

Pololetní zpráva

# Akciové výhledy

Globální nejistoty stále vyvolávají obavy



■ **První měsíce roku byly pozitivně ovlivněny oživením na trzích po výprodejích z konce 2018:** V prosinci 2018 trhy zasáhly silné výprodeje, které snížily cenovou základnu a umožnily tak trhům významně růst. To bylo dále podpořeno pozitivním očekáváním ohledně uzavření obchodní dohody mezi Spojenými státy a Čínou.

■ **Květen přinesl na akciové trhy výprodejovou vlnu:** Stalo se tak po částečném selhání snah na uzavření obchodní dohody s Čínou. Situace mezi oběma zeměmi je doteď vyhrocená. Další pokles způsobily hrozby amerického prezidenta Donalda Trumpa na uvalení dovozních cel na mexické zboží. Červen přinesl vyřešení mexických cel a trhy začaly korigovat květnové ztráty.

■ **Výhled pro druhou polovinu letošního roku není růžový:** Vzhledem k nejasným závěrům a přetrvávajícím obavám spojeným s obchodními válkami a brexitem a očekávané recesi ve Spojených státech v polovině příštího roku přistoupila Société Générale k další redukci rizika ve svém globálním portfoliu. Vnímáme především tlaky na pokles globálních akciových indexů.

■ **Sektorové rozložení:** Preferujeme více defenzivní tituly se zaměřením na kvalitu ziskovosti a vyšší dividendové výnosy. Utility, výrobci nealkoholických nápojů nebo realitní společnosti jsou nové sektory s doporučením *Nadvážit*.

■ **Pražská burza:** Věříme, že index PX je schopen předčít vývoj západoevropských konkurentů a dosáhnout letos dvouciferného růstu.



**Miroslav Frayer**  
(420) 222 008 567  
miroslav\_frayer@kb.cz



**Jiří Kostka**  
(420) 222 008 560  
jiri\_kostka@kb.cz

SOCIÉTÉ  
GENERALE  
GROUP

Statistika BCPP

	2014	2015	2016	2017	2018	5/2019
Index PX	947	956	922	1 078	987	1 044
% změna (CZK)	-4,3	1,0	-3,6	17,0	-8,5	5,8
% změna (USD)	-16,7	-7,0	-6,9	41,1	-13,6	2,8
Objem obchodů (mil.CZK)	158 222	169 202	163 580	140 741	142 125	50 366
Objem obchodů (mil.USD)	7 648	6 941	6 687	6 002	6 557	2 213
Tržní kapitalizace (mil.CZK)	1 018 162	1 011 989	1 020 891	1 208 467	1 095 553	1 158 362
Tržní kapitalizace (mil.USD)	44 434	40 696	39 844	56 888	48 753	50 051

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	92,0	98,5	Koupit	14.VI.18	95,0	62,5
CEZ	542,5	717,0	Koupit	10.VI.19	585,0	514,0
CME	90,0	117,9	Koupit	28.III.19	95,0	62,0
Erste Bank	824,0	1 178,1	Koupit	6.V.19	936,5	681,0
Kofola	290,0	484,0	Koupit	26.IX.18	381,0	267,0
Komerční banka	895,0	-	-	-	964,5	812,5
Moneta Money Bank	77,5	97,0	Koupit	2.III.19	82,8	70,0
O2 CR	230,5	298,0	Koupit	12.XII.18	261,9	212,8
PFNonwovens	750,0	924,0	Koupit	26.X.18	940,0	734,0
Philip Morris CR	13 800,0	18 308,0	Koupit	3.XII.18	15 920,0	13 360,0
Stock Spirits	68,0	-	-	-	71,9	55,2
VIG	590,0	668,0	Koupit	11.IX.18	652,0	512,0

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, \* cena k 17. červnu 2019 9:08 CET

Přehled společností

	Poslední cena	Změna 1 měsíc	Změna od začátku roku CZK	Průměrné denní obchody USD	1-5/2019 (mil. CZK)	1-5/2019 (mil. USD)
Společnost	17.VI.19	(%)	(%)	(%)		
Avast	89,0	-2,7	9,2	7,5	6,4	0,3
CEZ	544,5	3,5	1,6	0,0	127,7	5,6
CME	93,0	9,3	49,3	47,0	11,3	0,5
Erste Bank	820,6	-1,6	15,2	13,5	76,6	3,4
Kofola	291,0	-4,0	2,8	1,3	2,1	0,1
Komerční banka	904,0	6,1	6,7	5,1	127,4	5,6
Moneta Money Bank	76,5	5,7	5,4	3,8	89,9	3,9
O2 CR	225,5	-8,2	-4,2	-5,6	15,1	0,7
PFNonwovens	740,0	-0,8	-8,2	-9,6	1,7	0,1
Philip Morris CR	13 660,0	-0,7	-2,0	-3,5	20,8	0,9
Stock Spirits	66,0	-2,9	7,5	5,9	1,0	0,0
VIG	591,5	-4,6	12,0	10,3	4,2	0,2

Zdroj: BCPP, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; \* poslední cena k 17. červnu 2019 9:08 CET

## Čerstvý vítr v novém roce



**Jiří Kostka**  
(420) 222 008 560  
jiri\_kostka@kb.cz

Globální akciový index



Zdroj: Bloomberg; MSCI World index

První pololetí tohoto roku bylo ve znamení oživení na akciových trzích s tím, že neúspěšnějším obdobím byl první kvartál. V květnu došlo k mírné korekci směrem dolů, kterou trhy aktuálně umazávají a opětovně rostou. Celosvětový index MSCI v prvním pololetí posílil o více jak 12 %. Akciím rozvinutých trhů se dařilo nepochybně lépe, když jejich zisky byly vyšší než 13 %. Především květnové výprodeje způsobily, že Index MSCI pro rozvíjející se trhy si polepšil o více jak 6 %. Při pohledu na konkrétní regiony se hůře oproti celosvětovému MSCI dařilo japonskému indexu Nikkei 225, jehož hodnota vzrostla o 8 %. Srovnatelný výsledek s MSCI World zaznamenal evropský index Stoxx 600, který přidal kolem 12 %. Jak už je tomu téměř zvykem, naprostým vítězem se stal širší americký index S&P 500. Díky tomu, že po celou dobu rostl nepochybně více než ostatní indexy a především v závěru pololetí se dokázal rychleji a energičtěji vzpamatovat z květnového poklesu, dosáhl růstu téměř 15 %.

Vývoj hlavních akciových indexů v průběhu prvního pololetí letošního roku (1. ledna 2019 = 100)



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

Do května trhy s nadějí očekávaly ukončení obchodní války mezi Spojenými státy a Čínou.

**Nutno podotknout, že akciové trhy měly vytvořeny dokonalé podmínky pro tak úspěšný start do nového roku, když v samotném závěru loňského roku došlo k silným výprodejům na globálních trzích.** Jen v průběhu ledna téměř všechny hlavní indexy posílily kolem 7 %. V prvních měsících trhům pomáhaly i naděje na uzavření obchodní dohody mezi Spojenými státy a Čínou. Přicházela řada pozitivních zpráv o průběhu dílčích jednání a vše nasvědčovalo brzkému konci obchodní války. Nicméně počátkem května přišla pro akciové trhy studená sprcha, když americký prezident Donald Trump oznámil plán na zvýšení sazeb dovozních cel na čínské zboží v hodnotě 200 mld. USD z 10 % na 25 % s platností během následujícího týdne. Současně také Trump pohrozil, že je připraven uvalit 25% cla na zbývající čínské dovozy ve výši 325 mld. USD. Důvodem jeho rozhodnutí byly údajné snahy Číny na přejednávání částí obchodní dohody, což Trumpovi přišlo nepřijatelné. Bohužel od této chvíle se vztah mezi oběma zeměmi začal výrazně ochlazovat. Následovalo vzájemné obviňování, kdo může za neuzavření obchodní dohody, a napětí sílilo. Během pár dnů tak došlo k nevyhnutelnému, když Spojené státy zvýšily dovozní cla na čínské zboží na 25 %. Čína nenechala trhy dlouho čekat se svým odvetným opatřením, kdy s platností od 1. června došlo ke zvýšení dovozních cel z 5 a 10 % pro různé druhy zboží na jednotných 25 % pro celkový objem amerického zboží v hodnotě 60 mld. USD.

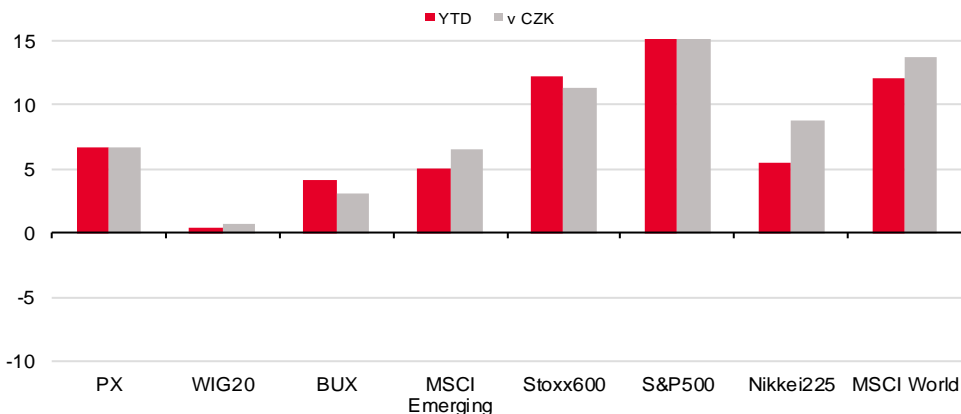
Květen byl ve znamení zvýšené volatility a výprodejů kvůli dočasnému selhání obchodních jednání s Čínou.

V závěru května se na trzích objevil staronový faktor inverzní dluhopisové křivky, když rozdíl mezi 3měsíční sazbou a 10letým výnosem propadnul na nejnižší úroveň od března. Inverzní křivka byla v minulosti předzvěstí několika následných recesí. Aby toho nebylo málo, tak počátkem června se Trump pustil do Mexika, kterému americký prezident hrozil uvalením 5% dovozních cel na veškeré mexické zboží s platností od 10. června. Tato cla by se mohla vyšplhat až na 25 % v říjnu, tedy nárůst o 5 % měsíčně. Důvodem této hrozby byla dle Trumpa neřešená imigrační politika ze strany Mexika. Netrvalo to ani týden a obě země se dohodly na řešení situace a Trump odvolal plán na uvalení cel. Nic tak nebránilo příchodu vlny optimismu na akciové trhy, které začaly korigovat květnové výprodeje. Situaci v květnu přehledně zachycuje index VIX, ukazující na rozkolísanost trhů, respektive panující nejistotu a obavy mezi investory.

Index strachu



Srovnání akciových indexů v první polovině letošního roku (%)



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

Pražský parket si drží náskok před středoevropskými trhy.

**Vývoj akciového indexu pražského parketu kopíroval dění na globálních trzích s celkovým ziskem téměř 7 % za první pololetí.** I když je tento výsledek hluboce pod úrovní výkonnosti amerického indexu S&P 500, tak v porovnání se svými středoevropskými konkurenty si pražská burza vedla nadprůměrně. Maďarský BUX ve stejném období vzrostl o více jak 6 % a polský WIG20 se po hlubokém květnovém propadu dostal přibližně na úroveň z konce minulého roku. Z grafu výše vyplývá, že výkonnost pražské burzy se pohybovala přibližně na poloviční úrovni, jako tomu bylo v případě amerického indexu S&P 500. Vzhledem k tomu, že se měnové kurzy amerického dolaru i eura aktuálně obchodují přibližně na stejných úrovních jako v závěru roku, tak se výkonnost indexů v korunovém vyjádření příliš neliší.

Mediální skupina CME s velkým náskokem vyhrála pomyslný závod výnosnosti akciových titulů.

**Na pražském parketu nejvíce hodnotu investice zvýšily svým majitelům akcie mediální skupiny CME.** Tržní kapitalizace společnosti vzrostla o více jak 49 % (v korunovém vyjádření). Tento růst byl primárně umožněn velmi nízkou srovnávací základnou ceny akcií na konci roku, kdy CME silně utrpělo výprodejem na trzích. Následné oživení akciového trhu podpořené velmi solidními výsledky hospodaření za rok 2018 a první čtvrtletí 2019 vystřelily cenu akcií CME na první příčku pomyslného pelotonu. Firma dosahovala rekordní ziskovosti a současně se jí dařilo snižovat své zadlužení. S velkým odstupem za CME druhou příčku obsadila finanční skupina Erste Group se ziskem téměř 15 %. I když výsledky hospodaření nebyly tak

oslňující jako v případě CME, i tak překonaly očekávání a dopomohly k růstu ceny akcií. Třetí příčka patří pojišťovně VIG, jejíž akcie si polepšily o více jak 12 %. Důvodem jsou opět solidní hospodářské výsledky díky stále velmi slušným makroekonomickým podmínkám na trzích, kde pojišťovna působí.

Jednoznačně nejztrátovější společností pražského parketu se za první polovinu roku stala textilka PFNonwovens.

Na opačné straně pomyslného pelotonu se do ztráty za první pololetí propadly celkem tři akciové tituly. **Nejhůře dopadla textilka PFNonwovens, když utrpěla ztrátu přes 8 %.** Společnost je zajímavá spíše pro dlouhodobější investory než pro krátkodobé, a to i vzhledem k aktuální absenci dividendové politiky a relativně nízkému free floatu.

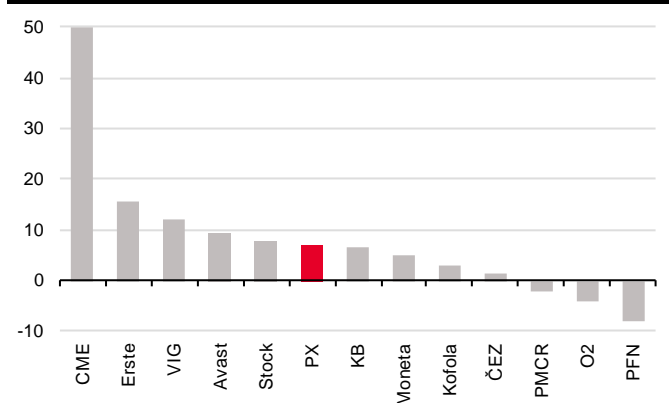
Druhou příčku obsadil

telefonní operátor O2 Czech Republic s poklesem ceny akcií o téměř 5 % od počátku roku. Hlavním důvodem poklesu je především dividendy ve výši 21 CZK na akcii, když od 3. června jsou akcie O2 již obchodovány bez nároku na ni. Třetí nejztrátovější akcií je tabáková společnost Philip Morris ČR. Její ztráta dosahuje 3 %. A stejně jako v případě O2 je způsobena dividendou. Tu v případě PMČR valná hromada odhlasovala ve výši 1600 CZK na akcii, přičemž došlo k výplatě části nerozděleného zisku minulých let. Výše této dividendy byla velkým překvapením prvního pololetí na pražské burze. Nutno podotknout, že pokud bychom započítali dividendy do výkonnosti akcií, tak by za první pololetí měl pražský parket pouze jeden ztrátový titul, a to PFNonwovens.

Akcie energetické společnosti ČEZ jsou dle nás značně podhodnocené a prozatím jejich cena neodráží tržní podmínky.

Dle nás jsou aktuálně nejzajímavější na pražské burze akcie ČEZ. Již déle než rok totiž jejich cena osciluje v pásmu 520 až 580 CZK. K tomu navíc od počátku loňského roku dochází k divergenci ceny akcií ČEZ vs. ceny elektřiny. Dříve tyto hodnoty spolu těsně korelovaly, nicméně v posledních dvou letech došlo k významnému růstu cen elektřiny na burze, zatímco cena akcií ČEZ tento vývoj nijak významně nereflektuje. I při porovnání s podobnými společnostmi, jako je například francouzská Electricite de France, tempo růstu cen akcií ČEZ silně zaostává za EDF. Akcie ČEZ se od počátku roku 2018 zhodnotily přibližně o 9 %, zatímco akcie EDF přidaly přes 17 % své hodnoty. Nicméně výhled na nadcházející roky máme pro ČEZ velmi pozitivní, kdy by mělo docházet ke značnému růstu ziskovosti právě díky vyšším cenám elektřiny. Hlavní faktor zabraňující růstu cen akcií, výstavba jaderných bloků, se dostává do pozadí, když se finální rozhodnutí oddálilo o řadu let. Detailnější informace můžete nalézt v naší aktuální analýze ČEZ<sup>1</sup>.

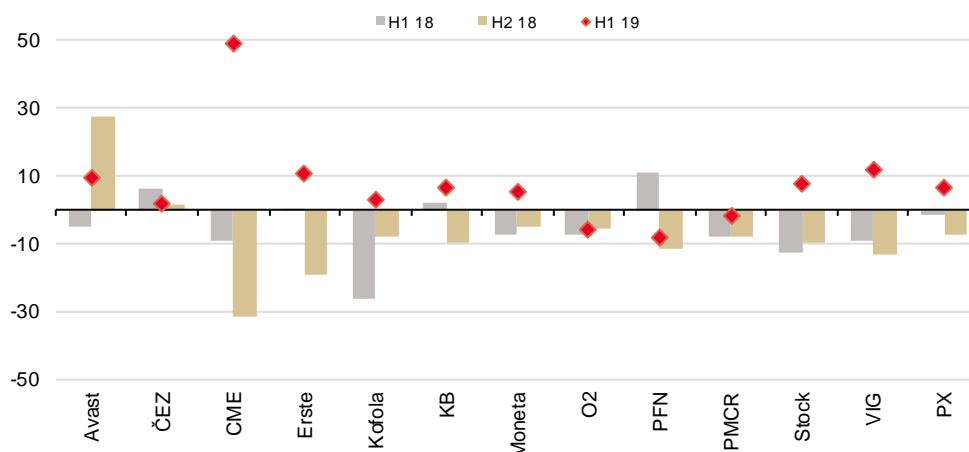
Výkonnost titulů na PSE v prvním pololetí 2019 (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, \*data z 14. června 2019

<sup>1</sup> Analýza ČEZ – Ponecháváme doporučení Koupit a zvyšujeme cílovou cenu na 717 CZK vydaná 10. června v 7:33 ke stažení na [http://bit.ly/CEZ\\_upd1906](http://bit.ly/CEZ_upd1906)

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



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

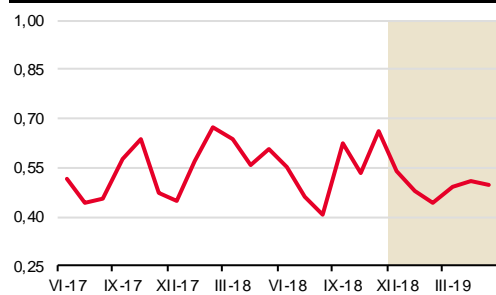
Nižší obchodní aktivita mírně zamíchala s pořadím, když Philip Morris předstihl O2.

**První polovina letošního roku byla ve znamení nižší obchodní aktivity na pražském parketu.** Průměrný denní objem

dosáhl 480 mil. CZK, což je jedna z historicky nejnižších hodnot. Pět nejobchodovanějších titulů představovalo více jak 90 % celkového zobchodovaného objemu. ČEZ neustále potvrzuje pozici nejatraktivnějšího titulu s 26,4% podílem. Komerční banka se svými 26,3 % zaujala druhou pozici v žebříčku

nejobchodovanějších titulů pražské burzy. V jejím závěsu jsou akcie Moneta Money Bank s 19% podílem, následované třetí bankou na burze, Erste Group, která dosáhla 16 %. Pětici nejzajímavějších titulů výjimečně doplnila tabáková firma Philip Morris se 4 % a předběhla tak O2 Czech Republic se ziskem 3% podílu na obchodní aktivitě.

Průměrný denní objem obchodů (mld. 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 snížila váhu akcií ve svém globálním portfoliu na 35 % a ponechala doporučení *Podvážit*.

Náš výhled pro akciové trhy je založen na předpovědích Société Générale (analýza *Multi Asset Portfolio – Increase focus on bonds as cyclical risks are growing* zveřejněná 5. června 2019, 13:02 CET a *The Big Picture – Buckle up* z 3. června 2019, 17:37 CET). Vzhledem k nejasným závěrům a přetrvávajícím obavám spojeným s obchodními válkami a brexitem a očekávané recesi ve Spojených státech v polovině příštího roku přistoupila Société Générale k další redukci rizika ve svém globálním portfoliu. **Výsledkem bylo snížení váhy akcií na 35 % z předchozích 40 % s doporučením *Podvážit* a podnikových dluhopisů z 15 % na 12 % (doporučení *Nadvážit*).** Naproti tomu ale zvýšila váhu státních dluhopisů z 25 % na 35 % (*Nadvážit*).

Cíle SG a KB pro akciové indexy

Index	Aktuálně 14.06.	IX/19 odhad	XII/19 odhad	I/20 odhad	II/20 odhad	XII/20 odhad	změna 1 rok (%)
<b>S&amp;P 500 (USA)</b>	<b>2 892</b>	<b>2 500</b>	<b>2 700</b>	<b>2 500</b>	<b>2 600</b>	<b>2 800</b>	<b>-10,1</b>
<b>Stoxx 600 (Evropa)</b>	<b>380</b>	<b>325</b>	<b>330</b>	<b>310</b>	<b>320</b>	<b>350</b>	<b>-15,9</b>
FTSE 100 (V.Británie)	7 369	6 500	6 600	6 000	6 200	6 800	-15,9
CAC 40 (Francie)	5 376	4 700	4 800	4 400	4 500	4 800	-16,3
DAX 30 (Německo)	12 169	10 500	11 000	10 000	10 250	11 000	-15,8
FTSE MIB (Itálie)	20 563	17 500	18 000	16 000	16 500	18 000	-19,8
IBEX 35 (Španělsko)	9 205	8 000	8 200	7 500	7 700	8 200	-16,4
<b>Nikkei 225 (Japonsko)</b>	<b>21 117</b>	<b>20 300</b>	<b>20 600</b>	<b>20 000</b>	<b>20 800</b>	<b>22 000</b>	<b>-1,5</b>
MSCI China (Čína)	76	70	75	75	78	82	2,7
KOSPI 200 (Jižní Korea)	270	250	255	265	270	285	-0,2
Nifty50 (Indie)	11 851	11 800	12 500	11 800	12 300	14 000	3,8
MSCI AC Asie ex. Japonsko	629	590	620	600	625	675	-0,6
<b>PX (KB/SG, tržní ceny)</b>	<b>1 051</b>	<b>1 130</b>	<b>1 200</b>	<b>1 280</b>	<b>1 300</b>	<b>1 352</b>	<b>23,7</b>
<b>PX (KB/SG, konsensus)</b>	<b>1 051</b>	<b>1 130</b>	<b>1 220</b>	<b>1 300</b>	<b>1 330</b>	<b>1 383</b>	<b>26,6</b>

Zdroj: SG Cross Asset Research (Multi Asset Portfolio z 5. června 2019); Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; \* aktuální cena je k 14. červnu 2019 10:50 CEST

Trhy počítají se snížením sazeb během letošního roku. Uvolnění měnových podmínek během léta se nám zdá být příliš brzké.

První polovina letošního roku přinesla zisky akciovým trhům, nicméně pro jeho druhou polovinu zůstáváme při zemi. Vnímáme především rizika pro pokles globálních akciových indexů. **Dle nás by se nedávná eskalace problémů ve vyjednávání obchodní dohody mezi USA a Čínou mohla nepříznivě dolehnout na makroekonomické ukazatele ve Q3 19 a dále tak zvýšit pravděpodobnost globálního zpomalení či recese ve Spojených státech.** Vzhledem k tomu, že akciové trhy hospodářský cyklus předbíhají o zhruba 6 až 9 měsíců, dopady předpokládaného ekonomického útlumu by měly být cítit v závěru letošního roku. Slabost cyklických ukazatelů by tak měly přimět Fed k mnohem holubičímu náhledu na svoji měnovou politiku. Trhy v současné době kalkulují prakticky se 100% pravděpodobností, že na konci roku dojde ke snížení úrokových sazeb. Vysoká pravděpodobnost (85 %) tohoto kroku ale existuje již pro červencové zasedání americké centrální banky. Société Générale zatím pro letošní rok očekává stabilitu a snižování sazeb až v příštím roce. Ačkoliv si dovedeme představit snížení sazeb již na konci letošního roku, uvolnění měnových podmínek během léta považujeme za předčasné.

Po očekávaném propadu S&P 500 ve Q3 19 předpokládáme jeho stabilizaci.

**Americký akciový index S&P 500 by měl dle nás do léta 2020 oscilovat v pásmu 2500 až 2800 bodů, což je rozmezí pod jeho současnou úrovní.** V průběhu Q3 19 by měl zaznamenat nejvýraznější propad v reakci na slabé makroekonomické indikátory a spíše vyčkávací taktiku Fedu, což by mělo zchladit tržní očekávání na červencové snížení sazeb. Nepředpokládáme však žádné masivní výprodeje přes panující pesimismus na trzích vzhledem k tomu, že se nám zdá být současné ocenění S&P 500 v relaci k makroekonomickým fundamentům jako odpovídající. Předpokládaný posun americké centrální banky k více holubičímu postoji by pak měl zastavit jeho další pokles ve Q4 19, kdy očekáváme i určitou



korekci letních ztrát, která by měla být následována stabilizací v uvedeném rozmezí 2500 až 2800 bodů.

Evropské akcie setrvávají pod výprodejním tlakem.

**Evropský trh rozhodně nebude imunní vůči globálnímu akciovému výprodeji, když prostor pro další uvolňování měnových podmínek ECB je velmi limitovaný.** Převrstvování portfolií v neprospěch evropských akcií, oslabující dolar a politická nejistota v souvislosti s vývojem ohledně brexitu a v Itálii bude tlačit akciové indexy dolů. Švýcarský SMI by měl být mnohem odolnější v čase zvýšené volatility, zatímco britský FTSE 100 bude pravděpodobně velmi citlivý na pohyb libry.

Čína a Indie jsou námi preferované země v Asii.

**Pro letošní rok předpokládáme, že asijské akcie již v cenách z velké části zakalkulovaly špatné zprávy a slabší makroekonomické ukazatele** a měly by tak být relativně méně citlivé na globální vývoj, pokud se v nadcházejících měsících nenaplní nejhorší scénáře celosvětové obchodní války a hluboké globální recese. Pro roky 2020 a 2021 vidíme spíše potenciál k růstu, když by se měly zlepšit likviditní podmínky na trhu se zlepšujícím se růstovým výhledem, a to zejména v Číně a exportně orientovaných asijských ekonomikách.

Další posun k defenzivním akciovým titulům.

**V sektorovém rozložení směřuje Société Générale opět více k defenzivním titulům se zaměřením na kvalitu ziskovosti a vyšší dividendové výnosy.** Zároveň preferuje společnosti s expozicí na domácí ekonomiku a působící v méně cyklických odvětvích, čímž by se měla snížit citlivost na rizika plynoucí z obchodních válek a obecně cykličnosti globální ekonomiky. Z tohoto pohledu tak zvýšila sektorová doporučení pro utility, výrobce nealkoholických nápojů nebo realitní společnosti z *Neutrální* na *Nadvážit*. Na druhou stranu snížila doporučení pro automobilky a jejich dodavatele na *Neutrální* z *Nadvážit* a finanční domy a média na *Podvážit* z *Neutrální*. Celkově SG drží největší dlouhé pozice v sektorech výrobců a prodejců základního spotřebního zboží či zdravotní péče a zpracovatelů a dodavatelů v ropném průmyslu a plynárenství. První dva jsou zástupci defenzivních odvětví, zatímco poslední zmínění nabízejí silné bilance a atraktivní dividendové výnosy.

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 %. **Samotné druhé pololetí by pak mohlo přinést zisky zhruba 15 %.**

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

Pozorného čtenáře jistě zarazí, že český akciový trh by měl během roku přidat čtvrtinu své hodnoty, zatímco akciové indexy v Evropě by měly zaznamenat dvouciferné propady. Pro všechny námi pokrývané tituly držíme nákupní doporučení. Velmi vysoký potenciál růstu mají všechny čtyři finanční instituce. Jejich váha na celém indexu PX činí 55 %. Naše sektorové doporučení pro banky je *Neutrální* a pojišťovny *Nadvážit*. Vůbec nejvíce by měly přispět akcie Erste, pro kterou náš kolega z SG drží cílovou cenu 46 EUR, což představuje potenciální růst vzhledem k současné ceně zhruba 40 %. Musíme však připustit, že akcie jsou výrazně více citlivější na vývoj v zahraničí a další evropské banky než Komerční banka a Moneta. Navíc čeští zástupci jsou plně ovlivněni vyššími úrokovými sazbami v ČR, zatímco Erste pouze částečně kvůli své expozici vůči dalším zemím CEE. Dividendový výnos rovněž hraje v jejich prospěch. ČEZ má největší váhu v indexu PX a sektorové doporučení SG je *Nadvážit*. Nedávný vývoj cen elektřiny by měly podporovat letošní i budoucí ziskovost firmy. Akcie Avastu, jejichž váha v indexu je čtvrtá nejvyšší (10,6 %), považujeme stále za fundamentálně podhodnocené a věříme našemu nákupnímu doporučení. Sektorové doporučení ze strany Société Générale je rovněž *Nadvážit*. Další akcie (O2 Czech Republic, Philip Morris ČR, Kofola)



jsou také zástupci defenzivních sektorů se zajímavou dividendovou politikou. **Proto věříme, že je index PX schopen předčít vývoj západoevropských konkurentů a dosáhnout letos dvouciferného růstu.**

#### Doposud ohlášené korporátní události v nadcházejících měsících

Datum	Společnost	Událost
26. červen	ČEZ	Řádná valná hromada akcionářů
28. červen	ČEZ	Poslední obchodní den s nárokem na dividendu
4. červenec	O2 Czech Republic	Výplatní den pro dividendu
31. červenec	Erste Group	Výsledky hospodaření za Q2 2019
1. srpen	Moneta Money Bank	Výsledky hospodaření za Q2 2019
1. srpen	Komerční banka	Výsledky hospodaření za Q2 2019
12. srpen	Kofola ČeskoSlovensko	Výsledky hospodaření za Q2 2019
13. srpen	ČEZ	Výsledky hospodaření za Q2 2019
14. srpen	Avast	Výsledky hospodaření za Q2 2019
22. srpen	PFNonwovens	Výsledky hospodaření za Q2 2019
27. srpen	Vienna Insurance Group	Výsledky hospodaření za Q2 2019
24. září	Philip Morris ČR	Výsledky hospodaření za H1 2019
18. říjen	Avast	Výsledky hospodaření za Q3 2019
30. říjen	Erste Group	Výsledky hospodaření za Q3 2019
6. listopad	Moneta Money Bank	Výsledky hospodaření za Q3 2019
6. listopad	Komerční banka	Výsledky hospodaření za Q3 2019
11. listopad	Kofola ČeskoSlovensko	Výsledky hospodaření za Q3 2019
12. listopad	ČEZ	Výsledky hospodaření za Q3 2019
14. listopad	PFNonwovens	Výsledky hospodaření za Q3 2019
27. listopad	Vienna Insurance Group	Výsledky hospodaření za Q3 2019

Zdroj: Bloomberg, společnosti

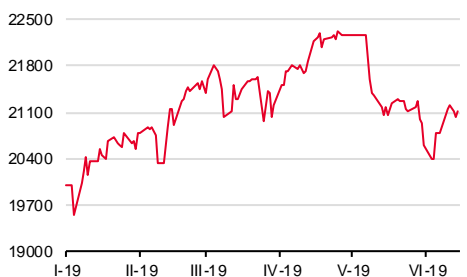
## Zahraniční trhy

**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

## 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>

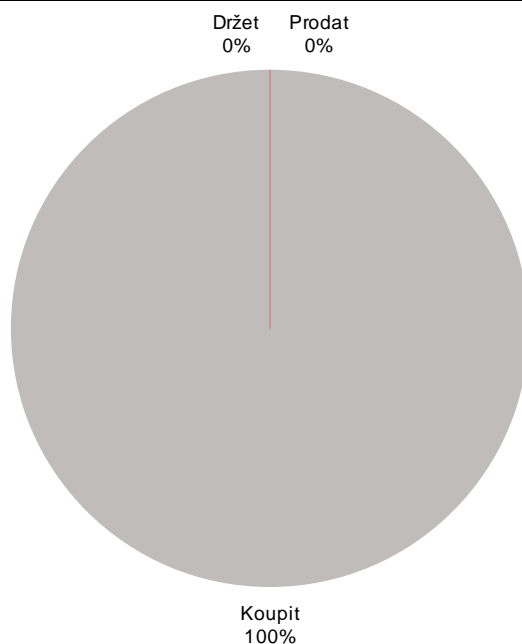
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 mezech 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 717	pokrývání	CZK 484	CZK 97	CZK 298	CZK 924	CZK 18308	EUR 27
Datum	15.6.2018	28.3.2019	10.6.2019	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 536	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 620	CZK 198		CZK 93	CZK 270	CZK 924	CZK 17546	EUR 26
Datum		27.7.2017	11.6.2018	4.1.2018		6.3.2018	18.9.2017	26.10.2018	22.8.2017	3.3.2017
Doporučení		koupit	koupit	koupit		koupit	držet	v revizi	držet	
Cílová cena		USD 4,2	CZK 542	CZK 198		CZK 90	CZK 267	v revizi	CZK 13500	
Datum		27.4.2017	20.9.2017	30.11.2017		17.8.2017	31.1.2017	17.5.2018	25.5.2017	
Doporučení		koupit		v revizi		koupit	koupit	prodat	koupit	
Cílová cena		USD 3,7		v revizi		CZK 95	CZK 267	CZK 876	CZK 13500	
Datum		10.3.2017		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

<b>Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu</b> <b>Jan Vejmelek, Ph.D., CFA</b> (420) 222 008 568 jan_vejmelek@kb.cz			
<b>Ekonomové</b> <b>Viktor Zeisel</b> (420) 222 008 523 viktor_zeisel@kb.cz	<b>Monika Junicke</b> (420) 222 008 509 monika_junicke@kb.cz	<b>Jana Steckerová</b> (420) 222 008 524 jana_steckerova@kb.cz	<b>František Táborský</b> (420) 222 008 598 frantisek_taborsky@kb.cz
<b>Akcioví analytici</b> <b>Miroslav Frayer</b> (420) 222 008 567 miroslav_frayer@kb.cz	<b>Jiří Kostka</b> (420) 222 008 560 jiri_kostka@kb.cz		

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

<b>Hlavní ekonom SG Poland</b> <b>Jaroslav Janecki</b> (48) 225 284 162 jaroslaw.janecki@sgcib.com	<b>Hlavní ekonom Rosbank</b> <b>Evgeny Koshelev</b> (7) 495 725 5637 evgeny.koshelev@rosbank.ru	<b>Hlavní ekonom BRD-GSG</b> <b>Florian Libcor</b> (40) 213 016 869 florian.libcor@brd.ro
<b>Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG</b> <b>Carmen Lipara</b> (40) 213 014 370 carmen.lipara@brd.ro	<b>Ekonom</b> <b>Ioan Mincu</b> (40) 213 014 472 george.mincu-radulescu@brd.ro	<b>Akciový analytik</b> <b>Laura Simion, CFA</b> (40) 213 014 370 laura.simon@brd.ro

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

<b>Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky</b> <b>Klaus Baader</b> (852) 2166 4095 klaus.baader@sgcib.com			
<b>Eurozóna</b> <b>Michel Martinez</b> (33) 1 4213 3421 michel.martinez@sgcib.com	<b>Anatoli Annenkov</b> (44) 20 7762 5665 anatoli.annenkov@sgcib.com	<b>Yvan Mamalet</b> (44) 20 7762 5665 yvan.mamalet@sgcib.com	<b>Velká Británie</b> <b>Brian Hilliard</b> (44) 20 7676 7165 brian.hilliard@sgcib.com
<b>Severní Amerika</b> <b>Stephen Gallagher</b> (212) 278 4496 stephen.gallagher@sgcib.com	<b>Omair Sharif</b> (1) 212 278 48 29 omar.sharif@sgcib.com	<b>Latinská Amerika</b> <b>Dev Ashish</b> (91) 80 2802 4381 dev.ashish@socgen.com	<b>Indie</b> <b>Kunal Kumar Kundu</b> (91) 80 6716 8266 kunal.kundu@sgcib.cz
<b>Čína</b> <b>Wei Yao</b> (33) 1 57 29 69 60 wei.yao@sgcib.com	<b>Japonsko</b> <b>Takuji Aida</b> (81) 3-6777-8063 takuji.aida@sgcib.com	<b>Arata Oto</b> (81) 3 6777 8064 arata.oto@sgcib.com	<b>Korea</b> <b>Suktae Oh</b> (82) 2195 7430 suktae.oh@sgcib.com

## SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

<b>Globální vedoucí výzkumu</b> <b>Brigitte Richard-Hidden</b> (33) 1 42 13 78 46 brigitte.richard-hidden@sgcib.com			
<b>Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů</b> <b>Guy Stear</b> (33) 1 41 13 63 99 guy.stear@sgcib.com			
<b>Fixed Income</b> <b>Adam Kurpiel</b> (33) 1 42 13 63 42 adam.kurpiel@sgcib.com	<b>Bruno Braizinha</b> (1) 212 278 5296 bruno.braizinha@sgcib.com	<b>Jean-David Ciotteau</b> (33) 1 42 13 72 52 jean-david.ciotteau@sgcib.com	<b>Cristina Costa</b> (33) 1 58 98 51 71 cristina.costa@sgcib.com
<b>Jorge Garayo</b> (44) 20 7676 7404 jorge.garayo@sgcib.com	<b>Vedoucí strategie sazeb pro Evropu</b> <b>Ciaran O'Hagan</b> (33) 1 42 13 58 60 ciaran.o.hagan@sgcib.com	<b>Shakeeb Hulikatti</b> (91) 80 2802 4380 shakeeb.hulikatti@sgcib.com	<b>Vedoucí strategie sazeb pro USA</b> <b>Subadra Rajappa</b> (1) 212 278 5241 subadra.rajjappa@sgcib.com
<b>Jason Simpson</b> (44) 20 7676 7580 jason.simpson@sgcib.com	<b>Marc-Henri Thoumin</b> (44) 20 7676 7770 marc-henri.thoumin@sgcib.com	<b>Kevin Ferret</b> (44) 20 7676 7073 kevin.ferret@sgcib.com	
<b>Měnové kurzy</b> <b>Kit Jukes</b> (44) 20 7676 7972 kit.jukes@sgcib.com	<b>Měnové deriváty</b> <b>Olivier Korber</b> (33) 1 42 13 32 88 olivier.korber@sgcib.com	<b>Alvin T. Tan</b> (44) 20 7676 7971 alvin-t.tan@sgcib.com	
<b>Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů</b> <b>Jason Daw</b> (65) 6326 7890 jason.daw@sgcib.com			
<b>Régis Chatellier</b> (44) 20 7676 7354 regis.chatellier@sgcib.com	<b>Phoenix Kalen</b> (44) 20 7676 7305 phoenix.kalen@sgcib.com	<b>Kiyong Seong</b> (852) 2166 4658 kiyong.seong@sgcib.com	<b>Marek Dřimal</b> (44) 20 7550 2395 marek.drimal@sgcib.com
<b>Bertrand Delgado</b> +1 212 278 6918 bertrand.delgado-calderon@sgcib.com			