



AKCIE

Měsíční STRATEGIE

Petr Bártek, hlavní analytik

 pbartek@csas.cz
 tel: +420 956 765 227

Jan Šafránek, analytik

 jsafranek@csas.cz
 tel: +420 956 765 218

Marek Dongres, analytik

 mdongres@csas.cz
 tel: +420 956 765 434

Český trh

@Research_sporka

Akcie	Kurz k 18.9.2020	12M cílová cena Erste	Doporučení Erste (datum zveřejnění)	Komentář
Uvedené doporučení a cílové ceny byly převážně stanoveny ještě před propuknutím COVID-19 krize (viz. datum vydání, ke kterému byly platné) a nereflktují dopady aktuálních společenských a ekonomických opatření. Nová doporučení bude Erste Group vydávat postupně v závislosti na časových možnostech.				
AVAST	152,6	128	Držet (17.4.2020)	Avast reportoval za 1H20 růst organických tržeb o 6,6% r/r a silný 9,2% organický růst fakturací. EBITDA byla meziročně vyšší o 2,1% a překonala očekávání díky vyšší marži (+55,7%). Ta byla nad celoročním výhledem firmy. Počty zákazníků za pololetí vzrostly díky koronaviru o 5,1%. Avast zvýšil roční výhled růstu tržeb na vyšší střední jednotky procent, ale také řekl, že se růst v létě vrátil na předkoronavirové úroveň. To sentiment trhu na tento titul zchladilo. Avast se obchoduje na 20,4x letos očekávaných zředěných zisků s FCF výnosem kolem 5%, což považujeme za odpovídající jeho potenciálu růstu.
CME	96	n.r.	n.r.	PPF 1. září oznámila, že odeslala Evropské komisi příslušné doklady k finálnímu schválení transakce fúze se CME. Schválení by mělo být posledním krokem, když k vypořádání transakce CME čeká do 27. října. Oznámená cena 4,58 USD za akcii představuje asi 6% diskont vůči aktuální ceně v Kč na Pražské burze.
ČEZ	445,5	603	Akumulovat (26.9.2019)	ČEZ zveřejnil výsledky za 2Q20 na úrovni EBITDA meziročně přes 5% nižší, nicméně 3% nad konsenzuálními odhady díky nižším dopadům COVID-19 na segmenty distribuce a prodeje. Upravený čistý zisk sice kvůli vyšším odpisům klesal o 34%, firma ale zvýšila jeho výhled na 16% meziroční růst. To podporuje výhled na 7-9,5% dividendu příští rok. Zajištěné ceny ČEZ pro příští rok jsou stále asi 1 EUR/MWh nad letošními úrovněmi. EK zveřejnila plán na 55% snížení emisí CO2 do roku 2030 (aktuální cíl je -40%), současně ale chce zvýšit cíl podílu obnovitelných zdrojů z 32% na 38,5% a energetických úspor z 32,5% na 36%. Tyto cíle se z pohledu cen CO2 navzájem vyvažují, takže povolenky příliš nereagovaly. Elektřinu ale podporují postupně oživující ceny zemního plynu, i vzhledem k problémům Nord Stream II.
Komerční banka	494,5	905	Držet (10.1.2020)	Komerční banka oznámila výsledky za 2Q20 s poklesem zisku o 56% r/r, což bylo 13% pod konsenzem kvůli nižšímu úrokovému výnosu a oprávkám k úvěrům. Výsledky ale bylo tentokrát těžké odhadovat kvůli časování dopadu nižších sazeb ČNB a úvěrových moratorií. Výhled opravných položek ale zůstal téměř nezměněn a výhled na růst úvěrového portfolia se mírně zvýšil. Banka vyhlíží pokles ekonomiky o 5%, což může být optimistické, nicméně zájem o hypotéky je stále silný. Titulu nenahrává začínající druhá vlna COVIDU a čekáme v nejbližší době z tohoto titulu špatný tržní sentiment. Kapitalizace KB zůstává jednou z nejsilnějších v rámci regionu. To by mělo podpořit výplatu (vysoké) dividendy v roce 2021.
Moneta Money Bank	52	102	Kupovat (10.1.2020)	Akcie Monety se po výsledcích za 2Q20 i přes vysoké opravné položky nejdříve zotavily, když firma poskytla solidní výhledy na letošek a příští rok. Poslední týdny ale na titul dopadl zhoršující se sentiment kolem koronaviru. Úvěrování domácností na trhu v červenci meziročně rostlo stabilním tempem kolem 6%, když hypotéky „jedou“ přes 7%, zatímco spotřebitelské úvěry zpomalují ke 4%. Moneta oznámila, že 51% klientů, kteří si zažádali o moratorium, již znovu začalo splácet a druhá polovina by se k plnění svých závazků měla vrátit na konci října.

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzypozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

				Úvěrové portfolio Monety řadíme k rizikovějším, ovšem zmíněné nízké procento úvěrů po splatnosti je prozatím pozitivní zprávou. Potenciální dividendový výnos na příští roky je velmi zajímavý, ovšem krátkodobě předpokládáme pokračující negativní sentiment kvůli COVIDu.
Philip Morris CR	13 700	17 640	Akumulovat (11.8.2017)	MinFin zvažuje zvýšení zdanění zahřívání tabáku na úroveň „75%“ cigaret. Současná úroveň je podle našich odhadů nad 40%, což implikuje téměř zdvojnásobení zdanění HEETs. To by mohlo vést v příštím roce k až 25% poklesu zisku, ceteris paribus. Podle LN PMCR ale od 1. září zvýšil cenu cigaret o 4 Kč na krabičku, což by kompenzovalo asi dvě třetiny možného růstu zdanění HEETs. Podle informací LN cigarety zdražuje i konkurence, což zní dobře. Aktuální ocenění PMČR podle nás riziko vyšších daní z větší části zahrnuje i kdyby ho firma nekompensovala vyššími cenami. Dividendový výnos při 100% PoR by byl stále nad 8%.
Kofola	223	V revizi	V revizi	Kofola zveřejnila výsledky za 2Q20 s upravenou EBITDA na 230 mil. Kč (-25% r/r), což bylo 15% nad odhady. Firma díky dobrému červenci a srpnu (meziročně bez vlivu akvizic cca stabilní tržby) zvedla výhled EBITDA z 0,8-1,0 mld. Kč na 0,95-1,0 mld. Kč. Akcie tak po zveřejnění posilovaly kolem 4%. Výsledky byly podpořeny úsporou nákladů a vládní podporou 15 mil. Kč. Výsledkům pomohla také nižší cena PET. Kofola tak zveřejnila mnohem lepší marže, než jsme čekali. Na konferenčním hovoru ale oznámila, že čeká opětovný růst cen surovin v roce 2021. Představenstvo chce navrhnout stabilní dividendu 13,5 Kč/akcii, my bychom kvůli zadlužení na úrovni 3,8x čistý dluh/EBITDA raději viděli nižší dividendu. Současné ocenění je ve srovnání se sektorem nižší, rizikem je ale relativně vysoké zadlužení a začínající druhá vlna omezování provozu restaurací kvůli COVIDu.
Stock Spirits	61,8	80	Kupovat (30.1.2019)	Akcie likérky od začátku června klesaly a v srpnu stagnovaly, když žádné výraznější zprávy uplynulý měsíc nepřinesl. V polovině října společnost tradičně zveřejní trading update s hlavními indikátory vývoje trhu a tržních podílů. My ve druhém pololetí očekáváme dvouciferný pokles trhu v České republice i v Itálii, zatímco otázkou bude trh v Polsku, který je pouze z 10% tvořen zasaženým restauračním segmentem. U tržních podílů očekáváme stagnaci v Polsku (30%) a v Itálii (5%). Na českém trhu bychom očekávali návrat k 35% tržnímu podílu po více než 1% poklesu v prvním čtvrtletí zejména díky oživení v bylinných likérech a důvěře v tradiční lokální značky. Valuačně se nám titul stále líbí, když představuje sektorově nadprůměrný 3,6% dividendový výnos a obchoduje se na dobrých 13,2x očekávaného zisku.
O2 CR	223	241	Akumulovat (1.10.2019)	Akcie O2 ČR mírně posilují, když je u titulu stále nejsledovanější událostí aukce 5G. Finální podmínky aukce nezohlednily námitky operátorů a jsou velmi příznivé pro případné nové zájemce. ČTÚ zahájil aukční proces a zájemci mohou podat přihlášku do konce září. Aukce by měla začít ve 4Q20 a ukončena by měla být asi v 1Q21. My však očekáváme, že kvůli napadnutí aukce ze strany O2, T-Mobile i Vodafone může dojít k významným zdržením. O2 ČR podala stížnost k EK, zbylí operátoři volí soudní cestu v ČR. Současní hráči již nabízejí bohaté datové či skupinové balíčky. Potenciální čtvrtý operátor tak vstup na trh nebude mít snadný. Právní nejistota může také vést k nižšímu zájmu o aukci. Titul stále považujeme za slušnou dividendovou sázkou, uvidíme ovšem po zveřejnění uchazečů o 5G (ČEZ ???!).
VIG	553	29 EUR	Kupovat (29.3.2019)	Akcie VIG poslední měsíc posílily a překonaly širší sektor pojišťoven. VIG zveřejnila výsledky za 2Q20, ve kterých potvrdila již dříve oznámený očekávaný zisk před zdaněním 201 mil. eur. Čistý zisk meziročně klesl o 40%, což bylo znatelně pod konsenzem (-23%) kvůli vyššímu zdanění. Provozní hospodaření bylo jinak celkem solidní, když předepsané pojistné klesalo pouze mírně (-3% r/r) při zvážení dopadů pandemie. Kombinovaný poměr se meziročně marginálně vylepšil na 95,9% a solventnostní poměr se mezikvartálně zlepšil na 183%. Firma potvrdila, že plánuje navrhnout výplatu dividendy 1,15 eur/akcii na valné hromadě 25. září, což je pozitivní. Na titul Erste ponechala doporučení Kupovat, když pojišťovna ukázala dobrou provozní výkonnost a akcie se obchodují pod sektorovým průměrem jak z pohledu očekávaného P/E (9x), tak i z pohledu ceny k účetní hodnotě (0,5x).

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu střetu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzypozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

Komentář k titulům z Market Watch

Aktivum	Kurz k 18.9.	Kurz při zařazení	DPS od zařazení	Komentář
Komerční banka	494,5	511	0	Akcie Komerční banky trpí dopady druhé vlny COVIDu na sentiment a také převážením indexů, když rumunské akcie byly FTSE přidány mezi rozvojové trhy (z „okrajových“). Nezaměstnanost v srpnu zůstala na 3,8% a inflace se drží vysoko nad 3%. Čerpání úvěrů z programů COVID je malé, což implikuje zatím dobrou kondici firem. Hypoteční trh pokračuje v silném výkonu a objem poskytnutých hypoték by letos mohl atakovat historická maxima. To samozřejmě kompenzuje klesající úrokové sazby, které objemový efekt z pohledu úrokového výnosu prakticky neutralizují. Celkově stále relativně dobrý vývoj makroprostředí a podle našeho názoru levné ocenění KB na úrovni kolem 0,9x P/BV a její velmi silná kapitálová pozice dělá tento titul zajímavý.
Philip Morris Int.	78,1 USD	71,1 USD	1,17 USD	Akcie po červencových výsledcích za 2Q20, jež byly nad konsenzuálními odhady, pokračovaly v mírném růstu. K tomu pomáhá oslabující dolar, což je pro firmu generující většinu tržeb v jiných měnách pozitivní. Agentura Moody's ponechala rating firmy na A2 díky očekávané odolnosti hospodaření vůči dopadům pandemie COVID-19 a silnému růstu v zahřívávaných tabákových výrobcích. I po cenovém růstu se akcie firmy obchodují zhruba na 15x násobku zisku, jež firma pro letošní rok očekává, což je valuace asi 10% pod historickým průměrem. Výhled na růst tržeb díky výkonnosti HEETs se však zdá nejlepší za několik let. Výše dividendy se jeví jako bezpečná a v současnosti poskytuje stále 6% dividendový výnos.
AT&T	28,9 USD	31,1 USD	0,52 USD	V srpnu se objevily informace, že AT&T zvažuje prodej satelitní DirecTV, jež je na sestupné tendenci. Podle médií by se cena mohla pohybovat kolem 20 mld. USD, oproti 49 mld. USD, za něž je v roce 2015 koupila. Pokles uživatelů satelitních služeb (-18% anualizovaně v 2Q20) však s růstem oblíbenosti streamovacích služeb nezeslabuje a AT&T se chce soustředit na streamingovou službu HBO MAX. DirecTV přispívá do EBITDA celé firmy asi 10%, resp. 6 mld. USD. I při uvažovaném výpadku cash flow v důsledku prodeje by dividendový výplatní poměr z FCF byl do 70% (nyní 60%). Výplata dividend by tedy neměla být ohrožena. Dividendový výnos je na 7% a akcie jsou 9,3x P/Ee oceněny s 25% diskontem vůči desetiletému průměru. Zadlužení na úrovni 2,6x ND/EBITDA je vyšší, my bychom ovšem i tak preferovali snahu ve směru konverze uživatelů DirecTV na HBO MAX, místo jejího prodeje za velmi nízký násobek EBITDA. No uvidíme, zájemců prý (naštěstí) nemá být mnoho...
Ericsson	98,2 SEK	98,2 SEK	0,0 SEK	Do MW tento měsíc přidáváme Ericsson, který je jedním z předních světových výrobců infrastruktury pro mobilní sítě. V roce 2019 byl s tržním podílem 14% na třetím místě za 16% podílem Nokie a 28% podílem Huawei. Tento průmysl prochází inovační fází s růstem investic do mobilních sítí nastupující generace 5G. Zdá se, že momentum je nyní na straně Ericssonu. Nokii se hned na začátku příprav 5G nevyplatilo vsadit na sice více modifikovatelný, ale dražší čip s vyšší spotřebou, zatímco klienti preferují jednodušší, ale levnější čip, na nějž vsadil Ericsson. Akcie firmy zlepšené vyhlídky letos reflektovaly růstem přes 18% a obchodují se na 23x letošního očekávaného zisku, což je výrazně nad historickým průměrem kolem 16,7x. V porovnání s oceněním celého technologického sektoru se toto ocenění však nejvíce přehnané i s přihlédnutím k odhadovanému růstu zisku v příštích letech v dvojčírných hodnotách. Více v našem Market Watchi .

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

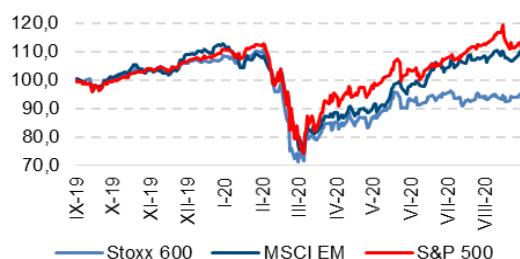
Světové trhy: Léto akciím svědčilo, podzim začíná výběrem zisků

Instrument	18.9. Závěr	Měsíční změna	% změna za						Roční		Divi / dluhop. výnos	12M FW/PE
			1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	rok 2020	1 rok	1 rok	Min.	Max.		
S&P 500	3 319		-2,1%	6,6%	38,4%	2,7%	10,4%		2192	3588	1,7%	26,9
STOXX 600	369		0,4%	1,5%	31,9%	-11,3%	-5,3%		269	434	2,7%	22,2
MSCI EM	1 108,5		0,3%	11,4%	40,7%	-0,5%	8,5%		758	1147	2,3%	18,2
WTI (1M future)	41,0		-3,8%	3,9%	63,4%	-33,1%	-30,2%		-13,10	63,04	n.m.	
Zlato (1M future)	1 952		0,2%	10,6%	23,8%	28,7%	31,3%		1452,90	2058,30	n.m.	
EUR/USD	1,18		-0,8%	5,9%	10,7%	5,6%	7,2%		1,069	1,194	n.m.	
US 10YR výnos (b.b.)	0,70%		1	-2	-10	-126	-113		0,51	1,94	0,70%	

Zdroj: Reuters, Bloomberg

Akciové trhy mají za sebou růstový srpen následovaný silným 10% poklesem na začátku září, hlavně u technologických titulů. Indexy v USA se i tak pro letošek přehouply do kladných čísel, se 3% růstem pro index S&P500 a silným 20% růstem Nasdaqu. Na konci srpna indexy dokonce atakovaly nové historické rekordy. Evropské indexy se v srpnu držely více vzadu, ovšem v září pak také nepadaly. Stoxx 600 za poslední měsíc přidal 0,5% a letos ztrácí kolem 11%.

52W vývoj globálních indexů



Zdroj: Reuters

Jedním z hlavních důvodů pro srpnový pohyb nahoru byly výsledky firem nad odhady, pokračující pozitivní ekonomická data a stabilizace epidemiologické situace v USA. Z hlediska výsledkové sezóny trhům pomohly výsledky známé party největších titulů FAAMG, jež byly celkově nad očekáváním, v některých případech i výrazně, čímž utvrdily investory v jejich předpokladech o tom, že koronavirus bude mít pozitivní dopad na tyto firmy i z dlouhodobějšího hlediska. Kvůli velké váze

těchto titulů se pak optimismus přelával i do širšího spektra firem. Výsledková sezóna přinesla podle Factsetu celkově nejvyšší 20% míru pozitivních překvapení od roku 2008, kdy je tato metrika sledována, oproti průměru kolem 5%.

Záříový „výplach“ mohl jít z velké části na vrub již relativně vysokých ocenění trhů a především velkých letošních nárůstů Nasdaqu, které se fondy můžou snažit „zamknout“ a zajistit si tak v předstihu dobrou roční výkonnost. Stejně tak mohla mít vliv i často diskutovaná aktivita individuálních investorů či spekulace prostřednictvím opcí. Odhaduje se, že podíl „retailu“ na celkovém trhu se v USA zvýšil z úrovně kolem 15% až ke 20%. Takový nárůst by opravdu vysvětloval velkou část letních nárůstů trhu a s tím i záříový pokles, když se retail od obchodních aplikací prostě „vrátil do práce“. Kromě toho se počet koronavirových nákaz v USA dotknul dna 7. září a nová vakcína v optimistickém scénáři nebude dříve než v průběhu listopadu.

Poklesu trhů z maxim nezabránila ani úprava měnové politiky FED, jenž bude nyní cílovat **průměrnou** 2% inflaci a nebude tak nutně zvyšovat sazby při jejím krátkodobém nárůstu. FED nyní tak místo inflace efektivně začal spíše cílovat nezaměstnanost a sazby by se nemusely zvedat až do roku 2024.

V situaci negativních reálných úrokových sazeb se jeví aktuální ocenění akciových

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyvupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

trhů vlastně stále lákavé. Průměrný dividendový výnos indexu S&P500 je proti 0,7% výnosu 10letých amerických vládních dluhopisů na více než dvojnásobku. V USA zatím nedošlo k dohodě o podobě další vládní ekonomické pomoci a některá podpůrná opatření v srpnu již vypršela. Vládní pomoc přitom sehrála významnou roli, jež se projevuje v postupně zlepšujících se ukazatelích. Velmi patrné to bylo například u tržeb obchodních řetězců jako je Walmart, jenž citovaly vládní podpůrné programy jako zřetelný zdroj prostředků na utrácení ze strany spotřebitelů. Nikdo však moc neví, do jaké míry je schopna ekonomika fungovat bez těchto opatření. Z pomoci se stalo před nadcházejícími volbami politické téma a zdá se, že dohoda nebude jednoduchá.

Samotné volby pak představují riziko, přičemž názory se přiklání k tomu, že pro trhy je větším rizikem případné vítězství Demokratů, jelikož to by přineslo hrozbu vyšších daní, regulace atp., jak jsme již psali. Z hlediska vlivu voleb na chování trhů ukazuje firma PLP Research (viz. graf níže), že ve volebních letech akciové trhy během měsíce září a října v průměru klesaly, zatímco srpen bývá oproti běžné záporné sezónnosti velmi silný, což se letos zatím potvrdilo. Letošní rok je zcela určitě výjimečný, takže se historická zkušenost nemusí naplnit, minimálně to však bude zajímavé sledovat, stejně jako pozdější vývoj v listopadu a prosinci, kdy trhy historicky vykazovaly silné výsledky.



Z delšího pohledu je otázkou, zda potenciálně nemíříme do situace podobné “Nixonovu šoku” (nyní by to asi byl Trumpův šok), kdy nešťastné fiskální zásahy z roku 1971, motivované částečně snahou o znovuzvolení, vedly v letech 1973/74 společně s růstem cen ropy a padajícím dolarem po zrušení Bretton woodu ke stagflaci a krachu akciových trhů. Ty začaly padat v lednu 1973 a de facto se (s přestávkami) nevzpamatovaly až do června 1982 s celkovým propadem přibližně o 60%.

Společné téma pro tehdejší a nynější situaci jsou rostoucí celní bariéry a jejich tlak na inflaci. Dopady koronaviru také způsobují (zatím) slabý dolar. Cílování zaměstnanosti místo inflace by mohlo v kombinaci s fiskálními balíčky časem vést k přestřelení uvolněné měnové politiky a jejímu následnému nucenému prudkému utažení. Příliš uvolněná a dlouhodobá fiskální podpora nezaměstnaných by mohla zafungovat obdobně, jako Nixonova kontrola mezd v letech 1971-74. Kanálem by mohla být neochota lidí na dávkách hledat si „nízko placenou“ práci. V průběhu 70. let vedly špatně mířené politiky v kombinaci s nákladovými šoky k rychlému růstu inflace a k poklesu ziskových marží firem. Následoval pak pokles ocenění trhu. Zatímco na vrcholu v roce 1972 bylo forwardové P/E poblíž 20ti násobku, většinu sedmdesátých let se pak pohybovalo viditelně pod 10ti násobkem.

Od takového temného scénáře jsme ale nyní ještě daleko. V současnosti moc nehrozí nákladový šok ze strany komodit (i díky rozvoji obnovitelných zdrojů) a s předpokládaným uvedením vakcíny by mělo odpadnout další riziko nákladového šoku. Další fiskální podpory navíc zatím nejsou schváleny. Zatím se tak v historické paralele díváme spíše do roku 1972, který byl s +15% pro akciové trhy pěkně růstový.

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu střetu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategie a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzvupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

Pražská burza: Ach ty koronaomezení...

	18. 9. Závěr	Měsíční změna	% změna za					Roční	
			1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	rok 2020	1 rok	minimum	maximum
PX	873,7		-3,4%	-5,9%	26,5%	-21,7%	-16,8%	690,4	1 143,0
Philip Morris ČR	13 700,0		3,0%	1,9%	13,2%	-10,3%	1,9%	12 100	15 540
Komerční banka	494,5		-9,9%	-15,0%	1,8%	-40,4%	-39,0%	465	835
ČEZ	445,5		-4,6%	-8,7%	19,1%	-12,6%	-14,8%	358	526
VIG	553,0		7,6%	4,4%	43,3%	-14,5%	-13,1%	386	660
Moneta	52,0		-5,1%	-6,8%	4,4%	-38,8%	-29,5%	48,8	86,9
Erste Bank	518,0		-2,1%	-12,4%	16,7%	-39,6%	-35,8%	430	885
Kofola	223,0		0,5%	-3,5%	12,6%	-20,4%	-23,6%	197	295
CME	96,0		6,8%	11,5%	71,4%	-5,9%	-7,7%	55,8	112,8
O2 CR	223,0		1,8%	4,0%	6,7%	-4,7%	3,7%	207	239
PF Nonwovens	764,0		12,0%	8,5%	42,0%	9,1%	10,1%	494	764
AVAST	152,6		-5,3%	3,0%	87,2%	9,0%	36,3%	81,5	175,5
Stock Spirits	61,8		-5,6%	-15,3%	54,5%	-0,3%	-10,0%	40,0	75,1

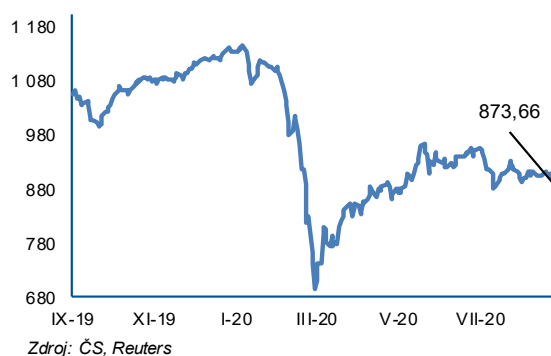
Zdroj: Reuters, ČS

Valná většina titulů na Pražské burze v srpnu při končící výsledkové sezóně posilovala. Výrazně rostly akcie finančních titulů v reakci na zlepšování ekonomických ukazatelů, silná data o inflaci i nízkou nezaměstnanost. V září však PX ztrácí kolem 2% a jsou to opět finanční tituly, které udávají směr kvůli hrozbě dalších omezení (nejen) sektoru služeb kvůli koronaviru. K nim se přidal v souladu s IT sektorem Avast a poněkud překvapivě i ČEZ.

Pozitivně překvapilo O2 ČR, které díky růstu tržeb z dat, placené TV a úsporám nákladů mírně zvýšilo čistý zisk. Pohledy jsou však stále upírány na 5G aukci, když ČTÚ v oznámených finálních podmínkách nezohlednil námitky operátorů a ponechal je tak velmi příznivé pro případné zájemce o vstup na trh. Relativně lepší než očekávané výsledky přinesl ČEZ, když dopady karantén na jeho hospodaření byly o něco menší než se původně čekalo a firma navíc dostane jednorázovou kompenzaci 1,5 mld. Kč ze soudních sporů, což jí vylepší letošní zisk a s tím pravděpodobně i dividendu. S mírně lepšími výsledky přišla také firma Avast, která reportovala lepší růst očištěných tržeb i fakturací a silnou EBITDA marži. Růst počtu zákazníků se ale v červenci vrátil na předkaranténní úroveň, tj. na nízké jednotky procent. Její akcie, které předtím mohutně rostly, tak po výsledcích propadly. Ke konci srpna výsledky zveřejnila ještě pojišťovna VIG, ve kterých potvrdila dříve oznámený očekávaný zisk před zdaněním na úrovni 201 mil. eur. Čistý zisk klesl o 40%, ale provozní

hospodaření bylo jinak celkem solidní. Kombinovaný poměr se meziročně marginálně vylepšil na 95,9% a solventnostní poměr se mezikvartálně zlepšil na 183%. Firma potvrdila, že plánuje navrhnout výplatu dividendy 1,15 eur/akcii na valné hromadě 25. září, což je pozitivní. Na titul ponecháváme doporučení Kupovat. Výsledky za 1H20 zveřejnil i PFNonwovens jemuž tržby rostly meziročně o 6% díky růstu objemu produkce v souvislosti s náběhem nových linek v ČR a JAR. EBITDA zisk meziročně rostl o 8,9%, ale byl na spodní hranici firemního výhledu. Firma potvrdila roční výhled, ale uvedla, že zákazníkům poskytuje kvůli COVID-19 slevy. Výsledky tak lze hodnotit neutrálně až mírně negativně.

PX index 52 týdnů



Valuačně se index PX pohybuje kolem 12násobku očekávaných zisků, ale stále se drží pod západoevropskými i pod velkou částí indexů regionálních.

Středoevropský region: Cihly cennějším zbožím než catering

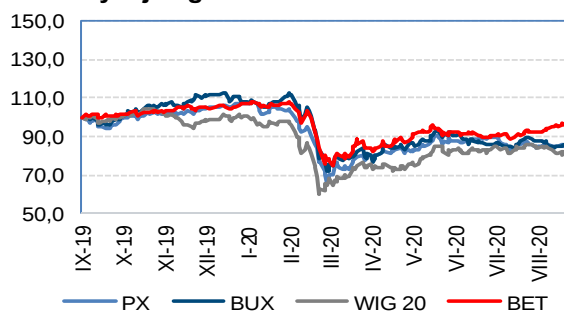
Regionální indexy	18.9. Závěr	Měsíční změna	% změna za					Roční		Tržní násobky	
			1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	rok 2020	1 rok	minimum	maximum	P/E 20e	DY
PX (ČR)	873,7		-3,4%	-5,9%	26,5%	-21,7%	-17,1%	690	1 143	13,4	3,3%
ATX (Rakousko)	2 206,2		-0,3%	-5,2%	35,3%	-30,8%	-28,1%	1 631	3 251	15,9	0,9%
BUX (Maďarsko)	33 591,5		-7,2%	-10,4%	14,0%	-27,1%	-17,9%	29 464	46 230	13,8	1,0%
WIG 20 (Polsko)	1 731,8		-5,9%	-3,6%	23,6%	-19,5%	-21,0%	1 306	2 272	13,6	0,6%
BET (Rumunsko)	9 115,9		4,6%	4,7%	25,0%	-8,6%	-2,6%	7 039	10 220	13,6	4,1%

Zdroj: Reuters, ČS, Bloomberg

Během srpna posilovaly všechny indexy v regionu a následovaly vývoj v Evropě. V září sice došlo k ochlazení, ale některé jsou stále za měsíc v plusu. První místo obsadil hlavně díky zařazení do indexů rozvojových trhů rumunský BET (+5,7%), do kterého protentokrát spadaly hned tři z pěti nejvýkonnějších titulů v regionu, konkrétně - OMV Petrom, Banka Transilvania a

straně se dobře nevedlo společnosti DO & CO, která poskytuje cateringové služby a jídlem zásobuje například letadla nebo vlaky. Prodeje společnosti klesly v 1Q20 o 87% a celkově DO & CO zaznamenala ztrátu 22 mil. eur.

52W vývoj regionálních indexů



Zdroj: Reuters, ČS

Z fiskálních stimulů a nízkých sazeb těží zejména sektor stavebnictví

Societatea Energetica Electrica. Jako druhý v pořadí skončil za poslední měsíc rakouský ATX (+0,8%). Nejvýkonnějším titulem ATX se stal výrobce cihel Wienerberger, který dosáhl nejvyššího zhodnocení +9,2%. Od výrazného propadu v polovině března způsobeného koronavirem, akcie společnosti postupně rostly. Firma zvedla výhled na EBITDA v letošním roce na 480 - 500 mil. eur z předchozích 460 – 480 mil. eur. K dobré výkonnosti Wienerbergeru až do zářijového ochlazení pomáhaly fiskální stimuly, které z významné části plynou do investic do infrastruktury. Poslední data také ukazují i k silnému růstu na hypotečním trhu, což stojí za vyšší poptávkou po rezidenčním bydlení. Firmě se podařilo snížit krátkodobý dluh ve prospěch dlouhodobého, když první splatnost dluhopisů je nyní až v roce 2024. Firma se aktuálně obchoduje na 18násobku očekávaného P/E. Erste tak na něj v druhé polovině srpna zvedla doporučení z „Držet“ na „Akumulovat“. Na druhé

Bronzová medaile patří za poslední měsíc pražskému PX, který byl „tažen“ Erste a relativně i jen mírně klesajícím O2 ČR. Na posledních dvou příchách se pak umístil polský WIG 20, kde si ochlazením vysokých očekávání prošel energetický sektor, a maďarský BUX.

Nejvýkonnější / nejslabší akcie v CEE regionu	
Top	Měsíční změna
Jastrzebska Spolka Weglowa SA	67,2%
Banca Transilvania SA	15,7%
Mayr Melnhof Karton AG	13,5%
PFNonwovens as	11,4%
Wienerberger AG	9,2%
Flop	Měsíční změna
Tauron Polska Energia SA	-21,2%
PGE Polska Grupa Energetyczna SA	-19,5%
Play Communications SA	-17,6%
CCC SA	-17,2%
Grupa Lotos SA	-16,6%

Zdroj: ČS, Reuters

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzypozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

Market Watch: Nově zařazen Ericsson jako sázka na 5G

V této sekci prezentujeme výběr titulů z regionu i z rozvinutých trhů, které doporučujeme sledovat ať už z důvodu jejich ocenění, možných překvapení či reakcí trhu na aktuální dění. Tyto vlivy by se měly ideálně realizovat v horizontu tří měsíců, i když nevylučujeme delší či kratší dobu.

Tituly v Market Watch

Společnost	Zařazeno	Cena při zařazení	Dividenda*	Aktuální cena
Komerční banka	27.03.2020	511,0	0,00	494,5
AT&T	20.04.2020	31,1	0,52	28,9
PMI	27.03.2020	71,1	1,17	78,1
Ericsson	18.09.2020	98,2	0,00	98,2

Zdroj: ČS, PSE, Bloomberg; závěrečné ceny v předcházející den; * od zařazení

V Market Watch ponecháváme akcie Komerční banky, AT&T, Philip Morris Int. a přidáváme Ericsson.

AT&T: V srpnu se objevily informace, že AT&T zvažuje prodej satelitních služeb DirecTV. Podle médií by se cena za DirecTV, mohla pohybovat kolem 20 mld. USD, zatímco v roce 2015 za ní AT&T zaplatila 49 mld. USD, tedy výrazně vyšší částku. Pokles uživatelů satelitních služeb (-18% anualizovaně v 2Q20) však s růstem obliby streamovacích služeb nezeslabuje a AT&T se chce na tomto trendu více podílet letošním spuštěním streamingové služby HBO MAX. DirecTV podle našich odhadů přispívá do EBITDA celé firmy asi 10% na úrovni kolem 6 mld. USD. Firma klesající počet zákazníků kompenzuje zvyšováním cen, což k poklesu klientské základny dále přispívá. I při uvažovaném výpadku cash flow v důsledku prodeje by výplatní poměr z free cash flow byl do 70% (z nynějších 60%), což se stále jeví jako dostatečná rezerva. Červencové výsledky za 2Q20 ukázaly stabilní hospodaření v mobilní divizi i přes dopady COVID-19 a pokles zákazníků v kabelových a satelitních službách téměř kompenzoval růst zákazníků HBO Max. To zůstává aktuálně hlavním růstovým faktorem, jež může pozitivně překvapit. Firmě by mělo postupně také začít více

pomáhat celonárodní pokrytí 5G v mobilních službách, které otevírá nové příležitosti pro růst tržeb. Dividendový výnos je nyní na 7% a akcie jsou po letošním 25% poklesu oceněny s 25% diskontem očekávaného P/E na úrovni 9,3x vůči jeho desetiletému průměru.

Komerční banka pravděpodobně bude letos reportovat pokles zisku okolo 40%, což zhruba odpovídá poklesu jejích akcií. Má ale vysokou kapitálovou přiměřenost a relativně konzervativní úvěrové portfolio se 43% hypoték/stavebních úvěrů, zbytek portfolia tvoří hlavně korporátní úvěry a jen malou část SME a leasingy. Oprávky nesplacených úvěrů by ve druhé polovině roku měly být již nižší a vysoká aktivita na hypotečním trhu je rovněž pozitivní. Kapitálová přiměřenost je na 21,9%. Kapitálový polštář poskytuje potenciál pro výplatu dividendy v příštím roce s hrubým výnosem kolem 17%.

Philip Morris Int. Philip Morris je podle nás sázka na zajímavý a udržitelný dividendový výnos (nyní 6%) díky solidní tvorbě cash flow v tradičním průmyslu, s jehož postupným poklesem firma bojuje inovativním produktem zahřívávaného tabáku, jenž získává velmi rychle tržní podíl. Po výsledcích za 2Q20, jež ukázaly, že dopad COVID-19 by neměl být pro firmu nijak dramatický rostly akcie firmy asi o 6%, čemuž napomáhá i oslabující dolar. To je pro firmu generující většinu tržeb v jiných měnách pozitivní. Silný dolar měl na výsledky firem nepříznivý dopad v několika předchozích letech. I po cenovém růstu se akcie firmy obchodují zhruba na 15x násobku zisku, jež firma pro letošní rok očekává, což je valuace asi 10% pod historickým průměrem. Výhled na růst tržeb díky výkonnosti HEETs se však zdá nejlepší za několik let. Výše dividendy se jeví jako bezpečná na úrovni 80% FCF

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategie a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzypozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

Ericsson je jedním z předních světových výrobců infrastruktury pro mobilní sítě. V roce 2019 byl se světovým tržním podílem 14% na třetím místě za 16% podílem Nokie a 28% podílem Huawei jako světové jedničky. Tento průmysl nyní prochází inovační fází s růstem investic operátorů mobilních sítí do nastupující generace 5G.

Geopolitická situace pramenící ze sporů mezi USA a Čínou způsobila, že příchod této nové generace může znamenat tlak na premianta trhu Huawei a příležitost pro další firmy, jež byly v uplynulých letech negativně zasaženy růstem jeho tržního vlivu. Po vzoru Spojených států, jež se rozhodly zamezit účasti Huawei na výstavbě svých 5G sítí, je následovaly Velká Británie, Japonsko, Austrálie a řada dalších států. V zemích, kde vlády oficiální stanovisko nevydaly, se operátoři ve zvýšené míře z preventivních důvodů dívají po ostatních dodavatelích sami. Zdá se, že ze situace zatím těží hlavně Ericsson, jež v srpnu oznámil 100 podepsaných kontraktů na výstavbu 5G sítí pro operátory z celého světa, zatímco Nokia jich uvádí 88. Následující tabulka uvádí některé veřejně dostupné změny dodavatelů pro jednotlivé operátory:

Operátor	Země	Nový dodavatel	Původní dodavatel
BT	UK	Ericsson	Huawei
Vodafone	UK - Londýn	Ericsson	Nokia
Deutsche Telekom	Německo	Ericsson	Nokia
Telefonica	Německo	Ericsson	Huawei
TDC	Dánsko	Ericsson	Huawei
KPN	Nizozemsko	Huawei	Ericsson
Telia	Norsko	Ericsson	Huawei
BCE	Kanada	Ericsson	Huawei
Telus	Kanada	Ericsson, Nokia	Huawei
ST	Singapúr	Ericsson	Huawei
Starhub, M1	Singapúr	Nokia	Huawei
Vodafone	Austrálie	Nokia	Huawei

Nokii se hned na začátku příprav 5G technologií nevyplatilo vsadit na sice více modifikovatelný, ale dražší čip s vyšší spotřebou, zatímco se ukázalo, že klienti preferují spíše jednodušší, ale levnější čip, na nějž vsadil Ericsson

Celková velikost trhu infrastruktury pro mobilní operátory je asi 150 mld. USD a trh podle odhadů roste asi o 2% ročně. Tržby Huawei v rámci vybavení pro operátory v roce 2019 činily v přepočtu 42 mld. USD, přičemž regionální rozdělení mezi tržbami z Číny oproti zbytku svět je podle našich odhadů zhruba 50:50. Pokud by se Ericssonu podařilo získat 10% z tržeb Huawei mimo Čínu, znamenalo by to přes 2 mld. USD nárůstu v tržbách, což by pro Ericsson znamenalo cca 15% nárůst tržeb oproti úrovni z roku 2019

Ericsson má i výhodnější pozici na důležitém čínském trhu, kde letos získal vedle dominantního Huawei alespoň desetinu zakázky od China Mobile za 5 mld. USD, zatímco Nokia vyšla naprázdno. Ve světle současné situace se může větší přítomnost na čínském trhu jevit jako riziková, nicméně Čína plánuje do 5G sítí v příštích 5 letech investovat přes 100 mld. USD, více než polovinu světových investic. Pokud by se Ericssonu podařilo alespoň udržet desetinový podíl na těchto zakázkách, může to být další faktor pro podporu tržeb.

Další stranou příběhu je to, že Ericsson i Nokia prochází v posledních deseti letech turbulentním obdobím se změnami ve vrcholovém managementu. Ericsson s novým ředitelem od roku 2017 zahájil restrukturalizaci se zaměřením právě na vývoj bezdrátových technologií a snižování nákladů. To se nyní začíná projevovat na rostoucích tržbách a zlepšujících se maržích, což by firmu mělo letos přinést ke skokovému růstu zisku na 1,6 mld. USD.

Růst zisku by měl pokračovat i v příštích letech s růstem tržeb a provozní marže, již firma pro rok 2022 cíluje na 12-14%, zatímco v letošních prvních dvou kvartálech byla 9%. Samotné zvýšení marže na dolní cíl by zvedlo zisk přes 30%. Do zlepšující se marže by se měl promítnout nejen vliv provozní páky, ale také klesající

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategie a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzvupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

restrukturalizační náklady. Ty zahrnují i ukončování některých pro firmu méně výhodných kontraktů ve vedlejších divizích. Do čisté marže by pak měly promluvit i klesající úrokové náklady s tím, jak firma díky zlepšenému hospodaření bude splácet své dluhy, což se již v posledních kvartálech projevuje.

Už nyní má firma čistou hotovostní pozici s hotovostí přesahující dlouhodobý dluh o 1,5x. Dividendový výnos je v současné době 1,7%, přičemž v roce 2017 došlo k poklesu dividendy o 70%. Pokud by se dividendy se zlepšeným hospodařením dostala zpět na úroveň z roku 2016, byl by dividendový výnos nad 11%. Výplatní poměr z volného cash flow byl v roce 2019 na 35%, což prostor pro navýšení dividendy nabízí. Free cash flow yield z hospodaření za loňský rok je na 3%, a díky letošnímu růstu zisku by měl růst přes 5%. Firma měla i přes problémy od roku 2002 pravidelně kladné free cash flow, což je znatelný rozdíl například oproti Nokii, jež poslední roky fluktuuje mezi negativními a pozitivními hodnotami FCF.

Na druhé straně je třeba zmínit, že firma byla v loňském roce nucena zaplatit 1 mld. USD na urovnání obvinění z úplatků mezi roky 2000 až 2016 pro získání zakázek od státem vlastněných operátorů v několika zemích. Investoři musí věřit, že nový management takovouto strategií nebude aplikovat a bude získávat zakázky i bez nekalých praktik. Zatím se zdá, že se to daří.

Nástup 5G sítí je realitou a technologická řešení rovněž existují. Spektrum aplikačního využití potenciálu těchto sítí je však do značné míry neprobádanou oblastí, jež se bude ukazovat postupem času. Ericsson se zdá jako firma, jež se účastní páteřní části

inovace a zároveň poskytuje potenciál účasti na nových trendech, které se objeví až s dospěním těchto technologií. Na tom by se měla podílet divize firmy zabývající se tématy jako je IoT, Průmysl 4.0 a autonomní technologie v automotive.

Ericsson nyní čerstvě oznámil 1,1 mld. USD akvizici americké firmy Cradlepoint, zabývající se poskytováním služeb bezdrátových WAN, o něž by měl s příchodem 5G technologií rapidně růst zájem v souvislosti s výše zmíněnou automatizací v průmyslu či IoT. Firma měla loni tržby 150 mil. USD, jež by měly podle Ericssonu tento rok růst o 30% a hrubou marži kolem 60%. Ericsson vidí potenciál v expanzi Cradlepoint i mimo severoamerický trh skrze svou globální klientskou bázi. Jedná se o největší akvizici firmy za 10let, nicméně ta si to díky své net cash pozici může dovolit a přináší zajímavý růstový byznys do svého portfolia.

Akcíe firmy zlepšené vyhlídky letos reflektovaly růstem přes 18% a obchodují se na 23násobku letošního očekávaného zisku, což je výrazně nad historickým průměrem kolem 17násobku. V porovnání s letošním výkonem ocenění celého technologického sektoru se toto ocenění však nejeví přehnané i s přihlédnutím k nastolené cestě firmy, potenciálu v odvětví a odhadovanému růstu zisku v příštích letech v dvojciferných hodnotách.

Přehled vyřazených titulů (posledních 12 měsíců)

Společnost	Zařazeno	Cena při zařazení	Vyřazeno	Cena při vyřazení	Dividenda
Stock Spirits	10.04.2018	77,1	20.04.2020	54,8	6,3
Moneta	17.06.2019	76,0	26.03.2020	55,8	3,3
OMV	18.08.2018	45,2	26.03.2020	25,7	1,8
Walt Disney	19.12.2019	146,2	26.03.2020	100,6	0,0
Cyfrowy Polsat	11.07.2017	25,0	17.06.2019	29,1	0,3
CME	10.04.2018	79,9	16.09.2019	106,0	0,0

Zdroj: CS, Bloomberg, PS

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu střetu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategie a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzvupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

Kalendář očekávaných událostí

Září/říjen 2020		
25.9.	VIG	Virtuální valná hromada (11:00 CET)
27.9.	VIG	Poslední obchodní den s nárokem na dividendu (1,15 EUR/akci) - podléhá schválení na VH
30.9.	Philip Morris ČR	Zveřejnění výsledků za 1H20
30.9.	VIG	Výplata dividendy (1,15 EUR/akcie) - podléhá schválení na VH
14.10.	Stock Spirits	Trading statement (vývoj tržních podílů) za fiskální 2H20
16.10.	Avast	Zahájení výplaty mezitímní dividendy 0,048 USD

Zdroj: Bloomberg, ČS

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

Akcie v ČR - základní informace

	ČEZ	CME	Moneta	VIG	Erste Group	Komerční banka	Stock Spirits	Kofola	Pegas NW
Cena (Kč) (18.9.)	446	96	52,0	553	518	495	61,8	223	764,0
Tržní kapital. (mld. Kč)	238,5	24,2	26,6	70,8	222,6	93,4	12,3	4,7	6,7
Celkový počet akcií	535,4	251,6	511,0	128,0	429,8	188,9	198,5	21,2	8,77
Hlavní akcionář	MF ČR	AT&T	JP Morgan	WSWV	AVS	Société Générale	Western Gate PI	AETOS	R2G Rohan
%podíl hl. akcionáře	69,9%	64,5%	5,0%	70,0%	19,2%	60,4%	10,0%	71,6%	88,5%
Free float (%)	29,5%	35,5%	100%	30,0%	70,8%	32,1%	89,0%	28,4%	11,5%

	Philip Morris CR	O2 CR	Avast
Cena (Kč) (18.9.)	13 700	223	152,6
Tržní kapital. (mld. Kč)	37,6	67,2	153,8
Celkový počet akcií	2,75	301,5	1 008,0
Hlavní akcionář	PM Int.	PPF	Baudiš, Kučera
%podíl hl. akcionáře	77,6%	81,1%	36,4%
Free float (%)	22,4%	17,4%	58,4%

	CME (USD; US GAAP; kons.)			O2 CR (Kč; IFRS; kons.)			ČEZ (Kč; IFRS; kons.)		
	2017	2018	2019	2018	2019	2020e	2018	2019	2020e
Tržby (mil.)	574,2	703,9	695,0	38 087	38 838	38 971	184 486	206 192	216 987
EBITDA (mil.)	165,5	222,7	248,0	11 163	12 619	12 016	49 535	60 175	65 123
EBIT (mil.)	129,9	177,6	187,0	7 108	7 241	6 732	19 759	26 429	36 208
Čistý zisk (mil.)	54,1	157,6	119,0	5 448	5 460	5 044	10 500	14 500	24 578
Zisk na akcii (x)	,13	,45	,32	18,1	18,1	16,8	19,3	26,9	46,0
Dividenda (x)	0	0	0	21	21	21	24,0	34,0	39,0
Marže EBITDA (%)	28,8%	31,6%	35,7%	29,3%	32,5%	30,8%	26,9%	29,2%	30,0%
Marže EBIT (%)	22,6%	25,2%	26,9%	18,7%	18,6%	17,3%	10,7%	12,8%	16,7%
P/E	n.m.	10,0	13,1	12,3	12,3	13,3	23,1	16,6	9,7
EV/EBITDA	13,1	8,4	6,7	6,7	6,3	7,0	7,9	6,6	5,8

	Philip Morris CR (Kč, IFRS, kons.)			Avast (USD, GAAP, kons.)			Kofola (Kč, IFRS)		
	2017	2018	2019	2018	2019	2020e	2018	2019	2020e
Tržby (mil.)	12 200	14 082	17 092	808	871	905	6 159	6 409	7 541
EBITDA (mil.)	5 022	5 465	5 713	448	483	501	1 019	1 102	1 303
EBIT (mil.)	4 342	4 789	5 010	248	345	298	516	540	824
Čistý zisk (mil.)	3 481	3 836	4 021	241	249	178	339	253	641
Zisk na akcii (x)	1 268	1 397	1 464	0,26	0,26	0,17	-6,1	12,8	30,4
Dividenda (x)	1 080	1 600	t.b.a	0,086	0,15	0,14	13,5	t.b.a	17,3
Marže EBITDA (%)	41,2%	38,8%	33,4%	55,4%	55,4%	55,4%	16,6%	17,2%	17,3%
Marže EBIT (%)	35,6%	34,0%	29,3%	30,7%	39,6%	33,0%	8,4%	8,4%	10,9%
P/E	12,0	9,8	9,4	25,3	26,1	38,2	n.m.	17,5	7,3
EV/EBITDA	9,89	5,86	5,48	17,5	15,6	14,6	7,0	6,7	4,5

	Erste Group (EUR, IFRS, kons.)			Komerční banka (Kč, IFRS, kons.)			Moneta (Kč, IFRS, kons.)		
	2017	2018	2019	2018	2019	2020e	2018	2019	2020e
Celková aktiva (mil.)	220 659	236 792	245 693	1 059 932	1 077 334	1 193 960	206 932	219 053	337 032
Čisté provoz.výnosy (mil.)	6 669	6 915	7 256	32 203	32 573	33 446	10 162	10 519	12 345
Provozní zisk (mil.)	2 077	2 735	2 973	18 211	18 213	17 497	5 036	4 983	4 737
Čistý zisk (mil.)	1 316	1 793	1 470	15 171	15 172	14 499	4 200	4 019	4 290
Zisk na akcii (x)	2,9	4,0	3,2	78,6	78,9	75,2	8,2	7,9	8,4
Dividenda (x)	1,2	1,4	1,5	51	0	52	6,2	3,3	6,7
Čistá úroková marže	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%	2,4%	2,1%	3,6%	3,8%	3,4%
ROE (Moneta: ROTE)	10,2%	13,4%	10,1%	15,1%	14,5%	13,2%	16,5%	18,2%	17,2%
P/E	6,5	4,8	5,9	6,3	6,3	6,6	6,3	6,6	6,2
P/BV	0,64	0,62	0,58	0,93	0,88	0,85	1,05	1,09	1,05

Zdroj: ČS, Erste, FactSet, firemní data

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

PF Nonwovens (Kč, IFRS, kons.)

Stock Spirits (EUR, IFRS)

	2018	2019e	2020e	2018	2019	2020e
Tržby (mil.)	6484,8	6889,1	7016,8	282,4	312,4	301,0
EBITDA (mil.)	1347,1	1428,5	1478,1	59,4	63,2	62,6
EBIT (mil.)	879,5	870,0	858,8	48,7	53,9	52,5
Čistý zisk (mil.)	815,2	646,9	600,6	33,2	28,3	37,0
Zisk na akcii (x)	93,0	73,8	68,5	0,17	0,14	0,19
Dividenda (x)	0,00	0,00	0,00	0,09	0,09	0,17
Marže EBITDA (%)	20,8%	20,7%	21,1%	21,0%	20,2%	20,8%
Marže EBIT (%)	13,6%	12,6%	12,2%	17,2%	17,3%	17,4%
P/E	8,2	10,4	11,1	13,7	16,1	12,3
EV/EBITDA	8,5	8,1	7,8	8,2	7,9	7,3

VIG (EUR, IFRS, konsolidováno)

	2018	2019	2020e
Tržby z předepsaného poj.	9 657	10 399	10 599
Investiční příjmy	1 003	987	780
EBT (mil.)	485	522	406
Čistý zisk (mil.)	368	413	308
Zisk na akcii (EUR)	2,04	2,59	2,30
Dividenda (EUR)	1,00	1,15	1,15
Marže čistého zisku (%)	3,8%	4,0%	2,9%
P/E	10,1	7,9	8,9
P/BV	0,58	0,52	0,54

Zdroj: ČS, Erste, FactSet, firemní data

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhuje investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

Důležitá upozornění

Obecně

Tento dokument je považován za doplňkový zdroj informací našich klientů a není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje investičních nástrojů. Je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak společnost Česká spořitelna, a.s. IČ 45244782, sídlem Praha 4, Olbrachtova 1929/62, PSČ 14000, sp. zn.: B 1171 vedená u Městského soudu v Praze (dále jen „Česká spořitelna“ či „ČS“) neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Názory, prognózy a odhady v materiálu prezentované odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. Publikace neprošla jazykovou úpravou. Správným úřadem vykonávajícím dozor nad Českou spořitelnou je Česká národní banka.

Početivá prezentace doporučení

Emitenti analyzovaných investičních nástrojů nebyli před rozšířením této analýzy seznámeni s jejím obsahem a analýza nebyla na základě jejich pokynů nijak upravována. Analýza je tvořena na základě standardních finančních a ekonometrických modelů. V případě akciových doporučení se jedná zejména o různé varianty metody diskontování budoucích cash flows a metodu čisté hodnoty aktiv společnosti. V případě dluhopisů a měn jsou standardními metodami otevřené DSGE modely, které vycházejí z prací Christiano-Eichenbaum-Evans, Smets-Wouters nebo g3 ČNB. Další informace o dlouhodobější historické výkonnosti jednotlivých investičních nástrojů nebo finančních indexů naleznete zde: www.investicnicentrum.cz/px. Údaje o ceně vyjádřené v tomto materiálu jsou hrubými údaji, to znamená, že do nich není započítán případný vliv odměn za zprostředkování nebo jiných poplatků souvisejících přímo s daným obchodem.

Stupeň investičního doporučení u akciových titulů

Cílové ceny pro 12-měsíční horizont akcií odrážejí férovou hodnotu akcií, při jejímž stanovení jsou brány v potaz fundamentální faktory a další informace relevantní pro cenu akcie. Všechna slovní doporučení vychází z fundamentální hodnoty cenných papírů a neodrážejí relativní výkonnost akcie vůči jiným regionálním titulům. Slovní doporučení odrážejí vztah mezi cílovou cenou a cenou akcie při určení cílové ceny, tj. vydáním příslušné podnikové analýzy. V závorkách jsou uvedeny příslušné číselné hodnoty: kupovat (cílová cena 20% nad cenou akcie), akumulovat (10% až 20% nad), držet (0% až 10% nad), redukovat (cílová cena leží v pásmu -10% až 0% vzhledem k ceně akcie při určení cílové ceny) a prodávat (pod -10%).

Rizika

Minulý výkon investičních nástrojů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé investiční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu.

Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů či riziko tržních kolísání. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena vychází z předpokladů uvedených v analýze. Jiný než očekávaný vývoj těchto předpokladů představuje rovněž klíčové riziko. Ne všechny investice jsou vhodné pro každého investora, proto by investor měl každé své investiční rozhodnutí konzultovat se svým investičním poradcem. V případě údajů o ceně, které jsou vyjádřeny v EUR, USD nebo jiné cizí měně, může výnos kolísat i v důsledku výkyvů měnového kurzu vůči CZK.

Aktualizace

Investiční doporučení, analýzy a prognózy jsou aktualizovány v rámci pravidelných publikací České spořitelny a Erste Bank Group. Cílové ceny

akcií jsou aktualizovány v podnikových analýzách pokrývaných společností, které vycházejí nepravidelně a odrážejí aktuální dění v daném oboru nebo pokrývané společnosti. Přehled vydaných investičních doporučení za uplynulých 12 měsíců shrnuje tabulka 1.

Tabulka 1: Přehled minulých investičních doporučení na pokrývané akcie na pražské burze

ČEZ			O2 ČR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
26.9.19	603	akumulovat	1.10.19	241	akumulovat
3.10.18	632	akumulovat	15.4.19	271	držet
3.10.17	504	akumulovat	4.10.18	278	držet
29.6.16	483	akumulovat	5.10.17	302	akumulovat
Komerční banka			Moneta		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
10.1.20	905	držet	10.1.20	102	kupovat
8.10.18	1050	akumulovat	8.10.18	100	kupovat
18.4.18	1100	akumulovat	18.4.18	100	kupovat
6.2.17	1070	kupovat	2.12.16	93	akumulovat
Kofola			Philip Morris CR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
7.10.19	v revizi	v revizi	29.6.20	15 297	akumulovat
22.11.17	490	akumulovat	11.8.17	17 640	akumulovat
4.10.16	534	kupovat	20.6.17	15 033	držet
			26.1.17	v revizi	v revizi
VIG			Stock Spirits Group		
Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
30.7.20	25	kupovat	30.1.19	80	kupovat
29.3.19	29	kupovat	22.12.17	79,2	držet
25.9.18	30	kupovat	16.11.16	58	akumulovat
2.6.17	27	akumulovat	10.2.16	54	akumulovat
Avast					
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení			
16.4.20	128,0	držet			
17.2.20	128,0	redukovat			
4.10.19	126,2	akumulovat			
31.1.19	97,2	akumulovat			

Stanovení odměny analytika

Stanovení výše odměny analytiků není přímo závislé na výsledcích obchodování finanční skupiny ČS s pokrývanými investičními nástroji. Nepřímá vazba spočívá ve vazbě hodnocení analytiků na zisk celé Finanční skupiny České spořitelny, na kterém se do jisté míry podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Konflikt zájmů

Česká spořitelna, Erste Bank, jejich dceřiné společnosti a klienti mohou mít pozice v investičních nástrojích uvedených v doporučení, mohou obchodovat s investičními nástroji společností uvedených v doporučení nebo mohou těmto společnostem poskytovat investiční nebo bankovní služby. Odbor ekonomických a strategických analýz České spořitelny je organizačně a fyzicky oddělen od útvarů Divize finančních trhů České spořitelny. Zájmy a z nich plynoucí případné střety zájmů Finanční skupiny České spořitelny vůči analyzovaným akciovým společnostem v České republice (společnosti obchodované na trhu Prime na BCPP) jsou uvedeny v Tabulce 2: [Střety zájmů ČS ve vztahu k pokrývaným akciím na pražské burze](#).

Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení Erste Bank Group obsahuje tabulka 3. Tabulka obsahuje poměr u investičních doporučení na pokrývané akcie obchodované na trhu Prime na BCPP.

Tabulka 3: Poměr investičních doporučení k pokrývaným akciím na pražské burze

	BCPP	Se vztahem k EBG (5)
Kupovat	38%	100%
Akumulovat	38%	0%
Držet	25%	0%
Redukovat	0%	0%
Prodat	0%	0%

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu střetu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

Kontakty

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

investicnicentrum.cz

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomický tým:			
ČR, makroekonomická prognóza	Jiří Polanský	+420/956 765 192	jpolansky@csas.cz
ČR a bankovní sektor	Michal Skořepa	+420/956 765 172	miskorepa@csas.cz
ČR, makroekonomická analýza	Nicole Gawlasová	+420/956 765 456	ngawlasova@csas.cz
Akciový tým:			
Head, Utilities, F&B, O2 CR	Petr Bártek	+420/956 765 227	pbartek@csas.cz
Světové trhy, Philip Morris ČR	Jan Šafránek	+420/956 765 218	jsafranek@csas.cz
Světové trhy, Stock Spirits	Marek Dongres	+420/956 765 343	mdongres@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:	Tomáš Kozelský	+420/956 718 013	tkozelsky@csas.cz
	Tereza Hrtúsová	+420/956 718 012	thrtusova@csas.cz
	Radek Novák	+420/956 718 015	radeknovak@csas.cz
Poradenství a strukturální analýzy	Petr Zahradník	+420/956 765 213	pzahradnik@csas.cz


[@Research_sporka](#)

Financial Markets - Wholesale & Trading and Financial Institutions

Director	Petr Valenta	+420/956 765 821	petrvalenta@csas.cz
Group Positioning	Robert Novotný	+420/956 765 817	rnovotny@csas.cz
Markets Strategist	Miroslav Plojhar	+420/956 765 520	mplojhar@csas.cz
Corporate Treasury Sales & Structuring	Tomáš Pícek	+420/956 765 511	tpicek@csas.cz
Institutional Fixed Income Sales	Ondřej Čech	+420/956 765 577	ocech@csas.cz
Institutional Equity Sales	Michal Řízek	+420/956 765 537	mrizek@csas.cz
Institutional Asset Management	Petr Holeček	+420/956 765 453	pholecek@csas.cz
Trading	Robert Novotný	+420/956 765 817	rnovotny@csas.cz
Financial Institutions & Correspondent Banking	Stanislav Šnajdr	+420/956 765 105	ssnajdr@csas.cz
Debt Capital Markets	Tomáš Černý	+420/956 765 205	tcerny@csas.cz

Financování a poradenství

Ředitel	Jan Seger	+420/956 714 130	jseger@csas.cz
Syndikované a klubové financování	Zbyněk Pela	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování	Petr Kalužik	+420/956 765 280	pkalužik@csas.cz
Corporate finance	Antonín Piskáček	+420/956 765 810	apiskacek@csas.cz
Projektové a exportní financování	Lenka Tomanová	+420/956 714 020	ltomanova@csas.cz

Erste Group Research

Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstegroup.com
Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstegroup.com
akcie – realitní sektor	Christoph Schultes	+43 501 00 115 23	christoph.schultes@erstegroup.com
akcie – sektor telekomunikace	Nora Nagy	+43 501 00 17 416	Nora.nagy@erstegroup.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	vladimira.urbankova@erstegroup.com
akcie – sektor IT, průmysl	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstegroup.com
akcie – sektor pojišťovnictví a bankovníctví	Thomas Unger	+43 501 00 173 44	thomas.unger@erstegroup.com
Head of Major Markets & Credit	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	gudrun.egger@erstegroup.com
Head of CEE Macro / Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 173 57	juraj.kotian@erstegroup.com

Máme pro vás vylepšení: naše analýzy a prognózy můžete mít nyní vždy po ruce díky mobilní aplikaci Investiční centrum. Stahujte zdarma v App Store a Google Play.

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.