

# Avast

Nové obchodní příležitosti otevírají další cestu k růstu

## Koupit

Cena 30.08.19	<b>380 GBp</b> 111 CZK
12m cíl	<b>466 GBp</b> 133 CZK
Pot. růst ceny	<b>22,6 %</b>
Dividenda	<b>11,1 GBp</b> 3,2 CZK
Celkový výnos	<b>25,6 %</b>

### Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

### Typ investice

Vysoký tržní podíl

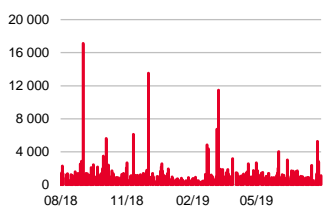
Citlivý na technologický vývoj

### Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

### Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

**Investiční doporučení: Zvyšujeme cílovou cenu pro akcie Avastu na 466 GBp a upravujeme tak naše doporučení Koupit.** Společnost Avast je jednou z nejvýznamnějších firem v oblasti systémového zabezpečení ve spotřebitelském sektoru. Její produkty využívá přes 435 milionů uživatelů v zemích po celém světě. Obchodní model Avastu příliš nekoreluje s hospodářským cyklem, a tak očekávané zpomalení globální ekonomiky bude mít zanedbatelný dopad na finanční výsledky firmy. Společnost naplňuje svoji dividendovou politiku s výplatou 40 % z levered free cash flow, což by činilo celkovou dividendu z letošního hospodaření ve výši 11,1 GBp na akcii. To představuje přibližně 2,9% dividendový výnos v poměru k aktuální tržní ceně.

**Hospodaření společnosti a očekávaný vývoj:** Očekáváme postupné zlepšování výsledků hospodaření Avastu díky cross-sellu produktů a rozvoji nových obchodních příležitostí, jako je internet věcí či zabezpečení chytrých domácností. Nemalý podíl na budoucím vývoji by měla mít i nově uzavřená strategická spolupráce dceřině společnosti Jumpshot s firmou Ascential. Od příštího roku počítáme s oživením byznysu v segmentu malých a středních podniků, kde aktuálně probíhá restrukturalizace. Výsledkem těchto skutečností by měl být výrazný růst tržeb z 808 mil. USD ve 2018 až na 1 151 mil. USD ve 2023.

**Ocenění společnosti:** Pro ocenění společnosti jsme použili **model diskontovaného volného cash flow**, kde jsme diskontovali očekávané peněžní toky let 2019-23. Fair value jsme odhadli na úrovni 5,4 USD (při očekávaném měnovém kurzu GBP/USD ke konci roku 2019 ve výši 1,284 je fair value rovna 424 GBp), cílová cena je pak stanovena o 10 % výše na 6,0 USD (tj. 466 GBp) kvůli sektorovému doporučení Nadvážit a zvýšené atraktivitě společnosti, kde vidíme potenciál v rychlejším růstu díky novým obchodním příležitostem a spolupráci s firmou Ascential. Výsledná cílová cena je ve výši 466 GBp/akcii a je tak 22,6 % nad aktuální tržní cenou. Při sektorovém srovnání je hodnota akcií Avastu z dlouhodobého hlediska mírně podhodnocená, když ukazatel P/E je pro rok 2019 ve výši 33,5. Naproti tomu jeho hodnota pro srovnatelné společnosti v sektoru činí 53,2. Obdobně je na tom ukazatel EV/EBITDA, kde u Avastu má hodnotu 15,0, zatímco u konkurenčních firem se pohybuje na úrovni 22,2. Opačně působí ukazatel EV/Sales, kde Avast dosahuje hodnoty 7,8, zatímco konkurence 5,8.

**Očekávané události:** Mezitímní dividendu ve výši 4,4 centu bude vyplacena 11. října. Výsledky za Q3 2019 společnost zveřejní 18. října.

### Data o akciích

<b>RIC</b> AVST.L	<b>Bloom</b> AVST LN
52týdenní rozmezí	247,6 - 399,4
Tržní kap. (mld. CZK)	106,2
Tržní kap. (mil. GBP)	3714
Volné obchod. (%)	28
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m 3m 12m</b>
Akcie	12,5 22,6 48,1
Rel. k FTSE100	15,9 24,1 54,9

Zdroj: Bloomberg

### Finanční data

	2018	2019f	2020f	2021f
Výnosy (\$m)	808	863	929	1003
EBITDA marže (%)	51,7	53,1	53,5	53,5
Vykázaný čistý zisk (\$m)	241	175	167	238
Zisk na akcii (\$, upr.)	0,25	0,18	0,17	0,24
Dividenda na akcii (centy)	8,6	14,3	16,8	17,3
Výplatní poměr (%)	40,0	40,0	40,0	40,0
Úrokové krytí (x)	3,2	4,5	5,7	6,4
Čistý dluh/VK (%)	1,2	1,0	0,7	0,5

### Poměrové ukazatele

	2018	2019f	2020f	2021f
P/E (cílová cena, x)	23,6	33,5	35,0	24,6
Cena / volný cash flow	15,9	17,4	15,6	15,9
Dividendový výnos (%)	2,4	2,4	2,6	2,7
Cena / úč. hodnota (x)	6,3	5,9	5,0	4,4
EV/výnosy (x)	8,4	8,0	7,2	6,5
EV/EBITDA (x)	16,3	15,0	13,5	12,2
EV/EBIT (x)	24,9	24,0	21,4	19,3
ROE (%)	36,1	18,4	15,4	18,9

### Poslední analýza a komentář:

<http://bit.ly/Avast1H19preCZ>

[http://bit.ly/Avast\\_201806CZE](http://bit.ly/Avast_201806CZE)

SOCIETE

GENERALE

GROUP



**Jiří Kostka**  
(420) 222 008 560  
jiri\_kostka@kb.cz

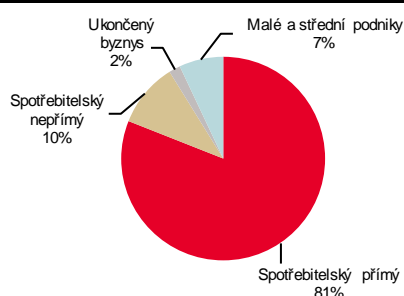
## Obsah

<b>Základní přehled o společnosti.....</b>	<b>3</b>
<b>Hospodaření společnosti a jeho výhledy .....</b>	<b>4</b>
Zhodnocení aktuálních výsledků hospodaření.....	4
Předpověď výsledků pro letošní rok.....	5
Dlouhodobý výhled.....	5
Dividendová politika .....	8
<b>Sektorové srovnání .....</b>	<b>9</b>
<b>Ocenění .....</b>	<b>10</b>
<b>Hlavní rizika .....</b>	<b>12</b>

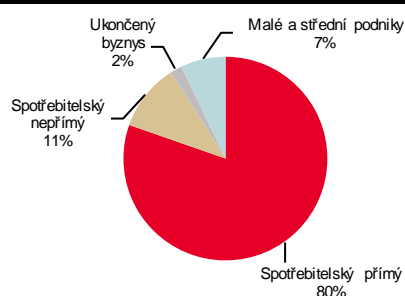
## Základní přehled o společnosti

<b>Silné stránky</b>	<b>Slabé stránky</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Globální vůdce v oblasti zabezpečení pro spotřebitelský segment</li> <li>▪ Velmi známá značka</li> <li>▪ Pokročilé nástroje zabezpečení využívající cloudové řešení a strojové učení</li> <li>▪ Dlouhodobé zkušenosti managementu v oblasti softwarových společností</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Malý tržní podíl na firemním trhu, kde jsou vyšší ceny a stálost klientely</li> <li>▪ Koncentrace tržeb na nefiremní klientelu</li> <li>▪ Úzké zaměření produktového portfolia</li> </ul>
<b>Příležitosti</b>	<b>Hrozby</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sofistikovaná uživatelská platforma umožňující zpeněžení uživatelské základny</li> <li>▪ Cross-selling produktů Avastu v rámci nově získané klientské báze díky akvizicím</li> <li>▪ Zvýšení prodeje vyšších (dražších) verzí softwaru stávajícím zákazníkům</li> <li>▪ Rozšíření poskytovaných služeb o nové produkty</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Chybovost a zranitelnost produktů vedoucí k poškození jména společnosti</li> <li>▪ Silná konkurence</li> <li>▪ Neúspěšná integrace akvizic a následné nenaplnění předpokládaných benefitů</li> </ul>

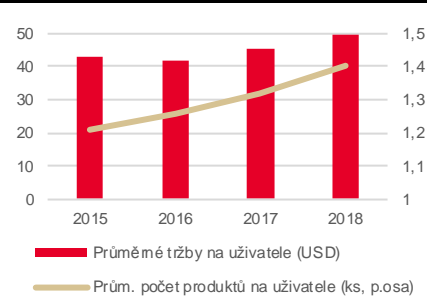
Fakturace podle segmentů (2018)



Tržby podle segmentů (2018)

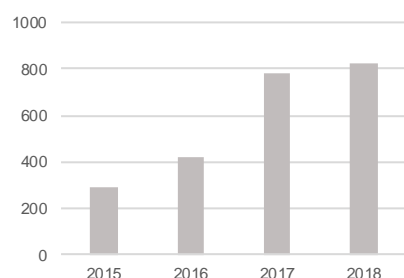


Ukazatele na uživatele

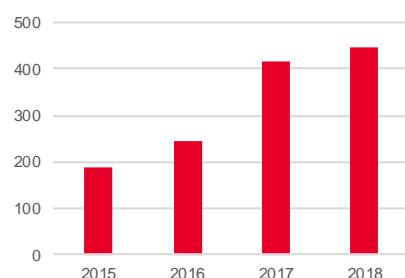


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

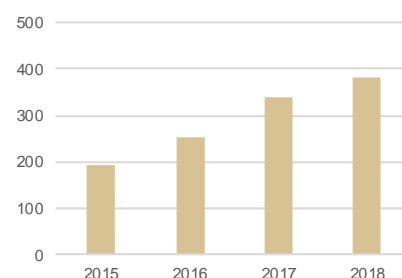
Historický vývoj upr. tržeb (mil. USD)



Historický vývoj upr. EBITDA (mil. USD)



Hist. vývoj unlevered FCF (mil. USD)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

## Hospodaření společnosti a jeho výhledy

V této kapitole se podíváme na nejaktuálnější zveřejněné výsledky hospodaření za první pololetí roku 2019 včetně očekávání pro tento rok. Následně představíme výhled na příštích pět let.

### Zhodnocení aktuálních výsledků hospodaření

#### Výsledky hospodaření Avastu za první pololetí roku 2019

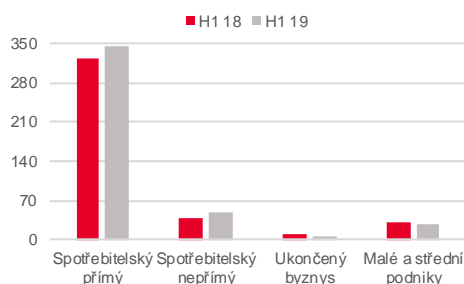
mil. USD	H1 18	H1 19	změna
Upravené fakturace	430,2	459,6	6,8 %
Upravené tržby	403,3	426,8	5,8 %
Upravená EBITDA	222,1	236,5	6,5 %

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

Naše odhady hospodářských výsledků za první pololetí vycházely z guidelines managementu. I přesto všechny hlavní položky výsledovky více či méně překonaly naše odhady. Upravené fakturace (tj. částka placená za poskytované služby včetně předplatného na následující roky) meziročně vzrostly o 6,8 % na 459,6 mil. USD. Nejvíce tomuto růstu napomohl přímý spotřebitelský segment. Upravené tržby meziročně vzrostly o 5,8 % na 426,8 mil. USD. Ziskovost měřená pomocí upravené EBITDA narostla o 6,5 % na 236,5 mil. USD. Upravená EBITDA marže se meziročně zvýšila o 36 bb na 55,4 %.

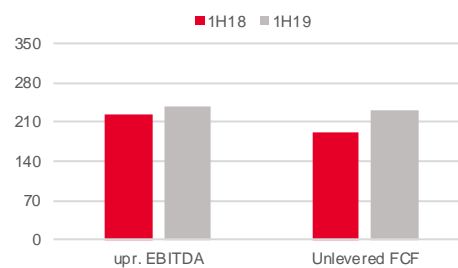
Upravené fakturace nejvíce narostly díky spotřebitelskému segmentu, který si meziročně polepšil o 8,8 % ze 400,1 mil. USD na 435,2 mil. USD. V rámci tohoto segmentu jsou tři dílčí pod-segmenty, a to přímý spotřebitelský segment pro počítače (+10,4 % na 340,5 mil. USD meziročně), přímý spotřebitelský segment pro mobily (-9 % na 39,4 mil. USD) a nepřímý spotřebitelský segment (+14,4 % na 55,3 mil. USD). Dle očekávání se v prvním pololetí příliš nedařilo poslednímu segmentu, a to službám pro malé a střední podniky, kde došlo k meziročnímu poklesu o 18,9 % z 30,1 mil. USD na 24,4 mil. USD. Důvodem jsou probíhající restrukturalizační procesy s cílem zajistit profitabilitu tohoto segmentu a hlavně divestice Managed Workplace, která v minulém pololetí vygenerovala upravené fakturace ve výši téměř 5 mil. USD. Upravená EBITDA rostla o 6,5 % z 222,1 mil. USD na 236,5 mil. USD nejen díky samotnému růstu tržeb, ale napomohly tomu také synergické efekty z akvizice společnosti AVG a implementace IFRS 16. Avast oznámil záměr vyplatit mezitímní dividendu ve výši 4,4 centů, což představuje přibližně 3,6 GBP na akcii s výplatou v říjnu.

#### Upravené tržby (mil. USD)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

#### Upravená EBITDA a UFCF (mil. USD)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

## Předpověď výsledků pro letošní rok

### Odhady výsledků hospodaření Avastu pro letošní rok

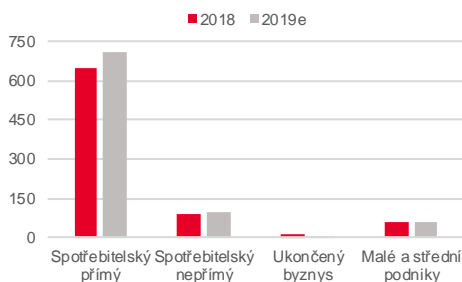
mil. USD	2018	2019e	změna
Upravené fakturace	862,2	920,1	6,7 %
Upravené tržby	827,0	868,3	5,0 %
Upravená EBITDA	447,7	478,9	7,0 %

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

Zbytek roku 2019 by se měl nést v podobném duchu jako jeho první polovina. Opět hlavním tahounem výsledků bude přímý spotřebitelský segment, který by měl vygenerovat za celý rok přes 700 mil. USD na tržbách. Podíl ukončeného byznysu, který je pozůstatkem proběhlých akvizic minulých let, se pomalu přibližuje k nule. Nepřímý spotřebitelský segment by měl přidat okolo 100 mil. USD tržeb, kde významnou roli bude hrát vliv dceřiné společnosti Jumpshot, která vstoupila do strategické spolupráce s firmou Ascential. Od tohoto spojení si Avast slibuje velký potenciál v nadcházejících letech. Segment malých a středních podniků by měl v letošním roce klesnout v řádu středních jednotek procent, jak uvádí guidance managementu společnosti. Důsledkem toho by se tržby z tohoto segmentu měly pohybovat okolo 55 mil. USD za celý rok. Výsledky Avastu nejsou příliš závislé na hospodářských cyklech, a tak i případné očekávané zpomalení globálních ekonomik v příštím roce by se nijak zásadně nemělo ve finančních číslech společnosti promítnout.

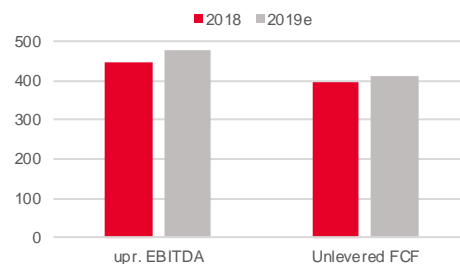
Upravená EBITDA o jednorázové vlivy roste rychleji než tržby především díky dvěma základním faktorům. Tím nejvýznamnějším je letošní implementace nového účetního standardu IFRS 16, díky čemuž došlo mimo jiné k růstu k odpisů. Druhým faktorem jsou pozitivní poakviziční synergické efekty v podobě nákladových úspor. Výsledkem toho by mělo dojít k růstu očištěné EBITDA marže z 54,1 % z konce 2018 na více jak 55 % ke konci letošního roku.

#### Upravené tržby (mil. USD)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

#### Upravená EBITDA a UFCF (mil. USD)



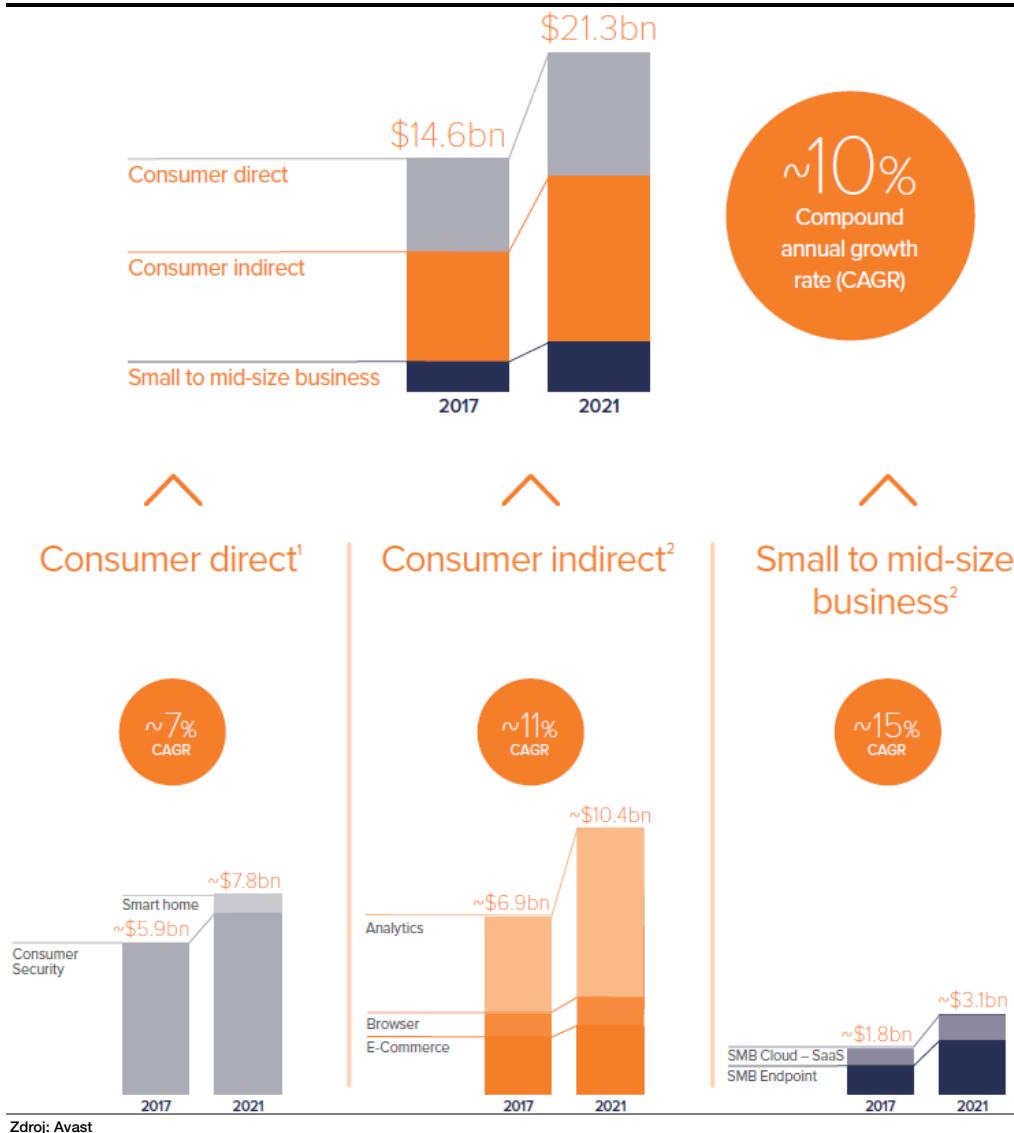
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

## Dlouhodobý výhled

Avast ve svých prognózách ohledně cílového trhu vychází z kombinace tržního průzkumu společnosti Gartner Research a svého vlastního. Od doby vstupu na burzu v květnu 2018 nedošlo ke změnám očekávaných trendů. Detailní popis můžete nalézt v naší dřívější analýze<sup>1</sup>. V rámci této analýzy vycházíme v predikcích z oficiálního guidance managementu společnosti Avast pro letošní rok a přihlížíme k celkovému růstovému potenciálu cílového trhu.

<sup>1</sup> Zdrojem je publikace – Avast: Zahajujeme pokrývání akcií Avastu s nákupním doporučením a cílovou cenou 342 GBp, publikovaná 15. června 2018 v 10:37 CET, dostupná na [http://bit.ly/Avast\\_201806CZE](http://bit.ly/Avast_201806CZE)

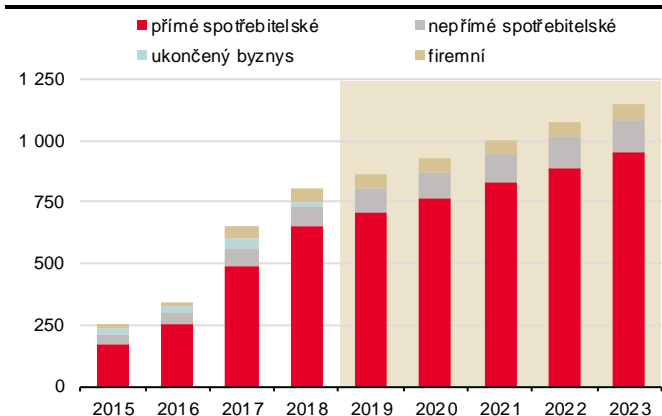
Cílový trh Avastu podle segmentů



Zdroj: Avast

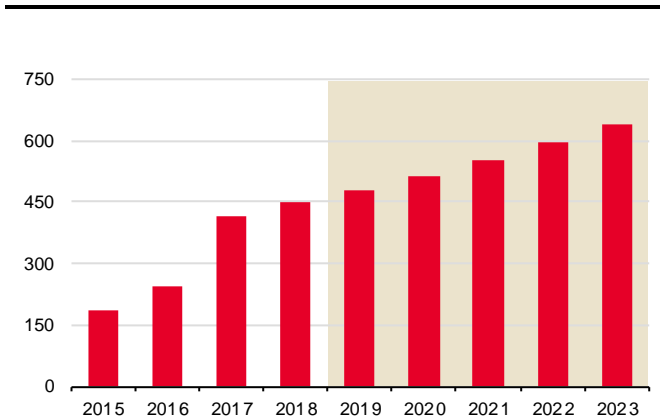
Pro přímý spotřebitelský segment, který je tím nejsilnějším v případě Avastu, počítáme s průměrným temper růstu (CAGR) do roku 2023 ve výši 8,0 %, což je mírně rychleji než tempo růstu celého trhu. Pro nepřímý spotřebitelský segment máme CAGR na úrovni 9,0 %, což je o 2 pb pod potenciálem trhu. Důvodem nižšího tempa růstu je, že je zapotřebí tento segment ještě více rozvíjet a investovat do jeho efektivnosti v oblasti profitability. Největší rozdíl v CAGR je u malých a středních podniků, kde aktuálně probíhá u Avastu restrukturalizace a snaha o zvýšení profitability. V letošním roce dojde dokonce k poklesu tržeb v rámci tohoto segmentu. Proto také výsledná CAGR vychází ve výši 2,1 %.

Očekávaný vývoj tržeb (USD mil.)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

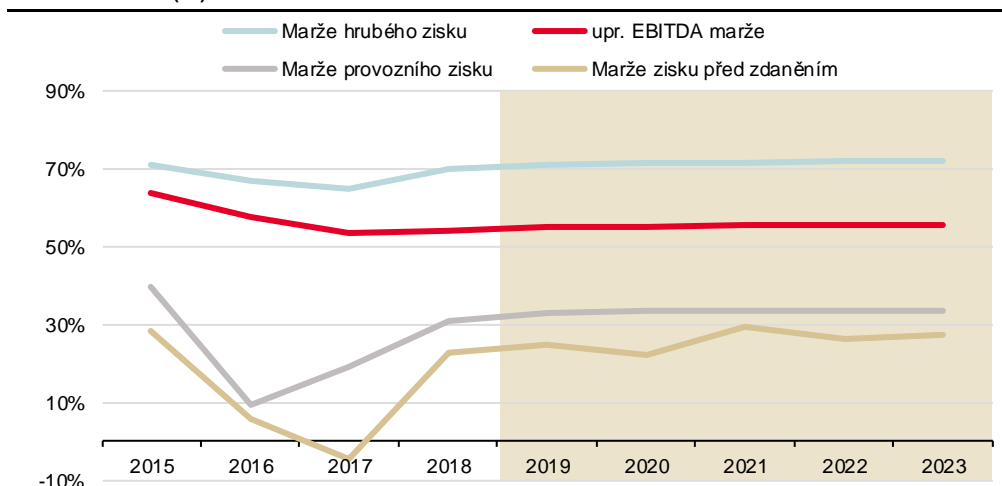
Očekávaný vývoj upravené EBITDA (USD mil.)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

Z grafů výše lze názorně vidět pokračující trend silného růstu finančních čísel Avastu. Očekáváme, že by tržby měly vzrůst z 808 mil. USD ve 2018 až na 1 151 mil. USD ve 2023. Tento růst je založen na předpokladu, že bude docházet k rozvoji nových oblastí, jako je internet věcí či zabezpečení chytrých domácností a také úspěšného strategického spojení dceřiné společnosti Jumpshot s firmou Ascential. Ukazatel ziskovosti, upravená EBITDA, by měl dle našich odhadů vzrůst z téměř 448 mil. USD ve 2018 na 638 mil. USD ve 2023. Dopad ukončeného byznysu z minulých akvizic na finanční výsledky by se měl naposledy projevit v letošním roce, a to již téměř zanedbatelně.

Srovnání marží (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Avast

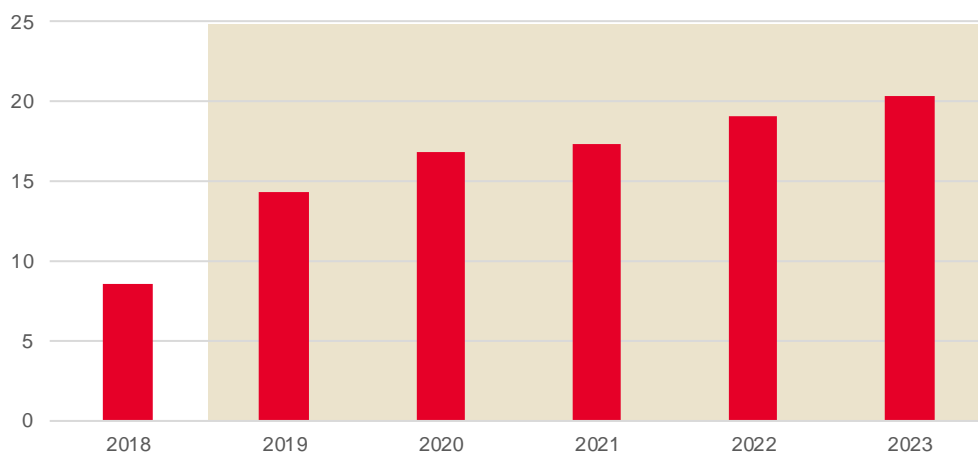
Profitabilita společnosti se začala ustalovat již v loňském roce, když pominuly hlavní nákladové dopady z předchozích akvizic společností AVG a Piriform. Ve střednědobém horizontu neočekáváme zásadní výkyvy v dosahovaných maržích. V průběhu příštích pěti let by se marže hrubého zisku měla pohybovat mezi 70 až 72 %. Upravená EBITDA marže, kterou považujeme za nejvýznamnější, jelikož je očištěna o položky přímo nesouvisející s obchodní aktivitou, se bude pohybovat mezi 55 až 56 %. Marže provozního zisku by měla být v rozmezí 31-34 % a marže zisku před zdaněním bude oscilovat nejvíce, a to v pásmu 23 až 29 %. Důvodem, proč by zisková marže měla oscilovat nejvíce, je, že ve střednědobém horizontu očekáváme ustalování měnového kurzu EUR/USD k jeho rovnovážné hladině na úrovni 1,35 z rozkolísanějších hodnot v minulých letech. To povede k přeceňování úvěru vedeného v eurech, jehož výše na konci 2018 činila kolem 480 mil. EUR.

## Dividendová politika

Avast má nastavenou dividendovou politiku na výplatě 40 % z účetní položky levered free cash flow. Tento ukazatel je vypočten z upravené EBITDA, která je ponížena o kapitálové výdaje, změny pracovního kapitálu a splátky úvěrů. Dividenda je splatná ve dvou krocích. Nejprve v říjnu formou mezitímní dividendy, která se určí jako jedna třetina ze 40 % levered free cash flow předchozího roku. Druhá, finální část dividendy, je splatná v červnu následujícího roku. Její výše je dána jako rozdíl 40 % z levered free cash flow současného účetního roku a již vyplacené mezitímní dividendy.

Konkrétně, dividendy ze zisku letošního roku bude vyplacena následujícím způsobem. Avast již oznámil výplatu mezitímní dividendy v říjnu ve výši 4,4 centu na akcii (neboli jedna třetina ze 40 % z levered free cash flow ve výši 325 mil. USD roku 2018). Na základě našeho modelu očekáváme levered free cash flow za letošní rok ve výši 349,4 mil. USD. Podle dividendové politiky 40% výplaty by souhrnná dividendy měla činit 14,3 centu. Z toho vyplývá, že finální dividendy splatná v červnu příštího roku by měla být ve výši  $14,3 - 4,4 = 9,9$  centu. Graf níže představuje očekávané dividendy v nadcházejících letech.

Očekávaná výše dividend za daný účetní rok (centy)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



## Sektorové srovnání

Vzhledem k tomu, že společnost Avast generuje značnou část svých příjmů v Americe a současně působí po celém světě, tak jsme vybrali obdobně zaměřené firmy, které jsou obchodované na amerických akciových burzách. Jedná se o společnosti zabývající se ochranou dat, vývojem a prodejem antivirového softwaru. Zároveň pro porovnání s celým trhem softwarových společností jsme použili odvětvový index pro softwarové firmy z indexu S&P 500.

Technologický sektor obecně vykazuje vyšší hodnoty vybraných ukazatelů ocenění než řada jiných sektorů. Je to dáno volatilitou hodnoty těchto společností díky rychlému technologickému pokroku, kdy mnohdy i skokově tyto společnosti zvýší své ocenění na rozdíl například od relativně stabilního sektoru utilit.

Při srovnání Avastu s obdobnými společnostmi z oboru jde vidět rozkolísanost výsledků s mírnou převahou podhodnocených ukazatelů. Pouze ukazatel EV/Sales v porovnání s konkurenčními firmami a ukazatel P/E ve srovnání s indexem softwarových firem představují prémii v ocenění. Naproti tomu především EV/EBITDA, P/Sales či P/E ve srovnání s konkurenčními firmami ukazují podhodnocení vůči konkurenčním společnostem.

**Výsledkem sektorového srovnání je, že ocenění Avastu podle poměrových ukazatelů je v mírně podhodnocené s jeho konkurenty či celým softwarovým odvětvím.**

### Avast vs. srovnatelné společnosti

	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales		P/Sales		ROE	ROA
	akt.	2019	2020	akt.	2019	2020	2019	2020	akt.	2019	akt.	akt.
<b>Avast PLC</b>	<b>23,6</b>	<b>33,5</b>	<b>35,0</b>	<b>16,3</b>	<b>15,0</b>	<b>13,5</b>	<b>8,0</b>	<b>7,2</b>	<b>7,1</b>	<b>6,8</b>	<b>36,1</b>	<b>8,5</b>
Symantec Corp	52,0	13,3	12,4	14,2	9,5	9,4	3,6	3,5	3,0	3,0	2,1	0,7
Palo Alto Networks Inc	n/a	37,1	32,0	169,9	22,7	18,9	6,1	5,1	6,8	5,8	-5,8	-1,2
Fortinet Inc	56,0	35,0	31,9	33,1	20,5	17,7	5,5	4,8	6,8	5,9	39,2	12,5
FireEye Inc	n/a	787,6	80,2	n/a	35,6	25,7	3,4	3,2	3,1	3,2	-34,7	-8,9
KeyW Holding Corp	n/a	109,0	57,0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-7,7	-3,3
Proofpoint Inc	n/a	69,3	53,5	n/a	36,3	29,2	7,0	5,8	7,7	6,5	-27,8	-9,6
Imperva Inc	n/a	149,4	66,5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-8,8	-5,0
Qualys Inc	48,7	39,4	35,5	28,4	22,5	19,4	8,7	7,5	10,6	9,2	18,0	11,1
<b>Peers median</b>	<b>52,0</b>	<b>54,3</b>	<b>44,5</b>	<b>30,8</b>	<b>22,6</b>	<b>19,1</b>	<b>5,8</b>	<b>5,0</b>	<b>6,8</b>	<b>5,9</b>	<b>-6,7</b>	<b>-2,3</b>
<b>S&amp;P 500 Software Industry GICS</b>	<b>32,6</b>	<b>26,6</b>	<b>23,6</b>	<b>20,1</b>	<b>17,0</b>	<b>15,3</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>8,1</b>	<b>7,3</b>	<b>33,9</b>	<b>12,1</b>
Avast vs. median	-54,5%	-38,4%	-21,3%	-46,9%	-33,5%	-29,6%	37,5%	45,0%	3,6%	15,6%	n/a	n/a
Avast vs. S&P500 Software	-27,5%	25,7%	48,6%	-18,9%	-11,5%	-11,7%	n/a	n/a	-13,0%	-7,3%	6,5%	-29,8%

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

## Ocenění

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2023.

**Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2023.** Vypočítaný volný cash flow jsme diskontovali ke konci srpna 2019 za použití průměrné vážené ceny kapitálu (WACC) 7,3 % a dlouhodobé růstové míry 1,7 %. Detailní strukturu výpočtu nákladů na kapitál a další parametry ocenění ukazuje tabulka na následujících straně.

Cena kapitálu je založena na bezrizikové úrokové míře (výnos 10letých vládních dluhopisů v zemích, kde Avast působí), upraveném koeficientu beta (používáme 120 měsíců dat z Bloombergu pro srovnatelné společnosti), rizikové premii vlastního kapitálu a rizikové přírážce zemí, kde Avast působí (obojí podle dat A. Damodarana<sup>2</sup> z New York University).

Na základě našeho modelu odhadujeme **fair value akcií společnosti Avast na 5,4 USD 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 (+5 %):** Société Générale<sup>3</sup> má pro sektor Software a IT služby doporučení *Nadvážit*, a proto sektorovou atraktivitu hodnotíme +5 %. Je to dáno předpokladem, že společnosti z tohoto odvětví mohou značně profitovat z rostoucích výdajů na softwarové zabezpečení systémů.

■ **Atraktivita společnosti (+3 %):** Stanovili jsme na +3 %. Akvizice společností AVG a Piriform s sebou přinesly nové zákazníky, kteří doposud nevyužívají služeb Avastu, tudíž zde existuje potenciál pro křížový prodej produktů Avastu. Současně Avast poskytuje placenou formu svých produktů pouze 4 % uživatelů, kde i malé zvýšení tohoto poměru by vedlo k výrazným dopadům do ziskovosti firmy.

■ **Spekulativní potenciál (+2 %):** Tento parametr hodnotíme na +2 %. Na základě sektorového srovnání z předchozí kapitoly vyplývá mírné podhodnocení akcií společnosti Avast.

Cílová cena je 8 % nad fair value.

Za pomoci výše uvedených parametrů jsme stanovili **cílovou cenu pro akcie Avastu na 6,0 USD** (fair value plus 8 %).

<sup>2</sup> Zdrojem je webová adresa – [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

<sup>3</sup> Zdrojem je publikace Société Générale – The Big Picture: Buckle up, publikovaná 3. června 2019 v 17:37 CET

**Parametry ocenění akcií společnosti Avast**

	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
<b>Vážené náklady kapitálu</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,1%</b>	<b>7,1%</b>	<b>8,4%</b>	<b>9,5%</b>
Náklady na vlastní kapitál	8,4%	8,6%	9,3%	10,0%	10,3%
Beta	1,219	1,219	1,219	1,219	1,219
Bezriziková úroková míra	0,7%	1,0%	1,7%	2,4%	2,7%
Akciová riziková přírážka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Riziková prémie země	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Náklady na dluh (před daní)	2,9%	2,9%	2,7%	2,8%	3,4%
<b>Diskontované FCFF</b>					
EBITDA	457,9	496,9	536,3	576,0	615,7
Zaplacené daně	-59,0	-58,7	-77,8	-75,8	-81,8
Změna pracovního kapitálu	-20,0	-4,2	-15,0	-11,1	-14,9
Kapitálové výdaje	-24,1	-25,9	-28,0	-30,1	-32,1
<i>FCFF</i>	<i>354,8</i>	<i>408,1</i>	<i>415,5</i>	<i>459,1</i>	<i>486,9</i>
Explicit value	1 805				
Dlouhodobá míra růstu	1,7%				
Terminal value	4 633				
Čistý dluh	-1 119				
Fair value (mil. USD)	5 318				
<b>Fair value na akcii (USD)</b>	<b>5,4</b>				
<i>Sektorová atraktivita</i>	<i>5,0%</i>				
<i>Atraktivita společnosti</i>	<i>3,0%</i>				
<i>Spekulativní potenciál</i>	<i>2,0%</i>				
<b>Cílová cena na akcii</b>	<b>6,0 USD</b>				
	<b>466 GBp</b>				

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

**Analýza citlivosti ocenění**

<b>Cílová cena</b>					
Vážené náklady kapitálu / míra růstu	0,7 %	1,2 %	1,7 %	2,2 %	2,7 %
-100 bb	6,2	6,6	7,0	7,6	8,2
-50 bb	5,7	6,1	6,5	6,9	7,4
7,3 % / 9,5 % *	5,3	5,6	<b>6,0</b>	6,4	6,8
+ 50 bb	5,0	5,3	5,6	5,9	6,3
+ 100 bb	4,7	4,9	5,2	5,5	5,8

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Hlavní rizika

- **Koncentrace tržeb:** Společnost Avast generuje značnou část svých tržeb z antivirových produktů pro spotřebitelský trh a předpokládá, že tento poměr bude neměnný i v blízké budoucnosti.
- **Chyby a zranitelnost produktů:** Jakákoliv chyba v produktech společnosti by měla za následek zranitelnost systémů a produktů. Potenciální hackerské útoky na systémové řešení by mohlo vést k negativní publicitě s dopadem do ziskovosti firmy.
- **Omezení dostupnosti platforem:** Poskytovatelé platforem, kterými jsou především Microsoft s Windows, Google s Androidem či Apple s MacOS a iOS, mohou zamezit přístupu antivirových programů třetích stran, kterými je například právě Avast.
- **Neudržení si zákaznické základny:** Vzhledem k výraznému rozdílu mezi náklady na antivirový software pro retailového a firemního zákazníka, kdy retailový klient díky relativně nízkým nákladům může přecházet mezi konkurenčními produkty, hrozí, že společnost bude stagnovat či ztrácet svoji klientskou základnu.
- **Silná konkurence:** Společnost podniká ve značně konkurenčním prostředí a všechny její produkty jsou ohroženy nenadálými rychlými technologickými změnami a tržní dynamikou. Konkurenční společnosti na tyto změny mohou reagovat rychleji a lépe než Avast, což by vedlo ke ztrátě tržního podílu.
- **Snížení dostupnosti nabídky produktů:** Mnoho uživatelů produktů společnosti Avast na ně narazí na vyhledávacích serverech, webech pro stahování či online obchodech s aplikacemi. Vyhledávací servery a obchody s aplikacemi nabízí dva druhy vyhledávání – organické (neplacené) a placenou reklamu. Avast se spoléhá na oba prodejní kanály, jak přilákat nové zákazníky. Společnosti si nemohou koupit organické vyhledávání, to je založeno na interním algoritmu každého jednotlivého poskytovatele. Jakákoliv změna v tomto algoritmu by mohla vést k omezení dostupnosti nabídky společnosti na těchto webech.
- **Úspěšná integrace akvizic:** Společnost nemusí úspěšně zvládnout po-akviziční integraci společností, které nedávno koupila, či těch, které by potenciálně kupovala v budoucnosti. Tyto společnosti by nemusely naplnit očekávané benefity, které s sebou měly po akvizici přinést.
- **Mezinárodní diverzita:** Avast působí na mnoha světových trzích, což s sebou přináší řadu rizik s tím spojených. Rozlišná právní regulace, cla a obchodní bariéry či geografická a kulturní diverzita pracovní síly.
- **Vývoj měnových kurzů:** Účetní měnou je americký dolar a tedy pohyb ostatních měn zemí, v nichž Avast operuje, v návaznosti na USD může ovlivnit finanční čísla společnosti Avast.
- **Vývoj úrokových sazeb:** Vzhledem k výraznému zadlužení společnosti souvisejícímu s nedávnými akvizicemi by jakékoliv zvýšení úrokových sazeb EURIBOR a USDLIBOR vedlo k nárůstu úrokových nákladů a tím snížení ziskovosti.

**Finanční údaje společnosti Avast**

mil. USD	2016	2017	2018	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
<b>OCENĚNÍ</b>								
P/E (x)	231,8	nm	23,6	33,5	35,0	24,6	25,4	22,9
Price/provozní cash flow (x)	25,4	18,6	15,2	16,3	14,6	14,8	13,3	12,6
Price/volný cash flow (x)	26,5	19,6	15,9	17,4	15,6	15,9	14,3	13,5
Price/účetní hodnota (x)	7,9	13,1	6,3	5,9	5,0	4,4	3,8	3,3
EV/výnosy (x)	20,6	11,2	8,4	8,0	7,2	6,5	5,9	5,3
EV/EBITDA (x)	37,0	23,5	16,3	15,0	13,5	12,2	11,0	9,9
EV/EBIT (x)	69,0	45,9	24,9	24,0	21,4	19,3	17,4	15,7
Dividendový výnos, brutto (%)	0,0	0,0	2,4	2,4	2,6	2,7	3,0	3,2
<b>ÚDAJE NA AKCII (USD)</b>								
EPS	0,03	-0,04	0,25	0,18	0,17	0,24	0,24	0,26
Cash flow	0,24	0,32	0,39	0,37	0,41	0,41	0,45	0,47
Vlastní kapitál (book value)	0,76	0,46	0,95	1,02	1,20	1,37	1,58	1,82
Hrubá dividenda (USD centy)	0,0	0,0	8,6	14,3	16,8	17,3	19,1	20,4
<b>VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT</b>								
Tržby	341	653	808	863	929	1 003	1 077	1 151
Hrubé příjmy	229	423	567	614	663	718	774	830
EBITDA	190	311	418	458	497	536	576	616
Depreciace a amortizace	-88	-152	-144	-171	-184	-198	-213	-228
EBIT	102	159	274	287	313	338	363	388
Mimořádné a neprovozní položky	-70	-35	-26	0	0	0	0	0
Finanční výsledek	-12	-153	-66	-71	-107	-45	-78	-72
Daň z příjmu	5	-5	59	-41	-39	-56	-54	-60
Vykázaný čistý zisk	25	-34	241	175	167	238	231	256
<b>VÝKAZ CASH FLOW</b>								
EBITDA	190	311	418	458	497	536	576	616
Změna provozního kapitálu	13	-56	5	-20	-4	-15	-11	-15
Jiné provozní CF	22	51	-47	-78	-93	-125	-125	-137
Provozní CF	225	307	376	359	400	396	440	464
Čisté kapitálové výdaje	-9	-16	-17	-24	-26	-28	-30	-32
Volné cash flow	215	291	359	335	374	368	410	432
Investiční CF	-1 250	-174	-29	-36	-38	-40	-42	-44
CF z finančních aktivit	1 125	-194	-254	-303	-278	-291	-285	-288
Čistá změna hotovosti	99	-61	93	21	84	66	113	132
<b>ROZVAHA</b>								
Celková aktiva	2 807	2 794	2 905	2 966	3 091	3 205	3 367	3 550
Dlouhodobá aktiva	2 475	2 479	2 502	2 521	2 543	2 567	2 591	2 615
z toho Nehmotná aktiva	492	394	267	273	278	284	289	295
Pracovní kapitál	-240	-269	-325	-337	-358	-377	-398	-416
Vlastní kapitál	725	435	900	997	1 175	1 335	1 545	1 774
Čisté zadlužení	-1 317	-1 605	-1 119	-1 022	-847	-687	-481	-254

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Finanční údaje společnosti Avast**

	2016	2017	2018	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
<b>ZISKOVOST</b>								
ROE (%)	3,5	-5,8	36,1	18,4	15,4	18,9	16,0	15,4
ROA (%)	1,2	-1,2	8,5	6,0	5,5	7,5	7,0	7,4
ROIC (%)	5,8	-6,5	60,2	53,2	48,4	66,1	61,2	64,8
ROS (%)	7,2	-5,2	29,8	20,3	18,0	23,7	21,4	22,2
<b>MARŽE</b>								
Hrubá marže (%)	67,1	64,7	70,1	71,1	71,4	71,6	71,9	72,1
EBITDA marže (%)	55,7	47,6	51,7	53,1	53,5	53,5	53,5	53,5
EBIT marže (%)	29,9	24,4	33,9	33,2	33,7	33,7	33,7	33,7
Čistá marže (%)	7,2	-5,2	29,8	20,3	18,0	23,7	21,4	22,2
<b>DYNAMIKA RŮSTU</b>								
Tržby (%)	35,7	91,6	23,8	6,7	7,7	7,9	7,4	6,9
EBITDA (%)	15,9	64,1	34,2	9,6	8,5	7,9	7,4	6,9
EBIT (%)	1,3	56,4	72,2	4,6	9,3	7,9	7,4	6,9
Vykázaný čistý zisk (%)	-65,6	-237,4	813,6	27,5	-4,4	42,1	-2,9	10,9
<b>FINANCOVÁNÍ</b>								
Čistý dluh / EBITDA (x)	6,9	5,2	2,7	2,2	1,7	1,3	0,8	0,4
Čistý dluh / vlastní kapitál (x)	1,8	3,7	1,2	1,0	0,7	0,5	0,3	0,1
Aktiva / vlastní kapitál (x)	3,9	6,4	3,2	3,0	2,6	2,4	2,2	2,0
Úrokové krytí (x)	2,7	1,8	3,2	4,5	5,7	6,4	6,2	6,4

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

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

**Ekonomové**  
**Viktor Zeisel**  
 (420) 222 008 523  
 viktor\_zeisel@kb.cz

**Monika Junicke**  
 (420) 222 008 509  
 monika\_junicke@kb.cz

**Jana Steckerová**  
 (420) 222 008 524  
 jana\_steckerova@kb.cz

**František Táborský**  
 (420) 222 008 598  
 frantisek\_taborsky@kb.cz

**Akčioví analytici**  
**Miroslav Frayer**  
 (420) 222 008 567  
 miroslav\_frayer@kb.cz

**Jiří Kostka**  
 (420) 222 008 560  
 jiri\_kostka@kb.cz

**Michal Brožka**  
 (420) 222 008 569  
 michal\_brozka@kb.cz

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

**Hlavní ekonom Rosbank**  
**Evgeny Koshelev**  
 (7) 495 725 5637  
 evgeny.koshelev@rosbank.ru

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

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

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

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

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

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

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

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

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

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

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

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

**Jean-David Cirotteau**  
 (33) 1 4213 7252  
 jean-david.cirotteau@sgcib.com

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

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

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

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

**Vedoucí strategie pro měnové kurzy**  
**Kit Juckes**  
 (44) 20 7676 7972  
 kit.juckes@sgcib.com

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

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

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

**Phoenix Kalen**  
 (44) 20 7676 7305  
 phoenix.kalen@sgcib.com

**Kiyong Seong**  
 (852) 2166 4658  
 kiyong.seong@sgcib.com

**Marek Drímal**  
 (44) 20 7550 2395  
 marek.drimal@sgcib.com

## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a 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 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 dozoru 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>



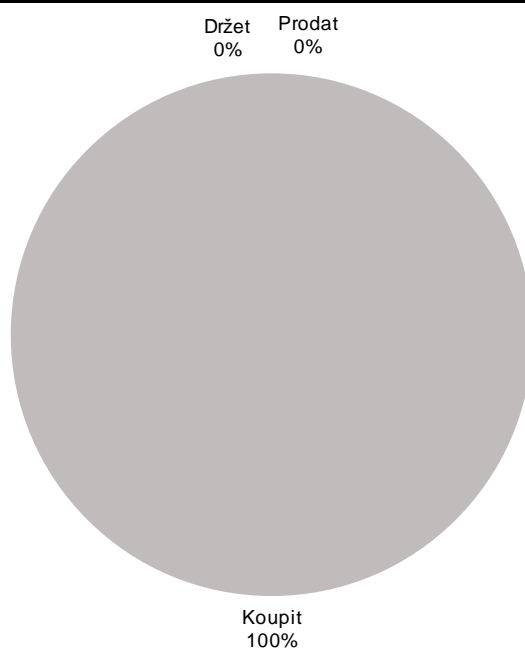
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 odrazilo vývoj společnosti nebo sektoru.

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

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

#### Investiční doporučení akciového výzkumu KB



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Doporučení KB Equity Research pro 12měsíční horizont

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

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

**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 mezichase může dojít k cenovým pohybům či jiným situacím na trzích, které mohou implikovat jiné doporučení. Takové mezitímní odchylky od původního doporučení jsou možné, ale jsou předmětem revize KB Equity Research.

**Přehled doporučení vydaných KB a vztahy s jednotlivými emitenty**

	Avast	CME	ČEZ	Fortuna	Kofola	MONETA Money Bank	O2 CR	PFNon-wovens	Philip Morris CR	Vienna Insurance
<b>Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů</b>										
Doporučení	koupit	koupit	koupit	konec	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	GBp 466	USD 5,2	CZK 717	pokrývání	CZK 482	CZK 97	CZK 298	CZK 924	CZK 18308	EUR 27
Datum	30.8.2019	28.3.2019	10.6.2019	9.5.2018	4.7.2019	7.3.2019	12.12.2018	1.4.2019	3.12.2018	11.9.2018
Cena v den publikace	GBp 380	USD 3,8	CZK 536	CZK 206	CZK 291	CZK 79,9	CZK 239	CZK 782	CZK 14800	EUR 23,2
Investiční horizont	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců
Autor	J. Kostka	J. Kostka	M. Frayer	J. Kostka	J. Kostka	M. Frayer	M. Frayer	M. Frayer	J. Kostka	M. Frayer
<b>Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)</b>										
Doporučení	v revizi	koupit	koupit	prodat	koupit	koupit	držet	držet	koupit	koupit
Cílová cena	v revizi	USD 5	CZK 620	CZK 198	CZK 484	CZK 93	CZK 270	CZK 924	CZK 17546	EUR 26
Datum	14.8.2019	27.7.2017	11.6.2018	4.1.2018	26.9.2018	6.3.2018	18.9.2017	26.10.2018	22.8.2017	3.3.2017
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	držet	v revizi	držet		
Cílová cena	GBp 342	USD 4,2	CZK 542	CZK 198		CZK 90	CZK 267		CZK 13500	
Datum	15.6.2018	27.4.2017	20.9.2017	30.11.2017		17.8.2017	31.1.2017	17.5.2018	25.5.2017	
Doporučení		koupit		v revizi		koupit	koupit	prodat	koupit	
Cílová cena		USD 3,7		v revizi		CZK 95	CZK 267	CZK 876	CZK 13500	
Datum		10.3.2017		9.11.2017		9.6.2017	9.12.2016	13.9.2017	13.6.2016	
Doporučení				držet			držet	prodat		
Cílová cena				CZK 128			CZK 260	CZK 876		
Datum				12.6.2017			22.3.2016	13.9.2017		
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF DDM ERM	DFCF DDM	DFCF	DDM	DDM ERM
Četnost doporučení	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne*	ne	ne	ne	ne
<b>Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty</b>										
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem	Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny.									
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Pozn.: DFCF – Model diskontovaného volného cash flow, DDM – Dividendový diskontní model, ERM – Excess return model

\* Autor investičního doporučení vlastní 635 ks akcií emitenta Moneta Money Bank. Autor není oprávněn nabývat další akcie žádného emitenta zde uvedeného.

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Do uvedeného přehledu nezahrnujeme naše jednorázová krátkodobá doporučení založená na analýzách Sociétés Générale.