

26. května, 2016

CEE Dividend Screening

Top 10 preferovaných dividendových titulů v CEE

Top 10 preferovaných společností v CEE

Asseco Poland	7
Fondul Proprietatea	7
Hrvatski Telekom	8
Komerční Banka	8
Magyar Telekom	9
MOL	9
Moneta Money Bank	10
O2 CR	10
Philip Morris CR	11
Warsaw Stock Exchange	11

Propad cen komodit, ceny elektřiny na historických minimech a sektorové daně uvalené zejména na společnosti z finančního a telekomunikačního sektoru v regionu CEE, dopadají negativně na hospodaření těchto společností a tím zvyšují mezi investory obavy o dlouhodobou udržitelnost dividend.

Z pohledu udržitelnosti dividendy, je klíčový ukazatel tzv. volného cash flow (FCFF¹), který společnost vygeneruje jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Jde o cash flow po odečtení všech nákladů na provoz podniku, investic (CAPEX), daní, jakož i nákladů spojených s dluhem.

Takové cash flow lze buď rozdělit ve formě dividend, nebo ponechat ve formě nerozděleného zisku. Společnosti, jejichž cash flow není dostatečné na pokrytí běžných potřeb společnosti, jsou nuceny zvýšit své zadlužení, což není z dlouhodobého pohledu udržitelné. Dříve nebo později taková společnost bude nucena přistoupit ke snížení investic (capex), případně ke snížení dividendy. Obě varianty mají bohužel negativní dopad do ceny akcie dané společnosti.

Tento report je primárně zaměřen na výběr těch společností v regionu CEE (CR, PL, HU, RO, SRB, CRO), u nichž očekáváme silnou provozní výkonnost, a tím také vysokou pravděpodobnost udržení stávajících dividend v budoucnu.

- Region CEE (reprezentován CECEEUR Indexem) historicky dosahuje nejvyššího dividendového výnosu v porovnání s rozvinutými regiony (US) a (EU).
- CECEEUR Index se historicky obchoduje s diskontem v porovnání jak s US, tak EU, což je částečně způsobeno rozdílným sektorovým složením jednotlivých indexů.
- Diskont regionu CEE k US a EU je v současnosti blízko rekordních úrovní, a to jak na úrovni ukazatele P/E, tak na úrovni ukazatele EV/EBITDA, a to zejména vlivem specifických faktorů působících v Polsku.
- Česká republika dosahuje historicky nejvyššího dividendového výnosu v rámci celého CEE regionu a my očekáváme, že si své prvenství zachová i nadále (4 z 10 vybraných společností jsou z ČR).
- Polsko naopak ztratí pozici dvojky a bude nahrazeno Rumunskem. V Polsku, vzhledem k zavedení sektorových daní a předražené aukce na poskytování TMT služeb, vidíme největší riziko poklesu dividend.

Ondřej Koňák

Senior equity analyst
Patria Finance a.s.
+420 221 424 164
konak@patria.cz

Václav Kmínek

Senior equity analyst
Patria Finance a.s.
+420 221 424 149
kminek@patria.cz

¹ FCFF = Free Cash Flow to Firm (provozní zisk po dani – změna pracovního kapitálu – capex – úrokové náklady)

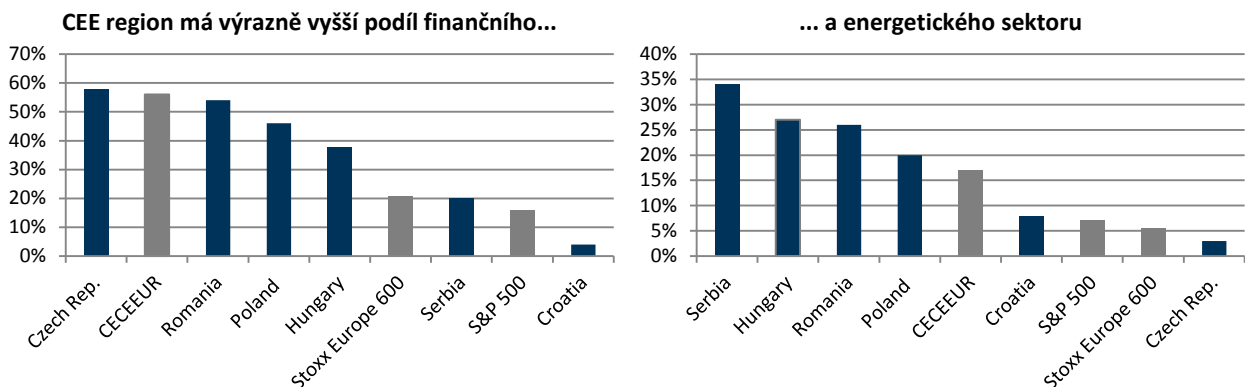
26. května, 2016

REGION CEE

CEE Region se vyznačuje výrazně vyšším podílem Finančního a Energetického sektoru.

CEE Region se v porovnání s regiony US a EU vyznačuje následujícími specifiky:

- **Výrazně vyšší podíl finančního sektoru.** Zatímco v evropském indexu Stoxx Europe 600 a americkém S&P 500 má finanční sektor váhy 20,7% resp. 16,01%, ve středoevropském CECEEUR Indexu je jeho váha 56%.
- Podíl finančního sektoru se v rámci jednotlivých středoevropských regionů výrazně liší. Nejvyšší podíl má ČR (58%) následovaná Rumunskem (54%), Polskem (46%) a Maďarskem (38%). Naopak Chorvatsko je výjimkou, když podíl finančního sektoru v lokálním indexu CROBEX činí pouze 4%.

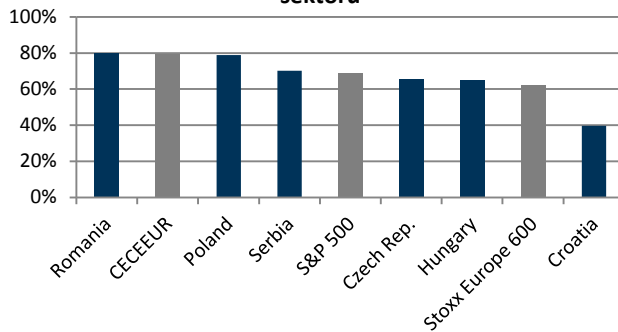


Zdroj: Patria Finance, Bloomberg

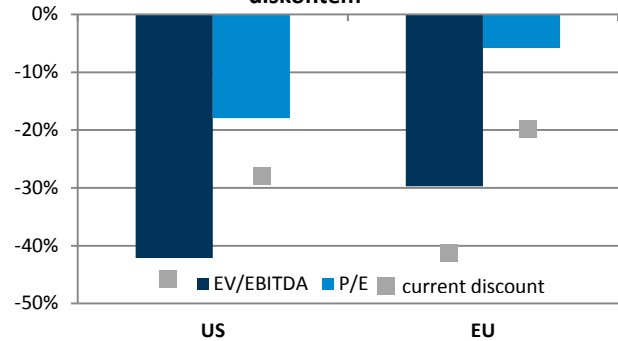
- **CEE Region má výrazně vyšší podíl energetického sektoru.** Zatímco v evropském indexu Stoxx Europe 600 a americkém S&P 500 má energetický sektor váhy 5,5% resp. 7,2%, ve středoevropském CECEEUR Indexu je jeho váha 17%.
- Nejvyšší podíl energetického sektoru má Srbsko (34%) následované Maďarskem (27%) a Rumunskem (26%).
- **Region CEE se historicky obchoduje s diskontem** a to jak v porovnání s EU, tak v porovnání s US, což je do jisté míry důsledkem rozdílného sektorového složení jednotlivých indexů.

26. května, 2016

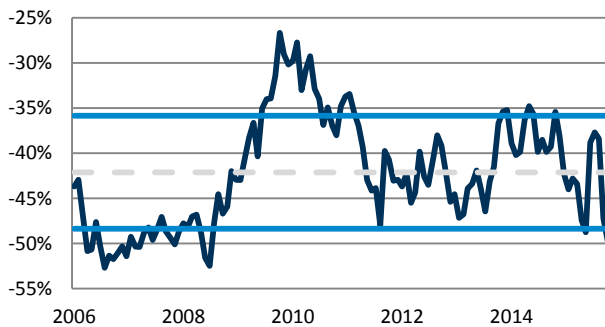
Region CEE má vyšší zastoupení cyklických sektorů



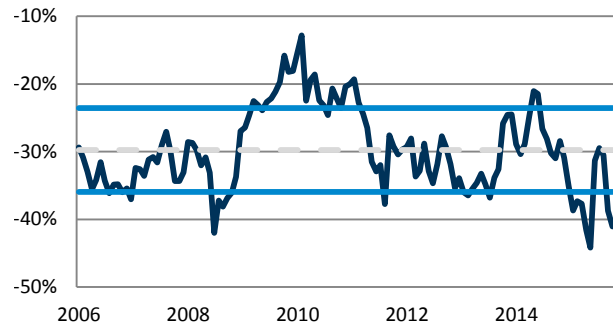
CEE Region se historicky obchoduje s diskontem



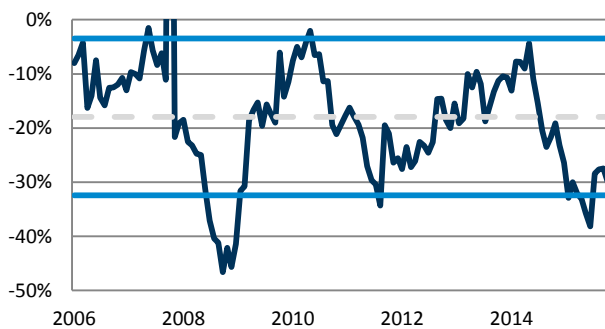
EV/EBITDA: Diskont je jak vůči US...



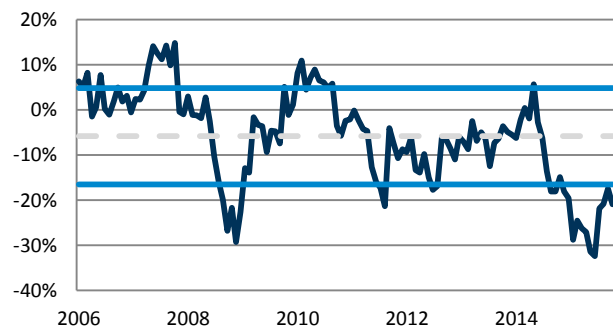
...tak vůči EU blízko rekordních úrovní



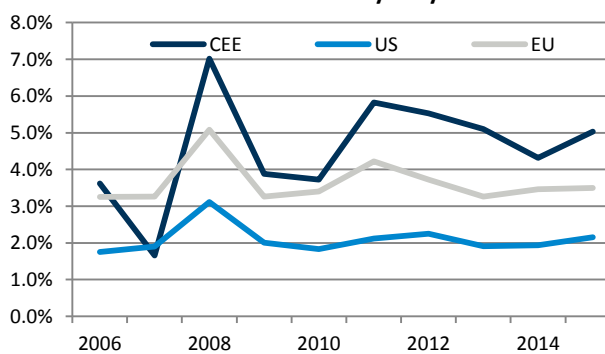
P/E: Diskont je podobný vzhledem k US..



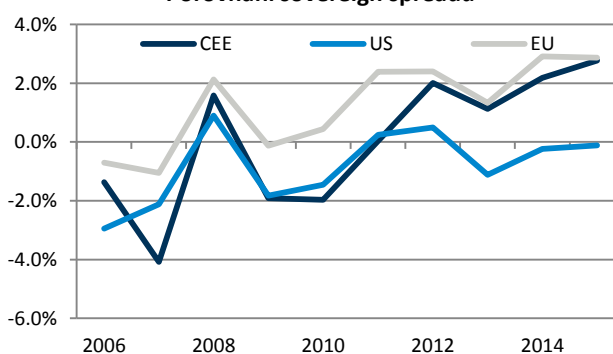
...i vzhledem k EU



Porovnání dividendových výnosů



Porovnání sovereign spreadů



Zdroj: Patria Research, Bloomberg

26. května, 2016

Na základě výše popsaných specifik, vidíme tři hlavní důvody, proč být jako investor přítomen v regionu CEE.

Diverzifikace

Určitá izolovanost regionu CEE nabízí investorům nespočet konkrétních a samostatných příběhů, které podléhají globálním faktorům jen do určité míry.

Díky specifickým faktorům je region CEE částečně imunní vůči globálním faktorům resp. investoři mohou participovat na různých příbězích napříč jednotlivými středoevropskými zeměmi.

Výhodný poměr výnos/riziko

Region CEE nabízí zajímavý koktejl investičních příležitostí. Od velice stabilních s atraktivním dividendovým výnosem (CZ, HU) po rychle rostoucí s potenciálem ke kapitálovému zisku (RO).

Všechny zde uvedené země se vyznačují stabilním politickým a regulačním prostředím. Nicméně jejich rozdílný stupeň vývoje a transformace umožňuje nabídnout investorův zajímavý koktejl investičních příležitostí; zahrnující vedle stabilních, saturovaných trhů s atraktivním dividendovým výnosem (CZ, HU), i rychle rostoucí a vyvíjející se trhy, jako např. Rumunsko, které přes zajímavý dividendový výnos, nabízí i atraktivní kapitálové zisky.

Investoři mají tendenci dávat CEE region dohromady s regiony emerging markets

Investoři mají tendenci strkat region CEE do jednoho pytle spolu s regiony emerging markets, což mnohokrát vytváří velice zajímavé investiční příležitosti a neméně zajímavé nástupní úrovně. Přítomnost silného regionálního brokera může výrazně zvýšit celkovou výkonnost investorů.

26. května, 2016

VYBRANÉ SPOLEČNOSTI

V tomto reportu jsme se snažili vybrat ty společnosti, které nabízejí minimálně 6% dividendový výnos, případně je u nich šance, že takového výnosu dosáhnou a zároveň vykazují silnou provozní výkonnost, která je podmínkou pro zajištění současné dividendy i v budoucnu.

20 z 95 společností splnilo kritérium minimálního dividendového výnosu 6%

Z 95 společností zahrnutých v regionálních CEE indexech, jich 20 splnilo podmínku minimálního dividendového výnosu 6%.

Za druhé jsme se zaměřili na volné cash flow, které jednotlivé společnosti generují resp. zda je toto volné cash flow dostatečné na pokrytí celkových nákladů na zajištění běžného chodu společnosti včetně nutných investic a nákladů spojených s dluhem. Níže v tabulce ukazujeme výsledných top 10 námi vybraných společností. Do tabulky jsme přidali i dvě maďarské společnosti (MOL a MTEL), které sice v současnosti nabízí dividendový výnos pod úroveň 6%, ale vyznačují se silnou provozní výkonností a vidíme u nich velikou šanci, že v následujících 12M dividendu zvýší.

7 z 10 společností je net cash tzn. hodnota peněžních prostředků převyšuje hodnotu dluhu společnosti.

Company	Ticker	Market Cap (EURmn)	Dividend Yield	FCFF Yield	Net Debt to EBITDA
Asseco Poland	ACP PW	997	6.0%	12.6%	-0.05
Fondul Proprietatea	FP RO	1,490	6.6%	na	na
Hrvatski Telekom	HTRA CZ	1,520	7.1%	11.7%	-1.1
Komerčni Banka	KOMB CP	6,709	6.2%	na	16.3%
Magyar Telekom	MTELEKOM HB	1,454	5.7%	12.9%	2.15
MOL	MOL HB	5,331	3.5%	13.0%	0.73
Moneta Money Bank	MONET CP	1,407	8.0%	na	17.7%
O2CR	TELEC CP	2,617	6.8%	7.0%	0.1
Philip Morris	TABAK CP	911	6.7%	7.0%	-1.3
Warsaw Stock Exchange	GPW PW	228	6.5%	7.7%	-0.7

Source: Patria Finance, Bloomberg

*for banks Tier1 Ratio is shown

4 z 10 společností jsou z ČR.

4 z 10 společností jsou z ČR, politicky a regulatorně vysoce stabilního regionu, který investorům historicky nabízí nejvyšší dividendové výnosy (6,2% - 8,0%).

Následuje Maďarsko s vybranými dvěma společnostmi (MTEL, MOL). Ačkoli žádná z nich nesplnila podmínku minimálního 6% dividendového výnosu (MTEL 5,7% a MOL 3,5%), obě vykazují natolik silnou provozní výkonnost, že je vysoká pravděpodobnost, že u nich dojde k růstu dividendy v následujících 12M.

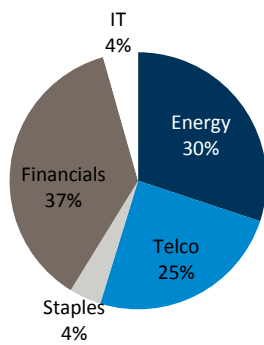
Chorvatsko a Rumunsko mají po jednom zástupci. Chorvatský Telekom s dividendovým výnosem 7,1% a rumunský Fondul s výnosem 6,6% a zajímavým kapitálovým výnosem v podobě postupného zvyšování hodnoty nelistovaných společností.

Polsko vnímáme jako region s nejvyšším rizikem případného snižování dividend.

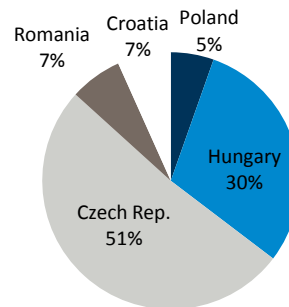
Polsko, je díky sektorovým daním a TMT aukci, nejméně preferovaným regionem, vzhledem k vysokému riziku snižování dividend polských společností. Vybrali jsme technologickou společnost Asseco a Varšavskou burzu, obě nabízejí kombinaci zajímavého dividendového výnosu a pozitivní cash pozice.

26. května, 2016

Top List: Sektorové složení

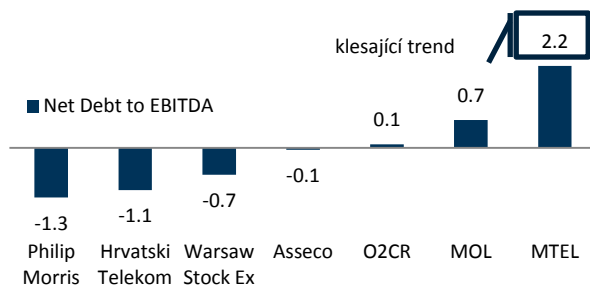


Top List: Regionální složení

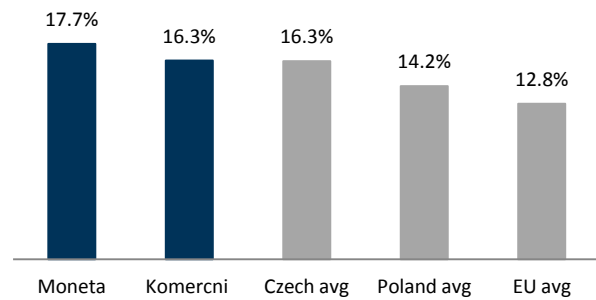


Zdroj: Patria Research, Bloomberg

70% společností je Net Cash pozitivních



CEE banky vykazují silnou kapitálovou průměrnou



Zdroj: Patria Research, Bloomberg

26. května, 2016

POPIS VYBRANÝCH SPOLEČNOSTÍ

Polsko, Technologie

Asseco Poland

(bez doporučení)

Asseco Poland patří mezi nejvýznamnější poskytovatele komplexních řešení a služeb v oblasti informačních technologií (zejména softwarové integrační služby a e-commerce pro bankovní společnosti, pojišťovny, veřejnou správu a výrobní společnosti). Společnost působí v dynamicky rostoucím IT sektoru. Její tržby v posledních 3 letech rostly průměrně o 10,7%, zatímco provozní zisk EBITDA rostl průměrně o 7,8%. Vysoká tvorba hotovosti umožňuje společnosti vyplácet nadprůměrné dividendy. Společnost působí primárně ve střední a západní Evropě a v oblasti Blízkého východu. Tržby společnosti jsou rozděleny do třech hlavních oblastí: i) výrobní a obchodní sektor (40%), ii) bankovní a pojišťovací sektor (38%) a iii) veřejné instituce (22%).

Silné stránky

- Business model, který vytváří velký objem hotovosti (FCF výnos nad 11%).
- Diverzifikovaný zdroj příjmu (a to jak regionálně, tak segmentově).
- Solidní track rekord ve všech segmentech, kde společnost působí. Tržby v segmentu bank a pojišťoven rostly v posledních třech letech průměrně o 14,5%, v segmentu veřejných institucí o 7,2% a v segmentu výrobních a obchodních firem o 7,1%.
- Rostoucí důležitost zahraničních operací (55% tržeb z Izraele, 10% ze střední Evropy, 9% ze západní Evropy). Podíl polského trhu na tržbách poklesl z 30% v roce 2012 na 20% v roce 2015.
- Silná rozvaha s přebytkem hotovosti (čistá hotovost / EBITDA na úrovni 0,5x).

Rizika

- Velice konkurenční trh s neustálým tlakem na marže (pokles EBITDA marže z 14,7% v roce 2013 na 13,8% v roce 2015).

Rumunsko, Fond se zástupci hlavních společností

Fondul Proprietatea

(bez doporučení)

FP je uzavřený fond založený v roce 2005. Akcionářská struktura je tvořena z 25% zahraničními institucionálními investory a institucionálními rumunskými investory (13%). Rumunský stát ve fondu drží 0,04%. Fond je velice dobře řízen a spravován americkým Franklin Templetonem.

Silné stránky

- Výrazný nárůst hodnoty zvýšením hodnoty nelistovaných společností .
- Fond koncem října 2015 spustil 7. kolo zpětného odkupu akcií.

Rizika

- Špatná manažerská rozhodnutí v případě nelistovaných společností.
- Nízká sektorová diverzifikace (80% hodnoty fondu) tvoří společnosti z ropného sektoru a utilit.

26. května, 2016

<p>Chorvatsko, Telekomunikace</p>	<p>Hrvatski Telekom (bez doporučení)</p>
<p>Silné stránky</p> <p>Rizika</p>	<p>Htvatski Telekom je chorvatský integrovaný telekomunikační operátor majoritně vlastněný společností Deutsche Telekom. Tržní podíl společnosti dosahoval 47% na konci roku 2015 (měřeno počtem uživatelů). Společnost aktuálně prochází transformačním procesem s cílem zlepšení provozní výkonnosti.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dominantní hráč na chorvatském telekomunikačním trhu. - Velký objem nepotřebné volné hotovosti zvyšuje pravděpodobnost výplaty mimořádné dividendy. <ul style="list-style-type: none"> - Saturovaný a velmi konkurenční trh. - Striktní regulatorní prostředí. - Nedostatek M&A příležitostí na využití přebytkové hotovosti.
<p>Česká republika, Finanční instituce</p>	<p>Komerční Banka (KOUPIIT, cílová cena CZK 1140/akcie, aktuální cena CZK 963/akcie)</p>
<p>Silné stránky</p> <p>Rizika</p>	<p>Komerční banka je jedničkou na českém trhu dle velikosti bilanční sumy. Banka nabízí komplexní balíček služeb v oblasti univerzálních bankovních služeb v retailovém, korporátním i investičním bankovníctví. Komerční banku vnímáme jako jednu z našich preferovaných sázek v CE3 bankovním sektoru. Téměř veškeré operace banky jsou soustředěny v České republice, díky čemuž banka čelí jen relativně nízkým politickým rizikům (zejména ve srovnání například s polskými konkurenty) a navíc nabízí více než 6% dividendový výnos, což by podle našeho názoru mělo společnosti umožnit obchodovat s valuační premií.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Defensivní business model s 13-14x PE16/17 and 1,75x P/BV16. - Nadprůměrná ziskovost (ROE ~ 12%). - Solidní dividendy (dividendový výnos ~6%). - Silná rozvaha a kapitálová pozice. - Rychlý růst objemu úvěrů kompenzuje pokles úrokových marží. - Relativně nízká politická rizika (zejména ve srovnání například s polskými konkurenty). <ul style="list-style-type: none"> - Rizikově očištěná čistá úroková marže již v loňském roce pravděpodobně dosáhla svého vrcholu. - Rizika pro naše ocenění a doporučení spatřujeme zejména v potenciálně pomalejším než očekávaném růstu české ekonomiky, potenciálně vyšších nákladech na riziko, silnějším eventuálně delším tlaku na čisté úrokové výnosy banky a v neposlední řadě vyšším než očekávaném zdaněním bank.

26. května, 2016

Maďarsko, Telekomunikace

Magyar Telekom

(AKUMULOVAT, cílová cena HUF 510/akcii, aktuální cena HUF 446/akcii)

MTEL, majoritně vlastněný Deutsche Telekom (59.2%), je integrovaný maďarský operátor s dominantním postavením (56% tržní podíl v mobilním segmentu, 44% tržní podíl ve fixním segmentu). Po aukcích spektra je společnost za investičním vrcholem a postupně tak dochází k normalizaci investic. Zároveň společnost exitovala z energetického sektoru, kde díky státním zásahům dosahovala velice nízké ziskovosti. Oba kroky nicméně vedou k silné provozní výkonnosti, která by měla umožnit postupný růst dividend na úroveň před rokem 2013.

Silné stránky

- Dominantní pozice.
- Regionální diverzifikace.
- Pokračování programu snižování nákladů.
- Silná provozní výkonnost.
- Šance na snížení sektorových daní v Maďarsku.
- Stabilizace trhu v Makedonii.

Rizika

- Vysoká zadluženost – klesající trend.
- Vysoce konkurenční prostředí.
- Riziko vstupu DIGI operátora.
- Regulační prostředí a negativní makro prostředí v Černé Hoře.

Maďarsko, Oil & Gas

MOL

(not rated)

MOL je integrovaná společnost v sektoru těžby a zpracování ropy a plynu. Působí primárně v regionu SVE. MOL má také 49% podíl v chorvatské rafinerii INA. Aktuální dividendový výnos dosahuje 3,5%, tedy nejméně mezi společnostmi na našem preferovaném listu, nicméně má nejvyšší FCF výnos, což značí poměrně vysoký potenciál k růstu dividend (za loňský rok společnost plánuje růst dividendy z HUF 485/akcie v 2014 na HUF 567/akcie)

Silné stránky

- Hlavní integrovaný hráč v regionu CEEMEA.
- Velký objem hotovosti (HUF 3,4mld na konci 2015), který více než pokryje objem krátkodobého dluhu (HUF 0,7mld.).
- Velmi konservativní finanční politika s CAPEXem financovaným z provozního cash flow.
- Management očekává, že EBITDA v letech 2016-2018 dosáhne nejméně HUF 2mld. i přes očekávané ceny ropy v rozmezí USD 35-50/bbl.
- Trend poklesu produkce v regionu SVE se již podařilo zvrátit.

Rizika

- Velká část produkčních polí je již na hranici životnosti
- Společnost zůstává uvízlá v investici v chorvatské rafinerii INA s relativně nízkou pravděpodobností na rychlé řešení.

26. května, 2016

Česká republika, Finanční instituce

Moneta Money Bank

(KOUPIIT, cílová cena CZK 83/akcie, aktuální cena CZK 75/akcie)

Moneta Money Bank je šestkou na českém trhu dle velikosti bilanční sumy a jedním z top hráčů ve vybraných podsektorech (dvojka ve spotřebitelských úvěrech, silná pozice v úvěrech zemědělskému sektoru). Moneta je solidně kapitalizovaná banka s jednoduchou bilancí, náklady pod kontrolou, nadprůměrnou ziskovostí a šancí na výplatu relativně vysokých dividend. Kromě toho se banka obchoduje stále s dvojciferným diskontem vůči konkurentům. Podporou pro akcie může být i zařazení titulu do regionálních akciových indexů (MSCI, CECE EUR, FTSE, PX Index).

Silné stránky

- Atraktivní ocenění s 10-11x PE_{16/17} and 1.4x P/BV₁₆, tedy s velkým diskontem vůči konkurenčním bankám (cca 20% diskont vůči nejvíce porovnatelné společnosti, švýcarské Cembra Money Bank).
- Nadprůměrná ziskovost (ROE ~ 13%).
- Plán výplaty vysokých dividend (7-8% dividendový výnos).
- Silná a jednoduchá rozvaha.
- Ve středně a dlouhodobém horizontu může být společnost akvizičním cílem.

Rizika

- Rizikově očištěná čistá úroková marže již v loňském roce pravděpodobně dosáhla svého vrcholu, což bude mít negativní implikace pro krátko a středně dobou ziskovost banky (rekordní zisk z roku 2015 se dlouho opakovat nebude).
- Banka je mnohem senzitivnější na vývoj čisté úrokové marže v oblasti spotřebitelského financování než její konkurenti (spotřebitelské úvěry, kreditní karty).
- Banka má relativně vysoký podíl spotřebitelských úvěrů, které mohou být bez sankcí refinancovány jinou finanční institucí (riziko konsolidace půjček apod).
- Rizika pro naše ocenění a doporučení spatřujeme zejména v potenciálně pomalejším než očekávaném růstu české ekonomiky, potenciálně vyšších nákladech na riziko, silnějším, eventuálně delším tlaku na čisté úrokové výnosy banky a v neposlední řadě vyšším než očekávaném zdaněním bank.

26. května, 2016

<p>Česká republika., Telekomunikace</p>	<p>O2 Czech Republic (KOUPIIT, cílová cena CZK 301/akcii, aktuální cena CZK 233/akcii)</p>
<p>Silné stránky</p> <p>Rizika</p>	<p>O2CR je integrovaným poskytovatelem telekomunikačních služeb na českém trhu a poskytovatelem mobilních služeb na Slovensku. Tržby jsou rozděleny v poměru 80:20 ve prospěch ČR, nicméně podíl Slovenska, kde společnost provozuje pouze mobilní služby, se postupně zvyšuje a v roce 2015 dosahoval 25% podílu na celkové EBITDA Skupiny. Z pohledu jednotlivých segmentů generovaly fixní linky v roce 2015 cca 30% celkových tržeb, mobilní linky v ČR stojí za celou polovinou celkových tržeb společnosti.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dominantní postavení na českém a slovenském trhu. - Technologická vyspělost. - Silná provozní výkonnost v kombinaci s nízkým zadlužením. - Silná klientská báze. <p>Rizika</p> <ul style="list-style-type: none"> - Vývoj regulatorního prostředí. - Riziko vyřazení z MSCI Indexu. - Riziko prodeje části podílu ze strany majoritního akcionáře. - Vysoká penetrace trhu v kombinaci se silnou konkurencí. - Oddělení infrastrukturní části. - Případný vstup nového strategického investora spolu s rizikem nové strategie společnosti.
<p>Česká republika, Necyklické zboží</p>	<p>Philip Morris CR (Držet, cílová cena CZK 11 850/akcie, aktuální cena CZK 12 416/akcie)</p>
<p>Silné stránky</p> <p>Rizika</p>	<p>Philip Morris ČR, dceřiná společnost Philip Morris International (PMI), je lídrem trhu v České a Slovenské republice (v obou zemích má podíl převyšující 50%). Kromě toho, společnost působí i jako poskytovatel výrobních služeb pro mateřskou PMI. PM ČR má stabilní business model, který je schopný vytvářet velký objem hotovosti při relativně nízkých kapitálových výdajích. To společnosti umožňuje vyplácet i v delším horizontu téměř veškerý zisk na dividendách. Mimo to, silná rozvaha společnosti s velkým objemem nepotřebné hotovosti snižuje případná rizika.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Stabilní business model schopný generovat velký objem hotovosti (FCF výnos kolem 7%). - Změna provozního modelu ve výrobě uvolnila velký objem pracovního kapitálu (cca 5-6% tržní kapitalizace), který může být distribuován mezi akcionáře. - Silná rozvaha s poměrem čistá hotovost / EBITDA na úrovni 1,3x (již po výplatě dividendy za 2015). <p>Rizika</p> <ul style="list-style-type: none"> - Vyšší zdanění. - Další regulace kouření. - Limitované možnosti reklamy. - Stabilní pokles spotřeby tabákových výrobků ve vyspělých zemích. - Vysoká závislost na mateřské PMI.

26. května, 2016

Polsko, Finanční instituce

Warsaw Stock Exchange
(bez doporučení)

GPW je operátor Varšavské burzy, kde se obchodují akcie, deriváty, dluhopisy, práva na úpis, waranty apod. Společnost má relativně stabilní zdroje příjmů, přičemž 55% tržeb pramení z tradingu, 15% z vypořádání obchodů, 13% z informačních služeb, 10% z certifikátů a 7% z poplatků za listing. Stabilní business model generující velké množství hotovosti a relativně nízký CAPEX umožňuje společnosti vyplácet nadprůměrné dividendy.

Silné stránky

- Stabilní business model schopný generovat velký objem hotovosti (FCF výnos kolem 7,7%).
- Atraktivní ocenění s P/E pod 13x a 6-7% dividendovým výnosem
- 14-16% diskont vůči nejbližšímu konkurentovi - Euronext
- Silná rozvaha s poměrem čistá hotovost / EBITDA na úrovni 0,6x.

Rizika

- Striktnější regulace, zhoršení prostředí (politicky i ekonomicky) může vést k potenciálnímu odlivu investic z Polska
- Horší makro prostředí může omezit objem nových IPO a omezit celkový počet společností obchodovaných na burze

26. května, 2016

DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ

Patria využívá ke svým doporučením termíny: KOUPIIT, AKUMULOVAT, DRŽET, REDUKOVAT, PRODAT (dle definice níže, pokud není v oddůvodněných případech uvedeno jinak).

Doporučení	Definice
KOUPIIT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividendy) v minimální výši 10 % v průběhu dalších 6 měsíců
AKUMULOVAT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividendy) mezi 0 % a 15 % v průběhu dalších 6 měsíců
DRŽET	Očekávaný celkový výnos (včetně dividendy) mezi -5 % a +5 % v průběhu dalších 6 měsíců
REDUKOVAT	Očekávaná celková ztráta (včetně dividendy) mezi 0 % a -15 % v průběhu dalších 6 měsíců
PRODAT	Očekávaná celková ztráta (včetně dividendy) v minimální výši -10 % v průběhu dalších 6 měsíců

S ohledem na vnější vlivy si Patria vyhrazuje také v oddůvodněných případech využít termíny jako: V REVIZI či BEZ DOPORUČENÍ

Níže je uveden přehled posledních 5 změn cílových cen či doporučení titulů, které Patria analyticky sleduje.

Komerční banka		
Datum	Doporučení	Cílová cena*
14-03-16	KOUPIIT	1 140 CZK
23-11-15	KOUPIIT	1 170 CZK
30-04-15	DRŽET	1 120 CZK
19-01-15	AKUMULOVAT	1 040 CZK
07-11-14	AKUMULOVAT	1 020 CZK
• upraveno o 1:5 stock split		
O2 ČR		
Datum	Doporučení	Cílová cena
23-02-16	KOUPIIT	301 CZK
22-10-16	V REVIZI	V REVIZI
17-10-14	REDUKOVAT	230 CZK
01-08-14	DRŽET	265 CZK
16-06-14	PRODAT	265 CZK

Philip Morris ČR		
Datum	Doporučení	Cílová cena
13-10-15	DRŽET	11 850 CZK
17-02-15	AKUMULOVAT	11 000 CZK
17-10-14	KOUPIIT	11 000 CZK
19-09-14	AKUMULOVAT	11 000 CZK
11-09-13	DRŽET	11 000 CZK

Moneta Money Bank		
Datum	Doporučení	Cílová cena
06-05-16	KOUPIIT	83 CZK

Patria poskytuje pravidelnou aktualizaci svých doporučení s ohledem na specifický vývoj jednotlivých titulů i sektorů, publikace firemních zpráv, změny tržních podmínek, či dalších veřejně dostupných informací.

Interní pravidla Patria Finance zakazují příslušným analytikům vlastnit akcie tuzemských titulů, které analyticky pokrývají.

DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ

Konflikt zájmů:

Patria nebo s ní propojené osoby (zejména společnosti ze skupiny Patria) mohou uskutečňovat nebo vyhledávat možnosti k realizaci obchodů se společnostmi, které jsou v konkrétních analýzách zmiňovány. Patria nebo s ní propojené osoby se tak mohou dostat do konfliktu zájmů který může ovlivnit objektivitu daných analýz.

Není-li v dokumentu uvedeno jinak, tak Patria nemá významný finanční zájem na žádném z investičních nástrojů nebo strategií, které jsou v analýzách uváděny.

Tituly uvedené v analýzách představují investiční typy analytiků Patrie. Doporučení makléřů Patrie či jiných zaměstnanců Patrie, ohledně těchto titulů v konkrétním okamžiku však mohou být odlišné, a to zejména s ohledem na investiční profil konkrétního klienta Patrie, kterému je poskytována služba investičního poradenství ale také s ohledem na současný, resp. očekávaný budoucí vývoj na finančních a kapitálových trzích.

Přestože tento dokument a analýzy byly vytvořeny v souladu s pravidly k zamezení střetu zájmů, propojené osoby a jednotlivá oddělení Patrie mohou realizovat investiční rozhodnutí, která jsou nekonzistentní s doporučeními nebo názory vyjádřenými v těchto analýzách.

Investoři by proto měli tento konkrétní analýzu považovat pouze za jeden z několika faktorů při svém investičním rozhodování.

Patria analytikům vnitřními pravidly zakazuje provádět osobní obchody s investičními nástroji, které spadají do působení daného analytika, tj. s nástroji, ke kterým daný analytik vytváří analýzu investiční příležitosti. Analytici mají dále zakázáno ve vztahu k těmto investičním nástrojům poskytovat investiční služby, kromě služby investičního doporučení. Blížší informace o omezení střetu zájmů jsou uvedeny na internetové stránce www.patria-direct.cz v sekci dokumenty, v dokumentu nazvaném „Opatření k omezení střetu zájmů“.

Informace o tom, zda Patria nebo s ní propojené osoby (zejména společnosti ze skupiny Patria):

- (1) působí jako tvůrce trhu ve vztahu k finančním nástrojům některé ze společností v analýze zmíněné („emitenta“);
- (2) zajišťují likviditu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
- (3) obdržely od emitenta kompenzaci za služby investičního bankovníctví;
- (4) mají přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta přesahující pět procent;
- (5) v posledních dvanácti měsících byla vedoucím manažerem nebo spolu vedoucím manažerem veřejně nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- (6) má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení; ani
- (7) seznámila emitenta s danou analýzou před jejím rozšířením, resp. zda byla na základě toho daná analýza upravena;

jsou uveřejněny zde:

Společnost	Typ střetu zájmu
Komerční banka, Philip Morris ČR, O2 ČR, Moneta Money Bank	1,2
Hrvatski Telekom, Magyar Telekom, MOL, Assec, Fondul Proprietatea, Warsaw Stock Exchange	2

Patria patří do podnikatelské skupiny KBC a není-li v analýze uvedeno jinak, Patrie není znám případný střet zájmů vyplývající z účasti v této skupině. Patria vytvořila analýzu nezávisle na ostatních členech této skupiny a bez jakékoliv bližší znalosti konkrétních investičních aktivit a zájmů jednotlivých členů této podnikatelské skupiny.

26. května, 2016

Pro další informace viz <http://www.patria.cz/disclaimer.html>

Patria Finance
Jungmannova 745/24
110 00 Praha 1
Česká republika
+420 221 424 111
regulovaná ČNB

Patria – institucionální klienti
Jungmannova 745/24
110 00 Praha 1
Česká republika
+420 221 424 151
regulovaná ČNB

Patria – retailoví klienti
Jungmannova 745/24
110 00 Praha 1
Česká republika
+420 221 424 109
regulovaná ČNB

Patria - Research
Jungmannova 745/24
110 00 Praha 1
Česká republika
+420 221 424 128
regulovaná ČNB

Informace pro klienty skupiny Patria

Právní upozornění týkající se prezentace investičních doporučení Skupina Patria:

Tento dokument, investiční doporučení a jiné ekonomické či investiční analýzy (dále jen „analýzy“) byl připraven analytickým oddělením společnosti Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria Finance“), licencovaným obchodníkem s cennými papíry regulovaným Českou národní bankou. Společnost Patria Finance, a.s. je součástí skupiny Patria. Součástí této skupiny jsou i společnosti Patria Online, a.s. a Patria Corporate Finance a.s. (všechny společnosti patří do skupiny Patria Finance dále jen jako „Patria“) V případě, že se na přípravě dokumentu nebo analýzy podílely i jiné osoby nežli analytici společnosti Patria Finance, jsou tyto osoby uvedeny v těle dokumentu.

Metoda oceňování:

Při přípravě analýz používá Patria všeobecně uznávané metody oceňování, zejména: (i) diskontování budoucího volného cash-flow (Discounted Cash Flow valuation, DCF), (ii) diskontování budoucích dividend (Dividend Discount Model, DDM), (iii) porovnání ve skupině srovnatelných společností (Market-Based Valuation) a (iv) screeningový systém. Méně často jsou pak využívány některé další metody stanovení férového ocenění, resp. cílové ceny, jako například Residual Income Valuation.

DCF a DDM: výhodou těchto metod je, že jsou propočítány budoucí finanční výsledky, jejich nevýhodou však je, že prognóza budoucích finančních výsledků je ovlivněna vlastním úsudkem analytika.

Porovnání ve skupině srovnatelných společností: je více nezávislé na úsudku analytika, ale je obvykle založeno na současných finančních výsledcích, které se mohou od výsledků budoucích lišit.

Screeningový systém: je založen na dvou dimenzích – ohodnocení potenciálního růstu a identifikaci atraktivní hodnoty akcií. Podle výsledků screeningu se tak jednotlivé sektory a tituly dají seřadit ve dvojrozměrném prostoru, což umožňuje posoudit jejich relativní atraktivnost.

Odměna analytiků:

Analytici jsou odměňováni dle různých kritérií, včetně kvality a přesnosti rozborů, spokojenosti klientů, konkurenčních faktorů a celkové ziskovosti Patrie, což zahrnuje i zisky odvozené od tržeb z investičního bankovníctví. Žádná část odměn těchto analytiků nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními doporučeními nebo názory vyjádřenými v daných analýzách.

Rizika a další všeobecné informace:

Patria při přípravě dokumentu vycházela z důvěrných externích zdrojů (jako například finančních výsledků a prezentací pro investory od předmětných společností, tiskových zpráv a jiných úředních oznámení předmětných společností či veřejných zdrojů jako Bloomberg či Reuters), avšak za úplnost a přesnost takto převzatých informací neodpovídá. Tento dokument může být změněn bez předchozího upozornění.

Analýzy poskytují pouze obecné informace. Nepředstavuje nabídku k nákupu či prodeji finančních nástrojů. Zmíněné finanční nástroje nebo strategie nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení v analýze uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých klientů, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní finanční nástroje nebo strategie konkrétním investorům.

Analýzy jsou připravovány primárně pro investory, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí a budou se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů v uvedených dané analýze rozhodovat samostatně, zejména na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace. Analýza by neměla být jediným podkladem pro investiční rozhodnutí.

Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství, o vhodnosti investic do jakýchkoliv finančních nástrojů, jiných investic nebo investičních strategií v dané analýze zmíněných nebo doporučených v analýze.

Hodnota, cena či příjem z uvedených aktiv se může měnit anebo být ovlivněna pohybem směnných kurzů. V důsledku těchto změn může být hodnota investice do uvedených aktiv znehodnocena. Úspěšné investice v minulosti neindikují ani nezaručují příznivé výsledky do budoucna.

Při tvorbě tohoto dokumentu Patria zvažovala a uvádí pouze informace podstatné pro cílové ceny a jejich změny a pro výsledné investiční doporučení.

Jurisdikce mimo Českou republiku:

Analýzy jsou určeny k distribuci na území České a Slovenské republiky, případně jiných zemí Evropské Unie. Distribuce konkrétních analýz vůči veřejnosti mimo Českou a Slovenskou republiku může být omezena právními předpisy příslušné země. Osoby, do jejichž dispozice se daná analýza dostane, by se tedy měly řádně informovat o existenci takového omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země.