



	Zavírací hodnota	Týden (%)	3 měsíce (%)	Začátek roku (%)	Rok (%)	Roční mín	Roční max
PX	1,045	-0.1	7.1	13.4	19.5	864	1,051
CZK/EUR	25.99	0.2	0.9	3.9	4.0	25.99	27.13
CZK/USD	22.00	-0.9	4.1	16.8	9.5	21.70	26.01
PRIBOR 6M	0.53%	1bb	16bb	18bb	17bb	0.35%	0.53%
10letý SD 1.00/26	1.04%	14bb	22bb	62bb	81bb	0.22%	1.04%

Pražská burza

	Zavírací cena	Týden (%)
CME	90	1.9
CEZ	441	1.8
Erste	952	-0.2
Fortuna	148	5.0
Kofola	411	0.1
KB	960	-1.3
Moneta	77.4	-2.0
O2 CR	270	-2.0
Pegas	920	-8.5
PMCR	16,560	3.6
Stock	71	1.2
TMR	710	0.0
Unipetrol	340	-1.3
VIG	650	1.5

	Akcie	Dluhopisy
mil. CZK	2,924	4,636
mil. EUR	112	178

Zdroj: Bloomberg BCCP, J&T Banka

Přehled

Philip Morris ČR

- Silné výsledky za 1H17

Pegas Nonwovens

- R2G Rohan Czech může v Pegasu kontrolovat až 88,82 %
- Pegas Nonwovens plánuje novou výrobní linku

ČEZ

- Času na rozhodnutí o jádru není nazbyt
- O prodeji bulharských aktiv se rozhodne dokonce roku
- ČEZ blízko prodeji bulharské elektrárny Varna

TMR

- Růst tržeb v letní sezóně

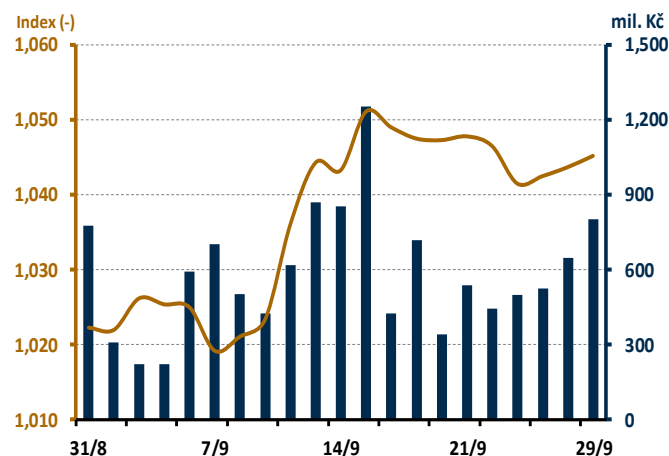
CPI

- CPI upsallo nové dluhopisy v objemu 600 mil. EUR s kupónem 2,125%

Makro

- ČNB beze změny, další růst sazeb až v listopadu

Index PX



Výhled na tento týden

Na začátek posledního čtvrtletí roku se **investoři zaměří na makroekonomické ukazatele vzhledem k tomu, že není na pořadu dne jiná událost.** Sice začne výsledková sezóna (středeční Pepsi), ale její faktický rozjezd (velké banky) se odehraje až v příštím týdnu. **Celkově jsme více opatrní vzhledem k růstu výnosů v USA na základě informací z Fedu a prozatím nejasnému dalšímu postupu po Německých volbách.**

Je začátek měsíce a tak se trh bude zaměřovat na klasické data. **V pondělí to bude v USA ISM průmyslu** (oček. 58 po 58,8 bodu m/m), **středeční ISM služeb** (oček. 55,5 po 55,3 bodu m/m), **čtvrteční podnikové objednávky** (oček. 1,0 po -3,3 % m/m) a **páteční měsíční zaměstnanost** (oček. 85 tis. po 165 tis. nových pracovních míst). V **Německu** se zaměříme na čtvrtletní **podnikové objednávky** (oček. 0,7 po -0,7 % m/m).

Akciový trh – Pražská burza

Zprávy z trhu

Poslední zářijový týden byl na finančních trzích relativně klidný. Bez reakce přešly akciové a dluhopisové trhy výsledky nedělních voleb v Německu. Relativní úspěch euroskeptických hlasů ve volbách se odrazil u eura, které k dolaru postupně oslabilo skoro o 2 % na měsíční minimum 1,172 USD/EUR. Na závěr týdne euro část ztrát odmazalo. Na komoditních trzích pokračoval pozvolný růst cen ropy, která se krátce dostala i na nová 2letá maxima (Brent – 59 USD).

Ve středu bankovní rada České národní banky podle očekávání ponechala úrokové sazby beze změny (2T repo na 0,25%), ale hlasování bylo těsné (4:3), když tři členové bankovní rady byli pro okamžité zvýšení sazeb. Na dalším zasedání (listopad) pravděpodobně už ke zvýšení sazeb dojde a ČNB i zahájí cyklus zvyšování sazeb. Za celý týden americké akciové indexy výraznější změnu nezaznamenaly, v Evropě díky závěru týdne to byl drobný růst kolem 1 %. Ve střední Evropě akciové trhy drobně ztrácely, ale domácí PX index zůstal beze změny na 1045 bodech (-0,1 % t/t).

Nejvyšší výkonnost vykázaly akcie sázkové společnosti Fortuna (5,0 % t/t, 148 Kč). Fortuna začala bez zpráv raketově posilovat až v pátek po obědě, kdy vytvořila prakticky celý týdenní růst. Páteční zobchodovaný objem (4,1 mil. Kč) pak byl nad průměrem posledních dnů. Naopak nejvíce propadly akcie Pegas Nonwovens (-8,5 % t/t, 920 Kč) po skončení dobrovolné nabídky odkupu.

Index	Zavírací cena	Týden (%)	3 měsíce (%)	Začátek roku (%)	Rok (%)	Roční min	Roční max
PX (Česká republika)	1,045	-0.1	7.1	13.4	19.5	864	1,051
ATX (Rakousko)	3,316	0.3	7.4	26.6	37.3	2,383	3,316
WIG 20 (Polsko)	2,453	-1.1	5.3	26.0	41.8	1,710	2,531
BUX (Maďarsko)	37,291	-2.3	6.1	16.5	33.2	27,664	38,387
Euro Stoxx50 (Eurozóna)	3,595	1.5	3.6	9.2	20.2	2,955	3,659
Dow Jones (USA)	22,405	0.2	5.3	13.4	23.5	17,888	22,413
S&P500 (USA)	2,519	0.7	4.1	12.5	17.1	2,085	2,519
Nasdaq (USA)	6,496	1.1	5.7	20.7	23.3	5,046	6,496

Mimořádná zpráva

Očekávané námené výsledky hospodaření

Philip Morris ČR

Philip Morris ČR dnes (26.9.) ráno mimo jiné oznámil nekonsolidovaná čísla za 1H17, která překonala odhady na všech úrovních. Tržby s 5,6 mld. Kč (+7,3 %) byly hlavním pozitivním překvapením. V rámci tržeb nás silně pozitivně překvapil výsledek v ČR, který s 3,1 mld. Kč (+11 %) překonal naši projekci 2,8 mld. Kč. Zde byl hlavním důvodem cenový efekt, který plyne ze zvýšení cen konečné produkce. PMČR si v 1H17 zachoval 45,8% tržní podíl v ČR, což nás rovněž překvapilo. Vyšší zastoupení domácí produkce pak působí i na marže, kdy EBITDA marže vzrostla o 4,7 p.b. na 42,3 %. Následně pak čistý zisk s 1,7 mld. Kč (+21,5 % r/r) překonal naše odhady 1,5 mld. Kč. Vykázaný čistý zisk indikuje EPS ve výši 1242 Kč, což naznačuje slušnou základnu pro možnou dividendu.

Zveřejněné výsledky hodnotíme pozitivně s tím, že došlo k překonání odhadů. Překvapivě pro nás jen na úrovni domácího trhu, což však přináší vyšší marže. Otazníkem zůstává, zda taková úroveň je dlouhodoběji udržitelná v rámci nové regulace (zákaz kouření v restauracích).

IFRS nekons. (mil. Kč)	1H17	1H16	r/r	J&T Banka
Tržby	5 573	5 190	7,3 %	5 329
EBITDA	2 361	1 950	14,1 %	2 069
EBITDA marže	42,3 %	37,6%	4,7 p.b.	38,8%
Čistý zisk	1 705	1 403	21,5 %	1 448
Čistý zisk na akcii (p.a.)	1 242	1 022	21,5 %	1 055

Zdroj: PMČR a J&T Banka

Akciový trh – Pražská burza

Nabídka na převzetí

Pegas Nonwovens

R2G Rohan Czech ukončil svou dobrovolnou nabídku na převzetí akcií společnosti Pegas Nonwovens. R2G vykupoval akcie Pegasu za 1 010 Kč. Nabídka skončila v pondělí 25. září 2017 v 17hod. K vypořádání dojde 5. října 2017.

Podle očekávání R2G podstatně navýšil svůj podíl ve společnosti. Tomu samozřejmě pomohla akceptace tehdy největšího akcionáře Wood Textile Holding (29,98 %). Předpokládáme, že aktivita obchodování se podstatně sníží s tím, jak se sníží Free Float (počet volně obchodovaných akcií). Likvidita na Pegasu prakticky vyschne.

R2G vlastnil v Pegasu 10,83 % (949 376 ks akcií). Do ukončení nabídky dostal R2G akceptace ve výši 70,16 % (6 148 301 ks akcií Pegasu). Dohromady tedy R2G ovládá 80,99 % (7 097 677 ks akcií).

Navíc dalších 7,83 % (686 452 ks akcií) akceptací je předmětem revize. Podíl R2G na základním kapitálu Pegasu tak může dosáhnout 88,82 % (7 784 129 ks akcií).

Již dříve jsme uvedli, že nabízenou cenu považujeme za atraktivní. Odpovídá 11,4x EV/EBITDA (LTM), což znamená zajímavou prémii cca 33 % ve srovnání s ostatními společnostmi v sektoru. Ve srovnání s naší cílovou cenou (860 Kč) je nabídka R2G vyšší o 17,4 %.

V samotném Pegasu čekáme v nejbližší době minimálně personální změny. Předpokládáme, že další směřování Pegasu budou určovat zástupci R2G. Pegas by se podle předchozích plánů R2G měl zaměřit na růst a kumulaci hotovosti, aby mohl provádět případné akvizice. To s největší pravděpodobností bude mít vliv na dividendovou politiku. Předpokládáme, že Pegas naposledy vyplatí dividendu minoritám letos. Schválená dividendy je 1,3 EUR (33,75 Kč), což odpovídá hrubému výnosu 3,4 %. Poslední den obchodování s právem na tuto dividendu je 11. říjen 2017.

Možný další postup

Očekáváme, že akcie Pegasu na burze oslabí z úrovně nabídky. R2G je může na trhu nakupovat.

Pokud by R2G získal v Pegasu 90 %, mohou ostatní akcionáři požádat o odkoupení jejich akcií. Předpokládáme, že cena by byla stejná jako v případě dobrovolné nabídky (1 010 Kč).

Pokud by R2G dosáhl 95 %, měl by učinit povinou nabídku výkupu. Cena by měla opět zůstat stejná (1 010 Kč).

V našem základním scénáři odhadujeme, že dojde k vytěsnění minoritních akcionářů a stažení akcií Pegasu z veřejného obchodování.

Vzhledem k tomu, že se z Pegasu stane titul s velmi nízkou likviditou a s výhledem na zrušení dividendy, nevidíme motivaci minoritních akcionářů, proč akcie dále držet. Nadále doporučujeme akcionářům Prodat. Naše doporučení a cílovou cenu (860 Kč, vydáno 13. 9. 2017) neměníme.

Zprávy ze společností

ČEZ

Generální ředitel ČEZu Daniel Beneš řekl v rozhovoru pro denní tisk, že transformace ČEZu by usnadnila stavbu nových jaderných bloků. Debata o financování těchto jednotek je složitá právě proto, že stát nevlastní celý ČEZ a musí bát ohledy na ostatní akcionáře. Času na rozhodnutí o nových jaderných elektrárnách není mnoho a rozhodnou se musí nejpozději v 1Q18. Pokud by se stát (drží 70 % v ČEZu) rozhodl, může výhodně zpeněžit investice do obnovitelných zdrojů. To je podle Beneše jedna z myšlenek transformace (rozdělení) ČEZu. Přípravují se detailní analýzy (aspoň 3 možnosti) a všechny uvažované varianty počítají s účastí státu. Rozhodnutí o případném rozdělení by mělo padnout na valné hromadě.

Pokud by došlo k rozdělení ČEZu na konvenční výrobu elektřiny (uhlí a jádro), která by byla plně ve vlastnictví státu, a druhou společnost (distribuce a obnovitelné zdroje), která by pravděpodobně zůstala veřejně obchodovatelná, záleželo by na podmínkách. Na příkladech ze zahraničí vidíme, že by to pro investory mohlo být atraktivní.

Akciový trh – Pražská burza

ČEZ zredukoval počet uchazečů o bulharská aktiva na 5, řekl v rozhovoru místopředseda představenstva Tomáš Pleskač. Celý proces by se měl uzavřít do konce roku. Pokud nebude nabízená cena dobrá, ČEZ tendr zruší. Mimo Bulharska neplánuje ČEZ v regionu jihovýchodní Evropy prodej dalších aktiv. Pokud by ale dostal ČEZ zajímavou nabídku, prodej by zvážil.

Předpokládáme, že nyní se jedná hlavně o ceně. Ukazuje se, že ČEZ nehodlá prodat za každou cenu. Podle předchozích zpráv by si ČEZ představoval za bulharská aktiva nejméně 300 mil. EUR (7,8 mld. Kč nebo 14,5 Kč na akcii). Za první pololetí tohoto roku generovala bulharská aktiva 4,2 % celkového zisku EBITDA. Připomínáme, že ČEZ má v Bulharsku dlouhodobé problémy s regulátorem a vede proti Bulharsku arbitráž. Předpokládáme, že případný prodej bulharských aktiv by investoři hodnotili pozitivně.

Dozorčí rada ČEZu dala souhlas k vyjednávání o prodeji bulharské elektrárny Varna. Záměnce údajně nabízí 50 mil. EUR (1,3 mld. Kč nebo 2,4 Kč na akcii). ČEZ prodává všechna svá bulharská aktiva. Kromě elektrárny Varna, která je od 2015 mimo provoz se jedná hlavně o distribuční společnost a dále také o malé obnovitelné zdroje. Zpráva není z našeho pohledu novinkou. ČEZ by chtěl uzavřít prodej bulharských aktiv do konce roku.

Pegas Nonwovens

R2G Rohan Czech oznámil, že ukončil dobrovolnou nabídku na převzetí akcií společnosti Pegas Nonwovens. R2G vykupoval akcie Pegas za 1 010 Kč. Nabídka skončila v pondělí 25. září 2017 v 17hod. K vypořádání dojde 5. října 2017.

Celkový podíl R2G v Pegasu může dosáhnout 88,82 % (10,83 % + akceptace 70,16 % + akceptace v revizi 7,83 %). Z našeho pohledu byla nabízená cena (1 010 Kč/akcie) atraktivní a doporučovali jsme akcionářům nabídku přijmout.

Pegas Nonwovens oznámil, že uzavřel dohodu o záměru postavit novou výrobní linku ve Znojmě. Finální dohoda by měla být uzavřena do konce r. 2017. V závislosti na vstupní surovině a vyráběném produktu by měla mít kapacitu 8-15 tis. tun ročně. Do komerčního provozu by měla být linka spuštěna v 3Q19. Připomínáme, že Pegas staví také nový výrobní závod v Jižní Africe. Podle plánu by linka měla mít kapacitu 10 tis. tun ročně. Uvedení do provozu se čeká na začátku roku 2019.

Vítáme snahu Pegasu o další růst, ale potom, co Pegas ovládla R2G Rohan Czech očekáváme výrazné snížení likvidity a pravděpodobné stažení z veřejného obchodování.

TMR

TMR oznámilo růst tržeb v letní sezóně (červen – 3. září). Celkové tržby vzrostly v meziročním srovnání o 13,7 %. Návštěvnost v horských střediscích se prakticky nezměnila (-0,4 %) a v zábavních parcích vzrostla o 11,1 %. Výnosy horských středisek vzrostly o 0,5 %, hotelů o 21,1 %. Připomínáme, že TMR má fiskální rok od listopadu do října. Celkové výsledky TMR za r. 2017 budou zveřejněny pravděpodobně v únoru 2018.

CPI

Společnost CPI Property úspěšně upsala novou emisi 7letých dluhopisů v objemu 600 mil. EUR. Dluhopisy ponosou roční kupón 2,125 %. Společnost použije nové prostředky na splacení současného dluhu, část plánuje využít i na akvizice. Emise dluhopisů navazuje na získání investičního ratingu od Moody's (Baa3) minulý týden.

Akciový trh – Pražská burza

Trh v číslech

Objem trhu	(mil. Kč)	Změna (%)	(mil. EUR)	Změna (%)	(mil. USD)	Změna (%)
	2,923.6	12.5	112.3	14.7	132.8	19.3

Poznámka: Procentní změna oproti 6měsíčnímu průměru týdenního objemu.

	Zavírací cena	Týden (%)	3 měsíce		Rok		Roční historie		Týdenní objem	
			(%)	rel. (%)*	(%)	rel. (%)*	min	max	mil. Kč	rel. (%)
CME	90.1	1.9	-3.1	-9.6	60.2	34.1	54	108	5,010	-87
CEZ	441	1.8	9.5	2.2	1.1	-15.4	393	473	1,046,036	26
Erste	952	-0.2	9.9	2.6	33.7	11.9	684	978	321,567	12
Fortuna	148	5.0	8.7	1.4	69.1	41.5	85	152	5,982	-98
Kofola	411	0.1	-4.0	-10.3	2.8	-14.0	353	446	574	-98
KB	960	-1.3	4.6	-2.4	14.4	-4.3	825	1,013	528,421	-5
Moneta	77	-2.0	2.4	-4.4	-3.6	-19.3	75	91	263,422	-52
O2 CR	270	-2.0	-1.1	-7.7	16.0	-3.0	217	297	56,789	-58
Pegas	920	-8.5	-1.0	-7.6	16.5	-2.5	753	1,027	42,922	-56
PMCR	16,560	3.6	12.0	4.6	33.3	11.6	12,040	16,599	85,919	23
Stock	71.4	1.2	40.2	30.9	41.0	18.0	45	74	923	-91
TMR	710	0.0	2.9	-3.9	0.0	-16.3	655	735	124	-100
Unipetrol	340	-1.3	20.4	12.4	88.4	57.7	176	347	102,833	47
VIG	650	1.5	1.6	-5.1	34.9	12.9	470	687	16,840	-65

Poznámka: *Procentní změna oproti indexu PX.** Procentní změna oproti 6měsíčnímu průměru týdenního objemu.

	Cena/Zisk		Cena/ Tržby		EV/ EBITDA		EV/ Tržby		Cílová cena	Dlouhod. doporuč.	Krátkod. výhled
	2016	2017e	2016	2017e	2016	2017e	2016	2017e			
CME	n.a.	13.4	0.9	0.9	11.4	9.4	2.5	2.4	3.6 USD (86 Kč)	Držet	Neutrální
CEZ	16.3	17.4	1.2	1.2	6.5	7	1.8	1.9	534 Kč	Koupit	Neutrální
Fortuna	25.9	n.a.	2.8	n.a.	13.4	n.a.	2.8	n.a.	V revizi	Držet	Neutrální
Kofola	26.8	34.3	1.3	1.2	9.3	10.5	1.4	1.4	426 Kč	Držet	Neutrální
O2 CR	15.9	16.9	2.3	2.3	8.3	8.9	2.3	2.3	260 Kč	Držet	Neutrální
Pegas	22	12.6	1.6	1.5	7	6.5	1.6	1.5	860 Kč	Prodat	Neutrální
PMCR	17.7	15.8	4.3	4.2	12.5	11.1	4.3	4.2	V revizi	Držet	Neutrální
Stock	22.9	n.a.	2	n.a.	10.6	n.a.	2	n.a.		Nehodnoceno	
TMR	66.7	n.a.	2.3	n.a.	7.3	n.a.	2.3	n.a.		Nehodnoceno	
Unipetrol	7.7	n.a.	0.7	n.a.	5.2	n.a.	0.7	n.a.		Nehodnoceno	

	Cena/ Zisk		Cena/ Účetní hodnota		Cílová cena	Dlouhodobá doporučení	Krátkodobý výhled
	2016	2017e	2016	2017e			
KB	13.3	15	1.8	1.7	1 015 Kč	Držet	Neutrální
Moneta	9.9	10.6	1.5	1.5	102 Kč	Koupit	Neutrální
Erste	12.5	13.4	1.3	1.2	34 EUR	Držet	Neutrální
VIG	11.1	10.6	0.6	0.6	24,5 EUR (652 Kč)	Držet	Neutrální

Poznámka: EV = Hodnota společnosti, EBITDA = Hospodářský výsledek před odečtením úroků, daní, odpisů a amortizací.

Ekonomika

CNB

Středeční zasedání bankovní rady České národní banky bylo bez překvapení. Po srpnovém zvýšení si bankovní rada dala pauzu, úrokové sazby zůstaly beze změny (0,25 %). Ovšem o dalším zvyšování se hlasovalo, výsledek byl velmi těsný (4:3), když tři členové bankovní rady byly pro okamžité zvýšení sazeb. To naznačuje, že zvýšení sazeb v listopadu se blíží jistotě. Bankovní rada ČNB vyčkává na novou prognózu a také na další kroky ECB, která má zasedání na konci října. Důvodů pro utažení měnové politiky je lehce přehřívající se ekonomika, hlavně trh práce. Navíc koruna zatím posiluje pomaleji, než ČNB původně očekávala. Podle našeho názoru v listopadu ČNB nejen zvýší úrokové sazby, ale také oznámí, že zahajuje cyklus zvyšování sazeb..

		Poslední hodnota	Období	2015	2016	2017e
Reálný HDP	%, r/r	4.7	2Q/17	5.4	2.5	4.0
Průmyslová výroba	%, r/r reál	3.3	07/17	4.6	3.4	4.6
Spotřebitelská inflace	%, r/r	2.5	08/17	0.3	0.7	2.4
Obchodní bilance	mld. CZK	-2.1	07/17	131	164	140
Běžný účet	% HDP	1.6	2016	0.2	1.1	1.4
Nezaměstnanost	%	4.0	08/17	6.5	5.5	4.3

Devizový trh

CZK/EUR

Koruna k euru pokračovala v klidném obchodování těsně na úrovni 26 CZK/EUR, kterou v pátek překvapivě prorazila a posunula se na 4leté maximum 25,97 CZK/EUR. Ve středu koruna nakonec nereagovala na zasedání ČNB.

Krátkodobě koruna se může stabilizovat kolem 26 CZK/EUR. Dlouhodobý výhled na korunu je pozitivní, po stabilizaci finančního trhu by se koruna měla vrátit k postupnému posilování dle fundamentů kolem 2-3 % ročně.

CZK/USD

Koruna k dolaru minulý týden ztrácela, z pondělních 21,8 se dostala na měsíční minimum 22,25 CZK/USD ve středu. Na závěr týdne koruna korigovala svůj propad a vrátila se k úrovni 22,0 CZK/USD. Výkyvy do obchodování přinášel hlavně vývoj eurodolarového trhu, změny koruny k euru byly relativně menší.

Koruna se může pohybovat poblíž 22 CZK/USD, ovšem postupně roste riziko oslabení koruny k dolaru. Dlouhodobý výhled zůstává ve směru pozvolného posílení koruny.

USD/EUR

Euro k dolaru celý týden ztrácelo, z úrovně 1,195 se dostalo na 1,5měsíční minimum 1,173 USD/EUR ve středu, na závěr týdne euro korigovalo na 1,18 USD/EUR. Sentiment euro změnily výsledky německých voleb a úspěch euroskeptických stran.

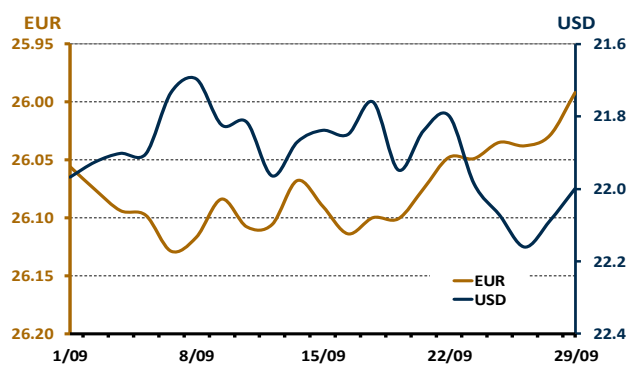
Euro může krátkodobě kolísat kolem 1,18 USD/EUR, ovšem roste riziko delší korekce. Ve střednědobém výhledu nadále čekáme, že dolar se může vrátit k úrovni 1,15.

RUB/USD

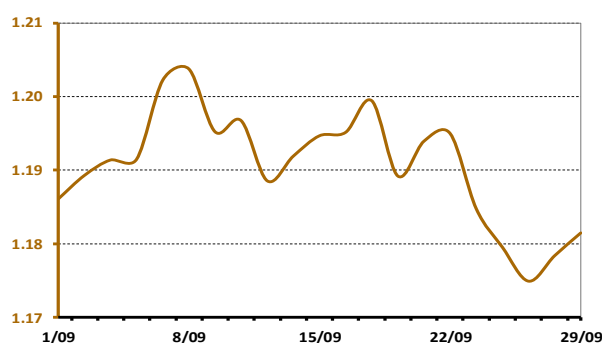
Rubl k dolaru celý týden kolísal kolem úrovně 58 RUB/USD, překvapivě rubl nereagoval na další pozvolný růst cen ropy.

Krátkodobě rubl může mírně posílit, hlavně kvůli vyšším cenám ropy. V delším horizontu zůstává pro úroveň kurzu rublu nadále rozhodující cena ropy spíše než vývoj ruské ekonomiky (včetně sazeb).

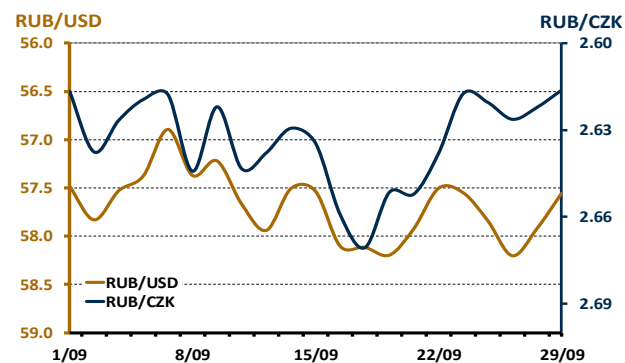
Koruna



EUR/USD



Rubl



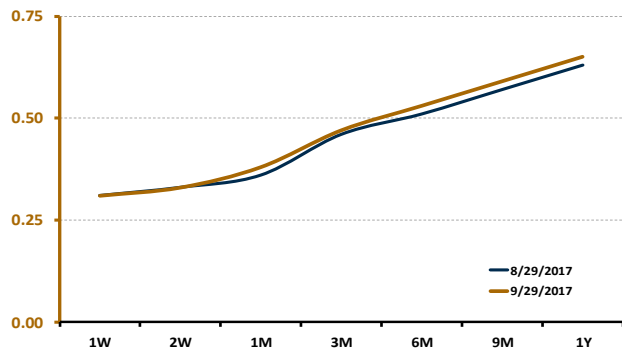
Devizový trh

Směnné kurzy	Zavírací hodnota	Týden (%)	3 měsíce (%)	Začátek roku (%)	Rok (%)	Roční mín	Roční max	Forward 1 měsíc	Forward 6 měsíců
CZK/EUR	25.99	0.2	0.9	3.9	4.0	26.0	27.1	26.0	26.0
CZK/USD	22.00	-0.9	4.1	16.8	9.5	21.7	26.0	22.0	21.7
CZK/GBP	29.48	-0.2	1.1	7.4	5.9	28.2	32.3	29.4	29.3
USD/EUR	1.181	1.2	-3.2	-11.0	-5.0	1.04	1.20	1.18	1.19
RUB/USD	57.555	-0.1	3.2	6.9	9.6	55.82	66.00	-	-
RUB/CZK	2.616	0.8	-0.9	-8.5	0.1	2.21	2.75	-	-

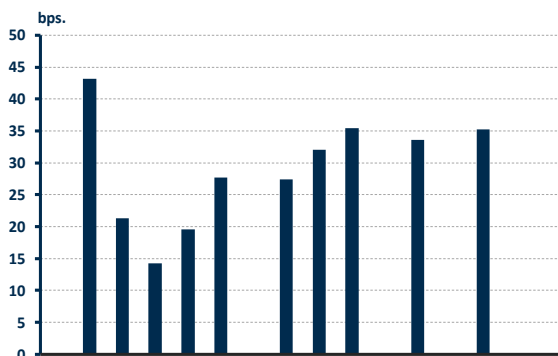
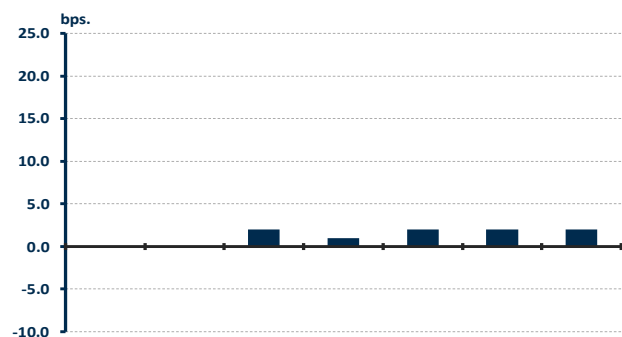
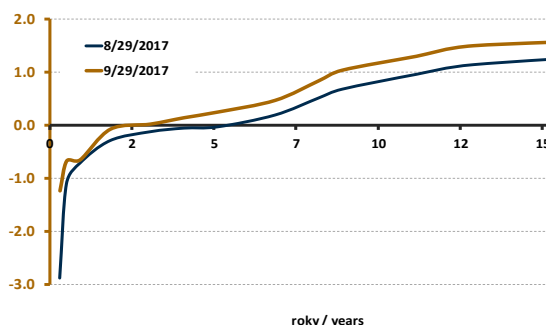
Peněžní a dluhopisový trh

PRIBOR	Fixing (%)	Týden (bb)	3 měsíce (bb)	Začátek roku (bb)	Rok (bb)	Roční min	Roční max	3měsíční FRA
2T	0.33	0	19	18	18	0.14	0.33	n.a.
3M	0.47	1	18	19	18	0.27	0.47	0.73
6M	0.53	1	16	18	17	0.35	0.53	0.86
1 rok	0.65	1	19	21	20	0.43	0.65	n.a.

Výnosová křivka peněžního trhu



Výnosová křivka dluhopisového trhu



Objem dluhopisového trhu	(mil. Kč)	změna (%)	(mil. EUR)	změna (%)	(mil. USD)	změna (%)
	4,635.5	-35.8	178.1	-34.7	210.0	-31.9

Poznámka: Procentní změna oproti 6-měsíčnímu průměru týdenního objemu.

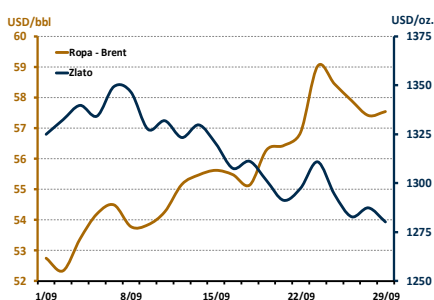
Označení	Splatnost	Cena	Týden (bb)	Objem (mil. Kč)	VDS (%)	Týden (bb)	Durace
SD 0.00/17	9-Nov-17	100.22	-3	0	-2.26	-12.0	0.1
SD 0.85/18	17-Mar-18	100.72	-19	0	-0.72	33.2	0.5
SD 3.85/21	29-Sep-21	114.78	-52	209	0.13	10.1	3.8
SD 1.00/26	26-Jun-26	99.69	-116	1,718	1.04	13.9	8.4
SD 0.85/30	15-May-30	93.73	-149	828	1.50	13.4	11.9

Komodity

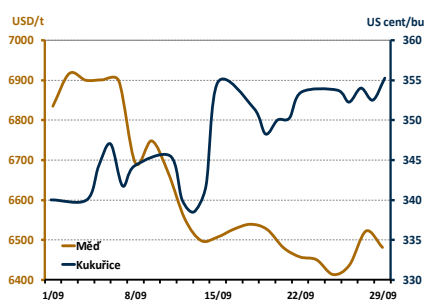
Poslední týden v září přinesl nevýrazný vývoj, široké indexy zůstaly druhý týden v řadě opět beze změny. Cena ropy přestala růst a stabilizovala se na úrovni svých 2,5letých maxim - Brent (58 USD), WTI (52 USD). Klidný vývoj zaznamenaly i technické kovy. Další růst výnosů na dluhopisových trzích v USA negativně dopadá na ceny drahých kovů (-1 % t/t). Cena zlata (-1 % t/t) se po 8 týdnech vrátila k úrovni 1280 USD. Mírně ztrácely i zemědělské plodiny (-1 % t/t).

	Zavírací hodnota	Týden (%)	3 měsíce (%)	Začátek roku (%)	Rok (%)	Roční min	Roční max
ropa - Brent	57.5	1.2	21.3	1.3	16.9	44.4	59.0
ropa - WTI	51.7	2.0	15.0	-3.8	8.0	42.5	54.5
Zlato	1,280	-1.3	2.8	11.1	-3.0	1,128	1,349
Elektřina	34.9	-0.8	13.2	11.4	19.5	27.8	36.6
Uhlí	77.8	-4.9	11.1	10.7	20.8	59.3	84.0
Hliník	2,102	-2.6	9.8	24.2	25.8	1,612	2,177
Měď	6,481	0.4	9.1	17.1	33.9	4,638	6,917
Pšenice	448.3	-0.3	-6.7	9.9	12.3	372	539
Kukuřice	355.25	0.5	-1.3	0.9	7.9	329	392
Sója	968	-1.6	5.8	-2.8	1.9	904	1,075

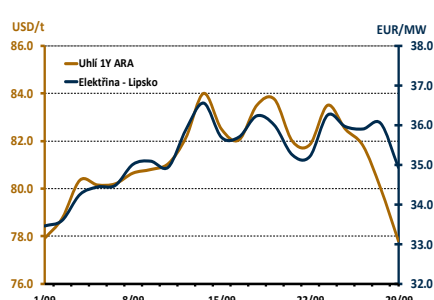
Ropa a zlato



Měď a kukuřice



Uhlí a elektřina



Kalendář

Datum	Čas	Země	Indikátor	Období	J&T (oček.)	Trh (oček.)	Předchozí
2/10/2017	9:30	ČR	Index nákupních manažerů průmyslu	09/17	-	55.8	54.9
2/10/2017	10:00	Eurozóna	Index nákupních manažerů průmyslu	09/17f	-	58.2	58.2
2/10/2017	11:00	Eurozóna	Nezaměstnanost	08/17	-	9.0%	9.1%
2/10/2017	16:00	USA	ISM - podnikatelská důvěra průmyslu	09/17	-	58	58.8
3/10/2017	9:00	ČR	HDP	Q2/17f	-	4.7% r/r	4.7% r/r
4/10/2017	10:00	Eurozóna	Index nákupních manažerů ve službách	09/17f	-	55.6	55.6
4/10/2017	11:00	Eurozóna	Maloobchodní tržby	08/17	-	2.6% r/r	2.6% r/r
4/10/2017	16:00	USA	ISM - podnikatelská důvěra služeb	09/17	-	55.5	55.3
4/10/2017	-	-	Monsanto	-	-	USD -0.41	USD 5.20
4/10/2017	-	-	PepsiCo	-	-	USD 1.43	USD 5.03
4/10/2017	-	-	Tesco	-	-	-	GBP 0.01
5/10/2017	16:00	USA	Průmyslové zakázky	08/17	-	1.0% m/m	-3.3% m/m
5/10/2017	16:00	USA	Zakázky na zboží dl. spotřeby	08/17f	-	1.7% m/m	1.7% m/m
5/10/2017	-	-	Costco Wholesale	-	-	USD 2.01	USD 5.51
6/10/2017	8:00	Německo	Průmyslové zakázky	08/17	-	0.7% m/m	-0.7% m/m
6/10/2017	9:00	ČR	ČNB: Zápis ze zasedání bankovní rady ČNB (27. září)	-	-	-	-
6/10/2017	9:00	ČR	Maloobchodní tržby	08/17	5.0% r/r	4.6% r/r	2.5% r/r
6/10/2017	9:00	ČR	Obchodní bilance - národní pojetí	08/17	5.0 mld. Kč	5.0 mld. CZK	-2.1 mld. CZK
6/10/2017	14:30	USA	Změna počtu pracovních míst (bez zemědělství)	09/17	-	85k	156k
6/10/2017	14:30	USA	Nezaměstnanost	09/17	-	4.4%	4.4%

Slovníček pojmů

Bazický bod

100 bazických bodů = 1,00 %; nejčastěji se používá u změn úrokových sazeb; zkratka bps (*anglicky basis points*)

Book value (účetní hodnota)

hodnota společnosti připadající akcionářům; *Book value = Aktiva - Závazky společnosti*

Cash Flow

peněžní tok, vyjadřuje příjem/výdej peněžních prostředků a schopnost firmy generovat hotovost; výkaz obsahuje cash flow z provozní činnosti, investiční (kapitálové výdaje) a finanční (splátky/příjem úvěrů)

CAGR

průměrná roční míra růstu za určité období (např. CAGR 2001-2009) (*anglicky: Compound Annual Growth Rate*)

CAPEX

investiční výdaje obvykle na pořízení dlouhodobého majetku (stroje, nemovitosti) (*anglicky: CAPital EXpenditures*)

CEE

střední a východní Evropa (*anglicky: Central and Eastern Europe*)

CIS

Společenství nezávislých států, 9 z 15 států bývalého Sovětského svazu (*anglicky: Commonwealth of Independent States*)

Čistý dluh/EBITDA

dluh společnosti očištěný o hotovost ku schopnosti generovat zisk EBITDA (přibližný odhad cash flow); často používán vůči srovnatelným společnostem ze sektoru kvůli specifickým odvětví a finanční náročnosti; (*anglicky: Net Debt/EBITDA*)

Dividendový výnos

výnos akcie, který akcionář obdrží ve formě dividend; vyjadřuje se v procentech jako roční dividendy k současné ceně akcie

Dividendový výplatní poměr

procento ze zisku vyplacené akcionářům ve formě dividend; případně může být vyjádřen v poměru ku cash flow namísto zisku; (*anglicky: Payout ratio*)

DPS

dividenda na akcii; část zisku určená k výplatě dividend vydělena počtem akcií společnosti (*anglicky: Dividend Per Share*)

EBITDA hrubý provozní zisk;

zisk před odečtením úroků, daní a odpisů (*anglicky Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*); Indikátor provozní výkonnosti společnosti a přibližný odhad cash flow. Některé společnosti použijí termín OIBITDA (*Operating Income Before Interest Tax, Depreciation and Amortization*).

EBITDA marže

poměr hrubého provozního zisku vůči tržbám (=EBITDA/tržby); určuje míru ziskovosti na jednotku tržeb; vyjadřuje se v procentech. Podobně i EBIT marže.

EBIT

provozní zisk; zisk před odečtením úrokových nákladů a daní (*anglicky Earnings Before Interests and Taxes*)

ECB

Evropská centrální banka je orgán EU a centrální banka zemí eurozóny; (*anglicky: European Central Bank*)

EM

rozvíjející se trhy, geograficky je to celá Asie kromě Japonska, východní a střední Evropa, Afrika a Latinská Amerika. (*anglicky: Emerging Markets*)

EPS

zisk na akcii; podíl zisku (ztráty) na jednu akci (*anglicky: Earnings Per Share*)

EV

hodnota podniku; tržní kapitalizace společnosti zvýšena o čistý dluh společnosti (dluh bez likvidních finančních prostředků). (*anglicky: Enterprise Value*).

Fed

centrální banka Spojených států amerických. (*anglicky: Federal Reserve System*)

Forex

devizový trh; trh směnných kurzů (*anglicky: Foreign Exchange markets*)

Goodwill

účetní termín; vyjadřuje u akvizic rozdíl mezi zaplacenou cenou a účetní hodnotou kupované firmy. Zahrnuje např. dobré jméno podniku, klientskou základnu, značku apod. Goodwill se řadí mezi nehmotná aktiva.

Marže

poměr zisku vůči tržbám (=zisk/tržby); určuje míru ziskovosti na jednotku tržeb; vyjadřuje se v procentech. Existuje na všech úrovních zisku (EBITDA/EBIT/NI marže); (*anglicky: margin*)

Medián

statistická hodnota, která dělí řadu seřazených výsledků na dvě stejné poloviny. Medián na rozdíl od průměru není ovlivněn extrémními hodnotami.

MSCI

společnost, která sestavuje prestižní indexy pro akciové a dluhopisové trhy a také svět hedgeových fondů. Některé změny v indexech mohou mít výrazný dopad na trhy, protože indexy sleduje mnoho správců majetku. (*anglicky: Morgan Stanley Capital International*)

NI

čistý zisk; zisk společnosti připadající akcionářům společnosti, který vznikne po odečtení všech nákladů včetně daní (*anglicky: Net Income*)

m/m

meziměsíční změna (*anglicky: month on month; m-o-m*)

OPEC

Organizace sdružující země vyvážející ropu, především z okolí Perského zálivu a Afriky. (*anglicky: Organizations of the Petroleum Exporting Countries*)

Pracovní kapitál

Krátkodobá aktiva minus krátkodobá pasiva; vyjadřuje likviditu firmy a schopnost krytí kr. závazků kr. aktivy; také ovlivňuje cash flow; (*anglicky: working capital*)

P/BV

poměr ceny akcie k účetní hodnotě na jednu akcii. Jde o poměrový ukazatel, který slouží k porovnání ohodnocení jednotlivých společností, především v bankovním a finančním sektoru. (*anglicky: Price / Book Value per share Ratio*)

P/E

vyjadřuje poměr tržní ceny akcie k dosaženému čistému zisku na akcii. Jde o poměrový ukazatel, který slouží k porovnání ohodnocení jednotlivých akciových titulů. Čím je ukazatel P/E vyšší, tím je daná akcie vzhledem k zisku (současnému nebo očekávanému) dražší a naopak. (*anglicky: Price / Earnings Ratio*)

Rafinérská marže

rozdíl mezi cenou hrubé ropy a cenou rafinérské produkce (benzín, nafta, oleje); obvykle se vyjadřuje v USD/t

Rentabilita

vyjadřuje poměr dosaženého výsledku společnosti (zisk) k určité položce rozvahy. Rentabilita kapitálu (ROE) vyjadřuje výsledek hospodaření/vlastní kapitál; sledované ukazatele jsou také rentabilita aktiv (ROA) a návratnost investice (ROI)

q/q

mezikvartální změna (*anglicky: quarter on quarter; q-o-q*)

SWAP

finanční derivát založený na principu výměny dvou aktiv včetně jejich výnosů a nákladů po stanovenou dobu

SWOT analýza

analýza, která shrnuje silné a slabé stránky, případná rizika a příležitosti. V případě firmy může jít o komplexní analýzu firmy, její produkce a postavení na trhu. (*anglicky: Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats analysis*)

Současná hodnota

budoucí peněžní toky přepočítány na současnou hodnotu. Vychází z časové hodnoty peněz a myšlenky, že investor preferuje stejnou částku v přítomnosti na místo v budoucích obdobích; (*anglicky: Present Value*)

Tržní kapitalizace

ukazatel velikosti společnosti; součin tržní ceny a celkového počtu akcií. (*anglicky: market capitalisation*)

WACC

vyjadřuje průměrné náklady společnosti na kapitál; představuje kombinaci nákladů na vlastní a cizí kapitál; v oceňovacích modelech se používá jako diskontní sazba; (*anglicky Weighted Average Cost of Capital*)

y/y (r/r)

meziroční změna (*anglicky: year on year; y-o-y*)

Kontakty

Obchodování s cennými papíry

Jan Pavlík	Vedoucí oddělení	+420 221 710 628	jpavlik@jtbank.cz
Michal Znojil	Obchodování – ČR a zahraničí	+420 221 710 131	znojil@jtbank.cz
Tereza Jalůvková	Obchodování – ČR a zahraničí	+420 221 710 606	jaluvkova@jtbank.cz
Milan Svoboda	Obchodování – ČR a zahraničí	+420 221 710 554	msvoboda@jtbank.cz
Barbora Stieberová	Obchodování – ČR a zahraničí	+420 221 710 613	stieberova@jtbank.cz
Miroslav Nejezchleba	Obchodování – zahraničí (USA)	+420 221 710 633	nejezchleba@jtbank.cz
Marek Truchlý	Obchodování – zahraničí (USA)	+420 221 710 661	truchly@jtbank.cz
Taťána Marešová	Treasury sales pro institucionální klientelu	+420 221 710 300	tmaresova@jtbank.cz

Obchodování – Atlantik, eAtlantik

Vratislav Vácha	Obchodování – ČR a zahraničí	+420 221 710 677	vratislav.vacha@atlantik.cz
Michal Vacek	Obchodování – ČR a zahraničí	+420 221 710 662	michal.vacek@atlantik.cz

Prodej a klientské služby

Markéta Kovářová	Klientské služby	+420 221 710 638	j&t@jtbank.cz
------------------	------------------	------------------	---------------

Správa klientských portfolií

Roman Hajda	Vedoucí pro investice	+420 221 710 224	hajda@jtbank.cz
Katarína Ščecinová	Portfolio manažer	+420 221 710 498	scecinova@jtf.com

Portfolio management

Martin Kujal	Vedoucí pro investice; dluhopisy	+420 221 710 698	kujal@jtf.com
Marek Janečka	Portfolio manažer; akcie	+420 221 710 699	janecka@jtf.com

Oddělení analýz

Milan Vaníček	Strategie, farma, telekom	+420 221 710 607	vanicek@jtbank.cz
Milan Lávička	Banky, finanční sektor	+420 221 710 614	lavicka@jtbank.cz
Bohumil Trampota	Energetika, chemie	+420 221 710 657	trampota@jtbank.cz
Pavel Ryska	Média, nemovitosti	+420 221 710 658	ryska@jtbank.cz
Petr Sklenář	Makroekonomika, komodity	+420 221 710 619	sklenar@jtbank.cz

J&T Banka, a.s.

J&T Banka, a. s.

Pobřežní 14, 186 00 Praha 8

T.: +420.221.710.111 Zelená linka: 800 484 484

Česká republika

www.itbank.cz

J&T Banka, a. s., pobočka zahraniční banky

Dvořákovo nábřeží 8

811 02 Bratislava

T.: +421.259.418.111

Slovenská republika

www.it-bank.sk

ATLANTIK finanční trhy, a.s.

Pobřežní 14, 186 00 Praha 8

T.: +420.221.710.676

Česká republika

Trnitá 500/7, 602 00 Brno

T.: +420 542 220 542

Česká republika

atlantik@atlantik.cz

www.atlantik.cz

Právní prohlášení

J J & T BANKA, a. s., (dále jen „Banka“) je licencovaná banka a člen Burzy cenných papírů Praha, a. s., oprávněná poskytovat investiční služby ve smyslu zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. ATLANTIK finanční trhy, a. s., (dále jen „ATLANTIK FT“) je licencovaný obchodník s cennými papíry oprávněný poskytovat investiční služby ve smyslu zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. Banka v souladu s právními předpisy České republiky, přímo použitelnými nařízeními Evropské unie a svými vnitřními předpisy připravuje, tvoří a rozšiřuje investiční doporučení, ATLANTIK FT tato doporučení rozšiřuje. Činnost ATLANTIKU FT a Banky podléhá dohledu České národní banky, Na Příkopě 28, Praha 1, PSČ 115 03 – <http://www.cnb.cz/>.

V tomto dokumentu jsou zmíněny některé důležité informace a upozornění související s tvorbou a šířením investičních doporučení.

Banka a ATLANTIK FT uveřejňují investiční doporučení vytvořená zaměstnanci Banky (dále také „Analytici“). Analytici vytvářející investiční doporučení nesou plnou odpovědnost za jejich objektivitu.

Stupně investičního doporučení

Banka používá následující stupně investičních doporučení:

- **Koupit/BUY** – předpokládá se, že % rozdíl mezi roční cílovou cenou akcie (určenou jednou z níže uvedených oceňovacích metod) a aktuální tržní cenou je větší, než minimální teoretický požadovaný výnos pro danou akcii. Tento požadovaný výnos je určen jako součet výnosu bezrizikového aktiva (nejdelší státní dluhopis ČR) a součinnu koeficientu beta a rizikové prémie (určené individuálně pro každou společnost a odvozené od rizikové prémie pro český trh).
- **Držet/HOLD** – předpokládá se, že % rozdíl mezi roční cílovou cenou akcie (určenou jednou z níže uvedených oceňovacích metod) a aktuální tržní cenou je menší, než minimální teoretický požadovaný výnos pro danou akcii, ale zároveň větší než výnos bezrizikového aktiva.
- **Prodat/SELL** – předpokládá se, že % rozdíl mezi roční cílovou cenou akcie (určenou jednou z níže uvedených oceňovacích metod) a aktuální tržní cenou je menší než výnos bezrizikového aktiva.

Metody oceňování

Banka při oceňování společností a investičních projektů používá v první řadě metodu diskontovaných cash flow (FCFE nebo DDM). Metoda relativního srovnání je nedílnou součástí každého ocenění, ale slouží spíše jako test vypovídací schopnosti diskontní metody, a to z těchto důvodů: (i) rozdílné účetní standardy; (ii) rozdílná velikost firem; (iii) dostupnost informací; (iv) dopad akvizic a dečních společností na strukturu účetních rozvah; (v) rozdílné dividendové politiky; a (vi) rozdílná očekávání budoucích ziskových marží. Pokud se fundamentální ocenění a interval hodnot na základě relativního srovnání v zásadě shodují, je to známkou správnosti projekcí cash flow a dalších klíčových předpokladů diskontovacího modelu (zvláště diskontní faktor, růst v tzv. „nekonečné fázi“, kapitálová struktura, apod.). V opačném případě je nutno najít faktory vedoucí k zásadní rozdílnosti obou oceňovacích metod.

Opatření bránící vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním nástrojům:

Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkovém zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního stupně a směru. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Banky nebo ATLANTIKU FT nebo ovládající a ovládané právnické osoby nebo právnické osoby tvořící koncern (dále jen „propojená osoba“).

Banka a ATLANTIK FT v rámci dodržování pravidel obezřetného poskytování investičních služeb a organizace vnitřního provozu uplatňují postupy a pravidla stanovená právními předpisy a jejich vnitřními předpisy, které brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním nástrojům obsaženým v investičních doporučeních šířených Bankou a ATLANTIKem FT, a to zejména zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariéry mezi jednotlivými útvary a pravidelnou vnitřní kontrolou.

Zároveň však Banka a ATLANTIK FT upozorňuje na skutečnost, že tento dokument může obsahovat informace týkající se investičních nástrojů nebo emitentů investičních nástrojů, kterých se investiční doporučení přímo nebo nepřímo týká (dále jen „emitent“), u kterých může mít některý ze subjektů náležejících do regulovaného konsolidačního celku Banky své vlastní zájmy. Tyto zájmy mohou spočívat v přímém nebo nepřímém podílu na těchto subjektech, v provádění operací s investičními nástroji týkajícími se těchto subjektů nebo v provádění operací s investičními nástroji uváděnými v tomto dokumentu.

Další upozornění

Banka a ATLANTIK FT a s nimi propojené osoby a osoby, které k nim mají právní nebo faktický vztah, včetně členů statutárních orgánů, vedoucích zaměstnanců nebo jiných zaměstnanců, mohou obchodovat s investičními nástroji či uskutečňovat jiné investice a obchody s nimi související a mohou je v rozhodné době nakupovat nebo prodávat, nebo k nákupu anebo prodeji nabízet, ať již jako komisionář, zprostředkovatel či v jiném právním postavení, na veřejném trhu či jinde.

Makléři a ostatní zaměstnanci Banky a ATLANTIKU FT a/nebo s nimi propojené osoby mohou poskytovat ústní nebo písemný komentář k trhu nebo obchodní strategie svým klientům a vlastního organizačního útvaru obchodování, které odráží názory, jež jsou v rozporu s názory vyjádřenými v investičních doporučeních.

Investoři včetně potenciálních zákazníků Banky nebo ATLANTIKU FT (dále také „Zákazník/Zákazníci“) by měli investiční doporučení považovat pouze za jeden z několika faktorů při svém investičním rozhodování. Investiční analýzy a doporučení vydávané Bankou a šířené Bankou, ATLANTIKem FT a/nebo s nimi propojenými osobami byly připraveny v souladu s pravidly chování a interními předpisy pro zvládnání střetů zájmů ve spojení s investičními doporučeními.

Přehled změn stupně investičního nástroje, na který Banka vydala investiční doporučení, a jeho cenového cíle během posledních 12 měsíců je uveřejněn způsobem umožňujícím dálkový přístup na internetové adrese: https://www.jtbank.cz/informacni-povinnost/#povinne_uverejnovane_informace.

Emitent nebyl před vydáním tohoto doporučení s ním seznámen a doporučení tedy nebylo nijak změněno nebo upraveno na základě jeho žádosti.

Samotná investiční rozhodnutí jsou vždy na Zákazníkovi a Zákazník za ně nese plnou odpovědnost.

Přestože investiční doporučení Banky jsou Analytiky připravována v dobré víře kvalifikovaně, čestně a s odbornou péčí, nemůže Banka přijmout odpovědnost a zaručit se za úplnost nebo přesnost informací v nich uvedených s výjimkou údajů vztahujících se k Bance a/nebo ATLANTIKU FT.

Investiční doporučení sdělují názor Analytiků ke dni zveřejnění a mohou být změněna bez předchozího upozornění. Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost v budoucnu. Tento dokument není veřejnou nabídkou na koupi či úpis investičních nástrojů ve smyslu zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu ve znění pozdějších předpisů, stejně tak nepředstavuje nabídku k nákupu či prodeji investičních nástrojů. Jednotlivé investiční nástroje nebo strategie v investičních doporučeních zmíněné nemusí být vhodné pro každého Zákazníka. Názory a doporučení tamtéž uvedené neberou v úvahu situaci jednotlivých Zákazníků, jejich finanční situaci, cíle nebo potřeby. Investiční doporučení mají sloužit Zákazníkům, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí bez nepřiměřeného spoléhání se na informace uvedené v investičních doporučeních. Tito Zákazníci jsou povinni se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní finanční situace. Hodnota či cena jakýchkoliv investic se může měnit v čase a není zaručena návratnost původní investované částky ani výše případného zisku.

2017 © J & T BANKA, a. s., ATLANTIK finanční trhy, a. s.