

Petr Bártek, Václav Kmínek, Radim Kramule, Martin Krajhanzl
research@csas.cz, 224 995 177

5.8.2010 Srpen

Český akciový trh

- Shrnutí nového reportu na TO2 ČR;
- Výsledková sezona v ČR v poločase lehce pozitivní: KB, Erste, TO2 ČR, CME...Co čekáme od ČEZu, Unipetrolu...?

Zahraniční akcie

- Souhrn průběžných výsledků SP500 za 2. kvartál 2010: další zlepšení

Akcie	Kurz (Kč) 04.8.10	Roční cílová cena (Kč)	Investiční doporučení (datum zveřejnění)	Rozdíl mezi cíl. a akt. cenou	Komentář
Index PX	1205,9 bodů	1308 b	5.8.10	8,5%	Kvůli snížení cílové ceny na TO2 ČR o 10 Kč na 470 Kč a vlivem posílení CZK vůči EUR i USD, což snižuje při přepočtu na CZK cílové ceny u CME, Orca a VIGu, mírně snižujeme naši cílovou cenu indexu PX na 1308 b. To vůči závěrečné hodnotě z 4.8. nabízí 8,5% růstový potenciál.
AAA Auto	17.8	-	-	-	K akciím jsme nezaznamenali žádnou důležitou zprávu. Akcie se obchodují s minimálním objemem, přičemž meziměsíčně se cena akcií prakticky nepohnula (17,8 Kč/akcii). Výsledky reportují Áčka 26. srpna.
CME	426.5	33 USD	kupovat (14.6.10)	45.46%	CME snížila odhad letošních tržeb a provozního zisku z důvodu negativního vlivu směnných kurzů (vliv na tržby ve výši - 50 mil. USD) a pomalejšího oživení reklamního trhu (-15 až -30 mil. USD), kde očekává pokles za celý rok v rozmezí 2-4% (dříve očekávala stagnaci). Pozitivní zprávou je, že klíčový trh v ČR se začíná oživovat, na druhou stranu trhy v JVE jsou stále pod tlakem. Na titul zůstáváme pozitivní.
ČEZ	872.1	980	Akumulovat (8.2.10)	12.37%	Jak jsme čekali, ČEZ po dividendě spíše stagnuje. Firma reportovala nárůst poptávky po elektřině za první pololetí o 4,2% r/r. Výsledky za druhé čtvrtletí (10.8.) nicméně očekáváme ještě slabé, když už nepomůže distribuce (případ 1Q) a ještě nepomohou nové projekty v obnovitelných zdrojích. Ceny elektřiny na burze se nicméně po poklesu opět stabilizovaly.
ECM	178.6	-	-	-	ECM bude reportovat výsledky za první pololetí 25.8. Konsensus není k dispozici ale umíme si představit pozitivní přecenění některých projektů. Přestože neobsazenost v Praze ve 2Q stoupla ze 12% na 13,8%, příliv nových projektů úplně vyschnul, a očekává se tak rychlé zlepšování podmínek pro developery.
Kit Digital	187.9	-	-	-	KIT Digital již zveřejnil předběžné neauditované výsledky za 2Q 10 téměř přesně v souladu s odhady trhu. Tržby vzrostly meziročně o 110% na 22,7 mil. a EBITDA dosáhne minimálně 4,0 mil. USD (+490% r/r). KITD zveřejní kompletní výsledky v pondělí 16.8. Nějaké výraznější překvapení se asi nedá očekávat.
Komerční banka	4,055.0	3,850	Držet (8.2.10)	-5.06%	Výsledky KB (3,3 mlrd. Kč, +12% r/r, 8,5% nad konsensem) překvapily pozitivně hlavně díky nízké tvorbě opravných položek, ale také díky solidnímu růstu ve všech hlavních příjmech. Banka řekla, že objem špatných úvěrů by se již neměl zvyšovat, a výrazně snížila odhad nákladů na opravné položky.
NWR	229.5	306	Koupit (06.5.10)	33.33%	NWR bude výsledky reportovat 26.8. a čeká se výrazný nárůst díky skokovému růstu cen koksovatelného uhlí i díky solidnímu r/r růstu prodaných objemů. Zajímavé nyní bude sledovat hlavně vývoj u „sexy“ koksu. Otázkou je, jak budou výsledky vypadat ve srovnání s odhady analytiků.
Orco	132.2	7,2 EUR	Redukovat (7.10.09)	34.59%	Orco má problémy na Hvaru, kde Chorvatsko jednostraně vypovědělo Orcu PPP smlouvu a zablokovalo Suncani Hvar účty kvůli daňovým nedoplatkům. Orco se chce bránit u mezinárodních soudů. Potenciálně by dekonsolidace SH mohla mít negativní dopad na NAV. Orco ale bude do 2Q výsledků (31.8., čekáme je docela dobré) přeřeňovat vydané dluhopisy, což potenciální ztráty na Hvaru více než kompenzuje.
Pegas	443.0	500	Akumulovat (10.3.10)	12.87%	Vedení společnosti oznámilo záměr výplaty „dividend“ (rozdělení emisního ážia) ve výši 0,95 €/akcii (5,4% div. výnos). Dividenda má být vyplacena na konci 3. kvartálu a údaje o rozhodném dni společnost zveřejní na začátku září. Informace není překvapivá, pouze potvrzuje solidní stav financí Pegasu (investice do nové linky i dividendy).
Philip Morris CR	8,866.0	8600	Prodat (12.3.10)	-3.00%	Mateřský koncern PMI již svá čísla za 2. kvartál reportoval a zmínil se i o hospodaření PM ČR. Podnikání na českém trhu zaznamenalo pokles, kdy PM ČR ztratilo tržní podíl (-3,1 pb na 48,2%) a celkový trh poklesl o 5,8% r/r. Objemy prodaných cigaret šly r/r dolů o 11,5%. Čísla jsou poměrně negativní, i když čekáme dobré marže.
Telefónica O2 CR	437.5	470	Držet (3.8.10)	7.43%	Vydali jsme aktualizaci doporučení, kdy ponecháváme Držet, ale lehce snižujeme 12M cílovou cenu ze 480 na 470 Kč. Důvody jsou především slabší odhady ziskovosti. Snižujeme i odhad dividend na 2010-2012.
Unipetrol	215.8	140	Redukovat (28.9.09)	-35.13%	Předběžná provozní čísla společnosti překvapila pozitivně. Unipetrolu se dařilo zvýšit prodeje rafinérských a petrochemických produktů. I přes pokles rafinérských marží ve 2. kv. společnost vykáže kv./kv. lepší provozní výsledek (čekáme 750 mil. Kč). Zůstáváme negativní, jelikož 2. pol. roku dle nás přinese další zhoršení marží.
VIG	948.9	44,5 EUR	Kupovat (4.2.10)	15.88%	Akciím VIG se poslední dobou opět daří, stejně jako celému finančnímu sektoru. Dřívější propad byl značnou měrou tažen obavami o odpisy některých státních dluhopisů (Řecko, apod.). Zůstáváme na VIG pozitivní.

Poznámka: Rozdíl mezi aktuální a cílovou cenou = jedná se o procentuální rozdíl mezi aktuální cenou a cílovou cenou v horizontu 12 měsíců od datumu vydání investičního doporučení (datum vydání investičního doporučení je v závorce pod investičním doporučením);* na základě odhadu agregované ziskovosti pokrývaných firem v roce 2010 a 2011, uvádíme odhadované rozpětí indexu PX dle relativního ukazatele P/E (aktuální a střednědobý průměr vůči ziskovosti firem)

ČESKÁ REPUBLIKA

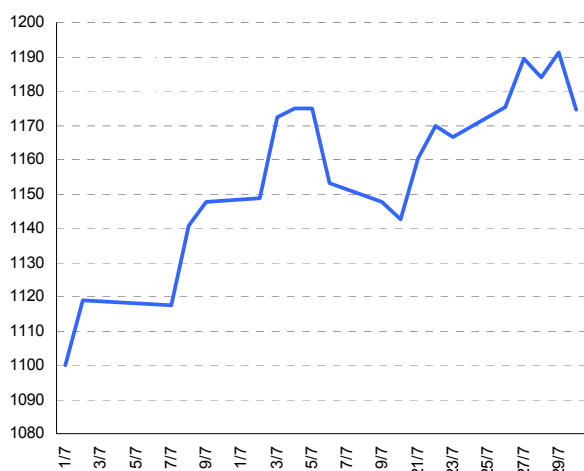
Petr Bártek, tel: 224 995 227, pbartek@csas.cz
 Václav Kmínek, tel: 224 995 289, vkminek@csas.cz
 Martin Krajhanzl, tel: 224 995 434, mkrajhanzl@csas.cz
 Radim Kramule, tel: 224 995 213, rkramule@csas.cz

Český akciový trh

Červenec – výsledková sezóna přinesla solidní růst

Index pražské burzy za celý červenec výrazně posílil o více než 6%, když byl tážen zejména pozitivním sentimentem z probíhající výsledkové sezóny, která opět výrazně překonává odhady (více ve Shrnutí právě probíhající sezóny v zámoří - viz zahraniční část). Nejnižší hodnoty dosáhl hned v úvodu měsíce a to konkrétně 1101,1 bodů (1. července), naopak nejvyšší hodnoty 1191,4 bodu index dosáhl 29.7.

Graf: Vývoj indexu PX v červenci 2010



Zdroj: Pražská burza

V červenci se na pražské burze dařilo zejména bankovním titulům, které byly podpořeny úspěšnými zátěžovými testy bankovních institucí v Evropě. Erste Bank smazala ztráty z minulého měsíce a posílila o téměř 14%, následovaná Komerční bankou, která posílila o téměř 8%. Unipetrol zveřejnil první odhady vybraných provozních ukazatelů, které trh přijal s nadšením (+10,8%). Dobré byly zejména objemy produkce (+ téměř 30% mezitím) podpořené odstávkami rafinérských kapacit v Rakousku a na Slovensku (více viz strana 4). Nejhuře si vedly akcie mediální společnosti CME, které po zhoršeném výhledu společnosti na tento rok (více viz strana 4) dále ztrácely. Ostatní tituly nevykazovaly meziměsíčně výraznější pohyby.

Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

	Index / akcie (Kč)		% změna za		
	30.7.2010	30.6.2010	1M	3M	r.2010
PX	1174.6	1103.9	6.40%	-7.90%	5.10%
CME	401.3	437.3	-8.20%	-40.50%	-9.80%
Telefónica O2 ČR	433.4	411.1	5.40%	1.40%	3.50%
ČEZ	868.3	857.3	1.30%	-6.40%	0.80%
Erste Bank	766	672.5	13.90%	-10.50%	10.00%
Komerční banka	3688	3423	7.70%	-7.20%	-7.00%
ECM	179.57	166	8.20%	-38.10%	-41.80%
Orco	124	122.41	1.30%	-35.90%	-27.20%
Pegas	433.1	416.5	4.00%	-4.10%	-1.90%
Philip Morris ČR	8802	8720	0.90%	-2.80%	1.20%

Unipetrol	211	190.45	10.80%	3.20%	50.70%
Kit Digital	185.52	190.02	-2.40%	-36.00%	-6.80%
AAA Auto	17.81	17.76	0.30%	-7.40%	31.90%
VIG	911.5	883.6	3.20%	-4.40%	-3.60%
NWR	223.5	219.5	1.80%	-18.40%	11.50%

Zdroj: Pražská burza

V červenci se na pražské burze téměř neobchodovalo, když objem obchodů v červenci dosáhl jen 24 mld. Kč, což je nejnižší číslo za posledních několik let. Meziměsíčně došlo k 23% poklesu (červen 30,9 mld. Kč, květen 46,5 mld. Kč, průměr tohoto roku je 34,03 mld. Kč). V meziročním srovnání zaostal, jde o výrazný pokles o 38%. Celkem bylo zobchodováno 42,4 mil. ks akcií. Rozložení obchodů z hlediska objemu navázalo meziročně na trend, kdy se snižuje počet obchodů s TO2 CR (světově negativní sentiment k sektoru), naopak slušné objemy zaznamenávají akcie NWR a CME. I tak pořadí na předních místech jen s drobnými změnami – první ČEZ, pak Erste, KB a TO2 CR. Jen pro ilustraci - prvních 6 titulů představovalo téměř 95% objemů celé burzy. Chvost tabulky objemů nadále drží Áčka, KIT a realityky s méně jak 1% podílem na objemu obchodování.

	Červenec 2010		Červen 2009	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
PX Index	23,96	100,0%	30,96	100,0%
ČEZ	6,18	25,8%	11,68	37,7%
Komerční banka	4,43	18,5%	4,40	14,2%
Erste Group Bank	4,23	17,6%	5,01	16,2%
Telefónica O2 CR	3,92	16,3%	3,32	10,7%
NWR	2,31	9,64%	2,92	9,4%
CETV	1,53	6,38%	2,03	6,6%
Unipetrol	0,91	3,81%	0,96	3,1%
Philip Morris CR	0,21	<1%	0,32	1,0%
VIG	0,09	<1%	0,13	<1%
Pegas	0,06	<1%	0,12	<1%
Orco	0,03	<1%	0,04	<1%
KIT Digital	0,02	<1%	0,01	<1%
ECM	0,01	<1%	0,02	<1%
AAA Auto	0,00	<1%	0,01	<1%

Zdroj: Pražská burza

Politika

Nová vláda byla jmenována 13.7. a hlasování o důvěře by mělo proběhnout 10.8. Koalice je na začátku svého vládnutí a již jsme byli svědky několika svárů ohledně plánovaných škrtů v rozpočtech ministerstev VV. Nicméně podle programového prohlášení vlády se můžeme „těšit“ na 5 priorit: zastavení růstu veřejného zadlužení, vyrovnání rozpočtu ve 2016, uskutečnění důchodové reformy, výkonnější zdravotnictví a změny v systému VŠ vzdělávání. Klíčová pro kapitálové trhy bude podoba důchodové reformy, ačkoliv z minulosti je patrné, že v nějakou zásadní změnu můžeme maximálně doufat a vůbec není jisté, že trojkoalice opravdu kýžené změny prosadí. Před tím se budou muset ještě poslanci vypořádat s pozůstatkem „protikorupčního“ opatření minulého parlamentu, jelikož od 15. září má vstoupit v účinnost zákon o veřejných zakázkách. Ten vylučuje ze státních tendrů všechny společnosti s „nejasnými“ vlastníky (akcie na majitele), nicméně to znamená, že by se nemohly hlásit do tendrů prakticky všechny veřejně obchodované společnosti (ČEZ, TO2 ČR, KB, aj.), které mají část akcií v depozitářích SPCP. Na 99% se tato formulace v zákoně upraví, jelikož tento dodatek úplně neplní svůj cíl a rozhodně společnosti jako TO2 ČR nelze považovat za akcionářsky neprůhledné společnosti. Nicméně tento „problém“ jen potvrzuje určitou neprofesionalitu českých zákonodárců.

Shrnutí reportu na společnost Telefónica O2 ČR (vydáno 3.8.2010) - snížena cílová cena na 470 Kč (z 480 Kč), doporučení stále Držet

TO2 čeká náročný rok s mnohými očekáváním od jeho druhé poloviny

Výsledky za 2. kvartál:

TO2 ČR reportovala lehce vyšší než očekávaný čistý zisk díky vyšším než očekávaným tržbám z IT, mobilního segmentu a slovenské pobočky, stejně jako jednorázově nižším než očekávaným daním. OIBDA na srovnatelné bázi (tzn. před poplatky za obchodní značky, univerzální služby, restrukturalizační náklady a jednorázové položky) se meziročně snížila o 1,9%. Míra poklesu tržeb a OIBDA na srovnatelné bázi se ve srovnání s předchozím kvartálem snížila a naznačila tak oživení. Avšak současně jsme zaznamenali i negativní vývoj jako například mezikvartální zrychlení poklesu pevných linek, výrazné zpomalení růstu IPTV a marginální růst tržeb z mobilních dat. Finanční výsledek se zhoršil kvůli ztrátám z přecenění týkajících se dluhopisů v objemu 115 mil. €. Bylo to nerovnoměrné oživení.

Letošní výhled:

Společnost **potvrdila výhled meziročního poklesu OIBDA na srovnatelné bázi o 5% až 9%** a o 10% až 14% u OIBDA. EBITDA za první půlrok meziročně poklesla o 18%. Významná zlepšení tržeb a OIBDA jsou očekávána a potřebná v 2. polovině roku, především v 4. kvartálu. Silný růst tržeb z IT o 20% v 2. kvartálu nebude v 2. polovině roku pokračovat kvůli opatrnému vládnímu rozpočtu.

Ocenění a doporučení:

Potvrzujeme naše doporučení Držet, zatímco snižujeme cílovou cenu z 480 Kč na 470 Kč. Důvodem jsou nižší odhady zisku na akcii (o 5,2% pro letošní rok a o 6,5% pro rok 2011) kvůli zahrnutí restrukturalizačních nákladů ve výši 427 mil. Kč a vyšším poplatkům za obchodní značky, když si letos mateřská společnost vyžádala vyšší sazbu na úrovni 1,6% z tržeb (loni to bylo 1,3%). Současně jsme **snížili odhad dividendy pro období 2010 až 2012 z 36 Kč na 34 Kč**. Ve srovnání s konkurencí se TO2 ČR obchoduje s premií 10% podle ukazatele P/E 2011e a 17% premií podle ukazatele EV/EBITDA 2011e.

Česká výsledková sezóna: Jaká zatím je a co od ní čekat?

Česká výsledková sezóna se jako již tradičně rozjela s přibližně 2-týdenním zpožděním za americkou výsledkovou sezónou. Americká výsledková sezóna přináší velmi dobrá čísla, když **společnosti výrazně překonávají odhady analytiků**. Agregátně společnosti v rámci indexu SP500 vykazují tržby meziročně o 10% vyšší, zatímco ziskovost vzrostla o 53% (více viz Shrnutí výsledkové sezóny za 2Q v zahraniční části).

Co ale čekat od české výsledkové sezóny? V Česku již odreportovaly obě bankovní instituce se smíšenými čísly. Ziskovost **Komerční banky** (na úrovni čistého zisku) se meziročně zvýšila o 12%, její čisté provozní výnosy však poklesly o 1,2% (zejména z důvodu poklesu tradingu). **Erste** byla v opačné situaci, když zvýšila provozní výnosy o 1,6%, ale na úrovni čistého zisku se výkonnost meziročně snížila o téměř 17%. **Celkem zajímavé je srovnání stavu úvěrového portfolia jednotlivých bank. Zatímco Erste Bank dále mírně zvýšila opravné položky na klasifikovaná aktiva (meziročně +6%), tak Komerční banka již meziročně snižuje tvorbu opravných položek (-30,4%).**

Dále odreportoval zástupce telekomunikačního sektoru – **Telefónica O2** s meziročním poklesem tržeb o 4,1% (v rámci SP500 poklesly tržby telekomunikačních společností jen o 0,4%). Čistý zisk klesl ale

výrazně více – téměř o 24% r/r (v rámci SP500 byl průměrný pokles jen o 7,6%). Celkově však výsledky byly mírně nad odhady a společnost potvrdila letošní odhad poklesu provozního zisku o 5-9% r/r.

Mezi dalšími společnostmi, které zveřejnily své výsledky, je i mediální **CME**, která meziročně zvýšila tržby o 10,2% (vliv akvizice bTV), nicméně podkladové tržby z původních operací meziročně klesly o 4%. Čistý zisk také není srovnatelný (jednorázový vliv prodeje ukrajinských operací).

A co nás ještě čeká? Největší meziroční nárůst ziskovosti i tržeb v rámci titulů obchodovaných na pražské burze by měla zaznamenat těžební společnost **NWR**, kde z důvodu výrazně vyšších dojednaných cen uhlí očekáváme zvýšení tržeb o 69,6%, zatímco provozní zisk před odpisy (EBITDA) by se měl zvýšit o 660% (vysoká provozní páka). V rámci SP500 zatím společnosti, které těží uhlí (bylo jich celkem 17), reportovaly výsledky s průměrným meziročním růstem tržeb o 28,5% a zisku téměř 48%. Míra překvapení však byla téměř nulová. Z dalších titulů to je **Unipetrol**, kde by se měly zvýšit tržby o 48,3% zejména z důvodu růstu cen ropy (+31% y/y) a ropných produktů na světových trzích a vyššího využití kapacit (odstávky rafinérských kapacit v sousedních zemích), zatímco EBITDA by se měla zvýšit o 171,1% (vyšší rafinérské marže – meziročně +156%, vyšší objemy a marže v petrochemii). V rámci SP500 olejářské společnosti reportovaly růst tržeb o 25,5% a ziskovosti o 115% (vše na meziroční bázi). I přes výrazný očekávaný růst tržeb **Pegasu NW** o 27% (souvisí s růstem ceny ropy) by se měl čistý zisk snížit o téměř 97% (vyšší materiálové náklady).

KB: výsledky za 2. kvartál lepší díky nižší tvorbě oprávek a dobrým příjmům

Komerční banka zveřejnila výsledky za letošní 2. kvartál, které **překonaly jak naše odhady, tak konsensus trhu**. Hlavním důvodem byla **nižší tvorba oprávek** (meziročně -30%) **podpořená poklesem špatných úvěrů** o 0,5% na 6,6% a výkonem již odepsaných úvěrů v objemu 1,2 mld. Kč. Naopak provozní náklady se mezikvartálně zvýšily o 4,8%, meziročně jsou však nadále 6,4% níže. Čisté úrokové výnosy se meziročně mírně zvýšily o 1,2% a spolu s výnosy z poplatků a provizí, které vykazaly meziroční nárůst o 2,7%, téměř vyrovnaly pokles výnosů z obchodních operací, které meziročně klesly o 24,7%, a **celkové výnosy tak zaznamenaly jen 1,2% meziroční pokles**. Objemy poskytnutých úvěrů (spotřebitelé -4% r/r, podniky -3% r/r, hypotéky +8% r/r a stavební spoření +13% r/r) se celkově meziročně zvýšily o 1,1% (mezikvartálně +0,9%). Čistá úroková marže se jen lehce snížila na 3,12% a ukazatel Tier 1 dosáhl 13,5%, což představuje meziroční nárůst o 1,1%. Čistý zisk v 1. polovině roku dosáhl 56% našeho celoročního odhadu.

Co lze tedy čekat dále? S očekávaným snížením nezaměstnanosti se pravděpodobně dostaví **další pokles nákladů na oprávků**, který odhaduje i management banky. Konkrétně to je 0,4 až 0,6% v korporátním segmentu (květnový odhad 0,5 až 0,7%) a 0,8 až 1% u retailu (květnový odhad 1 až 1,2%). **Podíl nesplácených úvěrů pravděpodobně v 2. kvartálu kulminoval** a v 2. polovině roku se čeká jeho stabilizace. Management pro příští rok očekává růst objemu půjček o vyšší jednociferné číslo, což zvýší poměr půjčky/depozita nad 70%. Krátkodobě je očekávaný stagnující vývoj objemu spotřebitelských půjček a mírný růst korporátních. Čistá úroková marže by měla v následujících kvartálech stagnovat, podpořena zvýšenou aktivitou korporátních klientů v 2. kvartálu. Dobrou zprávou je **zlepšující se kvalita aktiv jak ve firemním, tak i v retailovém segmentu**. Doporučujeme KB nadále Držet.

CME: Klíčový český trh začíná povstávat z popela, zatímco trhy v JVE stále pod silným tlakem; snížení výhledu

Výsledky CME za 2. kvartál tohoto roku byly mírně nad odhady. Tržby se meziročně zvýšily o více než 10%, když byly podpořeny zejména začátkem konsolidace nedávné akvizice bulharské jedničky (společnosti bTV od 19. dubna 2010). Po **vyloučení vlivu akvizice bulharské jedničky se tržby meziročně snížily o téměř 4%**, na druhou stranu byly negativně ovlivněny vlivem směnných kurzů (posílení USD proti lokálním měnám má negativní dopad na tržby CME – USD posílil oproti EURu o 6,5%, rumunskému Leu o 6,3% a proti české koruně o 2,7%). Provozní **výkonnost se vyvíjela v souladu s očekáváním** s výjimkou mírně vyšších než očekávaných programových nákladů (meziročně vzrostly o téměř 20% na 99,2 mil. USD, zatímco my jsme očekávali pomalejší růst – jen o 15,6%). Společnost tedy více investovala do produktového schématu ke zvýšení sledovanosti a lepší vyjednávací pozici se zadavateli reklamy na oživujících se trzích (Česká republika, Slovinsko, částečně Chorvatsko). Čistý zisk byl výrazně podpořen jednorázovým ziskem z ukončení ukrajinských operací (prodej zbylé části začátkem tohoto roku) ve výši 217,6 mil. USD.

Když se podíváme na jednotlivé trhy, tak jsou **patrné velké rozdíly v tempu oživení**. Na jedné straně to je pro společnost klíčový trh v **České republice, kde jsou patrné známky oživení**, když ve 2. čtvrtletí už trh rostl po odečtení vlivu směnných kurzů o téměř 4%, oživení pokračuje i ve Slovinsku, kde se trh s televizní reklamou začal oživovat již v průběhu 1. čtvrtletí. Na druhou stranu **státy v jihovýchodní Evropě jsou na tom z důvodu fiskálních restriktí relativně špatně**. Rumunský trh s televizní reklamou se propadl meziročně o 10,2% (respektive o 6% v lokální měně).

CME spolu s výsledky snížila výhled trhu s TV reklamou v tomto roce. CME očekává, že **trh s TV reklamou se letos sníží o 2-4%, zatímco dříve očekávala, že dosáhne loňských úrovní**, a to zejména za negativního vlivu směnných kurzů (vliv na tržby ve výši – 50 mil. USD), zatímco horší vývoj reklamního trhu způsobil snížení výhledu jen o 15-30 mil. USD. Negativním vlivem je vývoj v jihovýchodní Evropě, zatímco středoevropské trhy by měly pokračovat v oživení.

Celkově tedy výsledky byly mírně lepší. Mezi hlavní **pozitiva určité patří začínající oživení reklamního trhu v České republice a také udržení vysoké sledovanosti na tomto klíčovém trhu** (47% v prime time) a pokračující oživení ve Slovinsku a Chorvatsku. Na druhou stranu zlepšení ve státech jihovýchodní Evropy stále nepřichází a oživení přijde pravděpodobně o něco později, než jsme původně očekávali.

Očekáváme sezónně slabší výsledky ČEZ za 2Q 10

ČEZ bude reportovat 2Q 10 výsledky 10.8. Očekáváme, že firma opět ukáže solidní 6,8% r/r růst tržeb díky efektu konsolidace nové dceřiné společnosti v Albánii a díky letošnímu nárůstu tarifů u distribuce v ČR. Naopak segment výroby by měl padat dvojciferným tempem kvůli meziročně nižším velkoobchodním cenám elektřiny (ČEZ má ceny na 2010 zajištěny na asi 54 EUR/MWh proti 62 EUR/MWh loni). ČEZ již v předstihu před čtvrtletními výsledky odkryl vývoj poptávky po elektřině. Poptávka po elektřině z jeho zdrojů za první pololetí vzrostla meziročně o 4,2% (2,9% teplotně upravená), což je očekávané zpomalení z 5,5% růstu produkce v 1Q. Toto číslo je stále nad naším celoročním odhadem růstu poptávky v ČR o necelá tři procenta.

Předpokládáme, že EBITDA marže bude opět pod tlakem a klesne z loňských 51% na 44%. Hlavním důvodem je vedle nižších velkoobchodních cen (ČEZ je vertikálně integrovaný, a tak je velká

část nákladů fixních) nízká marže v distribuci (hlavně v Albánii), ČEZu již nebude pomáhat časový rozdíl mezi vyššími tarify a náklady na nákup energie z obnovitelných zdrojů jako v 1Q. Čistý zisk by měl v důsledku vysokých loňských investic a nárůstu zadlužení ve 2Q klesnout o 15% r/r na 10,7 mld. Kč. Celkově tak čekáme poměrně slabé výsledky, které ještě nebudou podpořeny novým větrným parkem v Rumunsku ani solárními projekty. Druhé čtvrtletí je nicméně sezónně slabé a podstatnější budou výsledky ve druhém pololetí. Z hlediska toho, že ČEZ již dříve zveřejnil pokrok v zajišťování cen na další roky a ceny elektřiny na burze aktuálně jen bez trendu fluktuují, budeme se soustředit na skryté drivery, jako je např. pokrok programu Efektivita.

Unipetrol: rafinérské objemy na výsluní

Unipetrol zveřejnil předběžná provozní čísla za 2. kvartál. Největším překvapením byly údaje o prodaných rafinérských objemech, **kteří meziročně přidaly o 27% a dosáhly 945 kt** (nás odhad 892 kt). Petrochemické objemy přidaly meziročně 4% s 472 kt a využití kapacit dosáhlo 79%. Co se týká marží, tak rafinérie zaznamenaly mezikvartální **pokles o 18% na 3,28 USD/barel**, nicméně slabší koruna vůči dolaru a vyšší objemy tento pokles kompenzovaly. Petrochemické marže byly mezikvartálně zhruba o 12% vyšší. Je potřeba zmínit, že za dobrými čísly stojí i odstávky v okolních zemích SVE (např. Schwechat), ale samozřejmě nezanedbatelnou roli sehrál především průmysl (dvojciferná tempa růstu r/r).

Cena akcií reagovala pozitivně, čemuž se ani nelze divit, a poslední dobou se usadila pohodlně nad 200 Kč/akcii. Podíváme-li se na zbytek roku, tak zatím nevidíme příliš důvodů k přehnanému optimismu. Aktuální rafinérské marže Ural jsou dle Reuters silně pod 2 USD/barel (3,3 USD ve 2. kvartálu), zásoby ropných produktů OECD na historických maximech a pro zbytek roku lze čekat spíše mírnější tempo růstu. Pokud bychom uvažovali, že Unipetrol si udrží relativně vysoké objemy, pak je otázka na jakých maržích. Nemyslíme si, že by rafinérské marže zůstaly pod 2 USD/barel, nicméně nevidíme příliš důvodů k tomu, aby byly výrazně na 3,5/barel. Proto 3. kvartál pravděpodobně přinese opět pokles ziskovosti. **Aktuální cena akcií Unipetrolu nám jednoduše vychází jako neadekvátně vysoká.**

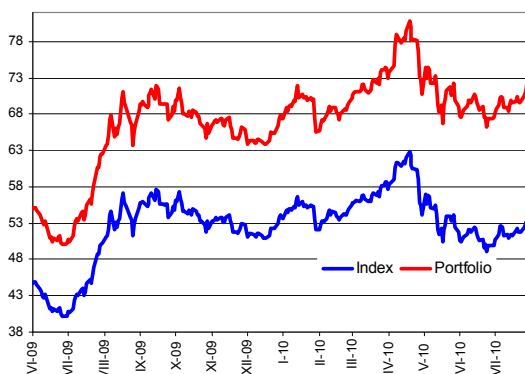
Modelové portfolio ČS

Jak naše portfolio, tak i benchmark za poslední měsíc vykázaly výraznější růst. Pozitivně k výkonu portfolio přispěla nulová váha Philip Morris ČR, která sice meziměsíčně posílila, avšak méně než benchmark. Jako úspěšná se ukázala sázka z minulého vydání měsíčníku na snížení váhy hotovosti. Pozitivně také zapůsobila výkonnost VIG včetně započítání vyplacené dividendy na začátku července. Naopak výkonnost portfolio zmenšila CME, která snížením odhadu letošních tržeb a OIBDA trhy příliš nepotěšila, a ČEZ. Od posledního měsíčníku tak naše portfolio překonalo benchmark o 0,6%.

Výkonnost	1M	3M	6M	Od založení
CS portfolio	7,02%	-1,11%	6,94%	-27,74%
Benchmark index	6,42%	-4,26%	-0,45%	-46,61%
Relativně k benchmarku	0,60%	3,14%	7,39%	18,87%

Zdroj: Česká spořitelna, a.s.

Tento měsíc zvyšujeme váhu Orca z podvážení na úroveň benchmarku (tzn. 10%). Firma i přes potíže chorvatské dcery dělá celkově dobré pokroky v restrukturalizaci a ve druhém čtvrtletí by měla vykázat výrazný jednorázový zisk (a nárůst NAV) plynoucí z prodloužení splatností vydaných dluhopisů (tj. snížení jejich NPV). Aktuální asi 25% diskont vůči NAV tak je odpovídající. Zvýšení váhy u Orca jde na vrub snížení množství hotovosti v portfolio, což souvisí s námi očekávaným růstem indexu PX (vzhledem k naší cílové hodnotě zůstává 8,5% potenciál růstu).



Zdroj: Česká spořitelna, a.s.

V tabulce níže je uvedeno aktuální složení portfolio, kdy nejvíce převáženy jsou akcie NWR, VIG a TO2 ČR. Naopak na nulové váze zůstává Philip Morris ČR.

Titul	Aktuální kurz	Aktuální váha	Poslední změna	Váha v indexu
CEZ	873	10,4%	1.7.2010	10,0%
CME	435	10,8%	1.7.2010	10,0%
Komerční banka	4 080	10,7%	6.1.2010	10,0%
NWR	230	11,9%	3.6.2010	10,0%
Orco Property Group	132	10,0%	5.8.2010	10,0%
Pegas	445	10,6%	1.4.2010	10,0%
Philip Morris CR	8 930	0,0%	1.4.2010	10,0%
Telefonica O2 CR	438	11,5%	6.5.2010	10,0%
Unipetrol	216	10,0%	1.7.2010	10,0%
VIG	950	11,7%	1.7.2010	10,0%
Cash	--	2,4%	5.8.2010	0,0%

Zdroj: Česká spořitelna, a.s.

Zásady konstrukce portfolio a srovnávacího benchmarku naleznete zde:

http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/portfolio_2007_11_29.pdf

Akcie - základní informace

	AAA	CME	ČEZ	ECM	Erste Bank	Komerční banka	NWR	Orco	Pegas nonnov.
Doporučení	--	kupovat	akumulovat	--	--	držet	kupovat	redukovat	akumulovat
12-měs. cílová cena (Kč)	--	33 USD	980	--	--	3,850	306	7,2 EUR	500
Cena (Kč) (4.8.)	17.8	427	872	178.6	773	4,055	229.5	132.2	443.0
Roční min (Kč)	13.4	401	844.0	162.0	654	3,256	218.6	337.0	310.0
Roční max (Kč)	19.4	728	988	394	879	4,274	521.5	3137	768.5
Tržní kapital. (mld. Kč)	1.2	27.1	469.2	1.2	292.1	154.1	60.7	1.4	4.1
Počet akcií na trhu	67,757,875	63,537,112	537,989,759	6,867,945	377,925,086	38,009,852	264,330,100	10,943,866	9,229,400
Celkový počet akcií	67,757,875	63,537,112	537,989,759	6,867,945	377,925,086	38,009,852	264,330,100	10,943,866	9,229,400
Hlavní akcionář	Anthony Denny	Time Warner	MF ČR	ECM Group	AVS	Société Générale	RPG Industries	Prosperita	Templeton - Franklin R.
%podíl hl. akcionáře	73.8%	28.7%	70.8%	84.0%	26.1%	60%	64.0%	5.0%	10.6%
Free float (%)	26.2%	53.7%	29.2%	16.0%	59.2%	40%	36.0%	87.3%	87.4%

	Philip Morris CR	Telefónica O2 CR	Unipetrol	VIG	KIT Digital
Doporučení	prodat	držet	redukovat	kupovat	--
12-měs. cílová cena (Kč)	8,600	470	140	44,5 EUR	--
Cena (Kč) (4.8.)	8,866	437.5	215.8	949	188
Roční min (Kč)	3,765	392.6	154.8	778.1	177.5
Roční max (Kč)	9,934	588.5	343.8	1,263	217.0
Tržní kapital. (mld. Kč)	24.3	140.9	39.1	121.5	3.0
Počet akcií na trhu	1,913,698	322,089,890	181,334,764	128,000,000	15,800,000
Celkový počet akcií	2,745,386	322,089,900	181,334,764	128,000,000	15,800,000
Hlavní akcionář	Philip Morris Holland	Telefónica O2 SA	PKN Orlen	WSWSL	Tuzman
%podíl hl. akcionáře	77.6%	69.4%	63.0%	71.0%	17.5%
Free float (%)	22.4%	30.6%	37.0%	29.0%	59.8%

CME (USD; US GAAP; konsolidováno)

Telefónica O2 CR (Kč; IFRS; konsol.)

ČEZ (Kč; IFRS; konsolidováno)

	2008	2009	2010e	2008	2009	2010e	2008	2009	2010e
Tržby (mil.)	1,019.9	714.0	768.1	64,655	59,852	56,826	181,638	196,352	187,590
EBITDA (mil.)	345.7	(7.9)	158.0	28,312	27,076	23,536	87,209	91,075	86,674
EBIT (mil.)	(127.8)	(83.2)	86.2	15,380	15,075	12,104	65,163	68,199	64,169
Čistý zisk (mil.)	(251.8)	(97.2)	(2.5)	11,628	11,666	9,523	47,351	51,855	51,004
Zisk na akcii (x)	(4.0)	(1.5)	(.005)	36.1	36.2	29.6	88.0	96.4	94.8
Dividenda (x)	0	0	0	50	40	34	50.0	53.0	52.6
Marže EBITDA (%)	33.9%	(1.1%)	20.6%	43.8%	45.2%	41.4%	48.0%	46.4%	46.2%
Marže EBIT (%)	(12.5%)	(11.7%)	11.2%	23.8%	25.2%	21.3%	35.9%	34.7%	34.2%
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	12.1	12.1	14.8	9.9	9.0	9.2
EV/EBITDA	6.6	-289.4	14.5	4.8	5.3	6.0	6.4	6.6	6.6

Philip Morris CR (Kč, IFRS, konsolid.)

Unipetrol (Kč, IFRS, konsolidováno)

NWR (EUR, IFRS, konsolidováno)

	2008	2009	2010e	2008	2009	2010e	2008	2009	2010e
Tržby (mil.)	9,902	11,085	11,250	98,144	68,387	81,590	2,041.0	1,116.8	1,611.8
EBITDA (mil.)	2,717	3,319	3,183	4,481	2,778	5,945	697.0	178.7	553.1
EBIT (mil.)	2,330	2,889	2,710	1,003	(654.0)	2,537	530.5	10.0	361.0
Čistý zisk (mil.)	1,692	2,266	2,179	65	(840.0)	1,025	351.6	(61.6)	305.0
Zisk na akcii (x)	616	825	794	0.4	(4.6)	5.7	1.33	(.2)	1.15
Dividenda (x)	560	800	745	0.00	0.00	0.00	0.63	0.00	0.17
Marže EBITDA (%)	27.4%	29.9%	28.3%	4.6%	4.1%	7.3%	34.1%	16.0%	34.3%
Marže EBIT (%)	23.5%	26.1%	24.1%	1.0%	-1.0%	3.1%	26.0%	0.9%	22.4%
P/E	14.4	10.7	11.2	602.0	n.a.	38.2	3.9	n.m.	7.7
EV/EBITDA	9.0	5.5	7.9	9.4	14.9	6.8	14.3	16.6	5.6

Pegas (EUR, IFRS, konsolid.)

	2008	2009	2010e
Tržby (mil.)	142.8	123.4	129.9
EBITDA (mil.)	39.5	38.8	37.1
EBIT (mil.)	22.7	22.9	21.7
Čistý zisk (mil.)	14.9	22.8	21.7
Zisk na akcii (x)	1.6	2.5	2.4
Dividenda (x)	0.85	0.90	0.95
Marže EBITDA (%)	27.7%	31.4%	28.6%
Marže EBIT (%)	15.9%	18.5%	16.7%
P/E	10.7	7.0	7.3
EV/EBITDA	7.3	6.6	6.0

AAA Auto (EUR, IFRS, konsolidováno)

	2007	2008	2009
Tržby (mil.)	470.1	364.3	165.1
EBITDA (mil.)	(4.0)	(15.2)	7.1
EBIT (mil.)	.1	(20.5)	5.1
Čistý zisk (mil.)	(4.8)	(28.0)	1.2
Zisk na akcii (x)	(.1)	(.4)	.018
Dividenda (x)	--	--	--
Marže EBITDA (%)	-0.8%	-4.2%	4.3%
Marže EBIT (%)	0.0%	-5.6%	3.1%
P/E	n.m.	n.m.	39.1
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	13.9

KIT Digital (USD, IFRS, konsolidováno)

	2007	2008	2009
Tržby (mil.)	13.93	23.40	47.28
EBITDA (mil.)	(27.34)	(7.23)	4.90
EBIT (mil.)	(29.58)	(14.30)	(11.16)
Čistý zisk (mil.)	(34.56)	(18.98)	(20.02)
Zisk na akcii (x)	(2.19)	(1.20)	(1.27)
Dividenda (x)	--	--	--
Marže EBITDA (%)	n.m.	n.m.	10.4%
Marže EBIT (%)	n.m.	n.m.	n.m.
P/E	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	47.4

Erste Bank (EUR, IFRS, konsolid.)

	2007	2008	2009
Celková aktiva (mil.)	200,519	201,441	201,710
Čisté provoz.výnosy (mil.)	6,190	6,999	7,579
Provozní zisk (mil.)	2,548	2,997	3,771
Čistý zisk (mil.)	1,175	860	903
Zisk na akcii (x)	3.11	2.27	2.39
Dividenda (x)	0.65	0.65	0.65
Čistá úroková marže	2.49%	2.84%	2.84%
ROE	14.3%	14.3%	14.3%
P/E	9.7	13.2	12.6
P/BV	1.51	1.02	0.70

Komerční banka (Kč, IFRS, konsolid.)

	2008	2009	2010e
Celková aktiva (mil.)	699,044	695,037	695,341
Čisté provoz.výnosy (mil.)	33,714	33,041	34,746
Provozní zisk (mil.)	16,237	13,591	14,442
Čistý zisk (mil.)	13,233	11,095	11,640
Zisk na akcii (x)	348.1	291.9	306.2
Dividenda (x)	180	170	184
Čistá úroková marže	3.4%	3.0%	3.0%
ROE	25.0%	13.6%	13.6%
P/E	11.6	13.9	13.2
P/BV	2.45	2.24	2.37

Orco (EUR, IFRS, konsolidováno)

	2008	2009	2010e
Tržby (mil.)	299.9	251.5	569.6
Zisk z přecenění nem.	(217.0)	(177.6)	57.0
Zisk z prodeje nem.	--	--	--
EBIT (mil.)	(386.8)	(254.2)	118.1
Čistý zisk (mil.)	(390.6)	(250.6)	28.4
Zisk na akcii (x)	(35.7)	(22.9)	2.6
Dividenda (v EUR)	0.0	0.0	0.0
Marže EBIT (%)	neg.	neg.	19%
Marže čistého zisku (%)	neg.	neg.	5%
NAV / akcii (€)	42.6	8.2	13.3
P/NAV	0.12	0.63	0.39

ECM (EUR, IFRS, konsolidováno)

	2007	2008	2009
Tržby (mil.)	8.0	13.2	13.8
Zisk z přecenění nem.	72.4	(44.7)	(39.8)
Zisk z prodeje nem.	4.0	(.2)	.2
EBIT (mil.)	37.9	(74.2)	(47.2)
Čistý zisk (mil.)	25.6	(92.1)	(62.3)
Zisk na akcii (x)	6.4	(13.4)	(9.1)
Dividenda (v EUR)	--	--	--
Marže EBIT (%)	45%	neg.	neg.
Marže čistého zisku (%)	30%	neg.	neg.
NAV / akcii (€)	57.4	20.4	6.6
P/NAV	0.12	0.34	1.06

VIG (EUR, IFRS, konsolidováno)

	2008	2009	2010e
Tržby z předepsaného poj.	7,899	8,019	8,930
Investiční příjmy	918	929	968
EBT (mil.)	541	441	601
Čistý zisk (mil.)	409	341	461
Zisk na akcii (EUR)	3.21	3.03	3.60
Dividenda (EUR)	2,0*	0.90	1.10
Marže čistého zisku (%)	4.6%	3.8%	4.7%
P/E	11.5	12.2	10.3
P/BV	1.30	1.25	1.18

SVĚT

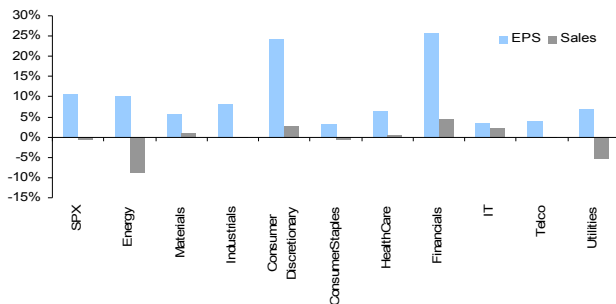
Petr Bártek, tel: 224 995 227, pbartek@csas.cz

Martin Krajhanzl, tel: 224 995 434, mkrajhanzl@csas.cz

Souhrn průběžných výsledků S&P 500 za 2Q 10: další zlepšení

Výsledková sezóna za druhé čtvrtletí v USA má za sebou již čtyři pětiny a zatím ukazuje na zopakování pozitivního překvapení i výrazného meziročního růstu zisků z předchozích čtvrtletí. Zisky aktuálně (392 odreportovaných výsledků z firem v S&P 500) rostou téměř o 51% r/r při růstu tržeb o 10% r/r. Výsledky tak agregátně překonávají odhady u zisků o 8% a o 0,4% u tržeb. Z pohledu počtu firem zatím zisky pozitivně překvapují u 77% reportujících firem, což je hodně jak na první pohled, tak i při srovnání s trendem. Pozitivní poměr překvapení je sice obvyklý (naposledy byl pod 50% v roce 1999), ale průběžná 77% hodnota je výrazně nad trendovou hodnotou 70% i nad 75% z minulého čtvrtletí. Aktuálně kombinované výsledky za první pololetí (očekávané+reportované) tvoří již 49% konsenzuálního odhadu na celý rok. Druhé pololetí je přitom obvykle silnější.

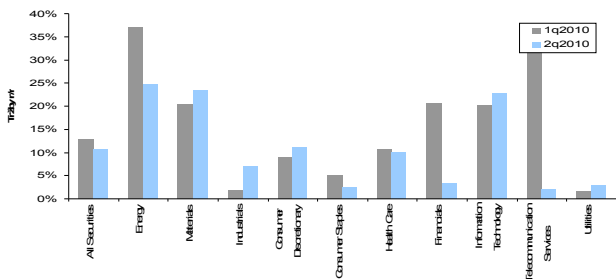
Graf: Rozdíl aktuálních 2Q výsledků proti odhadům u S&P 500



Zdroj: Bloomberg

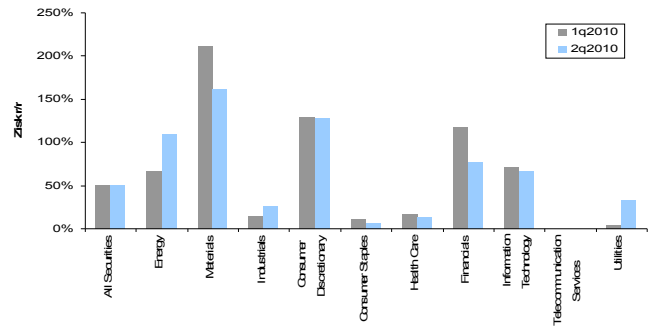
Při pohledu na jednotlivé sektory nejvíce pozitivně překvapují výrazně cyklické sektory financí díky nízké tvorbě opravných položek k úvěrům (zatímco výnosy jsou pod tlakem) a zbytného spotřebního zboží. Zde firmy reportují lepší hrubé marže díky mírnému růstu tržeb při deflaci vstupů. Spotřebitelé začínají opět více utrácet za módní zboží jako např. pokročilé e-booky, výrazně také rostou prodeje Fordu. Na druhé straně spektra jsou stále defenzivní sektory základního spotřebitelského zboží a telekomunikací. Výhledy diskontních prodejců byly již před sezónou proti odhadům analytiků opatrné a ukazují, že nízkopříjmové vrstvy nejsou tažnou silou současného oživení.

Graf: Vývoj meziročního růstu tržeb



Zdroj: Bloomberg

Graf: Vývoj meziročního růstu zisků

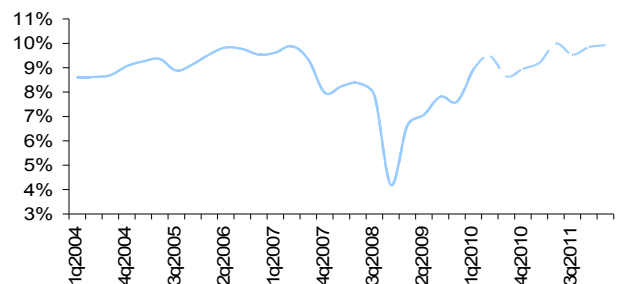


Zdroj: Bloomberg

Meziroční růsty zisků jsou nejvyšší u odvětví zbytného spotřebního zboží, materiálů a informačních technologií. Materiály stále těží z výrazného růstu cen i prodaných objemů v důsledku pokračující obnovy zásob a velkého zastoupení Asie v tržbách. Zatímco trhy sledují výrazné zpomalení stavebnictví v Číně a jeho možné dopady na sektor, americké komoditní firmy hlásí za 2Q lepší prodané objemy a zvedají celoroční odhady poptávky od uhlí po měď nebo hliník právě kvůli poptávce z Asie. Jediné ocelárny i přes výrazný růst využití kapacit hlásí problémy se ziskovostí kvůli vysokým cenám vstupů. U informačních technologií může za většinu pozitivního překvapení Intel (jinak řečeno prodej PC). Firmy cítují vysoké podnikové objednávky – tj. masivní uspokojování odložené spotřeby z období krize. Vyrábět ale nestíhá například ani Apple. Další odvětví s vysokým růstem zisků jsou finance, kde ale již není tak dobrý růst tržeb – zde se odráží m.j. snížená likvidita finančních trhů.

Ziskové marže i ve druhém čtvrtletí vytrvale rostou a dostaly se již zpět na předkrizové úrovně. To ukazuje obecně velmi příznivé současné prostředí pro růst firemních zisků (slušný růst tržeb při nulovém tlaku na růst mezd a při klesajících průměrných úrokových nákladech). Vzhledem k situaci na trhu práce a ke snaze Fedu držet úroky co nejnižší můžeme očekávat expanzi marží i v dalších čtvrtletích.

Graf: Ziskové marže indexu S&P 500



Zdroj: Bloomberg, vlastní výpočty, čárkovaně konsenzuální predikce

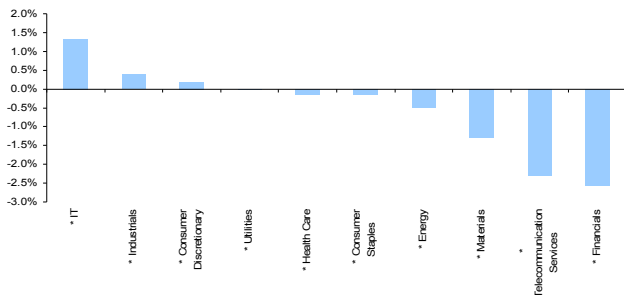
Vyšší reportované výsledky za posledních několik čtvrtletí se pomalu přetavují do odhadů ziskovosti ze strany analytiků. Za posledních šest měsíců se konsenzuální očekávání EPS u S&P 500 na rok 2010 zvedlo o solidních 5,8%, za tři měsíce pak o 3,5%. Oproti tomu ale odhady v posledních dvou měsících do 15. července (tedy těsně před zahájením výsledkové sezóny) pod vlivem předchozích turbulencí na finančních trzích klesaly (v červenci o 0,3%). Odhady na rok 2011 se za posledních šest měsíců zvýšily o velmi umírněných 2,4% (ve srovnání s mírou pozitivních překvapení), ale v posledním měsíci klesly dokonce více než odhady na letošní rok (o 0,5%).

Výsledky aktuálního čtvrtletí se ale obvykle v revizi odhadů naplno projeví až ve druhém měsíci výsledkové sezóny (do konce července se

odhady na 2H 10 prakticky nepohnuly), nyní tedy v průběhu srpna – a jejich dopad by měl být pozitivní.

Na úrovni jednotlivých sektorů byly před začátkem sezóny pozitivní revize prakticky jen u sektoru IT. Tento sektor zatím optimismus analytiků bez problémů potvrzuje (resp. překonává). Největší diskrepance mezi vývojem odhadů a výsledky je vidět u finančního sektoru, kde se analytici částečně obávají dopadů plánovaných/nových regulací (v USA a Basel III) na chování bank. Zdá se ale, že neodhadli rychlost zlepšování kvality úvěrových portfolií, resp. skryté rezervy bank vytvořené v průběhu krize.

Graf: 1M revize odhadů EPS do 15.7.



Zdroj: Thomson Reuters

Celkový tón managementu firem byl pozitivní a výhledy do konce roku se většinou zvyšují (i když někdy stále nedosahují očekávání trhu). Vyšší odhady nabízejí investorům především průmyslové a komoditní podniky. Koloritem této sezóny je, že firmy k pozitivním komentářům přidávají neurčitý dodatek ve smyslu tržní nejistoty:

- Honeywell podruhé letos zvýšil horní odhad zisku z 2,45 USD na 2,50 USD na akcii díky očekávanému růstu organických tržeb ve 2H a díky oživení v poptávce zařízení pro komerční nemovitosti. Varoval ale, že vzhledem „k aktuálním ekonomickým nejistotám firma zůstává opatrná“.
- General Electric zvýšil nečekaně o 20% dividendu, když citoval pokračující silnou tvorbu cash flow a solidní základní výkonnost průmyslu.
- Komoditní obr Freeport – McMoRan uvádí, že konsolidované prodeje vzrostly o 10%, což je více, než tato společnost odhadovala ještě v dubnu. K tomu dodávají, že globální poptávka po mědi je silnější, než ukazují ekonomické indikátory.
- Uhelná Cliffs citovala růst využití ocelářských kapacit v USA z 45% v 2Q09 na současných 70%. Po zbytek roku však očekává stagnaci okolo současných hodnot, ale v Asii by produkce měla dále růst.

IT firmy:

- CEO Intelu očekává, že do roku 2014 poroste trh s osobními počítači ročně v průměru o 16%. Pro srovnání: trh v průměru očekává, že tržby Intelu v příštím roce vzrostou o 6% a v roce 2012 o 1%. Management společnosti také odhaduje, že se hrubá marže bude v následujících letech pohybovat mezi 55 a 65%, zatímco v poslední dekádě to bylo mezi 50 a 60%.
- Sandisk očekává, že poptávka od zákazníků bude v 2. polovině roku silná a že společnost nebude schopna dostatečně pokrýt všechny objednávky.

Jeden z nejlepších indikátorů aktuální aktivity v ekonomice jsou zásilkové firmy:

- FedEx vidí celosvětově pokračující mírné oživení a zvedl horní odhad zisku pro následující čtvrtletí z 1,05 USD na 1,25 USD. Firma plánuje obnovit část zaměstnaneckých benefitů.

Motorem růstu jsou prioritní zásilky elektronických součástek z Asie, které rostou o 20%.

Finanční sektor řeší těžko kvantifikovatelné dopady nových regulací a plánoval spíše zůstat v defenzivním postavení. To se ale může změnit s odložením Basel III:

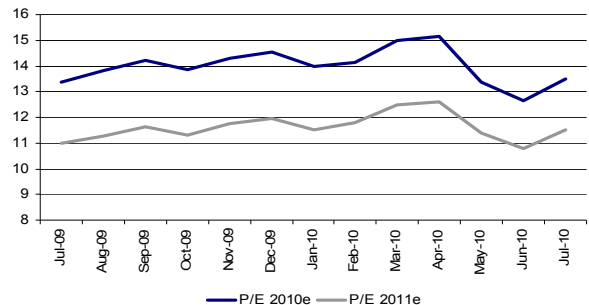
- JP Morgan CEO: Myslím, že máme tuny kapitálu a likvidity, ale nejsme schopni determinovat regulatorní požadavky a Basel III je na stole.... Je zde mnoho nejistoty okolo kapitálových požadavků. Až bude vyřešena, věřím že budeme mít mnoho kapitálu a ten bude díky nižším rezervám růst rychleji, ne pomaleji...

Sektor základního spotřebitelského zboží jako jeden z mála odhady moc nezvyšuje:

- Pepsi ponechala odhad růstu zisku ve 2010 na 11% až 13%.
- Kimberly-Clark rozšířil spodní odhad růstu tržeb ze 3% na 2%, plánuje výpadek řešit snížením osobních nákladů.

Z rozdílu mezi vývojem odhadů ziskovosti a skutečnými výsledky je jasně patrná opatrnost analytiků směrem ke druhému pololetí roku. Vývoj indexu (tj. ocenění těchto odhadů) pak ukazuje na obdobně velkou opatrnost investorů. Ocenění indexu na úrovni P/E se za poslední tři měsíce snížilo z 15.2x na 13.5x EPS 2010e, když červnové dno bylo kolem úrovně 12.5x EPS. Tyto úrovně ocenění odpovídají deflačním obdobím s negativními dopady na firemní zisky. Dlouhodobé průměrné forwardové P/E je přibližně na úrovni 15,5x, přičemž konkrétní úrovně sledují cyklus ziskovosti (P/E je výrazně procyklické) a vývoj inflace (období vysoké inflace a deflace vedou k nižšímu P/E, při inflaci do 5-6% P/E osciluje kolem průměru).

Graf: P/E indexu S&P 500



Zdroj: Reuters, Bloomberg

Celkově lze aktuální stav na trhu shrnout tak, že analytici v průměru pomalu a v menší míře započítávají do odhadů velmi dobré aktuální výsledky a investoři navíc na tyto odhady aplikují ve srovnání s běžným P/E v rané fázi cyklu výrazný diskont zahrnující již např. riziko deflace. Aktuální úrovně indexu S&P 500 okolo 1120 bodů (při konsenzuálním odhadu nárůstu proforma EPS o 37% na 83,2 USD) tak lze ospravedlnit předpokladem velmi slabého růstu HDP ve druhé půlce roku v kombinaci s deflací, nižší ocenění už by vyžadovalo předpoklad „dvojitého dna“. Podle vyjádření firem k minulému čtvrtletí a k aktuálnímu stavu pokračuje oživení spíše rychleji, než firmy očekávaly, a rostoucí využití kapacit v průmyslu možnost deflace nepodporuje. V současné době se velmi silně ukazuje, že S&P 500 už téměř z poloviny není odrazem situace v USA, ale celosvětově. Můžeme tak očekávat, že odhady EPS se po skončení druhého čtvrtletí opět mírně zvýší, což ještě sníží ocenění akciového trhu v USA.

Tabulková část – Česká republika, Maďarsko

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS09	Konsenzuální odhad /B/E/S						Ček. růst EPS09/11	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS10		
				EPS10	Změna za 1M	P/E 10	EPS 11	Změna za 1M	P/E 11		Minimu	Maximu	SD	Min	Max
Česká republika	AAA Auto	18	1.0	0.0	0.0%	596.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	50.2%	-12.2%	n.m.	0.0	0.0
	CME	439	-33.7	-6.2	-31.8%	-70.5	6.0	-43.4%	729	#NUM!	11.1%	-40.1%	-163%	-1.4	0.2
	ČEZ	877	96.6	90.7	0.4%	9.7	92.3	0.0%	95	-23%	5.4%	-13.1%	4%	85.0	96.4
	ECM	180	-150.9	-18.2	9.7%	-9.9	36.0	-44.3%	50	#NUM!	12.4%	-57.1%	-13%	-0.8	-0.7
	Erste Bank	765	59.1	58.2	-4.2%	13.1	85.8	-1.5%	89	20.5%	19.2%	-14.0%	15%	1.6	2.9
	Komerční banka	4.030	290.0	315.0	1.5%	12.8	352.7	1.1%	114	10.3%	27.1%	-6.2%	4%	292.2	339.6
	NWR	233	94.0	20.2	-51.2%	11.5	27.2	-65.0%	86	-46.2%	98.9%	-26.8%	29%	0.5	1.2
	Oroo Property Group	133	-577.7	4.9	0.0%	26.9	24.7	0.0%	54	#NUM!	20.9%	-57.1%	n.m.	0.2	0.2
	Peças Nonwovens	440	55.8	46.0	-4.4%	9.6	40.1	-8.0%	110	-15.2%	14.2%	-9.8%	22%	1.4	2.4
	Philip Morris CR	8,770	913.0	891.9	0.0%	9.8	877.9	0.0%	100	-1.9%	17.7%	-15.6%	14%	793.6	1054.6
Telefonica O2	439	36.2	32.8	0.4%	13.4	34.1	0.4%	129	-3.0%	11.9%	-13.0%	12%	28.8	42.3	
Unibetrol	216	-4.7	7.9	-1.8%	27.4	12.5	-2.8%	173	#NUM!	84.9%	0.0%	29%	4.9	11.1	
VIG	960	65.8	74.1	-0.6%	13.0	86.2	-0.1%	111	14.5%	21.5%	-14.8%	5%	2.7	3.3	
						12.0		103	12.1%						
Maďarsko	Allian Nyomda	770	93	91	0.0%	8.5	99	0.0%	78	32%	25.8%	-18.8%	16%	55.0	73.0
	Egis	21,700	2000	1932	3.2%	11.2	2308	2.1%	94	7.4%	24.4%	-4.1%	13%	1545.1	2288.8
	FHB	1,203	107	121	4.9%	10.0	141	0.0%	85	14.5%	50.4%	-22.4%	3%	104.0	110.9
	Macvar Telecom	678	75	70	0.0%	9.6	69	0.0%	99	-4.1%	8.5%	-22.1%	9%	61.2	82.9
	MOL	20,600	1218	1665	-2.1%	12.4	2394	1.4%	86	40.2%	58.4%	-5.0%	24%	1109.3	2568.0
	OTP	5,601	540	499	-3.1%	11.2	709	-1.3%	79	14.6%	37.4%	-24.3%	25%	265.9	660.9
	Gedeon Richter	46,135	2746	2899	5.2%	15.9	3182	2.8%	145	7.7%	31.0%	-1.0%	14%	2581.7	3967.5
						11.9		91	18.7%						

Všechny následující tabulky - zdroj: Thomson Financial, Bloomberg, Poznámky k tabulkám: **Konsenzuální odhady EPS pro roky 2010 a 2011** – silně zelené zvýraznění = očekávaný meziroční růst EPS o 20 a více procent, slabě zelené zvýraznění = očekávaný meziroční růst EPS o 10-20%, **Změna za 1M** (=změna konsenzuálních odhadů EPS pro roky 2009 a 2010 za poslední měsíc) – silně červené zvýraznění = snížení konsenzuálního odhadu EPS o 10 a více procent, slabě zelené zvýraznění = zvýšení konsenzuálního odhadu EPS o 5-10%, silně zelené zvýraznění = zvýšení konsenzuálního odhadu EPS o 10 a více procent, **Ček. Růst EPS 09/11** (= průměrný růst EPS v letech 2009-11) – silně zelené zvýraznění = průměrný růst EPS vyšší než 20%, **Vůči 52-týdennímu minimu/maximu** – silně červené zvýraznění = akcie se obchoduje maximálně o 10% níže než je její 52-týdenní maximum, silně zelené zvýraznění = akcie se obchoduje maximálně o 10% výše než je její 52-týdenní minimum, **Rozptyl odhadů – SD** (= procentuální směrodatná odchylka od průměrného odhadu) – silně zelené zvýraznění = odchylka větší než 10% (v případě ruských a tureckých akcií větší než 20%), n.m. – existuje pouze 1 analytický odhad EPS, **Min.** (=minimální odhad vstupující do výpočtu konsenzuálních odhadů) – silně červené zvýraznění = minimální odhad je o více než 15% (v případě ruských a tureckých akcií o více než 20%) nižší než konsenzuální odhad, **Max.** (=maximální odhad vstupující do výpočtu konsenzuálních odhadů) – silně zelené zvýraznění = maximální odhad je o více než 15% (v případě ruských a tureckých akcií o více než 20%) vyšší než konsenzuální odhad, zmíněné poznámky platí i pro tabulky na následujících dvou stranách.

Tabulková část – Polsko

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS 09	Konsenzuální odhad / B/F/S						Oček. růst EPS 09/11	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS10		
				EPS 10	Změna za 1M	P/E 10	EPS 11	Změna za 1M	P/E 11		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Polsko	Aora	24.95	0.75	1.13	0.0%	22.0	1.58	1.4%	15.8	45.3%	37.1%	-8.6%	27%	0.75	1.52
	AmRest Holding	70.55	2.70	3.24	-6.2%	21.8	4.03	-5.8%	17.5	22.2%	12.9%	-26.0%	7%	2.99	3.52
	Asseco	56.65	5.47	4.74	0.5%	12.0	4.82	-3.1%	11.8	-6.1%	9.0%	-13.1%	9%	4.30	5.30
	Bank Pekao	170.30	9.19	9.99	-0.2%	17.0	12.10	0.7%	14.1	14.7%	34.0%	-8.8%	4%	9.40	11.09
	BZ WBK	186.80	12.08	12.85	-1.9%	14.5	16.30	-1.0%	11.5	16.2%	62.2%	-16.5%	9%	11.36	14.90
	Bioton	0.22	-0.11	0.02	0.0%	11.0	0.01	n.a.	n.a.	n.a.	29.4%	-29.0%	n.m.	0.02	0.02
	BRE Bank	262.90	3.83	14.17	2.5%	18.6	19.66	-0.9%	13.4	126.5%	56.7%	-2.0%	22%	7.65	19.62
	Budimex	97.00	6.80	7.77	1.0%	12.5	6.99	0.5%	13.9	n.m.	44.8%	-8.1%	8%	7.20	8.84
	CEDC	85.55	7.18	6.71	1.3%	12.7	7.84	-1.4%	10.9	4.5%	20.3%	-24.2%	15%	1.80	2.98
	Cersanit	15.00	-0.07	0.89	9.4%	16.9	1.15	-8.6%	13.1	#NUM!	27.7%	-21.9%	27%	0.70	1.28
	Ciech	26.65	-2.03	1.89	0.0%	14.1	2.99	0.0%	8.9	#NUM!	17.9%	-38.0%	32%	1.23	2.50
	Echo Investment	4.75	0.24	0.26	0.0%	18.3	0.35	0.0%	13.8	19.9%	36.5%	-4.6%	43%	0.16	0.38
	Getin Holding	10.18	0.39	0.56	-6.5%	18.2	0.91	1.3%	11.2	52.9%	45.4%	-11.1%	24%	0.42	0.80
	GTC	24.05	-0.58	0.48	-1.0%	50.6	0.66	n.a.	36.3	#NUM!	24.0%	-12.0%	41%	0.22	0.80
	Grupa Kety	105.40	7.64	8.67	-5.1%	12.2	9.53	-9.9%	11.1	11.7%	30.1%	-16.9%	10%	7.70	9.64
	Grupa Lotos	34.50	7.29	3.99	0.0%	8.7	4.87	0.0%	7.1	-18.3%	58.3%	-1.1%	12%	3.54	4.44
	KGHM	109.80	11.78	16.59	5.4%	6.6	17.07	10.1%	6.4	20.4%	43.2%	-6.8%	17%	11.30	20.52
	LPP	1801.50	61.55	96.16	-8.0%	18.7	124.41	-9.9%	14.5	42.2%	28.7%	-9.6%	5%	88.99	101.51
	Multimedia Polska	9.60	0.42	0.56	1.2%	17.2	0.66	2.4%	14.5	25.7%	41.4%	-2.5%	19%	0.45	0.70
	Netia	4.92	0.23	0.20	5.1%	n.m.	0.29	6.1%	n.m.	n.m.	33.0%	-5.4%	13%	0.17	0.23
	NFI Empik Media	18.26	1.25	0.91	-1.2%	20.0	1.15	n.a.	n.a.	n.a.	39.4%	-6.8%	10%	0.83	1.04
	NG2	54.25	1.39	3.31	-2.3%	16.4	4.13	-1.0%	13.1	72.4%	40.9%	-9.6%	8%	2.97	3.78
	Orbis	37.56	-0.11	0.22	0.0%	170.7	1.50	0.0%	25.0	#NUM!	22.5%	-34.0%	n.m.	0.22	0.22
	PBG	226.00	15.11	15.95	0.3%	14.2	17.44	-0.8%	13.0	7.4%	19.3%	-7.4%	4%	15.00	17.10
	Polimex Mostostal	4.73	0.34	0.35	-4.0%	13.7	0.37	-2.6%	12.8	4.4%	33.2%	-10.8%	17%	0.30	0.47
	PGNiG	3.52	0.20	0.27	-3.7%	13.2	0.29	-0.6%	12.0	21.2%	12.1%	-21.6%	16%	0.20	0.33
	PGF	43.00	5.18	4.22	0.0%	10.2	4.52	0.0%	9.5	-6.6%	30.1%	-14.9%	22%	3.15	4.85
	PKN	41.74	3.06	2.39	6.5%	17.5	3.17	-1.0%	13.2	1.7%	58.9%	-0.6%	48%	0.22	4.01
	PKO BP	40.56	2.06	2.39	-0.5%	17.0	3.15	-0.2%	12.9	23.7%	46.8%	-8.3%	7%	2.00	2.68
	Signity	14.59	n.m.	-1.14	16.5%	-12.8	0.16	0.0%	89.8	n.m.	37.6%	-19.8%	-40%	-1.62	-0.53
	TPSA	16.47	1.00	0.91	-0.1%	18.0	0.99	1.4%	16.6	-0.4%	17.6%	-14.4%	10%	0.69	1.04
	TVN	18.75	0.78	0.70	-5.9%	26.8	0.90	-4.2%	20.8	7.5%	53.2%	-3.5%	36%	0.40	1.29
	Vistula	2.56	0.14	0.14	-30.0%	18.3	0.24	-19.0%	10.5	30.4%	27.4%	-22.2%	30%	0.11	0.17
						14.7			12.3	20.1%					

Tabulková část – Rusko

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS09	Konsenzální odhad I/B/E/S						Oček. růst EPS09/11	Vč. 52-týdennímu		Rozstřednění EPS10		
				EPS10	Změna za 1M	PE10	EPS11	Změna za 1M	PE11		Minimu	Maximu	SD	Mn.	Max
Rusko	Baltika Brewery	29.75	3.75	3.39	5.9%	8.8	3.64	5.8%	8.2	-15%	34.0%	-7.0%	nm	-	-
	CTC Media	18.92	0.91	0.93	-0.8%	20.4	1.11	1.4%	17.1	104%	58.3%	-4.9%	11%	0.76	1.14
	Dixy Group	10.50	0.02	0.36	-3.3%	29.4	0.63	-1.3%	16.6	423.9%	162.5%	-12.5%	27%	0.20	0.54
	Euras Group	28.85	-1.48	1.32	-23.2%	21.9	3.09	-6.1%	9.3	#NUM	36.0%	-33.1%	58%	0.07	2.52
	Gazprom	5.68	1.08	1.16	-0.1%	4.9	1.32	-0.4%	4.3	106%	24.8%	-17.4%	18%	0.69	1.45
	Kalina	19.00	1.52	2.88	0.0%	6.6	3.05	0.0%	6.2	41.6%	52.0%	-24.3%	14%	6.48	12.03
	Lukoil	56.50	8.28	9.80	1.7%	5.8	10.30	3.2%	5.5	115%	28.1%	-15.9%	25%	1.34	3.57
	Macrit	101.00	3.27	3.81	-8.1%	26.5	4.90	-4.7%	20.6	22.5%	146.3%	0.0%	15%	17.10	27.06
	Mechel	23.75	-0.15	2.42	0.2%	9.8	3.76	3.1%	6.3	#NUM	135.4%	-25.3%	11%	1.60	2.22
	Norsk Nickel	167.50	14.90	23.14	1.6%	7.2	25.02	1.1%	6.7	29.6%	69.9%	-15.8%	13%	0.37	0.50
	MIS	22.39	1.42	1.89	-1.4%	11.8	2.25	-0.9%	10.0	25.6%	37.2%	-5.1%	20%	0.19	0.32
	Novolipetsk Steel	2.60	0.04	0.26	5.6%	9.8	0.41	18.5%	6.4	236.9%	9.2%	-29.2%	13%	0.50	0.81
	Pharmstandard	23.00	1.50	1.60	-0.8%	14.4	1.86	-0.9%	12.3	11.7%	63.1%	-22.0%	66%	0.14	2.65
	Polymetal	13.61	0.45	0.67	4.0%	20.4	0.99	2.5%	13.7	49.5%	81.5%	-1.7%	34%	0.14	0.50
	Polyus Gold	46.80	1.80	1.58	-26.6%	29.5	2.61	-12.0%	17.9	20.4%	23.2%	-21.2%	13%	5.43	6.52
	Raspadskaya	4.67	0.15	0.32	-20.5%	14.6	0.60	-20.7%	7.8	99.9%	83.1%	-39.4%	33%	0.27	0.74
	Rostelcom	3.72	7.00	5.98	0.0%	0.6	6.09	0.0%	0.6	-68%	9.1%	-46.9%	45%	0.31	1.99
	Seventh Continent	9.40	0.34	0.48	17.0%	19.4	0.96	33.4%	9.7	68.9%	29.7%	-5.1%	17%	2.75	4.35
	Severstal	12.60	-0.77	1.41	-0.9%	8.9	2.31	4.8%	5.5	#NUM	98.4%	-14.9%	26%	0.05	0.15
	Sistema	26.10	-2.46	3.39	0.7%	7.7	4.52	0.0%	5.8	#NUM	98.5%	-17.1%	13%	0.63	0.96
	Surgutneftegaz	0.90	0.11	0.11	0.4%	8.5	0.11	0.5%	8.2	25%	25.3%	-10.4%	52%	0.02	1.40
	Tatneft	4.80	0.70	0.79	10.8%	6.1	0.92	14.8%	5.2	14.5%	28.0%	-6.1%	34%	0.13	0.26
	TMK	17.80	-1.23	0.81	-11.2%	21.9	1.82	-12.1%	9.8	#NUM	82.6%	-25.2%	2%	3.90	4.09
	Uralkali	4.52	0.14	0.21	3.5%	21.3	0.26	-80.6%	17.5	34.4%	47.2%	-13.9%	15%	1.30	2.26
	Veroharm	33.50	3.66	4.01	-0.6%	8.4	4.97	0.2%	6.7	16.5%	48.9%	-16.3%	32%	0.57	1.83
	Vimpelcom	17.35	1.20	1.80	-4.0%	9.6	2.06	-10.7%	8.4	31.1%	40.8%	-13.3%	12%	0.97	1.69
	Winn-Dixie	20.20	0.68	1.04	7.7%	19.4	1.51	7.2%	13.3	49.2%	42.9%	-22.2%	nm	0.00	0.00
	X5 Retail	36.51	1.08	1.29	-3.4%	28.4	1.83	-7.9%	20.0	30.1%	128.2%	-5.2%	12%	0.97	1.69
						7.9			6.6	23.9%					

Tabulková část – Turecko

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS 09	Konsenzální odhady I/B/E/S						Oček. růst EPS 09/11	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS10		
				EPS 10	Změna za 1M	P/E 10	EPS 11	Změna za 1M	P/E 11		Minimu	Maximu	SD	Min	Max
Turecko	Acibadem Saglik	12.80	-0.35	0.18	0.0%	71.1	0.44	0.0%	29.4	#NUM!	89.6%	-7.2%	n.m.	-	-
	Adana Cimento	5.02	0.87	0.53	0.0%	9.5	0.63	0.0%	8.0	-15.0%	53.5%	-14.2%	20%	0.47	0.69
	Akbank	8.10	0.68	0.77	0.0%	10.5	0.84	-0.4%	9.6	112%	42.1%	-7.4%	9%	0.59	0.89
	Akanssa Cimento	7.40	0.39	0.53	-0.8%	14.1	0.70	n.a.	10.6	33.8%	90.7%	-11.4%	13%	0.42	0.62
	Aksa	2.62	0.39	0.14	0.0%	18.7	0.26	0.0%	10.1	-18.8%	94.1%	-12.1%	n.m.	0.56	0.56
	Aksicorta	1.91	0.11	0.08	-20.0%	23.4	0.08	-16.4%	23.1	-14.9%	51.5%	-15.9%	93%	0.02	0.24
	Anadolu Cam	2.25	0.05	0.17	-2.0%	13.0	0.23	1.5%	9.7	126.8%	43.3%	-3.0%	17%	0.13	0.21
	Anadolu Efes	19.70	0.94	1.04	0.0%	18.9	1.26	0.0%	15.7	15.7%	37.8%	-1.5%	9%	0.92	1.25
	Arcelik	7.30	0.74	0.72	3.9%	10.1	0.74	n.a.	9.9	-0.5%	129.6%	-3.3%	10%	0.60	0.86
	Brisa Bridgestone	97.50	4.92	5.65	0.0%	17.3	6.63	n.a.	14.7	16.1%	140.7%	-24.4%	n.m.	5.65	5.65
	Cimsa Cimento	9.65	0.80	0.87	1.5%	11.1	1.03	0.6%	9.3	13.7%	117.3%	0.0%	9%	0.74	0.95
	Doan Yavin	1.44	-0.45	-0.08	-9.1%	-19.2	0.08	0.0%	17.7	#NUM!	67.1%	-21.9%	n.m.	1.21	1.21
	Eczabasi Ilac	2.33	0.53	0.11	0.0%	21.2	0.15	0.0%	15.5	-46.7%	65.2%	-21.3%	116%	0.02	0.20
	Enka Insaat	5.60	0.24	0.25	-0.3%	22.7	0.27	-0.9%	20.4	6.9%	32.9%	-9.3%	15%	0.17	0.33
	Erdi Demir	4.22	-0.11	0.34	9.2%	12.3	0.50	4.2%	8.5	#NUM!	16.4%	-15.4%	20%	0.21	0.45
	Ford Otomotiv	11.50	0.95	1.11	1.3%	10.4	1.27	0.6%	9.0	15.7%	50.3%	-5.0%	11%	0.94	1.43
	Sabancı Holdings	6.90	0.66	0.79	2.2%	8.7	0.91	1.0%	7.6	17.4%	38.0%	-6.1%	11%	0.71	1.00
	Hurriyet	1.54	-0.07	0.09	-2.2%	16.7	0.14	-2.0%	11.2	#NUM!	42.6%	-30.3%	29%	0.06	0.14
	KOC Holdings	6.00	0.59	0.70	0.0%	8.6	0.83	0.0%	7.2	18.4%	84.0%	-1.6%	14%	0.57	0.96
	Petrol Ofisi	6.40	0.50	0.51	5.6%	12.5	0.46	n.a.	13.9	-4.0%	25.5%	-15.8%	n.m.	-	-
	Tofas	6.00	0.72	0.68	-0.5%	8.8	0.72	0.0%	8.3	0.1%	112.8%	-7.0%	14%	0.46	0.56
	Trakya Cam	2.26	0.10	0.21	0.0%	10.7	0.24	0.0%	9.5	51.9%	53.6%	-6.0%	10%	0.47	0.75
	Turcas	35.25	3.24	3.52	1.8%	10.0	3.89	1.9%	9.1	9.6%	80.8%	-3.4%	18%	0.16	0.29
	Turk Ekonomi Bankasi	2.26	0.24	0.21	4.6%	10.8	0.25	n.a.	n.a.	na.	53.7%	-23.6%	7%	3.04	4.02
	Turkcell	9.05	0.50	0.57	-0.7%	15.9	0.62	-0.9%	14.7	11.4%	16.8%	-23.9%	15%	0.17	0.27
	Turkiye Garanti	7.60	0.71	0.82	0.8%	9.2	0.89	0.7%	8.5	12.6%	52.0%	-8.4%	10%	0.47	0.67
	Isbank	5.60	0.53	0.60	1.9%	9.3	0.66	2.2%	8.5	12.1%	65.3%	-8.2%	8%	0.71	1.03
	Turk Sise Cam	1.91	0.10	0.19	0.8%	10.2	0.24	-28.8%	7.9	56.7%	40.9%	-5.0%	8%	0.53	0.71
	Vestel Elek	2.35	0.22	0.32	0.0%	7.3	na.	na.	n.a.	na.	45.1%	-21.1%	21%	0.13	0.24
	Yapi Kredi Bank	4.50	0.36	0.44	3.1%	10.2	0.50	0.7%	8.9	19.1%	58.5%	-4.3%	54%	0.20	0.52
						10.9			9.7	16.2%					

KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

	Společnost	Událost
Srpen 2010		
10.8.	ČEZ	Výsledky za 1H 2010 před otevřením trhu (+tisková konference a konferenční hovor v 10h SEČ)
16.8.	ČEZ	Deadline nabídek na Energa
16.8.	KIT digital	Výsledky za 1H 2010 - konferenční hovor v 10:30 a.m. ET (4:30 p.m. SEČ)
19.8.	VIG	Výsledky za 1H 2010 (pravděpodobně před otevřením trhu)
25.8.	ECM	Výsledky za 1H 2010 (16h CET; konsolidované auditované) + pololetní zpráva
26.8.	Pegas NW	Výsledky za 1H 2010 (před otevřením trhů; v 16h SEČ konferenční hovor)
26.8.	NWR	Výsledky za 1H 2010 (před otevřením CZ trhů, 11h SEČ telekonference)
26.8.	AAA Auto	Výsledky za 1H 2010 + pololetní zpráva
31.8.	ČEZ	Publikace pololetní konsolidované zprávy
31.8.	Unipetrol	Výsledky za 1H 2010 (před otevřením trhů) + konferenční hovor (pravděpodobně v 14h SEČ) + pololetní zpráva
31.8.	Orco	Výsledky za 1H 2010 (po uzavření trhů)
31.8.	Philip Morris	Výsledky za 1H 2010 (před otevřením trhů)
Září 2010		
8.9.	Telefonica O2 CR	Rozhodný den pro nárok na dividendu (splatnost 6.10.); poslední obchodní den: 3.9. (T+3 vyrovnání obchodů)
n.a.	Pegas	Oznámení rozhodného dne nároku na dividendu za 2009 („začátek“ září)

DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ

Obecně. Tento dokument je považován za doplňkový zdroj informací našich klientů a není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů. Je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak Česká spořitelna, a.s. 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, a.s. je Česká národní banka.

Pocitivá 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 uzavřené makroekonomické modely typu Clarida-Gali-Gertler nebo typu QPM ČNB.

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, a.s. 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.

Aktualizace. Investiční doporučení, analýzy a prognózy jsou aktualizovány v rámci pravidelných publikací České spořitelny, a.s. a Erste Bank Group. Cílové ceny akcií jsou aktualizovány v podnikových analýzách pokrývaných společnostmi, 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 v systému SPAD

ČEZ			Telefónica O2 ČR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
8/2/10	980	akumulovat	3/8/10	470	držet
4/2/09	1,230	kupovat	23/3/10	480	držet
3/9/08	1,316	držet	13/10/09	500	akumulovat
14/2/08	1,255	držet	12/8/09	500	držet
8/6/07	1,045	držet	4/5/09	550	kupovat
Komerční banka			Unipetrol		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
8/2/10	3,850	držet	28/9/09	140	redukovat
22/10/09	3,850	držet	30/3/09	120	redukovat
29/7/09	3,290	akumulovat	24/9/08	250	kupovat
28/4/09	2,870	akumulovat	17.3.08	358	kupovat
20/6/08	4,700	akumulovat	1.10.07	367	kupovat
CME			Orco		
Datum	Cílová cena (USD)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
14/6/10	33	kupovat	7/10/09	7,2 (€)	redukovat
23/11/09	27	redukovat	3/4/09	3,7 (€)	redukovat
16/2/09	35	kupovat	25/9/08	41 (€)	kupovat
27/2/08	93	redukovat	21/7/08	48 (€)	kupovat
VIG			ECM		
Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
4/2/10	44,5	kupovat	bez pokrytí	bez pokrytí	bez pokrytí
11/11/09	48	kupovat	28/2/08	1,380	kupovat
2/7/09	44	kupovat	1/10/07	1,880	akumulovat
14/4/09	44	kupovat	14/6/07	2,160	akumulovat
Pegas			Philip Morris CR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
10/3/10	500	akumulovat	12/3/10	8,600	prodat
20/5/09	350	držet	25/6/09	7,150	akumulovat
25/4/08	505	držet	14/10/08	8,900	kupovat
3/7/07	849	držet	6/12/07	8,800	držet
NWR					
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení			
6/5/10	306	kupovat			
16/4/10	306	držet			
18/2/10	211	akumulovat			

Hodnocení analytika. Hodnocení 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, a.s., 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, a.s. je organizačně a fyzicky oddělen od útvarů Divize finančních trhů České spořitelny, a.s.. Zájmy a z nich plynoucí případné střety zájmů Finanční skupiny České spořitelny vůči analyzovaným akciovým společnostem v České republice (společnosti obchodované v systému SPAD mimo Erste Bank) jsou uvedeny v příložené tabulce 2.

Tabulka 2

Typ střetu zájmu
(1) ČS a/nebo propojená osoba má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta větší než 5 %
(2) emitent má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu ČS a/nebo propojené osoby větší než 5 %
(3) ČS a/nebo propojená osoba má jiný významný finanční zájem ve vztahu k emitentovi
(4) ČS a/nebo propojená osoba je tvůrcem trhu nebo osobou jinak zajišťující likviditu ve vztahu k finančním nástrojům vydaným emitentem
(5) ČS a/nebo propojená osoba byla v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem
(6) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu jinou smlouvu o poskytování investičních služeb
(7) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení.

Emitent	Střet zájmu (uved'te zde číselné označení příslušného typu střetu zájmu)
AAA Auto	4
CETV	4, 5, 6
ČEZ	4, 5, 6
ECM	4
KIT Digital	4
Komerční banka	4
NWR	4
ORCO	4, 6
Pegas	4
Philip Morris ČR	4
Teléfonica O2 Czech Republic	4
Unipetrol	4
VIG	3, 4, 5

Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení Erste Bank Group obsahuje tabulka 3 . Tabulka obsahuje poměr u investičních doporučení na pokrývané akcie obchodované v systému SPAD BCPP (SPAD 9).

Tabulka 3

	SPAD 10	SPAD se vztahem k EBG (4)
Kupovat	30%	50%
Akumulovat	20%	25%
Držet	20%	0%
Redukovat	20%	25%
Prodat	10%	0%

KONTAKTY

[HTTP://WWW.CSAS.CZ/ANALYZA](http://www.csas.cz/analyza)

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

Ředitel odboru, Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Makro tým (Střední Evropa)	Jana Krajčová	+420/224 995 232	jkrajcova@csas.cz
Makro tým (ČR)	Martin Lobotka	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Makro tým (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Makro tým (Analytik bankovního sektoru ČR)	Petr Bittner	+420/224 995 172	pbittner@csas.cz
Akciový tým (CEE Real Estate)	Petr Bártek	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Akciový tým (ČR, CEE Oil & gas)	Radim Kramule	+420/224 995 213	rkramule@csas.cz
Akciový tým (ČR, CEE Media)	Václav Kmínek	+420/224 995 289	vkminek@csas.cz
Akciový tým (Market analyst)	Martin Krajhanzl	+420/224 995 434	mkrajhanzl@csas.cz

Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování

Ředitel úseku	Petr Witowski	+420/224 995 800	pwitowski@csas.cz
	Robert Novotný	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Odbor Obchody treasury – ředitel odboru	Libor Vošický	+420/224 995 592	lvosicky@csas.cz
Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru	Ondřej Čech	+420/224 995 577	ocech@csas.cz
Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru	Viktor Kotlán	+420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
Odbor Proprietary trading	Robert Novotný	+420/224 995 417	rnovotny@csas.cz
Oddělení Debt Capital markets - ředitel	Tomáš Černý	+420/224 995 197	tcerny@csas.cz
	Alice Racková	+420/224 995 197	arackova@csas.cz
	Jolana Jarušková	+420/224 995 205	jjaruskova@csas.cz

Úsek Investiční bankovnictví

Ředitel úseku	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
Oddělení Private Equity a Venture Capital	František Havrda	+420/224 995 836	fhavrda@csas.cz
Odbor Primární emise – ředitel odboru	Antonín Piskáček	+420/224 995 810	apiskacek@csas.cz
	Jiří Korbel	+420/224 995 820	jkorbel@csas.cz
Odbor Finanční instituce – ředitel odboru	Pavel Bríza	+420/224 995 176	pbriza@csas.cz
Oddělení korespondenční bankovnictví - ředitel	Barbora Procházková	+420/224 995 338	bprochazkova@csas.cz
M&A (Erste CF)	Frank Nosek	+420/224 995 231	fnosek@csas.cz
	Jan Vrátník	+420/224 995 211	jan.vratnik@erste-cf.cz
	Jan Mareš	+420/224 995 911	jmares@csas.cz

Erste Group Vídeň – Macro/Fixed income & CEE

Equity

Head of Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 11 902	friedrich.mostboeck@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 19 634	henning.esskuchen@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Guenther Artner	+43 501 00 115 23	guenther.artner@erstebank.at
akcie – sektor stavebnictví a ocel	Franz Hoerl	+43 501 00 18 506	franz.hoerl@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Guenter Hohberger	+43 501 00 17 354	guenter.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Gernot Jany	+43 501 00 11 903	gernot.jany@erstebank.at
akcie – sektor telekomunikace	Vera Sutedja	+43 501 01 11 905	Mariaveronika.sutedja@erstegroup.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	Vladimira.Urbankova@erstebank.at
akcie – sektor IT	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstebank.at
akcie – sektor strojírenství	Gerald Walek	+43 501 00 163 60	gerald.walek@erstebank.at
akcie – sektor pojišťovnictví	Christoph Schultes	+43 501 00 16 314	christoph.schultes@erstebank.at
Head of Macro/Fixed Income Research	Gudrun Egger	+43 501 00 11 909	Gudrun.Egger@erstebank.at
Co-Head of CEE Fixed Income Research	Rainer Singer	+43 501 00 11 185	Rainer.Singer@erstebank.at
Co-Head of CEE Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 17 357	Juraj.Kotian@erstebank.at

Brokerjet

On-line obchodování s CP	+420 224 995 777	www.brokerjet.cz
--------------------------	------------------	--