

Philip Morris ČR

Ponecháváme doporučení *Koupit*, zvyšujeme cílovou cenu

Koupit

Cena 03.12.18	14800 CZK
12m cíl	18308 CZK
Pot. růst ceny	23,7 %
Dividenda	1130 CZK
Celkový výnos	31,3 %

Sektorové doporučení

Neutrální

Typ investice

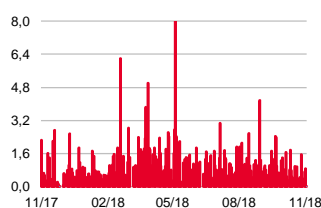
Vysoký dividendový výnos

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Zvyšujeme cílovou cenu pro akcie PMČR na 18 308 CZK a ponecháváme tak naše doporučení *Koupit*. Hlavním důvodem je **prodej nové bezdýmné technologie IQOS a náplní HEETS**, které se svými charakteristikami ziskovosti zcela liší od klasických cigaret. Výrazně nižší míra zdanění těchto produktů, či dokonce prozatímní absence spotřební daně na HEETS v České republice z nich dělá značně výnosnější prodejní artikl. To vše vede k růstu ziskovosti PMČR i přes pokles celkového trhu cigaret. Klesající trend ve spotřebě cigaret se dá očekávat i díky aktivitám OECD na omezování spotřeby tabákových výrobků či růstu cen cigaret kvůli zvyšování spotřební daně.

Očekávaný vývoj v letošním roce: V letošním roce by se měl projevit silný nárůst prodeje IQOS a HEETS na českém i slovenském trhu. Fáze zavádění nového výrobku je často velmi výrazná a tyto bezdýmné produkty nejsou výjimkou. Současně budou však také vyšší marketingové náklady na podporu prodeje nové technologie. Z letošního zisku odhadujeme dividendu ve výši 1 130 CZK na akcii, což při současné tržní ceně představuje dividendový výnos přes 7 %.

Ocenění společnosti: Pro ocenění společnosti jsme použili **model diskontovaných dividend**, kde jsme diskontovali očekávané dividendy let 2018-27 (vyplacené 2019-28). Získanou fair value (vnitřní hodnotu) 19 272 CZK/akcii jsme upravili o nižší atraktivitu společnosti a spekulativní potenciál. Výsledná cílová cena je ve výši 18 308 CZK/akcii a je tak 23,7 % nad aktuální tržní cenou, což představuje potenciální celkový výnos včetně dividendy ve výši 31,3 %. Při sektorovém srovnání je hodnota akcií PMČR z dlouhodobého hlediska **nadhodnocena**, když ukazatele EV/EBITDA a P/E jsou pro rok 2019 ve výši 11,9, respektive 14,5. Naproti tomu jejich hodnota pro srovnatelné společnosti v sektoru činí 10,4, respektive 12,9. PMČR nabízí nadprůměrný dividendový výnos v porovnání s obdobnými firmami v oboru.

Očekávané události: Výsledky za rok 2018 by společnost měla zveřejnit v průběhu března 2019.

Data o akciích	Finanční data	2017	2018e	2019f	2020f	Poměrové ukazatele	2017	2018e	2019f	2020f
RIC TABKsp.PR Bloom TABAK CP	Výnosy (mld. CZK)	12,2	13,2	13,1	13,5	P/E (cílová cena, x)	11,7	13,8	14,5	13,8
52týdenní rozmezí	EBIT marže (%)	35,6	34,7	33,3	33,7	Price / cash flow	8,0	4,3	6,0	5,2
Tržní kap. (mld. CZK)	Čistý zisk (mld. CZK)	3,5	3,6	3,5	3,6	Dividendový výnos (%)	7,3	6,2	6,2	6,5
Tržní kap. (mil. EUR)	Zisk na akcii (CZK)	1269	1326	1266	1325	Price / book value (x)	4,6	5,4	5,2	5,0
Volně obchod. (%)	Dividenda na akcii (CZK)	1080	1130	1140	1190	EV/výnosy (x)	3,9	4,5	4,5	4,4
Výkon (%)	Výplatní poměr (%)	85,1	85,2	90,0	89,8	EV/EBITDA (x)	9,7	11,4	11,9	11,5
Akcie	Úrokové krytí (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	Cena / provozní CF	15,9	9,6	12,7	11,3
1m	Čistý dluh/VK (%)	-81,7	-92,1	-89,9	-91,3	ROE (%)	22,4	22,3	20,4	20,8
3m										
12m										
Relativně k PX										
0,0										
-0,7										
-8,8										

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/PMCR_1H18res

http://bit.ly/PMCR_82017

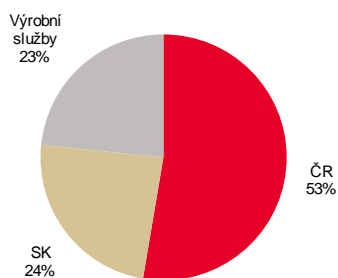
Obsah

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	9
Hlavní rizika	11

Základní přehled o společnosti

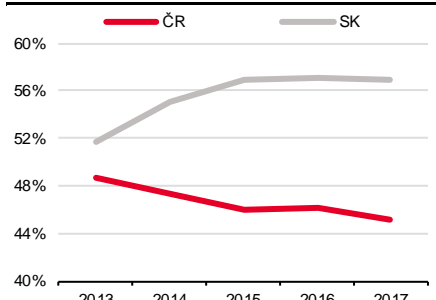
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> Leader na trhu tradičních tabákových výrobků v České republice a na Slovensku Leader na trhu bezdýmných tabákových výrobků v České republice a na Slovensku Koncentrace výroby cigaret v Kutné Hoře pro evropský trh Nulová zadluženost Atraktivní dividendová politika 	<ul style="list-style-type: none"> Úzce profilovaná produktová základna Závislost v oblasti bezdýmných tabákových výrobků na mateřské společnosti Vysoká míra zdanění produktů Silná regulace odvětví Klesající tržní podíl PMČR v České republice
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> Rozvoj a udržení si vedoucího postavení na trhu bezdýmných tabákových výrobků Opatření proti nelegálním dovozům a prodejem tabákových výrobků Oficiální uznání na globální úrovni výrazně nižší škodlivosti bezdýmných tabákových výrobků pro lidské zdraví 	<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 vstupní ceny tabáku Zpřísnění regulace kouření a tabákových výrobků Snížení dividendového výplatního poměru Konkurenční produkty v oblasti bezdýmné technologie od British American Tobacco

Tržby podle segmentů (2017)



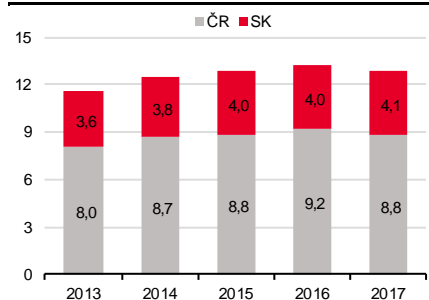
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PMČR

Tržní podíly cigaret



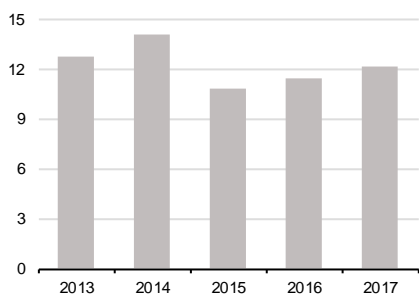
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PMČR

Odbyt podle segmentů (mld. Kč)



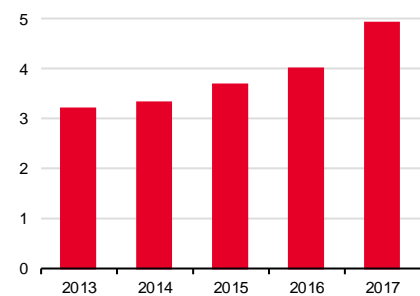
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PMČR

Historický vývoj tržeb (mld. CZK)



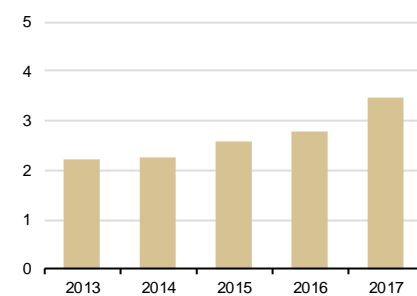
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PMČR

Historický vývoj EBITDA (mld. CZK)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PMČR

Historický vývoj čistého zisku (mld. CZK)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PMČR

Hospodaření společnosti a jeho výhledy

V této kapitole se podíváme na nejaktuálnější zveřejněné výsledky hospodaření za první polovinu roku 2018 včetně očekávání pro zbytek roku. Následně představíme výhled na příštích deset let.

Zhodnocení aktuálních výsledků hospodaření

Výsledky hospodaření PMČR za první polovinu roku 2018

mld. CZK	H1 17	H1 18	změna
Tržby	5,78	6,42	11,2 %
Hrubý zisk	3,00	3,65	21,5 %
Provozní zisk	2,01	2,17	7,8 %
Čistý zisk	1,64	1,75	6,2 %

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PMČR

Výsledky společnosti Philip Morris ČR za první polovinu roku překonaly očekávání trhu i naše předpoklady. Konsolidované tržby bez spotřební daně a DPH meziročně vzrostly o 11,2 % na 6,42 mld. CZK. Při vyloučení vlivu měnového kurzu se konsolidované tržby zvýšily o 12,6 %. Provozní a čistý zisk posílil o 7,8, respektive 6,2 % a dosáhl 2,17, respektive 1,75 mld. CZK.

Mezi hlavní trendy, které ovlivňovaly hospodářské výsledky v první polovině roku, se řadí především úspěšné pokračování při zavádění nové produktové řady bezdýmných tabákových výrobků. Jedná se o zařízení IQOS a náplně HEETS. Dle pololetní výroční zprávy společnosti Philip Morris ČR představoval tržní podíl této produktové řady ve druhém čtvrtletí roku 2018 v České republice 3,5 % a na Slovensku 3,7 % (v obou zemích se jedná o měření tržního podílu v devíti vybraných městech – dá se tedy předpokládat, že výsledný reálný tržní podíl bude nižší). V Česku se začaly tyto produkty prodávat od července 2017 a na Slovensku od srpna 2017. K 11,2% růstu konsolidovaných tržeb významně přispěl příznivý vývoj cen cigaret v České republice a na Slovensku odrážející zvýšení prodejních cen společnostmi Philip Morris ČR a.s. a Philip Morris Slovakia s.r.o. Růst cen dokázal vykompenzovat meziroční snížení objemu prodaných cigaret v České republice o 2,5 % na 9,8 mld. kusů. Na slovenském trhu klesl objem prodaných cigaret o 0,2 % na 3,5 mld. kusů. Ziskovost meziročně posílila, avšak mírně nižším tempem než tržby samotné. To je dáno především zvýšenými marketingovými náklady na podporu prodeje bezdýmných produktů IQOS.

Předpověď výsledků pro letošní rok

Výsledky hospodaření PMČR za první polovinu roku 2018

mld. CZK	2017	2018e	změna
Tržby	12,20	13,15	7,8 %
Hrubý zisk	6,11	7,15	17,1 %
Provozní zisk	4,34	4,56	5,1 %
Čistý zisk	3,48	3,64	4,5 %

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PMČR

Rok 2018 by měl ukázat na pokračování nastoleného nového trendu z minulého roku, kdy Philip Morris ČR vstoupil na oba své geografické trhy s novým produktem IQOS. Jeho prodeje včetně náplní HEETS se silně projevují do hospodářských výsledků společnosti. Vzhledem k tomu, že nové produkty přinášejí vyšší marži než klasické tabákové výrobky, tak můžeme očekávat silnější růst hrubého zisku. Současně však probíhá zvýšená marketingová aktivita na podporu prodeje bezdýmných produktů IQOS a náplní HEETS. To je hlavní důvod nižšího růstu provozní a čisté ziskovosti oproti té hrubé. Vzhledem k tomu, že společnost Philip Morris ČR nevyplatila obvyklý 100% podíl ze zisku roku 2017, ale pouze 85% podíl, tak nastává nejistota pro hodnotu výplatního poměru v příštích letech. Nicméně pro dividendu za

rok 2018 předpokládáme výplatní poměr na úrovni toho loňského, tedy 85 %. **To představuje hrubou dividendu ve výši 1 130 CZK na akcii.**

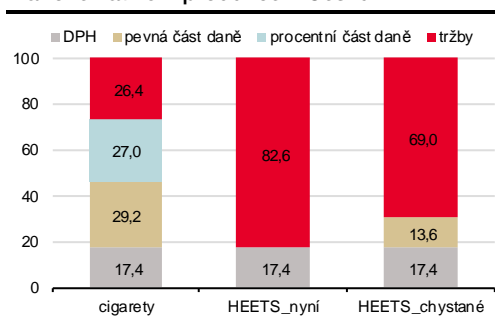
Dlouhodobý výhled

PMČR uvádí tržní podíly IQOS pouze na základě měření v devíti vybraných městech v Česku a na Slovensku.

Ve druhé polovině roku 2017 nastala zásadní změna v modelu fungování společnosti Philip Morris ČR, a to zahájení distribuce bezdýmých tabákových výrobků IQOS a náplní HEETS. PMČR se prozatím příliš detailně nevyjádřila k ziskovosti a celému distribučnímu modelu nové produktové řady. Ve výročních zprávách za rok 2017 a první polovinu roku 2018 byly uvedeny odhadované tržní podíly v Česku a na Slovensku. V obou zemích se jedná o tržní podíly měřené v devíti vybraných městech. Ty činily ve čtvrtém čtvrtletí 2017 1,8 % v Česku a 1,6 % na Slovensku. Stav ve druhém kvartále 2018 byl 3,5% podíl v Česku a 3,7% na Slovensku. Philip Morris ČR uvedla, že ke konci druhého čtvrtletí je v Česku 130 000 kuřáků a na Slovensku 70 000 kuřáků IQOS. Bohužel PMČR neuvádí, o jaký typ kuřáků se jedná (zda vykouří jednu krabičku denně, nebo pouze jednu náplň HEETS denně), či pouze kusy prodaných zařízení IQOS. Současně také tržní podíly měřené v devíti vybraných městech mohou být odlišné od celorepublikových reálných podílů.

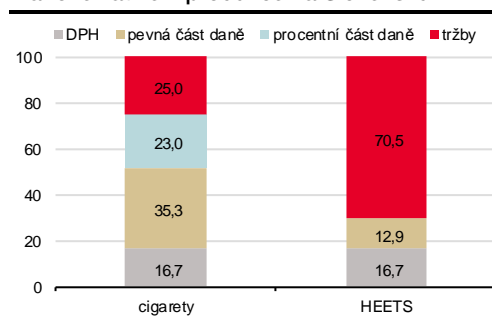
Pro srovnání jsme použili informace o tržních podílech IQOS na ostatních světových trzích¹, kde tyto produkty nabízí mateřská společnost Philip Morris International. Je nutné podotknout, že v asijském regionu, který je nejsilnějším v užívání bezdýmých tabákových výrobků, je IQOS v nabídce již od konce roku 2014. Ke konci druhého kvartálu 2018 činil tržní podíl IQOS a HEETS v Japonsku 15,5 %, Jižní Koreji 8,0 %, EU 1,0 % a v Rusku 0,8 %. **V našem upraveném modelu předpokládáme, že za celý rok 2018 se zvýší tržní podíl IQOS v Česku a na Slovensku na 2 % z 0,3 % v roce 2017.** Poté již očekáváme konzervativnější tempo růstu k tržnímu podílu 5 % v roce 2027. I tyto relativně nízké růsty tržního podílu mají však značný dopad do hospodaření společnosti.

Daňové zatížení produkce v Česku



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Daňové zatížení produkce na Slovensku



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

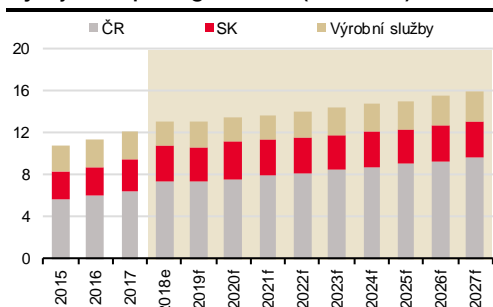
HEETS jsou přibližně trojnásobně výnosnější než běžné cigarety, a to hlavně díky výrazně nižší míře zdanění.

Grafy výše znázorňují rozdíly ve výši zdanění běžných cigaret a nové bezdýmé technologie za podmínek platných v letošním roce. Pro srovnání uvažujeme, že balení cigaret je ve stejné hodnotě jako balení HEETS, tedy 100 CZK v případě České republiky a 3,5 EUR v případě Slovenska. Pokud by došlo ke změně prodejní ceny krabiček, měnila by se pouze pevná část spotřební daně jak u cigaret tak HEETS. Oba produkty mají společnou pouze daň z přidané hodnoty, která je 21 % v Česku a 20 % na Slovensku. U cigaret se spotřební daň dělí na dvě složky, a to pevnou a procentní část. Procentní část představuje 27 % z prodejní ceny v České republice a 23 % na Slovensku. Pevná část se počítá jako 1,46 CZK za jednu cigaretu vynásobená 20 ks cigaret v krabičce v případě České republiky. Na Slovensku je daň z jedné cigarety ve výši 0,0618 EUR. **Z toho vyplývá, že celkové daňové zatížení jednoho balení**

¹ Zdrojem je publikace Philip Morris International – Investor Information Book, publikovaná v říjnu 2018

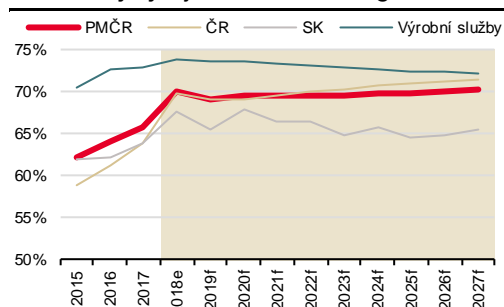
cigaret je 73,6 % v Česku a 75 % na Slovensku. Co se týká produktů HEETS, tak ty v roce 2018 v České republice nepodléhají spotřební dani, tak jako tomu je od samotného zahájení prodeje na Slovensku. Podle aktuálních informací by vláda neměla stihnout schválit zdanění bezdýmnné tabákové technologie s platností od počátku roku 2019, ale až v jeho průběhu. Navíc spotřební daň z HEETS se bude počítat podle váhy tabáku, čili jako v případě baleného tabáku. Tato daň je ve výši 2 236 CZK za kilogram v Česku a 73,9 EUR za kilogram na Slovensku. Hmotnost tabáku v jedné tyčince HEETS je 0,305 g. **Z toho vyplývá, že celkové daňové zatížení jednoho balení HEETS je na Slovensku 29,5 %, zatímco v Česku to je aktuálně pouze 17,4 % s tím, že po zavedení spotřební daně se souhrnná sazba zvýší na 31 %.** V průměru tedy je aktuálně prodej HEETS přibližně trojnásobně výnosnější než samotný prodej cigaret.

Vývoj tržeb po segmentech (mld. CZK)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PMČR

Očekávaný vývoj hrubé marže v segmentech



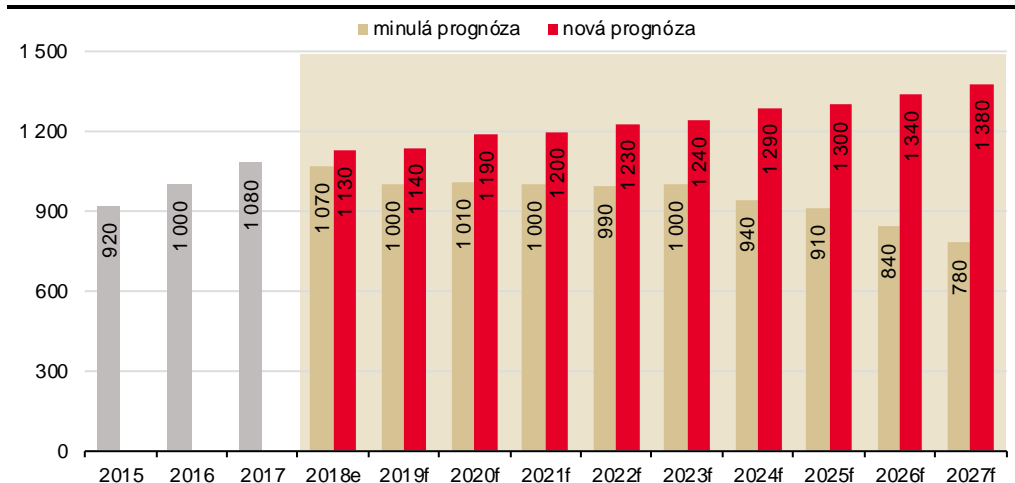
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PMČR

Díky očekávanému růstu prodeje HEETS v příštích letech a jejich výrazně vyšší výnosnosti předpokládáme růst celkových tržeb společnosti Philip Morris ČR z 12,2 mld. CZK v roce 2017 až k úrovni téměř 16 mld. CZK v roce 2027. Dle vyjádření PMI by náklady na výrobu HEETS měly být srovnatelné s těmi na cigarety. Firma nezveřejnila detailnější informace k samotnému distribučnímu modelu, za jakých podmínek nakupuje HEETS od své mateřské společnosti a tedy, jaká část marže zůstává pro PMČR. Předpokládáme, že Philip Morris International distribuuje tyto produkty s relativně nízkou marží, aby podpořil zainteresovanost distribučních společností jako je právě PMČR. To vedlo k růstu hrubé marže v roce 2017 a jejímu dalšímu předpokládanému zvýšení v letošním roce s následným relativním ustálením souhrnné hrubé marže za celou společnost na úrovni kolem 70 %.

Hlavními riziky pro budoucí vývoj hospodaření PMČR jsou výše zdanění HEETS a případná úprava výrobní marže pro produkty HEETS mateřskou společností PMI.

Velmi důležitou otázkou pro celý budoucí vývoj hospodaření společnosti PMČR je, jak Česká republika a Slovensko budou v nadcházejících letech přistupovat k výši zdanění HEETS. Zda zůstane výrazně nižší než u běžných cigaret po celou dobu, či dojde postupně k vyrovnání obou daňových zatížení na totožnou úroveň. Stejně tak je zásadní, zda-li Philip Morris International nezvýší svou výrobní marži na těchto produktech v příštích letech, až pomine období uvádění na trh. Prozatím PMI nechává dle našich předpokladů značnou část marže pro PMČR, aby mimo jiné mohla marketingově podporovat uvádění na trh.

Očekávaná výše dividendy na akcii (CZK)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PMČR

Philip Morris ČR do roku 2016 vyplácela 100 % čistého zisku z daného roku. Změna nastala letos, kdy firma vyplatila pouze 85 % čistého zisku z roku 2017. **Vzhledem k odhadovanému nárůstu ziskovosti upravujeme očekávanou výši dividendy z letošního roku na 1 130 CZK na akcii.** Očekávaný dividendový výnos by měl vzhledem k současné ceně akcie činit více než 7 %. Rostoucí podíl produktů HEETS v portfoliu PMČR přinese zvýšení dividendy oproti naší poslední analýze i v následujících letech. V dlouhodobém horizontu by se tak měl dividendový výnos vzhledem k naší cílové ceně pohybovat mezi 6,2 až 7,5 %.

Sektorové srovnání

Tabákový výrobce Philip Morris ČR nemá žádnou srovnatelnou konkurenci v České republice či Slovensku, která by byla obchodovaná na burze. Avšak aktivně na těchto trzích působí významní konkurenti jako British American Tobacco a Japan Tobacco International. Z toho důvodu jsme vybrali společnosti s podobným zaměřením, které prodávají své produkty ať už v České republice či jiných evropských a světových zemích a jsou obchodované na akciových burzách v zemích svého sídla.

Při srovnání společnosti Philip Morris ČR s obdobnými společnostmi z oboru jde vidět, že především v rámci ukazatele P/E dosahuje PMČR nižších hodnot, než je tomu u konkurence. P/E dosáhne dle našeho modelu v roce 2019 maximální hodnoty 14,5. V následujících letech se postupně mírně sníží až k hodnotě 12,0 v roce 2027. Slabší v aktuálním období je i ukazatel EV/EBITDA, avšak tento poměr se v budoucích letech také mění. Na druhé straně u ostatních ukazatelů jako EV/Sales či P/Sales představuje srovnání s konkurenčními firmami prémii v ocenění. Společnost Philip Morris ČR nabízí mírně nadprůměrný dividendový výnos v porovnání s obdobnými firmami. Hlavní konkurent British American Tobacco má téměř totožný dividendový výnos ve výši 7,1 % jako PMČR se svými 7,3 %. **Výsledkem sektorového srovnání je, že ocenění Philip Morris ČR podle poměrových ukazatelů je spíše nadhodnocené ve srovnání s jejími konkurenty.**

Philip Morris ČR vs. srovnatelné společnosti

	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales		P/Sales		ROE	Div. %
	akt.	2018	2019	akt.	2018	2019	2018	2019	akt.	2018	akt.	akt.
Philip Morris ČR	11,7	13,8	14,5	9,7	11,4	11,9	4,5	4,5	3,3	3,8	40,7	7,3
British American Tobacco PLC	1,6	9,4	8,8	11,7	9,9	9,3	4,5	4,3	2,6	2,6	108,3	7,1
Japan Tobacco Inc	12,9	13,3	12,5	8,9	9,1	8,5	2,9	2,8	2,3	2,5	14,7	5,3
Altria Group Inc	14,2	14,0	12,9	12,0	11,7	11,2	5,9	5,9	5,4	5,3	77,2	5,7
Imperial Brands PLC	16,6	8,6	8,3	9,4	8,6	8,1	3,8	3,7	1,5	2,5	23,9	7,9
Swedish Match AB	17,7	17,6	15,8	14,0	14,5	13,4	5,8	5,4	4,6	4,6	n/a	2,6
Gudang Garam Tbk PT	19,5	19,0	16,8	11,9	11,7	10,4	1,8	1,6	1,7	n/a	19,6	3,2
Philip Morris International In	16,3	17,3	16,4	12,6	13,2	12,6	5,5	5,4	4,4	4,5	n/a	5,2
Medián trhu	16,3	14,0	12,9	11,9	11,7	10,4	4,5	4,3	2,6	3,6	23,9	5,3
<i>Philip Morris ČR vs. medián</i>	<i>-28,7%</i>	<i>-1,3%</i>	<i>11,7%</i>	<i>-18,6%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>14,9%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>4,8%</i>	<i>30,1%</i>	<i>7,5%</i>	<i>70,4%</i>	<i>37,5%</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 2027. **Odhadované dividendy jsme diskontovali ke konci listopadu 2018 při použití ceny kapitálu 6,7 % 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 prémii 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 dalšího snížení dividendového výplatního poměru. Tyto faktory budou podle našeho názoru částečně kompenzovány případným růstem cen a rozvojem trhu výrobků se zahříváním tabákem – IQOS.

Na základě našeho modelu odhadujeme **fair value akcií společnosti na 19 272 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 Générale² 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 můžou na ocenění firmy nepříznivě působit potenciální změny v regulaci tabákových výrobků, vyšší míra zdanění či nenaplnění očekávání společnosti od nově vzniklého trhu bezdýmných tabákových výrobků.
- **Spekulativní potenciál (-2 %):** Tento parametr hodnotíme na -2 %. Vzhledem k tomu, že ocenění společnosti vůči srovnatelným firmám je podhodnoceno především u ukazatele P/E, zatímco u zbylých násobků jako EV/EBITDA, EV/Sales či P/Sales se nachází nad úrovní konkurentů, považujeme ocenění PMČR za mírně nadhodnocené.

Cílová cena je 5 % pod fair value.

Za pomoci výše uvedených parametrů jsme stanovili **cílovou cenu pro akcie PMČR na 18 308 CZK** (fair value mínus 5 %).

² Zdrojem je publikace Société Générale – The Big Picture: Outlook 2019 – Still here, publikovaná 21. listopadu 2018 v 17:33 CET

Parametry ocenění akcií společnosti Philip Morris ČR

mld. CZK	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Naklady na vlastní kapitál	5,7 %	5,9 %	5,5 %	6,2 %	6,7 %	7,2 %	7,4 %	7,5 %	7,6 %	7,7 %
Beta	0,511	0,511	0,511	0,511	0,511	0,511	0,511	0,511	0,511	0,511
Bezriziková úroková míra	1,8 %	1,9 %	1,6 %	2,3 %	2,8 %	3,3 %	3,5 %	3,6 %	3,7 %	3,8 %
Akciová riziková přírážka	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %
Riziková prémie země	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %
DDM (CZK)										
Dividenda - hrubá	1 130	1 140	1 190	1 200	1 230	1 240	1 290	1 300	1 340	1 380
Diskontní faktor	0,995	0,940	0,891	0,839	0,786	0,733	0,683	0,635	0,591	0,549
Dividenda - diskontovaná	1 125	1 072	1 060	1 007	967	909	881	826	792	757
Současná hodnota dividend do roku 2027	9 395									
Současná hodnota dividend po roce 2027	9 876									
Dlouhodobá míra růstu	0,0 %									
Fair value na akcii (CZK)	19 272									
Sektorová atraktivita	0,0 %									
Atraktivita společnosti	-3,0 %									
Spekulativní potenciál	-2,0 %									
Cílová cena na akcii (CZK)	18 308									

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

Cílová cena					
Vážené náklady kapitálu / míra růstu	-1,0 %	-0,5 %	0,0 %	0,5 %	1,0 %
-100 bb	19 409	20 170	21 045	22 061	23 257
-50 bb	18 205	18 848	19 580	20 422	21 400
6,7 % / 7,7 % *	17 142	17 690	18 308	19 013	19 824
+ 50 bb	16 197	16 667	17 193	17 789	18 468
+ 100 bb	15 352	15 757	16 209	16 716	17 290

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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. Úprava legislativy z roku 2017 zpřísňující podmínky kouření dokumentuje vysokou relevanci regulatorního rizika pro celý sektor. V našich modelech jsme zohlednili vliv nového omezení kouření. Další zpřísňování regulace představuje riziko pro cenu akcií.
- **Regulace marketingu:** Na evropské úrovni se objevují iniciativy směřující ke zpřísnění až znemožnění aktivního marketingu výrobců cigaret. Zavedení takových opatření by mohlo ohrozit celkovou poptávku po produktech společnosti i dosahované marže.
- **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 budoucí rozhodnutí majoritního akcionáře se 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. Japan Imperial Tobacco také chystá vstup na oba tyto trhy se svým produktem ploom.
- **Změna dividendové politiky:** PMČR dlouhodobě vyplácel celý zisk svým akcionářům. Avšak dividenda za rok 2017 představovala pouze 85 % zisku. Další snížení výplatního poměru by měla negativní dopad na cenu akcií.

Naopak pozitivní vliv na naše ocenění mohou mít:

- **Mírnější zvýšení spotřební daně:** Spotřební daň z cigaret musí v ČR od roku 2015 dosahovat minimální úrovně 90 EUR na 1 000 ks, aby vyhovovala evropským směrnicím. Výraznější posílení koruny by mohlo zmírnit korunové daňové zatížení. To by se promítlo pozitivně do výsledků hospodaření Philip Morris ČR.
- **Opatření proti nelegálním dovozům:** Zásah státních orgánů proti nelegálním dovozcům by mohl zvýšit poptávku po výrobcích společnosti.
- **Alternativní kuřácké technologie:** Společnost Philip Morris celosvětově výrazně investuje do vývoje nových platforem jako je například zařízení IQOS (více zde http://bit.ly/PMCR_IQOS), 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	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f	2027f
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT															
Tržby	12,8	14,0	10,9	11,5	12,2	13,2	13,1	13,5	13,7	14,1	14,3	14,8	15,1	15,5	15,9
Náklady na prodané výrobky a zboží	-8,1	-9,3	-5,7	-6,0	-6,1	-6,0	-6,1	-6,3	-6,4	-6,5	-6,7	-6,8	-7,0	-7,1	-7,2
Hrubý zisk	4,7	4,8	5,1	5,4	6,1	7,2	6,9	7,3	7,4	7,6	7,7	8,0	8,1	8,4	8,7
Provozní náklady	-1,9	-2,0	-1,9	-2,0	-1,8	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4
EBIT	2,8	2,8	3,2	3,5	4,3	4,6	4,4	4,6	4,6	4,7	4,7	4,9	5,0	5,1	5,3
Depreciace a amortizace	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
EBITDA	3,2	3,4	3,7	4,0	4,9	5,2	5,0	5,2	5,2	5,3	5,4	5,6	5,6	5,8	5,9
Daň z příjmu	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1
Zisk po zdanění	2,2	2,3	2,6	2,8	3,5	3,6	3,5	3,6	3,7	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2
ROZVAHA															
Celková aktiva	22,0	12,5	15,1	15,6	15,6	17,1	17,1	17,8	18,2	18,8	19,2	19,9	20,4	21,1	21,8
Dlouhodobá aktiva	3,2	3,2	3,9	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,7	4,7	4,8	4,8	4,9
Budovy, stroje a zařízení	3,1	3,2	3,8	4,3	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,6	4,6	4,7	4,7
Oběžná aktiva	18,8	9,2	11,1	11,2	11,1	12,6	12,6	13,3	13,6	14,2	14,5	15,2	15,6	16,3	16,9
Zásoby	2,1	0,3	0,4	0,3	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Pohledávky z obchodního styku	1,5	2,7	0,4	0,4	0,8	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Peněžní prostředky a ekvivalenty	5,2	4,5	7,5	8,2	7,3	8,6	8,7	9,2	9,5	10,0	10,3	10,8	11,2	11,7	12,3
Vlastní kapitál	8,0	7,8	8,0	8,2	8,9	9,3	9,7	10,1	10,4	10,7	11,1	11,5	11,9	12,3	12,8
Dlouhodobé závazky	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Krátkodobé závazky	13,9	4,5	6,9	7,2	6,4	7,6	7,2	7,6	7,6	7,9	7,9	8,2	8,3	8,5	8,8
Čistý dluh(-)/hotovost(+)	5,2	4,5	7,5	8,1	7,3	8,6	8,7	9,2	9,5	10,0	10,2	10,8	11,2	11,7	12,3
VÝKAZ CASH FLOW															
Zisk před zdaněním	2,8	2,8	3,2	3,5	4,3	4,6	4,4	4,6	4,6	4,7	4,7	4,9	5,0	5,1	5,3
Odpisy	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
Změna pracovního kapitálu	0,4	-0,5	3,2	0,9	-1,6	1,0	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Ostatní peněžní toky z provozu	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
Cash flow z provozní aktivity	3,1	2,3	6,4	4,3	2,6	5,2	4,0	4,4	4,4	4,6	4,5	4,8	4,7	4,9	5,0
Cash flow z investiční aktivity	-0,7	-0,6	-1,0	-1,2	-0,6	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Placené dividendy	-2,5	-2,4	-2,4	-2,5	-2,7	-3,0	-3,1	-3,1	-3,3	-3,3	-3,4	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7
Cash flow z finanční aktivity	-2,5	-2,4	-2,4	-2,5	-2,7	-3,0	-3,1	-3,1	-3,3	-3,3	-3,4	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7
Změna hotovosti	0,0	-0,7	3,0	0,6	-0,8	1,4	0,1	0,5	0,3	0,5	0,3	0,6	0,4	0,5	0,6

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční údaje Philip Morris ČR

mld. CZK	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f	2027f
OCENĚNÍ															
P/E (x)	13,6	12,8	11,9	12,6	11,7	13,8	14,5	13,8	13,8	13,4	13,3	12,8	12,7	12,3	11,9
Price/cash flow (x)	9,7	12,6	4,8	8,0	15,9	9,6	12,7	11,3	11,5	10,9	11,2	10,5	10,6	10,3	10,0
Price/free cash flow (x)	4,5	6,1	2,1	4,1	8,0	4,3	6,0	5,2	5,3	5,0	5,1	4,8	4,8	4,6	4,4
Price/book value (x)	3,8	3,7	3,8	4,3	4,6	5,4	5,2	5,0	4,9	4,7	4,5	4,4	4,2	4,1	3,9
EV/výnosy (x)	2,8	2,4	3,5	3,8	3,9	4,5	4,5	4,4	4,3	4,3	4,2	4,1	4,1	4,0	3,9
EV/EBITDA (x)	11,0	9,9	10,3	10,7	9,7	11,4	11,9	11,5	11,5	11,3	11,3	11,0	11,0	10,8	10,6
ÚDAJE NA AKCII (CZK)															
EPS	811	821	936	1 008	1 269	1 326	1 266	1 325	1 331	1 370	1 376	1 432	1 442	1 486	1 532
Provozní cash flow	1 139	834	2 335	1 578	933	1 902	1 445	1 618	1 585	1 678	1 631	1 739	1 722	1 783	1 835
Vlastní kapitál (Book value)	2 903	2 845	2 898	2 985	3 249	3 403	3 527	3 665	3 775	3 915	4 030	4 197	4 327	4 494	4 671
Gross dividend	880	880	920	1 000	1 080	1 130	1 140	1 190	1 200	1 230	1 240	1 290	1 300	1 340	1 380
Dividendový výnos, brutto (%)	8,0	8,4	8,3	7,9	7,3	6,2	6,2	6,5	6,6	6,7	6,8	7,0	7,1	7,3	7,5
ZISKOVOST															
ROA (%)	10,1	13,1	18,7	18,1	22,4	22,3	20,4	20,8	20,3	20,4	19,9	20,1	19,6	19,7	19,6
ROE (%)	27,9	28,6	32,6	34,3	40,7	39,9	36,5	36,8	35,8	35,6	34,6	34,8	33,8	33,7	33,4
MARŽE															
Hrubá marže (%)	36,6	34,0	47,2	47,6	50,1	54,4	53,1	53,7	53,5	53,8	53,5	54,0	53,9	54,2	54,5
EBITDA marže (%)	25,3	24,0	34,0	35,1	40,5	39,3	37,9	38,2	37,8	37,8	37,4	37,6	37,2	37,2	37,2
Provozní marže (%)	21,8	20,1	29,5	30,3	35,6	34,7	33,3	33,7	33,3	33,4	33,0	33,2	32,9	33,0	33,1
Čistá marže (%)	17,4	16,1	23,7	24,2	28,6	27,7	26,6	26,9	26,6	26,6	26,3	26,6	26,3	26,3	26,4
DYNAMIKA RŮSTU															
Tržby (%)	10,0	-22,7	5,4	6,5	7,8	-0,6	3,4	1,7	2,7	1,6	3,2	1,7	2,8	2,8	
Náklady na prodeje (%)	14,6	-38,1	4,6	1,4	-1,5	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	
Hrubý zisk (%)	2,1	7,4	6,3	12,1	17,1	-3,0	4,6	1,3	3,2	1,2	4,2	1,4	3,3	3,4	
EBITDA (%)	4,1	9,7	8,8	22,8	4,7	-4,1	4,2	0,5	2,7	0,5	3,8	0,7	2,8	2,9	
Vykázaný čistý zisk (%)	1,3	14,0	7,7	25,9	4,5	-4,5	4,6	0,5	2,9	0,4	4,1	0,7	3,0	3,1	
FINANCOVÁNÍ															
Čistý dluh / EBITDA (x)	-1,6	-1,3	-2,0	-2,0	-1,5	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1
Čistý dluh / vlastní kapitál (x)	-0,7	-0,6	-0,9	-1,0	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0
Aktiva / vlastní kapitál (x)	2,8	1,6	1,9	1,9	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
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.

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



Jakub Matějů
(420) 222 008 598
j_mateju@kb.cz



Akčioví analytici
Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz



Jiří Kostka
(420) 222 008 560
jiri_kostka@kb.cz



Sektory
David Kocourek
(420) 222 008 569
david_kocourek@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Hlavní ekonom SG Poland

Jaroslav Janecki
(48) 225 284 162
jaroslav.janecki@sgcib.com



Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG
Carmen Lipara
(40) 213 014 370
carmen.lipara@brd.ro

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



Akčiový analytik
Laura Simon, CFA
(40) 213 014 370
laura.simon@brd.ro

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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky

Klaus Baader
(852) 2166 4095
klaus.baader@sgcib.com



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



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



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



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



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



Omair Sharif
(1) 212 278 48 29
omair.sharif@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.com



Čína
Wei Yao
(33) 1 57 29 69 60
wei.yao@sgcib.com



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



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



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

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu

Brigitte Richard-Hidden
(33) 1 42 13 78 46
brigitte.richard-hidden@sgcib.com



Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů
Guy Stear
(33) 1 41 13 63 99
guy.stear@sgcib.com



Fixed Income
Adam Kurpiel
(33) 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@sgcib.com



Bruno Braizinha
(1) 212 278 5296
bruno.braizinha@sgcib.com



Jean-David Cirotteau
(33) 1 42 13 72 52
jean-david.cirotteau@sgcib.com



Cristina Costa
(33) 1 58 98 51 71
cristina.costa@sgcib.com



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



Vedoucí strategie sazeb pro Evropu
Ciaran O'Hagan
(33) 1 42 13 58 60
ciaran.ohagan@sgcib.com



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



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



Jason Simpson
(44) 20 7676 7580
jason.simpson@sgcib.com



Marc-Henri Thoumin
(44) 20 7676 7770
marc-henri.thoumin@sgcib.com



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



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



Alvin T. Tan
(44) 20 7676 7971
alvin-t.tan@sgcib.com



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



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



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



Marek Dřimal
(44) 20 7550 2395
marek.dřimal@sgcib.com



Régis Chatellier
(44) 20 7676 7354
regis.chatellier@sgcib.com



Bertrand Delgado
+1 212 278 6918
bertrand.delgado-calderon@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 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>

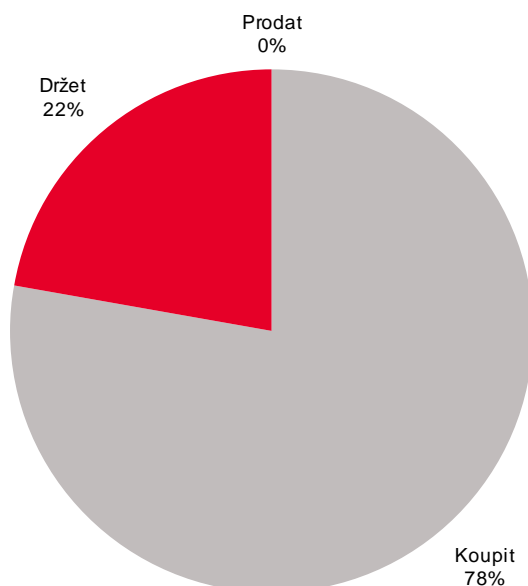
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 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
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů										
Doporučení	koupit	koupit	koupit	konec	koupit	koupit	držet	držet	koupit	koupit
Cílová cena	GBp 342	USD 5	CZK 620	pokrývání	CZK 484	CZK 93	CZK 270	CZK 924	CZK 18308	EUR 27
Datum	15.6.2018	27.7.2017	11.6.2018	9.5.2018	26.9.2018	6.3.2018	18.9.2017	26.10.2018	3.12.2018	11.9.2018
Cena v den publikace	GBp 214	USD 4,3	CZK 557	CZK 206	CZK 282	CZK 84,4	CZK 273	CZK 888	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
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)										
Doporučení		koupit	koupit	prodat		koupit	držet	v revizi	koupit	koupit
Cílová cena		USD 4,2	CZK 542	CZK 198		CZK 90	CZK 267	v revizi	CZK 17546	EUR 26
Datum		27.4.2017	20.9.2017	4.1.2018		17.8.2017	31.1.2017	17.5.2018	22.8.2017	3.3.2017
Doporučení		koupit	držet	koupit		koupit	koupit	prodat	držet	
Cílová cena		USD 3,7	CZK 448	CZK 198		CZK 95	CZK 267	CZK 876	CZK 13500	
Datum		10.3.2017	14.9.2016	30.11.2017		9.6.2017	9.12.2016	13.9.2017	25.5.2017	
Doporučení			koupit	v revizi		koupit	držet	prodat	koupit	
Cílová cena			CZK 420	v revizi		CZK 90	CZK 260	CZK 876	CZK 13500	
Datum			12.2.2016	9.11.2017		6.9.2016	22.3.2016	13.9.2017	42534	
Doporučení				držet				držet		
Cílová cena				CZK 128				CZK 876		
Datum				12.6.2017				19.4.2017		
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
Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty										
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	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

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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