

O2 Czech Republic

Potvrzujeme naše doporučení na *Koupit* s cílovou cenou 293 CZK na akcii

Koupit

Cena 08.01.20	234 CZK
12m cíl	293 CZK
Pot. růst ceny	25,2 %
Dividenda	21 CZK
Celkový výnos	34,2 %

Sektorové doporučení

Snížit váhu

Typ investice

Defenzivní

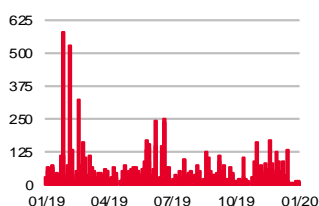
Vysoký dividendový výnos

Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC SPTTsp.PR Bloom TELECOM CP	
52týdenní rozmezí	209 - 249
Tržní kap. (mld. CZK)	72,6
Tržní kap. (mil. EUR)	2877
Volně obchod. (%)	28
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	-1,3 9,1 -1,8
Relativně k PX	-3,6 -3,0 -10,9

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/TELEcupd_1812

<http://bit.ly/TELEQ319>

SOCIETE

GENERALE

GROUP

Investiční příběh: Hospodaření společnosti O2 Czech Republic by mělo být více méně stabilní, když slábnoucí segment pevných linek kompenzuje nárůst příjmů z mobilního sektoru v ČR a na Slovensku. Celkově v horizontu pěti let očekáváme prakticky stagnaci tržeb i ziskovosti. Pozitivně se na hospodaření budou podílet digitální televize a rozšiřující se služby v oblasti splátkového prodeje a pojištění. Investice společnosti budou směřovat především do dostavby vlastní sítě na Slovensku a velkou investiční položkou budou plánované aukce uvolněných frekvencí po přechodu televizního vysílání na standard DVB-T2. Vzhledem k nákladové ukázněnosti předpokládáme jen mírný nárůst provozních nákladů, což by mělo v konečném důsledku vést k EBITDA marži v rozmezí 30 – 31 %. Projektujeme vyšší finanční náklady (obsahu dluhu) kvůli očekávanému růstu zadlužení. Očekáváme nadále velmi silnou tvorbu provozního cash flow. Předpokládáme také zvyšování zadlužování ke střednědobému cíli společnosti na úrovni 1,5x (čistý dluh / EBITDA). Tento krok vnímáme z pohledu optimalizace kapitálové struktury pozitivně.

Dividendová politika: V tomto roce (ze zisku roku minulého) očekáváme stejnou výši celkové dividendy na úrovni 21 CZK na akcii (zahrnuje rozdělení 4 CZK z emisního ážia). I v následujících letech předpokládáme, že by vyplacená dividendy společnosti O2 Czech Republic měla zůstat v absolutní výši stejná, což nabízí velmi atraktivní dividendový výnos (cca 9 %). O2 Czech Republic také nadále pokračuje ve zpětném odkupu svých akcií.

Cílová cena a doporučení: Na základě modelů diskontovaných toků hotovosti a dividend jsme odhadli fair value akcie na úrovni 290 CZK. **Novou cílovou cenu jsme po úpravě o parametry atraktivity sektoru, společnosti a spekulativního potenciálu stanovili na 293 CZK za akcii** (298 CZK v předchozí analýze). Po započtení výplaty akcionářům ve výši 21 CZK na akcii představuje investice celkový potenciální výnos přes 34 %, což v naší metodologii odpovídá doporučení *Koupit*. Akcie se v současné době obchoduje na P/E 2019 ve výši 13,5x, respektive P/E 2020 13,5x (medián konkurentů 12,3x, respektive 11,1x), EV/EBIT 2019 na 11,1x, EV/EBIT 2020 11,2x (medián 13,1x, respektive 12,5x) či dividendovém výnosu 9,0 % pro 2019 i 2020 (medián 5,5 % pro 2019, respektive 5,8 % pro rok 2020).

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

Finanční údaje	2018	2019f	2020f	2021f	Ukazatele	2018	2019f	2020f	2021f
Tržby (mld. CZK)	38,1	38,4	38,3	38,6	P/E (x)	14,6	13,5	13,5	13,9
Provozní marže (%)	18,7	18,2	18,4	17,8	Cena/volný cash flow	17,4	10,5	10,2	9,9
EBITDA marže (%)	29,3	31,6	31,5	31,0	Dividendový výnos (%)	7,9	9,0	9,0	9,0
Čistý zisk (mld. CZK)	5,4	5,2	5,2	5,0	Cena/účet.hodnota (x)	5,2	5,0	5,4	5,9
Zisk na akcii (CZK)	18,1	17,2	17,3	16,8	Cena/tržby (x)	2,1	1,8	1,8	1,8
Dividenda na akcii (CZK)	21,0	21,0	21,0	21,0	EV/EBITDA (x)	7,9	6,5	6,5	6,9
Aktiva/vl.kapitál	2,4	2,7	2,8	3,1	Úrokové krytí (x)	36,8	17,7	15,3	13,9
Čistý dluh/vl.kapitál (%)	52,7	60,5	64,6	105,9	Výplatní poměr (%)	91,7	94,1	98,7	98,4

Očekávané události: Celoroční výsledky hospodaření budou oznámeny koncem ledna 2020.

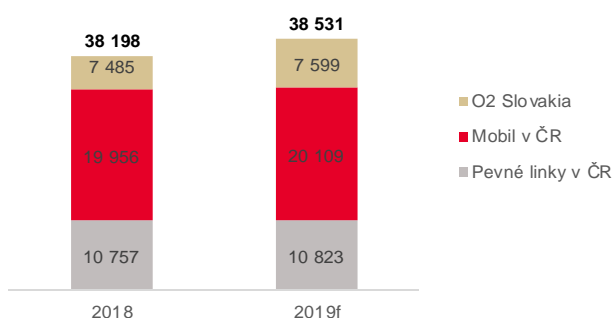


Bohumil Trampota
(420) 222 008 560
bohumiil_trampota@kb.cz

Základní přehled o společnosti

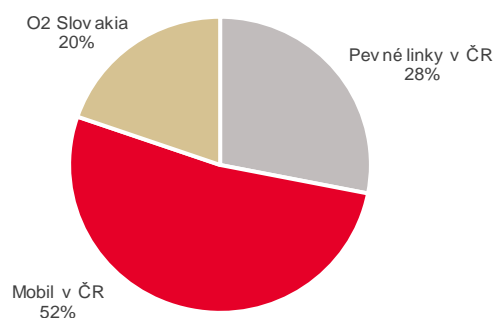
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> Nejširší pokrytí v České republice i na Slovensku z pohledu území i počtu obyvatel Vedoucí postavení v mobilním i pevném segmentu v ČR Atraktivní a exkluzivní sportovní televizní obsah Stabilní dividendová politika včetně výplaty emisního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

Tržby v jednotlivých segmentech (mil. CZK)

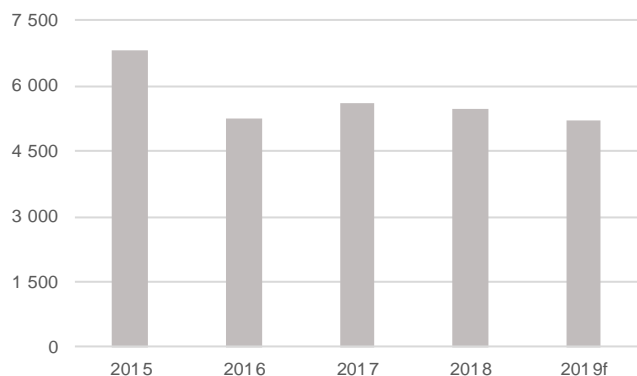


Pozn.: Údaje za rok 2019 jsou odhady KB
Zdroj: O2 Czech Republic, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Segmentové rozložení tržeb na základě odhadů pro rok 2019

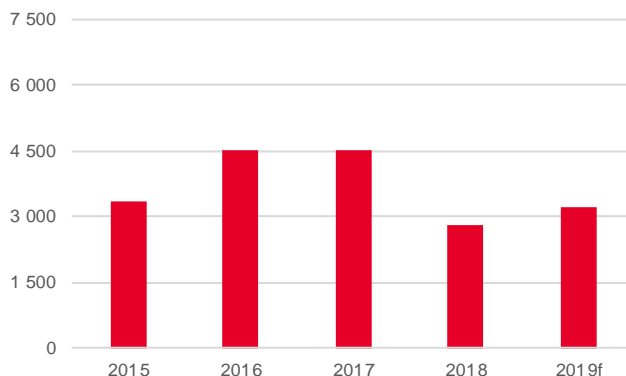


Historický vývoj čistého zisku (mil. CZK)



Pozn.: Údaje za rok 2019 jsou vlastní odhady
Zdroj: O2 Czech Republic, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Čisté kapitálové investice (mil. CZK)



Hospodaření společnosti

Výsledky za první tři kvartály loňského roku

mld. Kč	Q3 18	Q3 19	změna	odhad KB	konsensus
Tržby	9,63	9,65	0,3%	9,72	9,71
EBITDA	2,96	3,26	10,1%	3,16	3,16
Provozní zisk	1,89	1,93	1,9%	1,86	1,81
Čistý zisk	1,44	1,42	-1,5%	1,39	1,35

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

Výsledky hospodaření O2 Czech Republic překonaly naše odhady i konsensus trhu a byly z našeho pohledu pozitivní. Zatímco na straně tržeb O2 Czech Republic mírně zaostalo za očekáváním trhu, příjemné překvapení dodalo na úrovni provozní i čisté ziskovosti. O2 Czech Republic rozšiřuje dostupnost rychlého připojení k internetu pomocí bezdrátové technologie, registruje rostoucí počet zákazníků a zároveň nadále drží striktní nákladovou disciplínu. Výrazným způsobem se pod slušný hospodářský výsledek podepsala placená televize s unikátním filmovým a sportovním obsahem, internet na doma a mobilní tarify v balíčcích O2. Pokračující pokles segmentu českých pevných linek se společnosti podařilo kompenzovat nárůstem sektoru mobilních dat. Je však potřeba říci, že k výraznému meziročnímu růstu EBITDA pomohl nový standard IFRS 16. Na čistý zisk měla nová účetní metodika malý negativní vliv. Mírný pokles čistého zisku byl ovlivněn především vyššími odpisy hmotného a nehmotného majetku v souvislosti s realizovanými investicemi. I tak byl pokles ve srovnání s konsensem pozitivním překvapením.

Hlavní ukazatele za první tři čtvrtletí letošního roku

mld. Kč	9M 18	9M 19	změna
Tržby	28,26	28,67	1,5%
EBITDA	8,34	9,32	11,7%
Provozní zisk	5,47	5,41	-1,2%
Čistý zisk	4,22	4,02	-4,6%
EBITDA marže	29,5%	32,5%	3,0 pb

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

Při pohledu na první tři kvartály letošního roku je vidět mírný nárůst na tržbách, ale dvouciferný růst, téměř 12 %, na zisku EBITDA. Marže se zvýšila o silné 3 pb na 32,5 %. Provozní zisk je prakticky stejný jako loni a na čistém zisku jsme zaznamenali mírný pokles. Je to dáno vlivem účetního standardu IFRS 16 (viz výše).

Mobilní segment

Počet zákazníků v mobilním segmentu roste.

Počet zákazníků v mobilním segmentu v České republice ke konci září v meziročním srovnání vzrostl o 3,6 % na více jak 5,6 mil. Smluvní zákazníci tvoří 57,2 % celkového počtu. To je sice pokles proti 63,5 % v Q3 18, nicméně obě čísla nejsou srovnatelná vzhledem ke změně reportování.

Celkové provozní výnosy mobilního segmentu v České republice dosáhly v 3Q 19 5,1 mld. CZK, meziročně o 1,4 % více. **Meziroční nárůst výnosů z mobilních datových služeb**, který z velké části kompenzoval nižší výnosy z hlasových a SMS/MMS služeb, byl 16,6 % meziročně na 1,8 mld. CZK.

Celkové provozní výnosy mobilního segmentu v České republice dosáhly v prvních třech čtvrtletích letošního roku výše 15,0 mld. CZK, meziročně o 1,2 % více. **Za celý rok odhadujeme, že tržby v tomto segmentu dosáhnou 20,1 mld. CZK.**

Digitální televize kompenzuje pokles klesajících tržeb v segmentu pevných linek.

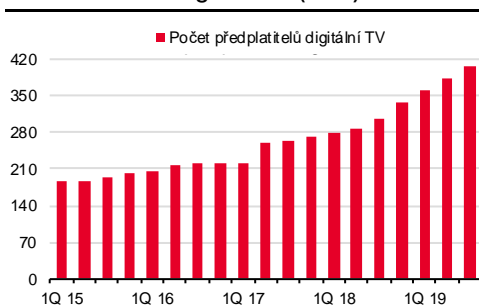
Segment pevných linek

V samotném třetím kvartále tržby v segmentu pevných linek mírně klesly na 2,7 mld. CZK (- 1,6 % y/y). **Od začátku roku ale nejde o pokles, ale mírný růst** o +1,2 % na 8,1 mld. CZK. Důvodem je růst sektoru Internet a Televize, který více než kompenzoval ztrátu z hlasových služeb. Nicméně dále očekáváme pokles tržeb v segmentu hlasových služeb. Od začátku roku odepsal tento sektor 12,5 % na 1,4 mld. CZK.

Ve zbytku roku odhadujeme více méně stabilní tržby tak, že v meziročním srovnání bude celkový výnos pevných linek prakticky beze změn (10,8 mld. CZK). Nicméně dlouhodobý negativní trend je, že mobilní telefony budou vytlačovat volání z pevných linek.

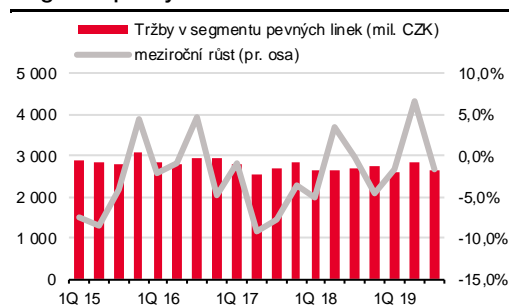
Nové služby zejména v oblasti digitální televize tak budou i nadále mírnit pokles pevných linek. Je patrný především silně rostoucí počet zákazníků digitální televize O2 TV, který se meziročně zvýšil o nevídaných 32 %, čemuž pomáhá atraktivní sportovní obsah. Tržby za digitální televizi společnost reportuje pouze v agregaci s internetovými linkami, které za letošní tři kvartály vzrostly o +5,6 % y/y. Za touto pozitivní skutečností vidíme již zmíněný podstatný nárůst předplatitelů digitální televize.

Počet uživatelů digitální TV (v tis.)



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

Segment pevných linek



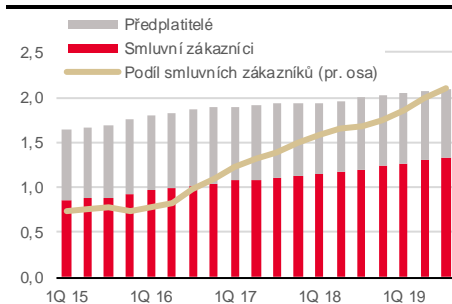
Růst počtu zákazníků, včetně těch smluvních.

Slovensko

Klientská základna O2 se na Slovensku zvyšuje v každém sledovaném období. Na konci třetího čtvrtletí jejich počet dosáhl 2,116 mil. a meziročně vzrostl o slušných 5,7 %. Na celkovém počtu roste množství smluvních zákazníků. Jejich podíl narostl na 64,3 % ve srovnání s 61,8 % za stejné roční období předcházejícího roku. Tím se z našeho pohledu zvyšuje kvalita výnosů. Kvartální tržby Q3 19 jsou meziročně prakticky beze změny (1,909 mld. CZK vs 1,927 mld. CZK).

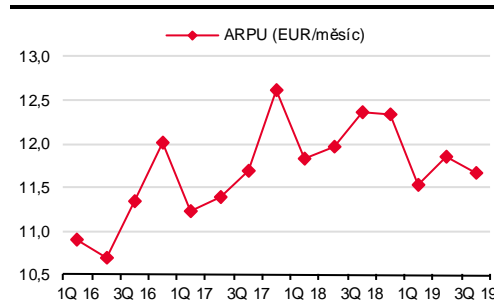
Od začátku roku celkové provozní výnosy vzrostly o 2,6 % y/y na 5,7 mld. CZK. Mírně pozitivní roli sehrál kurz koruny vůči euru, která lehce oslabila. Ve zbytku roku nečekáme žádné podstatné změny v trendech, včetně vlivu koruny. Celkově by měly tržby na Slovensku dosáhnout 7,6 mld. CZK, což je růst o +1,5 % (+5,0 % y/y růst v 2018). Dopad kurzu CZK/EUR na provozní i celkovou ziskovost ve srovnání s tržbami by měl být méně významný vzhledem k přirozenému hedgingu.

Počet zákazníků na Slovensku (v tis.)



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

Průměrná útrata na zákazníka



Odhady celoročních výsledků za rok 2019

Růst tržeb, zisku EBITDA a marží

Podle našich předpovědí by celoroční výsledky měly v meziročním srovnání vzrůst u položek tržby a EBITDA. U tržeb očekáváme mírný růst o 0,7 % na 38,4 mld. CZK. Růst by měly výnosy z českého a slovenského mobilního segmentu. Celkové náklady bez zahrnutí odpisů hmotného a nehmotného majetku by se měly mírně snížit na 26,2 mld. CZK (-2,6 % y/y). Předpokládáme nižší náklady zejména na externí služby. U ostatních nákladových položek nečekáme významnější změny. **EBITDA by měla za loňský rok dosáhnout 12,1 mld. CZK. To znamená meziroční růst o 8,8 %, marže by se měla zvýšit o slušných 2,3 pb na 31,7 %.**

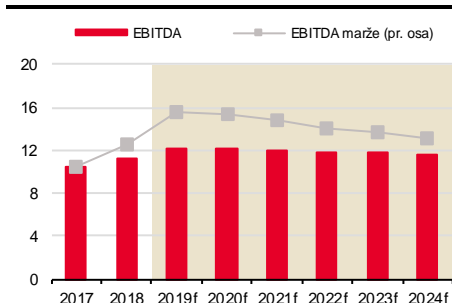
Rostoucích odpisy hmotného a nehmotného majetku (+28,8 % y/y) jsou výsledkem vyšších investic a účetních standardů. Finanční náklady by se měly zdvojnásobit (na 395 z 193 mil. CZK). Důvodem je růst dluhu a sazeb. **Čistý zisk by podle našich projekcí měl mírně klesnout na 5,2 mld. CZK (-4,8 % y/y).**

Dlouhodobé prognózy výsledků hospodaření

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

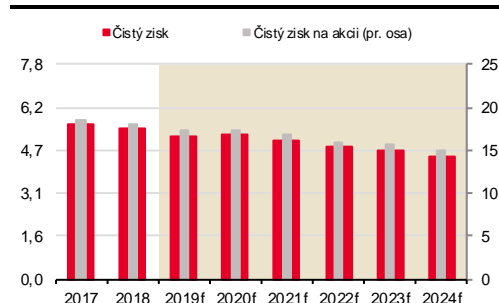
Dlouhodobě očekáváme více méně stabilní tržby i EBITDA. U čistého zisku odhadujeme mírný pokles. V průměru za rok v období 2019-2024 předpokládáme růst tržeb o 0,3 %. Zisk EBITDA by ve stejném období průměrně klesal o 0,9 %. Předpokládáme, že čistý zisk průměrně klesne za rok ve sledovaném období o 3,0 %. Za poklesem u této položky jsou vidět námi očekávané rostoucí náklady na financování jak z titulu vyššího objemu dluhu, tak i vyšších úrokových sazeb a vyšší odpisy. U zisku na jednu akcii by měl vzhledem k probíhajícímu zpětnému odkupu vlastních akcií být pokles nižší.

Očekávaný vývoj EBITDA (mld. CZK)



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

Očekávaný vývoj čistého zisku (mld. CZK)



Pozn.: očekáváme, že program zpětného odkupu akcií bude pokračovat ve sledovaném období

Následující grafy ukazují podrobnější pohled na hlavní faktory, které by měly ovlivňovat výsledky hospodaření O2 v následujících letech. **V segmentu pevných linek čekáme pokračující mírný pokles tržeb,** když ve sledovaném období by měly klesat o slabých 0,4 % ročně. Pokračující růst výnosů z internetu, digitální televize nebo ICT služeb tak nebude schopen zcela

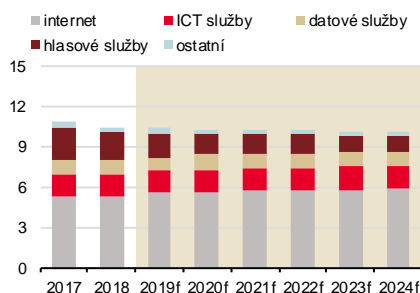
kompenzovat poklesu výnosů z hlasových služeb (-7,7 % p. a.). Investice do televizního obsahu, a to zejména do sportovních přenosů, by měly vést k nárůstu výnosů z digitální televize.

Český mobilní segment by měl dlouhodobě mírně růst (+0,5 % p.a.). Očekáváme také, že poroste poměr smluvních zákazníků. Zásadně se na růstu bude podílet sektor Internet & Data, který by měla podporovat vedle zkvalitňování mobilních sítí i rostoucí penetrace chytrých telefonů.

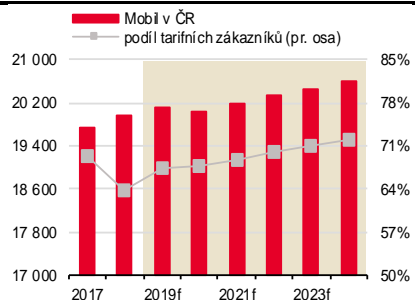
Český telekomunikační úřad (ČTÚ) plánuje vypsat aukci kmitočtů pro mobilní síť 5G v pásmu 700 a 3500 MHz, které se uvolní přechodem na televizní standard DVB-T2. termín aukce se neustále posouvá. Podle posledních informací by mohla být aukce spuštěna v polovině roku. Za obě dvě pásma by stát chtěl získat minimálně 8 mld. CZK. Do dvou let od obdržení přidělu budou muset držitelé začít poskytovat danou službu. Dle prohlášení managementu O2 Czech Republic bude výstavba sítí páté generace směřovat především do okrajových oblastí s nekvalitním připojením.

Na Slovensku odhadujeme průměrný roční růst 0,4 %. Rostoucí kvalita klientské základny vyjádřená růstem počtu smluvních zákazníků a očekávaný růst ARPU (průměrná útrata na zákazníka) vyjádřená v eurech bude nicméně limitována silicí českou korunou.

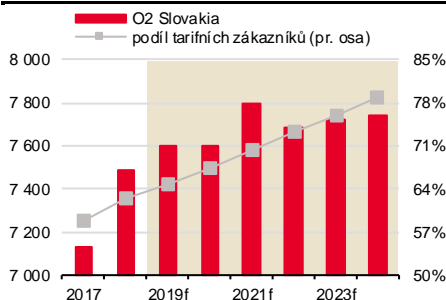
Pevné linky (výnosy v mld. Kč)



Český mobilní segment



Slovensko



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

Celkové provozní náklady společnosti O2 Czech Republic by podle našich odhadů mohly v období 2019 až 2024 průměrně růst o 0,8 %. Očekáváme růst nákladů na prodej zařízení a příslušenství souvisejících s vyššími výnosy, ale také růst personálních nákladů. Očekáváme, že očekávaná EBITDA marže se z 31,7 % v 2019 bude lehce klesat k hranici 30 %. Vzhledem k investicím porostou odpisy a amortizace dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku. Vyšší úrokové sazby a nárůst zadlužení se promítne v horším finančním výsledku. Z těchto důvodů by tak čistý zisk měl v 5letém horizontu mírně klesat tempem 3,0 % p.a. na 4,5 mld. CZK v roce 2024.

Investice

O2 Czech Republic plánuje ročně investovat 5 až 6 % celkových tržeb.

Vedení společnosti O2 Czech Republic plánuje ročně investovat prostředky ve výši zhruba 5 až 6 % celoročních tržeb. To ve srovnání s naším odhadem tržeb znamená 2 až 2,3 mld. CZK. Za rok 2019, stejně jako v předchozím roce, kdy vrcholil investiční boom v České republice i na Slovensku, však celkové investice přesáhly stanovený cíl. Za rok 2019 projektujeme investice 3,2 mld. CZK nebo 8,4 % celkových tržeb. V tomto roce (2020) bude objem prostředků určený na investice odvislý od toho, zda ČTÚ spustí aukci frekvencí uvolněných po přechodu televizního vysílání na standard DVB-T2. My s aukcí počítáme, a proto i tento rok by měl být z pohledu cíle pro investice nadprůměrný, když očekáváme jejich výši jen těsně pod hranicí 10 % odhadovaných tržeb. Prakticky až od roku 2022 předpokládáme investiční výdaje odpovídající stanovenému cíli managementu.

Zpětný odkup akcií

Společnost loni dále pokračovala v odkupu vlastních akcií.

V druhé polovině loňského roku pokračovala O2 v zahájeném odkupu vlastních akcií. To jestli bude společnost v odkupu pokračovat, bude záležet na investičních příležitostech, zejména na očekávané aukci kmitočtů sítě 5G.

Parametry odkupu pro tento rok jsou následující. Představenstvo operátora O2 CR schválilo třetí tranši odkupu vlastních akcií. Akcie může vykupovat od ledna do 8. prosince 2020 za maximální cenu 297 CZK. Toto třetí kolo je součástí výkupu vlastních akcií, který schválili akcionáři na valné hromadě v prosinci 2015. Celkem může O2 během 5 let vykoupit až 10 % vlastních akcií za maximální cenu 297 CZK. O2 již v prvním a druhém kole nakoupila 9,3 mil. ks akcií, což odpovídá 3,0 % celkového počtu. V samotné třetí tranši pak může vykoupit tolik vlastních akcií, aby součet všech tří fází byl maximálně 4 % (za max. cenu 297 CZK). Podmínkou je také, že objem akcií nakoupených za jeden den nepřesáhne čtvrtinu průměrného denního objemu za listopad 2019.

V našich odhadech počítáme s pokračujícím odkupem akcií v následujících letech. Tento rok bude ale do velké míry záležet na tom, zda Český telekomunikační úřad (ČTÚ) spustí aukce kmitočtů pro 5G sítě. Odkup vlastních akcií by měl mít pozitivní dopad na růst zisku na akcii. Nicméně v našich odhadech počítáme s mírným poklesem čistého zisku v absolutní hodnotě, a ani snižující se počet akcií neochrání položku zisk na akcii (EPS) od poklesu, jen ho zmírní.

Dividendová politika

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

V roce 2016 oznámilo představenstvo O2 záměr vyplatit emisní ážio v celkové výši 36 CZK na akcii. Společně s řádnou dividendou za rok 2018 valná hromada rozhodla o distribuci dalších 4 CZK na akcii. Z emisního ážia tak bylo již vyplaceno 12 CZK. I nadále očekáváme výplatu emisního ážia. Nicméně konstantní výplata 4 CZK nemusí být pravidlem. Vedení O2 může používat emisní ážio tak, aby celková dividendy (dividendy ze zisku + emisní ážio) byla v následujících letech stabilní.

Očekáváme stabilní výši celkové výplaty akcionářům.

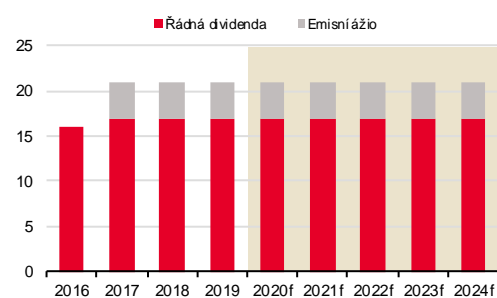
Management zopakoval záměr vyplácet 90 až 110 % nekonsolidovaného zisku. Ze zisku roku minulého (2019) očekáváme stejnou výplatu řádné dividendy na úrovni 17 CZK na akcii. **Podle našich odhadů by měla být i celková výplata stejná s loňským rokem, tj. 21 CZK na akcii** včetně čtyřkorunového emisního ážia. I v dalších letech čekáme stejnou výši celkové dividendy (17 + 4 CZK). Dividendový výnos k aktuální ceně tak činí zhruba 9,0 %. A to je bez diskusí pro investory velmi atraktivní úroveň.

Zadlužení společnosti

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

Výplata emisního ážia, zpětný odkup a investice povedou ke zvýšení dluhu společnosti. Cíl managementu společnosti je zadlužení ve výši 1,5x. Ke konci loňského roku poměr čistého dluhu vůči EBITDA dosáhl 0,7násobku. V následujících letech by růst poměru měl pokračovat, v roce 2024 jej očekáváme na úrovni 1,6x, tj. zhruba na úrovni cíle managementu. Vezmeme-li v potaz dividendovou politiku a investiční aktivitu, zdá se nám být námi předpokládané zadlužení jako rozumné a dostačující, aby se firma nedostala do problémů s likviditou.

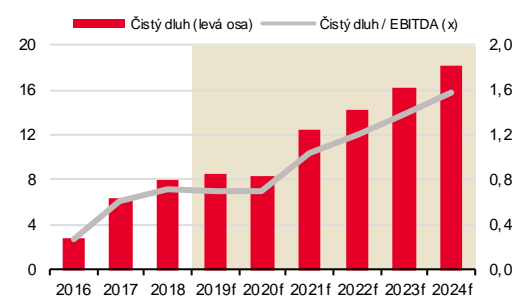
Odhadovaná výplata akcionářům na akcii



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

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

Zadlužení společnosti (mld. CZK)



Ocenění společnosti

Sektorové srovnání

Jasně nejlepší dividendový výnos v sektoru.

Pro srovnání a taky jako doplnění k našemu ocenění (viz níže) ukazujeme také sektorové porovnání s telekomunikačními společnostmi v západní Evropě i v rámci regionu střední a východní Evropy. Z níže uvedené tabulky vidíme, že **akcie O2 se podle ukazatele P/E obchodují s premií vůči sektoru.**

Podobné je to i ve srovnání s násobkem EV/EBITDA. Dle něj by akcie O2 Czech Republic byly ve srovnání s trhem nadhodnocené. Důvodem výrazně vyššího poměru je fakt, že O2 po oddělení veškeré infrastruktury do sesterské společnosti CETIN již náklady spojené s provozem sítí neodepisuje, ale jsou účtovány formou provozních nákladů na základě fakturace s firmou CETIN. To má za následek nižší EBITDA marži v porovnání s konkurenty. **Proto je vhodnější porovnání na základě ukazatele EV/EBIT**, z něhož vyplývá, že akcie O2 se obchodují se slevou vůči srovnatelným společnostem.

Máme za to, že je nutné nejen nezapomenout, ale zdůraznit **dividendový výnos. Ve srovnání tohoto ukazatele je O2 Czech Republic suverénně nejlepší a nabízí nejvyšší výnos.** To může ospravedlňovat premii u prvně zmíněných ukazatelů. **Celkově je O2 z našeho pohledu podhodnocená a nabízí investorům zajímavé zhodnocení.**

O2 Czech Republic vs. konkurenti

	P/E			Dividendový výnos			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	akt.	2019	2020	akt.	2019	2020	akt.	2019	2020	akt.	2019	2020
O2 CZECH REPUBLIC	13,7	13,5	13,5	8,9	9,0	9,0	7,2	6,5	6,5	12,4	11,2	11,1
BT Group PLC	8,1	7,9	7,8	8,0	6,7	6,7	4,9	4,9	4,8	10,4	10,2	10,1
Deutsche Telekom AG	14,9	12,6	11,1	4,6	4,8	5,0	6,4	6,1	5,8	15,7	14,2	12,7
Orange SA	13,3	12,3	11,4	5,4	5,7	6,0	5,8	5,7	5,5	13,5	13,1	12,4
Koninklijke KPN NV	19,7	19,4	16,3	5,0	5,3	5,6	4,6	4,6	4,4	11,6	11,4	10,3
Swisscom AG	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Telecom Italia SpA/Milano	9,1	8,8	8,6	0,0	0,0	0,4	5,9	5,9	5,8	13,0	13,2	12,9
Telefonica SA	10,6	9,0	8,3	6,4	6,5	6,6	5,9	5,6	5,5	15,7	14,0	13,3
Telefonica Deutschland Holding	n/a	n/a	n/a	7,9	7,8	7,7	5,7	5,6	5,4	n/a	214,2	77,7
Telekom Austria AG	11,9	11,0	10,5	2,9	3,3	3,6	5,5	5,4	5,2	13,3	12,8	12,4
Telenor ASA	18,5	14,5	13,8	5,6	5,8	6,0	7,6	7,0	6,9	13,4	12,2	11,7
Vodafone Group PLC	20,4	16,7	13,6	5,2	5,3	5,5	7,3	7,0	6,8	22,7	20,3	18,1
Hrvatski Telekom dd	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3,7	3,8	n/a	8,4	8,5	n/a
Magyar Telekom Telecommunicati	11,0	10,0	9,6	5,9	6,4	6,7	4,3	4,3	4,3	11,2	11,2	11,2
MegaFon PJSC	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Orange Polska SA	45,4	37,5	28,0	0,0	1,3	3,3	5,7	5,6	5,5	32,2	28,2	25,8
Medián srovnávací skupiny	13,3	12,3	11,1	5,3	5,5	5,8	5,7	5,6	5,5	13,4	13,1	12,5
<i>O2 Czech Republic vs. medián</i>	3,4%	9,5%	21,2%	66,0%	64,4%	55,8%	25,8%	14,7%	17,4%	-7,0%	-14,1%	-11,1%
STOXX Europe 600 Telecommunica	15,3	13,5	12,2	5,1	5,1	5,2	6,6	6,4	6,2	18,0	n/a	n/a
<i>O2 Czech Republic vs. STOXX</i>	-10,2%	-0,1%	10,4%	74,0%	78,0%	72,2%	9,6%	1,6%	5,5%	-31,0%	n/a	n/a

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili modely DCF a DDM. Cílovou cenu jsme stanovili na 293 CZK na akcii.

Vzhledem dobré ke zvýšené předvídatelnosti dividend jsme pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti O2 použili jak model diskontovaného volného cash flow, tak model diskontovaných dividend do roku 2024. Vypočítaný volný cash flow jsme diskontovali za použití vážených nákladů kapitálu (WACC), očekávané dividendy jsme diskontovali náklady vlastního kapitálu. V obou případech jsme použili dlouhodobou růstovou míru 0 %.

Fair value akcií společnosti jsme pomocí průměru výsledků obou modelů odhadli na 290 CZK na akcii. Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat

hodnoty -10 % až +10 %. Za pomoci níže uvedených parametrů jsme **stanovili cílovou cenu pro akcie O2 na 293 CZK** (fair value plus 1 %).

- Sektorová atraktivita (-5 %): SG nadále drží pro telekomunikační sektor doporučení *snížit váhu*.
- Atraktivita společnosti (+3 %): Očekáváme stabilitu hospodářských výsledků a přesun většiny volné hotovosti k akcionářům. Dividendový výnos včetně výplaty emisního ážia je jednoduše nadprůměrný, navíc dlouhodobě udržitelný. Navíc je štědrá dividendová politika je doplněna zpětným odkupem vlastních akcií. Na druhou stranu atraktivitu společnosti sráží vyřazení z indexu MSCI (listopad 2018), což může být hendikep pro institucionální investory sledující právě hlavní indexy.
- Spekulativní potenciál (+3 %): Akcie společnosti se nám zdají být ve srovnání s evropskými konkurenty vzhledem k výrazně vyššímu dividendovému výnosu podhodnocené.

Výpočet cílové ceny O2 Czech Republic

Kalkulace požadované výnosové míry	2020	2021	2022	2023	2024
bezriziková sazba	0,9 %	1,9 %	2,5 %	2,8 %	3,2 %
beta	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68
riziková premie	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Náklady vlastního kapitálu	6,3 %	7,3 %	7,9 %	8,2 %	8,6 %
váha dluhu	11,2 %	15,8 %	17,6 %	19,5 %	21,5 %
náklady dluhu (po dani)	2,1 %	2,1 %	2,3 %	2,4 %	2,8 %
WACC (vážené náklady kapitálu)	5,8 %	6,4 %	6,9 %	7,1 %	7,4 %

Ocenění modelem DCF (mld. CZK)

provozní zisk	7,0	6,9	6,6	6,5	6,4
- daně	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4	-1,3
NOPLAT	5,5	5,4	5,2	5,2	5,0
+ odpisy	5,0	5,1	5,1	5,2	5,2
- kapitálové investice	-3,1	-3,5	-2,3	-2,3	-2,3
+/- změna pracovního kapitálu	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>FCFF (volný cash flow)</i>	<i>6,8</i>	<i>7,0</i>	<i>8,1</i>	<i>8,0</i>	<i>8,0</i>
současná hodnota cash flow do r. 2023	31,4				
současná hodnota cash flow po r. 2023	77,9				
čistý dluh	10,4				
odhad hodnoty vlastního kapitálu	98,9				
počet akcií (mil.)	300,9				
fair value z DCF modelu (CZK na akcii)	329				

Ocenění modelem DDM (mld. Kč)

<i>vyplacená dividenda (CZK na akcii)</i>	<i>21,0</i>	<i>21,0</i>	<i>21,0</i>	<i>21,0</i>	<i>21,0</i>
celková distribuce	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
současná hodnota distribuce do r. 2023	25,7				
Současná hodnota distribuce po r. 2023	50,3				
odhad hodnoty vlastního kapitálu	75,9				
počet akcií (mil.)	300,9				
fair value z DDM modelu (Kč na akcii)	252				

průměr z DCF a DDM modelů

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

CÍLOVÁ CENA (CZK na akcii)**293**

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ve srovnání s naší předchozí cílovou cenou jde o mírnou korekci (-1,6 % z 298 CZK). Za tím stojí kombinace několika faktorů. Mírně klesla beta, rizikové premie dle Aswatha Damodarana naopak mírně vzrostly. V dlouhém období pak svoji roli sehrál i vyšší odhadovaný volný cash flow a pozitivní vliv měl díky zpětnému odkupu i nižší počet akcií.

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

Citlivost fair value v našich modelech

Model DCF					
Vážené náklady kapitálu / míra růstu	-1,0 %	-0,5 %	0,0 %	0,5 %	1,0 %
-100 bb	329	349	372	399	432
-50 bb	311	329	349	372	399
6,7 % / 7,4 % *	295	311	329	349	372
+ 50 bb	282	295	311	329	349
+ 100 bb	269	282	295	311	329

Model DDM					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	-1,0 %	-0,5 %	0,0 %	0,5 %	1,0 %
-100 bb	252	264	276	290	307
-50 bb	242	252	264	276	290
7,7 % / 8,6 % *	234	242	252	264	276
+ 50 bb	226	234	242	252	264
+ 100 bb	218	226	234	242	252

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; * pro termínální hodnotu

Hlavní rizika

- **Telekomunikační sektor je regulován.** Po zrušení roamingových poplatků byly od května 2018 zavedeny v EU maximální pevně stanovené sazby za minutu hovoru a SMS. V České republice pak padají návrhy na zavedení sektorové daně pro telekomunikační sektor.
- **O2 již nevlastní telekomunikační infrastrukturu, ale musí kupovat služby od CETIN.** O2 má s firmou CETIN uzavřený 30letý kontrakt, v rámci něhož se po sedmi letech, což připadá na rok 2020, upraví cenové podmínky. Budoucí zvýšení ceny je sice rizikem pro ziskovost firmy, na současné ocenění akcií by ale mělo mít kvůli delšímu časovému horizontu jen menší vliv.
- **Tlak na ceny na českém telekomunikačním trhu.** Tlak na ceny především v mobilním segmentu může přetrvávat a úspory v nákladech možná nebudou dostatečné na udržení vysokých marží. Budoucí zisky tak mohou být nižší, než v tuto chvíli očekáváme.
- **Konkurence na českém mobilním trhu.** Na trhu se pohybuje mnoho virtuálních operátorů. Operátoři spolupracující s O2 Czech Republic nyní mají na trhu zhruba 60% podíl, což se může v budoucnu zhoršit a mít nepříznivý dopad na zisky společnosti. Je rovněž možné, že na trh vstoupí čtvrtý operátor, který bude tlačit na cenu poskytovaných služeb.
- **Vývoj mobilního byznysu na Slovensku** může být méně úspěšný, než očekáváme. Například kvůli tlakům na snížení cen. V minulosti byl patrný odliv zákazníků s předplacenými kartami k novému operátorovi 4ka, na druhou stranu O2 Slovakia se dařilo získávat nové smluvní zákazníky. Snahou operátora je i prorazit do komerčního segmentu, což by mohlo potenciálně vytvářet tlak na ziskovost O2 Slovakia. Vzhledem k jeho dosavadní vybudované infrastruktuře ale riziko přesunu zákazníků považujeme spíše za menší.
- **Výraznější posílení české koruny vůči euru.** V prognóze na horizontu 5 let předpokládáme postupné posilování koruny zhruba o 2 % v průměru ročně. V případě razantnějšího posílení by došlo k vyšším kurzovým ztrátám a horší ziskovosti, přestože společnost je z velké části přirozeně zajištěna.

Finanční údaje a poměrové ukazatele

	2018	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f
OCENĚNÍ							
P/E (x)	14,6	13,5	13,5	13,9	14,5	14,9	15,6
Cena/cash flow (x)	10,7	7,3	7,4	7,0	7,2	7,3	7,5
Cena/volný cash flow (x)	17,4	10,5	10,2	9,9	8,6	8,7	8,7
Price/book value (x)	5,2	5,0	5,4	5,9	6,9	8,3	10,9
P/S (x)	2,1	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
EV/výnosy (x)	2,3	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3
EV/EBITDA (x)	7,9	6,5	6,5	6,9	7,1	7,3	7,6
Dividendový výnos, brutto (%)	7,9	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Zisk na akcii (CZK)	18,1	17,2	17,3	16,8	16,0	15,6	14,9
Hrubá dividendy	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0

VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT (mil. CZK)

Výnosy	38 088	38 367	38 322	38 627	38 621	38 768	38 904
EBITDA	11 163	12 140	12 077	11 990	11 791	11 717	11 588
Depreciace a amortizace	-3 572	-4 602	-4 499	-4 563	-4 587	-4 613	-4 641
Provozní výsledek	7 108	6 986	7 038	6 876	6 643	6 531	6 362
Čistý úrokový výnos	-192	-393	-455	-490	-560	-624	-731
Vykázaný čistý zisk	5 448	5 184	5 200	5 045	4 805	4 666	4 449

PENĚŽNÍ TOKY (mil. CZK)

EBITDA	11 163	12 140	12 077	11 990	11 791	11 717	11 588
Změna pracovního kapitálu	-1 501	-696	-594	14	21	0	25
Jiné provozní CF	409	465	400	400	400	400	400
Provozní CF	7 468	9 544	9 432	9 931	9 668	9 486	9 233
Čisté kapitálové výdaje	-2 813	-3 228	-3 120	-3 471	-2 314	-2 322	-2 331
Investiční CF	-2 813	-3 228	-3 120	-3 471	-2 314	-2 322	-2 331
CF z financování	-6 332	-2 627	-5 500	-4 762	-5 605	-5 550	-5 492
Čistá změna hotovosti	-1 677	3 689	813	1 697	1 749	1 613	1 411

ROZVAHOVÉ POLOŽKY (mil. CZK)

Celková aktiva	36 130	37 270	36 371	36 743	35 974	35 131	34 141
Dlouhodobá aktiva	25 190	23 188	23 712	23 840	23 981	24 134	24 301
Z toho nehmotná aktiva	8 026	7 299	7 823	7 633	7 450	7 273	7 102
Čistý pracovní kapitál	-2	694	1 288	1 274	1 253	1 252	1 228
Vlastní kapitál	15 225	14 040	13 010	11 760	10 116	8 346	6 372
Čistá hotovost (záporná čísla = zadlužení)	-8 024	-8 491	-8 408	-12 453	-14 208	-16 122	-18 228

ZISKOVOST

ROE	35,5 %	35,4 %	38,4 %	40,7 %	43,9 %	50,5 %	60,5 %
ROA	15,4 %	14,1 %	14,1 %	13,8 %	13,2 %	13,1 %	12,8 %
ROIC	23,4 %	21,6 %	21,4 %	20,2 %	19,2 %	18,5 %	17,6 %
Čistá marže	14,3 %	13,5 %	13,6 %	13,1 %	12,4 %	12,0 %	11,4 %
EBITDA marže	29,3 %	31,6 %	31,5 %	31,0 %	30,5 %	30,2 %	29,8 %
Provozní marže	18,7 %	18,2 %	18,4 %	17,8 %	17,2 %	16,8 %	16,4 %

FINANCOVÁNÍ

Čistý dluh / vlastní kapitál (x)	0,5	0,6	0,6	1,1	1,4	1,9	2,9
Aktiva / vlastní kapitál	2,4	2,7	2,8	3,1	3,6	4,2	5,4
Čistý dluh / EBITDA (x)	0,7	0,7	0,7	1,0	1,2	1,4	1,6
Úrokové krytí (x)	36,8	17,7	15,3	13,9	11,8	10,4	8,7
Výplatní poměr	91,7 %	94,1 %	98,7 %	98,4 %	101,4 %	106,2 %	109,2 %

DYNAMIKA

Růst výnosů	0,8 %	0,7 %	-0,1 %	0,8 %	0,0 %	0,4 %	0,4 %
Růst EBITDA	6,2 %	8,8 %	-0,5 %	-0,7 %	-1,7 %	-0,6 %	-1,1 %
Růst provozního zisku	-0,7 %	-1,7 %	0,7 %	-2,3 %	-3,4 %	-1,7 %	-2,6 %
Růst vykázaného čistého zisku	-2,5 %	-4,8 %	0,3 %	-3,0 %	-4,8 %	-2,9 %	-4,7 %
Růst zisku na akcii	-2,5 %	-4,6 %	0,3 %	-3,0 %	-4,6 %	-2,7 %	-4,5 %

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

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM



Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu
Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
 (420) 222 008 568
 jan_vejmelek@kb.cz



Ekonomové
Michal Brožka
 (420) 222 008 569
 michal_brozka@kb.cz



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



Finanční trhy
František Táborský
 (420) 222 008 598
 frantisek_taborsky@kb.cz



Akciový analytik
Bohumil Trampota
 (420) 222 008 560
 bohumil_trampota@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE



Hlavní ekonom Rosbank
Evgeny Koshelev
 (7) 495 725 5637
 evgeny_koshelev@rosbank.ru



Hlavní ekonom BRD-GSG
Florian Libocor
 (40) 213 016 869
 florian.libocor@brd.ro



Ekonom Rosbank
Anna Zagrina
 (7) 495 662 1300
 anna.zaigrina@rosbank.ru



Ekonom BRD-GSG
Ioan Mincu
 (40) 213 014 472
 george.mincu-radulescu@brd.ro



Akciový analytik
Laura Simion, CFA
 (40) 213 014 370
 laura.simion@brd.ro

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM



Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky
Klaus Baader
 (852) 2166 4095
 klaus.baader@sgcib.com



Eurozóna
Michel Martinez
 (33) 1 4213 3421
 michel.martinez@sgcib.com



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



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



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



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



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



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



Korea
Suktae Oh
 (82) 2195 7430
 suktae.oh@sgcib.com



Čína
Wei Yao
 (33) 1 5729 6960
 wei.yao@sgcib.com



Čína a okolí
Michelle Lam
 (85) 2 2166 5721
 michelle.lam@sgcib.com



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



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

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY



Globální vedoucí výzkumu
Brigitte Richard-Hidden
 (33) 1 4213 7846
 brigitte.richard-hidden@sgcib.com



Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů
Guy Stear
 (33) 1 4113 6399
 guy.stear@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb
Adam Kurpiel
 (33) 1 4213 6342
 adam.kurpiel@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb pro Evropu
Ciaran O'Hagan
 (33) 1 4213 5860
 ciaran.ohagan@sgcib.com



Dluhopisový trh a SSA
Cristina Costa
 (33) 1 5898 5171
 cristina.costa@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb pro USA
Subadra Rajappa
 (1) 212 278 5241
 subadra.rajappa@sgcib.com



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



Jean-David Ciotteau
 (33) 1 4213 7252
 jean-david.ciotteau@sgcib.com



Shakeeb Hulikatti
 (91) 80 2802 4380
 shakeeb.hulikatti@sgcib.com



Michael Chang
 (1) 212 278 5307
 michael.chang@sgcib.com



Kevin Ferret
 (44) 20 7676 7073
 kevin.ferret@sgcib.com



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



Rohit Gaurav
 (91) 80 6731 8958
 rohit.gaurav@sgcib.com



Michael Chang
 (1) 212 278 5307
 michael.chang@sgcib.com



Vedoucí strategie pro 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



Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů
Jason Daw
 (65) 6326 7890
 jason.daw@sgcib.com



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



Bertrand Delgado
 (1) 212 278 6918
 bertrand.delgado-calderon@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.dřimal@sgcib.com

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a 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 informace uvedené v tomto dokumentu představují 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 tohoto dokumentu a jiných 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 tohoto dokumentu, 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 tohoto dokumentu ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Informace uvedené v tomto dokumentu jsou určeny veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá informace uvedené v tomto dokumentu 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.

Tento dokument není investičním doporučením dle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, o zneužívání trhu, ani nepředstavuje investiční poradenství dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.

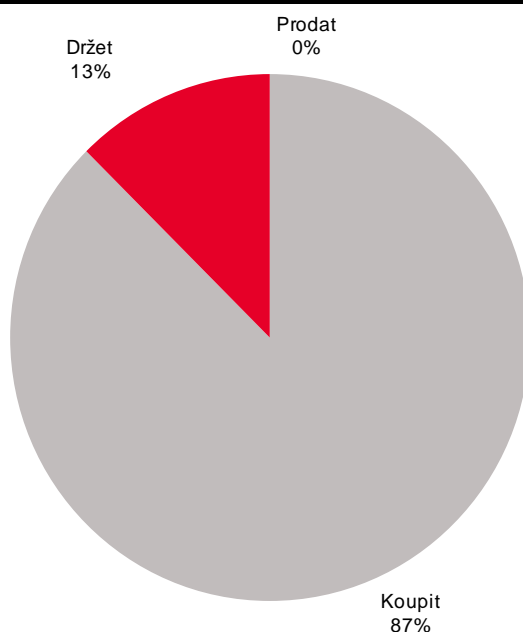
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

Toto doporučení není aktualizováno v pravidelných intervalech. Datum další aktualizace dosud nebylo stanoveno a bude ovlivněno relevantními změnami faktů podstatných pro toto doporučení tak, aby odrazilo vývoj společnosti nebo sektoru.

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

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (8 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Doporučení KB Equity Research pro 12měsíční horizont

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

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

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

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

Přehled doporučení vydaných KB a vztahy s jednotlivými emitenty

	Avast	CME	ČEZ	Kofola	MONETA Money Bank	O2 CR	PFNon- wovens	Philip Morris CR	Vienna Insurance
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů									
Doporučení	koupit	držet	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	Konec pokryvání
Cílová cena	GBP 466	není cena	CZK 717	CZK 482	CZK 97	CZK 293	CZK 924	CZK 18308	
Datum	30.08.2019	12.11.2019	10.06.2019	04.07.2019	29.10.2019	08.01.2020	01.04.2019	03.12.2018	
Cena v den publikace	GBP 380	USD 4,4	CZK 536	CZK 291	CZK 76,3	CZK 234	CZK 782	CZK 14800	EUR 24,7
Investiční horizont	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců
Autor	J. Kostka	M. Frayer	M. Frayer	J. Kostka	M. Frayer	B. Trampota	M. Frayer	J. Kostka	M. Frayer
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	držet	koupit	koupit
Cílová cena	v revizi	USD 5,2	CZK 620	CZK 484	CZK 97	CZK 298	CZK 924	CZK 17546	EUR 26
Datum	14.08.2019	28.03.2019	11.06.2018	26.09.2018	07.03.2019	12.12.2018	26.10.2018	22.08.2017	03.03.2017
Doporučení	koupit	koupit	koupit		koupit	držet	v revizi	držet	
Cílová cena	GBP 342	USD 5	CZK 542		CZK 93	CZK 270	v revizi	CZK 13500	
Datum	15.06.2018	27.07.2017	20.09.2017		06.03.2018	18.09.2017	17.05.2018	25.05.2017	
Doporučení		koupit			koupit	držet	prodat	koupit	
Cílová cena		USD 4,2			CZK 90	CZK 267	CZK 876	CZK 13500	
Datum		27.04.2017			17.08.2017	31.01.2016	13.09.2017	13.06.2016	
Doporučení		koupit			koupit	koupit	prodat		
Cílová cena		USD 3,7			CZK 95	CZK 267	CZK 876		
Datum		10.03.2017			09.06.2017	22.03.2016	13.09.2017		
Metody ocenění	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
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	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
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	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
Významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	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
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem	Komerční banka může mít s emitenty uzavřeno 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
KB market making pro tituly příslušného emitenta	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