

Akcie ČR - doporučení

PX index zpět nad 1000b?

11. února 2015

Úvod roku přinesl na pražské burze zisky finančním titulům, především akciím Komerční banky, ale i dividendovým stálým jakými jsou akcie Pegas Nonwovens či Philip Morris CR. Na domácí burze letos nadále věříme právě v růst bankovních titulů Erste Bank a Komerční banky. Vyšší růstový potenciál (očistěný o riziko) podle nás nabízejí akcie rakouské Erste Bank. V loňském roce totiž významně pokleslo riziko spojené s rozvahou banky, zmírnily se také obavy z dalších ztrát v Maďarsku. Podpůrným faktorem je i výrazná váha české a slovenské dcery na podnikání skupiny, s dobrými vyhlídky pro letošní rok, či minimální angažovanost v Rusku a v dalších zemích postsovětského prostoru. Ve prospěch Komerční banky naopak mluví její silná kapitálová přiměřenost, což bance při absenci vhodných investičních příležitostí (nízkých sazeb) umožňuje vyplatit vyšší dividendu.

Tuzemské akcie již delší dobu lákají investory svými slušnými dividendovými výnosy. Investorům i letos radíme vybírat tituly, které mají nejvyšší potenciál vyplácet rostoucí (či alespoň stabilní) dividendu. Mezi ně řadíme akcie již zmiňované Komerční banky, dále akcie Pegas Nonwovens a Philip Morris CR. Nejistota ohledně výše dividendy přetrvává v případě společností ČEZ a O2 CR. Investici do těchto titulů (ve snaze nalézt stabilní dividendy) proto nedoporučujeme.

Na základě našich cílových cen pro jednotlivé tituly pražské burzy, odhadujeme cílovou hodnotu PX indexu v letošním roce na 1035 bodů, což představuje zhruba 4,8% potenciál růstu.

PŘEHLED CÍLOVÝCH CEN PX TITULŮ (KČ/AKCIÍ)

Název titulu	Cílová cena (Kč/akcii)	Potenciál (+/- %)	Doporučení
ČEZ	625	+6,3	Držet
Unipetrol	130	-6,4	Držet
NWR	0,25	-44,4	Prodat
Pegas Nonwovens	664	-4,2	Akumulovat
VIG	1090	+3,9	Držet
Erste Bank	666	+11,2	Koupit
Komerční banka	5200	+1,3	Akumulovat
O2 CR	230	+4,2	Redukovat
Philip Morris ČR	11000	+0,4	Akumulovat
CETV	46	-30,1	Prodat
PX Index	1035 b.	+ 4,8	-

Zdroj: Výpočty Patria, Bloomberg.

Přečtěte si prosím důležité upozornění na konci tohoto reportu.



ODDĚLENÍ ANALÝZ

Branislav Soták

analytik
E-mail: sotak@patria.cz
Telefon: +420 221 424 163

Jan Šumbera

analytik
E-mail: sumbera@patria.cz
Telefon: +420 221 424 183

Tomáš Tomčány

analytik
E-mail: tomcany@patria.cz
Telefon: +420 221 424 149

Tomáš Vlk

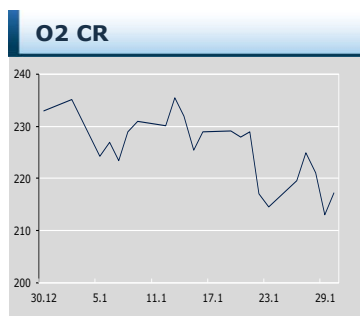
analytik
E-mail: vlk@patria.cz
Telefon: +420 221 424 128

Tomáš Sýkora

hlavní analytik
E-mail: sykora@patria.cz
Telefon: +420 221 424 128

Patria Finance, a.s.

Jungmannova 24, 110 00 Praha 1



	1M	6M	12M
Výkon	-7%	-20%	-27%

Nižší zisk kvůli odpisům, firma o dividendě mlčí

Cílová cena: 230 Kč Konsensus 253 Kč **REDUKOVAT**

Společnost O2 CR dnes (11.2.) zveřejnila výsledky za 4Q/FY14. Firma hospodařila ve 4Q se ziskem 0,97 mld. Kč, y/y níže téměř o 50 % a zhruba 10 % pod odhady. Hlavním důvodem většího poklesu zisku byly vyšší odpisy, když firma ve 4Q kapitalizovala náklady související se značkou O2, a vyšší efektivní daňová sazba ve 4Q. Meziroční srovnání zkrusuje jednorázový zisk ve 4Q13 ve výši 643 mil. Kč, jako kompenzace T-Mobilu za sdílení sítí. Výsledek na úrovni tržeb i provozního zisku OIBDA byl však vyšší o 1,8 %, respektive 1,3 %, proti odhadům. Pokles ve fixním i mobilním segmentu dále zpomaluje. Firma ve 4Q také odepsala aktiva v celkové hodnotě 136 mil. Kč v rámci celoročních účetních prověrek rozvahy. Dále O2 CR ve 4Q vykázala dodatečné provozní náklady ve výši 238 mil. Kč, související s pokračující restrukturalizací firmy. Provozní zisk OIBDA tak meziročně poklesl o 20,2 % na 4,21 mld. Kč. Firma se ve fázi nedokončené analýzy možného rozdělení společnosti a dojednávání úvěru pro PPF nebude vyjadřovat k dividendě a ani neposkytne výhled pro letošní rok. Management jen nastínil, že výše dividendy se bude spíše odvíjet od dalších strategických kroků firmy než od minulých finančních výsledků. My v základním scénáři nadále počítáme s výplatou 100 % zisku roku 2014, což by činilo dividendu ve výši cca 13 Kč/akcii v letošním roce. Stále však nelze vyloučit i možné úplné zrušení dividendy. Vedení firmy uvedlo, že dokončení analýzy je spíše otázkou týdnů než měsíců. O dividendě se tak podle nás bude rozhodovat nejdříve ve 2Q. Celkově jsme výsledky hodnotili jako lehce horší kvůli nižšímu zisku vůči očekáváním či chybějícímu komentáři k nastavení dividendové politiky. V platnosti prozatím ponecháváme doporučení „redukovat“ kvůli přetrvávající nejistotě ohledně dalších strategických kroků a nastavení dividendové politiky.



	1M	6M	12M
Výkon	4%	6%	-12%

Marže se zlepšily... jsou ale udržitelné?

Cílová cena: Patria 130 Kč Konsensus 136 Kč **DRŽET**

Společnost Unipetrol ve 2H14 předvedla znatelné zlepšení svých výsledků a ziskovosti. Tržby společnosti i objem zpracované ropy vzrostly o 25 %, resp. 40 %, po konsolidaci podílu Shell v ČR. Rozhodující pro ziskovost však byla levnější ropa, která podpořila meziroční růst marží v rafinerii, maloobchodě i petrochemii. Společně s příznivým vývojem měnových kurzů, slušným regionálním makroprostředím, pokračujícími úspornými opatřeními se provozní zisky bez zahrnutí přecenění zásob (EBITDA LIFO) meziročně zlepšily o více než 2 mld. Kč. Velmi solidní výsledky společnosti ve 2H14 sice mají potenciál vydržet i do 1Q15, pak se ale může tempo růstu vyčerpat. Předpokládáme totiž, že příznivý efekt nízkých cen ropy do výsledků bude postupně oslabovat, tím jak se časem přizpůsobí (poklesnou) i burzovní ceny paliv, což by vedlo k poklesu palivových marží. To by se nepříznivě promítlo v segmentu rafinerie i maloobchodu, a v menší míře by se to dotklo i velmi dobře prosperujícího segmentu petrochemie. Dopad na marže je totiž nejvíce příznivý v obdobích, kdy cena suroviny (ropy) klesá rychleji, než ceny rafinerských produktů, což byl právě případ uplynulých měsíců. I v roce 2015 podle nás rafinerie v Evropě zůstanou nadále v obtížné situaci. Roste globální konkurence, přetrvává slabost poptávky a využití kapacit v Evropě zůstává okolo 80 % (Unipetrol 88 %). O dalších uzavírkách zatím není rozhodnuto a kapacita, o které se v souvislosti s uzavřením uvažuje, není dostatečná pro plošné navýšení využití kapacit zpět k předkrizovým 90 %, což by trvaleji vylepšilo marže. Akcie doporučujeme při stávajících cenách DRŽET, v případě jejich dalšího růstu nabádáme k obezřetnosti.



	1M	6M	12M
Výkon	-3%	-2%	12%

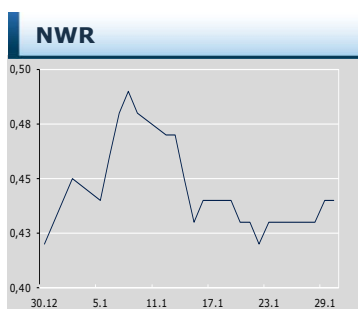
Energetika v zajištění nízkých cen komodit

Cílová cena: Patria 625 Kč Konsensus 574 Kč

DRŽET

Akcie ČEZ si v loňském roce připsaly téměř kapitálového zisku +15%. Započteme-li do celkového zhodnocení i loni vyplacenou dividendu (40 Kč), pak se jednalo s přehledem o neúspěšnější titul na pražské burze. K dobré výkonnosti akcií ČEZ přispěl především pozitivní vývoj celého sektoru evropských utilit (+13,2 %), který pohodlně překonal výkonnost širokého evropského indexu DJ Euro Stoxx 600 (+4,2 %). Specificky akciím ČEZu prospělo také zrušení tendru na dostavbu jaderné elektrárny Temelín, což spustilo spekulace na navýšení dividendy, resp. výplatního poměru, či chystané nákladové úspory. Znepokojuje nás ovšem, že růst akcií ČEZ nijak nepodložil vývoj klíčových fundamentů. Cena ročního kontraktu silové elektřiny oscilovala mezi 34 a 37 EUR/MWh. Cena energetického uhlí po celý rok klesala z úrovně okolo 65 EUR/t až k 50 EUR/t. Vyhledky budoucího vývoje tržeb i zisků (i přes oznámený plán úspor) se tak dále zhoršují a násobky čistých i provozních zisků ČEZ se tak dostaly na nejvyšší hodnoty za posledních 5 let (P/E 13,5x, EV/EBITDA 7,0x).

Domníváme se, že akcie ČEZ budou svým výkonem v úvodních měsících roku spíše zaostávat, a to jak v rámci svého sektoru, tak indexu PX. Trend vývoje zisků ČEZ totiž podle nás v roce 2015 (i 2016) zůstane klesající, na rozdíl od našeho předpokladu mírného růstu zisků evropských utilit v letech 2015-2017, či alespoň jejich stabilizace u německých energetik. Naděje na vyšší ceny elektřiny se opírají především o možný růst ceny emisní povolenky. Z posledních zpráv to ale vypadá, že na uspišení zavedení systému stabilizační rezervy (tzv. Market Stability Reserve) již v roce 2017 nepanuje v EU shoda, a tak zatím nekalkulujeme s významnější podporou pro ceny povolenek. V letošním roce (duben) počítáme s rozhodnutím o navýšení výplatního poměru do pásma 50-80 % čistých zisků (ze stávajících 50-60%), efektivně letos pak na 75 %, což by energetice umožnilo udržet dividendu na loňské úrovni 40 Kč. Pokud se tak nestane, dividendy v dalších letech poklesne do pásma 30-35 Kč na akcii.



	1M	6M	12M
Výkon	5%	-85%	-97%

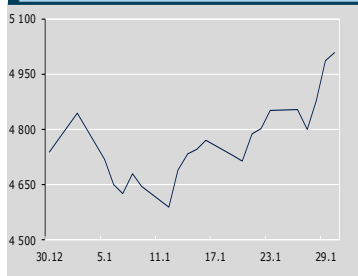
NWR letos nové investory zřejmě nepřiláká

Cílová cena: Patria 0,25 Kč Konsensus 0,45 Kč

PRODAT

Cena akcií NWR po dokončení restrukturalizačního procesu, který byl mj. spojen s emisí téměř 6,5 mld. kusů nových akcií, oscilují mezi 40 a 50 haléři při mizivých objemech obchodů. V rámci restrukturalizace firma získala 185 mil. EUR nového kapitálu, ze kterého ovšem musela vypořádat závazky z restrukturalizace (90 mil. EUR). Nově získaná likvidita je tak 95 mil. EUR. Při cenách uhlí, které NWR pro letošní rok dojednala (93 EUR/t pro 74 % plánované produkce koksovateľného uhlí), může podle nás být firma v provozu peněžně okolo nuly a celková hotovost by tedy letos klesala (resp. čistý dluh rostl) tempem součtu nových úroků (podle nás 30 mil. EUR) a nezbytných CAPEX (podle nás cca 50 mil. EUR ročně). Celková stávající hotovost (cca 150 mil. EUR) by tak „došla“ někdy v roce 2016. To může NWR ještě oddálit nevyplácením úroků v hotovosti, což jí nové podmínky umožňují. V roce 2015 počítáme se stagnací cen koksovateľného i energetického uhlí okolo stávajících úrovní (tj. 110 USD/t, resp. 60 USD/t) a poklesem těžby do pásma 7,5-8,0 mil. tun uhlí, tj. impulsy pro významnější a trvalejší růst ceny akcií NWR aktuálně nevidíme. Navíc, i kdyby takové impulsy (rozuměj nečekaný rychlý růst globální ceny koksovateľného uhlí), zřejmě by ti, kteří nakoupili nové akcie NWR za 0,65 Kč mohou mít tendenci realizovat své zisky a cenu akcie tímto k této hodnotě vrátet. Letošním prodejem uhlí NWR by mohly částečně pomoci potíže konkurenta JSW, kde stávky vedou k výpadkům dodávek.

Komerční banka



	1M	6M	12M
Výkon	6%	11%	13%

Akcie rostou v očekávání vyšší dividendy

Cílová cena: Patria **5 200 Kč** Kons. 5 102 Kč

AKUMULOVAT

Šokující krok Švýcarské centrální banky (SNB), která překvapivě zrušila limit 1,20 pro kurz franku vůči euru, nás dne 19.1 přiměl aktualizovat pohled na akcie KB, a to především v relaci vůči polským bankám. Rozhodnutí SNB bude mít totiž negativní dopad především právě na polské banky skrze růst nákladů financování FX hypoték či růst rizikových nákladů. Výprodeje na polských bankách po rozhodnutí SNB úplně smazaly jejich dlouhodobě přetrvávající prémii (měřeno ukazatelem P/TBV) vůči akciím KB. Domníváme se pak, že valuační rozdíl (prémie Komerční banky vůči polským bankám) by se mohl dále prohloubit ve prospěch KB, když banka nabízí méně rizik ve srovnání s polskými bankami a lepší dividendové vyhlídky. Banka totiž nedisponuje materiální expozicí na švýcarský frank, má jen minimální expozici na Rusko/Ukrajinu a nabízí atraktivní dividendový výnos. V našem modelovém ocenění jsme dne 19.1 zvýšili váhu dividendového modelu na 40 % z předchozích 33,3 %. Naši cílovou cenu jsme tak navýšili na 5200 Kč/akcii z předchozích 5100 Kč/akcii a potvrdili doporučení na stupni „akumulovat“. Své výsledky za 4Q/FY14 banka zveřejní dne 12.2 spolu s návrhem na přerozdělení loňského zisku. KB již dříve oznámila, že hodlá navýšit výplatní poměr na 70-100 %. Z dřívějších komentářů managementu banky usuzujeme, že banka nastaví výplatní poměr spíše v dlouhodobě udržitelném pásmu 80-90 %. Uvažujeme-li o dolní hranici 80 %, dividendy by letos mohla činit minimálně 270 Kč na akcii. Dividendový výnos by tak při současné tržní ceně činil alespoň 5,3 procenta. Akcie KB se v posledních dnech přehouply přes úroveň 5000 Kč/akcii. Dobré výsledky nebo vyšší dividendy by je mohly poslat ještě výš, až k naší cílové ceně 5200 Kč/akcii.

Erste Bank



	1M	6M	12M
Výkon	1%	-1%	-27%

Hlavní rizika do značné míry eliminována

Cílová cena: Patria **24,0 EUR** Konsensus: 23,4 EUR

KOUPIT

Dne 26.1 jsme vylepšili naše investiční doporučení na akcie Erste Bank. K tomuto kroku nás vedlo hned několik důvodů. Prvně se domníváme, že po několikaletém procesu restrukturalizace banka do značné míry eliminovala největší rizika plynoucí z jejích aktivit na trzích, kde působí. Naposledy k vylepšení vnímání rizik Erste Bank přispěla maďarská vláda, která se v loňském listopadu dohodla s lokálními bankami na konverzi FX úvěrů za tehdejší tržní kurz. Ve výsledku by tak dle našeho pohledu měly ztráty z konverze být jen minimální. V důsledku poklesu úvěrů na knihách banky v Maďarsku a zavedení limitů pro nové úvěry jsme mírně snížili náš odhad pro úrokový příjem banky. Další skutečností je celková struktura „frankové“ expozice Erste Bank. Banka má svou největší expozici na domácím (rakouském) trhu skrze hypotéky ve švýcarské měně v celkovém objemu 6,9 mld. EUR. Domníváme se, že celkový dopad do hospodaření skupiny a kvality úvěrového portfolia by však ve spojitosti s „frankovým“ portfoliem měl být minimální. Krok SNB však může mít lehce negativní dopad do kapitálových ukazatelů banky skrze „nafouknutí“ bilance (aktiv) v důsledku silnějšího franku. Vzhledem k poslednímu událostem jsme mírně snížili naše odhady pro RoE banky pro letošní a příští rok z 8,2 % na 8,1 %, respektive z 11,4 % na 11,2 %. Dále jsme v našem modelu snížili diskontní sazbu z 11,5 % na 11,0 %, což odráží naše vylepšené vnímání rizik banky. Výsledkem je tak zvýšení cílové ceny z dosavadních 22,5 EUR na 24,0 EUR a vylepšení doporučení z dosavadního „akumulovat“ na „koupit“. Celoroční výsledky banka zveřejní 28.2. Zrak investorů se budou upírat hlavně na výhled hospodaření banky v letošním roce. Naše odhady RoE pro letošní rok se pohybují na dolní hranici cílového pásma 8-10 %.



	1M	6M	12M
Výkon	2%	1%	9%

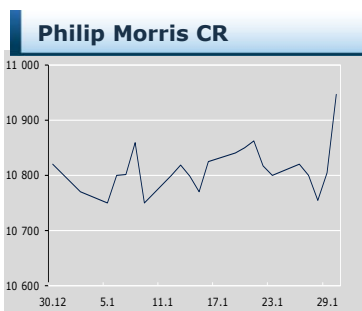
Postupné zlepšování výsledků k nákupu nestačí

Cílová cena: Patria 39,5 EUR Konsensus 39,9 EUR **DRŽET**

Výsledky pojišťovací skupiny ve 2H14 potvrdily zlepšování situace na problémových trzích, tj. v Rumunsku i Itálii. Skupina již zveřejnila své předběžné dosažené pojistné v roce 2014 na úrovni 9,37 mld. Kč, což je téměř totožné číslo jako v roce 2013. Čisté zisky za loňský rok tak odhadujeme okolo 430 mil. EUR. V letech 2015 a 2016 pak počítáme s jejich růstem k hladině 500 mil. EUR. Předpokládáme také, že takové výsledky by umožnily VIG zvyšovat dividendu o 0,10 EUR ročně, tj. přes 1,40 EUR letos k 1,50 EUR na akcii v roce příštím.

Dlužno ovšem dodat, že růst ziskovosti tímto tempem bude ovšem v rámci sektoru evropského pojišťovníctví patřit spíše k podprůměru. HDP na hlavních trzích, kde VIG působí, tj. v Rakousku, ČR, SR a Polsku si totiž zřejmě udrží letošní tempo růstu, jeho dynamika (a tedy i pozornost investorů) však bude spíše za západní Evropou či periferiemi (startujícími z nižších základů) zaostávat. Mimořádně nízké výnosy státních dluhopisů (kam směřuje většina finančních investic pojišťovny) v Rakousku či ČR zřejmě několik dalších měsíců přetrvají (podobně jako v eurozóně), co hůře však pro VIG – v Polsku mají sazby prostor pro další pokles, v případě, že NBP dále sníží sazby. VIG má také v rámci svého sektoru podprůměrnou výši výplatního poměru, což implikuje dividendový výnos 3,6 %, pod sektorovými cca 4,6 %. A investory tak titul zřejmě příliš nenaláká ani (výše uváděnou) dividendou.

I v úvodu letošního roku tak ponecháváme v platnosti naši cílovou cenu na úrovni 39,5 EUR a doporučení DRŽET, když trvajících tlak nízkých úrokových sazeb v CE regionu na finanční výnosy pojišťovny a jen podprůměrný růst podnikání skupiny bude podle nás investory odrazovat od dalších nákupů.



	1M	6M	12M
Výkon	1%	5%	0%

Akcie poblíž naší cílové ceny, snižujeme doporučení

Cílová cena: Patria 11 000 Kč Konsensus 11 342 Kč **AKUMULOVAT**

Z dividendových titulů na domácí burze radíme investorům vybírat ty, které mají nejvyšší potenciál vyplácet stabilní nebo rostoucí dividendu. Mezi ně i letos radíme akcie Philip Morris CR. Očekáváme, že firma by v letošním roce měla mít prostor vyplatit dividendu ve výši až 900 Kč/akcii po loňských 880 Kč (820+60 Kč/akcii). Dividendový výnos by tak při aktuální tržní ceně akcií činil zhruba 8,3 procenta, což považujeme za atraktivní výnos v přetrvávajícím prostředí rekordně nízkých sazeb. Navíc, firma disponuje možností dále přerozdělit uvolněné zdroje z vloni zrušeného rezervního fondu, a to ve zbývajících výši 140 Kč/akcii.

Naposledy jsme na akciích Philip Morris CR měnili doporučení dne 17. října na stupeň „koupit“. Od té doby akcie posílily o téměř 10 procent a nyní se již obchodují na dosah naší cílové ceny 11000 Kč za kus. Proto přistupujeme k snížení investičního doporučení z dosavadního „koupit“ na „akumulovat“. Šestiměsíční cílovou cenu ponecháváme na úrovni 11000 Kč/akcii.



	1M	6M	12M
Výkon	-4%	19%	10%

Společnost zřejmě dosáhne loňského cíle pro EBITDA

Cílová cena: Patria 1,90 USD Konsensus 2,80 USD **PRODAT**

Bez významnějších korporátních zpráv ztratily akcie mediální skupiny CETV v lednu 4 %. Své celoroční výsledky by měla společnost zveřejnit koncem února, přesné datum firma zatím neoznámila. Výsledky za čtvrté čtvrtletí jsou pro firmu obzvláště důležité, když až třetinu ročních tržeb a zhruba polovinu provozního zisku firma vygeneruje ve 4Q. Růst tržeb ve 4Q bude brzdit velmi silný dolar, provozní marže na straně druhé by měly vylepšit další nákladové úspory. Společnost by tak dle našeho názoru mohla dosáhnout na cíl pro provozní zisk EBITDA v loňském roce, který počítá s 85-95 mil. USD. Čistý zisk však nejspíše zůstane v červených číslech i za loňský rok kvůli úrokovým nákladům, nepeněžním FX ztrátám nebo dalším odpisům aktiv společnosti v rámci celoročních účetních prověrek rozvahy. Cash flow firmy by rovněž měl být záporný.

Restrukturalizace dluhu v loňském roce i oživení ekonomik v zemích, kde CETV působí, by měly přispět k lepšímu výsledku hospodaření a kladnému cash-flow společnosti v letošním roce. Navzdory očekávanému zlepšení hospodaření firmy nadále ponecháváme naše dlouhodobé doporučení na stupni „Prodat“, především kvůli vysokým dluhům a potenciálnímu masivnímu ředění v budoucnu. Domníváme se, že společnost nebude schopna v nejbližších letech generovat dostatek hotovosti, aby výrazněji zredukovala svůj dluh. Navíc, loňské transakce na vylepšení dluhového profilu firmy dále posilily pozici hlavního akcionáře CETV, společnosti Time Warner, také jako hlavního věřitele CETV. To by podle nás mohlo v budoucnu vést k výraznému naředění stávajících (minoritních) akcionářů.



	1M	6M	12M
Výkon	5%	8%	12%

Klidná síla i v roce 2015

Cílová cena: Patria 664 Kč Konsensus 658 Kč **AKUMULOVAT**

Společnost Pegas Nonwovens v roce 2014 úspěšně zvládla nasazení své 1. linky v Egyptě do komerčního provozu a očekává tak, že ukazatel EBITDA v tomto roce vzroste v rozmezí 12 až 22 % (tj. na úroveň 43,2 – 47,1 mil. EUR) v porovnání s hodnotou dosaženou v roce 2013 (38,6 milionu EUR). S ohledem na silná čísla především ve 3Q14 ale i v 1Q14 se domníváme, že v silách Pegasu je dosáhnout celoročního výsledku EBITDA poblíž horní hranice cílového intervalu, obzvláště když by v posledním letošním čtvrtletí mohl výsledky podpořit pokles cen ropy, resp. na ni navázaných polymerů. K provoznímu výsledku poblíž horní hranice by měl přispět i posun produktového portfolia ve prospěch výrobků s vyšší marží.

Akcie Pegas by minimálně v úvodních měsících letošního roku měly (vedle našeho očekávání dobrých výsledků za 2014) podporovat i nízké ceny ropy, které se projevují poklesem cen klíčových vstupních surovin Pegasu (polymerů). V kombinaci s defenzivním charakterem podnikání společnosti a stabilním dividendovým výnosem akcie okolo 5 % (aktuálně 4,3 %), považujeme akcie nadále za atraktivní pro dlouhodobější držbu (navzdory poslednímu růstu jejich ceny k sedmiletým maximům). V případě potvrzení našeho pozitivního výhledu na výsledky za rok 2014 se domníváme, že v silách společnosti bude navýšit loňskou dividendu (1,1 EUR/akcie), i rychlejším tempem než v minulých letech, tedy ne „jen“ o 5 centů, ale rovnou o 10c. Potvrzujeme tak naše doporučení AKUMULOVAT, ačkoliv se akcie nyní obchodují nad naši cílovou cenou 664 Kč.

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“), licencovaným obchodníkem s cennými papíry regulovaným Českou národní bankou. V případě, že se na přípravě dokumentu nebo analýzy podílely i jiné osoby nežli analytici společnosti Patria, 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 akcie. Podle výsledků screeningů se tak jednotlivé sektory a tituly dají seřadit ve dvojrozměrném prostoru, což umožňuje posoudit jejich relativní atraktivnost. Výsledná známka v obou dimenzích se skládá ze sedmi dílčích metrik se stejnou vahou. Každá metrika má tudíž váhu 1/7, maximální dosažitelná známka pro růst je tedy 1, to samé platí pro hodnotu. Výsledný screeningový prostor je tedy kvadrantem se souřadnicemi [(0;1);(0;1)], přičemž jeho nejatraktivnější částí je kvadrant o souřadnicích [(0,5;1);(0,5;1)], neboli část, která představuje „růst při rozumné hodnotě“.

Jako růstové metriky Patria používá: očekávaný růst tržeb, očekávaný růst EPS, revize očekávaného EPS za poslední čtyři týdny (momentum), očekávaná provozní marže, očekávaná zisková marže, očekávaný růst ziskové marže a výnos vlastního kapitálu (ROE). Očekávání se vztahují k příštímu roku. U finančního sektoru Patria nebere v úvahu očekávaný růst tržeb a provozní marže (použité metriky mají tudíž váhu 1/5).

Jako hodnotové metriky Patria používá tyto ukazatele: EV/očekávané tržby, P/očekávaný zisk (forward P/E), PEG poměr ((P/E)/očekávaný růst zisku), FCFY (volný hotovostní tok na akcii/cena akcie), EV/EBITDA, P/B (poměr ceny akcie a účetní hodnoty na akcii) a dividendový výnos. Očekávání se vztahují k příštímu roku, u finančního sektoru Patria nebere v úvahu EV/očekávané tržby a EV/EBITDA (použité metriky mají tudíž váhu 1/5).

Použité metriky mohou nabývat hodnot „0“, nebo „1“, a to podle následující metodologie:

- růstovým kritériím bude přidělena hodnota 1, platí-li $\text{Hodnot_Sektor (Titul)} > \text{Hodnota_Trh (Sektor)}$, v opačném případě nabude proměnná hodnoty 0,
- hodnotovým kritériím bude přidělena hodnota 1, platí-li $(\text{Sektor nyní (Titul)})/(\text{Sektor 5yrAVG (Titul)})\%(\text{Trh nyní (Sektor)})/(\text{Trh 5 yrAVG$

(Sektor) < 1, v opačném případě nabude proměnná hodnotu 0.

Akcie ČR – přehled doporučení: analýzy v dokumentu nazvaném Akcie ČR – přehled doporučení vznikly za použití kombinace metod DCF, DDM a porovnání ve skupině. Krátkodobé investiční tipy: analýzy v dokumentu Krátkodobé investiční tipy vznikly za použití kombinace metod Screeningový systém, DCF, DDM a porovnání ve skupině

Vysvětlení uvedených doporučení:

Není-li v analýze uvedeno jinak, doporučení použít Patrii mají následující význam:

- **Koupit:** předpokládá se zhodnocení o 10 a více procent v časovém horizontu, pro který je daná analýza zpracována;
- **Akumulovat:** celková návratnost se předpokládá mezi +0 % a +15 %, a to v časovém horizontu, pro který je daná analýza zpracována;
- **Držet:** celková návratnost se předpokládá mezi +5 % a -5 %, a to v časovém horizontu, pro který je daná analýza zpracována;
- **Redukovat:** celková návratnost se předpokládá mezi 0 % a -15 %, a to v časovém horizontu, pro který je daná analýza zpracována;
- **Prodat:** předpokládá se, že celková návratnost klesne o 10 % nebo více, v časovém horizontu, pro který je daná analýza zpracována.

Konflikt zájmů:

Patria nebo s ní propojené osoby (zejména společnosti ze skupiny Patria Finance) 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 tipy analytiků Patrie. Doporučení makléřů Patrie či jiných zaměstnanců společností patřících do skupiny Patria Finance, 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 analýzy investiční příležitosti. Analytici mají dále zakázáno ve vztahu k těmto investičním nástrojům poskytovat investiční služby, kromě služby investičního doporučení. Bližší 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 Finance):

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

jsou uveřejněny způsobem umožňujícím dálkový přístup na internetové adrese

<http://www.patria.cz/akcie/vyzkum/doporuceni.html>. Na této adrese je rovněž uveden seznam smluv o poskytování investičních služeb uzavřených s emitentem a přehled změn stupně investičního doporučení a cenového cíle během posledních 12 měsíců.

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

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.

Všeobecné informace:

Patria při přípravě dokumentu vycházela z důvěrných externích zdrojů, 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 jakýchkoli 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.

Plánovaná frekvence aktualizací:

Patria zajišťuje pravidelnou aktualizaci analýz, resp. informací o společnostech či odvětvích v těchto analýzách obsažených. Tato aktualizace je založena na specifickém vývoji nebo oznámení, podmínkách na trhu nebo jakékoli veřejně dostupné informaci, která může mít na konkrétní informaci v dané analýze vliv. Patria si však vyhrazuje právo bez předchozího upozornění ukončit pokrývání jednotlivých finančních nástrojů, sektorů či investičních strategií.

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.

© 2015 Patria Finance, a.s.: Všechna práva vyhrazena.

Analýzy slouží výhradně klientům Patrie a osob s ní propojených a bez předchozího písemného souhlasu nemohou být v jakémkoliv podobě a jakýmkoliv způsobem reprodukovány, distribuovány nebo publikovány. Jakékoli jejich neautorizované použití nebo zveřejnění je bez předchozího písemného souhlasu Patrie zakázáno.