

| Telekomunikace | Aktualizace | Česká republika | Czech version only |

O2 Czech Republic

Stabilní hospodaření, novou cílovou cenu 362 CZK ovlivnil velmi nízký diskontní faktor

Koupit

Cena 26.03.21	259 CZK
12m cíl	362 CZK
Pot. růst ceny	40,0 %
Dividenda	21 CZK
Celkový výnos	48,2 %

Sektorové doporučení
Snížit váhu

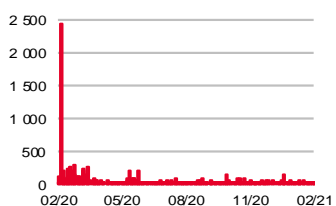
Typ investice
Defenzivní
Vysoký dividendový výnos

Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akci

RIC	SPTTsp.PR	Bloom	TELEC CP
52týdenní rozmezí	199	-	264
Tržní kap. (mld. CZK)	77,8		
Tržní kap. (mil. EUR)	2976		
Volně obchod. (%)	28		
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	1,4	3,4	18,3
Relativně k PX	-1,7	-4,4	-13,1

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/O2_2001_update

https://bit.ly/O2CR_4Q20resultsCZE

Investiční příběh: Od poslední aktualizace ocenění jsme náš názor na společnost O2 Czech Republic prakticky nezměnili. V naší sledované období (2021-2025) čekáme, že se tržby v podstatě nezmění a budou víceméně stabilní. Mírný pokles předpokládáme u provozního a čistého zisku. Tahounem hospodaření bude mobilní segment v Česku i na Slovensku a také digitální televize. Investiční aktivita bude směřovat především na Slovensko k stavbě sítě (v Česku infrastrukturu nevlastní). O2 přísně kontroluje náklady, přesto čekáme mírný nárůst provozních nákladů, což by mělo v konečném důsledku vést k EBITDA marži v rozmezí 33 – 31 %. Zvýší se náklady na obsluhu dluhu (finanční náklady) vzhledem k nárůstu zadlužení a růstu sazeb. O2 CR dokáže generovat silný hotovostní tok. Předpokládáme mírné zvyšování zadlužování k cíli společnosti na úrovni 1,5x (čistý dluh / EBITDA). Tento krok vnímáme z pohledu optimalizace kapitálové struktury pozitivně.

Dividendová politika: Předpokládáme, že v tomto roce (ze zisku roku 2020) vyplatí O2 CR svým akcionářům celkovou dividendu na úrovni 21 CZK na akcii (standardní dividendu 17 CZK plus 4 CZK z emisního ážia). I v dalších letech očekáváme, že celková výplata, kterou bude O2 Czech Republic distribuovat mezi své akcionáře zůstane v absolutní výši stejná. Dividendový výnos je z našeho pohledu pro investory atraktivní. Při srovnání se současnou tržní cenou to představuje cca 8,1 % (hrubý výnos).

Cílová cena a doporučení: K ocenění jsme použili metodu diskontovaných toků hotovosti a dividend. Férovou cenu jsou tímto odhadli na úrovni 381 CZK. **Novou cílovou cenu jsme po úpravě o parametry atraktivity sektoru, společnosti a spekulativního potenciálu stanovili na 362 CZK za akcii** (293 CZK v předchozí analýze). **Je nicméně nutné zdůraznit, že na podstatném růstu cílové ceny se podílel velmi nízký diskontní faktor. Pokud by byl stejný jako v předchozí aktualizaci, byla by cílová cena na hranici 316 CZK.** Po zohlednění distribuce zisku akcionářům (dividenda 21 CZK) nabízí investice do akcií O2 CR potenciální výnos téměř 48 %, což v naší metodologii odpovídá doporučení **Koupit**. Akcie se obchoduje na násobku P/E 2021 ve výši 13,1x, respektive P/E 2022 14,0x (medián konkurentů je 15,5x, respektive 13,1x), EV/EBIT 2021 na 11,2x, EV/EBIT 2022 11,6x (medián činí 14,8x, respektive 14,3x) či dividendovém výnosu 8,1 % pro 2021 i 2022 (medián ukazuje 4,8 % pro 2021, respektive 5,7 % pro rok 2022).

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

Finanční údaje	2020	2021f	2022f	2023f	Ukazatele	2020	2021f	2022f	2023f
Tržby (mld. CZK)	39,9	39,9	39,9	39,8	P/E (x)	11,5	13,4	14,0	14,8
Provozní marže (%)	19,9	19,6	18,7	18,0	Cena/volný cash flow	11,5	10,5	9,9	9,5
EBITDA marže (%)	33,4	33,0	32,4	32,0	Dividendový výnos (%)	9,7	11,1	11,6	12,2
Čistý zisk (mld. CZK)	5,8	5,8	5,5	5,1	Cena/účet.hodnota (x)	4,9	5,8	6,1	6,5
Zisk na akcii (CZK)	19,4	19,3	18,5	17,5	Cena/tržby (x)	1,7	1,9	1,9	1,9
Dividenda na akcii (CZK)	21,0	21,0	21,0	21,0	EV/EBITDA (x)	5,8	6,6	6,7	6,9
Aktiva/vl.kapitál	2,9	3,2	3,3	3,6	Úrokové krytí (x)	16,0	14,8	13,2	10,0
Čistý dluh/vl.kapitál (%)	67,0	71,1	84,3	105,1	Výplatní poměr (%)	90,8	87,5	87,9	91,9

Očekávané události: Výsledky hospodaření za Q1 21 by měly být oznámeny v květnu 2021.

SOCIETE
GENERALE
GROUP

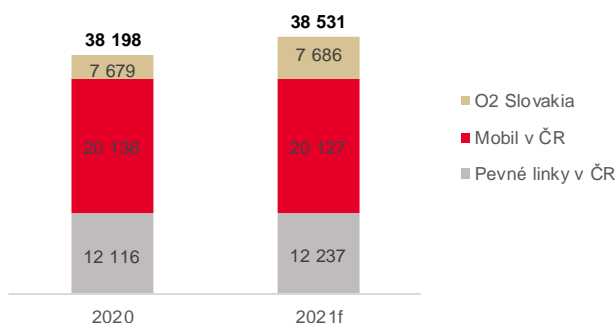


Bohumil Trampota
(420) 222 008 560
bohumil_trampota@kb.cz

Základní přehled o společnosti

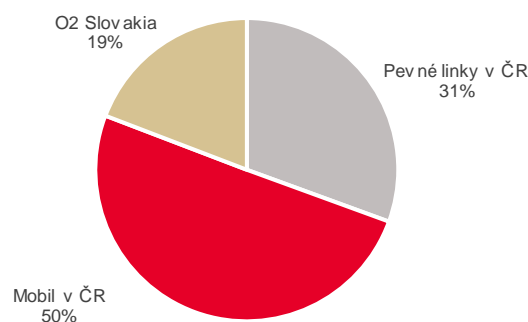
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> Nejširší pokrytí v České republice i na Slovensku z pohledu území i počtu obyvatel Vedoucí postavení v mobilním i pevném segmentu v ČR Atraktivní a exkluzivní sportovní televizní obsah Stabilní dividendová politika včetně výplaty emisního 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)

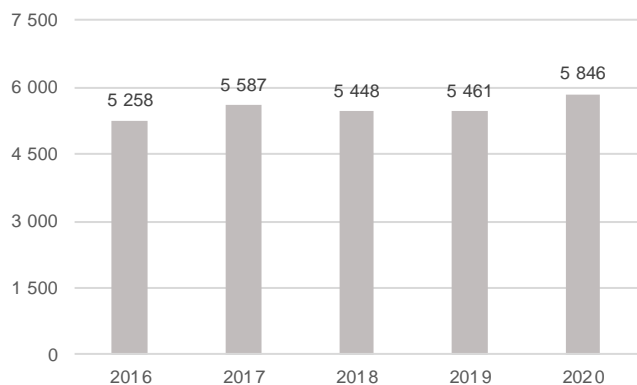


Zdroj: O2 Czech Republic, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Segmentové rozložení tržeb na základě odhadů pro rok 2021

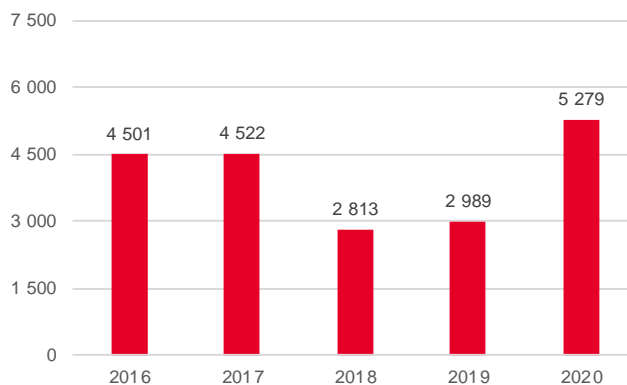


Historický vývoj čistého zisku (mil. CZK)



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

Čisté kapitálové investice (mil. CZK)



Hospodaření společnosti

Výsledky za poslední kvartál loňského roku (2020)

mld. Kč	Q4 19	Q4 20	změna	odhad KB	konsensus
Tržby	10,17	10,54	3,7 %	10,36	10,24
EBITDA	3,30	3,46	4,7 %	3,39	3,37
marže	32,5 %	32,9 %	0,3 pb	32,8 %	32,7 %
Provozní zisk	1,83	2,08	13,6 %	2,03	1,97
Čistý zisk	1,44	1,51	5,2 %	1,55	1,50

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

Reportované výsledky operátora O2 CR za poslední čtvrtletí minulého roku mnoho překvapení nepřinesly, když skončily mírně nad tržním očekáváním. Ukázalo se, že trend, který jsme viděli v předcházejících kvartálech, se udržel. Pokračující pokles v hlasových službách, SMS a MMS kompenzovaly internet a TV, ale zejména mobilní datové služby. Mírně nižší tempo růstu provozních nákladů než tržeb znamenalo růst EBITDA marže o 0,3 procentní bodu. Restriktivní opatření plynoucí z koronakrize měly samozřejmě dopad do hospodaření společnosti, zejména v případě mobilního segmentu.

Hlavní ukazatele za celý minulý rok (2020)

mld. Kč	2019	2020	změna
Tržby	38,8	39,9	2,6 %
EBITDA	12,6	13,3	5,6 %
marže	32,5 %	33,4 %	0,9 pb
Provozní zisk	7,2	7,9	9,4 %
Čistý zisk	5,5	5,8	7,0 %

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

Na výsledcích za celý minulý rok je vidět mírný nárůst na tržbách a více než slušný 5,6% růst zisku EBITDA v meziročním srovnání. Také marže se zvýšila o téměř jeden procentní bod na 33,4 %. Provozní zisk dosáhl 7,9 mld. CZK (9,4 % y/y) a čistý zisk dokázal vzrůst o 7,0 % na 5,8 mld. CZK.

Mobilní segment

Počet zákazníků v minulém roce v mobilním segmentu v České republice se téměř dostal k hranici 6 mil. (5,97 mil.). Ve srovnání s předchozím rokem je to růst o 1,9 %. Smluvní zákazníci tvořili 55,6 % celkového počtu, což je prakticky stejné jako v 2019.

Tržby mobilního segmentu v České republice za rok 2020 činily 20,14 mld. CZK a nepatrně tak vzrostly z 20,12 mld. CZK reportovaných v 2019. **Meziročně klesly hlasové služby a SMS/MMS, což bylo více než kompenzováno nárůstem výnosů z mobilních datových služeb, který nabobtnal na 7,8 mld. CZK (14,9 % y/y).**

V našich projekcích odhadujeme, že **výnosy tohoto sektoru v tomto roce (2021) zůstanou prakticky beze změny a budou na hranici 20,13 mld. CZK.**

Segment pevných linek

Ve čtvrtém kvartále 2020 **tržby v segmentu pevných linek meziročně vzrostly na 3,0 mld. CZK (9,7 % y/y).** Za celý rok 2020 je tempo růstu trochu nižší, než v samotném posledním kvartále, a dosáhlo 6,5 % y/y na 11,2 mld. CZK. Podsektor Internet a Televize a ICT (informační a komunikační technologie) však dokázal více než nahradit pokles zejména tradičních hlasových služeb. Hlasové služby ztratily v minulém roce 10,3%, Internet a Televize vzrostly o 6,7 % a ICT vyskočil dokonce o 30,7 %. Za tímto růstem jsou nové projekty, nicméně je třeba připomenout, že tento sektor má nižší marže.

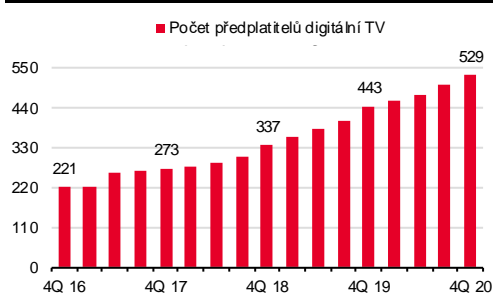
Počet zákazníků v mobilním segmentu roste.

Digitální televize kompenzuje pokles klesajících tržeb v segmentu pevných linek.

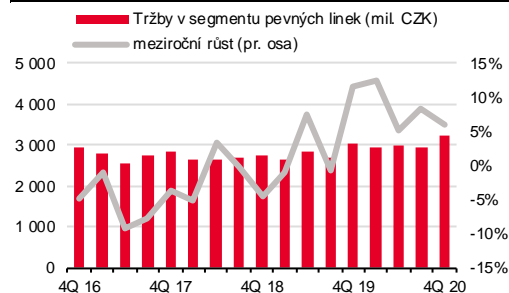
Pro tento rok čekáme, že celkové tržby pevných linek zůstanou téměř beze změny. Nicméně dlouhodobý negativní trend je zřejmý - mobilní telefony budou nadále vytlačovat volání z pevných linek.

Trend poklesu hlasových služeb bude kompenzován službami digitální televize. Tak jako v předchozích letech se potvrzuje silný růst zákaznické báze. Počet zákazníků digitální televize O₂ TV se meziročně zvýšil o 19,4 % (529 tis.). Jejich růstu pomáhá atraktivní obsah. Tržby za digitální televizi společnost reportuje pouze v agregaci s internetovými linkami, které v minulém roce vzrostly o 2,3 % y/y. Předpokládáme, že to souvisí s již zmíněným podstatným nárůstem předplatitelů digitální televize.

Počet uživatelů digitální TV (v tis.)



Segment pevných linek



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

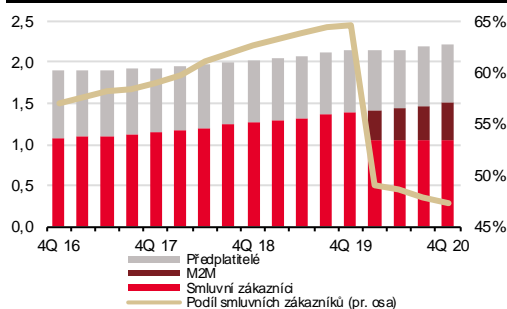
Slovensko

Růst počtu zákazníků.

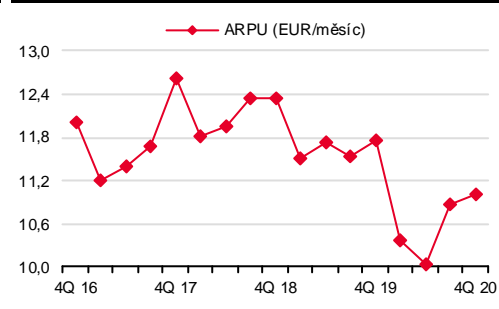
Počet klientů na Slovensku roste kvartál po kvartálu. V každém čtvrtletí minulého roku se podařilo jejich základnu zvýšit. Na konci roku dosáhl jejich počet 2,23 mil. Pokud bychom to srovnali s počtem na konci předcházejícího roku jedná se o růst o 3,8 %. Mohlo by se zdát, že podíl smluvních zákazníků kles na 47,3 % (Q4 20) z 64,7 % (Q4 19). Nicméně to je dáno jinou metodikou výpočtu, kdy se tato skupina klientů rozdělila. Názorně to ukazuje levý graf na následující straně. Při zachování stejné metodiky by počet smluvních zákazníků vzrostl na 67,7 %. To je potěšitelné, protože smluvní zákazníci pravidelně platí své účty a tímto pohledem jsou tyto tržby předvídatelné.

Tržby na Slovensku vzrostly za Q4 20 o 4,7 % na 2,075 mld. CZK. Za celý rok 2020 pak dosáhly 7,679 mld. CZK, což je o necelého půl procenta více než za rok 2019. Pozitivně se projevil vliv kurzu koruny vůči euru, která lehce oslabila.

Počet zákazníků na Slovensku (v tis.)



Průměrná útrata na zákazníka



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

Odhady celoročních výsledků za rok 2021

Hospodaření by mělo být stabilní, velké změny nečekáme.

Podle našich předpovědí by letošní hospodaření mělo být víceméně stabilní. Podstatné změny nečekáme. Celkové výnosy by měly dosáhnout 39,91 mld. CZK. To je jen lehce nad 39,86 mld. CZK (0,13 % y/y) reportovaných v 2020. Růst výnosů by měly předvést jak české, tak slovenské operace. Ale bude se jednat o velmi mírné zhodnocení. Celkové náklady bez zahrnutí standardních odpisů hmotného a nehmotného majetku by měly o mírných 0,8 % překonat ty za rok 2020 a měly by se zastavit na metě 26,75 mld. CZK. U jednotlivých nákladových položek tedy nečekáme podstatnější změny. Zisk **EBITDA by měl v tomto roce dosáhnout 13,17 mld. CZK. To znamená meziroční pokles o 1,2 %.** Marže se vinou vyššího tempa růst nákladů ve srovnání tempem růstu tržeb sníží o 0,5 procentního bodu na 33,0 %.

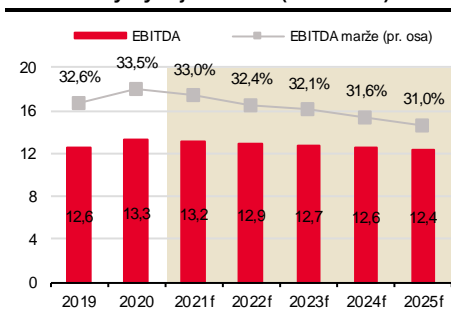
Odpisy hmotného a nehmotného majetku by měly růst tak jak rostly investice. Poroste také dluh. To znamená, že dojde k zvýšení obsluhy dluhu a růstu finančních nákladů. **Čistý zisk by podle našich projekcí měl mírně klesnout na 5,76 mld. CZK (-1,5 % y/y).**

Dlouhodobé prognózy výsledků hospodaření

Motorem hospodaření bude zejména mobilní segment v ČR i na Slovensku.

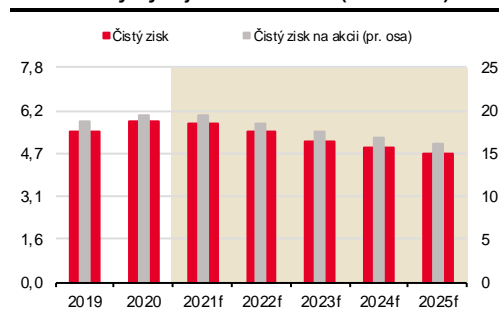
V námi sledovaném období (2021-2025) by podle našich prognóz mělo být hospodaření bez velkých překvapení a mělo by být více méně stabilní. Výnosy by v tomto období měly růst průměrným ročním tempem o velmi mírných 0,1 %. Zisk před finančními položkami EBITDA by ve stejném období měl průměrně klesat (-1,4 %), ale velmi mírným tempem. Předpokládáme, že čistý zisk průměrně klesne za rok ve sledovaném období o 4,4 %. 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. Pokles zisku na jednu akcii (EPS) by měl vzhledem k stále pokračujícímu zpětnému odkupu vlastních akcií být nižší.

Očekávaný vývoj EBITDA (mld. CZK)



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

Očekávaný vývoj čistého zisku (mld. CZK)



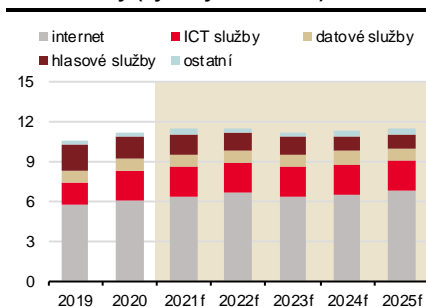
Pozn.: očekáváme, že program zpětného odkupu akcií bude pokračovat ve sledovaném období

Následující série grafů představuje pohled na hlavní segmenty hospodaření operátora O2 na námi sledovaném období. **Celkové výnosy pevných linek budou porostou pouze mírným průměrným ročním tempem** ve výši +0,3 %. Podle našich projekcí bude **růst tržeb z internetu, digitální televize nebo ICT služeb schopen zcela kompenzovat pokles výnosů z hlasových služeb (-7,9 %)**. Investice do přitažlivého televizního obsahu (např. do sportovních přenosů) by měly vést k nárůstu výnosů z digitální televize.

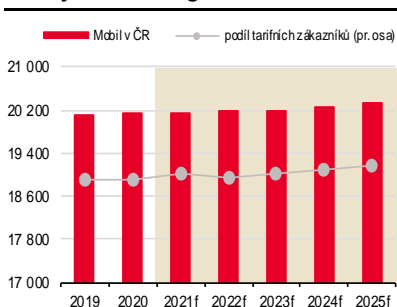
Růst by měl i český mobilní segment (+0,2 %). Očekáváme také, že poroste poměr smluvních zákazníků. V tomto sektoru jsou zásadní Internet & Data, který se největší mírou podílí na mobilních tržbách.

Na Slovensku odhadujeme průměrný roční růst 0,2 %. Jedná se tedy o více méně stabilní hospodaření. Očekáváme růst klientské základny, která je vyjádřena růstem počtu smluvních zákazníků. Růst, který jsme viděli v minulých letech (např. 2017) se opakovat již nebude. Je to dáno tvrdou konkurencí, nasyceností trhu a proti bude i kurz koruny, u kterého předpokládáme, že bude posilovat.

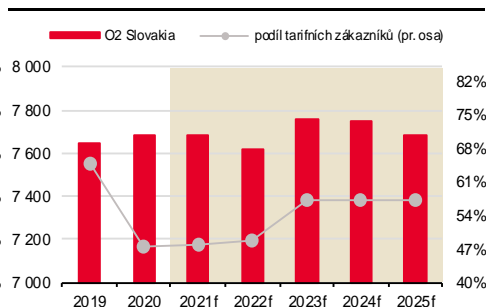
Pevné linky (výnosy v mld. Kč)



Český mobilní segment



Slovensko



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

V našich projekcích budou celkové provozní náklady operátora O2 v období 2020 až 2025 růst o průměrných 0,8 %. Porostou jak náklady na prodej, tak personální náklady. EBITDA marže by měla podle našich odhadů lehce klesnout z 33,5 % dosažených v roce 2020 na 31,0 % na konci sledovaného období v roce 2025. Podobně jako investice porostou i odpisy a amortizace dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku. Vyšší úrokové sazby a nárůst zadlužení se promítne ve vyšších finančních nákladech. Výsledkem popsaného by tak čistý zisk mohl v 5letém horizontu mírně klesat průměrným ročním tempem 4,5 % na 4,63 mld. CZK v roce 2025.

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

Investice

Podle výhledu managementu O2 Czech Republic budou investice (CAPEX) činit 5 % až 6 % celkových roční tržeb. Investice budou směřovat zejména na Slovensko k stavbě sítě. Tu O2 v Česku nevlastní a CAPEX jsou udržovací a nízké. Pokud bychom vzali v potaz náš odhad výnosů, znamenalo by to 2-2,4 mld. CZK. Nicméně loni (2020) dosáhly investiční výdaje 5,3 mld. CZK, což odpovídá 13,3 % celkových tržeb. O2 investovala do nových frekvencí jak v Česku tak na Slovensku. V aukci ČTÚ se jí podařilo získat bloky kmitočtů uvolněných po přechodu televizního vysílání na standard DVB-T2. Společnost si také zajistila používání značky O2 na dalších 15 let. Prakticky až od roku 2023 předpokládáme investiční výdaje odpovídající stanovenému cíli na úrovni 6 % ročních výnosů.

Loni společnost vlastní akcie nekupovala, ale očekáváme, že odkup bude obnoven.

Zpětný odkup akcií

Loni O2 nevykoupila žádné akcie, zřejmě se připravovala na plánovanou aukci kmitočtů, která proběhla v listopadu. **Počítáme s tím, že odkup vlastních akcií bude letos obnoven.** Konkrétní objem nebo tempo výkupu bude s největší pravděpodobností záležet na investičních příležitostech nebo na výhledu. Odkup vlastních akcií respektive snižování jejich počtu pozitivně ovlivní zisk na jednu akcii (EPS). Nicméně v našich odhadech počítáme s mírným poklesem čistého zisku v absolutní hodnotě, a ani snižující se počet akcií neochrání EPS od poklesu, pouze ho zmírní.

Parametry odkupu pro další roky jsou následující. Jedná se již o čtvrtý program. Valná hromada schválila nákup až 30 088 214 ks akcií, což odpovídá 10 % celkového počtu akcií, a to za cenu od 10 do 297 CZK. Maximální objem vykoupených akcií může dosáhnout 5,5 mld. CZK. Tato tranše platí pro následujících 5 let počínaje datem 9. 12. 2020.

Pro následující dva roky (do 21. 12. 2022) rozhodlo představenstvo, na základě usnesení valné hromady, že může O2 vykupovat maximálně čtvrtinu průměrného denního objemu za listopad 2020 (cca 9,5 tis. ks). Ostatní podmínky zůstávají v platnosti.

Během let 2016 -2019 vykoupilo O2 celkem 9 337 910 ks vlastních akcií, které byly k 27. listopadu 2020 zrušeny.

Dividendová politika

Výplata emisního ážia bude pokračovat. Celkově to bude 36 CZK na akcii.

Kromě řádné dividendy vyplácí O2 také podíl na emisním ážiu. **V roce 2016 oznámilo představenstvo O2 záměr vyplatit emisní ážio v celkové výši 36 CZK na akcii.**

Loni, ze zisku roku 2019, vyplatila O2 řádnou dividendu ve výši 17 CZK plus emisní ážio 4 CZK. Celková výplata byla 21 CZK. Z emisního ážia tak bylo již vyplaceno 16 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. Emisní ážio činilo na konci loňského roku 4 806 mil. CZK, což odpovídá 16 CZK na jednu akcii O2. Pokud by O2 emisní ážio vyplácelo stejným tempem jako dosud, stačilo by to tedy na další 4 roky.

Očekáváme stabilní výši celkové výplaty akcionářům.

Management zopakoval záměr vyplácet 90 až 110 % nekonsolidovaného zisku. Ze zisku minulého roku (2020) očekáváme stejnou výplatu řádné dividendy na úrovni 17 CZK na akcii. To je stejná hodnota jako v předcházejících čtyřech letech. Celkem tedy 17 CZK popáté v řadě. **Počítáme s tím, že i celková výplata bude stejná jako loni, tj. 21 CZK na akcii** (17 CZK standardní dividendy plus 4 CZK emisní ážio). I v dalších letech čekáme stejnou výši celkové dividendy (21 CZK). Ve srovnání s aktuální tržní cenou, takováto distribuce zisku akcionářům naznačuje **hrubý výnos ve výši velmi slušných 8,1 %**. Tuto úroveň považujeme za atraktivní.

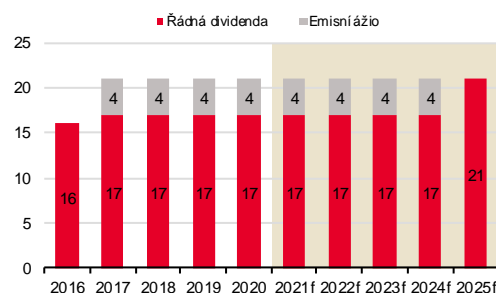
Zadlužení společnosti

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

Výplata emisního ážia, zpětný odkup a investice povedou ke zvýšení dluhu společnosti.

Plán vedení společnosti O2 je zadlužení měřené poměrem čistý dluh k zisku EBITDA ve výši 1,5x. Na konci loňského roku (2020) bylo zadlužení měřené tímto poměrem 0,7x. To je prakticky stejná úroveň jako o rok před tím. V následujících letech čekáme jeho nárůst k cílové hranici. V posledním sledovaném roce 2025 by mělo dosáhnout 1,3x, tj. lehce pod cílem managementu. Tuto úroveň považujeme za komfortní a nepředpokládáme, že by se společnost dostala do problémů s likviditou.

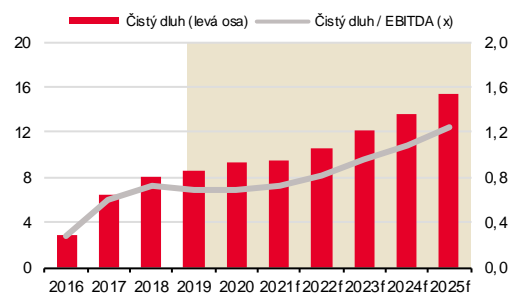
Odhadovaná výplata akcionářům na akcii



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

Nejvyšší dividendový výnos ve srovnání s konkurenčními operátory.

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.

U O2 musíme nejdříve zmínit a porovnat dividendu, respektive **dividendový výnos**. Pokud srovnáme výnos O2 s nejbližšími konkurenty v sektoru, **nabízí jednoznačně nejvyšší výnos**.

Z rychlého pohledu na tabulku vidíme, že **akcie O2 se sice podle aktuálního P/E obchodují se slevou, ale v následujících letech to je naopak prémie**. To znamená, že akcie O2 jsou ve srovnání s konkurencí dražší. Velmi podobné je to i u ukazatele EV/EBITDA. I podle něj jsou akcie O2 Czech Republic 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.

Obrázek relativního srovnání je smíšený. Celkově hodnotíme srovnání O2 s konkurenty jako neutrální.

O2 Czech Republic vs. konkurenti

	akt.	P/E			Dividendový výnos			EV/EBITDA			EV/EBIT		
		2022	2023		akt.	2022	2023	akt.	2022	2023	akt.	2022	2023
O2 CZECH REPUBLIC	13,1	14,0	14,8		8,1	8,1	8,1	6,7	6,7	6,9	11,2	11,6	12,2
BT Group PLC	7,7	7,3	7,0		0,4	4,9	5,1	4,5	4,4	4,3	10,7	10,4	9,9
Deutsche Telekom AG	15,5	13,1	12,2		3,6	3,8	4,2	6,6	6,2	5,8	18,4	16,1	13,6
Orange SA	10,0	9,1	8,6		6,9	7,1	7,4	5,1	5,0	4,9	11,7	11,3	10,8
Koninklijke KPN NV	22,3	20,0	17,6		4,8	4,9	5,2	7,7	7,6	7,4	20,7	18,7	17,0
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	10,8	9,9	9,1		2,3	2,5	2,9	5,4	5,4	5,3	14,8	14,3	13,4
Telefonica SA	10,6	9,2	8,5		7,7	7,6	7,3	5,8	5,8	5,7	15,7	15,8	15,6
Telefonica Deutschland Holding	129,3	70,2	n/a		7,5	7,7	7,9	4,7	4,6	4,5	129,1	64,3	61,8
Telekom Austria AG	9,9	9,1	8,1		4,1	4,6	4,8	4,6	4,6	4,5	10,4	10,1	10,4
Telenor ASA	16,0	14,1	12,9		6,2	6,5	6,7	6,3	6,1	5,9	12,5	12,1	11,5
Vodafone Group PLC	21,4	16,4	13,6		5,7	5,8	5,9	7,8	7,5	7,2	24,5	21,1	18,6
Hrvatski Telekom dd	17,1	15,7	n/a		4,3	5,3	n/a	4,0	4,2	n/a	10,7	10,6	n/a
Magyar Telekom Telecommunicati	9,9	9,6	9,4		5,7	6,3	4,9	3,9	3,9	3,8	10,3	10,3	11,1
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	27,8	18,3	14,3		3,9	5,7	6,7	5,5	5,1	5,0	32,9	15,6	14,0
Medián srovnávací skupiny	15,5	13,1	9,4		4,8	5,7	5,5	5,4	5,1	5,1	14,8	14,3	13,5
<i>O2 Czech Republic vs. medián</i>	-15,7%	6,9%	57,6%		69,5%	42,9%	46,8%	24,3%	31,6%	33,5%	-24,1%	-18,5%	-9,7%
STOXX Europe 600 Telecommunica	16,1	13,9	12,6		4,1	4,5	4,7	6,8	6,5	6,2	17,7	n/a	n/a
<i>O2 Czech Republic vs. STOXX</i>	-18,5%	0,8%	17,0%		99,7%	79,6%	71,2%	-0,8%	3,9%	10,4%	-36,8%	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 362 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 2025. 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 381 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 362 CZK** (fair value mínus 5 %).

Co se týká ocenění, musíme zdůraznit podstatný pokles diskontního faktoru respektive komponentů, které do něj vstupují (např. bezriziková míra, riziková premie, koeficient beta). Vzhledem k pravidlu, že čím menší diskontní míra, tím větší cena, to podstatně ovlivnilo, tedy zvýšilo, náš odhad cílové ceny. Pokud srovnáme naši novou cílovou cenu 362 CZK s předchozí analýzou, kde byla cílová cena 293 CZK, jedná se o podstatný růst o 23,6 %. **Pokud by zůstal diskontní faktor na stejné úrovni jako v poslední analýze, byla by nová cílová cena na úrovni 316 CZK.**

- Sektorová atraktivita (-5 %): SG nadále drží pro telekomunikační sektor doporučení *snížit váhu*.
- Atraktivita společnosti (0 %): Očekáváme stabilitu hospodářských výsledků na úrovni tržeb a mírný pokles provozního i čistého zisku. Je pravda, že O2 štědře distribuuje hotovost mezi své akcionáře a nabízí nadprůměrný dividendový výnos. 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 (0 %): Porovnání operátora O2 s konkurenty podle jednotlivých násobků je smíšené. Celkově ho hodnotíme jako neutrální.

Výpočet cílové ceny O2 Czech Republic

Kalkulace požadované výnosové míry	2020	2021	2022	2023	2024
bezriziková sazba	1,0 %	1,6 %	2,0 %	2,4 %	2,6 %
beta	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62
riziková prémie	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %
Náklady vlastního kapitálu	4,7 %	5,3 %	5,7 %	6,1 %	6,3 %
váha dluhu	10,9 %	10,8 %	12,0 %	13,5 %	14,9 %
náklady dluhu (po dani)	0,6 %	1,3 %	1,7 %	2,4 %	2,6 %
WACC (vážené náklady kapitálu)	4,3 %	4,9 %	5,2 %	5,6 %	5,8 %

Ocenění modelem DCF (mld. CZK)

provozní zisk	7,9	7,8	7,5	7,2	6,9
- daně	-1,2	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1
NOPLAT	6,7	6,5	6,3	6,0	5,9
+ odpisy	4,8	4,1	4,2	4,4	4,4
- kapitálové investice	-5,3	-3,6	-2,8	-2,4	-2,8
+/- změna pracovního kapitálu	-0,4	0,2	0,0	-0,1	0,0
FCFF (volný cash flow)	5,9	7,3	7,7	7,9	7,5
současná hodnota cash flow do r. 2023	34,1				
současná hodnota cash flow po r. 2023	107,7				
čistý dluh	9,2				
odhad hodnoty vlastního kapitálu	132,6				
počet akcií (mil.)	300,9				
fair value z DCF modelu (CZK na akcii)	441				

Ocenění modelem DDM (mld. Kč)

vyplacená dividenda (CZK na akcii)	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0
celková distribuce	6,3	6,3	6,2	6,1	6,1
současná hodnota distribuce do r. 2023	26,0				
Současná hodnota distribuce po r. 2023	70,7				
odhad hodnoty vlastního kapitálu	96,7				
počet akcií (mil.)	300,9				
fair value z DDM modelu (Kč na akcii)	322				

průměr z DCF a DDM modelů

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

CÍLOVÁ CENA (CZK na akcii)**362**

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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	388	414	445	481	525
-50 bb	386	412	443	479	523
5,5 % / 5,8 % *	385	411	441	477	521
+ 50 bb	383	409	439	475	518
+ 100 bb	382	407	437	473	516

Model DDM					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	-1,0 %	-0,5 %	0,0 %	0,5 %	1,0 %
-100 bb	290	306	324	345	371
-50 bb	289	304	323	344	370
5,8 % / 6,3 % *	287	303	322	343	368
+ 50 bb	286	302	320	341	367
+ 100 bb	285	301	319	340	365

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; * pro terminální 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 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 přetrvat 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

	2019	2020	2021f	2022f	2023f	2024f	2025f
OCENĚNÍ							
P/E (x)	12,4	11,5	13,4	14,0	14,8	15,4	16,0
Cena/cash flow (x)	6,8	5,5	6,7	7,0	7,2	7,2	7,3
Cena/volný cash flow (x)	11,0	11,5	10,5	9,9	9,5	9,9	9,5
Price/book value (x)	4,8	4,9	5,8	6,1	6,5	7,2	8,3
P/S (x)	1,7	1,7	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8
EV/výnosy (x)	2,0	1,9	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
EV/EBITDA (x)	6,0	5,8	6,6	6,7	6,9	7,0	7,2
Dividendový výnos, brutto (%)	10,5	9,7	11,1	11,6	12,2	12,7	13,4
Zisk na akcii (CZK)	18,7	19,4	19,3	18,5	17,5	16,8	16,2
Hrubá dividendy	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0

VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT (mil. CZK)

Výnosy	38 837	39 858	39 910	39 885	39 757	39 904	40 046
EBITDA	12 618	13 321	13 166	12 904	12 741	12 571	12 400
Depreciace a amortizace	-3 743	-3 734	-3 736	-3 818	-3 946	-4 010	-4 075
Provozní výsledek	7 241	7 919	7 815	7 470	7 172	6 929	6 685
Čistý úrokový výnos	-355	-489	-522	-562	-713	-781	-820
Vykázaný čistý zisk	5 461	5 846	5 761	5 457	5 102	4 857	4 633

PENĚŽNÍ TOKY (mil. CZK)

EBITDA	12 618	13 321	13 166	12 904	12 741	12 571	12 400
Změna pracovního kapitálu	-1 461	-386	221	11	-68	30	4
Jiné provozní CF	629	1 004	1 004	1 004	1 004	1 004	1 004
Provozní CF	9 980	12 246	11 435	10 951	10 486	10 333	10 107
Čisté kapitálové výdaje	-2 989	-5 279	-3 587	-2 790	-2 382	-2 791	-2 399
Investiční CF	-2 989	-5 279	-3 587	-2 790	-2 382	-2 791	-2 399
CF z financování	-3 422	-9 069	-5 299	-5 825	-5 727	-5 627	-5 527
Čistá změna hotovosti	3 569	-2 102	2 549	2 336	2 377	1 915	2 181

ROZVAHOVÉ POLOŽKY (mil. CZK)

Celková aktiva	42 680	40 401	41 890	41 837	41 399	41 118	40 607
Dlouhodobá aktiva	28 006	29 285	29 641	30 006	30 380	30 764	31 158
Z toho nehmotná aktiva	12 549	11 765	11 770	11 778	11 788	11 800	11 814
Čistý pracovní kapitál	381	-126	-347	-358	-291	-321	-325
Vlastní kapitál	14 163	13 786	13 291	12 556	11 527	10 315	8 940
Čistá hotovost (záporná čísla = zadlužení)	-8 607	-9 237	-9 449	-10 579	-12 111	-13 568	-15 327

ZISKOVOST

ROE	37,2 %	41,8 %	42,6 %	42,2 %	42,4 %	44,5 %	48,1 %
ROA	13,9 %	14,1 %	14,0 %	13,0 %	12,3 %	11,8 %	11,3 %
ROIC	23,0 %	24,3 %	23,1 %	21,7 %	19,9 %	18,6 %	17,5 %
Čistá marže	14,1 %	14,7 %	14,4 %	13,7 %	12,8 %	12,2 %	11,6 %
EBITDA marže	32,5 %	33,4 %	33,0 %	32,4 %	32,0 %	31,5 %	31,0 %
Provozní marže	18,6 %	19,9 %	19,6 %	18,7 %	18,0 %	17,4 %	16,7 %

FINANCOVÁNÍ

Čistý dluh / vlastní kapitál (x)	0,6	0,7	0,7	0,8	1,1	1,3	1,7
Aktiva / vlastní kapitál	3,0	2,9	3,2	3,3	3,6	4,0	4,5
Čistý dluh / EBITDA (x)	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	1,1	1,2
Úrokové krytí (x)	20,3	16,0	14,8	13,2	10,0	8,8	8,1
Výplatní poměr	94,1 %	90,8 %	87,5 %	87,9 %	91,9 %	97,3 %	125,0 %

DYNAMIKA

Růst výnosů	2,0 %	2,6 %	0,1 %	-0,1 %	-0,3 %	0,4 %	0,4 %
Růst EBITDA	13,0 %	5,6 %	-1,2 %	-2,0 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,4 %
Růst provozního zisku	1,9 %	9,4 %	-1,3 %	-4,4 %	-4,0 %	-3,4 %	-3,5 %
Růst vykázaného čistého zisku	0,2 %	7,0 %	-1,5 %	-5,3 %	-6,5 %	-4,8 %	-4,6 %
Růst zisku na akcii	3,7 %	3,7 %	-0,5 %	-4,3 %	-5,6 %	-3,8 %	-3,6 %

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

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 případě, 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>.

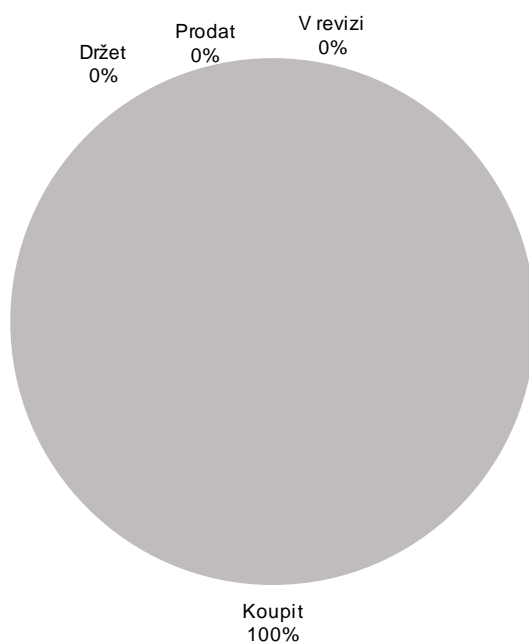
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 odraželo 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 (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	Česká zbrojovka	ČEZ	Kofola	MONETA Money Bank	O2 CR	PFNon-wovens	Philip Morris CR	Vienna Insurance
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů									
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	konec	koupit	konec
Cílová cena	GBP 600	CZK 357	CZK 621	CZK 367	CZK 97	CZK 362	pokryvání	CZK 16 512	pokryvání
Datum	11.02.2021	27.11.2020	23.07.2020	12.01.2021	29.10.2019	26.03.2021	15.02.2021	20.11.2020	22.11.2019
Cena v den publikace	CZK 147	CZK 290	CZK 474	CZK 246	CZK 76,3	CZK 259	CZK 800	CZK 14 320	EUR 24.7
Investiční horizont	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců		12 měsíců	
Autor	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	M. Frayer	B. Trampota		B. Trampota	
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit		koupit	v revizi	koupit	koupit	v revizi	koupit	koupit
Cílová cena	GBP 466		CZK 717	v revizi	CZK 97	CZK 293	v revizi	CZK 18308	EUR 26
Datum	30.08.2019		10.06.2019	26.11.2020	07.03.2019	08.01.2020	30.04.2020	03.12.2018	03.03.2017
Doporučení	v revizi		koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	
Cílová cena	v revizi		CZK 620	CZK 482	CZK 93	CZK 298	CZK 924	CZK 17546	
Datum	14.08.2019		11.06.2018	04.07.2019	06.03.2018	12.12.2018	01.04.2019	22.08.2017	
Doporučení	koupit		koupit	koupit	koupit	koupit	držet	držet	
Cílová cena	GBP 342		CZK 542	CZK 484	CZK 90	CZK 270	CZK 924	CZK 13500	
Datum	15.06.2018		20.09.2017	26.09.2018	17.08.2017	18.08.2017	26.10.2018	25.05.2017	
Doporučení					koupit	držet		koupit	
Cílová cena					CZK 95	CZK 267	v revizi	CZK 13500	
Datum					09.06.2017	31.01.2017	17.05.2018	13.06.2016	
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF DDM ERM	DFCF DDM	DFCF	DDM	DDM ERM
Četnost doporučení	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x 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	ano	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
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

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka