

| Tabák | Aktualizace | Česká republika |

Philip Morris ČR

Dividendový příběh pokračuje, zvyšujeme cílovou cenu na 18 349 CZK

Držet

Cena 03.03.23	17200 CZK
12m cíl	18349 CZK
Pot. růst ceny	6,7 %
Dividenda	1320 CZK
Celkový výnos	14,4 %

Sektorové doporučení
Zvýšit váhu

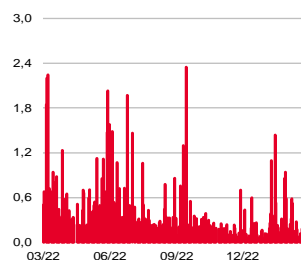
Typ investice
Vysoký dividendový výnos

Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akcii

RIC TABKSP.PR	Bloom TABAK CP
52týdenní rozmezí	15820 - 17960
Tržní kap. (mld. CZK)	47,2
Tržní kap. (mil. EUR)	2012
Volně obchod. (%)	22,00
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	1,5 1,9 3,0
Relativně k PX	-2,7 -13,6 -0,6

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

https://bit.ly/PMCR_2021_results
https://bit.ly/PMCR_divi_approved
https://bit.ly/PMCR_1H22

Investiční doporučení: Zvyšujeme cílovou cenu pro akcie společnosti Philip Morris ČR na 18 349 CZK a vydáváme doporučení Držet. Předchozí cílová cena a doporučení byly 18 183 CZK a Koupit. PMČR je lídrem v segmentu tradičních cigaret, a to na obou svých trzích, jak v České republice, tak na Slovensku. Rychle také roste podíl nových, zahříváných technologií. Mimo to má tradičně silnou bilanci bez dluhů. Dále mezi své akcionáře distribuuje celý čistý zisk, což znamená vysokou dividendu. Rizikem je samozřejmě utahování regulace prodeje cigaret a kouření. Také počítáme s růstem spotřebních daní na zejména zahříváné produkty. Obojí pravděpodobně povede ke růstu cen výrobků PMČR s možným dopadem na poptávku.

Předpokládáme, že se potvrdí trend růstu tržního podílu **nových technologií** (např. IQOS / HEETS). To by mělo být patrné na obou mateřských trzích společnosti (ČR & SK). V našich projekcích předpokládáme **nárůst tržního podílu PMČR v tomto sektoru na 20 %** z 12,0 % a 14,4 % (ČR & SK). Vzhledem k tomu, že investoři vnímají PMČR jako **dividendový titul**, bude velmi sledovaný **návrh dividendy** ze zisku minulého roku (2022). Očekáváme distribuci **1 320 CZK na jednu akcii**. To by odpovídalo hrubému dividendovému výnosu +7,7 %.

Ocenění společnosti: K valuaci společnosti Philip Morris ČR jsme použili **model diskontovaných dividend**. Naše projekce dividend jsme diskontovali v období 2022 až 2030. Odhady jsme diskontovali při použití ceny kapitálu 9,3-8,6 % pro sledované období a 8,6 % pro terminální fázi při dlouhodobé míře růstu 0 %. **Cílovou cenu jsme stanovili na 18 349 CZK** na akcii. To odpovídá +6,7 % premii ve srovnání se současnou tržní cenou, celkový potenciální **výnos včetně dividendy je +14,4 %**. **To odpovídá doporučení Držet**, kdy je celkový odhadovaný výnos 0-15 %.

Philip Morris ČR se obchoduje na P/E 12,7x (e2023) a EV/EBITDA 9,8x (e2023). Medián sektoru je 9,9x respektive 7,2x. To znamená, že se PMČR obchoduje s premií vůči srovnatelným společnostem v sektoru. U násobku P/S (e2023) je mírná sleva. Kromě toho PMČR nabízí vysoký dividendový výnos (7,7 % vs 6,8 %), který je nad mediánem konkurentů.

Finanční data

	2021	2022e	2023e	2024e
Výnosy (mld. CZK)	18,9	20,8	23,3	22,6
EBIT marže (%)	23,1	21,4	24,2	24,7
Čistý zisk (mld. CZK)	3,5	3,6	4,5	4,4
Zisk na akcii (CZK)	1 281	1 324	1 625	1 607
Dividenda na akcii (CZK)	1310	1320	1630	1610
Výplatní poměr (%)	102,3	99,7	100,3	100,2
Úrokové krytí (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Čistý dluh/EBITDA (x)	-1,8	-1,9	-1,7	-1,8

Poměrové ukazatele

	2021	2022e	2023e	2024e
P/E (x)	11,9	12,7	11,3	11,4
Cena / volný cash flow	3,3	4,3	4,1	4,1
Dividendový výnos (%)	9,3	7,9	8,9	8,8
Cena / úč. hodnota (x)	4,8	5,4	5,4	5,3
EV/výnosy (x)	2,7	2,7	2,6	2,7
EV/EBITDA (x)	10,0	10,9	9,8	9,9
Cena / provozní cash flow	8,3	9,9	9,9	9,9
ROE (%)	40,5	42,2	49,7	46,8

Očekávané události: Výsledky za druhou polovinu minulého roku respektive za celý rok 2022 budou zveřejněny 28. března 2023.

SOCIÉTÉ
GENERALE
GROUP

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

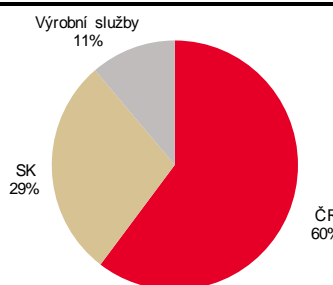
Obsah

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

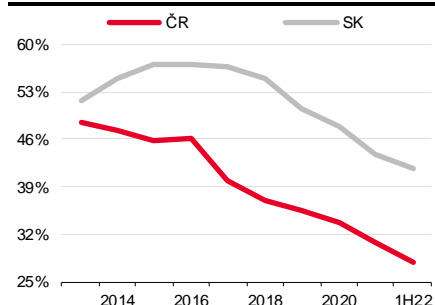
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lídr na trhu tradičních tabákových výrobků v České republice a na Slovensku ▪ Lídr na trhu zahříváných tabákových výrobků v České republice a na Slovensku ▪ Koncentrace výroby cigaret v Kutné Hoře pro evropský trh ▪ Nulová zadluženost ▪ 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 nových technologií ▪ 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, zejména na nové technologie (zahříváné náplně) ▪ Zvýšení výrobní marže HEETS od mateřské společnosti a tím snížení ziskovosti tohoto produktu pro PMČR ▪ Výrazný nárůst vstupních cen komodit (včetně energií) ▪ Přísnější regulace kouření a tabákových výrobků ▪ Snížení výplaty dividend

Tržby podle segmentů (1H22)



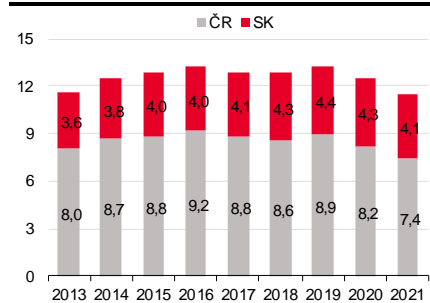
Zdroj: PMČR

Tržní podíly cigaret



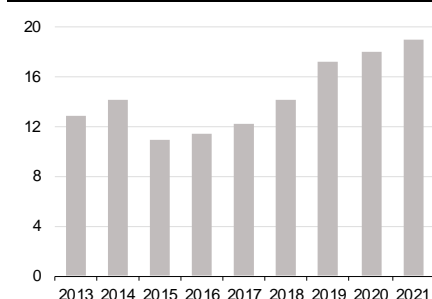
Zdroj: PMČR

Odbyt podle zemí (mld. ks)



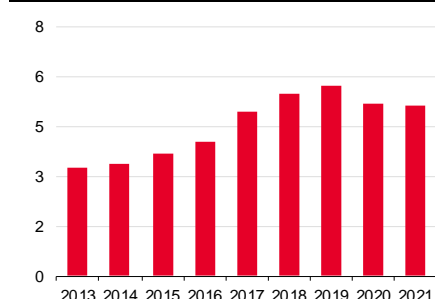
Zdroj: PMČR

Vývoj tržeb (mld. CZK)



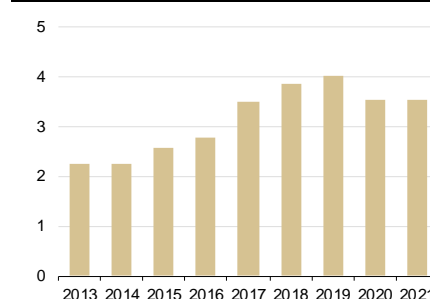
Zdroj: PMČR

Vývoj EBITDA (mld. CZK)



Zdroj: PMČR

Vývoj čistého zisku (mld. CZK)



Zdroj: PMČR

Hospodaření společnosti a jeho výhledy

Philip Morris ČR reportuje na pololetní bázi. Poslední zveřejněné výsledky byly za první polovinu minulého roku a byly oznámeny v září.

Zhodnocení aktuálních výsledků hospodaření

Výsledky hospodaření PMČR za první polovinu roku 2022

mil. CZK	H1 21	H1 22	změna	KB (odhad)
Tržby	8 887	9 810	10,4 %	9 816
Provozní výsledek	2 087	2 119	1,5 %	2 220
Čistý zisk	1 729	1 830	5,8 %	1 776
EPS (CZK)	630	667	5,8 %	647

Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Celkové výnosy PMČR za první polovinu rok vzrostly o 10,4 % na 9,8 mld. CZK. V ČR se tržby zvýšily o 14,1 % na 5,9 mld. CZK vzhledem k růstu prodeje zahřívacích náplní a příznivému cenovému vývoji u klasických cigaret. Celkový kombinovaný tržní podíl se zvýšil o 7,9 % na 8,6 mld. ks kvůli nárůstu prodeje v příhraničních oblastech. **Kombinovaný podíl PMČR se snížil na 39,9 % z 42,9 %.** Za tím je pokles podílu cigaret na 27,9 % (31,4 % před rokem). Vzrostl naopak podíl tabákových náplní HEETS o 0,5 pb na 12,0 %. Je zde patrná migrace uživatelů z klasických výrobků na nové technologie. **Negativní vliv měly také problémy s dodávkami materiálů, které způsobily krátkodobé výpadky produkce.** **Na Slovensku** vzrostl celkový kombinovaný trh cigaret a zahřívacích náplní o 3,1 % na 3,6 mld. ks. Podíl PMČR je v meziročním srovnání jen mírně nižší a dosáhl 56,0 % (56,5 % před rokem). Podle očekávání došlo k poklesu podílu cigaret na 41,6 % z 44,4 %, což nicméně kompenzoval nárůst podílu nových technologií na 14,4 % z 12,1 %. Slovenské tržby za H1 22 činily 113 mil. EUR (2,8 mld. CZK). Bez překvapení došlo k celkovému nárůstu odbytových a administrativních nákladů. Válka na Ukrajině pravděpodobně ovlivní výsledky i v tomto roce (2023). **Provozní zisk vzrostl v důsledku inflace o 1,5 % na 2,1 mld. CZK.** Vzhledem k lepšímu finančnímu výsledku **vzrostl čistý zisk o 5,8 % na 1,8 mld. CZK.**

Předpověď celoročních výsledků 2022

Očekávané výsledky hospodaření PMČR za rok 2022

mil. CZK	2021	e2022	změna
Tržby	18 867	20 778	10,1 %
Provozní výsledek	4 367	4 443	1,7 %
Čistý zisk	3 517	3 634	3,3 %
EPS (CZK)	1 281	1 324	3,3 %

Zdroj: PMČR; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekáváme, že bude pokračovat trend poklesu klasických cigaret, což bude do jisté míry kompenzovat nárůst nových technologií, zejména zahřívacích produktů. Předpokládáme také, že tak jak bude docházet k přechodu konzumentů z klasických výrobků na nové technologie, bude docházet k jisté míře kanibalismu a podíl klasických cigaret se bude snižovat ve prospěch zahřívacích náplní.

Předpokládáme, že **na výsledcích se projeví i válka na Ukrajině.** Došlo k výpadkům dodávek materiálu z Ruska a Ukrajiny. Odhaduje se, že se situace do konce roku 2022 stabilizovala. Nicméně pravděpodobně došlo i ke zvýšení výroby v hlavním závodě v Kutné Hoře. Je to z důvodu, že jedna z továren koncernu se nachází v Charkově na Ukrajině. Tamní výroba byla přerušena a výrobní kapacity nahradily jiné závody celého koncernu Philip Morris International (PMI) včetně právě Kutné Hory.

Dále **PMČR používá plyn jako hlavní zdroj tepelné energie**. Protože ale společnost měla zafixované ceny pro rok 2022, vliv se projeví až v letech následujících. Vedení společnosti hledá možné alternativy.

Vysoká inflace (např. ceny energií a ostatních komodit) jak v ČR, tak i ve SK má vliv na poptávku po výrobcích PMČR. V roce 2022 to ale ještě nebylo patrné. Nicméně je možné, že se to projeví v následujících letech.

Philip Morris ČR je z našeho pohledu v portfoliích investorů vzhledem k **distribuci celého nekonsolidovaného zisku mezi své akcionáře** vnímán jako **dividendový titul**. V tomto roce, tzn. ze zisku roku 2022, očekáváme **dividendu 1 320 CZK**. To by znamenalo slušný hrubý **dividendový výnos 7,7 %**.

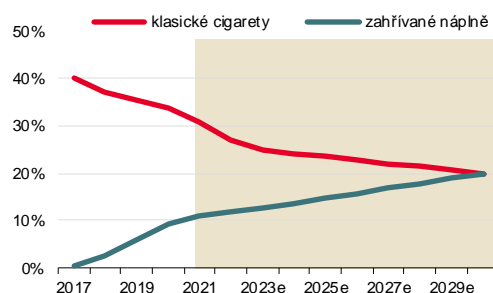
Dlouhodobý výhled

Zvyšování podílu nových technologií.

Philip Morris je světovým lídrem v nových technologiích. PMČR nabízí zákazníkům celou řadu nových výrobků, kde se tabák nespaluje, ale zahřívá. Takové užívání je pravděpodobně, podle představitelů společnosti, méně rizikové ve srovnání s klasickými produkty. Téměř neprodukuje kouř a proto se jim říká také bezdýmne. Měly by být alternativou ke klasickým cigaretám.

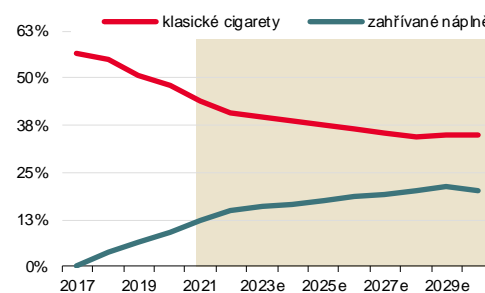
Předpokládáme, že kuřáci budou přecházet na nové výrobky. Tím poroste jejich tržní podíl. Zároveň však bude, právě z důvodu přechodu na nové technologie, klesat tržní podíl klasických cigaret. V prvním pololetí minulého roku (2022) byl tržní podíl zahříváných výrobků 12 % v Česku a 14,4 % na Slovensku. V našich projekcích počítáme s postupným růstem tohoto podílu k úrovni 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.

Pokud se podíváme na obě skupiny výrobků z pohledu regulace, je zde velký rozdíl ve zdanění. **Nové technologie jsou zatíženy nižší daní než klasické.** Skokový nárůst zdanění zahříváných technologií je jistě jednou z hrozeb, které přirozeně čelí a bude čelit celý sektor.

Novela, která upravovala míru zdanění, byla platná pro roky 2021 – 2023. Na začátku tohoto roku tedy skončila. Předpokládáme, že bude zavedena nová novela a zdanění dále poroste. Zdanění klasických cigaret je podstatně vyšší ve srovnání s bezdýmnými náplněmi. Kromě DPH se na tabákové výrobky aplikuje samozřejmě také spotřební daň.

Pevná část spotřební daně v ČR na cigarety tohoto roku zvýšila o 90 CZK na 1 970 CZK na tisíc cigaret. Procentní část sazby (ad valorem) zůstala beze změn na 30 % z prodejní ceny. Minimální sazba se zvýšila o 160 CZK na tisíc cigaret a dosáhla 3 520 CZK.

Sazba spotřební daně u zahříváných náplní se letos zvýšila o 140 CZK za kg tabáku na 3 000 CZK.

Na obě skupiny se samozřejmě vztahuje také daň z přidané hodnoty (DPH) ve výši 21 %.

Zdanění dále poroste. Rozdíl mezi klasickými a novými produkty se bude snižovat.

U klasických cigaret předpokládáme, že v dalších letech poroste pevná část o asi 5 % na 1 000 cigaret ročně. Stejnou dynamiku růstu očekáváme i u minimální sazby spotřební daně. Procentní sazbu z prodejní ceny uvažujeme beze změny na 30 %.

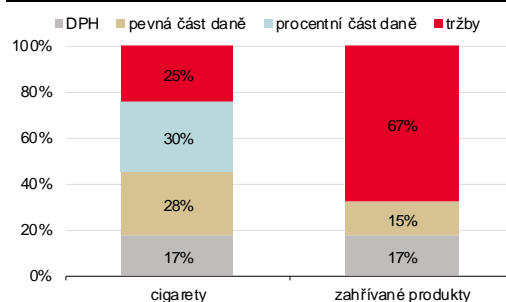
Od příštího roku odhadujeme podstatné zvýšení zdanění u zahříváných náplní. Naším předpokladem je růst spotřební daně o 5 % ročně podobně jako u tradičních výrobků. Dále čekáme, že se nově celková spotřební daň zvýší o procentní část. V příštím roce předpokládáme 10 % z prodejní ceny. Velký rozdíl v daňovém zatížení u obou skupin výrobků by se měl snižovat.

Tato daňová zátěž se týká ČR. Na Slovensku platil podobně jako v ČR tříletý (2021 – 2023) cyklus zvyšování spotřební daně. Od 1. února 2023 došlo tedy k dalšímu zvýšení spotřební daně. Pevná sazba spotřební daně z cigaret se zvýšila na 84,60 EUR na 1 000 cigaret. Minimální sazba vzrostla na 132,10 EUR na 1 000 cigaret. Procentní sazba daně z cigaret zůstává nezměněna ve výši 23 %.

Sazba spotřební daně na zahříváné produkty se od února zvýšila na 160 EUR za kg tabáku. DPH na obě skupiny výrobků je 20 %.

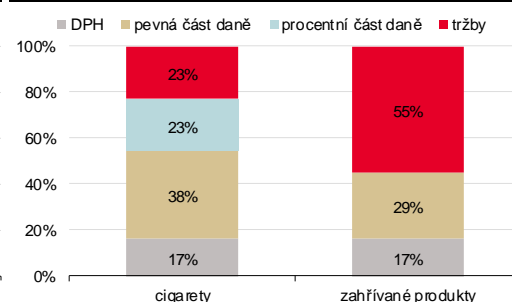
V dalších letech předpokládáme, že spotřební daně porostou podobně jako v ČR. Pevná část spotřební daně o 5 % ročně. U nových technologií dále odhadujeme zavedení pevné části z prodejní ceny ve výši 10 %.

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

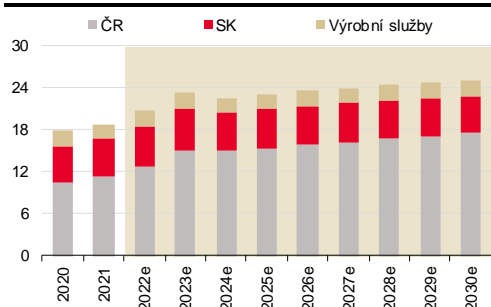
Celková daň na klasické cigarety představuje 76 % ceny.

Celkové daňové zatížení cigaret je 76 %. Navíc dále poroste k námi odhadovaných 80 %. U krabičky klasických cigaret, která obsahuje 20 ks a stojí 140 CZK, bude **celkové zdanění 75,5 %**. Pevná část daně (1 970 CZK na 1000 ks) představuje 39,40 CZK (1,97 CZK za kus krát 20 ks). Procentní část daně (30 %) je 42 CZK. V součtu to činí 81,40 CZK. Minimální zdanění je 70,40 CZK (3,52*20). Bere se vyšší z těchto dvou variant, tedy 81,40 CZK. K tomu je nutné připočítat DPH (21 %, 24,30 CZK). Celková daň je tedy 105,70 CZK. Samotné tržby z jedné krabičky jsou zhruba 34 CZK.

U zahříváných produktů v ČR představuje celkové daňové zatížení 32,6 %. To je ve srovnání s klasickými cigaretami podstatně méně.

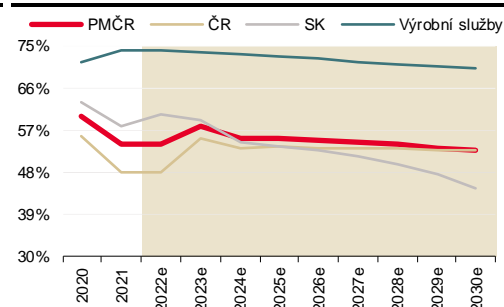
Na Slovensku odpovídá celkové zdanění 77,3 % u klasických výrobků a 45,3 % u zahříváných náplní.

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

Podle našich odhadů by celkové tržby PMČR měly ve sledovaném období (2022 – 2030) růst průměrným ročním tempem 1,5 %. V roce 2022 by měly dosáhnout 22,2 mld. CZK. V posledním roce naší periody by měly vzrůst na 24,3 mld. CZK.

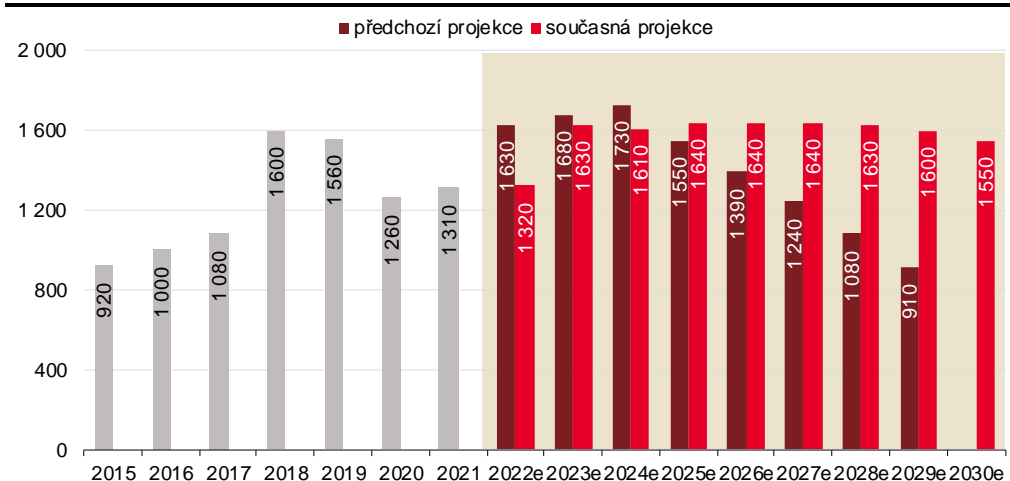
Na hospodaření se projeví inflace nákladů. Pravděpodobně dojde k růstu cen energií, protože PMČR používal jako hlavní zdroj tepelné energie plyn. To bude mít vliv na marže. Odhadujeme její pokles na 43,9 % v roce 2030 z 48,9 %, které PMČR dosáhl v roce 2020. Čistý zisk by měl dosáhnout 4,3 mld. CZK v roce 2030. Čistý zisk slouží jako základna pro výpočet dividendy.

Philip Morris ČR je bez diskusí brán investory jako dividendový titul. Obvykle vyplácí akcionářům 100 % čistého zisku.

PMČR je dividendový titul.
Očekáváme hrubý výnos kolem 9 %.

V loňském roce vyplatil Philip Morris ČR je dividendu 1 310 CZK na akcii. **Letos**, tzn. ze zisku 2022, **by podle našich odhadů měl distribuovat mezi akcionáře 1 320 CZK**. To naznačuje hrubý **dividendový výnos ve výši +7,7 %**. V následující letech by se podle našich předpokladů měl pohybovat kolem 9 %.

Očekávaná výše dividendy na akcii (CZK)



Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Sektorové srovnání

Pokusili jsem se vybrat společnosti s podobným zaměřením, které prodávají své produkty v Česku, Slovensku nebo jiných evropských a světových trzích a jsou obchodované na burzách. Za nejbližší srovnatelné společnosti s Philip Morris ČR považujeme *British American Tobacco* a *Japan Tobacco International*.

Tabulka relativního srovnání je níže. Je vidět, že **Philip Morris ČR se při srovnání s podobnými společnostmi obchoduje s premií vůči mediánu**. U násobku P/E je to asi 27 % a při srovnání EV/EBITDA je premie 35 %. Z toho plyne, že je dražší než konkurenti. Ale co se týká dividendového výnosu obchoduje se PMČR o 15 % nad trhem. To znamená, že nabízí **vysoký dividendový výnos, pravděpodobně jeden z nejvyšších v sektoru**.

Relativní srovnání

	P/E			P/S			EV/EBITDA		Div. výnos	
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	(%)
Philip Morris ČR	12,7	12,7	11,4	2,2	2,2	2,2	10,9	9,8	9,9	7,9
British American Tobacco PLC	8,1	7,6	7,1	2,5	2,4	2,3	7,9	7,6	7,3	6,4
Japan Tobacco Inc	11,2	11,1	11,1	2,1	2,1	2,0	6,9	6,9	7,1	6,9
Altria Group Inc	9,3	8,8	8,5	3,9	3,9	3,9	8,5	8,3	8,1	8,1
Imperial Brands PLC	7,0	6,4	6,0	2,0	2,0	1,9	6,5	6,3	6,2	6,8
Gudang Garam Tbk PT	16,5	11,6	10,6	0,4	0,4	0,3	7,7	6,1	5,1	8,8
Philip Morris International Inc	15,8	14,5	13,3	4,4	4,1	3,9	13,1	12,1	11,2	5,2
Medián trhu	10,2	9,9	9,6	2,3	2,2	2,2	7,8	7,2	7,2	6,8
<i>Philip Morris ČR vs. median</i>	<i>23,7%</i>	<i>27,2%</i>	<i>19,3%</i>	<i>-3,1%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>2,7%</i>	<i>39,9%</i>	<i>34,7%</i>	<i>37,5%</i>	<i>15,2%</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 9,3-8,6 % ve sledovaném období a 8,6 % pro terminální fázi při dlouhodobé míře růstu 0 %.**

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 přírážce 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.

Detailní strukturu výpočtu nákladů na kapitál a další parametry ocenění ukazuje tabulka na následující straně.

Na základě našeho modelu odhadujeme **fair value / cílovou cenu společnosti na 18 349 CZK za kus za jednu akcii**.

Parametry ocenění akcií společnosti Philip Morris ČR

ml. CZK	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Naklady na vlastní kapitál	9,3%	8,9%	8,3%	8,4%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Beta	0,545	0,545	0,545	0,545	0,545	0,545	0,545	0,545	0,545
Bezriziková úroková míra	4,3%	3,9%	3,3%	3,4%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Akciová riziková přírážka	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Riziková prémie země	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
DDM (CZK)									
Dividenda - hrubá	1 320	1 630	1 610	1 640	1 640	1 640	1 630	1 600	1 550
Dividenda - diskontovaná	1 225	1 389	1 266	1 190	1 096	1 009	923	835	745
Současná hodnota dividend do roku 2029	9 677								
Současná hodnota dividend po roce 2029	8 672								
Dlouhodobá míra růstu	0,0%								
Fair value na akcii (CZK)	18 349								

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	8,6 %*	+ 50 bb	+ 100 bb
-1,0%	18 349	17 831	17 367	16 949	16 570
-0,5%	18 931	18 349	17 831	17 367	16 949
0,0%	19 590	18 931	18 349	17 831	17 367
0,5%	20 342	19 590	18 931	18 349	17 831
1,0%	21 208	20 342	19 590	18 931	18 349

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

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. Zpřísnění legislativy kouření znamená vysokou míru rizika pro celý sektor. V našich modelech jsme zohlednili vliv nového omezení kouření. Další zpřísnění 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	2021	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	18,9	20,8	23,3	22,6	23,2	23,6	24,0	24,4	24,7	24,9
Náklady na prodané výrobky a zboží	-5,7	-6,0	-6,1	-6,1	-8,4	-9,1	-10,6	-11,5	-11,7	-12,0	-12,4	-12,7	-13,0	-13,3	-13,7	-14,0
Hrubý zisk	5,1	5,4	6,1	8,0	8,7	8,7	8,3	9,3	11,6	10,5	10,8	10,9	11,0	11,1	11,1	10,9
Provozní náklady	-1,9	-2,0	-1,8	-3,2	-3,7	-4,3	-3,9	-4,9	-5,9	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5	-5,6
EBIT	3,2	3,5	4,3	4,8	5,0	4,5	4,4	4,4	5,6	5,6	5,7	5,7	5,7	5,7	5,6	5,4
Depreciace a amortizace	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EBITDA	3,7	4,0	4,9	5,5	5,7	5,2	5,1	5,1	6,3	6,2	6,3	6,3	6,3	6,3	6,2	6,0
Daň z příjmu	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1
Zisk po zdanění	2,6	2,8	3,5	3,8	4,0	3,5	3,5	3,6	4,5	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,4	4,3
ROZVAHA																
Celková aktiva	15,1	15,6	15,6	16,0	16,4	16,2	17,7	18,2	20,0	19,7	19,9	20,0	20,1	20,2	20,2	20,0
Dlouhodobá aktiva	3,9	4,4	4,4	4,3	4,1	3,6	3,3	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Budovy, stroje a zařízení	3,8	4,3	4,3	4,2	3,6	3,1	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6
Oběžná aktiva	11,1	11,2	11,1	11,6	12,3	12,6	14,4	15,4	17,3	16,9	17,2	17,3	17,5	17,5	17,5	17,3
Zásoby	0,4	0,3	0,6	1,1	1,7	0,9	1,9	2,0	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	1,7
Pohledávky z obchodního styku	0,4	0,4	0,8	2,1	1,5	0,9	1,0	1,1	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7
Peněžní prostředky a ekvivalenty	7,5	8,2	7,3	5,6	6,4	8,2	9,3	9,9	10,8	10,9	11,1	11,1	11,2	11,1	11,1	10,9
Vlastní kapitál	8,0	8,2	8,9	9,8	9,4	8,7	8,7	8,5	9,4	9,4	9,6	9,6	9,7	9,7	9,7	9,6
Dlouhodobé závazky	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,4	0,3	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	8,7	9,3	10,2	9,8	10,0	10,0	10,1	10,1	10,1	10,0
Čistý dluh(-)/hotovost(+)	7,5	8,1	7,3	5,5	6,4	8,2	9,3	9,9	10,8	10,9	11,1	11,1	11,2	11,1	11,1	10,9
VÝKAZ CASH FLOW																
Zisk před zdaněním	3,2	3,5	4,3	4,8	5,1	4,5	4,4	4,6	5,6	5,6	5,7	5,7	5,7	5,7	5,6	5,4
Odpisy	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Změna pracovního kapitálu	3,2	0,9	-1,6	-2,7	0,6	2,1	1,0	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	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	-1,1	-0,7	-1,2	-1,1	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Cash flow z provozní aktivity	6,4	4,3	2,6	1,9	5,5	6,4	5,1	4,7	5,1	5,1	5,2	5,1	5,2	5,1	5,0	4,9
Cash flow z investiční aktivity	-1,0	-1,2	-0,6	-0,7	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Placené dividendy	-2,4	-2,5	-2,7	-3,0	-4,4	-4,3	-3,5	-3,5	-3,6	-4,5	-4,4	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,4
Cash flow z finanční aktivity	-2,4	-2,5	-2,7	-3,0	-4,5	-4,4	-3,6	-3,6	-3,8	-4,6	-4,5	-4,6	-4,6	-4,6	-4,6	-4,5
Změna hotovosti	3,0	0,6	-0,8	-1,7	0,9	1,8	1,1	0,6	0,9	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,1

Zdroj: PMČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční údaje Philip Morris ČR

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	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	11,9	12,7	11,3	11,4	11,2	11,2	11,2	11,2	11,4	11,8
Price/cash flow (x)	4,8	8,0	15,9	22,1	7,1	6,0	8,3	9,9	9,9	9,9	9,8	9,9	9,7	9,9	10,0	10,3
Price/free cash flow (x)	2,1	4,1	8,0	14,8	2,9	2,3	3,3	4,3	4,1	4,1	4,1	4,1	4,0	4,1	4,2	4,4
Price/book value (x)	3,8	4,3	4,6	4,4	4,1	4,4	4,8	5,4	5,4	5,3	5,3	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
EV/výnosy (x)	3,5	3,8	3,9	3,4	2,6	2,6	2,7	2,7	2,6	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5
EV/EBITDA (x)	10,3	10,7	9,7	8,9	7,9	9,0	10,0	10,9	9,8	9,9	9,7	9,8	9,8	9,8	10,0	10,2
ÚDAJE NA AKCII (CZK)																
EPS	936	1 008	1 269	1 397	1 465	1 285	1 281	1 324	1 625	1 607	1 642	1 639	1 645	1 632	1 604	1 553
Provozní cash flow	2 335	1 578	933	706	1 992	2 322	1 841	1 700	1 854	1 862	1 880	1 854	1 891	1 858	1 827	1 778
Vlastní kapitál (Book value)	2 898	2 985	3 249	3 569	3 437	3 154	3 175	3 105	3 429	3 434	3 486	3 505	3 530	3 537	3 529	3 498
Gross dividend	920	1 000	1 080	1 600	1 560	1 260	1 310	1 320	1 630	1 610	1 640	1 640	1 640	1 630	1 600	1 550
Dividendový výnos, brutto (%)	8,3	7,9	7,3	10,2	11,1	9,0	9,3	7,9	8,9	8,8	8,9	8,9	8,9	8,9	8,7	8,4
ZISKOVOST																
ROA (%)	18,7	18,1	22,4	24,3	24,9	21,7	20,7	20,2	23,3	22,2	22,8	22,5	22,5	22,2	21,8	21,2
ROE (%)	32,6	34,3	40,7	41,0	41,8	39,0	40,5	42,2	49,7	46,8	47,4	46,9	46,8	46,2	45,4	44,2
MARŽE																
Hrubá marže (%)	47,2	47,6	50,1	56,8	50,9	48,9	43,9	44,7	49,7	46,7	46,7	46,3	45,9	45,4	44,8	43,9
EBITDA marže (%)	34,0	35,1	40,5	38,8	33,4	29,0	27,1	24,6	26,9	27,4	27,2	26,7	26,2	25,6	24,9	24,0
Provozní marže (%)	29,5	30,3	35,6	34,0	29,3	24,9	23,1	21,4	24,2	24,7	24,6	24,1	23,7	23,2	22,5	21,6
Čistá marže (%)	23,7	24,2	28,6	27,2	23,5	19,7	18,6	17,5	19,1	19,5	19,5	19,1	18,8	18,4	17,8	17,1
DYNAMIKA RŮSTU																
Tržby (%)	-22,7	5,4	6,5	15,4	21,4	4,6	5,5	10,1	12,2	-3,1	2,6	1,8	1,9	1,6	1,3	0,9
Náklady na prodeje (%)	-38,1	4,6	1,4	-0,2	37,9	9,1	15,8	8,5	2,2	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5
Hrubý zisk (%)	7,4	6,3	12,1	31,0	8,8	0,3	-5,2	12,3	24,5	-9,0	2,5	0,9	1,2	0,5	-0,1	-1,1
EBITDA (%)	9,7	8,8	22,8	10,7	4,5	-9,3	-1,5	0,2	22,6	-1,2	1,7	-0,2	0,2	-0,7	-1,5	-2,8
Vykázaný čistý zisk (%)	14,0	7,7	25,9	10,1	4,8	-12,3	-0,3	3,3	22,8	-1,1	2,2	-0,1	0,3	-0,8	-1,7	-3,2
FINANCOVÁNÍ																
Čistý dluh / EBITDA (x)	-2,0	-2,0	-1,5	-1,0	-1,1	-1,6	-1,8	-1,9	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8
Čistý dluh / vlastní kapitál (x)	-0,9	-1,0	-0,8	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1	-1,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1
Aktiva / vlastní kapitál (x)	1,9	1,9	1,7	1,6	1,7	1,9	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
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 případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

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

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

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

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

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

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

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

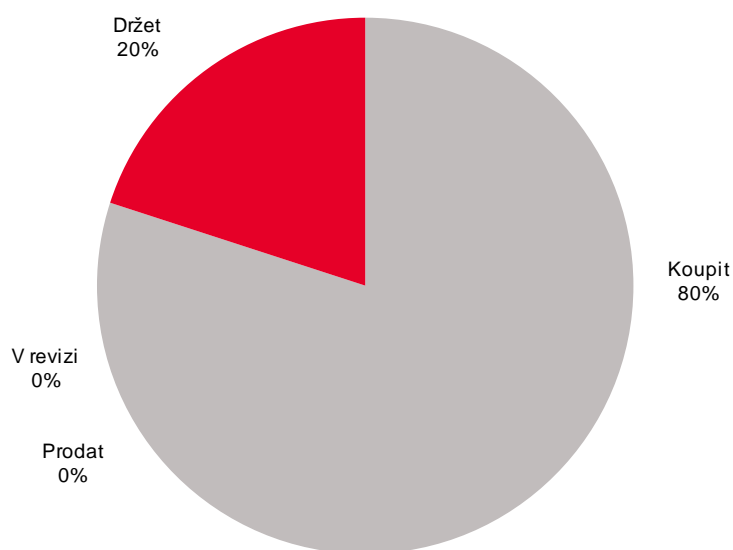
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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

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

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

	ČEZ	Colt CZ Group SE	Kofola	MONETA Money Bank	Philip Morris ČR	Avast	O2 CR
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů							
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	držet	konec	konec
Cílová cena	CZK 1 393	CZK 652	CZK 381	CZK 104,6	CZK 18349	pokryvání	pokryvání
Datum	07.06.2022	16.12.2022	12.05.2022	05.09.2022	03.03.2023	07.09.2022	25.02.2022
Cena v den publikace	CZK 1 154	CZK 559	CZK 293	CZK 73,2	CZK 17200	CZK 205,1	CZK 270
Investiční horizont	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců		
Autor	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota		
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)							
Doporučení	v revizi	koupit	v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	v revizi	CZK 645	v revizi	CZK 109,7	CZK 18183	GBp 600	CZK 362
Datum	10.05.2022	17.01.2022	15.02.2022	31.08.2021	11.02.2022	11.02.2021	26.03.2021
Doporučení	koupit	v revizi	koupit	v revizi	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	CZK 905	v revizi	CZK 367	v revizi	CZK 16512	GBp 466	CZK 293
Datum	10.12.2021	31.03.2021	12.01.2021	07.05.2021	20.11.2020	30.08.2019	08.01.2020
Doporučení	koupit	koupit	v revizi	koupit	koupit	v revizi	koupit
Cílová cena	CZK 621	CZK 357	v revizi	CZK 97	CZK 18308	v revizi	CZK 298
Datum	23.07.2020	27.11.2020	26.11.2020	29.10.2019	03.12.2018	14.08.2019	12.12.2018
Doporučení	koupit		koupit	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	CZK 717		CZK 482	CZK 97	CZK 17546	GBp 342	CZK 270
Datum	10.06.2019		04.07.2019	07.03.2019	22.08.2017	15.06.2018	18.08.2017
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF DDM ERM	DDM	DFCF	DFCF DDM
Četnost doporučení	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
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	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
Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	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
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
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
KB market making pro tituly příslušného emitenta	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