

Philip Morris ČR

Nadprůměrný dividendový výnos, potvrzujeme doporučení *Koupit*

Koupit

Cena 11.02.22	16720 CZK
12m cíl	18183 CZK
Pot. růst ceny	8,7 %
Dividenda	1310 CZK
Celkový výnos	16,6 %

Sektorové doporučení

Neutrální

Typ investice

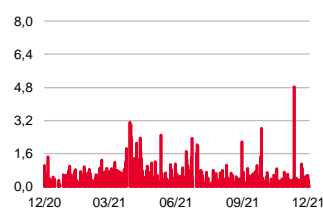
Vysoký dividendový výnos

Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akcii

RIC TABKsp.PR	Bloom	TABAK CP
52týdenní rozmezí	14160 - 16900	
Tržní kap. (mld. CZK)	46,0	
Tržní kap. (mil. EUR)	1888	
Volně obchod. (%)	22	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	1,0	6,3 10,3
Relativně k PX	-1,5	-0,6 -20,8

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

https://bit.ly/PMCR_2020_results

https://bit.ly/PMCR_2021_GM_vote

https://bit.ly/Tabak_1H21_review

Investiční doporučení: Opakujeme doporučení Koupit pro akcie Philip Morris ČR. Nová cílová cena vzrostla na 18 183 CZK na jednu akcii PMČR. Společnosti rychle roste tržní podíl relativně nových technologií, kdy se tabákové náplně nepálí jako u klasických cigaret, ale zahřívají. Bez překvapení je PMČR je lídrem v segmentu tradičních cigaret, a to jak v České republice, tak na Slovensku. Jak jsme u PMČR zvyklí, má silnou bilanci bez dluhů a mezi své akcionáře dělí vysokou dividendu. Vzhledem k tomu, že tento sektor je velmi přísně regulován, je jasným rizikem jakékoli další utahování regulace prodeje cigaret a kouření. Dalším rizikem je růst spotřebních daní, a to zejména na zahřívání produkty. Obojí by pravděpodobně vedlo ke růstu cen výrobků PMČR s možným dopadem na poptávku.

Za minulý rok (2021) by měl PMČR ukázat další nárůst tržního podílu zahřívání tabáku (technologie IQOS, náplně/cigarety HEETS), a to na obou trzích (ČR & SK), kde společnost podniká. Odhadujeme, že se tržní podíl PMČR v tomto sektoru zvýšil ve sledovaném období z cca 9 % na 20 %. Podle našich projekcí čekáme, že PMČR bude v letošním roce, tedy ze zisku 2021, distribuovat mezi své akcionáře dividendu ve výši 1 310 CZK na jednu akcii. To při současné tržní ceně nabízí hrubý dividendový výnos 7,9 %.

Ocenění společnosti: Pro ocenění společnosti Philip Morris ČR jsme použili **model diskontovaných dividend**. Ve sledovaném období mezi roky 2021 až 2023 jsme diskontovali námi odhadnuté dividendy. Implikovanou fair value (vnitřní hodnotu) 19 140 CZK na jednu akcii jsme upravili o nižší atraktivitu společnosti (-3 %) a spekulativní potenciál (-2 %). **Cílová cena je pak 18 183 CZK/akcii.** To je 8,7 % vyšší ve srovnání se současnou tržní cenou. Celkový potenciální výnos včetně dividendy je 16,6 %. To odpovídá doporučení Koupit.

Philip Morris ČR se obchoduje na PE 11,6x (2022) a EV / EBITDA 9,8x (2022). Medián sektoru je P/E 9,7x (2022) a EV/EBITDA 8,4x (2022). Při relativním srovnání s nejbližšími konkurenty se PMČR obchoduje na těchto ukazatelích s premií. Nicméně u P/S je to naopak s diskontem (2,3x vs 2,7x). Navíc PMČR nabízí vysoký dividendový výnos slušně nad mediánem srovnatelných společností, který je jedním z nejvyšších v sektoru.

Očekávané události: Výsledky za celý rok 2021 budou zveřejněny 29. března 2022.

Finanční data	2020	2021e	2022e	2023e	Poměrové ukazatele	2020	2021e	2022e	2023e
Výnosy (mld. CZK)	17,9	18,5	19,4	20,1	P/E (x)	10,9	11,6	11,5	12,3
EBIT marže (%)	24,9	24,4	25,5	25,4	Cena / volný cash flow	2,3	4,7	3,7	4,3
Čistý zisk (mld. CZK)	3,5	3,6	3,9	4,0	Dividendový výnos (%)	9,0	7,9	7,9	8,1
Zisk na akcii (CZK)	1285	1308	1436	1473	Cena / úč. hodnota (x)	4,4	4,8	5,0	5,3
Dividenda na akcii (CZK)	1260	1310	1440	1470	EV/výnosy (x)	2,6	2,7	2,8	3,0
Výplatní poměr (%)	98,1	100,2	100,3	99,8	EV/EBITDA (x)	9,0	9,6	9,8	10,6
Úrokové krytí (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	Cena / provozní cash flow	6,0	11,3	9,2	10,6
Čistý dluh/EBITDA (x)	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	ROE (%)	39,0	41,5	44,3	43,6

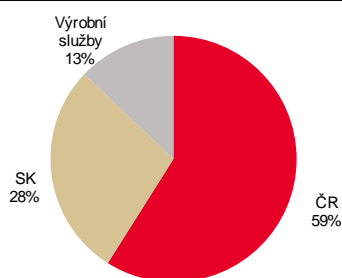
Obsah

Základní přehled o společnosti.....	3
Hospodaření společnosti a jeho výhledy	4
Zhodnocení aktuálních výsledků hospodaření.....	4
Předpověď výsledků pro letošní rok.....	4
Dlouhodobý výhled.....	5
Sektorové srovnání	8
Ocenění	8
Hlavní rizika	10

Základní přehled o společnosti

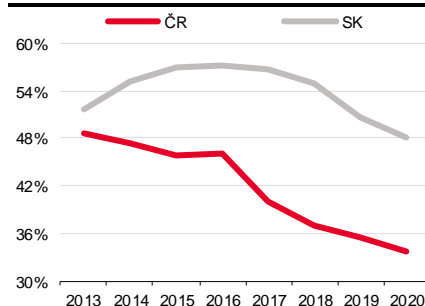
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lídr na trhu tradičních tabákových výrobků v České republice a na Slovensku ▪ Lídr na trhu zahříváných tabákových výrobků v České republice a na Slovensku ▪ Koncentrace výroby cigaret v Kutné Hoře pro evropský trh ▪ Nulová zadluženost ▪ Atraktivní dividendová politika 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Úzce profilovaná produktová základna ▪ Závislost v oblasti zahříváných tabákových výrobků na mateřské společnosti ▪ Vysoká míra zdanění produktů ▪ Silná regulace tabákového průmyslu ▪ Klesající tržní podíl PMČR v České republice
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rozvoj a udržení si vedoucího postavení na trhu zahříváných tabákových výrobků ▪ Opatření proti nelegálním dovozům a prodejům tabákových výrobků ▪ Oficiální uznání na globální úrovni výrazně nižší škodlivosti zahříváných tabákových výrobků 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Skokové zvýšení spotřební daně z tabákových výrobků ▪ Zvýšení výrobní marže HEETS od mateřské společnosti a tím snížení ziskovosti tohoto produktu pro PMČR ▪ Výrazný nárůst vstupních cen komodit ▪ Přísnější regulace kouření a tabákových výrobků ▪ Snížení výplaty dividend

Tržby podle segmentů (2020)



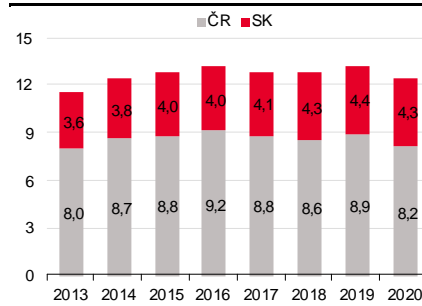
Zdroj: PMČR

Tržní podíly cigaret



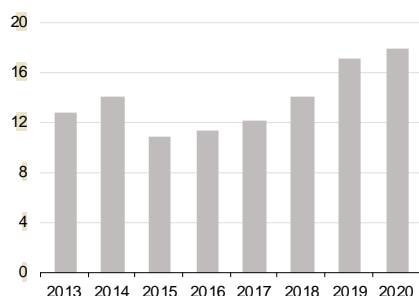
Zdroj: PMČR

Odbyt podle zemí (mld. ks)



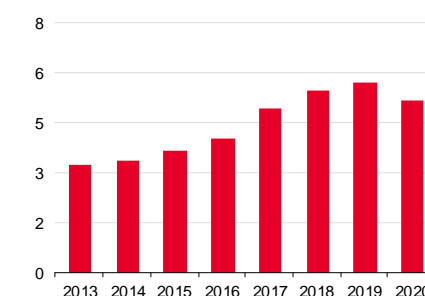
Zdroj: PMČR

Vývoj tržeb (mld. CZK)



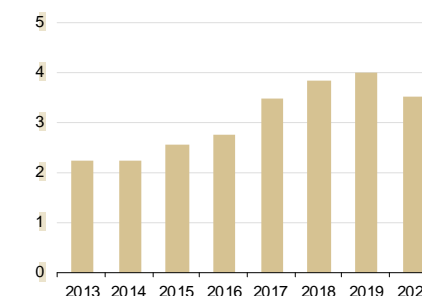
Zdroj: PMČR

Vývoj EBITDA (mld. CZK)



Zdroj: PMČR

Vývoj čistého zisku (mld. CZK)



Zdroj: PMČR

Hospodaření společnosti a jeho výhledy

Poslední zveřejněné výsledky společnosti byly za první pololetí minulého roku, které PMČR představil na konci září 2021.

Zhodnocení aktuálních výsledků hospodaření

Výsledky hospodaření PMČR za první polovinu roku 2021

mld. CZK	H1 20	H1 21	změna
Tržby	8,57	8,89	3,7%
Hrubý zisk	4,15	3,94	-5,0%
Provozní zisk	2,17	2,09	-4,0%
Čistý zisk	1,73	1,73	-0,3%
EPS (CZK)	632	630	-0,3%

Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Celkové tržby za první polovinu minulého roku vzrostly, u ostatních sledovaných položek byl zaznamenán meziroční mírný pokles. Došlo k poklesu klasických cigaret, a to zejména kvůli poklesu prodeje v pohraničí vyplývající z pandemické situace.

Konsolidované tržby bez spotřební daně a DPH za 1H21 dosáhly 8,89 mld. CZK, a v meziročním srovnání tak vzrostly o +3,7 %. Za tím to růstem byl vidět vyšší prodej zahříváných produktů a příznivý cenový vývoj. Celkový kombinovaný podíl v ČR se meziročně mírně snížil o 1,5 pb na 42,9 %. Prodej klasických cigaret klesl o 3,5 pb na 31,4 %, zatímco zahříváné produkty vzrostly o 2,1 pb na 11,6 %. Na Slovensku klesl celkový kombinovaný podíl o 1,6 pb na 56,5 %. Růst uživatelů zahříváného tabáku o 3,1 pb nedokázal kompenzovat pokles klasických výrobků o 4,7 pb. Pozitivní byl pokles provozních nákladů. Provozní zisk mírně klesl na 2,1 mld. CZK (-4,0 % y/y). Čistý zisk zůstal meziročně téměř beze změny a dosáhl 1,7 mld. CZK (-0,3 % y/y), kdy proti minulému roku klesla efektivní daňová sazba o 4 pb na 16,8 %. Zisk na jednu akcii činil 630 CZK.

Předpověď celoročních výsledků 2021

Očekávané výsledky hospodaření PMČR za rok 2021

mld. CZK	2020	2021e	změna
Tržby	17,88	18,51	3,5%
Hrubý zisk	8,74	8,64	-1,1%
Provozní zisk	4,45	4,52	1,4%
Čistý zisk	3,53	3,59	1,8%
EPS (CZK)	1 285	1 308	1,8%

Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládáme, že v druhém pololetí 2021 pokračoval trend nastavený na začátku roku. V našich odhadech počítáme s poklesem podílu klasických výrobků, ale na druhé straně s dalším růstem zahříváných náplní. Takže růst zákazníků HEETS (zahříváné náplně) do jisté míry kanibalizuje konzumenty klasických cigaret. Počítáme také s omezením cestování a tím nižšími prodeji v příhraničních oblastech.

Philip Morris ČR je **investory vnímán jednoznačně jako dividendový titul**. Obvykle vyplácí celý čistý zisk akcionářům jako dividendu. V našich projekcích **odhadujeme dividendu ze zisku minulého roku (2021) na 1310 CZK**. To naznačuje hrubý **dividendový výnos 7,9 %**.

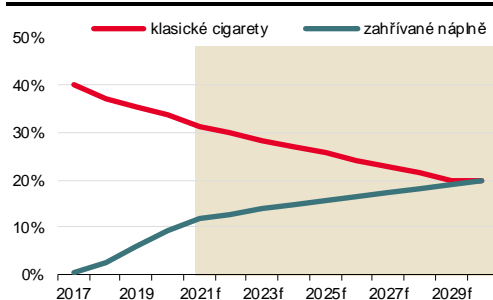
Dlouhodobý výhled

Růst podílu zahříváných náplní na obou trzích společnosti.

Trh produktů na kouření se vyvíjí. PMČR zavedl řadu nových výrobků, které by měly sloužit minimálně jako substitut ke klasickým cigaretám v roce 2017. V nové technologii se tabák nespaluje jako v běžných výrobcích, ale zahřívá.

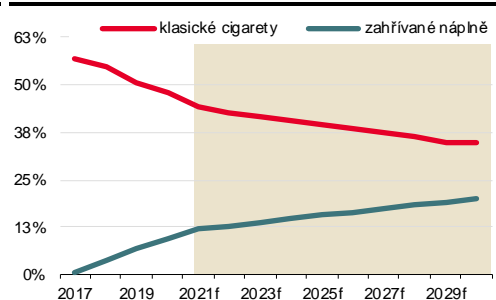
Zároveň s růstem podílu zahříváných náplní je a bude vidět pokles tržního podílu klasických cigaret. Částečně to bude dáno přechodem zákazníků klasických výrobků na zahříváné náplně. V pololetí roku 2021 byl tržní podíl zahříváných výrobků 11,6 % v Česku a 12,1 % na Slovensku. V našem modelu počítáme s růstem tohoto podílu na 20 % na obou trzích.

Očekávaný vývoj tržního podílu klasických cigaret a zahříváných náplní v ČR



Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj tržního podílu klasických cigaret a zahříváných náplní v SK



Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Velký rozdíl ve zdanění obou skupin výrobků.

U obou skupin výrobků je velký rozdíl v zdanění. Novela, která stanovuje zdanění v letech 2021 – 2023, nabyla účinnosti v 1. 2. 2021. Klasické cigarety jsou zdaněny o poznání výše ve srovnání s zahříványými produkty. Kromě DPH se na tabákové výrobky vztahuje také spotřební daň.

Pevná část spotřební daně v ČR na cigarety se od února 2021 zvýšila. Pevná část byla vloni vyšší o 180 CZK a dosáhla 1 790 CZK na 1 000 cigaret. Procentní (ad valorem) zůstala beze změn na 30 % z prodejní ceny. Minimální sazba se v loňském roce zvýšila o 300 CZK na 3 200 CZK na 1 000 cigaret.

Pro zahříváné náplně platí zvýšení spotřební daně od 2021 o 261 CZK na 2 721 CZK na kilogram tabáku. Na obě skupiny se samozřejmě vztahuje také daň z přidané hodnoty (DPH) ve výši 21 %.

Růst spotřební daně v letech 2021 až 2023.

V dalších dvou letech (2022 a 2023) se zvýší pevná část vždy o 90 CZK na 1 000 cigaret. Minimální sazba spotřební daně se v tomto období zvýší každý rok o 160 CZK na 1 000 cigaret. Procentní sazba bude stejná.

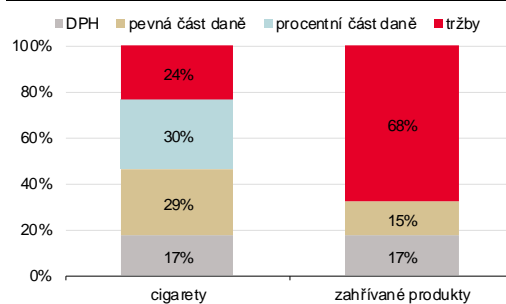
U zahříváných výrobků se spotřební daň zvýší o 139 CZK/kg v roce 2022 a o dalších 140 CZK/kg v roce 2023.

Tato legislativa platí v ČR. Na Slovensku podobně jako v Česku platí tříletá perioda zvyšování spotřební daně. Od 1. února 2021 se pevná sazba cigaret zvýšila z 64,10 EUR na 74,60 EUR na 1 000 cigaret. Minimální sazba vzrostla z 100,10 EUR na 116,50 EUR na 1 000 cigaret. Pevná část je stejná na 23 %.

V dalších dvou letech vždy od 1. února porostou daně následovně: pevná složka na 79,60 EUR a 84,60 EUR na 1000 cigaret, minimální složka na 124,30 EUR a 132,10 EUR na 1 000 cigaret.

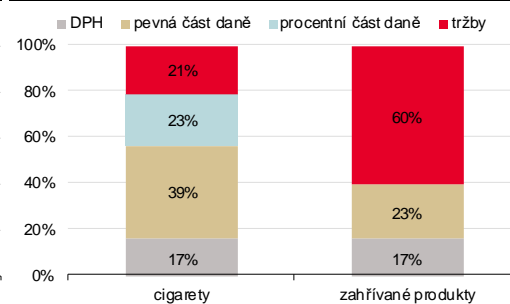
Sazba na zahřívání produktů se zvýšila od 1. 2. 2021 na 132,20 EUR/kg. A v dalších dvou letech se zvedne na 160,00 EUR/kg a 187,80 EUR/kg.

Daňové zatížení produkce v Česku



Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Daňové zatížení produkce na Slovensku



Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Celková dan na klasické cigarety představuje 76 % ceny.

Když budeme počítat cenu krabičky o 20 ks klasických cigaret na úrovni 130 CZK, bude **celkové zdanění přes 76 %**. Procentní část daně je 39 CZK a pevná 37,6 CZK. Pevná část se počítá jako 1,88 CZK za jednu cigaretu vynásobená 20 ks cigaret v krabičce. Výsledná spotřební daň 76,6 CZK je vyšší než minimální požadované zdanění 67,2 CZK. A k tomu je třeba připočítat DPH. Celková daň je tedy 99 CZK. Samotné tržby z jedné krabičky jsou asi 30 CZK.

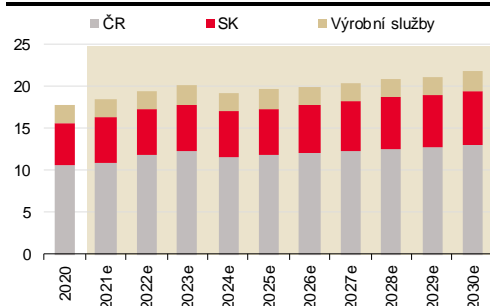
U zahřívání produktů v ČR představuje celkové daňové zatížení 32 %. To je výrazně méně než u klasických výrobků.

Podobně se dostaneme k výslednému **zdanění na Slovensku. To dosahuje 79 % u cigaret a 39 % u zahřívání náplní.**

Růst spotřební daně zejména u zahřívání náplní.

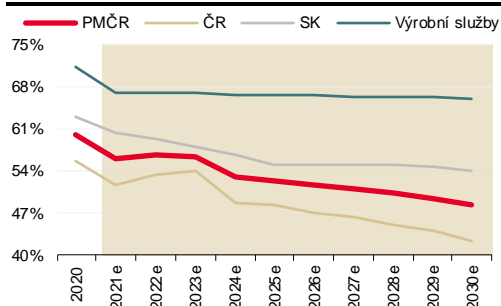
Stávající legislativní rámec, který se týká spotřební daně, platí pro roky 2021 až 2023. V našem modelu předpokládáme, že v dalších letech porostou zhruba 5 % tempem na klasické cigarety. U zahřívání náplní počítáme od roku 2024 s podstatným zvýšením spotřebních daní, a to jak v Česku, tak na Slovensku. Velký rozdíl v daňovém zatížení u obou skupin výrobků by se měl snižovat.

Vývoj tržeb po segmentech (mld. CZK)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PMČR

Očekávaný vývoj hrubé marže v segmentech



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PMČR

Celkové tržby se podle našich odhadů měly růst do roku 2030 průměrným tempem 1,8 % ročně. V minulém roce (2021) počítáme s výnosy 18,5 mld. CZK a posledním sledovaným roce by měly dosáhnout 21,8 mld. CZK.

Pokles prodaných cigaret a inflace nákladů povedou k poklesu marže ve sledovaném období. V našich projekcích odhadujeme pokles hrubé marže z 49 % dosažené v roce 2020 na 39 %

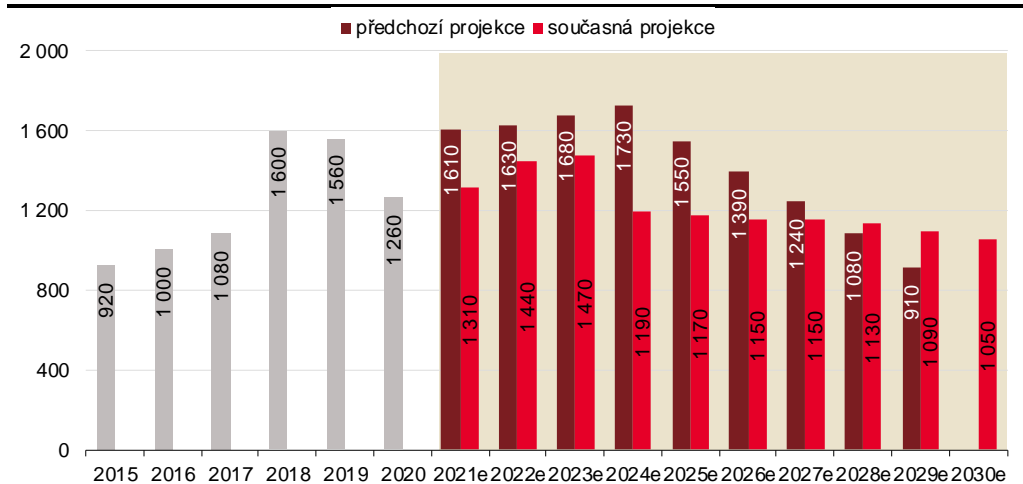
v roce 2030. Čistý zisk by měl klesnout na 2,9 mld. CZK v roce 2030 z 3,5 mld. CZK v 2020. Čistý zisk je důležitý pro výplatu dividendy.

Philip Morris ČR je Investory vnímám jako dividendový titul. Obvykle distribuuje mezi své akcionáře 100 % čistého zisku.

PMČR je dividendový titul.
Očekáváme hrubý výnos kolem 8 %.

Loni ze zisku roku 2020 vyplatil PMČR 1 260 CZK na jednu akcii. **Letos, ze zisku 2021, vyplatí podle našich odhadů 1 310 CZK.** To naznačuje hrubý **dividendový výnos ve výši +7,9 %**. V následující dvou letech bude výnos zhruba na 8 %. Následně by měl postupně klesat k 6 %. Pokles reflektuje námi odhadovaný růst spotřebních daní na zahřívané produkty.

Očekávaná výše dividendy na akcii (CZK)



Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční bank

Sektorové srovnání

Srovnatelné společnosti s Philip Morris ČR jsou *British American Tobacco* a *Japan Tobacco International*. Snažili jsme se vybrat společnosti s podobným zaměřením, které prodávají své produkty ať už v Česku, Slovensku nebo jiných evropských a světových trzích a jsou obchodované na burzách.

Při srovnání společnosti Philip Morris ČR s obdobnými společnostmi z oboru je vidět, že především v rámci ukazatele P/E se PMČR obchoduje s premií vůči mediánu. Je touto optikou tedy dražší než konkurenti. Stejně to je i u multiplikátoru EV/EBITDA, PMČR je mírně dražší proti konkurenci. Naopak u P/S se PMČR obchoduje se výraznou slevou. Co se týká dividendového výnosu, PMČR je vysoko nad průměrem, jeden z nejvyšších v sektoru.

Ve srovnání se společnostmi ze sektoru se PMČR obchoduje smíšeně.

Philip Morris ČR vs. srovnatelné společnosti

	P/E			P/S			EV/EBITDA		Div. výnos (%)	
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	
Philip Morris ČR	11,6	11,6	12,3	2,3	2,3	2,5	9,6	9,8	10,6	7,9
British American Tobacco PLC	9,3	8,5	7,9	2,8	2,7	2,6	8,8	8,4	8,1	6,7
Japan Tobacco Inc	13,0	11,4	10,9	2,1	2,0	2,0	7,4	7,1	6,9	5,9
Altria Group Inc	10,4	9,7	9,2	4,4	4,3	4,2	9,3	9,0	8,8	7,2
Imperial Brands PLC	7,3	6,9	6,4	2,0	1,9	1,9	7,0	6,7	6,5	7,7
Swedish Match AB	19,6	17,6	15,9	6,3	5,8	5,4	15,1	13,9	12,9	2,0
Gudang Garam Tbk PT	10,0	9,1	8,6	0,5	0,4	0,4	5,3	5,0	4,7	8,5
Philip Morris International Inc	16,6	14,8	13,5	5,1	4,8	4,6	12,7	11,6	10,8	4,8
Medián trhu	10,4	9,7	9,2	2,8	2,7	2,6	8,8	8,4	8,1	6,7
<i>Philip Morris ČR vs. medián</i>	<i>11,9%</i>	<i>18,6%</i>	<i>33,9%</i>	<i>-19,8%</i>	<i>-13,4%</i>	<i>-3,9%</i>	<i>8,8%</i>	<i>16,9%</i>	<i>30,7%</i>	<i>18,7%</i>

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Ocenění

Pro ocenění společnosti jsme použili model diskontovaných dividend.

Pro ocenění společnosti jsme použili model diskontovaných dividend do roku 2030. **Odhadované dividendy jsme diskontovali při použití ceny kapitálu 6,0 %** pro terminální fázi **a dlouhodobé míry růstu 0 %**. Detailní strukturu výpočtu nákladů na kapitál a další parametry ocenění ukazuje tabulka na následující straně.

Cena kapitálu je založena na bezrizikové úrokové míře (výnos 10letých českých a slovenských vládních dluhopisů), upraveném koeficientu beta (používáme 120 měsíců dat z Bloombergu), rizikové premii vlastního kapitálu a rizikové přírůžce zemí, kde Philip Morris ČR působí (obojí podle dat A. Damodarana z New York University).

Nulová růstová míra odráží náš odhad poklesu spotřeby tabákových výrobků na hlavních trzích PMČR, hrozbu dalšího zvyšování spotřební daně či riziko snížení dividendového výplatního poměru. Tyto faktory budou podle našeho názoru částečně kompenzovány případným růstem cen a rozvojem trhu výrobků se zahříváním tabákem.

Na základě našeho modelu odhadujeme **fair value akcií společnosti na 19 140 CZK za kus**. Pro určení cílové ceny dále zohledňujeme tři parametry, a to sektorovou atraktivitu, atraktivitu společnosti a spekulativní potenciál, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 % - 130 % z hodnoty fair value.

■ **Sektorová atraktivita (0 %):** Société Générale¹ má pro sektor Tabáku doporučení *Neutrální*, a proto sektorovou atraktivitu hodnotíme 0 %. Je to dáno předpokladem, že společnosti z tohoto odvětví jsou vystaveny značné regulaci, ale současně jsou atraktivně ohodnoceny.

■ **Atraktivita společnosti (-3 %):** Přes atraktivní dividendový výnos mohou na ocenění firmy nepříznivě působit potenciální změny v regulaci tabákových výrobků, vyšší míra zdanění či nenaplnění očekávání společnosti od nově vzniklého trhu bezdýmých tabákových výrobků.

■ **Spekulativní potenciál (-2 %):** Tento parametr hodnotíme na -2 %. Vzhledem k tomu, že se PMČR obchoduje s premií u některých násobků (např. P/E, nebo EV/EBITDA).

Cílová cena je 5 % pod fair value.

Za pomoci výše uvedených parametrů jsme stanovili **cílovou cenu pro akcie PMČR na 18 183 CZK** (fair value mínus 5 %).

Parametry ocenění akcií společnosti Philip Morris ČR

mld. CZK	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Naklady na vlastní kapitál	5,6%	6,0%	5,8%	5,7%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%
Beta	0,583	0,583	0,583	0,583	0,583	0,583	0,583	0,583	0,583	0,583
Bezriziková úroková míra	2,0%	2,4%	2,3%	2,1%	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,5%
Akciová riziková přírůžka	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Riziková premie země	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
DDM (CZK)										
Dividenda - hrubá	1 310	1 440	1 470	1 190	1 170	1 150	1 150	1 130	1 090	1 050
Dividenda - diskontovaná	1 246	1 293	1 247	955	887	824	778	721	657	597
Současná hodnota dividend do roku 2029	9 206									
Současná hodnota dividend po roce 2029	9 934									
Dlouhodobá míra růstu	0,0%									
Fair value na akcii (CZK)	19 140									
Sektorová atraktivita	0,0%									
Atraktivita společnosti	-3,0%									
Spekulativní potenciál	-2,0%									
Cílová cena na akcii (CZK)	18 183									

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Následující tabulka ukazuje citlivost hodnoty cílové ceny na změny diskontní sazby a dlouhodobé míry růstu.

Analýza citlivosti ocenění

Míra růstu / vážené náklady kapitálu					
	-100 bb	-50 bb	6,0 %*	+ 50 bb	+ 100 bb
-1,0%	18 183	17 414	16 755	16 184	15 684
-0,5%	19 091	18 183	17 414	16 755	16 184
0,0%	20 180	19 091	18 183	17 414	16 755
0,5%	21 512	20 180	19 091	18 183	17 414
1,0%	23 175	21 512	20 180	19 091	18 183

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

¹ Analýza Société Générale: The Big Picture - Outlook 2022 - Feeding then bull, Zveřejněna 24. listopadu 2021 v 14:51 CET

Hlavní rizika

Philip Morris ČR působí na velmi regulovaném trhu a je tak vystaven řadě rizik. **Za hlavní negativní rizika proti našemu ocenění považujeme:**

- **Regulace kouření na veřejnosti:** ČR historicky byla v evropském srovnání poměrně tolerantní ke kouření na veřejnosti. Zpřísnování legislativy kouření znamená vysokou míru rizika pro celý sektor. V našich modelech jsme zohlednili vliv nového omezení kouření. Další zpřísnování regulace představuje riziko pro cenu akcií.
- **Daňové změny:** Razantní zvýšení spotřební daně či sazby DPH může mít negativní dopad na marže společnosti. Výši zisku a vyplácených dividend pak může ovlivnit zvýšení daně z příjmu právnických osob.
- **Poplatek za výrobní služby:** Případné rozhodnutí skupiny Philip Morris International o přesunu této výroby do jiných zemí by působilo výrazně negativně proti naší cílové ceně. Dále výše poplatku za výrobní služby je závislá na maržích a objemech, kterých bude dosahovat mateřská skupina PMI. V budoucnu může docházet k tlakům na postupné snižování tohoto poplatku. Zároveň se budoucí rozhodnutí majoritního akcionáře nemusí shodovat se zájmy minoritních akcionářů a může tak negativně dopadnout na ziskovost samostatné PMČR.
- **Alternativy cigaret:** Rostoucí obliba například e-cigaret či řezaného tabáku může prohloubit očekávaný pokles trhu s cigaretami, na kterém je PMČR nejsilnější. Podobný dopad může mít posílení šedých nebo nelegálních dovozů cigaret.
- **Konkurenční produkty pro IQOS:** Konkurenční společnosti mají již své alternativy k IQOS. British American Tobacco od září 2018 nabízí v Česku a na Slovensku svůj produkt glo.
- **Změna dividendové politiky:** PMČR vyplácí celý zisk svým akcionářům. Úprava, tedy snížení by měla negativní dopad na cenu akcií.

Naopak **pozitivní vliv na naše ocenění mohou mít:**

- **Opatření proti nelegálním dovozům:** Opatření, která by ztížila nelegální trh s cigaretami. Jedná se zejména o nelegální dovozy, tím by se mohla zvýšit poptávka po výrobcích společnosti.
- **Alternativní kuřácké technologie:** Společnost Philip Morris celosvětově výrazně investuje do vývoje nových platforem jako je například zařízení IQOS (technologie zahřívání tabáku), které by mohly přinést zásadní změny do tabákového průmyslu a v případě akceptace a rozšíření na trhu i výrazně ovlivnit hospodářské výsledky společnosti.

Finanční údaje Philip Morris ČR

mld. CZK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT																
Tržby	10,9	11,5	12,2	14,1	17,1	17,9	18,5	19,4	20,1	19,2	19,6	20,0	20,5	20,9	21,2	21,8
Náklady na prodané výrobky a zboží	-5,7	-6,0	-6,1	-6,1	-8,4	-9,1	-9,9	-10,2	-10,5	-10,9	-11,2	-11,6	-12,0	-12,3	-12,7	-13,3
Hrubý zisk	5,1	5,4	6,1	8,0	8,7	8,7	8,6	9,2	9,5	8,4	8,4	8,4	8,5	8,5	8,5	8,4
Provozní náklady	-1,9	-2,0	-1,8	-3,2	-3,7	-4,3	-4,1	-4,3	-4,4	-4,2	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	-4,8
EBIT	3,2	3,5	4,3	4,8	5,0	4,5	4,5	5,0	5,1	4,1	4,0	4,0	4,0	3,9	3,8	3,6
Depreciace a amortizace	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EBITDA	3,7	4,0	4,9	5,5	5,7	5,2	5,2	5,6	5,6	4,6	4,5	4,4	4,4	4,3	4,2	4,0
Daň z příjmu	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7
Zisk po zdanění	2,6	2,8	3,5	3,8	4,0	3,5	3,6	3,9	4,0	3,3	3,2	3,2	3,2	3,1	3,0	2,9
ROZVAHA																
Celková aktiva	15,1	15,6	15,6	16,0	16,4	16,2	16,2	17,1	17,7	16,8	17,1	17,4	17,8	18,1	18,4	18,6
Dlouhodobá aktiva	3,9	4,4	4,4	4,3	4,1	3,6	2,9	2,7	2,5	2,3	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0
Budovy, stroje a zařízení	3,8	4,3	4,3	4,2	3,6	3,1	2,8	2,5	2,3	2,2	2,1	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
Oběžná aktiva	11,1	11,2	11,1	11,6	12,3	12,6	13,3	14,5	15,2	14,5	14,9	15,3	15,7	16,1	16,4	16,6
Zásoby	0,4	0,3	0,6	1,1	1,7	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5
Pohledávky z obchodního styku	0,4	0,4	0,8	2,1	1,5	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5
Peněžní prostředky a ekvivalenty	7,5	8,2	7,3	5,6	6,4	8,2	8,2	9,2	9,7	9,1	9,4	9,6	9,8	10,0	10,1	10,2
Vlastní kapitál	8,0	8,2	8,9	9,8	9,4	8,7	8,7	9,1	9,4	8,8	8,9	9,0	9,1	9,2	9,3	9,3
Dlouhodobé závazky	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Krátkodobé závazky	6,9	7,2	6,4	5,9	6,5	7,1	7,2	7,6	7,9	7,6	7,8	8,0	8,3	8,5	8,7	8,9
Čistý dluh(-)/hotovost(+)	7,5	8,1	7,3	5,5	6,4	8,2	8,2	9,2	9,7	9,1	9,4	9,6	9,8	10,0	10,1	10,2
VÝKAZ CASH FLOW																
Zisk před zdaněním	3,2	3,5	4,3	4,8	5,1	4,5	4,5	5,0	5,1	4,1	4,0	4,0	4,0	3,9	3,8	3,6
Odpisy	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Změna pracovního kapitálu	3,2	0,9	-1,6	-2,7	0,6	2,1	-0,7	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ostatní peněžní toky z provozu	-0,5	-0,6	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8	-0,9	-1,0	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Cash flow z provozní aktivity	6,4	4,3	2,6	1,9	5,5	6,4	3,7	4,9	4,7	3,7	3,8	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4
Cash flow z investiční aktivity	-1,0	-1,2	-0,6	-0,7	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Placené dividendy	-2,4	-2,5	-2,7	-3,0	-4,4	-4,3	-3,5	-3,6	-3,9	-4,0	-3,3	-3,2	-3,2	-3,2	-3,1	-3,0
Cash flow z finanční aktivity	-2,4	-2,5	-2,7	-3,0	-4,5	-4,4	-3,6	-3,7	-4,1	-4,2	-3,4	-3,3	-3,3	-3,3	-3,2	-3,1
Změna hotovosti	3,0	0,6	-0,8	-1,7	0,9	1,8	0,0	1,0	0,5	-0,6	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1

Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční údaje Philip Morris ČR

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
OCENĚNÍ																
P/E (x)	11,9	12,6	11,7	11,2	9,6	10,9	11,6	11,5	12,3	15,2	15,6	15,8	15,8	16,1	16,6	17,4
Price/cash flow (x)	4,8	8,0	15,9	22,1	7,1	6,0	11,3	9,2	10,6	13,3	13,0	13,4	13,5	13,7	14,2	14,6
Price/free cash flow (x)	2,1	4,1	8,0	14,8	2,9	2,3	4,7	3,7	4,3	5,5	5,4	5,6	5,6	5,7	6,0	6,2
Price/book value (x)	3,8	4,3	4,6	4,4	4,1	4,4	4,8	5,0	5,3	5,7	5,6	5,6	5,5	5,4	5,4	5,4
EV/výnosy (x)	3,5	3,8	3,9	3,4	2,6	2,6	2,7	2,8	3,0	3,1	3,0	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8
EV/EBITDA (x)	10,3	10,7	9,7	8,9	7,9	9,0	9,6	9,8	10,6	12,7	13,1	13,4	13,6	13,9	14,3	14,9
ÚDAJE NA AKCII (CZK)																
EPS	936	1008	1269	1397	1465	1285	1308	1436	1473	1195	1167	1152	1148	1128	1092	1046
Provozní cash flow	2335	1578	933	706	1992	2322	1344	1794	1722	1365	1401	1358	1349	1330	1285	1244
Vlastní kapitál (Book value)	2898	2985	3249	3569	3437	3154	3151	3332	3425	3200	3229	3268	3318	3354	3373	3382
Gross dividend	920	1000	1080	1600	1560	1260	1310	1440	1470	1190	1170	1150	1150	1130	1090	1050
Dividendový výnos, brutto (%)	8,3	7,9	7,3	10,2	11,1	9,0	7,9	7,9	8,1	6,5	6,4	6,3	6,3	6,2	6,0	5,8
ZISKOVOST																
ROA (%)	18,7	18,1	22,4	24,3	24,9	21,7	22,1	23,6	23,2	19,0	18,9	18,3	17,9	17,2	16,4	15,5
ROE (%)	32,6	34,3	40,7	41,0	41,8	39,0	41,5	44,3	43,6	36,1	36,3	35,5	34,9	33,8	32,5	31,0
MARŽE																
Hrubá marže (%)	47,2	47,6	50,1	56,8	50,9	48,9	46,7	47,6	47,5	43,5	42,7	42,0	41,5	40,8	40,0	38,8
EBITDA marže (%)	34,0	35,1	40,5	38,8	33,4	29,0	28,1	28,7	28,2	24,1	23,1	22,2	21,5	20,7	19,8	18,5
Provozní marže (%)	29,5	30,3	35,6	34,0	29,3	24,9	24,4	25,5	25,4	21,4	20,6	19,9	19,4	18,7	17,8	16,6
Čistá marže (%)	23,7	24,2	28,6	27,2	23,5	19,7	19,4	20,3	20,2	17,0	16,4	15,8	15,4	14,8	14,1	13,2
DYNAMIKA RŮSTU																
Tržby (%)	-22,7	5,4	6,5	15,4	21,4	4,6	3,5	5,1	3,1	-4,0	1,8	2,1	2,3	2,0	1,7	2,6
Náklady na prodeje (%)	-38,1	4,6	1,4	-0,2	37,9	9,1	7,9	3,3	3,3	3,3	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	4,5
Hrubý zisk (%)	7,4	6,3	12,1	31,0	8,8	0,3	-1,1	7,1	2,9	-12,1	-0,2	0,5	1,1	0,3	-0,5	-0,4
EBITDA (%)	9,7	8,8	22,8	10,7	4,5	-9,3	0,5	7,0	1,3	-17,7	-2,8	-1,7	-0,8	-1,8	-3,0	-3,9
Vykázaný čistý zisk (%)	14,0	7,7	25,9	10,1	4,8	-12,3	1,8	9,8	2,6	-18,9	-2,3	-1,3	-0,4	-1,7	-3,2	-4,2
FINANCOVÁNÍ																
Čistý dluh / EBITDA (x)	-2,0	-2,0	-1,5	-1,0	-1,1	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-2,0	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5
Čistý dluh / vlastní kapitál (x)	-0,9	-1,0	-0,8	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Aktiva / vlastní kapitál (x)	1,9	1,9	1,7	1,6	1,7	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
Úrokové krytí (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

Zdroj: PMČR, 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 nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případech, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícimu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

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

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

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

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

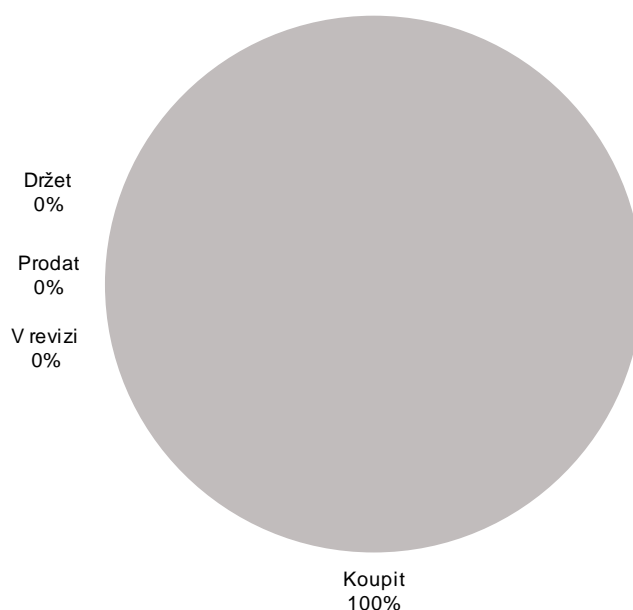
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či 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 (7 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 mezidobí 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 645	CZK 905	CZK 367	CZK 109.7	CZK 362	pokryvání	CZK 18183	pokryvání
Datum	11.02.2021	17.01.2022	10.12.2021	12.01.2021	31.08.2021	26.03.2021	15.02.2021	11.02.2022	22.11.2019
Cena v den publikace	CZK 147	CZK 506	CZK 474	CZK 246	CZK 87,1	CZK 259	CZK 800	CZK 16760	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	B. Trampota	B. Trampota		B. Trampota	
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	v revizi	koupit	v revizi	v revizi	koupit	v revizi	koupit	koupit
Cílová cena	GBP 466	v revizi	CZK 621	v revizi	v revizi	CZK 293	v revizi	CZK 16512	EUR 26
Datum	30.08.2019	31.03.2021	23.07.2020	26.11.2020	07.05.2021	08.01.2020	30.04.2020	20.11.2020	03.03.2017
Doporučení	v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	
Cílová cena	v revizi	CZK 357	CZK 717	CZK 482	CZK 97	CZK 298	CZK 924	CZK 18308	
Datum	14.08.2019	27.11.2020	10.06.2019	04.07.2019	29.10.2019	12.12.2018	01.04.2019	03.12.2018	
Doporučení	koupit		koupit	koupit	koupit	koupit	držet	koupit	
Cílová cena	GBP 342		CZK 620	CZK 484	CZK 97	CZK 270	CZK 924	CZK 17546	
Datum	15.06.2018		11.06.2018	26.09.2018	07.03.2019	18.08.2017	26.10.2018	22.08.2017	
Doporučení			koupit		koupit	držet		držet	
Cílová cena			CZK 542		CZK 93	CZK 267	v revizi	CZK 13500	
Datum			20.09.2017		06.03.2018	31.01.2017	17.05.2018	25.05.2017	
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