

18. dubna 2016

Akcie ČR – přehled doporučení

Preferujeme defenzivnější dividendové tituly

Václav Kmínek

analytik

E-mail: kminek@patria.cz

Telefon: +420 221 424 149

Ondřej Koňák

analytik

E-mail: konak@patria.cz

Telefon: +420 221 424 164

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 Vlk

analytik

E-mail: vlk@patria.cz

Telefon: +420 221 424 139

Tomáš Sýkora

hlavní analytik

E-mail: sykora@patria.cz

Telefon: +420 221 424 128

Patria Finance, a.s.

Jungmannova 24

110 00 Praha 1

Telefon: +420 221 424 111

V našich preferencích se toho od minulého výhledu z ledna 2016 příliš nezměnilo. Kombinace nízkého potenciálu pro kapitálové zhodnocení evropského akciového trhu a extrémně nízkých úrokových sazeb (navíc při absenci strukturálně atraktivních sektorů jako zdravotnictví či IT), podle nás stále nahrává investicím do defenzivnějších dividendových titulů. Spread mezi dividendovým výnosem titulů v rámci indexu PX a výnosem 10letého českého státního dluhopisu se pohybuje na rekordních úrovních (kolem 5 %). Na pražské burze tak z tohoto titulu považujeme za atraktivní společnosti, jejichž hospodaření (a dividendy) by volatilita na trzích měla ovlivnit jen v omezené míře.

Naší první preferencí je O2, která podle našeho názoru nabízí udržitelnou dividendu nad 16 Kč na akcii (dividendový výnos 6,5 %), následovaná Komerční bankou (dividendový výnos kolem 6 %) a Philip Morris (dividendový výnos kolem 7 %). Ten však v následujících letech bude čelit několika výzvám (růst zdanění či možný zákaz kouření v restauracích). Pro udržení stabilní dividendy tak bude muset v příštích letech sáhnout do nerozdělených zisků. Na první pohled sice aktuálně nabízí nejvyšší dividendový výnos ČEZ (9 %), nicméně udržitelnost současné výše dividendy není pravděpodobná. V následujících dvou letech očekáme pokles k 20-25 Kč/akcie, což by implikovalo výnos 5-6 %.

Určitou spekulativní sázkou může být stále Unipetrol, kde podle nás existuje šance na první výplatu dividendy od roku 2008. Limitujícím faktorem jsou relativně vysoké plánované investice v tomto roce a časový harmonogram výplaty pojistného plnění. Jasněji by snad mělo být po výsledcích za 1Q15 (21. dubna). Pokud dojde k relativně rychlému začátku výplaty pojistného plnění, šance na dvojcifernou „super dividendu“ podle nás stále žije.

Naopak bychom se na pražské burze i nadále vyhnuli CETV a NWR. Žádná z těchto firem není schopna generovat dostatek hotovosti k snížení svých vysokých dluhů.

PŘEHLED CÍLOVÝCH CEN A DIVIDEND PX TITULŮ

Název titulu	Cílová cena	Potenciál	Doporučení	Oček. DVD	D. výnos
ČEZ	V revizi	-	V revizi	35-40 CZK	9,0%
Erste Bank	26,5 EUR	+3,9 %	Akumulovat	0,5 EUR	2,0%
Komerční banka	5 700 CZK	+17,5 %	Koupit	310 CZK*	6,2%
VIG	V revizi	-	V revizi	0,6 EUR	3,0%
O2 Czech Rep.	301 CZK	20,4 %	Koupit	16 CZK*	6,4%
Unipetrol	V revizi	-	V revizi	-	-
Philip Morris CR	11 850 CZK	-9,0 %	Držet	920 CZK	7,0%
Pegas NW	800 CZK	-1,7 %	Akumulovat	1,25 EUR	4,1%
CETV	1,9 USD	-29,0 %	Prodat	-	-
PX Index	948b	+4,8 %	-	-	4,8%

* již bez nároku na dividendu

Zdroj: Odhady Patria Finance

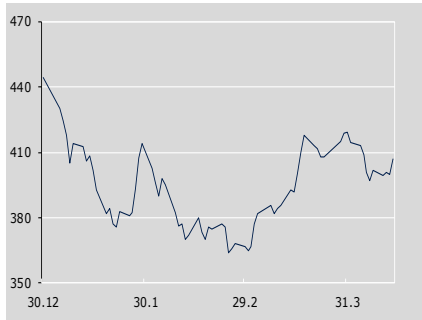
ČEZ

Výhled pro letošní rok zklamáním

UTILITY (UTILITIES)
ČESKÁ REPUBLIKA

TRŽNÍ CENA 422 CZK
CÍLOVÁ CENA V REVIZI

V REVIZI



zdroj: Bloomberg, Patria

Bloomberg CEZ CP
Reuters CEZP.PR
www.cez.cz
Tržní kapitalizace CZK 227mld
Počet akcií 538,0m
Free float 30,2%

Nejbližší korporátní události:
Výsledky za 1Q16: 10. května 2016

Zhodnocení	1M	3M	12M
Absolutní	+4%	1%	-27%
Relativní (PX)	+6%	2%	-17%

Akcie ČEZ od začátku letošního roku přišly o -8 %, čímž mírně zaostaly za vývojem (pan)evropského sektoru utilit (SX6E -4 %) i tuzemského indexu PX (-6 %). Pod tlak akcie dostala kombinace dalšího poklesu cen energetických komodit i obecně negativního naladění na trzích z rizikovými aktivy v úvodu roku. Letošní dno si akcie (doposud) našly v druhé polovině února (364-365 Kč). Od té doby lehce pookřály, společně s cenou uhlí i elektřiny.

Budoucí ceny silové elektřiny v mezičase klesly na 23 EUR/MWh (roční kontrakt na české i německé burze), což přirozeně vede k poklesu budoucích tržeb z dosud nezajištěné části plánované produkce ČEZ v následujících letech. Elektřinu v úvodních týdnech letošního roku stlačil níže hlavně další pokles ceny evropského energetického uhlí (až k 36 USD/t), emisních povolenek (5 EUR) ale i plynu, který svým poklesem následoval cenu ropy. V polovině února se po odrazu ceny ropy, dokázala od letošního dna odlepit i cena uhlí a vrátit se na úroveň ze začátku roku (42 USD/t). Cena silové elektřiny tím také mírně pookřála (z 21 EUR/MWh k 23 EUR/MWh), nicméně hodnot z přelomu roku zdaleka nedosahuje (28 EUR/MWh). Obdobný odraz totiž neproběhl na ceně emisní povolenky, která se stále obchoduje jen lehce nad 5 EUR (na přelomu roku 8 EUR/MWh).

V rámci svých výsledků za loňský rok (15.3.) společnost sice splnila své (během roku 2015 2x snížené) cíle pro EBITDA (65,1 mld. Kč) i upravený čistý zisk (27,7 mld. Kč), nicméně zklamala výhledem na rok letošní. Letos očekává ukazatel EBITDA na úrovni 60 mld. Kč a (upravený) čistý zisk plánuje ve výši 18 mld. Kč, což znamená, že ani výrazně vyšší očekávaný objem výroby elektřiny (+11 %) – i vlivem nízké srovnávací základny, kvůli odstávkám Dukovan, či zpožděním v uvedení do provozu Ledvic a Pruněřova – nevyváží pokles cen elektřiny a další negativní vlivy na zisky, jako nárůst odpisů, či absenci jednorázových (pozitivních) položek. Firma také upozornila, že pokud zůstanou ceny elektřiny na stávajících (nízkých) úrovních, lze očekávat další (nehotovostní) odpisy aktiv. Na druhou stranu potěšila ujištěním, že problémy v Dukovnech „jsou za nimi“. V souladu s našim očekáváním se ČEZ krátce po výsledcích rozhodl nepodat závaznou nabídku na koupi německých aktiv Vattenfallu, což akciím pomohlo zotavit se po zklamání z výhledu na letošek.

Cílovou cenu (555 Kč) i doporučení (Akumulovat) z loňského října po výsledcích revidujeme. Naše původní modelové předpoklady neodpovídaly výhledu společnosti na letošní rok, ani tržním cenám elektřiny. I proto jsme indikovali riziko pro snížení naší cílové ceny, vlivem snížení námi prognózovaných zisků v nejbližších letech. **Předpokládáme, že ČEZ navrhne dividendu ve výši 35-40 Kč.**

Erste Bank

Kapitálová přiměřenost roste díky slušným ziskům

BANKOVNICTVÍ (BANKS)

CEE REGION / ČESKÁ REPUBLIKA

TRŽNÍ CENA

25,5 EUR

KOUPIT

CÍLOVÁ CENA

26,5 EUR

NOVÁ CÍLOVÁ CENA (14.3)



zdroj: Bloomberg, Patria

Bloomberg

EBS AV

Reuters

ERST VI

www.erstegroup.com

Tržní kapitalizace

EUR 11,0mld

Počet akcií.

429,8m

Free float

75%

Nejbližší korporátní událost:

Výsledky za 1Q16: 4. května 2016

Zhodnocení	1M	3M	12M
Absolutní	-1%	-2%	3%
Relativní (PX)	1%	-2%	13%

Akcie Erste bank v průběhu minulého roku výrazně překonaly výkonnost bankovních titulů v rámci bankovního indexu Eurostoxx Banks. Stále očekáváme, že pozornost investorů by se měla dále posouvat od rizik směrem ke zlepšování ziskovosti banky. Domníváme se totiž, že trh stále ne úplně zohledňuje zlepšující se ziskovost z důvodu normalizace kvality aktiv v regionu. **Na titul zůstáváme pozitivní s 6M cílovou cenou 26,5 EUR na akcii a doporučením Akumulovat.**

O nárůst ziskovosti se v poslední roce postaraly hlavně nižší náklady na riziko a absence výraznějších odpisů aktiv. Banka si rovněž polepšila kapitálově. Kapitálový ukazatel Tier 1 dle Basel 3 vzrostl na konci roku na 12,3% z 10,6% ve 4Q14. Solidní schopnost generovat kapitál ze zadržených zisků by tak dále mohla podpořit valuaci banky i skrze nižší rizikovou prémii.

Management navrhuje vyplatit dividendu 0,5 EUR na akcii, což znamená výplatní poměr na úrovni 22 % čistého zisku. Vzhledem k lepší se kapitálové pozici očekáváme zvýšení výplatního poměru na nejméně 30 % ze zisku 2016, 40 % ze zisku 2017 a 50 % ze zisku 2018. To by znamenalo mnohem zajímavější dividendový výnos (cca 6% ve 2018).

V letošním roce od banky očekáváme překonání podle nás poměrně konzervativního výhledu na úrovni 10-11% ROTE (očekáváme ROTE na úrovni až 11,4%). Hlavním tahounem by mělo být zlepšování situace v Maďarsku (nižší daně), další mírný pokles NPL (z 7,1% na 6,9%) a jednorázový zisk z prodeje operací související s prodejem VISA Europe.

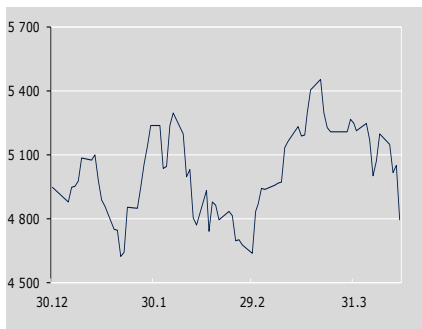
Komerční banka

Dividendová stálice

BANKOVNICTVÍ (BANKS)
ČESKÁ REPUBLIKA

TRŽNÍ CENA 4 890 Kč
CÍLOVÁ CENA 5 700 Kč

KOUPIT
NOVÁ CÍLOVÁ CENA (14.3)



zdroj: Bloomberg, Patria

Bloomberg KOMB CP
Reuters BKOMBI PR
www.kb.cz
Tržní kapitalizace CZK 186mld
Počet akcií 38,0m
Free float 39,6%

Nejbližší korporátní událost:
Valná hromada akcionářů: 22. dubna 2016
Výsledky za 1Q16: 4. května 2016

Zhodnocení	1M	3M	12M
Absolutní	-8%	-2%	0%
Relativní (PX)	-6%	-2%	+10%

Komerční banku aktuálně hodnotíme jako jednu z našich nejvíce preferovaných sázek v bankovním sektoru v regionu střední a východní Evropy. S Komerční bankou nejsou spojena žádná významnější politická rizika (zejména ve srovnání s polskou konkucí) a nabízí atraktivní nadprůměrný dividendový výnos. Komerční banku doporučujeme Kupovat s 6M cílovou cenou CZK 5 700 na akcii (před splitem 1:10).

Z loňského zisku management navrhuje vyplatit 310Kč na akcii (titul se již obchoduje bez nároku na dividendu). Titul se obchoduje na relativně zajímavých poměrových ukazatelích s 14,5x P/E₁₆ a 1,8x P/BV, tedy s výrazným diskontem vůči nejbližšímu polskému konkurentovi Bank Pekao s 18x P/E₁₆.

Výsledky za 2015 prokázaly odolnost obchodního modelu společnosti. Prostředí nízkých úrokových sazeb se daří kompenzovat rychlým růstem objemů úvěrů a banka tak vykázala jen minimální pokles čistých úrokových výnosů. Kromě toho investice do Komerční banky, na rozdíl od svých zejména polských konkurentů, nese jen relativně nízké politické riziko (nové bankovní daně, konverze cizoměnových hypoték apod.) a zároveň nabízí velice atraktivní přibližně 6% dividendový výnos.

Komerční banka i v příštím roce plánuje vyplatit 80-100 % svého čistého zisku na dividendách. Poté podrobí svoji dividendovou politiku revizi. Vzhledem k silnému růstu úvěrů pravděpodobně dojde na konzervativnější variantu výplaty dividend (nové rozpětí očekáváme někde v rozmezí 60-80% čistého zisku). Vzhledem ke své velice silné kapitálové pozici by banka mohla v několika následujících letech vyplácet dividendy i na horní hraně zmíněného rozpětí. To by jí stále mělo umožnit udržet jádrový Basel 3 Tier I kapitál na velmi bezpečné úrovni kolem 16 %.

Kromě vysokých dividend, se akcie Komerční banky mohou stát zajímavým nástrojem na monetizaci ukončení kurzového závazku ČNB (primárně pro zahraniční investory). Současnou úroveň CZK vidíme o 6-8 % nad svoji „férovou hodnotou“. Navíc banka nemá žádnou výraznější přímou expozici na FX, takže její výsledky tímto výrazněji trpět nebudou.

Na druhou stranu plánované IPO konkurenční GE Money Bank (pravděpodobně proběhne ve 2Q16) je krátkodobou hrozbou pro akcie KB. GE má relativně silnou kapitálovou pozici (Tier I nad 17%), plánuje vyplácet vysoké dividendy (nejméně 70% čistého zisku), nicméně její rizikovost je výrazně vyšší než v případě KB (téměř 40% úvěrového portfolia ve spotřebitelských úvěrech, výrazně vyšší LTD atd). Pokud nakonec IPO GE opravdu proběhne, můžeme vidět mírně negativní reakci na akciích KB z důvodu rebalancingu portfolií.

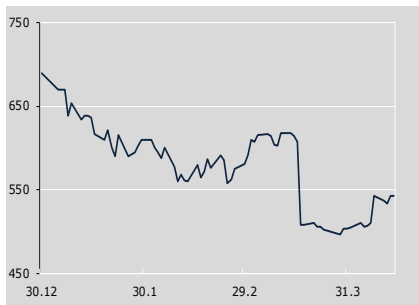
Vienna Insurance Group

Dividenda a výhled zklamaly

POJIŠŤOVNICTVÍ (INSURANCE)
CEE REGION / ČESKÁ REPUBLIKA

TRŽNÍ CENA 20,0 EUR
CÍLOVÁ CENA V REVIZI

V REVIZI



zdroj: Bloomberg, Patria

Bloomberg VIG CP
Reuters VIGRbl.PR

www.vig.com

Tržní kapitalizace EUR 2,6mld
Počet akcií 128,0m
Free float 30,0%

Nejbližší korporátní událost:

EX-DVD day: 18. května 2016

Výsledky za 1Q16: 24. května 2016

Zhodnocení	1M	3M	12M
Absolutní	-12%	-15%	-45%
Relativní (PX)	-10%	-14%	-36%

Ani vstup do nového roku se akciím **VIG** příliš nedařilo, když od začátku roku ztrácí dalších téměř 20 %. **VIG** se dostal pod silný prodejní tlak po profit warningu z poloviny března, kdy oznámil další odpisy aktiv, výrazné snížení dividendy ze zisku minulého roku a velmi opatrný výhled na rok letošní.

Hrubé předepsané pojistné loni meziročně kleslo o 1,7%, zatímco zisk před zdaněním za rok 2015 dosáhl jen 172 mil. EUR (-66% r/r). Ve 4Q15 společnost zaúčtovala další odpisy aktiv, které navíc z velké části nebyly daňově uznatelné. Efektivní sazba daně z příjmu se tak vyšplhala téměř na 36 % a čistý zisk dosáhl jen 98 mil. EUR (EPS 0,76 EUR).

Ze zisku loňského roku společnost vyplatí na dividendě jen 0,6 EUR na akcii. Ve výhledu na letošní rok společnost počítá s růstem zisku před zdaněním nejméně na 400 mil. EUR, tedy cca 16 % pod konsensem trhu před zveřejněným profit warningem. Dividendový výplatní poměr by měl překročit 30 %, což by znamenalo růst dividendy minimálně na 0,75 EUR/akcie (dividendový výnos 3,8 %).

Z výsledků byl patrný další pokles výnosů z investičního portfolia o cca 50mil. EUR. Prostředí nízkých úrokových sazeb tak stále více ukrajuje z reinvestičního výnosu společnosti. V tomto roce to nebude o nic lepší, naopak **pokles výnosů z investic by měl dosáhnout podle odhadů společnosti přibližně 100 mil. EUR.**

V rámci finančních institucí neměníme naši preferenci bank na úkor pojišťoven, které mají v rámci cyklu vyšší expozici na rostoucí ekonomickou aktivitu. Pro **VIG** stále přetrvává problém nízkých výnosů u státních dluhopisů kam směřuje 70 % finančních investic pojišťovny. Tento stav má navíc zřejmě potenciál ještě několik dalších měsíců/kvartálů přetrvat.

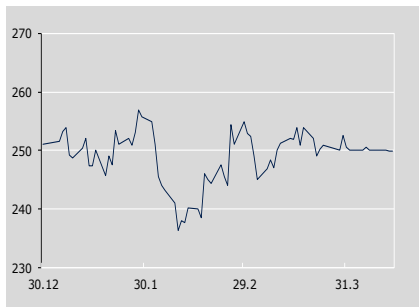
O2 ČR

Nejvyšší dividendový výnos v rámci peers

TELEKOMUNIKACE (TELECOMMUNICATIONS)
ČESKÁ REPUBLIKA

TRŽNÍ CENA 250 Kč
CÍLOVÁ CENA 301 Kč

KOUPIT
NOVÁ CÍLOVÁ CENA (23.2)



zdroj: Bloomberg, Patria

Bloomberg TELECOM CP
Reuters SPTT PR
www.o2.cz
Tržní kapitalizace CZK 77,6mld
Počet akcií. 310,2m
Free float 15%

Nejbližší korporátní událost:

Výsledky za 1Q16: 26.dubna 2016

Zhodnocení	1M	3M	12M
Absolutní	-1%	1%	-
Relativní (PX)	+1%	1%	-

Po velice solidních výsledcích, které byly poprvé reportované bez infrastrukturní části **jsme provedli update valuačního modelu s novou cílovou cenou 301 Kč a doporučením KOUPIT.**

Celoroční výsledky potvrdily funkčnost obchodního modelu a nově nastavená dividendová politika snížila rizika spojená s hlavním akcionářem společnosti.

V době, kdy ostatní telekomunikační společnosti v regionu čelí výrazným investičním výdajům v souvislosti s lokálními aukcemi spektra a snižují resp. vyplácí velice nízké dividendy, **O2 CZ navrhla vyplatit 16Kč/akcii (schválena bude na VH 19.4.; dividend ex-date 18.4.), což při současné tržní ceně představuje 6,4% výnos.**

Zpětný odkup akcií, který společnost spustila počátkem února s cílem vykoupit v následujících dvou letech 4% celkových akcií, je v plném proudu a **poskytuje akcii dodatečnou podporu v současném velice volatilním prostředí.**

Níže shrnujeme hlavní důvody za naším pozitivním názorem:

Dividendový výnos: Navržená dividend 16Kč/akcii představuje při aktuální ceně 6,4% výnos a 105% výplatní poměr z nekonsolidovaného čistého zisku za rok 2015. V rámci konkurenčních společností v regionu je tento dividendový výnos nejvyšší (polský Orange, poté co snížil dividendu na polovinu z PLN 0,50 na PLN 0,25, dosahuje dividendového výnosu pouze 3,7% a maďarský Telekom 5,7%). Rozdíl je ještě výraznější pokud porovnáme dividendový výnos s výnosy vládních dluhopisů; spread v případě O2CR dosahuje 6,2% vs. 1,7% v případě maďarského telekomu a 1,6% v případě polského telekomu.

Zpětný odkup akcií je podle nás srovnatelnou alternativou k jednorázové dividendě. Společnost od počátku února ke konci března vykoupila 0.3% celkového objemu akcií resp. 33 500 akcií denně, což je nad cílovanou úroveň pro schválené dvouleté období.

Velice dobrá provozní výkonnost podpořená silně rostoucím businessem na Slovensku (ke konci 2015 Slovensko generovalo 17,8% celkových tržeb společnosti) a razantním snížením nákladů.

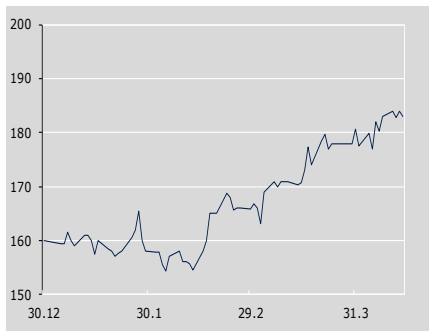
Unipetrol

Odstávka Litvínova zasáhne výsledky ve 1Q16

ROPA A ZEMNÍ PLYN (OIL & GAS)
ČESKÁ REPUBLIKA

TRŽNÍ CENA 184 CZK
CÍLOVÁ CENA V REVIZI

V REVIZI



zdroj: Bloomberg, Patria

Bloomberg	UNIPET CP
Reuters	UNPE.PR
www.unipetrol.cz	
Tržní kapitalizace	CZK 33,3mld
Počet akcií	181,3m
Free float	37,0%

Nejbližší korporátní událost:

Výsledky za 1Q16: 21. dubna 2016

Zhodnocení	1M	3M	12M
Absolutní	+7%	+16%	+34%
Relativní (PX)	+9%	+17%	+43%

Ačkoli celý rok 2015 byl pro Unipetrol velice dobrý, **poslední kvartální výsledky v roce 2015 byly však pro trh zklamáním, zejména z důvodu jednorázových položek spojených s uzavřením provozu ethylenové jednotky a revaluací zásob v důsledku propadu ceny ropy.**

Prostředí v segmentu zpracování ropy ale zůstává velice dobré. Rafinérská marže se meziročně bezmála zdvojnásobila a na konci 4Q15 dosáhla úrovně USD 4.2/bbl. Kombinovaná petrochemická marže vzrostla meziročně o 17% na EUR 838/t a B-U spread se zvýšil o 80% y/y na USD 2,7/bbl.

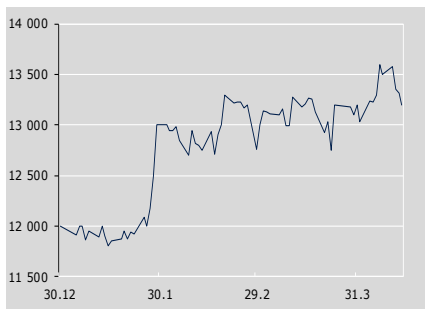
Společnost potvrdila, že ethylenová jednotka bude nabíhat postupně a plného provozu by měla dosáhnout v říjnu letošního roku. Nové informace očekáváme spolu s výsledky za 1Q16, které společnost zveřejní 22.dubna.

Koncem března (21.3.) byla společnost zařazena do indexu CECE EUR s váhou 0,4%, což vyvolalo pasivní příliv zhruba 1 mil. USD.

Výsledky za první kvartál letošního roku očekáváme slabší. Důvody jsou dva: i) stále pokračující odstávka ethylenové jednotky a ii) pravidelná údržba celého provozu Litvínově, kterou společnost spustila 15.3.2016 a která potrvá až do konce dubna. Celkové náklady společnost odhaduje na 2,5mld. Kč (z toho 1mld. investiční).

Philip Morris CR

Silná rozvaha umožní udržet vysokou dividendu

BĚŽNÁ SPOTŘEBA (CONSUMER STAPLES)
ČESKÁ REPUBLIKATRŽNÍ CENA 13 058 CZK
CÍLOVÁ CENA 11 850 CZK**DRŽET**
BEZE ZMĚNY

zdroj: Bloomberg, Patria

Bloomberg	TABAK CP
Reuters	TABAKbi PR
www.pmi.com	
Tržní kapitalizace	CZK 35,5mld
Počet akcií.	2,7
Free float	22,4%

Nejbližší korporátní událost:
Výsledky za 4Q15: březen 2016

Zhodnocení	1M	3M	12M
Absolutní	0%	12%	18%
Relativní (PX)	2%	12%	28%

Tržby v meziročním srovnání loni klesly o 22,7%, což bylo dáno zejména změnou provozního modelu ve výrobě. Provozní zisk meziročně vzrostl o 13,5% na 3,2mld. CZK, nicméně o 1,8% zaostal za našimi odhady. **Výsledky podpořil příznivý vývoj cen v České republice a zároveň příznivý vývoj prodejního mixu na Slovensku.**

S výsledky společnost navrhla vyplatit dividendu ve výši 920 CZK na akcii. Výplatní poměr tedy dosáhne 98%. Rozhodný den byl stanoven na 22. duben 2016 (ex-date tedy 21. dubna 2016).

PM ČR bude v letech 2016-17 čelit třem větším výzvám. První z nich je **růst spotřebních daní** na cigarety v ČR, které začalo platit již od ledna 2016 (zvýšení minimální daně o 6,3%). Druhou je **implementace nové směrnice EU** ohledně „odpudivých“ obalů cigaret. Třetí záležitostí je **zákaz kouření v restauracích**, které se stále diskutuje. Následkem těchto negativních událostí by měl být jednociferný pokles celého cigaretového trhu, který se následně projeví i v ziskovosti společnosti.

PM ČR je klasickou dividendovou akcií (dividendový výnos kolem 7 %). Mimo to regulace předzásobením a změny v provozním modelu uvolnily společnosti přibližně 700 Kč hotovosti na akcii, která může být použita na výplatu dividend v následujících letech a částečně tak kompenzovat pokles ziskovosti. **PM ČR tak může v následujících několika letech stabilně vyplácet dividendu přesahující 900Kč na akcii (tj. dividendový výnos kolem 7 %).** To je i důvod, proč tento titul dává podle nás smysl i nadále v portfoliu DRŽET navzdory tomu, že na současné úrovni nevidíme větší potenciál ke kapitálovým ziskům.

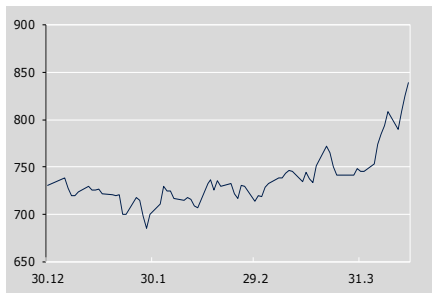
Pegas Nonwovens

Franklin Templeton výrazně snížil svůj podíl

BĚŽNÁ SPOTŘEBA (CONSUMER STAPLES)
ČESKÁ REPUBLIKA

TRŽNÍ CENA 804 CZK
CÍLOVÁ CENA 800 CZK

AKUMULOVAT
OBNOVENO (8.2)



zdroj: Bloomberg, Patria

Bloomberg PEGAS CP
Reuters PGSN.PR
www.pegas.cz
Tržní kapitalizace CZK 7,4mld.
Počet akcií. 9,2m
Free float 100,0%

Nejbližší korporátní událost:
Výsledky za 1Q16: 26.5. 2016

Zhodnocení	1M	3M	12M
Absolutní	14%	15%	42%
Relativní (PX)	16%	16%	52%

Analytické pokrytí společnosti Pegas Nonwovens jsme obnovili potvrzením naší původní cílové ceny (800 Kč) i doporučení AKUMULOVAT, po ukončení realizace a vypořádání zpětného odkupu vlastních akcií (8.2.), kterou pro společnost Pegas Nonwovens vykonávala společnost Patria Finance.

Akcie Pegasu od začátku roku oscilovaly v pásmu 700-750 Kč, v dubnu se však vydaly strmě vzhůru a šáhly si téměř až na 850 Kč. Růst odstartovalo oznámení o změně počtu hlasovacích práv Franklin Templeton (FT). Pegas 4.4. uvedl, že FT Asset Management snížil svůj podíl ve firmě na 2,1 % z 9,8 % a také, že Franklin Templeton Investment Management Limited drží podíl 5,36 % na základním kapitálu a hlasovacích právech Pegasu. Tímto zřejmě skončilo období zvýšené nabídky akcií Pegas právě ze strany Franklin Templeton.

Co se týká zpětného odkupu akcií, šéf společnosti František Řezáč se nachal na konci února slyšet, že osobně nečeká další odkup akcií. Naopak uvedl, že chce firma zvyšovat dividendu každý rok. Pro letošní rok vedení navrhlo společně s oznámením výsledků za rok 2015 (25.2) vyplatit 1,25 EUR na akcii z loňského zisku.

V rámci rekapitulace loňských výsledků, zveřejněných 17.3, **Pegas Nonwovens dosáhl v celém roce 2015 zisku EBITDA ve výši 44,3 mil. EUR**, což bylo blízko spodní hranici vlastního cílového pásma 44 – 48,5 mil. EUR. EBITDA upravená o přecenění opčního akciového programu by ovšem činila 47,3 mil. EUR. Čistý zisk za celý rok dosáhl výše 25 mil. EUR a poklesl z 27,1 mil. EUR v roce 2014. K celoročnímu výkonu na úrovni zisku EBITDA velmi solidně přispělo poslední čtvrtletí, ve kterém se mimořádně dařilo prodejem i výrobě. Celkové výnosy se v roce 2015 dostaly na 229,2 mil. EUR a mírně klesly -0,6 %. Pegas Nonwovens zveřejnil, že jako v roce 2015 bude v roce 2016 využívat svou plnou výrobní kapacitu, což indikují již dohodnuté kontrakty se zákazníky na tento rok. Firma tak prezentovala svůj výhled pro rok 2016. **Pegas očekává, že se jeho EBITDA v roce 2016 bude pohybovat v intervalu 43 až 49 mln. EUR.**

CETV

Refinancování dluhů pomůže jen částečně

MÉDIA

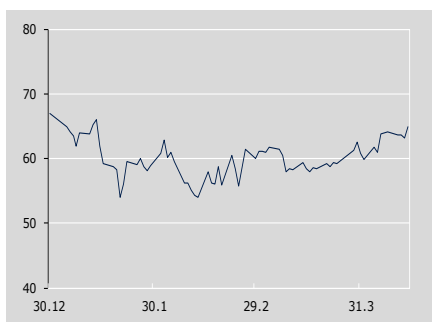
CEE REGION / ČESKÁ REPUBLIKA

TRŽNÍ CENA

2,59 USD

CÍLOVÁ CENA

1,90 USD

PRODAT
BEZE ZMĚNY

zdroj: Bloomberg, Patria

Akcie mediální společnosti od začátku mírně ztrácely, nicméně po dohodě s hlavním akcionářem na refinancování velké části dluhů za příznivějších podmínek titul veškeré ztráty odmazal.

CME představila o něco slabší výsledky za 4Q15, než trh očekával. Očištěné tržby rostly „jen“ o 3%. Pozitivní zprávou ale je, že svižným tempem pokračuje oživení na Slovensku a v Chorvatsku, nicméně český trh byl jednoznačným zklamáním (skupina zde vykázala růst očištěných tržeb jen o +1,2% r/r). To byl také jeden z hlavních důvodů, proč výsledky zaostaly za odhady.

Bloomberg

CETV CP

Reuters

CETVbi PR

www.kb.cz

Tržní kapitalizace

CZK 8,7mld

Počet akcií.

135,8m

Free float

42,8%

Nejbližší korporátní událost:

Výsledky za 1Q16: květen 2016 (odhad)

Zhodnocení

1M

3M

12M

Absolutní

9%

5%

15%

Relativní (PX)

11%

5%

25%

S výsledky společnost oznámila i dohodu se svým hlavním akcionářem Time Warner na refinancování svých „nejdražších“ dluhů. Použije na to novou 469 mil. EUR úvěrovou linku garantovanou TW. Celý výtěžek jde na splacení 15 % dluhopisů splatných v 2017. Úroková sazba se bude pohybovat v rozmezí 7-10,5 % v závislosti na zadlužení společnosti. Ihned tak společnost ušetří nejméně 450bb a uspoří cca 23 mil. USD ročně. Nejbližší splatnost se posune na rok 2018. To však není dostatečné množství, aby společnost začala tvořit hodnotu i pro minoritní akcionáře.

CETV i přes výrazné zlepšení na provozní úrovni je schopna generovat jen přibližně 2-3% FCF výnos (počítáno na fully diluted základně), což je relativně nízké číslo. Pokud by pokračovalo současné silné ekonomické oživení podobným tempem ještě v příštích 4-5 letech, tak by se volné cash-flow dostalo na úroveň kolem 6 %. Rizika jsou však vychýlena směrem dolů, navíc se přiblížil i termín realizace warrantů, což může v krátkodobém období negativně působit na cenu akcií společnosti.

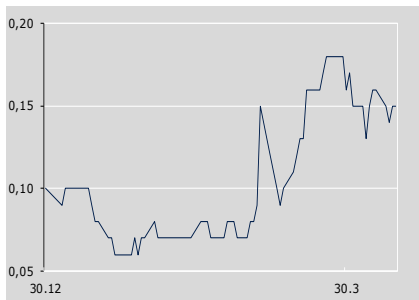
NWR

Kdo „zachrání“ NWR?

MATERIÁLY (BASIC RESOURCES)
ČESKÁ REPUBLIKA

TRŽNÍ CENA 0,15 CZK
CÍLOVÁ CENA -

BEZE ZMĚNY



zdroj: Bloomberg, Patria

Bloomberg NWR CP
Reuters NWR.L
www.newworldresources.eu
Tržní kapitalizace CZK 0,454mld
Počet akcií. 3,302.1m
Free float 99,8%

Nejbližší korporátní událost:

Výsledky za 1Q16: 18. května 2016

Zhodnocení	1M	3M	12M
Absolutní	+36%	+88%	-99%
Relativní (PX)	+38%	+88%	-89%

Mimořádně živo bylo v posledních týdnech na akcích NWR. Vše začalo oznámením výsledků skupiny za loňský rok (24.2). V rámci nich těžební firma oznámila, že ve 4Q15 dosáhla nulového provozního zisku EBITDA, utrpěla čistou ztrátu 207 mil. EUR, ovšem nafouknutou dalším (nehotovostním) odpisem aktiv ve výši 200 mil. EUR a především díky výprodeji skladových zásob a faktoringu pohledávek navýšila hotovost téměř o 30 mil. EUR na 86 mil. EUR. Připomeňme, že hotovostní zůstatky musí převýšit +40 mil. EUR k dodržení podmínek čerpání super seniorní kreditní linky (SSFC) i úvěru od ECA, resp. vyhnout se jejich předčasnému splacení. A právě o **dočasném zmírnění podmínky min. 40 mil. EUR hotovosti na účtech NWR se svými věřiteli nyní jedná.** Cestu k dosažení dohody by podle CEO mělo usnadnit i rozhodnutí dosavadního většinového vlastníka - skupiny CERCL – odejít ze skupiny NWR, a svůj podíl bezúplatně převést na ostatní akcionáře NWR. **Zdeněk Bakala** tedy **NWR opustil a novým většinovým vlastníkem (60 %) je uskupení tří největších věřitelů** (Ashmore Investment Management Limited, M&G Investment Management Limited a Gramercy Funds Management), vystupujících pod skupinou **Ad Hoc Group** (AHG).

Podstatná zpráva dorazila před několika dny (12.4), kdy NWR zveřejnila vybrané provozní ukazatele za 1Q16, v rámci kterých jsme se dozvěděli, že **zatímco loni ale prodávala koksovatelné uhlí za průměrných 90 eur za tunu, letos to bylo 76 eur. V případě energetického uhlí se průměrná cena snížila z 56 eur na 47 eur za tunu, tj. v obou případech zhruba o 16 %.** Podle nás by při těchto cenách (vzhledem k plánu produkce a prodeji) letos NWR přišla o více než 100 mil. EUR, tedy více než má aktuálně na účtech. AHG, která si je jistě vědoma, že při cenách, za které aktuálně uhlí prodává, pálí další hotovost, mezitím vyjednává s českým státem o jeho participaci na řešení situace v NWR. Minimálně ministr financí Babiš se zatím netváří, že by chtěl do NWR nalít peníze daňových poplatníků dříve, než firma projde insolvencí. Pomoc nabízí i obchodník s uhlím a elektřinou Petr Paukner, společně s Petrem Otavou a Martinem Uličákem. Svoji investici ale podmiňují insolvencí. A návrh na jednání o odkupu OKD doručil ADH naposled i finanční investor Pavol Krúpa se svojí Arca Capital (drží v NWR 3,44% podíl). Ten údajně svoji investici ani nepodmiňuje insolvencí.

Celá situace je tak poměrně nepřehledná, navíc s divokou kartou odrazu cen koksovatelného uhlí od únorového dna ze 75 až k 90USD/t. My se ovšem stále přikláníme k variantě, že skupina NWR žádnou hodnotu pro akcionáře nepředstavuje a nejpravděpodobnější je insolvence. Doplníme, že dluhopisy NWR se nyní „obchodují“, resp. spíše „kotují“ za 7 % své nominální hodnoty.

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.

ČEZ

Datum	Doporučení	Cílová cena
15-03-16	V REVIZI	V REVIZI
15-10-15	AKUMULOVAT	555 CZK
10-04-14	DRŽET	625 CZK
23-03-14	DRŽET	600 CZK
12-02-14	KOUPIIT	600 CZK

Komerční banka

Datum	Doporučení	Cílová cena
14-03-16	KOUPIIT	5 700 CZK
23-11-15	KOUPIIT	5 850 CZK
30-04-15	DRŽET	5 600 CZK
19-01-15	AKUMULOVAT	5 200 CZK
07-11-14	AKUMULOVAT	5 100 CZK

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

Pegas Nonwovens

Datum	Doporučení	Cílová cena
08-02-16	AKUMULOVAT	800 CZK
09-30-15	POZASTAVENO	-
15-05-15	AKUMULOVAT	800 CZK
14-03-14	AKUMULOVAT	664 CZK
20-01-14	DRŽET	560 CZK

CETV

Datum	Doporučení	Cílová cena
19-11-13	PRODAT	1,9 USD
01-11-13	PRODAT	1,9 USD
03-05-13	PRODAT	3,1 USD
08-03-13	PRODAT	4,6 USD
01-11-12	PRODAT	5,3 USD

Erste Bank

Datum	Doporučení	Cílová cena
14-03-16	AKUMULOVAT	22,5 EUR
21-09-15	KOUPIIT	30,0 EUR
30-04-15	KOUPIIT	28,0 EUR
26-01-15	KOUPIIT	24,0 EUR
04-11-14	AKUMULOVAT	22,5 EUR

Vienna Insurance Group

Datum	Doporučení	Cílová cena
22-10-15	V REVIZI	V REVIZI
19-09-14	DRŽET	39,5 EUR
19-08-13	AKUMULOVAT	42,5 EUR
28-01-13	DRŽET	37,5 EUR
07-12-12	DRŽET	40,0 EUR

Unipetrol

Datum	Doporučení	Cílová cena
12-01-16	V REVIZI	V REVIZI
18-05-15	DRŽET	145 CZK
01-07-14	DRŽET	130 CZK
13-03-14	PRODAT	130 CZK
13-06-13	PRODAT	142 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

NWR

Datum	Doporučení	Cílová cena
11-01-16	-	-
18-05-15	DRŽET	0,25 CZK
31-07-14	PRODAT	0,25 CZK
20-02-14	PRODAT	3,50 CZK
24-01-14	PRODAT	15,00 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 tipy 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. 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):

- (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
CETV	2
ČEZ	2
Fortuna	2
Komerční banka	2
NWR	2
Pegas Nonvowens	2
Philip Morris ČR	2
O2 ČR	2
Unipetrol	2
VIG	2

Patria patří do podnikatelské skupiny KBC a není-li v analýze uvedeno jinak, Patrii 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.

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.