

Tématický report

Akciová strategie

Defenzivní koš nesoucí ovoce



© iStock

■ **Příliš optimistická očekávání ohledně řešení:** Naděje, že dva hlavní faktory nejistoty, které zhoršují výhled na globální ekonomiku, tedy obchodní rozepře mezi USA a Čínou a brexit, budou rychle vyřešeny, se prozatím nevyplňují. Předpokládáme, že americká expanze dospěje ke svému cíli v polovině příštího roku, když na klesajících maržích podniků se promítne především přetrvávající napětí na trhu práce zejména s ohledem na velmi nízkou míru nezaměstnanosti. Výsledkem těchto významných rizik a očekávaného ekonomického zpomalení je, že trhy v současnosti počítají s letošním snížením úrokových sazeb americkou centrální bankou o 50 až 75 bb.

■ **Defenzivní akcie překonají cyklické:** Akciový trh již ve svých cenách vše dobré ohledně ekonomického vývoje v eurozóně zahrnul, a tak je prostor k vyššímu růstu spíše limitovaný. Doporučujeme, aby investoři zaujímalí pozice především v těch sektorech, které se značí vysokou předvídatelností ziskovosti. Na základě našeho ekonomického výhledu a změn v doporučeních Sociétés Générale k sektorům jsme se zaměřili na sektory základního spotřebního zboží, farmaceutické společnosti a utility.

■ **Zajímavé investiční akciové tipy:** AstraZeneca, Danone, Engie, Heineken, RWE, Sanofi




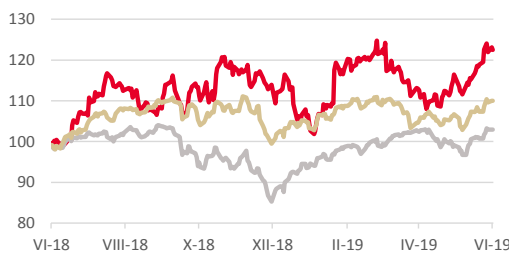

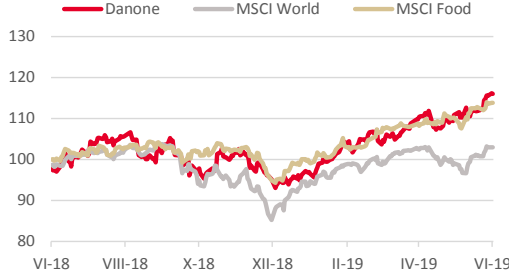

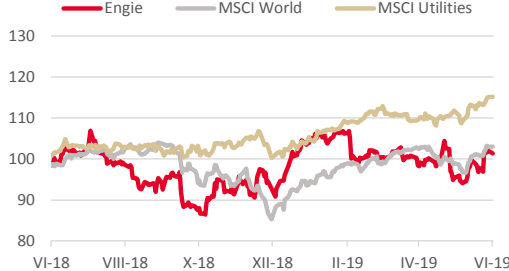

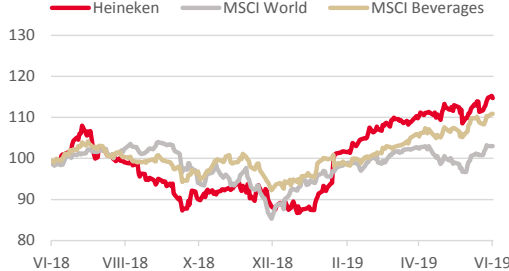

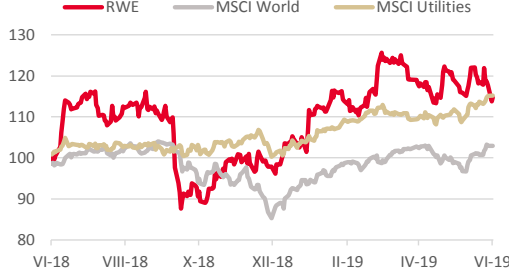

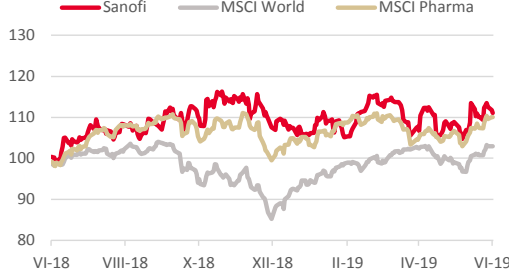
Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz



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

SOCIÉTÉ
GÉNÉRALE
GROUP

Přehled investičních tipů

| Společnost | Srovnání výkonnosti | Nastavení obchodu |
|---|--|--|
|  |  | Cena 26.6.2019 6 399 GBp 12m cíl 9 000 GBp Pot. růst ceny 40,6 % Dividenda 215 GBp Celkový výnos 44,0 % Stop loss 5500 GBp Pot. ztráta -14,0 % |
|  |  | Cena 26.6.2019 75,1 EUR 12m cíl 83,0 EUR Pot. růst ceny 10,5 % Dividenda 2,1 EUR Celkový výnos 13,3 % Stop loss 66,0 EUR Pot. ztráta -12,1 % |
|  |  | Cena 26.6.2019 13,3 EUR 12m cíl 15,5 EUR Pot. růst ceny 16,8 % Dividenda 0,8 EUR Celkový výnos 22,8 % Stop loss 11,5 EUR Pot. ztráta -13,3 % |
|  |  | Cena 26.6.2019 99,5 EUR 12m cíl 113,0 EUR Pot. růst ceny 13,6 % Dividenda 1,8 EUR Celkový výnos 15,4 % Stop loss 90,0 EUR Pot. ztráta -9,5 % |
|  |  | Cena 26.6.2019 21,8 EUR 12m cíl 27,2 EUR Pot. růst ceny 25,1 % Dividenda 0,7 EUR Celkový výnos 28,3 % Stop loss 19,0 EUR Pot. ztráta -12,6 % |
|  |  | Cena 26.6.2019 75,7 EUR 12m cíl 94,0 EUR Pot. růst ceny 24,2 % Dividenda 3,1 EUR Celkový výnos 28,2 % Stop loss 70,0 EUR Pot. ztráta -7,5 % |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Globální rizika neslábnou

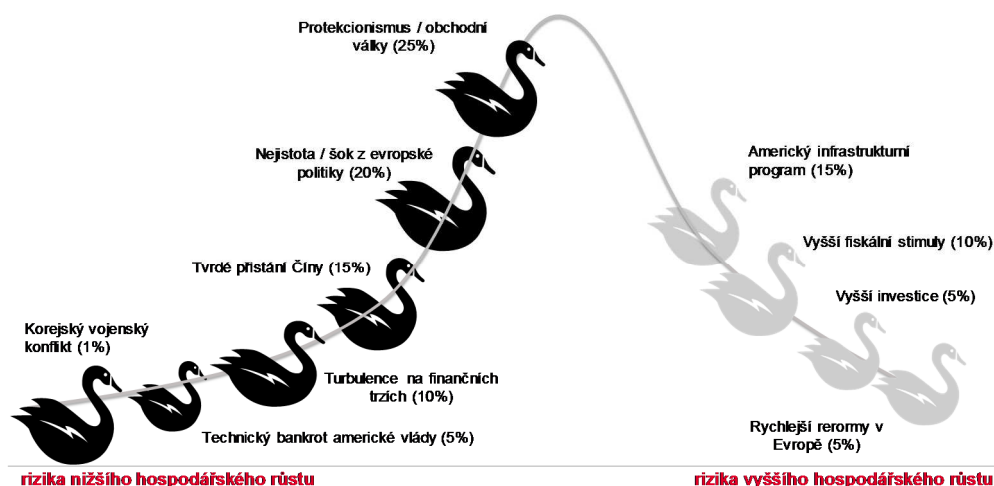
Příliš optimistická očekávání ohledně řešení

Naděje, že dva hlavní faktory nejistoty, které zhoršují výhled na globální ekonomiku, tedy obchodní rozpře mezi USA a Čínou a brexit, budou rychle vyřešeny, se prozatím nevyplňují. **Vyjednávání mezi americkými a čínskými představiteli se zadrhla, což vedlo k další eskalaci problémů v podobě nově zaváděných cel.** Situace se zhoršila i v souvislosti s firmami Huawei a dalšími technologickými společnostmi a její řešení se stává čím dál více obtížnější. Obchodní válka se zdaleka netýká pouze USA a Číny, ale nekompromisní strategií americké administrativy jsou zasaženy i Evropská unie nebo Japonsko. A nesmíme ani zapomenout na hrozbu nenadálého zavedení cel pro Mexiko v reakci na vysokou migraci ze země do Spojených států. Ta byla nakonec zažehnána novou dohodou, nicméně riziko jejich uvalení zůstává stále na stole. Nejistota ohledně rozhodnutí Donalda Trumpa výrazně ovlivňuje globální sentiment a ekonomický vývoj. V Evropě, ačkoliv byl znovu oddálen brexit, riziko vystoupení země bez dohody značně roste.

Pět největších ekonomik odstartovalo do letošního roku solidním růstem. S výjimkou eurozóny se však tempo růstu z prvního kvartálu s velkou pravděpodobností nepodaří udržet. **S mnoha měsíci trvajících nejistotami se razantně zvýšila rizika slabšího hospodářského růstu.** Předpokládáme, že americká expanze dospěje ke svému cíli v polovině příštího roku, když na klesajících maržích podniků se promítne především přetrvávající napětí na trhu práce zejména s ohledem na velmi nízkou míru nezaměstnanosti.

Výsledkem těchto významných rizik a očekávaného ekonomického zpomalení je, že **trhy v současnosti počítají s letošním snížením úrokových sazeb americkou centrální bankou o 50 až 75 bb.** Dle nás aktuální vývoj amerického HDP a trhu práce neospravedlňuje potřebu uvolňování měnové politiky, nicméně očekávaná recese v polovině 2020 a ustupující inflační tlaky zřejmě přimějí Fed k preventivnímu snížení sazeb již v letošním roce.

Černé a bílé labutě podle Sociétés Générale



Osa y indikuje, za jak pravděpodobný daný rizikový faktor považujeme. Velikost labutě ukazuje, jak významný dopad by měla realizace daného rizika na náš růstový výhled.

Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics, Global Economic Outlook – Trade war raising recession risks, vydaná 3. června 2019 ve 14:58 CET

Dvěma hlavními zdroji rizika zůstávají protekcionalismus / obchodní války a nejistota nebo šok z evropské politiky spojený s brexitem. Změny na nejvyšších postech britské politiky zvýšily riziko odchodu země bez jakékoliv dohody. Očekávání z počátku roku ohledně rychlého

rozuzlení celé situace byla příliš moc optimistická. Proto zprávy a novinky kolem těchto událostí budou mít stále významný dopad na finanční trhy.

Vidíme výrazně omezenější šance na vyšší růst. **Nejaktuálnějším je odpověď Fedu na očekávání trhu.** Pokud centrální banka nechce být za křivkou a výrazně sníží úrokové sazby, akciové trhy budou reagovat pozitivně. Více ohledně našeho výhledu na akciové trhy naleznete v našem posledním reportu Akciové výhledy – Globální nejistoty stále vyvolávají obavy (zveřejněn 17. června 2019 ve 14:40 CEST).¹

Defenzivní akcie překonají cyklické

V rámci evropského akciového trhu je patrné, že cyklické tituly (těžaři komodit, průmyslové podniky, prodejci dlouhodobého spotřebního zboží a IT) nedávno předčily svojí výkonností defenzivní odvětví (ropa a plyn, prodejci základního spotřebního zboží, farmaceutické společnosti, realitní developéři, telekomunikační firmy a utility) a jsou téměř zpět u svého historického maxima. Meziroční relativní výkonnost cyklických akcií vs. defenzivní byla velmi korelována s evropským předstihovým ukazatelem PMI. Na současných úrovních dokonce evropský akciový trh počítá s indexem PMI zpět na úrovni 55 bodů (viz pravý graf dole). Dá se tedy tak říci, že **akciový trh již ve svých cenách vše dobré ohledně ekonomického vývoje zahrnul**, a tak je prostor k vyššímu růstu spíše limitovaný.

Evropské cyklické vs. defenzivní akcie – téměř na maximu



Pozn.: Tržní kapitalizace cyklických sektorů (těžaři komodit, průmyslové podniky, prodejci dlouhodobého spotřebního zboží a IT) vs. tržní kapitalizace defenzivních sektorů (ropa a plyn, prodejci základního spotřebního zboží, farmaceutické společnosti, realitní developéři, telekomunikační firmy a utility)

Zdroj: SG Cross Asset Research/Equity Strategy, analýza Europe Equity Compass – Cyclical or defensives, that is the question (vydáno 9. května 2019 v 7:38 CET)

Evropské cyklické vs. defenzivní akcie – vyšší PMI již v cenách

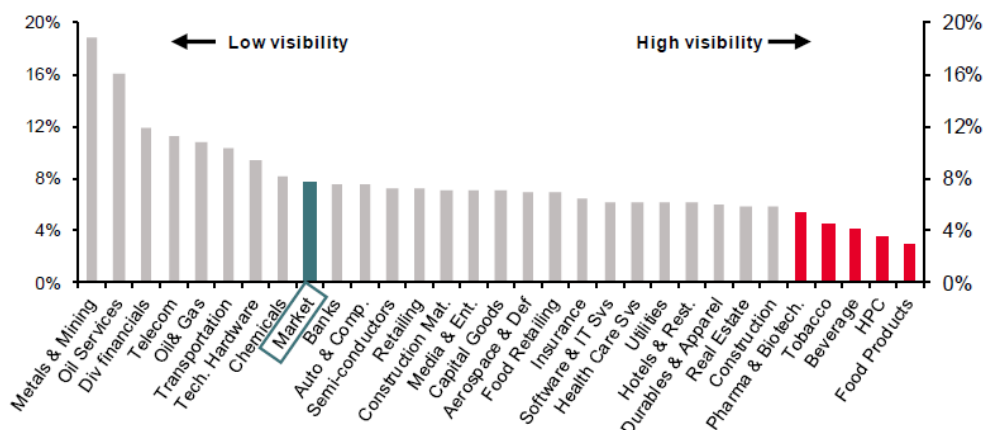


Pozn.: Meziroční změna v tržní kapitalizaci cyklických sektorů (těžaři komodit, průmyslové podniky, prodejci dlouhodobého spotřebního zboží a IT) vs. tržní kapitalizace defenzivních sektorů (ropa a plyn, prodejci základního spotřebního zboží, farmaceutické společnosti, realitní developéři, telekomunikační firmy a utility). Tečkovaná čára je budoucí trend do ledna 2020 za předpokladu, že nedojde ke změnám v tržních kapitalizacích.

V prostředí, kde stále roste riziko recese ve Spojených státech v nadcházejících 12 měsících, americká dluhopisová křivka je inverzní a makroekonomická data poskytují smíšené signály (měkká vs. tvrdá data), doporučujeme, aby investoři zaujímali pozice především v těch sektorech, které se značí vysokou předvídatelností ziskovosti. Sektory základního spotřebního zboží nebo farmaceutických společností vykazují nejnižší rozptyl jejich očekávaného zisku v horizontu jednoho roku, čímž tak nabízejí nejlepší předpověditelnost. Tyto sektory jsou obvykle méně ovlivněny nárůstem volatility na trzích.

¹ Akciové výhledy – Globální nejistoty stále vyvolávají obavy – zveřejněno 17. června 2019 ve 14:40 CEST – viz naše webové stránky http://bit.ly/EQ_H219CZ

Předvídatelnost očekávaného zisku v jednoročním horizontu



Pozn.: Předvídatelnost zisku = standardní odchylka očekávaného zisku v ročním horizontu / očekávaný zisk v ročním horizontu
Zdroj: SG Cross Asset Research/Equity Strategy, analýza Europe Equity Compass – Cyclical or defensives, that is the question (vydáno 9. května 2019 v 7:38 CET)

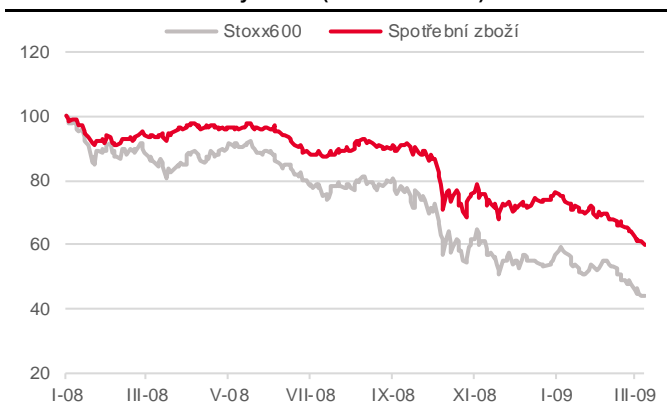
Sektorová alokace

Na základě našeho ekonomického výhledu a změn v doporučeních Société Générale k sektorům jsme se zaměřili na sektory základního spotřebního zboží, farmaceutické společnosti a utility.

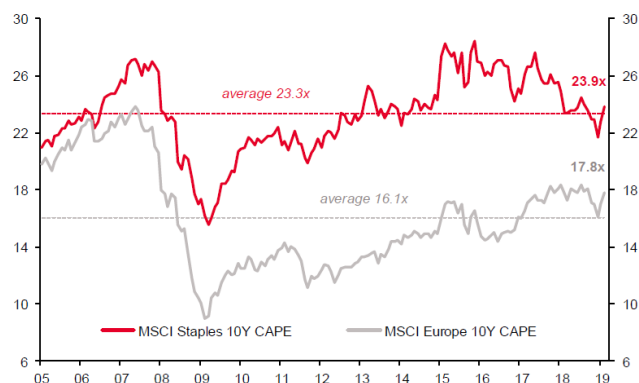
Základní spotřební zboží

Do tohoto sektoru (anglicky Consumer Staples) spadají nezbytné **produkty denní potřeby jako například potraviny, nápoje, produkty pro domácnost včetně drogistického a kosmetického zboží**. Stejně tak zde najdeme i tabákové výrobky a alkoholické nápoje. Jedná se tedy o zboží, u něhož lidé nejsou schopni či ochotni omezit jeho spotřebu bez ohledu na finanční situaci. Sektor základního spotřebního zboží je považován za necyklický, což znamená, že **po tomto druhu zboží je neustálá poptávka, která není ovlivněna aktuálním stavem hospodářského cyklu**. Pro akcie z tohoto sektoru je obecně typické, že na rozdíl od cyklických sektorů nedosahují ohromujícího růstu ceny vzhledem k relativně konstantní poptávce po tomto druhu zboží. Dále jsou považovány za bezpečné útočiště investorů v dobách recese, kdy nezaznamenávají takové propady jako celý trh. To znázorňuje i graf výše, který zobrazuje období poslední větší recese v letech 2008 až 2009. Evropský index Stoxx600 za období od ledna 2008 do března 2009 poklesl o 56 %, zatímco sektor základního spotřebního zboží odepsal v době hluboké recese necelých 40 %. Na níže uvedených grafech lze sledovat vývoj evropského sektoru základního spotřebního zboží oproti celému trhu.

Stoxx600 vs. sektorový index (1.1.2008 = 100)

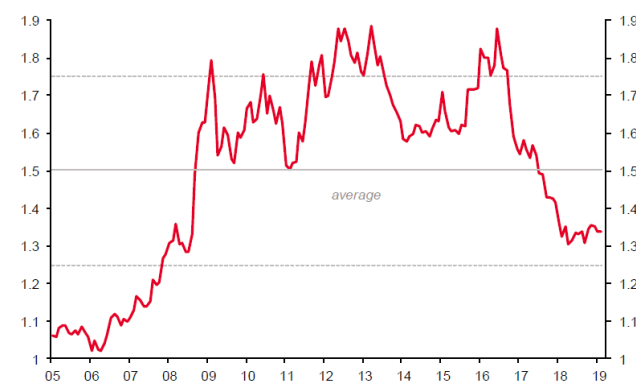


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka. Bloomberg

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.

Farmacie

Součástí tohoto odvětví jsou primárně **farmaceutické společnosti zabývající se jak vývojem, tak prodejem léčiv ať už volně prodejných či specializovaných. Dále se sem řadí biotechnologické společnosti a firmy poskytující služby v rámci sektoru.** Vzhledem k tomu, že léčiva a vše s nimi spojené je zapotřebí neustále a poptávka po nich nekolísá v závislosti na

ekonomickém cyklu, jedná se o necyklické odvětví. Platí podobné charakteristiky akcií jako v případě sektoru zboží základní potřeby. **Tím nejvýznamnějším rozdílem je oblast výzkumu a vývoje nových léčiv.** Ta může jednorázově značně ovlivnit výkonnost akciového titulu. V případě úspěšného uvedení na trh nového léku má společnost po určitou dobu monopol chráněný patentem, což umožňuje dosahování výrazně zajímavějších marží a tím pádem mimo jiné i pokrytí nákladů na vývoj. Bohužel přesně opačná situace nastane, pokud regulátorem není schválen prodej nového léčiva. To, že farmaceutický sektor je defenzivní, dokazuje graf výše. Opět v období poslední výraznější recese nedošlo k takovému poklesu cen akcií tohoto sektoru (-34 %), jako v případě celého evropského indexu Stoxx600 (-56 %).

Stoxx600 vs. sektorový index (1.1.2008 = 100)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka. Bloomberg

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.

Utility

Sektor utilit, jinak řečeno síťových odvětví, zahrnuje společnosti, které se zabývají základními službami v oblasti dodávek vody, elektřiny, plynu nebo tepla a odvodu odpadních vod a zpracování odpadu všeho druhu. Součástí odvětví jsou i výrobci elektřiny a firmy zajišťující údržbu přehrad a veškeré vodovodní, kanalizační, plynové a elektrické infrastruktury. Jsou to tedy opět

společnosti, které nejsou tolik svázané s ekonomickým cyklem. Na druhou stranu ale musíme připustit, že **v porovnání s předešlými dvěma sektory jsou na ekonomický vývoj o něco citlivější**, což se týká především zpracovatelů odpadů (francouzské společnosti Suez a Veolia). Jde zároveň o firmy, které často podléhají přísné regulaci, což ale v konečném důsledku přispívá do stability tržeb a ziskovosti. Utility jsou mezi investory vyhledávány i kvůli vyššímu než průměrnému dividendovému výnosu, který je dlouhodobě udržitelný. V případě nízkých úrokových sazeb jsou pak dobrou volbou jako například španělská Endesa nebo finský Fortum. Odvětví je ale náročné na investice, které jsou financovány dluhem. Výrazné zvýšení úrokových sazeb se negativně projeví na výši úrokových nákladů. **Regulovaná aktiva však přispívají k vyšší předvídatelnosti tvorby cash flow, a tak jsou obecně investoři ochotni u těchto firem akceptovat i mírně vyšší zadlužení ve srovnání s jinými sektory.** Integrované společnosti působící v několika oblastech najednou mají obvykle své aktivity rozprostřené v mnoha geografických lokalitách, čímž snižují riziko svého podnikání v jednotlivých zemích, na druhou stranu ale čelí devizovému riziku. My v našich projekcích očekáváme oslabování amerického dolaru, z čehož by mohly těžit italský Enel nebo francouzská Engie, které působí ve velkém v Latinské Americe.

Stoxx600 vs. sektorový index (1.1.2008 = 100)

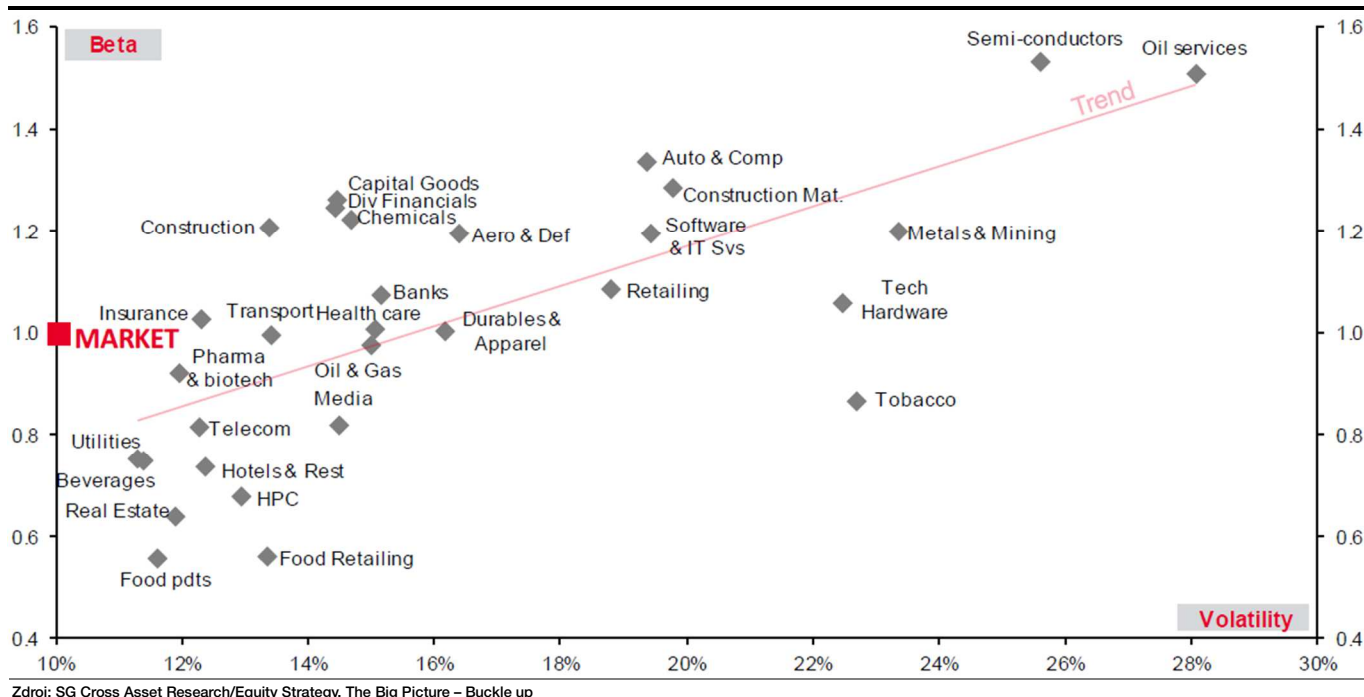


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka. Bloomberg

Závěr

Vzhledem k očekávání vývoje globální ekonomiky, který jsme popsali v úvodu analýzy, a rizikům v podobně probíhající obchodní války mezi Spojenými státy a Čínou či nevyřešených otázek okolo brexitu preferujeme finančně stabilní defenzivní akciové tituly. Jakožto vhodný pomocník k určení zajímavých titulů může posloužit graf níže. Ten znázorňuje jednotlivé sektory ve vztahu k betě a kolísavosti cen akcií. Graf je postaven na dvouletých týdenních datech pro evropské akciové tituly. Všechny námi popsané sektory mají betu nižší, než je tržní (což se rovná jedna), díky čemuž jsou považovány za defenzivní. Současně také mají velmi nízkou kolísavost kurzu akcií, což je velmi pozitivní vlastnost v období recese.

Srovnání bety s historickou volatilitou



Vybrané investiční akciové typy

V naší tematické analýze jsme se při výběru akciových titulů zaměřili primárně na defenzivní sektory s důrazem na silnou finanční stabilitu. Samozřejmě jsou důležité i budoucí vyhlídky jednotlivých firem a atraktivita ocenění jejich akcií. Proto jsme vybírali pouze mezi akciemi, pro které má Société Générale nákupní doporučení (v současné době mírně přes 200 převážně evropských titulů).

V předchozích částech reportu jsme představili důvody, proč je nyní vhodná příležitost zaměřit pozornost investorů směrem k defenzivním akciovým titulům. V této kapitole vám představíme způsob výběru námi doporučených titulů. Prvním kritériem je, aby akcie spadala mezi defenzivní sektory, z toho důvodu jsme vybírali mezi odvětvími popsány v předchozí kapitole. Abychom ověřili, že i konkrétní tituly splňují podmínku defenzivních akcií, sledovali jsme hodnotu bety, když již v březnu naši kolegové ze Société Générale ve svých strategiích začali betu³ snižovat. Nastavili jsme maximální hodnotu 15leté bety na 0,9. Abychom vybírali finančně stabilní společnosti, zaměřili jsme se na firmy s poměrem čistého dluhu vůči EBITDA do 3násobku. Pokud by došlo k výraznější korekci akciových trhů, nevyhnu by se ani defenzivnějším titulům. Z tohoto důvodu jsme navíc vybírali akcie, které za posledních deset let vyplácely dividendy s tím, že po většinu této doby nedocházelo k poklesu výše dividend (tj. dividendy byly neklesající alespoň v 5 letech).

Na základě těchto kritérií jsme vybrali šest evropských titulů, které považujeme za ty nejzajímavější. Dva z těchto titulů, konkrétně Danone a Sanofi jsme doporučovali k nákupu

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

v naší minulé akciové strategii⁴. Doporučení a cílové ceny k těmto akciím jsou založeny na fundamentální analýze kolegů ze Sociétés Générale.

Náš výběr atraktivních defenzivních titulů

| společnost | sektor | zadlužení | | dividendy posl. 10 let | | div. výnos prům. 10 let |
|-------------|-----------|---------------|-------------|------------------------|-------------|----------------------------|
| | | č.dluh/EBITDA | Beta 15letá | vyplacené | bez poklesu | |
| AstraZeneca | farmacie | 2,0 | 0,576 | 10 | 10 | 4,7% |
| Danone | potraviny | 2,9 | 0,637 | 10 | 10 | 2,8% |
| Engie | utility | 2,8 | 0,733 | 10 | 8 | 6,9% |
| Heineken | nápoje | 2,5 | 0,790 | 10 | 10 | 1,9% |
| RWE | utility | 2,9 | 0,857 | 10 | 6 | 4,2% |
| Sanofi | farmacie | 2,1 | 0,745 | 10 | 10 | 4,1% |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

⁴ Analýza Akciové strategie – Preference defenzivních dividendových akcií publikovaná 16. dubna 2019 v 11:28, která je dostupná na našem webu <http://bit.ly/AS190416>

| Velká Británie | Farmacie |

AstraZeneca

| | |
|----------------|------------------|
| Cena 26.06.19 | 6 428 GBp |
| 12m cíl | 9 000 GBp |
| Pot. růst ceny | 40,0 % |
| Dividenda | 215 GBp |
| Celkový výnos | 43,4 % |
| Stop loss | 5 500 GBp |
| Pot. ztráta | -14,4 % |

Sektorové doporučení

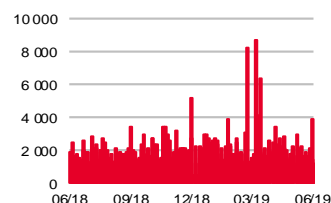
Zvýšit váhu

Roční vývoj ceny akcií (GBp)



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

| | |
|-----------------------|------------------|
| RIC AZN.L | Bloom AZN LN |
| 52týdenní rozmezí | 5110 - 6545 |
| Tržní kap. (mil. EUR) | 93948 |
| Volně obchod. (%) | 100 |
| Výkon (%) | 1m 3m 12m |
| Akcie | 5,5 0,2 23,3 |
| Rel. k indexu* | 2,2 -2,6 19,0 |
| Rel. k sektoru** | 1,5 -0,4 10,0 |

* MSCI World

** MSCI World Pharmaceuticals USD

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

AstraZeneca – Be patient – It's not about cash, it's about growth (vydáno 13. května 2019 v 7:35 CET)*

* na vyžádání v KB Economic & Strategy Res.

Profil společnosti: AstraZeneca je britskou holdingovou společností. Skrze své dceřiné společnosti vyvíjí, vyrábí a prodává farmaceutické a lékařské produkty. Společnost zaměřuje svoji produkci na osm terapeutických oblastí, a to gastrointestinální, onkologickou, kardiovaskulární, dýchací, centrální nervovou soustavu, kontrolu bolesti, anestezii a infekce. Nejvíce prodávanými produkty jsou léky na snižování cholesterolu Crestor, kardiovaskulární léčiva Brilinta, léky proti refluxu žaludečních kyselin Nexium a Symicort na astma. Výrobky AstraZeneca se prodávají ve více než stovce zemí, přičemž prodeje v Evropě se podílejí na celkových tržbách přibližně z poloviny. Své produkty firma vyrábí v přibližně třicetce závodů v osmnácti zemích. Výzkumná zařízení jsou především ve Spojených státech, Velké Británii, Švédsku, Japonsku, Číně a Polsku.

Strategie: AstraZeneca staví svoji strategii na třech pilířích:

(1) dosažení vedoucí pozice ve výzkumu, (2) návrat k růstu a (3) být skvělým místem pro práci. Od zformování strategie v roce 2013 se společnosti podařilo zřídit více jak dvanáct „nových molekulárních entit“, což jsou společnosti zaměřené na výzkum a rozvoj nových specifických léčiv. V roce 2017 získala AstraZeneca rekordních 19 schválení pro

prodej nových léčiv. Atraktivitu akcií AstraZeneca podtrhuje i graf výše, který firmu srovnává s konkurencí. Především díky očekávanému růstu zisku na akcii je AstraZeneca velmi zajímavým titulem, když se se svými přibližně 25 % silně vymyká konkurenci. Společnost má atraktivní dividendovou politiku, když vyplácí v září mezitímní dividendu, která od roku 2013 činí 0,9 USD na akcii. V březnu následujícího roku pak dochází k výplatě finální dividendy za minulý rok, která je od 2013 také konstantní ve výši 1,9 USD na akcii. Mezitímní dividendy s výplatou v září 2019 by neměla být žádnou výjimkou, když konsensus jejího odhadu na Bloombergu činí 0,9 USD na akcii.

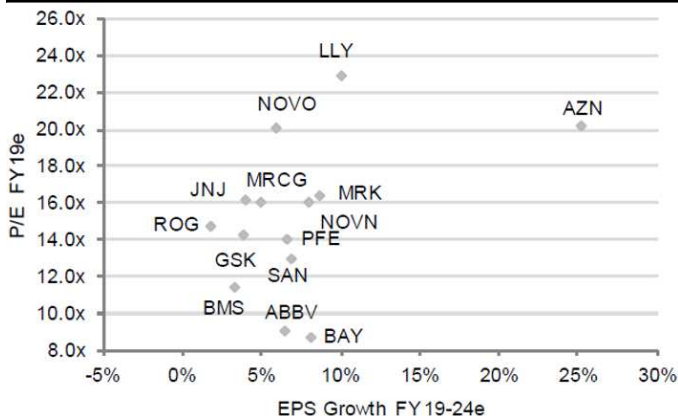
Rizika: Hlavním rizikem pro farmaceutickou společnost zabývající se vývojem nových léčiv je, že po nákladné fázi vývoje nebude uděleno schválení k prodeji tohoto léčiva příslušným regulátorem. Mezi další rizika se řadí konkurenční boj, kdy ostatní společnosti mohou přijít na trh s novým produktem rychleji nebo vytvořit takový produkt, který bude výrazně konkurovat stávající nabídce.

Očekávané události: 25. červenec – výsledky za H1 19

8. srpna – První obchodní den bez nároku na dividendu

24. října – Výsledky za Q3 19

P/E vs. růst EPS (2019-24e) farmaceutických firem



Zdroj: SG Cross Asset Research/Equity, zkratky = ABBV (AbbVie), AZN (AstraZeneca), Bayer (BAY), Bristol Myers Squibb (BMS), Eli Lilly (LLY), GlaxoSmithKline (GSK), Johnson & Johnson (JNJ), Merck & Co (MRK), Merck KGaA (MRCG), Novartis (NOVN), Novo Nordisk (NOVO), Pfizer (PFE), Roche (ROG), Sanofi (SAN)

| Francie | Výrobci potravin |

Danone

| | |
|----------------|----------------|
| Gena 26.06.19 | 75 EUR |
| 12m cíl | 83 EUR |
| Pot. růst ceny | 10,8 % |
| Dividenda | 2,1 EUR |
| Celkový výnos | 13,6 % |
| Stop loss | 66 EUR |
| Pot. ztráta | -11,9 % |

Sektorové doporučení

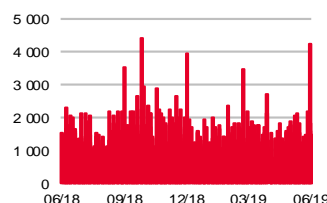
Zvýšit váhu

Roční vývoj ceny akcií (EUR)



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

| | | | |
|-----------------------|-----------|-----------|------------|
| RIC DANO.PA | Bloom | BN | FP |
| 52týdenní rozmezí | 60 | - | 75 |
| Tržní kap. (mil. EUR) | 51387 | | |
| Volně obchod. (%) | 88 | | |
| Výkon (%) | 1m | 3m | 12m |
| Akcie | 4,3 | 10,5 | 18,8 |
| Rel. k indexu* | 1,0 | 7,4 | 14,7 |
| Rel. k sektoru** | 1,1 | 4,6 | 4,5 |

* MSCI World

** MSCI World Food Products

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

Danone - 1Q sales slightly below our estimate (vydáno 2. května 2019 v 7:18 CET)*

European Food Producers - Key trends and updates post 1Q sales reporting (vydáno 2. května 2019 v 7:13 CET)*

Danone - Reduced sales growth outlook for 2019 but still better than valuation implies (vydáno 2. dubna 2019 v 9:30 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. Letošní valná hromada schválila vyplatit dividendu z loňského zisku ve výši 1,94 EUR na akcii. Výše dividendy dle managementu odráží zlepšenou důvěru v silnou finanční pozici firmy a další pokrok směrem k vyššímu udržitelnému růstu ziskovosti.

Změna oproti předchozímu doporučení: Tržby za první kvartál letošního roku zaostaly mírně za očekáváním kolegů ze Société Générale, na základě čehož nepatrně snížili dynamiku organického růstu tržeb pro letošní rok z 3,3 % na 3,1 % a pro rok 2020 ze 4,2 % na 4,1 %. Nicméně přehodnocení dopadů změn devizových kurzů vedlo k navýšení roční cílové ceny o jedno euro na 83 EUR za akcii. Zároveň jsme zvýšili stop loss z předchozích 58 EUR na 66 EUR.

Rizika: expanze s rostlinnými produkty na nových trzích výrazně pod očekáváním 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. července – Výsledky za H1 19

| Francie | Energetika |

Engie

| | |
|----------------|----------|
| Cena 26.06.19 | 13,3 EUR |
| 12m cíl | 15,5 EUR |
| Pot. růst ceny | 16,8 % |
| Dividenda | 0,8 EUR |
| Celkový výnos | 22,8 % |
| Stop loss | 11,5 EUR |
| Pot. ztráta | -13,3 % |

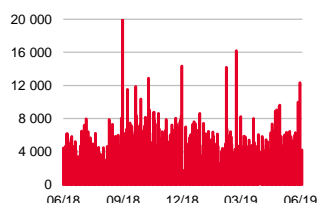
Sektorové doporučení
Zvýšit váhu

Roční vývoj ceny akcií (EUR)



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

| | | | |
|-----------------------|-----------|-----------|------------|
| RIC ENGIE.PA | Bloom | ENGIE | FP |
| 52týdenní rozmezí | | 11 - 14 | |
| Tržní kap. (mil. EUR) | | 32304 | |
| Volně obchod. (%) | | 74 | |
| Výkon (%) | 1m | 3m | 12m |
| Akcie | 5,1 | 3,2 | 4,2 |
| Rel. k indexu* | 1,8 | 0,2 | 0,6 |
| Rel. k sektoru** | 2,6 | 1,6 | -8,0 |

* MSCI World

** MSCI World Utilities Sector In

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

Engie – Stock at decade-long valuation trough. Maintain Buy – What's next? (vydáno 12. června 2019 v 7:25 CET)*

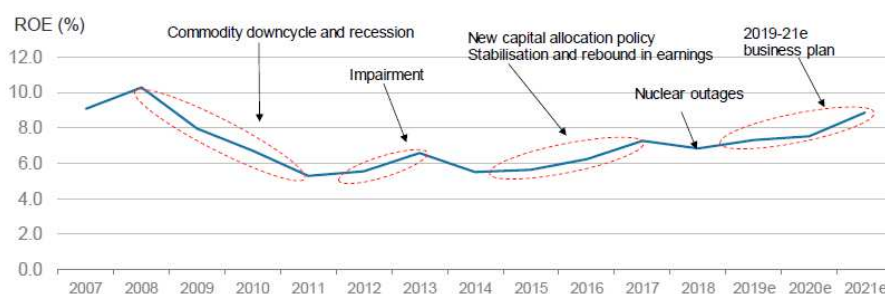
* na vyžádání v KB Economic & Strategy Res.

Profil společnosti: Engie je globální hráč v oblasti energetiky, plynu, infrastruktury a energetických služeb. Zabývá se nákupem, výrobou a prodejem zemního plynu a elektřiny, rozvojem a údržbou velkých infrastruktur zemního plynu i elektřiny a poskytováním energetických a environmentálních služeb. S výrobou v přibližně 70 zemích a s více než 150 tis. zaměstnanci má Engie jako výrobce elektrické energie 101,1 GW instalovaného výkonu. Společnost je přední evropský dovozce zkapalněného zemního plynu (LNG), největší dodavatel zemního plynu, přední světový dodavatel multifunkčních energetických služeb a služeb v oblasti vodního hospodářství a nakládání s odpady. Engie je rozdělena do geografických divizí a zaměřuje se na tři hlavní oblasti, a to na nízkoemisní energetiku, globální infrastrukturu a zákaznická energetická řešení. Tyto oblasti jsou novými motory růstu, které odrážejí strategii společnosti v přechodu k čisté a efektivní energetice.

Strategie: V roce 2015 se Engie rozhodla zastavit nové investice do uhelných elektráren a zbavit se aktiv v hodnotě 15 mld. EUR s cílem reinvestovat tyto prostředky do nízkoemisních projektů. Firma také oznámila další investice ve výši 22 mld. EUR do obnovitelných zdrojů energie a energetických služeb, jako jsou sítě pro vytápění a chlazení a decentralizované energetické technologie. V novém strategickém plánu na období 2019–2021 potvrdila CEO definitivní odchod z uhelných aktivit a přesun na služby s vysokou přidanou hodnotou a OZE. Engie plánuje v těchto aktivitách investovat dalších 12 mld. EUR, částečně financovaných likvidací zbývajících uhelných aktiv.

SG vidí pět hlavních důvodů pozitivního budoucího vývoje: (1) kvalitní portfolio aktiv, částečně ovlivněno prodejem majetku s expozicí na komodity a složeno z regulovaných sítí, nízkoemisní výroby a aktivit v oblasti energetických služeb; (2) strategie firmy dává smysl a není příliš odlišná od většiny konkurentů, zatímco Engie nabízí mnohem pokročilejší klientská řešení B2B než ostatní, což by nemělo ospravedlňovat současný diskont na akcích oproti konkurenčním firmám; (3) akcie Engie se obchodují na 10letém minimu při pohledu na P/E z očekávaného zisku pro rok 2021 v relaci k celému sektoru a totéž platí i při porovnání Engie a jejích dvou hlavních konkurentů, společností Enel a Iberdrola; (4) ROCE by se mělo od letošního roku odrazit nahoru, když EBITDA a EBIT by se měly zvýšit při mírně rostoucím čistém dluhu a použitém kapitálu; (5) některé zajímavé možnosti, zejména jedna z největších flotil moderních plynových elektráren v Evropě.

ROE v průběhu času



Zdroj: SG Cross Asset Research/Equity; publication Engie – Stock at decade-long valuation trough. Maintain Buy – What's next?

Rizika: Engie čelí devizovému riziku, když EBITDA celé skupiny je ze 40 % generovaná mimo eurozónu; politika energetiky ve Francii a Belgii; ceny komodit, i když se expozice výrazně snížila. Obecněji očekáváme růst prostřednictvím postupně zvyšujícího se vloženého kapitálu: může být rizikem, ale i příležitostí v závislosti na specifikách obchodních transakcí a akvizic.

Očekávané události: 30. července – Výsledky za H119

| Nizozemí | Alkoholické nápoje |

Heineken

| | |
|----------------|----------------|
| Cena 26.06.19 | 99 EUR |
| 12m cíl | 113 EUR |
| Pot. růst ceny | 13,7 % |
| Dividenda | 1,8 EUR |
| Celkový výnos | 15,5 % |
| Stop loss | 90 EUR |
| Pot. ztráta | -9,4 % |

Sektorové doporučení

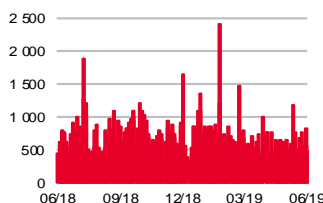
Zvýšit váhu

Roční vývoj ceny akcií (EUR)



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

| | |
|-----------------------|------------------|
| RIC HEIN.AS | Bloom HEIA NA |
| 52týdenní rozmezí | 74 - 100 |
| Tržní kap. (mil. EUR) | 5434 |
| Volně obchod. (%) | 33 |
| Výkon (%) | 1m 3m 12m |
| Akcie | 1,6 6,1 16,1 |
| Rel. k indexu* | -1,7 3,1 12,0 |
| Rel. k sektoru** | -1,4 -1,5 4,1 |

* MSCI World

** MSCI World Beverages Index

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

Heineken Top pick among the EU brewers (vydáno 31. ledna 2019 v 7:58 CET)*

* na vyžádání v KB Economic & Strategy Res.

Profil společnosti: Výrobce alkoholických nápojů Heineken, druhý největší producent piva po AB InBev, prodává své produkty téměř po celém světě. Společnost vyrábí svá piva v přibližně 170 závodech ve více jak 70 zemích. Mimo hlavní stejnojmennou značku ležáku Heineken firma prodává i další světově známé druhy piv, jako Amstel, Affligem, Morreti, Sol či Desperados. Mimo klasická piva produkuje Heineken i řadu ciderů, kde vedoucím produktem je Strongbow. Od roku 2017 se Heineken zaměřuje také na sílící trh s nealkoholickým či nízko-alkoholickým pivem. Nejvýznamnějším trhem je jednoznačně Evropa, kde Heineken realizuje okolo 45 % celkových tržeb. Jižní a severní Amerika se na tržbách podílí 30 %, Afrika a Střední východ 15 % a asijsko-pacifický region více jak 10 %.

Strategie: Firemní strategie je zaměřena vyloženě na nové druhy produktů. Vzhledem k měnící se poptávce roste zájem o jiné výrobky než pouze běžné pivo. Dvěma nejvýznamnějšími směry jsou cidery a tzv. LNA produkty (tj. low and no-alcohol). V oblasti LNA má již Heineken přes 300 druhů produktů pod více jak 120 značkami, kde vedoucím produktem je Heineken 0,0, který je dostupný ve více jak 40 zemích. Co se týká ciderů, tak zde firma cítí největší potenciál mimo Velkou Británii, kde je trh již nasycen a tvoří okolo 40 % celosvětových tržeb ciderů. Graf výše znázorňuje vůdčí produkty, kde na ose x je uvedeno v kolika zemích má produkt zastoupení včetně barevného rozlišení, jakého tržního podílu dosahuje. Osa y představuje prodané množství v milionech hektolitřů. Obdobně jako AstraZeneca i Heineken vyplácí mezitimní a finální dividendu s výplatními termíny v srpnu a dubnu. Finální dividendu je přibližně ve dvojnásobné výši jako mezitimní. Podle konsensu jejího odhadu na Bloombergu činí letošní mezitimní dividendu 0,65 EUR na akcii.

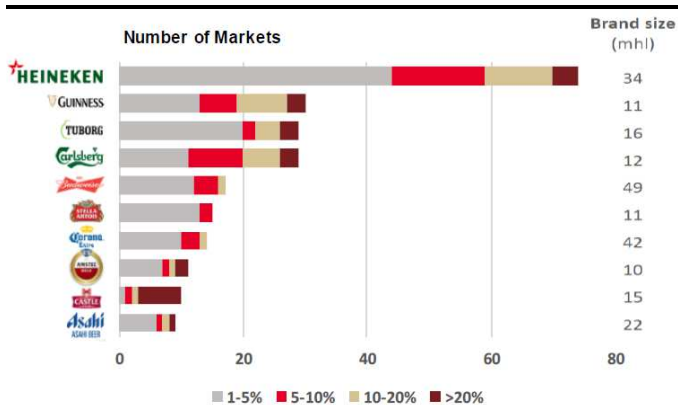
Rizika: Výrazné zpomalení růstu prodeje v Mexiku a Vietnamu by znatelně ovlivnilo potenciál růstu Heinekenu vzhledem k tomu, že tyto trhy přispěly k růstu společnosti více jak z 50 % v posledních několika letech. Neprodouzení distribuční smlouvy s OXXO v Mexiku. Kontrakt končí v roce 2020, přičemž OXXO distribuuje přibližně čtvrtinu produkce Heinekenu v Mexiku, což představuje 4% podíl na skupinovém EBIT. V neposlední řadě je pro Heineken rizikem růst cen vstupních surovin, což by vedlo ke snížení marží.

Očekávané události: 29. červenec – Výsledky za H1 19

31. července – První obchodní den bez nároku na dividendu

23. října – Výsledky za Q3 19

Tržní podíly vybraných značek na světových trzích



Zdroj: SG Cross Asset Research/Equity

| Německo | Energetika |

RWE

| | |
|----------------|----------|
| Cena 26.06.19 | 21,7 EUR |
| 12m cíl | 27,2 EUR |
| Pot. růst ceny | 25,2 % |
| Dividenda | 0,7 EUR |
| Celkový výnos | 28,5 % |
| Stop loss | 19,0 EUR |
| Pot. ztráta | -12,5 % |

Sektorové doporučení

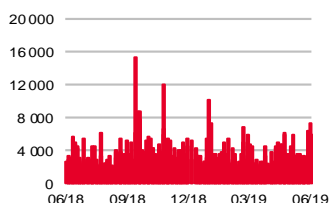
Zvýšit váhu

Roční vývoj ceny akcií (EUR)



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

| | | |
|-----------------------|--------------|----------------------|
| RIC RWE.G.DE | Bloom RWE GR | |
| 52týdenní rozmezí | 17 - 25 | |
| Tržní kap. (mil. EUR) | 523 | |
| Volně obchod. (%) | 94 | |
| Výkon (%) | 1m | 3m 12m |
| Akcie | -5,3 | -9,1 11,8 |
| Rel. k indexu* | -8,3 | -11,7 7,9 |
| Rel. k sektoru** | -7,6 | -10,5 -1,3 |

* MSCI World

** MSCI World Utilities Sector In

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

RWE – Upside on base case plus potential for more (vydáno 9. dubna 2019 v 8:05 CET)*

* na vyžádání v KB Economic & Strategy Res.

Profil společnosti: RWE je největší výrobce elektřiny v Německu. V roce 2000 se RWE spojila s firmou VEW sídlící v Dortmundu. Poté, co RWE působila v mnoha odvětvích, její management rozhodl zaměřit svoji strategii na energetiku, a prodal tak svoje vodní aktiva (Thames Water, American Water Works). Tři hlavní provozní divize jsou Lignite & Nuclear, European Power and Supply & Trading. Novým čtvrtým segmentem jsou obnovitelné zdroje. V říjnu 2016 vyčlenila RWE aktiva spojená s distribuční sítí, obchodem a obnovitelnými zdroji do společnosti s názvem Innogy, jejíž část nabídla k veřejnému obchodování. Dne 13. března 2018 se však RWE a E.ON dohodly na komplexní výměně aktiv, která bude znamenat, že 76,8% podíl společnosti RWE v Innogy bude převeden na společnost E.ON výměnou za obnovitelné zdroje společnosti E.ON a Innogy. Součástí transakce je i výměna různých dalších aktiv. První část transakce (převod podílu Innogy na E.ON) by měla být uzavřena ve druhé půlce 2019 a druhá (převod obnovitelných aktiv do RWE) ve Q1 20.

Strategie: Strategickou ambicí RWE je být globálním hráčem v oblasti obnovitelných zdrojů energie. Po uzavření celé výměny aktiv se společnost stane evropskou trojkou obnovitelných zdrojů s dobře vyváženým portfoliem a silným postavením na americkém trhu s pevninskými větrnými elektrárnami a dvojkou na trhu s větrnými elektrárnami na moři. Tyto změny by měly po uzavření transakce zdvojnásobit EBITDA, z čehož by obnovitelné zdroje měly přispět zhruba 60 %. Růstová ambice RWE v oblasti obnovitelných zdrojů energie na cílových trzích (Evropa, Severní Amerika, Indie a Austrálie) je 2-3 GW p.a. (pro forma kombinovaná kapacita obnovitelných zdrojů ke konci loňského roku činila 9,1 GW).

Ceny elektřiny: Od začátku roku se drží v koridoru 45 až 52 EUR/MWh. Kolegové ze Sociétés Générale očekávají, že cena elektřiny se bude postupně posouvat výše. V ročním horizontu odhadují její zdražení až k úrovním přesahujícím 62 EUR/MWh. Důvodem by měl být očekávaný růst emisních povolenek a uzavírání jaderných a uhelných elektráren v Německu. Letos byla zavedena tzv. rezerva tržní stability (MSR), která by měla udržovat přebytek povolenek na trhu v rozmezí 400 až 833 milionů. Na základě dat Evropské komise aktuální přebytek činí 1,7 miliardy, který by tak měl být v období od září 2019 do srpna 2020 snížen o téměř 400 milionů. Ve střednědobém horizontu může cena elektřiny tlačit vzhůru i potenciální nedostatek konvenčních zdrojů v Německu, které plánuje do roku 2022 uzavřít veškeré jaderné zdroje o kapacitě 9,5 GW. Kromě toho německá uhelná komise doporučila zastropovat výrobní kapacitu uhelných elektráren od konce roku 2022 na 30 GW, tedy 15 GW pro černouhelné a 15 GW pro hnědouhelné zdroje. Nejpozději do konce roku 2038 by pak Německo mělo přestat používat energii vyrobenou z uhlí. Kapacita německých konvenčních zdrojů by tak v roce 2023 měla klesnout o 28 %.

Rizika: Státní regulace s cílem snižovat emise skleníkových plynů má negativní vliv, což nutí společnost uzavírat uhelné elektrárny. RWE by v takovém případě měla mít nárok na odpovídající náhradu. Nedostatečné kompenzace by tak vedly k horším hospodářským výsledkům. Rozhodujícím faktorem pro výsledky společnosti je určitě vývoj cen elektřiny, které jsou ovlivněny náklady na palivo, cenami CO2 povolenek, poptávkou po elektřině či výrobními kapacitami. Snížení podpory v oblasti obnovitelných zdrojů energie. Zrušení výměnné transakce aktiv s E.ON.

Očekávané události: 14. srpna – Výsledky hospodaření za H1 19

Francie | Farmacie |

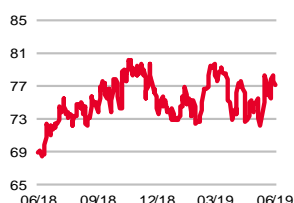
Sanofi

| | |
|----------------|----------------|
| Cena 26.06.19 | 76 EUR |
| 12m cíl | 94 EUR |
| Pot. růst ceny | 23,2 % |
| Dividenda | 3,1 EUR |
| Celkový výnos | 27,2 % |
| Stop loss | 70 EUR |
| Pot. ztráta | -8,3 % |

Sektorové doporučení

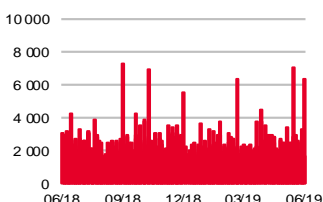
Zvýšit váhu

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 | 68 | - | 80 |
| Tržní kap. (mil. EUR) | 3742 | | |
| Volně obchod. (%) | 85 | | |
| Výkon (%) | 1m | 3m | 12m |
| Akcie | 1,5 | -2,6 | 10,3 |
| Rel. k indexu* | -1,7 | -5,3 | 6,5 |
| Rel. k sektoru** | -2,3 | -3,2 | -1,6 |

* MSCI World

** MSCI World Pharmaceuticals USD

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

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

Změny oproti předchozímu doporučení: Ponecháváme stejnou cílovou cenu ve výši 75 EUR na akcii. Jediná změna se týká nastavení úrovně stop lossu. Ten měníme na hodnotu 70 EUR (původně byl 60 EUR), vzhledem k tomu, že se pod ní nachází relativně silná úroveň podpory.

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: 29. červenec – Výsledky za H1 19

31. října – Výsledky za Q3 19

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>

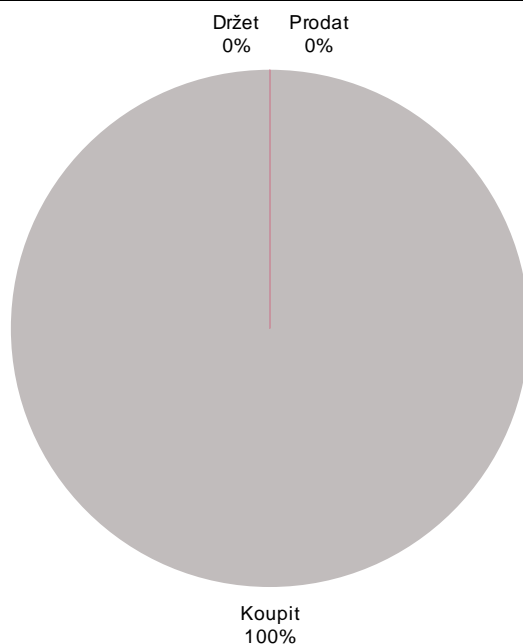
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 odráželo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či premie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení zohledňuje také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v období 3-6 měsíců po vydání doporučení. Cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou tak nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců následujících po období prvních 3-6 měsíců od vydání doporučení. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

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

Investiční doporučení akciového výzkumu KB



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Doporučení KB Equity Research pro 12měsíční horizont

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

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

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

Celkový výnos pro akcionáře znamená odhad cenového zhodnocení akcie plus všechny odhadované peněžní dividendy včetně příjmů z mimořádných dividend vyplacených v následujících 12 měsících. Konkrétní doporučení je určeno podle odhadovaného celkového výnosu uvedeného výše v čase zahájení pokrývání akcie nebo změny doporučení. V mezičase může dojít k cenovým pohybům či jiným situacím na trzích, které mohou implikovat jiné doporučení. Takové mezitímní odchylky od původního doporučení jsou možné, ale jsou předmětem revize KB Equity Research.

Přehled doporučení vydaných KB a vztahy s jednotlivými emitenty

| | Avast | CME | ČEZ | Fortuna | Kofola | MONETA Money Bank | O2 CR | PFNon- wovens | Philip Morris CR | Vienna Insurance |
|--|--|-----------|-----------|------------|-----------|-------------------------|------------|------------------|---------------------|---------------------|
| Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů | | | | | | | | | | |
| Doporučení | koupit | koupit | koupit | konec | koupit | koupit | koupit | 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

| | | | |
|--|--|--|--|
| 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 |  František Táborský (420) 222 008 598 frantisek_taborsky@kb.cz |
|  Akcioví analytici Miroslav Frayer (420) 222 008 567 miroslav_frayer@kb.cz |  Jiří Kostka (420) 222 008 560 jiri_kostka@kb.cz | | |























SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

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

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

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