

## Akciový kompas

### Valuace CEE bank

7. prosince 2012

Domácí akciový index v listopadu posílil o 2,72 procenta (+ 26,4 bodu) na 997,3 bodu. Největší mírou se na růstu indexu (asi 41 body) podílely akcie Erste Bank, růstem o téměř 18 procent. V rámci evropského bankovního indexu STOXX Europe 600 Banks byla Erste Bank dokonce třetím nejrychleji rostoucím titulem. Vlna navýšení cílových cen a odhadů ziskovosti Erste Bank přišla po představení lepšího výhledu pro příští rok. Naopak, horší výhled pro příští rok nastínila Komerční banka, jejíž akcie v listopadu oslabily o 2 procenta. Z dalších větších vah kladně přispěly (17,6 body) už jen akcie pojišťovny VIG, když přidaly 12 procent. Výkonnost indexu nejvíce stahovaly akcie společnosti ČEZ a Telefónica CR.

Po výsledkové sezóně za 3Q12 jsme aktualizovali naše modelové ocenění bankovních titulů v regionu CE3+Rusko. Domníváme se, že po listopadovém výrazném růstu předběhly akcie Erste Bank jejich fundament. Na současných úrovních považujeme za zajímavé pouze ruské banky. U zbytku regionu vidíme jen nízký, nebo žádný růstový potenciál. V případě polských bank se jejich akcie dokonce jeví jako nadhodnocené. Nutno však podotknout, že polské banky se vždy obchodovaly s premií vůči ostatním bankám v regionu. Valuační premií částečně vysvětluje slušný dividendový výnos, který polské banky nabízejí.

#### OCENĚNÍ BANK V REGIONU CE3 + RUSKO

Název titulu	Cena k 30.11.	Cílová cena*	Růstový potenciál	Divid. výnos
VTB Bank (USD)	3,304	3,857	+16,8%	1,40%
Sberbank (USD)	11,45	13,23	+15,5%	0,88%
OTP Bank (HUF)	3 940	4 058	+3,0%	3,29%
Raiffeisen Bank (EUR)	31,9	32,2	+1,0%	2,95%
PKO Bank (PLN)	35,1	34,5	-1,6%	3,95%
Komerční (CZK)	3 880	3 800	-2,1%	5,82%
Erste Bank (EUR)	22,0	20,0	-9,1%	1,84%
ING Slaski (PLN)	89,9	77,3	-14,0%	2,08%
Bank Pekao (PLN)	156,9	133,3	-15,1%	4,31%
Millennium (PLN)	4,27	3,42	-15,1%	4,31%
Bank Handlowy (PLN)	94,8	73,8	-22,2%	4,43%

\* V případě Komerční banky a Erste vychází cílová cena z našeho modelového ocenění. U dalších titulů vznikla cílová cena kombinací ocenění pomocí cílové hodnoty P/B násobku a průměrné cílové ceny na trhu

Zdroj: Výpočty Patria, Bloomberg

Přečtěte si prosím důležité upozornění na konci tohoto reportu.

#### EQUITY RESEARCH

##### Branislav Soták

analytik

E-mail: sotak@patria.cz

Telefon: +420 221 424 163

##### Tomáš Sýkora

analytik

E-mail: sykora@patria.cz

Telefon: +420 221 424 128

##### Tomáš Tomčány

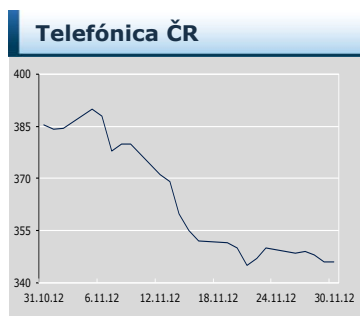
analytik

E-mail: tomcany@patria.cz

Telefon: +420 221 424 149

##### Patria Direct, a.s.

Jungmannova 24, 110 00 Praha 1



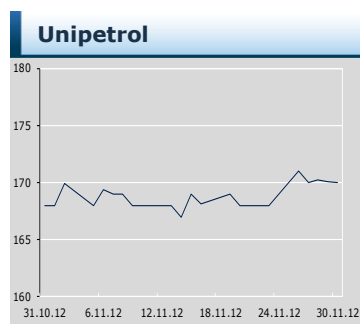
	1M	6M	12M
Výkon	-10%	-9%	-12%

## Obavy z větší konkurence a poklesu dividendy rostou

Cílová cena: **Patria v revizi** Konsensus 392 Kč Doporučení: DRŽET

Telekomunikační úřad v polovině listopadu zahájil aukci volných frekvencí se čtveřicí uchazečů. Jedná se o společnosti T-Mobile, Telefónica, Vodafone a PPF Mobile Services. Vyvolávací cena frekvencí je dohromady 7,4 mld. Kč. Hlavním cílem aukce je rozšíření služeb rychlého mobilního internetu. Výsledky aukce měl úřad původně oznámit 28. listopadu. Jenže zájemci stále přihazují a tak odložil termín ukončení dražby na neurčito. Nejvyšší zájem očekáváme u spektra 800 MHz, kde je reálně místo jen pro 3 přiděly a zájemci jsou čtyři, což by mohlo výrazně vyhnat výslednou cenu nahoru. Odhadujeme, že LTE licence může pro Telefoniku znamenat náklady v rozmezí 3,0 až 3,5 miliardy korun v průběhu příštího roku. Obavy z výsledku aukce tak drží akcie Telefoniky CR pod prodejním tlakem. Navíc akcie ztratily oporu v 13korunové „extra“ dividendě, kterou firma vyplatí ze snížení základního kapitálu. Společnost již předtím vyplatila odměnu pro akcionáře ve formě běžné dividendy ve výši 27 Kč na akcii, celková odměna pro akcionáře z loňského zisku tak činila 40 Kč na akcii.

Domníváme se, že společnost udrží letošní odměnu pro akcionáře (celkem 40 Kč na akcii) i v příštím roce. Operátor dále oznámil, že dokončil managementem schválenou první transi program nabytí vlastních akcií v objemu 2 % celkového počtu akcií. Celková cena odkupu tak dosáhla 2, 481 mld. korun. Management se prozatím nerozhodl pro další pokračování odkupu. Domníváme se, že probíhající LTE aukce, která zatíží kapitálové výdaje společnosti v příštím roce, a pokračující tlak na cash flow společnosti, povedou k tomu, že Telefónica CR program zpětného odkupu v brzké době neobnoví. V nadcházejících týdnech by titul mohl být pod prodejním tlakem. Naše cílová cena prochází aktuálně procesem revize.



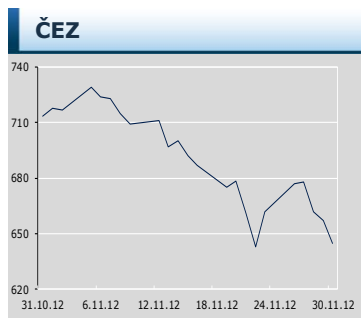
	1M	6M	12M
Výkon	1%	-2%	-1%

## PKN Orlen odmítl možný prodej Unipetrolu

Cílová cena: Patria 140 Kč Konsensus 143 Kč Doporučení: PRODAT

Státní provozovatel tuzemských ropovodů, firma Mero ČR, minulý týden oznámil, že kupuje část podílu koncernu Shell v Transalpinském ropovodu TAL. Tuzemské rafinerie tak budou moci dopravovat ropu ropovodem ze západu i nad rámec předem objednaného množství, uvedl k tomu ministr průmyslu a obchodu Kuba. Podle vyjádření Martina Kuby pro Lidové noviny jde však jen o začátek plánu na propojení státem vlastněných společností Mero a Čepro. Tímto způsobem by vznikl státní ropný holding, který od vlády prý dostane úkol koupit aspoň menšinový podíl v rafineriích. Polská média zareagovala obavami, že české firmy by se mohly spojit s ruskými ropnými podniky ve snaze převzít kontrolu nad rafinačními aktivitami PKN Orlen v ČR. PKN Orlen v reakci na spekulace polského tisku o silicím tlaku Čechů na prodej českých rafinerských ale odmítl. „V současnosti není v běhu žádný projekt ani neuvažujeme o prodeji našich českých aktiv,“ uvedl generální ředitel Jacek Krawiec.

Akcie Unipetrolu ovšem i tyto spekulace nechaly tradičně zcela bez povšimnutí a nadále se „obchodovaly“ okolo hranice 170 Kč. PKN Orlen tedy možný prodej svých aktivit v ČR vyloučil, nicméně vzhledem k tomu, že rafinerských kapacit je v Evropě, navzdory postupnému snižování, stále spíše přebytek, my další možné změny v Unipetrolu do budoucna vyloučit nemůžeme. Stále také platí naše již dosti „otřepané“ zhodnocení, že proti svým konkurentům se Unipetrol stále obchoduje s těžko oddůvodnitelnou významnou premií.



	1M	6M	12M
Výkon	-10%	-15%	-13%

## Snížení cílové ceny s nižší šancí na dražší povolenky

Cílová cena: **Patria 654 Kč** Konsensus 810 Kč Doporučení: DRŽET

Evropská komise během listopadu znovu rozhodla odložit hlasování o přesyceném trhu s emisními povolenkami EU ETS. V Komisi se mělo hlasovat o návrhu „dát stranou“, neboli zpozdit aukce, 900 mil. kusů emisních povolenek z celkového množství 18,2 mld. kusů povolenek, které mají být nabízeny během tzv. fáze III, tj. v letech 2013–2020. V prostředí slabé výkonnosti evropských ekonomik tak v EU evidentně není shoda na tom, že povolenky mají být dražší. Vzhledem k tomu, že v posledních měsících navíc docházelo i k postupnému zhoršování průmyslové aktivity u jediného tahouna evropské ekonomiky, tedy Německa, rozhodli jsme se významně snížit pravděpodobnost našeho alternativního scénáře (tj. podstatně dražších povolenek v brzké době). Dražší povolenky by se přímo promítly do vyšších cen silové elektřiny na středoevropských burzách. Prostředí levných povolenek, resp. nízké ceny elektřiny v regionu, se sice jen pozvolna ukazuje v tlaku na zisky společnosti, co je ovšem horší, vůbec nevyhovuje strategii společnosti, tj. dalšímu rozvoji jádra a postupnému útlumu výroby ve starších hnědohelných zdrojích. Snižujeme tak naši prognózu budoucích cen silové elektřiny, kterou si ČEZ bude schopen v příštích letech na trhu zajistit. Aktuálně tak v modelu počítáme s 51,5 EUR/MWh pro rok 2013, dále pak 49 v roce 2014, 49,5 v roce 2015 a jen velmi pozvolným růstem do roku 2020. V takovém scénáři by si ČEZ měl udržet čisté zisky mírně nad 40 mld. Kč do roku 2015, které by následně postupně klesaly k 35 mld. Kč v roce 2020. Dividenda by po roku 2015 také nejspíše klesla k 40 Kč na akcii. Výsledkem je snížení naší cílové ceny na 654 Kč z předchozích 800 Kč, když doporučení ponecháváme DRŽET, převážně s ohledem na stále relativně slušnou dividendu.



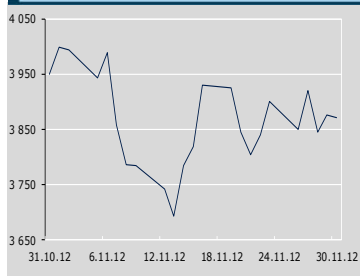
	1M	6M	12M
Výkon	0%	-34%	-38%

## Lepší výsledek ve 3Q12 i díky kontrole nákladů

Cílová cena: **Patria 105 Kč** Konsensus 89 Kč Doporučení: DRŽET

Společnost NWR zveřejnila své výsledky za 3Q12 14. listopadu. Čísla překonala naše i konsensuální odhady na všech úrovních zisků a z krátkodobého pohledu jsme hodnotili výsledky jako pozitivní. K lepšímu než odhadovanému výsledku tak NWR pomohly především nižší než očekávané náklady na vytěženou tunu uhlí, tedy lepší kontrola provozních nákladů. Společnost také potvrdila své cíle pro letošní rok. Střednědobý výhled se pro společnost nicméně tímto nijak nemění a prostředí v odvětví bude nadále pro NWR obtížné, doprovázené balancováním firmy na hraně čistých zisků a ztrát. NWR potvrdila svůj cíl pro produkci uhlí v roce 2012 na 11,0 až 11,1 mil. tun. Cíl pro prodeje v letošním roce společnost také ponechala na 10,2 – 10,3 mil. tun. Záměrem společnosti také zůstává snížit současný stav zásob uhlí z aktuálních 1 336 tis. tun na 600-700 tis. tun, což by ve 4Q12 mělo podle nás vést k „umazání“ větší části pozitivního příspěvku tvorby zásob do zisků ve 2Q i 3Q, v námi odhadované výši zhruba -60 mil. EUR. Pokud společnost svým letošním cílům dostojí, znamenalo by to ve 4Q12 vytěžit o třetinu uhlí méně než činil průměr v minulých třech kvartálech, ale naopak o třetinu více prodat a také snížit skladové zásoby na polovinu. V kombinaci s předchozí indikací dohodnutých cen uhlí i koxsu pro 4Q12 by pak tato kombinace měla ve 4Q12 vést k čisté ztrátě ve výši cca -40 mil. EUR a celý rok by tak společnost zakončila s nulovým čistým ziskem. Výplatu mezitímní dividendy za druhé pololetí tak v souladu s naší prognózou nečekáme. Stále také probíhá přezkoumání projektu Debiensko. NWR předpokládá, že další informace poskytne na úvod příštího roku, čímž rozhodnutí o Debiensku dále mírně odsunuje.

## Komerční banka



	1M	6M	12M
Výkon	-2%	12%	24%

## Náklady na riziko v příštím roce výrazně porostou

Cílová cena: Patria 3 800 Kč Konsensus 4 078 Kč Doporučení: DRŽET

Komerční banka dne 8.11. zveřejnila výsledky za 3Q12. Čistý zisk banky ve třetím čtvrtletí meziročně vzrostl o 112,1 % na 3,32 mld. Kč důsledkem nízké porovnávací báze ve 3Q11, kdy banka vytvořila rezervu na krytí ztrát z přecenění řeckých dluhopisů ve výši 2,64 mld. Kč. Výsledky banky na provozní úrovni zklamaly, ale pozitivně opět překvapily náklady rizika.

Spolu s výsledky banka představila nový výhled pro rok 2013. Management čeká mírný pokles celkových bankovních výnosů v příštím roce. Úroková marže by měla v prostředí rekordně nízkých sazeb dál klesat, zejména pak u depozit. V příštím roce by tak mohla klesnout o dalších 20 bazických bodů z průměrných úročených aktiv banky po námi očekávaném poklesu v letošním roce rovněž o 20 bodů. Méně podpory se úrokovým výnosům zřejmě dostane i z růstu úvěrů a depozit v příštím roce, kde banka počítá s pomalejším růstem. Růst úvěrů by měl zpomalit na 3-5 procent, depozita porostou o asi 2 až 3 procenta. Výnosy z poplatků a provizí by měly dál klesat, ale pomaleji než v letošním roce. U provozních nákladů banka čeká stagnaci. Slabý je i výhled pro výši nákladů rizik v příštím roce. Náklady na rizika u korporací by měly vzrůst z očekávaných letošních 20-25 bazických bodů z celkové korporátní expozice na 40 až 50 bodů. V retailovém segmentu se počítá s mírným nárůstem, náklady rizika by však neměly překročit hranici 80 bazických bodů z letošních zhruba 70 bodů. Podle našich odhadů tak celkové opravné položky k špatným úvěrům vzrostou na asi 60 bazických bodů z průměrných hrubých úvěrů z letošních zhruba 44 bodů. V důsledku nových informací jsme snížili náš odhad zisku pro příští rok o 4,7 % na 12,1 mld. Kč. Náš odhad je zhruba 5 % pod průměrným odhadem analytiků v roce 2013. Očekáváme, že by banka mohla v příštím roce vyplatit dividendu 240 Kč/akcii, v roce 2014 pak 220 Kč/akcii..

## Erste Bank



	1M	6M	12M
Výkon	18%	33%	72%

## Nejlepší měsíc od prosince 2010

Cílová cena: Patria 20,0 EUR Konsensus: 21,5 EUR Doporučení: DRŽET

Z námi pokrývaných titulů na pražské burze nejrychleji rostly akcie Erste Bank (+18 %). V rámci evropského bankovního indexu STOXX Europe 600 Banks byla Erste Bank dokonce třetím nejrychleji rostoucím titulem. Vlna navýšení cílových cen a odhadů ziskovosti Erste Bank přišla po výsledcích za 3Q12, které banka zveřejnila ještě na konci října. Pozitivně vyzněl zejména vývoj u úvěrového portfolia s mezikvartálním setrváním NPL (špatné úvěry) na úrovni 9,2 %, poté co rostly šest kvartálů v řadě, což může být příznivý signál pro budoucí vývoj nákladů rizik. Co se týká výhledu, banka čeká, že v roce 2013 dojde k celkovému zlepšení výsledků, také zlepšení poměru nákladů k výnosům banky a neočekává další pokles úrokové marže. Po lepším výhledu banky pro příští rok jsme zvedli náš odhad pro zisk v příštím roce o zhruba 8 % na 845 mil. EUR, což je lehce nad konsensuálním odhadem 834 mil. EUR.

Domníváme se však, že po listopadovém výrazném růstu akcie Erste Bank již předběhly jejich fundament. Cílovou cenu jsme po výsledcích revidovali z 19 EUR na 20 EUR za akcii.

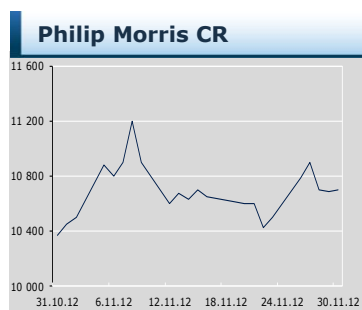


	1M	6M	12M
Výkon	12%	20%	32%

## Po pěkné jízdě je čas dát si větší pozor

Cílová cena: Patria 40,0 EUR Konsensus 40,0 EUR Doporučení: **DRŽET**

Akcie společnosti VIG předvedly v listopadu mimořádnou výkonnost a dále rostou i na úvod prosince. Cena akcií tak „dohnala“ své zaostávání za výrazným poklesem rizika rakouských dluhopisů, na což jsme v minulých měsících několikrát upozorňovali. Pojišťovací skupina také v závěru měsíce zveřejnila své výsledky za 3Q12. Skupina VIG dosáhla ve 3Q12 čistého zisku 110,1 milionu eur, čímž výrazně překonala očekávání trhu na úrovni 100,8 mil. eur. Za devět měsíců roku zvýšila meziročně zisk o 9 procent na 341,4 milionu eur z loňských 313 mil. eur. Zisk před zdaněním ve 3Q12 výsledkem 141,5 milionu eur předčil očekávání 137,7 mil. eur. Hrubé předepsané pojistné skupiny dosáhlo ve čtvrtletí celkového objemu 2,143 mld. eur, za devět měsíců roku meziročního zvýšení o 9,2 procenta na 7,43 mld. eur z loňských 6,8 mld. eur. VIG dále posiluje své pozice v CEE regionu, kde předepsané pojistné meziročně vzrostlo o 14,1 procenta, v Polsku se dostalo přes miliardu eur (+190 %). Čistý zisk z aktivit v regionu vzrostl meziročně o 18,6 procenta. Příspěvek CEE trhů k celkovému výsledku se na úrovni zisku (51,4 %) i tržeb (54,2 %) dostal přes polovinu. Výsledky jsme tak hodnotili jako pozitivní. Vzhledem k tomu, že akcie se přiblížily naší cílové ceně, naše předchozí nákupní doporučení mírníme na „držet“. Cílovou cenu 40 EUR potvrzujeme. Stávající úroveň okolo 38 EUR považujeme za vhodné pro výběr minimálně části zisků. Předpokládáme, že zisky by i v příštím roce mohly dále mírně růst (cca +5 %), navzdory slabší výkonnosti ekonomik Rakouska či Česka. Za riziko ovšem považujeme rekorně nízké výnosy z dluhopisů na obou největších trzích, které do budoucna mohou stlačit hodnotu segmentu tradičního životního pojištění, především v Rakousku.

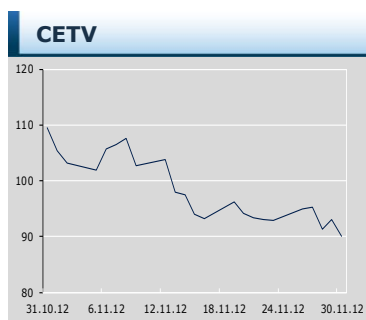


	1M	6M	12M
Výkon	3%	-2%	-13%

## Růst díky exportu, prodeje v ČR nadále pod tlakem

Cílová cena: Patria 11 611 Kč Konsensus 10 965 Kč Doporučení: **DRŽET**

Společnost dne 8.11. oznámila konsolidované tržby za devět měsíců roku na úrovni 9,6 mld. Kč, což znamená meziroční růst o 8,9 %. Růst byl tažen zejména růstem exportu v rámci skupiny PMI s nižší marží. Domácí prodeje v České republice a na Slovensku zůstávají pod tlakem. To je důsledkem poklesu celkového cigaretového trhu i pokračujícího přesunu zákazníků do nižšího cenového segmentu na obou trzích. Z výsledků tabákového concernu Philip Morris International (PMI), který je mateřskou společností Philip Morris ČR, dále vyplývá, že celkový cigaretový trh klesl ve 3Q12 o 3,5 % na 5,3 mld. jednotek a dodávky skupiny PMI na český trh poklesly o 7,9 %, za prvních 9 měsíců pak o 8,0 %. Tržní podíl skupiny PMI na českém trhu ve 3Q12 klesl o 2,0 procentního bodu na 42,5 %. Jeho pokles je odrazem pokračujícího ztracení tržního podílu zejména u značek v nižším cenovém segmentu. Tyto poklesy jsou z části kompenzovány růstem u vlajkové lodi skupiny Marlboro. Celkově jsme vyhodnotili představená čísla za 9M12 jako neutrální pro akcie Philip Morris ČR. Zveřejněné vybrané ukazatele potvrzují pokračující ztrátu prodejů a tržního podílu skupiny na českém trhu zejména kvůli daňově taženému růstu cen cigaret, což již ukázalo druhé čtvrtletí. Čísla rovněž ukazují, že vývoj se proti 2Q12 výrazně nezměnil, pokles v ČR byl dokonce nižší, než ve 2Q12. Domníváme se, že Philip Morris ČR vyplatí v příštím roce dividendu na úrovni 960 korun za akcii, což představuje dividendový výnos 8,8 %. Z dividendových titulů na pražské burze preferujeme nejvíce akcie Philip Morris ČR. Riziko poklesu dividendy u tohoto titulu je ve střednědobém horizontu podle nás nejnižší. V nejbližších třech letech by měla firma udržet dividendu nad 900 Kč/akcie.



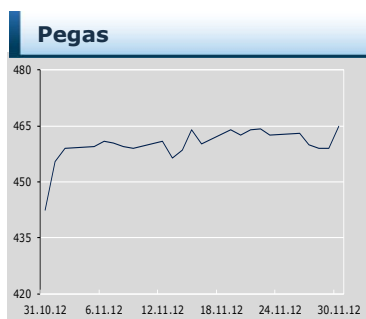
	1M	6M	12M
Výkon	-18%	-39%	-43%

## Společnost by mohla prodat dvě TV stanice

Cílová cena: Patria 5,3 USD    Konsensus 8,0 USD    Doporučení: PRODAT

Ratingová agentura Moody's po výsledcích za 3Q (zveřejněných 31.10.) a zhoršení celoročního výhledu snížila výhled ratingu společnosti z „pozitivní“ rovnou na „negativní“. Potvrzený rating na stupni „B3“ u CETV podle Moody's odráží vysoké zadlužení společnosti, slabou pravděpodobnost blízkého zlepšení vývoje televizní reklamy na trzích, kde má CETV zastoupení a očekávání negativní tvorby volného cash flow i v příštím roce. Ratingová agentura Standard & Poor's také výrazně přehodnotila potřebu hotovosti mediální společnosti CETV v roce letošním i příštím a reagovala snížením hodnocení dlouhodobých závazků CETV na „CCC+“ z dosavadního stupně „B-“. Zároveň snížila výhled na „negativní“ ze „stabilního“. Kapitálovou strukturu CETV pro několik příštích let agentura hodnotí jako neudržitelnou a likviditní pozici společnosti jako slabou. My jsme po zveřejnění výsledku za 3Q12 snížili cílovou cenu z 6,20 USD/akcii na 5,30 USD/akcii. Investiční doporučení zní „prodat“. V modelu neočekáváme návrat ke kladnému cash flow dříve než v roce 2014.

Společnost spolu s výsledky uvedla, že pro posílení své likvidní pozice zvažuje různé varianty: veřejný nebo neveřejný úpis nových akcií, případně odprodej některých aktiv společnosti. V médiích proběhly spekulace, že firma by mohla získat 150 až 200 mil. USD z prodeje dvou televizí. K prodeji by prý mohla být nabídnuta chorvatská Nova TV a slovinská POP TV. Možný prodej konkrétních dvou zmiňovaných televizí však CETV prozatím nepotvrdila. Podle našich odhadů generují obě společnosti asi 15 procent ročních tržeb skupiny. Cena 200 milionů USD by byla mírně pod sektorovými poměry EV/EBITDA a EV/Sales v regionu CEE.



	1M	6M	12M
Výkon	5%	8%	3%

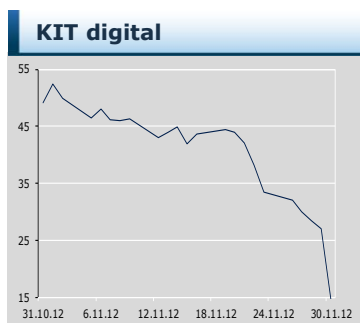
## Celoroční EBITDA by měla alespoň o 5 procent vzrůst

Cílová cena: Patria 508 Kč    Konsensus 543 Kč    Doporučení: KOUPIT

Tuzemský producent netkaných textilií Pegas Nonwovens dne 22.11. oznámil, že za 3Q12 zvýšil celkové výnosy meziročně o 9,7 procent na 47,9 mil. EUR, zatímco provozní zisk EBITDA se zvýšil o 4,8 % na 11,3 mil. EUR. Na úrovni čtvrtletních tržeb tak společnost zaostala za konsensem (medián Reuters) 49,14 mil. EUR, nicméně provozním ziskem naopak mírně překonala očekávání nastavené na 11,0 mil. EUR. Čistý zisk meziročně vzrostl o 56,8 procent na 8,6 mil. EUR, mírně nad konsensus 8,5 mil. EUR. Solidní výsledky byly dle očekávání podpořeny kapacitou výrobní linky uvedené do provozu v loňském roce, ale i poklesem cen polymerů, který kompenzoval nepříznivé dopady ve 2Q12. Provozní zisk (EBIT) ve 3Q12 meziročně klesnul o 2,2 procenta na 8,4 mil. EUR, když nová výrobní linka současně způsobila zvýšení odpisů.

Společnost spolu s výsledky také potvrdila svůj celoroční výhled růstu EBITDA, třebaže na spodní hranici dříve udávaného rozmezí o 5 až 15 procent. Firma upozornila, že volatilita cen vstupních materiálů nadále pokračuje a výsledky 4Q12 budou z tohoto titulu významně negativně ovlivněny.

Výsledky nijak nezměnili náš vcelku optimistický pohled na společnost Pegas. Ponecháváme naši cílovou cenu 508 Kč i doporučení KOUPIT. Věříme, že dynamiku tržeb i provozních zisků v roce 2013 již v jeho druhé polovině pozitivně ovlivní postupný náběh nové výrobní linky v Egyptě.

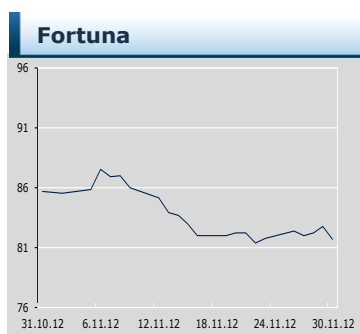


	1M	6M	12M
Výkon	-70%	-89%	-92%

## Firmu čekají těžké časy

Cílová cena: **Patria 0,3 USD** Konsensus 2,0 USD Doporučení: **PRODAT**

Společnost KIT digital dne 22.11. oznámila zjištěné chyby v účetnictví, které povedou k revidování finančních výkazů za období let 2009-2011 a dále pak výsledků za 1Q12 a 2Q12. Společnost doporučuje investorům neopírat se o dříve publikované výsledky a odkládá i vydání výsledků za 3Q12. Chyby by se měly týkat zejména špatného zaúčtování tržeb plynoucích z některých trvalých licencí a zaúčtování transakcí s propojenými společnostmi. Společnost dále uvedla, že kvůli slabé hotovostní pozici (hotovostní prostředky firmy klesly na 10,6 mil. USD) nemusí být schopná dostát svým závazkům vyplývajícím z úvěru ve výši 11 mil. USD. Firma navíc opět zhoršila svůj výhled pro cash flow a čeká další dodatečné náklady. Kvůli nedostatečné hotovosti bude zvažovat alternativy získání kapitálu i samotný prodej celé společnosti. Kaleil Isaza Tuzman, zakladatel a bývalý CEO společnosti, odmítá pochybení nastíněná ve zprávě společnosti o zjištěných chybách v účetnictví a chce stát v čele skupiny kupců, která by celou firmu odkoupila při ceně 3,75 USD za akcii. O transakci se prý bavil s dvojicí velkých private equity skupin, které vyjádřily zájem na spolupráci. Nabídku však následně snížil na pásmo 1,35-1,70 USD, protože spolu se skupinou potenciálních kupců zjistili o firmě „nové“ skutečnosti. I tato nabídka je však stále jen indikativní. Ocenění firmy je dnes obtížné, neboť velikost a forma v jaké bude společnost schopna pokračovat, jsou nyní velmi nejisté. V našem novém ocenění předpokládáme, že firma bude dále pokračovat ve svých aktivitách. Ocenění dále komplikují zjištěné chyby v účtování tržeb. Po oznámení nových skutečností jsme srazili cílovou cenu z 3,30 USD/akcii na 0,30 USD/akcii. Doporučení zní „Prodat“.



	1M	6M	12M
Výkon	-5%	-16%	-12%

## Fortuna spustila další číselnou hru

Cílová cena: **Patria 108 Kč** Konsensus 119 Kč Doporučení: **DRŽET**

Sázková společnost Fortuna uvedla na trh novou číselnou hru s názvem Fofr. Jde o takzvanou rychlou hru se slosováním každých pět minut. Firma již dříve uvedla, že nová hra je součástí plánu, jak dostat loterijní část byznysu Fortuny do zisku. K loterii také nedávno jmenovaný nový generální ředitel zopakoval své vyjádření, že segment by se měl dostat do zisku v polovině roku 2013. Podle našeho názoru k tomuto ovšem jen stěží povede cesta zisku významnějšího tržního podílu, či rychlejšího růstu celého loterijního trhu, ale spíše výrazné snížení budoucích marketingových a reklamních výdajů, tedy spíše jakási cesta minimalizace budoucích ztrát. V našem modelu, resp. cílové ceně, nyní přisuzujeme loterii nulovou hodnotu a je tak výsledkem čistě námi kalkulované hodnoty segmentu kurzových sázek. Doporučujeme akcie držet při nedostatku katalyzátorů pro růst v krátkodobém horizontu. V úvodu listopadu společnost také zveřejnila své částečné výsledky za 9M12. Společnost v nich mj. uvedla, že za období 9M12 snížila svůj provozní zisk EBITDA o 6,2 % na 13,3 mil. EUR. Důvodem poklesu ziskovosti je zejména vyšší zdanění v ČR zavedené od počátku roku a náklady spojené s loterijním projektem. Celkové přijaté sázky dosáhly 334,1 mil. EUR, tedy +10,7 % ve srovnání s 9M11. Sportovní sázení tak dále těží především z pokračujícího rozvoje on-line sázek a výnosové ukazatele meziročně vylepšuje i jinak ztrátová loterie. V ziskovosti segmentu kurzového sázení, kde Fortuna dosáhla za 9M12 EBITDA 16,8 mil. EUR, tedy o 8 % méně než v 9M11, se nicméně negativně projevuje zmiňované vyšší zdanění kurzového sázení v ČR platnému od začátku roku. EBITDA z loterijní činnosti byla za 9M12 - 3,5 milionu eur, což je v souladu s plánovanou celoroční ztrátou na úrovni 4 až 5 mil. EUR.

## 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 Direct, a.s. (dále jen „Patria“), licencovaným obchodníkem s cennými papíry regulovaným Českou národní bankou. Společnost Patria je součástí skupiny Patria Finance, a.s. (Patria Finance), součástí této skupiny jsou i společnosti Patria Online, a.s. a Patria Corporate Financem a.s. 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 akcií. Podle výsledků screeningu 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 marži (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  $\frac{\text{Sektor nyní (Titul)}}{\text{Sektor 5yrAVG (Titul)}} \times \frac{\text{Trh nyní (Sektor)}}{\text{Trh 5 yrAVG (Sektor)}} < 1$ , v opačném případě nabude proměnná hodnotu 0.

Kompas: analýzy v dokumentu nazvaném Kompas vznikly za použití kombinace metod DCF, DDM a porovnání ve skupině. Radar: analýzy v dokumentu Radar vznikly za použití kombinace metod Screeningový systém, DCF, DDM a porovnání ve skupině

### Vysvětlení uvedených doporučení:

Není-li v analýze uvedeno jinak, doporučení použitá Patrií mají následující význam:

- **Koupit:** předpokládá se zhodnocení o 10 a více procent v časovém horizontu, pro který je daná analýza zpracována;
- **Držet:** celková návratnost se předpokládá mezi +10 % a -10 %, 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.
- **Take-profit:** cena, která by měla dávat představu, kdy realizovat zisk, je stanovena arbitrárně na úrovni 30 procent z rozdílu mezi nákupní cenou a průměrnou 12M cílovou cenou na trhu a upravena o riziko.
- **Stop-loss:** cena je stanovena na úrovni 10 procent pod nákupní cenou a následně také upravena o riziko daného titulu. Jako aproximaci rizika Patria používá parametr beta relativně k příslušnému benchmarku (S&P 500 pro USA, národní burzovní indexy pro Evropu).

### 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 typy 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 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](http://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 („emidenta“);
- 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 jakékoliv 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 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.

#### 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 jakékoliv 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.

© 2012 Patria Direct, a.s.: Všechna práva vyhrazena. Analýzy slouží výhradně klientům Patrie a osob s ní propojených a bez předchozího písemného souhlasu nemohou být v jakékoliv podobě a jakýmkoliv způsobem reprodukovány, distribuovány nebo publikovány. Jakékoliv jejich neautorizované použití nebo zveřejnění je bez předchozího písemného souhlasu Patrie zakázáno.