbraní, raket, ručních palných zbraní, střeliva a leteckých, námořních a podvodních systémů, radarů či komunikačních a elektronických systémů.

Strategie: Od období 2008/2009, kdy Spojené státy začaly škrtat výdaje na obranu, je patrný výrazný rozdíl v ocenění BAE v porovnání s americkými konkurenty. Na začátku roku 2018 diskont v ceně vzrostl přes 40 %. Od té doby se ale snížil, přestože narůstaly odhady loňského zisku na akcii pro americké výrobce, zatímco výhled pro BAE příliš změn nedoznával. Je pravdou, že organický růst tržeb a zisku zaostával za konkurencí téměř po celou uplynulou dekádu. Naši kolegové z SG ale věří, že se výhled zlepšil a že nedávné získání nových zakázek se odrazí na růstu firmy v krátkodobém až střednědobém horizontu. SG očekává ve střednědobém období růst tržeb v pásnu 3 až 5 %.

Forward P/E diskont / (prémie) BAE vs. američtí konkurenti



Zdroj: SG Cross Asset Research/Equity; publication BAE Systems – Improving organic growth should lead to narrowing discount vs US peers

Zisk na akcii BAE od roku 2009 stagnoval a pohyboval se okolo 40 GBp. To je v ostrém kontrastu s americkými výrobci, jejichž zisk v daném období rostl. Nově získané objednávky, které by se měly skrz vyšší tržby promítnout i do růstu celkové ziskovosti, by měly pomoci BAE se v zisku na akcii odrazit od této dlouhodobé 40pencové úrovně. Výsledkem by tak mělo být i zlepšení ocenění akcie, jejíž diskont vůči americkým konkurentům by se měl ze současných 25 % snížit k průměrné úrovni okolo 10 %, které BAE dosahoval před obdobím 2008/2009.

Dividendová politika: BAE platí mezitímní a finální dividendu v poměru 40/60 %. Společnost má progresivní dividendovou politiku s cílovým poměrem earnings cover (krytí úroků vygenerovaným ziskem) na dvojnásobku. Rostoucí volné cash flow a snižující se zadlužení by mělo umožnit BAE zachovat svoji progresivní dividendovou politiku, nabízející jeden z nejvyšších dividendových výnosů v rámci sektoru.

Rizika: redukce vládních výdajů na obranu na hlavních trzích

Očekávané události: 18. duben – První obchodní den bez nároku na dividendu

9. května – Valná hromada akcionářů

31. července – Výsledky hospodaření za první polovinu 2019

17. října – První obchodní den bez nároku na dividendu

| Francie | Výrobci potravin |

Danone

Gena 16.04.19	70 EUR
12m cíl	82 EUR
Pot. růst ceny	17,6 %
Dividenda	2 EUR
Celkový výnos	20,6 %
Stop loss	58 EUR
Pot. ztráta	-16,8 %

Sektorové doporučení

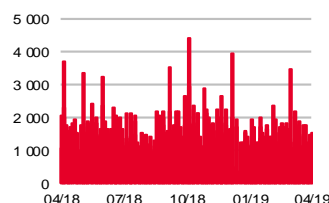
Zvýšit váhu

Roční vývoj ceny akcií (EUR)



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC DANON.PA	Bloom	BN	FP
52týdenní rozmezí	60	-	70
Tržní kap. (mil. EUR)	47776		
Volně obchod. (%)	81		
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	1,0	13,5	6,8
Rel. k indexu*	-1,4	3,2	3,8
Rel. k sektoru**	-2,0	3,6	0,7

* MSCI World

** MSCI World Food Products

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

Danone – Reduced sales growth outlook for 2019 but still better than valuation implies (published on 2 Apr 2019 at 9:30 am CET)*

* na vyžádání v KB Economic & Strategy Res.

Profil společnosti: Danone působí celosvětově v odvětví potravin a nealkoholických nápojů. Společnost byla založena v roce 1899 v Paříži. Jejími čtyřmi základními segmenty jsou: Základní mléčné a rostlinné výrobky, Vody, Kojenecká výživa a Pokročilá zdravá výživa. Danone jako světová jednička ve výrobě čerstvých mléčných produktů prodává desítky globálních a regionálních značek jogurtů včetně nejprodávanějších Dannon a Activia, jogurtových nápojů Actimel a DanActive či řeckých jogurtů Oikos a Danio. Značky Evian, Volvic a Aqua dělají z celé skupiny světovou trojku v balené vodě a Danone je rovněž dvojkou v kojenecké výživě. V Evropě drží prvenství v produktech zdravé výživy. Součástí skupiny je i firma WhiteWave Foods zabývající se biopotravinami.

Strategie: Ambicí společnosti je získat certifikaci B Corporation, čímž chce vyjádřit svůj dlouhodobý závazek vytvářet udržitelnou hodnotu firmy pro všechny. Certifikace B Corp je známkou důvěry pro společnost, které prokazují vysoké standardy sociálního a environmentálního chování. Danone staví na silném strategickém plánu zahrnující tři priority: zrychlení růstu, maximalizace efektivity a rozumná alokace zdrojů. Rostlinné potraviny jsou jádrem růstové strategie společnosti Danone a jejich výrobky Alpro jsou hlavním motorem růstu na evropském trhu. Danone zrychlila tempo inovací v rostlinných potravinách od druhé poloviny 2018 a vznikly tak nové kategorie (rostlinné jogurty, zmrzlina, káva atd.). Před polovinou roku 2018 společnost Danone prodávala výrobky Alpro (její hlavní značka alternativ mléka mimo Spojené státy) napřímo pouze ve Velké Británii, Belgii, Německu a Nizozemsku. V roce 2018 byl přímý prodej zahájen ve Španělsku a ve Francii. Jedná se o trhy s již existující kategorií rostlinných potravin, kde však v současné době dominují prodejci soukromých značek a regionální dodavatelé. Danone plánuje expanzi v letošním roce vstupem do Brazílie, Argentiny, Ruska, Japonska a Číny. Predikce SG letošních tržeb, zisku a marží se nacházejí nad konsensuálními odhady. Podle SG se Danone obchoduje s výrazným diskontem oproti konkurentům na násobcích P/E nebo EV/EBITDA.

Dividendová politika: Výplata dividend definovaná představenstvem zohledňuje její historický vývoj, finanční pozici a výsledky hospodaření a praxi užívanou v sektoru, kde společnost Danone působí. V letech 2017 a 2018 valná hromada schválila možnost, že si každý akcionář může vybrat mezi dividendou vyplacenou v hotovosti nebo ve formě nových akcií Danone. Na valné hromadě naplánované na 25. dubna 2019 management navrhne vyplátit dividendu z loňského zisku ve výši 1,94 EUR na akcii v hotovosti, čímž by tak měla korespondovat s růstem zisku na akcii. Výše dividendy dle managementu odráží zlepšenou důvěru v silnou finanční pozici firmy a další pokrok směrem k vyššímu udržitelnému růstu ziskovosti.

Rizika: expanze s rostlinnými produkty na nových trzích výrazně pod očekáváními s negativním dopadem do růstu tržeb, pokračující pokles v tržbách za mléčné výrobky v EU navzdory zaváděným inovacím, rozšíření bojkotu spotřebitelů vůči cenám výrobků z Maroka na další trhy, výrazný nárůst v cenách vstupních komodit s negativním dopadem do očekávaného zlepšení marží

Očekávané události: 25. duben – Valná hromada akcionářů

7. května – První obchodní den bez nároku na dividendu

25. července – Výsledek za 1H19

| Francie | Farmacie |

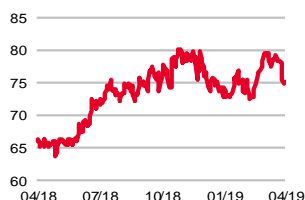
Sanofi

Gena 16.04.19	75 EUR
12m cíl	94 EUR
Pot. růst ceny	24,5 %
Dividenda	3 EUR
Celkový výnos	28,6 %
Stop loss	60 EUR
Pot. ztráta	-20,5 %

Sektorové doporučení

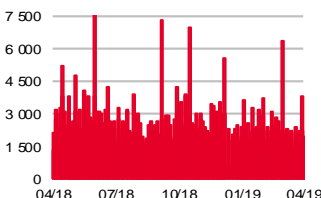
Zvýšit váhu

Roční vývoj ceny akcií (EUR)



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC SASY.PA	Bloom	SAN	FP
52týdenní rozmezí	63	-	80
Tržní kap. (mil. EUR)	94207		
Volně obchod. (%)	90		
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	-5,1	1,6	14,3
Rel. k indexu*	-7,4	-7,6	11,0
Rel. k sektoru**	-2,6	-1,4	7,8

* MSCI World

** MSCI World Pharmaceuticals USD

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

Sanofi – Sustainable growth era ahead (publikováno 27. března 2019 v 15:36 CET)*

Pharmaceuticals – Sustainable growth still undervalued (publikováno 27. března 2019 v 17:35 CET)*

* na vyžádání v KB Economic & Strategy Res.

Profil společnosti: Sanofi je významnou farmaceutickou společností, která vyvíjí a vyrábí léky na předpis a volně prodejné léky. Její **(1) farmaceutická divize** se specializuje na vzácná onemocnění, roztroušenou sklerózu (RS), onkologii, imunologii, cukrovku a kardiovaskulární onemocnění. Hlavními produkty v této oblasti jsou Aubagio (RS), Lantus (diabetes), Lovenox (trombóza) a Plavix (aterotrombóza). Dceřiná společnost Sanofi Pasteur se zabývá výrobou **(2) vakcín** proti chřipce, meningitidě a pneumonii. **(3) Divize volně prodejných léčiv** vyrábí léky proti nachlazení, na bolest a zažívání. Léčiva se vyrábějí přibližně v 75 zařízeních ve 35 zemích, přičemž Spojené státy jsou pro Sanofi největším trhem. Farmaceutická divize generuje kolem 70 % celkových tržeb, přičemž ostatní dva segmenty přispívají shodně po 15 %. Tržby za loňský rok dosáhly 35,7 mld. EUR a na základě předpovědí analytiků ze Société Générale by se měly zvyšovat ročně o přibližně 2 mld. EUR až do roku 2021. Za tímto růstem stojí především dceřiná společnost Genzyme, která vyrábí léky na vzácné nemoci, roztroušenou sklerózu a hemofilii. Dalším zdrojem tržeb jsou nové produkty, hlavně Dupinex, který je na cestě stát se super-trhákem v oblasti imunitně-zánětlivých chorob.

Strategie: Dlouhodobá strategie společnosti Sanofi se zaměřuje na **(1)** úpravu svého portfolia léčiv, **(2)** zjednodušení organizační struktury, **(3)** inovace ve výzkumu a vývoji a **(4)** úspěšné zavádění nových produktů. Sanofi plánuje udržet své vedoucí postavení v oblasti cukrovky a kardiovaskulárních onemocnění, vakcín a vzácných nemocí. Současně také chtějí dosáhnout konkurenceschopného postavení v roztroušené skleróze, onkologii, imunologii a divizi volně prodejných léčiv. Pokud jde o zjednodušení organizace, Sanofi plánuje vytvořit agilnější organizaci prostřednictvím programu snižování nákladů. To představuje sjednocení různých částí společnosti pod jedinou vizí, společným souborem hodnot a společnou kulturou. V neposlední řadě se Sanofi chce více zaměřit na čínský trh, který je po Spojených státech druhým největším. Výše představená strategie se začala implementovat již v posledních letech. V loňském roce Sanofi investovalo více než 1 mld. EUR do svého provozu, což zahrnovalo zvýšení výrobní kapacity a produktivity jak ve výrobních, tak i ve výzkumných zařízeních. V nadcházejících letech firma počítá s obdobně zaměřenými investicemi ve výši okolo 1,5 mld. EUR, které budou financovány z vlastních zdrojů a doposud nečerpaných úvěrových linek. Sanofi je také aktivní v oblasti akvizic. V roce 2018 proběhly dvě akvizice farmaceutických společností specializujících se na vzácné poruchy krve (11,6 mld. USD za firmu Bioverativ) a nanotechnologie (4,8 mld. USD za firmu Ablynx).

Dividendová politika: Společnost Sanofi nemá pevně stanovená pravidla pro dividendovou politiku. Při pohledu na historii vyplácení dividend lze vyzorovat, že Sanofi pravidelně vyplácí alespoň 50 % svého čistého zisku. Vzhledem k výhledům hospodaření management společnosti neočekává žádné významné změny v trendu vyplácení dividend. Ze zisku loňského roku je navržena dividend ve výši 3,07 EUR na akcii.

Rizika: Zhoršení franšizového modelu u léků na cukrovku, nižší penetrace produktů kvůli tvrdšímu konkurenčnímu prostředí nebo stažení výrobků z trhu v důsledku negativních rozsudků v patentových řízeních.

Očekávané události: 30. dubna – Řádná valná hromada akcionářů

9. května – První obchodní den bez nároku na dividendu

| Švédsko | Tabákové výrobky |

Swedish Match

Gena 16.04.19	448 SEK
12m cíl	520 SEK
Pot. růst ceny	16,1 %
Dividenda	11 SEK
Celkový výnos	18,4 %
Stop loss	300 SEK
Pot. ztráta	-33,0 %

Sektorové doporučení

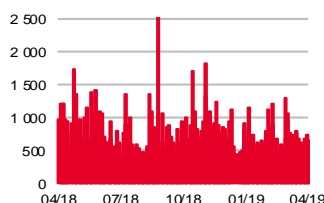
Neutrální

Roční vývoj ceny akcií (SEK)



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC SWMA.ST	Bloom	SWMA SS	
52týdenní rozmezí		342 - 534	
Tržní kap. (mil. EUR)		7534	
Volně obchod. (%)		97	
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	-1,9	15,9	22,3
Rel. k indexu*	-4,2	5,4	18,8
Rel. k sektoru**	0,7	-2,9	48,0

* MSCI World

** MSCI World Tobacco

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

Swedish Match – Doubling of ZYN capacity signals management confidence: Hold=>Buy (publikováno 18. února 2019 v 7:19 CET)*

Swedish Match – The return of price/mix upgrade to Buy on improved long-term prospects (publikováno 18. července 2016 v 17:36 CET)*

* na vyžádání v KB Economic & Strategy Res.

Profil společnosti: Swedish Match vyvíjí, vyrábí a prodává tabákové produkty pod světoznámými značkami. Společnost má tři produktové segmenty, a to **(1)** žvýkáci a šňupací tabák, **(2)** ostatní tabákové produkty, a **(3)** zapalovače. Skrze svou vizi “Svět bez cigaret” se skupina snaží zmírnit negativní dopady užívání tabákových výrobků tím, že nabízí bezdýmne alternativy k běžným cigaretám. Swedish Match má vedoucí postavení ve Skandinávii a třetí pozici ve Spojených státech na trhu žvýkáciho tabáku. Ten se vyrábí ve Švédsku a v Dánsku, zatímco šňupací tabák se produkuje ve Spojených státech. Do tohoto segmentu spadají i beztabákové nikotinové sáčky (např. ZYN) vyráběné ve Švédsku a Spojených státech. Swedish Match je významným hráčem na americkém trhu s doutníky a také největším tamním výrobcem žvýkáciho tabáku. Doutníky jsou vyráběny v Dominikánské republice, kde je firma významným zaměstnavatelem. Swedish Match je lídrem na trhu zápalek a zapalovačů v řadě zemí po celém světě, kde tyto produkty nabízí pod lokálně známými značkami. Zápalky se vyrábí ve Švédsku a Brazílii, zatímco zapalovače se vyrábí především v Nizozemsku, na Filipínách a následně také v Brazílii.

Strategie: Strategie Swedish Match stojí na dvou pilířích, a to: **(1)** byznys pro šňupací a žvýkáci tabák a **(2)** ostatní byznys. Ve Skandinávii bude společnost pokračovat rozvíjení kategorie žvýkáciho tabáku. Swedish Match bude ochraňovat a posilovat vůdčí tržní postavení a značky tím, že se bude soustředit na rozvoj produktů a spokojenost zákazníků. Ve Spojených státech se firma zaměří na rychle rostoucí a rozvíjející se tržní segment, jako například beztabákové nikotinové sáčky či sáčky s vlhčeným tabákem. V odvětví doutníků bude firma selektivně investovat do růstových segmentů s cílem maximalizovat dlouhodobou ziskovost a tvorbu cash flow. Všechny tyto provozní strategie vycházejí z podnikové vize “Svět bez cigaret”.

Dividendová politika: Management společnosti schválil dividendovou politiku s výplatním poměrem 40-60 % z čistého zisku. V posledních několika letech Swedish Match vyplácelo více jak 50 % čistého zisku. Analytici Sociétés Générale očekávají, že v následujících letech by se dividendový výplatní poměr měl stabilizovat na úrovni 51 %. Dividenda ze zisku roku 2018 je stanovena ve výši 10,5 SEK s prvním obchodním dnem bez nároku na ni 10. dubna.

Rizika: Jedno z hlavních rizik je možný pokles tržeb z důvodu nižších prodejů anebo nedostatečného růstu cen za předpokladu, že Swedish Match nedokáže nabídnout atraktivnější produkty než konkurence. Dalším rizikem je ztráta klíčového dodavatele nebo nedodržení předpisů či neetického chování dodavatele, což může být pro skupinu škodlivé a vést k poklesu tržeb v důsledku snížení tržního podílu. Nařízení by mohla mít omezující dopad na to, jak může skupina provozovat svou činnost a jednat se svými akcionáři nebo mít přímý finanční dopad ve formě zvýšených daní nebo uložených poplatků.

Očekávané události: 16. dubna – Navrhovaný den pro výplatu dividend

9. května – Výsledky hospodaření za Q1 19

| Česká republika | Telekomunikace |

O2 Czech Republic

Gena 16.04.19	247 CZK
12m cíl	298 CZK
Pot. růst ceny	20,6 %
Dividenda	21 CZK
Celkový výnos	29,1 %
Stop loss	210 CZK
Pot. ztráta	-15,0 %

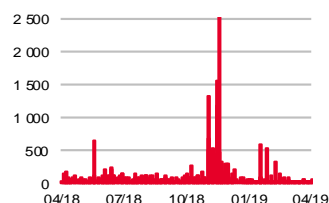
Sektorové doporučení
Snížit váhu

Roční vývoj ceny akcií (CZK)



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC SPTTsp.PR	Bloom	TELEC	CP
52týdenní rozmezí	217	-	290
Tržní kap. (mil. EUR)		2988	
Volně obchod. (%)		17	
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	0,8	2,3	-13,0
Rel. k indexu*	-1,6	-6,9	-15,5
Rel. k sektoru**	-2,3	-6,6	-17,1

* MSCI World

** MSCI World Communication Servi

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/TELECupd_1812
http://bit.ly/TELEC_Q418res

Profil společnosti: Společnost je největším integrovaným poskytovatelem telekomunikačních služeb na českém trhu. Hlasové, internetové a datové služby poskytuje zákazníkům všech segmentů od domácností přes malé a střední firmy až po velké korporace. Významné postavení rovněž zaujímá v segmentu služeb pro státní správu. Společnost patří k největším hráčům v oblasti hostingových a cloudových služeb. Se svou službou O2 TV je největším provozovatelem internetového televizního vysílání v Česku. V mobilní síti O2 CZ nabízí své služby také virtuální operátoři. Na Slovensku nabízí O2 Slovakia mobilní služby pro rezidentní zákazníky a zákazníky z řad menších a středních firem. Od roku 2017 poskytuje bezdrátový internet a digitální televizi O2 TV.

Strategie: Společnost neposkytlá žádnou oficiální střednědobou strategii se stanovenými cíli. Kromě efektivního řízení nákladů a rozvoje mobilních i fixních sítí chce nabízet velké množství dodatečných služeb. Nejviditelnější jsou placené televizní kanály s atraktivním sportovním obsahem, vedle toho pak i například financování a zprostředkování pojištění zakoupených mobilních přístrojů, cestovní pojištění nebo řešení pro elektronickou evidenci tržeb. Společnost stále čelí poklesu výnosů ze segmentu pevných linek, který kompenzuje nárůstem příjmů z mobilního sektoru v ČR a na Slovensku. Proto v horizontu pěti let očekáváme pouze velmi mírný nárůst tržeb i ziskovosti. 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. 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: V roce 2015 zveřejnil management střednědobou dividendovou politiku vyplácet akcionářům dividendy ve výši 90 až 110 % čistého nekonsolidovaného zisku. Kromě toho v roce 2016 společnost oznámila, že nad rámec výplaty běžné dividendy plánuje vyplatit emisní ážio v celkové výši 36 CZK na akcii. Z této částky bylo již za poslední dva roky vyplaceno 8 CZK na akcii. Letošní celkovou distribuci akcionářům očekáváme totožnou s tou loňskou, tj. 21 CZK na akcii, která je složena ze 17 CZK jako dividendy z loňského čistého zisku a 4 CZK jako část emisního ážia. To představuje dividendový výnos ve výši 8,5 %. Věříme, že společnost je schopna takto vysokou výplatu držet i v budoucnu. Distribuce emisního ážia by měla vyrovnávat dividendu placenou ze zisku takovým způsobem, aby celková výplata byla dlouhodobě stabilní.

Kromě toho společnost realizuje program zpětného odkupu akcií, který schválila v prosinci 2015. V pětiletém horizontu je v plánu odkup až do výše 8 mld. CZK nebo 10 % celkového objemu akcií. Během loňského roku k žádným nákupům vlastních akcií nedošlo. Poslední obchod se uskutečnil v polovině prosince 2017, od kdy O2 drží bezmála 8,7 mil. vlastních akcií, což představuje 2,8 % celkového počtu, za souhrnnou pořizovací cenu 2,2 mld. CZK.

Rizika: Sektor telekomunikací podléhá vysoké regulaci. Aktuálně se vláda chystá omezit výši ceny za mobilní data, zlepšit situaci pro virtuální operátory a umožnit vstup čtvrtého operátora na český trh. Za riziko lze považovat i případný neúspěch v nadcházející aukci kmitočtů či výrazné posílení koruny vůči euru s negativním dopadem do ziskovosti na Slovensku vyjádřené v CZK.

Očekávané události: Management by měl v následujících týdnech oznámit návrh dividendy z loňského zisku včetně části emisního ážia. Valná hromada by se mohla uskutečnit v květnu či červnu.

| Česká republika | Tabákové výrobky |

Philip Morris ČR

Gena 16.04.19	15 380 CZK
12m cíl	18 308 CZK
Pot. růst ceny	19,0 %
Dividenda	1 600 CZK
Celkový výnos	29,4 %
Stop loss	12 000 CZK
Pot. ztráta	-22,0 %

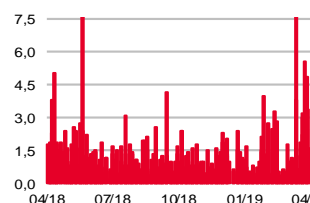
Sektorové doporučení
Neutrální

Roční vývoj ceny akcií (CZK)



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC TABKsp.PR	Bloom	TABAK CP
52týdenní rozmezí	13980 -	17780
Tržní kap. (mil. EUR)	1646	
Volně obchod. (%)	22	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	6,7	6,1 -13,0
Rel. k indexu*	4,1	-3,5 -15,5
Rel. k sektoru**	9,5	-11,1 5,3

* MSCI World

** MSCI World Tobacco

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/PMCR_2H18resCZ
http://bit.ly/PMCR201812_updCZ

Profil společnosti: Philip Morris ČR je společností v rámci skupiny Philip Morris International a je největším výrobcem a prodejcem tabákových výrobků a rovněž distributorem bezdýmných tabákových výrobků HEETS, zařízení IQOS a s ním souvisejícího příslušenství v České republice. Současně také působí, skrze svůj 99% obchodní podíl v dceřiné společnosti Philip Morris Slovakia, na Slovensku. Philip Morris ČR zaměstnává téměř 1200 zaměstnanců, z nichž většina pracuje ve výrobním závodě v Kutné Hoře. Do něj se v posledních letech postupně přesouvala výroba běžných cigaret z jiných evropských zemí. Dělo se tak kvůli zavedení nové bezdýmné technologie na světový trh a soustředění vybraných evropských závodů na výrobu náplní HEETS. Dle vyjádření provozního ředitele Philip Morris International Jacka Olczaka se výrobní závod v Kutné Hoře, který aktuálně exportuje 80 % své produkce cigaret, jednoho dne plně přeorientuje na výrobu HEETS.

Strategie: Aktuální vizí a strategií celé skupiny Philip Morris International je podpora a rozšíření prodeje bezdýmné technologie IQOS a náplní HEETS. Firma argumentuje údajně až 95% snížením zdravotní zátěže v porovnání s běžnými cigaretami. Celosvětové predikce prodeje náplní HEETS do roku 2025 počítají s nárůstem počtu prodaných kusů z 41 mld. kusů ve 2018 na více jak 250 mld. kusů ve 2025. Současně s tím také Philip Morris International počítá s přirozeným poklesem spotřeby běžných cigaret a také kanibalizací díky nové technologii. Důsledkem těchto faktorů je pokles produkce běžných tabákových výrobků z 767 mld. kusů ve 2018 na méně než 550 mld. kusů ve 2025. Tuto skupinovou strategii se snaží naplňovat také Philip Morris ČR, což dokazují poslední zveřejněné hospodářské výsledky za loňský rok. Celkové tržby meziročně vzrostly o více jak 15 % z 12,2 mld. CZK na 14,1 mld. CZK, když hlavním vlivem tohoto růstu byly prodeje IQOS a HEETS ve výši 2,4 mld. CZK. Svědčí o tom také růst tržního podílu HEETS na tabákovém trhu. V České republice došlo k meziročnímu nárůstu z 0,4 % ve 2017 na 2,6 % ve 2018. Na Slovensku byl růst ještě výraznější, a to z 0,4 % na 3,7 %.

Dividendová politika: Philip Morris ČR historicky vyplácí 100 % svého čistého zisku, výjimkou byl v nedávné historii pouze rok 2017, kdy se výplatní poměr jednorázově snížil na 85 %. Aktuálně navržená dividenda za rok 2018 ve výši 1600 CZK představuje opět 100% výplatní poměr a navíc i výplatu části nerozděleného zisku minulých let. Do budoucna se dá předpokládat, že by firma mohla pokračovat ve výplatě 100 % čistého zisku.

Rizika: Vzhledem k tomu, že u bezdýmné technologie je PMČR pouze distributor s omezeným rizikem spojeným s komercializací, tak je tomu úměrná i obchodní marže na rozdíl od role distributora cigaret nesoucího plná rizika. Tudiž, pokud se nezmění stávající trend spotřebitelských preferencí ve vztahu k výrobkům se sníženým rizikem a pokles objemů prodeje tabákových výrobků určených ke kouření, jež se nepodaří kompenzovat zvyšováním cen, bude zrychlovat, v dlouhodobém horizontu nelze očekávat, že pokles zisku z prodeje portfolia tabákových výrobků určených ke kouření bude nezbytně plně kompenzován zvýšením zisku z nárůstu prodeje výrobků se sníženým rizikem. Dalšími riziky jsou skokové změny spotřebních daní, alternativy stávajících produktů či konkurence.

Očekávané události: 17. dubna – První obchodní den bez nároku na dividendu
26. dubna – Řádná valná hromada akcionářů

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 případech, 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 vyplývajícemu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. 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>

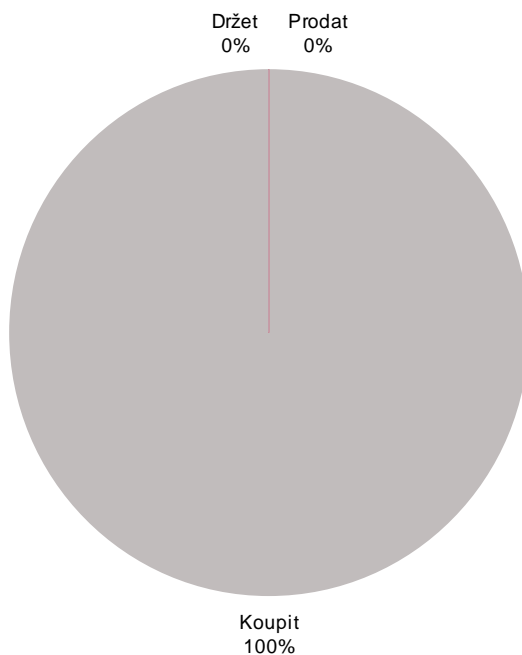
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 premie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení zohledňuje také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v období 3-6 měsíců po vydání doporučení. Cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou tak nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců následujících po období prvních 3-6 měsíců od vydání doporučení. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (9 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Doporučení KB Equity Research pro 12měsíční horizont

KOUPIT: odhadovaný celkový výnos ve výši 15 % a více v horizontu následujících 12 měsíců

DRŽET: odhadovaný celkový výnos ve výši 0 až 15 % v horizontu následujících 12 měsíců

PRODAT: odhadovaný celkový výnos nižší než 0 % v horizontu následujících 12 měsíců

Celkový výnos pro akcionáře znamená odhad cenového zhodnocení akcie plus všechny odhadované peněžní dividendy včetně příjmů z mimořádných dividend vyplacených v následujících 12 měsících. Konkrétní doporučení je určeno podle odhadovaného celkového výnosu uvedeného výše v čase zahájení pokrývání akcie nebo změny doporučení. V 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	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	GBP 342	USD 5,2	CZK 620	pokryvání	CZK 484	CZK 97	CZK 298	CZK 924	CZK 18308	EUR 27
Datum	15.6.2018	28.3.2019	11.6.2018	9.5.2018	26.9.2018	7.3.2019	12.12.2018	1.4.2019	3.12.2018	11.9.2018
Cena v den publikace	GBP 214	USD 3,8	CZK 557	CZK 206	CZK 282	CZK 79,9	CZK 239	CZK 782	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	držet	koupit	koupit
Cílová cena		USD 5	CZK 542	CZK 198		CZK 93	CZK 270	CZK 924	CZK 17546	EUR 26
Datum		27.7.2017	20.9.2017	4.1.2018		6.3.2018	18.9.2017	26.10.2018	22.8.2017	3.3.2017
Doporučení		koupit	držet	koupit		koupit	držet	v revizi	držet	
Cílová cena		USD 4,2	CZK 448	CZK 198		CZK 90	CZK 267	v revizi	CZK 13500	
Datum		27.4.2017	14.9.2016	30.11.2017		17.8.2017	31.1.2017	17.5.2018	25.5.2017	
Doporučení		koupit	koupit	v revizi		koupit	koupit	prodat	koupit	
Cílová cena		USD 3,7	CZK 420	v revizi		CZK 95	CZK 267	CZK 876	CZK 13500	
Datum		10.3.2017	12.2.2016	9.11.2017		9.6.2017	9.12.2016	13.9.2017	13.6.2016	
Doporučení				držet			držet	prodat		
Cílová cena				CZK 128			CZK 260	CZK 876		
Datum				12.6.2017			22.3.2016	13.9.2017		
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
Akcioví analytici Miroslav Frayer (420) 222 008 567 miroslav_frayer@kb.cz	Jiří Kostka (420) 222 008 560 jiri_kostka@kb.cz	František Táborský (420) 222 008 598 frantisek_taborsky@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

Hlavní ekonom SG Poland Jaroslav 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
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
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
		Velká Británie Brian Hilliard (44) 20 7676 7165 brian.hilliard@sgcib.com
		Indie Kunal Kumar Kundu (91) 80 6716 8266 kunal.kundu@sgcib.cz
		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.ciotteau@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
Jorge Garayo (44) 20 7676 7404 jorge.garayo@sgcib.com	Marc-Henri Thoumin (44) 20 7676 7770 marc-henri.thoumin@sgcib.com	Kevin Ferret (44) 20 7676 7073 kevin.ferret@sgcib.com
Jason Simpson (44) 20 7676 7580 jason.simpson@sgcib.com		
Měnové kurzy Kit Juckes (44) 20 7676 7972 kit.juckes@sgcib.com	Měnové deriváty Olivier Korber (33) 1 42 13 32 88 olivier.korber@sgcib.com	Alvin T. Tan (44) 20 7676 7971 alvin-t.tan@sgcib.com
Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů Jason Daw (65) 6326 7890 jason.daw@sgcib.com		
Régis Chatellier (44) 20 7676 7354 regis.chatellier@sgcib.com	Phoenix Kalen (44) 20 7676 7305 phoenix.kalen@sgcib.com	Kiyong Seong (852) 2166 4658 kiyong.seong@sgcib.com
Bertrand Delgado +1 212 278 6918 bertrand.delgado-calderon@sgcib.com		Marek Dřimal (44) 20 7550 2395 marek.drimal@sgcib.com