

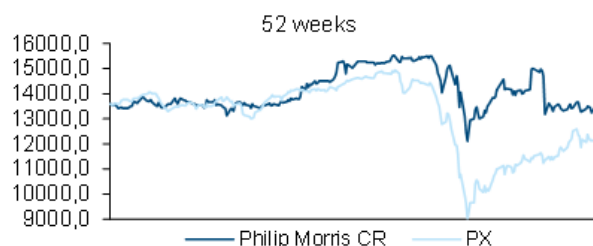


Autor: Jan Šafránek, analytik, +420 956 765 218

Philip Morris ČR (české shrnutí reportu ze dne 29.06.2020): Akumulovat

CZK mn	2019	2020e	2021e	2022e
Net sales	17 092,0	18 453,0	19 963,8	21 296,8
EBITDA	5 950,0	5 491,2	5 947,0	6 101,9
EBIT	5 010,0	4 833,3	5 265,7	5 397,7
Net result after min.	4 020,0	3 837,1	4 158,9	4 263,2
EPS (CZK)	1 464,27	1 397,64	1 514,86	1 552,86
CEPS (CZK)	1 813,22	1 637,26	1 763,02	1 809,37
BVPS (CZK)	3 436,31	3 273,95	3 388,71	3 426,35
Div./share (CZK)	1 560,00	1 400,10	1 515,23	1 553,23
EV/EBITDA (x)	6,0	5,7	5,3	5,2
P/E (x)	10,4	9,6	8,9	8,7
P/CE (x)	8,4	8,2	7,6	7,4
Dividend Yield	10,2%	10,4%	11,3%	11,5%

Share price (CZK) close as of 25/06/2020	13 460
Number of shares (mn)	2,7
Market capitalization (CZK mn / EUR mn)	952,896 / 1382,348
Enterprise value (CZK mn / EUR mn)	494,463 / 1178,157



Performance	12M	6M	3M	1M
in CZK	-1,0%	-10,4%	-0,1%	-0,9%

Reuters	TABK.PR	Free float	22,4%
Bloomberg	TABAK CP	Shareholders	
Div. Ex-date	15/05/20		
Target price	15 297	Homepage:	www.pmi.com/cs_cz/

Zdroj : Erste Group Research

HEETs představují velkou příležitost, ale také rizika

Erste Group aktualizuje pokrytí pro Philip Morris ČR s doporučením Akumulovat a cílovou cenou 15297 Kč na akcii, na základě dividendového diskontního modelu a tržního srovnání firem v sektoru.

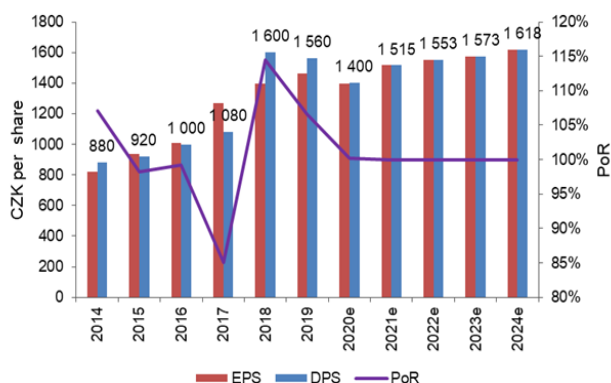
Erste v roce 2021 odhaduje 10% meziroční pokles dividendy na 1400 Kč/akcii, částečně kvůli letošnému výraznému růstu spotřebních daní (10%) a částečně kvůli dopadu COVID-19 na dočasný výpadek přeshraničních prodejů. I tak očekávaná dividendy nabízí proti současné tržní ceně 10,4% dividendový výnos. Erste očekává, že dividendy by pak v následujících letech měly mírně růst a poskytovat zajímavý dividendový výnos zřetelně nad 9% historickým průměrem firmy.

Současné ocenění společnosti, jež je 25% pod dlouhodobým průměrem konsenzuálního P/E pro očekávané zisky, poskytuje určitý polštář proti možnému budoucímu výraznějšímu růstu zdanění HEETs (jež by měly podle odhadů Erste v roce 2024 tvořit 67% tržeb). Při pohledu na srovnatelné mezinárodní tabákové společnosti se akcie firmy s 9,6x násobkem P/E 2020e obchodují na úrovni mediánu sektoru.

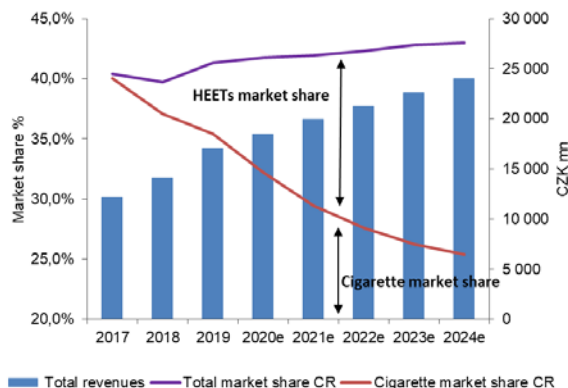
¹ Tento text je českým shrnutím akciového reportu vydaného v anglickém jazyce dne 29.06.2020 a obsahuje základní body tohoto reportu. Report je určen pouze pro osobní informaci adresáta a nesmí být reprodukován, distribuován nebo publikován bez předchozího souhlasu Erste Bank Group AG a České spořitelny, a.s. Další důležitá upozornění jsou uvedena níže a v originální anglické verzi reportu.



Výhled na dividendy



Odhady vývoje tržního podílu cigaret a HEETs PMČR

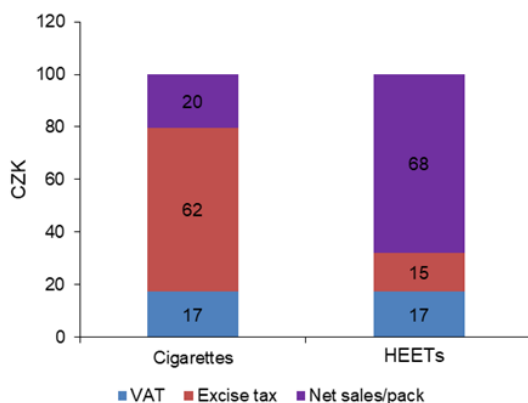


Zdroj: Philip Morris ČR, Erste Group Research

Erste odhaduje, že by PMČR měla být schopna pokračovat v růstu tržního podílu HEETs směrem k 18% v roce 2024e z 6% v roce 2019 v ČR a díky tomu ubránit vysoký dividendový výnos proti plánovanému zvyšování spotřebních daní (kumulativně 27% mezi roky 2020-2023) a zhoršujícím se makroekonomickým podmínkám ve střednědobém horizontu. Ty podle odhadů zasáhnou zejména segment cigaret a povedou k poklesu velikosti celkového trhu prodaných cigaret o 13% do roku 2024. Erste k roku 2024 očekává pokles tržního podílu klasických cigaret PMČR asi o 10 procentních bodů. Celkový tržní podíl včetně HEETs by však měl mírně růst.

HEETs jsou jedním z důvodů výrazného zlepšení hospodaření firmy v posledních 2 letech (tržby +40%, čistý zisk +15%). HEETs jsou výrazně méně zdaněny oproti klasickým cigaretám (což vede k více než 3x vyšším čistým tržbám na krabičku) a regulace je také mírnější, když jsou povoleny v restauracích, na obalech nejsou „ošklivé“ obrázky varující před zdravotními riziky, či je povolen prodej mentolových příchutí, zatímco u cigaret nyní v květnu skončil.

Ilustrativní složení prodejní ceny na krabičku cigaret a HEETs



Zdroj: Philip Morris ČR, Erste Group Research

PMČR na druhé straně vystupuje pro HEETs jen jako distributor, tedy s nižší marží, jež však benefituje z vyšší čisté prodejní ceny za krabičku v absolutním vyjádření. HEETs proto nemají negativní vliv na EBITDA zisk, dokud je jejich zdanění nižší a přispívají k růstu tržního podílu PMČR. Česká vláda nedávno schválila



plán na zvyšování spotřebních daní mezi roky 2021 – 2023, jež zachovává zmíněnou daňovou výhodu HEETs oproti cigaretám. To redukuje jedno z nejvýraznějších rizik ve střednědobém horizontu. Pro zohlednění rizika růstu daní na HEETs ve svém ocenění Erste modelově předpokládá o 20% nižší čistou prodejní cenu na krabičku HEETs ve druhé (koncové) fázi DDM ocenění.

Erste do roku 2024e odhaduje růst tržeb a EBITDA zisku z HEETs přes 20% CAGR, zatímco u klasických cigaret očekává pokles tržeb a EBITDA kolem 10% CAGR. Erste pracuje s tím, že cigarety ztratí dominantní podíl na produktovém mixu ve prospěch HEETs, jejichž podíl na tržbách poroste v roce 2024e k 67% a na úrovni EBITDA zisku se vyrovnají podílu cigaret na 35%.

Celkově Erste odhaduje růst tržeb firmy kolem 7% CAGR a čistého zisku i dividend kolem 2% CAGR mezi roky 2020-2024e, při uvažování 100% dividendového výplatního poměru. To při odhadovaném poklesu velikosti celého tabákového trhu v ČR o 13% oproti úrovni z roku 2019. Podle Erste je odhad vývoje trhu spíše konzervativní, jelikož by znamenal nejvyšší pokles trhu za 20 let, nicméně tabákový průmysl nyní čelí značným rizikům.

Ocenění na úrovni cílové ceny 15297 Kč na akcii je výsledkem 50% váhy dividendového diskontního modelu a 50% váhy ocenění mediánovým P/E 2020e srovnávací skupiny mezinárodních konkurentů v tabákovém průmyslu. Toto odhadované P/E je na úrovni 9,5 násobku zisku pro letošní rok.

Valuační tabulka

	DDM model target price	Peers P/E valuation	Final valuation
Valuation	17,314	13,281	15,297
Weight of valuation	50%	50%	

Zdroj: Erste Group Research

Porovnání s konkurenty v tabákovém průmyslu

	EV/EBITDA			P/E			Dividend yield			ND/EBITDA		
	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	9,5	9,0	8,5	9,5	9,0	8,3	6,9%	7,4%	7,9%	3,3	2,9	2,6
IMPERIAL BRANDS PLC	7,4	7,2	7,1	6,0	5,8	5,6	9,7%	9,6%	10,1%	2,9	2,6	2,3
PHILIP MORRIS INTERNATIONAL*	11,3	10,3	9,7	14,5	13,2	11,8	6,6%	6,8%	7,1%	1,9	1,7	1,6
GDANG GARAM TBK PT	6,1	5,5	5,1	9,8	9,0	8,3	5,9%	5,7%	5,8%	0,9	0,8	0,8
EASTERN CO SAE	3,8	3,4	3,2	6,8	6,0	5,6	9,4%	11,4%	12,4%	-1,1	-1,2	-1,3
JAPAN TOBACCO INC*	8,2	7,8	7,4	13,3	12,3	11,8	7,2%	7,1%	7,2%	0,9	0,7	0,6
ALTRIA GROUP INC*	8,8	8,6	8,2	9,5	8,9	8,6	8,4%	8,6%	9,2%	2,2	2,0	1,9
Median	7,4	7,2	7,1	9,5	9,0	8,3	7,2%	7,4%	7,9%	1,9	1,7	1,6
PHILIP MORRIS CRAS	5,8	5,3	5,2	9,7	8,9	8,7	10,4%	11,2%	11,5%	-1,0	-0,9	-0,9
Premium/discount	-22%	-27%	-27%	2%	0%	4%						

Source: Bloomberg, Erste Group Research

*Parent company



Tabulka s dividendovým diskontním modelem

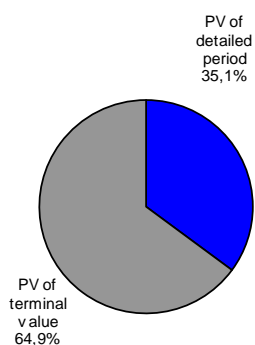
Discount rate calculation

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e (TV)
Risk free rate	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	3,5%
Equity risk premium	5,95%	5,95%	5,95%	5,95%	5,95%	5,8%
Beta	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,85
Cost of equity	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	8,4%

DDM valuation

(CZK mn)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e (TV)
Net profit*	3 838	4 160	4 264	4 319	4 440	3 160
Payout ratio	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Gross dividends flow	3 844	4 160	4 264	4 319	4 440	3 160
Number of shares	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Dividends per share	1 400	1 515	1 553	1 573	1 617	1 150
<i>Terminal value growth</i>						0,0%
Terminal value						37 482
Discounted dividends - June 30 2020	3 662	3 775	3 686	3 557	3 483	27 117
Equity value - June 30 2020	45 280					
Number of shares outstanding (mn)	2,7					
Cost of equity	5,0%					
12M target price per share (CZK)	17 314					
Current share price (CZK)	13 320					
<i>Up/Downside</i>	30,0%					

Enterprise value breakdown



Sensitivity (per share)

COE	Payout ratio				
	80%	90%	100%	110%	120%
7,4%	16 444	17 631	18 819	20 006	21 193
7,9%	15 804	16 911	18 018	19 126	20 233
8,4%	15 240	16 277	17 314	18 351	19 387
8,9%	14 739	15 714	16 688	17 662	18 637
9,4%	14 292	15 211	16 129	17 048	17 966

HEETs market share	Czech market volume growth/decline versus 2019				
	-33%	-23%	-13%	-3%	7%
30%	23 936	24 466	25 072	25 526	26 094
24%	19 761	20 396	21 122	21 666	22 346
18%	15 728	16 468	17 314	17 948	18 740
12%	11 837	12 682	13 647	14 371	15 276
6%	8 088	9 038	10 123	10 937	11 954

* Net profit from year preceding DPS



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. Správním úřadem vykonávajícím dozor nad Českou spořitelnou je Česká národní banka.

Poctivá 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 12měsíční 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 pásnu -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.

Prognózaná 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. Prognózaná 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
29.3.19	29	kupovat	30.1.19	80	kupovat
25.9.18	30	kupovat	22.12.17	79,2	držet
2.6.17	27	akumulovat	16.11.16	58	akumulovat
23.3.16	v revizi	v revizi	10.2.16	54	akumulovat
Avast					
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	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 zisku 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 společností 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 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%



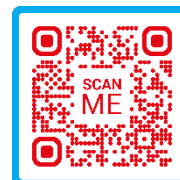


Kontakty

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

investicnicentrum.cz

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


[@Research_sporka](https://www.instagram.com/Research_sporka)

Financial Markets - Wholesale & Trading and Financial Institutions

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

Financování a poradenství

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