

Měsíční strategie

Akcie

Český akciový trh

- Akciový trh v prosinci i posedmé v řadě končí v černých číslech (+1.2%), celkově si burza připsala 7.9% v roce 2006
- Nové tituly na burze zatím nijak nezají, čeká se na první zprávy, výsledky.
- Podle minulých výsledků minulých let by burza měla růst i v prvním čtvrtletí tohoto roku (technická analýza), ale fundamentálně bychom byli opatrnější...
- Letos jinak čekáme menší růst indexu PX (+5-8%), tahouny by mohly být Zentiva a Telefonica O2 CR.

Zahraniční akciové trhy

- Na stránky akciového měsíčníku se vrací část věnovaná akciovým trhům střední a východní Evropy
- Srovnání aktuálních konsensuálních očekávání pro jednotlivé východoevropské trhy

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ PRO ČESKÝ AKCIOVÝ TRH

Jakub Židoň, tel: 224 995 340, jidon@csas.cz; Petr Bártek, tel: 224 995 227, pbartek@csas.cz

V prosinci jsme nezměnili doporučení, či cílovou cenu u žádného z titulů.

Akcie	Kurz (Kč) 31.12.2006	Roční cílová cena (Kč)	Investiční doporučení (datum zveřejnění)	Oček. výnos p.a.	Komentář
ČESKÉ AKCIE (Kč)					
CME	1 462	V revizi (poslední 68,3 EUR)	V revizi (naposledy 3.2.06 – akumulovat)	-	Licence na Ukrajině byla definitivně prodloužena o dalších deset let, což jistě potěšilo akcionáře společnosti. Na druhou stranu nová kandidátka na post ministryně kultury, Helena Třeštíková, by také raději ještě ponechala reklamu na ČT...
ČEZ	960.0	989	Držet (22.11.06)	3.4%	Vyšetřování státních zaměstnanců v dozorčí radě ČEZu se zatím společnosti nedotýká, podle ní to probíhalo v souladu se zákonem. Využitelnost obou jaderných elektráren potvrdila náš předpoklad a vzrostla zhruba na 78%. K úplnému výčtu ještě přidejme pár neúspěchů v tendrech na zahraničních trzích.
Telefónica O2 CR	476.0	550	koupit (25.9.06)	21.2%	Slovenská dcera české Telefonica O2 ČR ohlásila, že alespoň na počátku bude používat síť T-Mobilu, což by v podstatě znamenalo nižší investice a tudíž více prostředků na (třeba dividendy).
Komerční banka	3 099	3 800	akumulovat (27.3.06)	96.0%	Komerční banka se chystá vzít podřízený dluh 6 mld. Kč od mateřské Sociétés Générale. Banka krok zdůvodnila tradiční větou o optimalizaci kapitálové struktury a posílení kapitálu pro další rozvoj. Při nynější vysoké kapitálové přiměřenosti ale tento krok nedává moc smysl - že by chystala další mimořádné opravné položky? Může také překvapit a oznámit např. velkou úvěrovou transakci...
Orco	2 755	3 122	akumulovat (21.4.06)	43.8%	Orco udělalo dobrý obchod, když za 3409 eur/m ² koupilo pozemek v samotném centru Berlína a plánuje zde postavit 88 tis. m ² multifunkční kancelářský objekt. S místním nájemným cca 250 eur/m ² /rok u kanceláří vidíme u této investice solidní potenciál pro přecenění... po delší době dobrá zpráva, ale růstu NAV to příliš nepomůže.
Philip Morris CR	10 840	---	---	---	Společnost čeká dost možná klíčový rok pro její (akciovou budoucnost). Jsme na prahu „dvojího“ zvýšení spotřební daně na cigarety a zajímavé tak bude sledovat dopad na Philip Morris CR.
Unipetrol	234.3	262	koupit (20.11.06)	13.3%	Odставка krakovaci jednotky v Kralupech n./Mt. nakonec trvala kratší dobu než se původně očekávalo, ale i tak způsobila ztrátu 85 mil. Kč. Ale investory určitě potěšil představený capexový program, který znamená opět silnější postavení Chemopetrolu.
Zentiva	1 268	1460	akumulovat (7.11.06)	17.8%	Co čekáme v roce 2007? Zentiva je typicky růstová společnost a navíc se povedlo zkonsolidovat Sicomed a tak si myslíme, že se letos naplno „rozzáří“ jeho hvězda.
Pegas	753	---	---	---	Společnost zatím analyticky nepokrýváme, stane se tak až po uplynutí black-out období (tj. začátek února)
ECM	1 432	---	---	---	Nováček ECM si v prosincovém obchodování proti ceně úpisu připsal necelých 9%, novinkami zatím šetří. Více info budeme přinášet až po uplynutí black out (konec ledna).

Poznámka: Společnost Philip Morris CR Česká Spořitelna/Erste bank analyticky zatím nepokrývá. Tituly Pegas Nonwovens Sa a ECM začneme pokrývat a komentovat po skončení blackout. Roční cílová cena = cílová cena v horizontu 12 měsíců od datu vydání investičního doporučení (viz závorka v následujícím sloupci). Očekávaný výnos p.a. se počítá jako ANUALIZOVANÝ podíl roční cílové ceny a aktuální ceny akcie. Anualizace se vztahuje k horizontu mezi dneškem a uplynutím 12M horizontu od vydání investičního doporučení.

ČESKÁ REPUBLIKA

Jakub Židoň, tel: 224 995 340, jzidon@csas.cz

ČESKÝ AKCIOVÝ TRH

Burza loni přidala 8%, letos výkon může zopakovat

Pražská burza si v prosinci připsala další 1.2% a za celý rok tak nakonec vzrostla o 7.9%. Nebýt poklesu (hlavně ČEZu) ve druhé polovině měsíce, atakoval by index PX svoje rekordní hodnoty. I tak se jednalo o poměrně atraktivní výnos, navíc pokud člověk vstupoval na trh v polovině června (když se ceny akcií propadly v roce 2006 na minima), zhodnocení bylo opět velmi zajímavé. Na druhou stranu se nepodařilo dosáhnout na začátku loňského roku nejvíce tipovaných 10%. Prosinec již tolik dalších zajímavých událostí nepřinesl, začátky obchodování s tituly ECM a Pegas jsme zmiňovali v minulém měsíčníku, takže jsme tento díl věnovali již roku 2007, který jsme okořenili pohledem do tajů technické analýzy. Z ní jsme zkusili vyčíst, jak se burza chová v jednotlivých měsících. Tento technický pohled jsme pak na konci podpořili naším krátkým výhledem na rok 2007. Celkově si myslíme, že letos burza poroste zhruba o 5-8%.

Vraťme se ještě k prosincovým výkonům, největší růst zaznamenaly akcie Orco, které si připsaly 5,4% a vymazaly ztrátu z minulého měsíce. ČEZ pokračoval v předchozím růstu (2,2%) a dál táhnul index PX nahoru. Zentiva doháněla ztráty z minulého měsíce s růstem 5%. Nejvíce propadly akcie CME, také díky nejistotě ohledně data přechodu na digitální vysílání. Neznatelné v prosinci poklesly akcie Komerční banky, Philips Morris CR a Telefonica O2, ale tyto ztráty byly maximálně okolo 1% a přes vysokou váhu těchto titulů v indexu si Index PX mohl připsat další zisk ve výši 1,2%. Nové tituly, Pegas a ECM si v porovnání s IPO cenou připsaly k dobru 0.5% a 8.6% respektive.

Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

	Index / akcie (Kč)		% změna za		
	31.12.	30.11.	1M	3M	r.2006
PX	1588.9	1570.6	1.2%	9.8%	7.9%
CME	1462.0	1563.0	(6.5%)	(3.6%)	3.8%
Telefónica O2 CR	476.0	479.7	(0.8%)	7.7%	(9.2%)
ČEZ	960.0	939.4	2.2%	21.4%	30.4%
Erste Bank	1,601	1,558	2.8%	14.0%	16.7%
Komerční banka	3,099	3,147	(1.5%)	(6.3%)	(9.9%)
ECM	1,432	1318	8.6%	n.a.	n.a.
Orco	2755	2614	5.4%	(1.7%)	52.3%
Pegas	753	749	0.5%	n.a.	n.a.
Philip Morris ČR	10,840	10,862	(0.2%)	10.3%	(40.6%)
Unipetrol	234.3	223.2	5.0%	19.2%	0.8%
Zentiva	1268	1224	3.6%	(2.5%)	11.6%

Prosincové objemy obchodování na pražské burze poklesly oproti minulému měsíci především díky vánočním svátkům. Největší událostí tohoto měsíce byly dva nové tituly Pegas Nonwovens a ECM, které zaznamenaly přes 10% objemu pražské burzy a posunuly se v objemu obchodů i před ORCO či Unipetrol. Celkový objem obchodování v průběhu listopadu dosáhl na 58.9 mld. Kč (v listopadu to bylo 67.9 mld. Kč a v říjnu 67.3 mld. Kč). Vzhledem k tomu, že v prosinci bylo jen

19 burzovních dní, tak průměrný denní objem činil 3.1 mld. Kč, což je pokles oproti listopadovým 3.4 mld. Kč. Z jednotlivých titulů byly nejobchodovanější tradičně akcie ČEZu, kterých se zobchodovalo dohromady za 23.1 mld. Kč a oproti minulému měsíci přidaly a přiblížily se 40% celkového objemu. V tomto měsíci se v objemu dostala Telefonica O2 CR (2. místo) před Komerční banku (3. místo), Zentiva tradičně zůstala na 4. Na opačném konci tabulky dlouhodobě setrvávají tituly CETV a také Philip Morris CR. Jejich denní objem v Praze dosahoval v prosinci v průměru 20 – 140 mil. Kč.

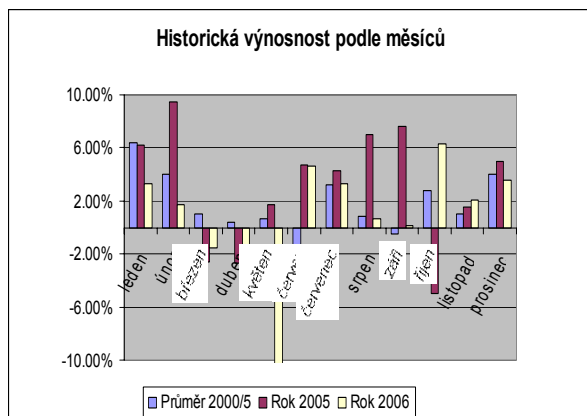
Tabulka: Objemy obchodování

	prosinec 2006		listopad 2006	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČEZ	23.1	39.3	25.4	37.5
Telefónica O2 CR	7.5	12.7	8.9	13.1
Komerční banka	7.1	12.0	9.9	14.7
Zentiva	5.3	9.0	7.4	10.9
Erste Bank	4.3	7.3	6.4	9.4
Pegas	3.4	5.7	--	--
ECM	2.6	4.5	--	--
Orco	1.8	3.1	2.8	4.2
Unipetrol	1.8	3.1	3.5	5.2
CETV	1.6	2.6	2.4	3.6
Philip Morris CR	0.7	0.4	1.0	1.5

Co nám o roce 2007 říká technická analýza?

Dali jsme si předsevzetí, že politiku už hanit nebudeme a začátkem nového roku budeme jen šířit dobrou náladu. V politice se teď spíše probírají mezilidské vztahy a tak ze zajímavých prohlášení jsme zaregistrovali jen prohlášení možné ministryně kultury Heleny Třeštíkové, že pro zachování rovnováhy na trhu reklamy, by bylo dobré zatím ponechat reklamní čas v České televizi. A vzhledem k tomu, že minulý měsíčník jsme posílali o něco později a mezitím proběhly Vánoce („svátky klidu“), rozhodli jsme se tento měsíčník oživit tak trochu netradičním způsobem (technickým pohledem na akcie) a vyzdvihnout loňského premianta (Orco).

Hned na úvod „technické“ části bychom chtěli poznamenat, že stále zůstáváme věrní fundamentální analýze a přes doporučení, respektive cílové ceny Vám i nadále budeme komentovat dění na českém akciovém trhu. Takže spíše pro zajímavost jsme se rozhodli poskytnout obrázek o výnosnosti pražské burzy z pohledu jednotlivých měsíců. Jinými slovy, typická technická analýza – z minulého vývoje se pokusit napředikovat vývoj budoucí. Samozřejmě je čistě na vás, jestli se tím budete řídit.

Graf: Historická výkonnost PX podle měsíců

zdroj: BCPP, analýza ČS

Jak můžete vidět v grafu, téměř vždy pražská burza rostla v úvodních dvou měsících roku a pak také v prosinci. Na jaře pak téměř každoročně přichází korekce, která během června dosahuje svého dna a během letních měsíců akciový trh opět posiluje. Dosud se téměř s jistotou dalo vsadit na růstový červenec, ve kterém burza spíše ale reagovala oživením na předcházející pokles. Jedna menší korekce přichází na trh během podzimu, v září či v říjnu. Pokud předcházející graf shrneme a použijeme jako doporučení, pak podle analýzy historické výnosnosti podle jednotlivých měsíců by nejlepší čas na nákup měla být polovina června a naopak prodávat akcie se nejlépe vyplácelo na konci února.

Z literatury víme, že investoři se často chovají jako „stádo“ a že se akcie někdy pohybují v trendech (na tom je technická analýza postavena a částečně to potvrzuje i náš graf). Na druhou stranu, o tom, jestli tomu tak bude i letos, se již nyní dá vcelku pochybovat. Růst v prosinci jsme sice zaregistrovali, ale jak uvádíme třeba na titulní straně, růst si burza připsala již sedmý měsíc v řadě, takže se spíše očekává „nějaká“ korekce. Tento názor je navíc podpořen faktem, že v polovině prosince se akcie, respektive index PX obchodoval na svých maximech, a tudíž další dva růstové měsíce (leden a únor) jsou v tuto chvíli nepravděpodobné. Ještě připomeňme, že se celou dobu bavíme o burze jako celku, takže určité tituly klidně mohou růst během doby, co by naopak klesal celý trh (nejvíce to platí pro tzv. defenzivní tituly, u nás třeba CME nebo Telefonica O2 CR). Jestli vývoj v dalších měsících roku 2007 bude kopírovat výše nastiněný scénář, bude záviset třeba i na tom, kdy na trh dorazí očekávaná korekce, jak bude hluboká, atd.

A teď fundamentální pohled...

Jak jsme zmiňovali v úvodu, celkově si myslíme, že burza v letošním roce poroste o zhruba 5-8%. Důvodem relativně nižšího očekávaného růstu je podle nás fakt, že hlavní tahoun loňského růstu (ČEZ – zároveň společnost s největší vahou v indexu) už má "to nejlepší za sebou".

Faktorů pro růst celé burzy je samozřejmě víc. Od těch obecnějších (třeba nové akcie na trhu, které by mohly přitáhnout zájem dalších investorů - viz například možnost českých individuálních investorů kupovat akcie na primárním trhu, dále oslabování dolaru a další přesun peněz z

dolarových aktiv, které mohou skončit zpět na trzích Střední a Východní Evropy) po ty faktory, které ovlivní jednotlivé tituly. Pro ČEZ bude příští rok klíčový, ukáže se, kam až mohou vyrůst ceny elektřiny v Německu (možná naopak začnou pomalu klesat, což předpokládáme my a několikrát jsme to již popisovali v rámci měsíčníků), rovněž se bude odehrávat spousta zahraničních tendrů s účastí ČEZ. A v neposlední řadě se vyjasní otázka kolem Temelína. Toliko zmiňované ceny elektřiny jsou podle našeho názoru už v ceně (závěrečná cena loňského roku činila 960 Kč a "když se podívám do koule", ČEZ by mohl ke konci roku atakovat 1050 Kč). Náš názor do jisté míry potvrzují i současné obchody členů představenstva s akciemi ČEZu, jejich prodeje totiž mohou signalizovat, že v současnosti jsou ceny akcie kolem 1000 Kč neospravedlnitelné. Naše roční cílová stále činí 989 Kč a ponecháváme doporučení držet.

Těmi "top picks" jsou z našeho pohledu dva tituly: Zentiva a Telefonica O2 CR. Telefonica O2 CR by měla počátkem roku oznámit dividendovou politiku, která by mohla být zajímavá pro investory, a navíc očekáváme, že v letošním roce se otočí trend poklesu příjmů z pevných linek. A Zentiva je typický růstový titul, který bude tažen hlavně exportem. Zajímavá pro investory může být i konfrontace Orco a ECM, dvou realitních společností.

Orco Property Group: Malé zamyšlení nad loňským premiantem

V souvislosti se vstupem developerské společnosti ECM na burzu není od věci se podívat i na jejího nejbližšího konkurenta Orco. Shodou okolností se rovněž jedná o „skokana roku“, protože společnost si během loňského roku připsala úctyhodných 52,3%. Poslední čtvrtletní výsledky tohoto realitního „predátora“ byly na první pohled tristní. Firma tentokrát nerealizovala žádné zisky z přecenění nemovitostí, navíc snížila odhad tržeb do konce roku a zisk zaostal za konsenzem o 52%. Tyto výsledky považujeme za znamení změny, kterou OPG prochází: Firma se odklání od CEE regionu a sází na očekávané oživení realitního businessu v Německu, navíc prim v jejích výsledcích bude v nejbližších dvou letech hrát developement (doposud byly aktivity rovnoměrně rozděleny mezi developement, property management a hotely). Tato cesta povede k výrazně pomalejšímu růstu NAV a ještě volatilnějším výsledkům. Na druhou stranu se doufáme provozní cash flow přehoupne do kladných hodnot. Tato strategie smazává hlavní přednosti Orca: Zaměření na růstové trhy s vyššími výnosy a selektivní nákupy „podceněných“ realit. Orco naopak čeká období investic do dlouhodobých projektů (Bubny, Hagibor, Leipziger Platz, Hvar...) a konsolidace hospodaření. Z predátora se tak stává ovečka, které ale zůstávají zuby v podobě nevyzpytatelného a agresivního managementu.

Akcie - základní informace

	CME	Telefónica O2 CR	ČEZ	Erste Bank	Komerční banka	Orco Prop. Group	Philip Morris CR	Unipetrol	Zentiva
Doporučení	koupit	akumulovat	držet	--	akumulovat	akumulovat	--	držet	akumulovat
12-měs. cílová cena (Kč)	v revizi	550	989	--	3 800	3 122	--	262,00	1 420
Cena (Kč) (4.1.)	1 526	477,6	955,0	1 664	3 151	2 829	11 500	235,0	1268,0
Roční min (Kč)	1 158	417,2	565,5	1 130	2 815	2 006	8 873	156,8	843,0
Roční max (Kč)	1 713	547,6	1010,0	1 670	3 663	2 966	18 583	300,0	1328,0
Tržní kapitalizace (mld. Kč)	61,4	153,8	565,4	509,7	119,8	20,2	31,6	42,6	48,4
Počet kótovaných akcií	33 257 994	322 089 890	592 088 461	306 291 852	38 009 852	5 736 149	1 913 698	181 334 764	38 136 230
Celkový počet akcií	40 224 527	322 089 900	592 088 461	306 291 852	38 009 852	7 149 284	2 745 386	181 334 764	38 136 230
Hlavní akcionář	Ronald Lauder	Telefónica	FNM	AVS	Société Générale	Orco Holding	Philip Morris Holland BV	PKN Orlen	Sanofi-Aventis
% podíl hlavního akcionáře	19,4%	69,4%	67,6%	30,5%	60%	21,5%	77,6%	63%	24,9%
Free float (%)	71,3%	30,6%	32,4%	64,5%	40%	78,5%	22,4%	37%	56,3%

CME (USD; US GAAP; konsolidováno)

	2004	2005	2006e
Tržby (mil.)	182,3	401,0	610,4
EBITDA (mil.)	25,6	79,9	216,0
EBIT (mil.)	18,7	52,4	161,7
Čistý zisk (mil.)	18,5	42,5	75,0
Zisk na akcii (x)	0,6	1,2	1,9
Dividenda (x)	0	0	0
Marže EBITDA (%)	14,0%	19,9%	35,4%
Marže EBIT (%)	10,3%	13,1%	26,5%
P/E	115,6	53,0	34,1
EV/EBITDA	--	--	--

Telefónica O2 CR (Kč; IFRS; konsolid.)

	2004	2005	2006e
Tržby (mil.)	61 783	61 156	61 160
EBITDA (mil.)	29 461	28 501	27 705
EBIT (mil.)	8 616	9 432	10 130
Čistý zisk (mil.)	5 867	6 249	7 346
Zisk na akcii (x)	18,2	19,4	22,8
Dividenda (x)	17,0	45,0	0
Marže EBITDA (%)	47,7%	46,6%	45,3%
Marže EBIT (%)	13,9%	15,4%	16,6%
P/E	--	24,6	20,9
EV/EBITDA	--	--	6,1

ČEZ (Kč; IFRS; konsolidováno)

	2004	2005	2006e
Tržby (mil.)	100 165	125 083	148 829
EBITDA (mil.)	37 539	50 157	66 255
EBIT (mil.)	19 155	29 420	42 354
Čistý zisk (mil.)	13 059	21 452	29 879
Zisk na akcii (x)	22,1	36,2	50,5
Dividenda (x)	9,0	17,0	19,0
Marže EBITDA (%)	37,5%	40,1%	44,5%
Marže EBIT (%)	19,1%	23,5%	28,5%
P/E	--	26,4	18,9
EV/EBITDA	--	12,3	8,8

Philip Morris CR (Kč, IFRS, konsolid.)

	2003	2004	2005
Tržby (mil.)	13 212	12 223	--
EBITDA (mil.)	6 391	5 278	--
EBIT (mil.)	5 985	4 866	--
Čistý zisk (mil.)	4 325	4 410	2 735
Zisk na akcii (x)	1 575	1 606	996
Dividenda (x)	1 575	1 606	--
Marže EBITDA (%)	48,4%	43,2%	--
Marže EBIT (%)	45,3%	39,8%	--
P/E	--	7,2	11,5
EV/EBITDA	--	6,0	--

Unipetrol (Kč, IFRS, konsolidováno)

	2003	2004	2005
Tržby (mil.)	69 117	86 251	105 842
EBITDA (mil.)	4 358	11 544	--
EBIT (mil.)	147	5 806	5 271
Čistý zisk (mil.)	-79	3 634	3 456
Zisk na akcii (x)	-0,44	20,0	19,1
Dividenda (x)	0	0	0
Marže EBITDA (%)	6,3%	13,4%	--
Marže EBIT (%)	0,2%	6,7%	5,0%
P/E	--	--	12,3
EV/EBITDA	--	--	6,3

Zentiva (Kč, IFRS, konsolidováno)

	2004	2005	2006e
Tržby (mil.)	10 674	11 839	14 968
EBITDA (mil.)	3 092	3 240	4 455
EBIT (mil.)	2 531	2 578	3 374
Čistý zisk (mil.)	1 613	1 878	2 255
Zisk na akcii (x)	42,3	49,2	59,1
Dividenda (x)	8,0	--	--
Marže EBITDA (%)	29,0%	27,4%	29,8%
Marže EBIT (%)	23,7%	21,8%	22,5%
P/E	30,0	25,8	21,4
EV/EBITDA	15,6	15,5	--

Erste Bank (EUR, IFRS, konsolid.)

	2003	2004	2005
Celková aktiva (mil.)	128 575	139 812	152 660
Čisté provoz.výnosy (mil.)	3 830,9	4 049,0	4 329
Provozní zisk (mil.)	1 370,1	1 454,1	1 653
Čistý zisk (mil.)	353,3	520,8	712
Zisk na akcii (x)	1,15	1,70	2,32
Dividenda (x)	0,375	0,5	0,55
Čistá úroková marže	2,30%	2,18%	2,08%
ROE	13,7%	17,0%	19,0%
P/E	--	34,3	25,1
P/BV	--	5,2	4,3

Komerční banka (Kč, IFRS, konsolid.)

	2003	2004	2005
Celková aktiva (mil.)	447 565	473 411	514 934
Čisté provoz.výnosy (mil.)	21 844	23 752	24 519
Provozní zisk (mil.)	10 094	11 277	12 366
Čistý zisk (mil.)	9 262	8 938	8 911
Zisk na akcii (x)	243,7	235,1	234,4
Dividenda (x)	200	100	--
Čistá úroková marže	3,0%	3,0%	3,1%
ROE	25,0%	22,1%	19,5%
P/E	--	13,4	13,4
P/BV	--	2,7	2,3

Orco (EUR, IFRS, konsolidováno)

	1H/2004	2004	2005
Tržby (mil.)	43,251	70,671	50,348
EBITDA (mil.)	12,317	36,047	78,981
EBIT (mil.)	12,684	31,194	76,888
Čistý zisk (mil.)	6,152	18,700	54,523
Zisk na akcii (x) (ředěný)	--	3,32	--
Dividenda (x)	--	0,6	0,8
Marže EBITDA (%)	28,5%	51,0%	157%
Marže EBIT (%)	29,3%	44,1%	153%
NAV / akcii (€)	--	34,6	49,7
Cena / NAV	--	--	2,00

STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Ján Hájek, CFA, t:224 995 324, janhajek@csas.cz

Komentář k východoevropským trhům se vrací zpátky na stránky Měsíční akciové strategie ČS

Jak lze vidět z této a následujících stránek, rozhodli jsme se do měsíční akciové strategie opět zařadit část věnovanou akciovým trhům střední a východní Evropy. K tomuto kroku nás vedli dva důvody – jednak jsem kvůli svojí pracovní zaneprázdněnosti (hlavní úvazek v ISČS – řízení fondu ISČS Top Stocks, jakož i další jiné aktivity pro ČS) nestíhal v poslední době v pravidelném týdenním rytmu publikovat Týdenní akciový komentář pro Novou Evropu (za což se všem pravidelným čtenářům moc omlouvám) a také jsme se rozhodli dát v dalších číslech prostor i mým kolegům (naš akciový tým se od ledna rozšířil o další dva šikovné analytiky), kteří na rozdíl ode mně nejsou nijak limitováni v publikování svých názorů. Současně bylo tedy rozhodnuto i o ukončení vydávání předchozího produktu Týdenní akciový komentář pro Novou Evropu.

V dnešním komentáři bych se chtěl zastavit u srovnání konsensuálních očekávání pro letošní rok pro jednotlivé trhy. Nejdříve považuji za zajímavé ohlédnutí za již uplynulým rokem 2006. Z následující tabulky je zřejmé, že jak na východoevropských tak i na dvou hlavních vyspělých trzích v průběhu roku rostly očekávání ohledně ziskovosti obchodovaných společností v roce 2006. Co se týče zhodnocení jednotlivých trhů (vždy v lokální měně), nejlépe se dařilo trhům, kde tyto očekávání byly na začátku roku velmi nízké a navíc se tyto trhy obchodovaly na nízkých relativních oceněních P/E (Maďarsko, Polsko a Rusko).

Tabulka: Srovnání vývoje očekávané ziskovosti pro rok 2006 se zhodnocením jednotlivých trhů.

	růst EPS06e		P/E06e		Zhodnocení v roce 2006
	k 30/11/05	k 4/1/07	k 30/11/05		
Česká republika	23,0%	29,8%	16,7	7,9%	
Maďarsko	1,8%	13,3%	10,9	19,5%	
Polsko	0,7%	12,7%	14,1	23,7%	
Rusko	6,0%	19,1%	10,0	70,7%	
Turecko	40,9%	52,6%	11,5	-1,7%	
MSCI Europe	9,5%	12,7%	12,6	16,5%	
S&P500	12,0%	15,2%	14,4	13,6%	

Zdroj: Bloomberg, Thomson Financials, analýza ČS

Při pohledu na následující tabulku je zřejmé, že letos analytici očekávají o něco nižší růst ziskovosti na obou hlavních vyspělých trzích a současně se tyto trhy ve srovnání se stavem z konce roku 2005 obchodují na o něco vyšším relativním ocenění. Tento stav může být pro východoevropské akciové trhy na první pohled výhodou (zejména při alokaci nových aktiv na začátku letošního roku), ale jak již ukázal příklad loňského roku, při konečném hodnocení nejspíše i letos sehráje důležitou roli to, na kterém trhu budou konečné fundamentální výsledky nejvíce předčít původní očekávání analytiků.

Z jednotlivých trhů je zřejmé, že nejpesimističtější názor mají analytici v současnosti na maďarský trh, což spolu s nízkou úrovní relativního ocenění vytváří zajímavý prostor pro slušné zhodnocení v případě pozitivního překvapení. Také letos se český akciový trh obchoduje na nejvyšší úrovni relativního ocenění, které v sobě již do velké míry zahrnuje

vyšší očekávaný růst ziskovosti v následujících letech. Toto vyšší relativní ocenění lze také vysvětlit skutečností, že pro zahraniční investory je český trh zajímavý také díky očekávanému pravidelnému zhodnocení české koruny, díky kterému jsou ochotni platit prémiové ocenění např. ve srovnání s maďarskými akciemi.

Tabulka: Aktuální konsensuální očekávání pro rok 2007

	k 4/1/07	
	růst EPS07e	P/E07e
Česká republika	18,9%	15,2
Maďarsko	-1,5%	10,8
Polsko	7,4%	14,0
Rusko	7,4%	12,1
Turecko	20,1%	9,7
MSCI Europe	8,1%	13,0
S&P500	8,5%	15,0

Zdroj: Bloomberg, Thomson Financials, analýza ČS

Ruský trh letos ztratil své dosavadní několikaleté výsadní postavení „nejlevnějšího“ trhu z hlediska úrovně relativního ocenění, na kterém ho vystřídal turecký trh. V případě obou těchto trhů však lze očekávat vysokou volatilitu jak fundamentálních zpráv, tak i akciových kurzů a pro odhad budoucí výkonnosti pro ně asi nejvíce platí již výše popsany důležitý faktor kladného rozdílu konečné skutečnosti a původních očekávání.

Tak jak tomu bylo i v případě Týdenního akciového komentáře ČS, naleznete na dalších třech stránkách v jednotlivých tabulkách rozsáhlý datový servis k jednotlivým obchodovaným akciím.

Rád bych na závěr všem čtenářům popřál vše nejlepší v novém roce 2007 a mnoho příjemných překvapení v osobním i pracovním životě.

Důležité upozornění: Ján Hájek, CFA má hlavní pracovní úvazek jako investiční manažer v Investiční společnosti České spořitelny, která je dceřinou společností České spořitelny. Tento komentář, ani žádná jeho část, ani přímo, ani nepřímo nedává konkrétní investiční doporučení pro jednotlivé akcie nebo jednotlivé akciové trhy.

Tabulková část – Česká republika, Maďarsko a zahraniční akcie s duálním listingem

Země	Akcie	Poslední kurz	Konsensuální odhady I/B/E/S							Oček. růst	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS06		
			EPS 05	EPS 06	Změna za 1M	P/E 06	EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 05/07	Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Česká republika	Telefonica O2 CR	477.6	19.4	26.1	-0.6%	18.3	29.4	1.7%	16.2	23.2%	24.1%	-12.9%	8%	22.6	29.3
	ČEZ	955.0	30.1	46.7	0.7%	20.5	59.9	0.5%	15.9	41.1%	85.2%	-5.7%	8%	40.3	50.5
	Komerční banka	3151	234.4	239.3	0.0%	13.2	263.0	0.0%	12.0	5.9%	16.2%	-14.7%	4%	214.9	256.7
	Philip Morris CR	11500	996.4	746.0	0.0%	15.4	613.4	0.0%	18.7	-21.5%	32.8%	-38.5%	4%	727.0	765.1
	Unipetrol	235.0	19.1	21.4	0.0%	11.0	21.7	0.0%	10.8	6.8%	62.1%	-23.0%	17%	18.0	26.3
	Zentiva	1268.0	49.2	58.0	0.2%	21.8	71.9	5.4%	17.6	20.9%	58.3%	-7.4%	3%	56.5	60.9
						18.0			15.2	24.2%					
Maďarsko	Borsodchem	2980	187	208	0.0%	14.3	242	0.0%	12.3	13.7%	45.4%	-0.3%	25%	167.9	266.1
	Egis	27440	1315	2050	-0.9%	13.4	2010	0.3%	13.7	23.6%	29.3%	-22.7%	5%	1830.5	2119.0
	FHB	1878	128	123	-1.9%	15.3	124	-1.3%	15.2	-1.6%	120.9%	-3.7%	9%	111.4	135.2
	Gedeon Richter	42200	2403	2831	0.1%	14.9	2759	0.3%	15.3	7.1%	23.2%	-16.9%	10%	2662.0	3031.4
	Magyar Telecom	1000	77	76	-1.0%	13.1	80	1.9%	12.5	2.1%	32.1%	-6.8%	13%	69.0	92.1
	MOL	20800	2406	2760	1.9%	7.5	2421	-1.4%	8.6	0.3%	17.5%	-22.0%	4%	2126.7	3458.8
	OTP	8640	604	694	0.5%	12.4	774	-0.4%	11.2	13.2%	68.8%	-3.0%	4%	637.3	745.9
						10.6			10.8	5.6%					
duální listing	Bank Austria	122.55	6.56	8.07	4.7%	15.2	8.82	6.1%	13.9	15.9%	35.7%	-0.8%	12%	7.47	9.23
	Erste Bank	60.95	2.96	2.95	-0.7%	20.7	3.82	0.3%	15.9	13.7%	56.1%	-0.6%	7%	2.66	3.62
	Raiffeisen Bank	117.49	2.79	3.97	8.0%	29.6	5.44	8.2%	21.6	39.7%	113.5%	-2.5%	6%	3.47	4.25
	Orco Property Group	102	9.25	8.27	0.0%	12.3	12.46	0.0%	8.2	16.1%	53.8%	-4.2%	n.m.	8.27	8.27
	Central European Media Ent.	72.24	1.11	0.85	-15.9%	84.7	2.78	3.3%	26.0	58.2%	40.8%	-9.1%	24%	0.57	1.03
	Central Eur. Distribution Co.	30.22	1.09	1.28	-0.1%	23.6	1.68	0.2%	18.0	24.2%	60.0%	-2.4%	3%	1.23	1.30

Všechny následující tabulky - zdroj: Thomson Financial, Bloomberg, Poznámky k tabulkám: Konsensuální odhady EPS pro roky 2006 a 2007 – 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 konsensuálních odhadů EPS pro roky 2006 a 2007 za poslední měsíc) – silně červené zvýraznění = snížení konsensuálního odhadu EPS o 10 a více procent, slabě zelené zvýraznění = zvýšení konsensuálního odhadu EPS o 5-10%, silně zelené zvýraznění = zvýšení konsensuálního odhadu EPS o 10 a více procent, Oček. Růst EPS 05/07 (= průměrný růst EPS v letech 2005-07) – 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 konsensuálních odhadů) – silně červené zvýraznění = minimální odhad je o více než 15% (v případě ruských a tureckých akcií o více než 20%) nižší než konsensuální odhad, Max. (=maximální odhad vstupující do výpočtu konsensuálních odhadů) – silně zelené zvýraznění = maximální odhad je o více než 15% (v případě ruských a tureckých akcií o více než 20%) vyšší než konsensuální odhad, zmíněné poznámky platí i pro tabulky na následujících dvou stranách.

Tabulková část – Polsko a Rusko

Země	Akcie	Poslední kurz	Konsensuální odhady I/B/E/S								Oček. růst EPS 05/07	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS06		
			EPS 05	EPS 06	Změna za 1M	P/E 06	EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	Minimu		Maximu	SD	Min.	Max.	
Polsko	Aqora	38.00	2.23	0.51	2.0%	75.0	1.22	3.2%	31.0	-25.9%	38.7%	-48.6%	31%	0.30	0.69	
	Bank BPH	939.00	35.78	43.67	1.4%	21.5	49.65	1.7%	18.9	17.8%	58.6%	-5.1%	5%	41.41	46.91	
	Bank Pekao	235.00	9.24	10.35	0.2%	22.7	11.65	0.2%	20.2	12.3%	52.1%	-2.9%	3%	9.87	10.66	
	BZ WBK	235.00	7.08	9.84	0.0%	23.9	11.30	0.0%	20.8	26.4%	65.5%	-3.3%	12%	7.82	10.84	
	BRE Bank	340.00	8.60	12.75	0.0%	26.7	18.83	0.0%	18.1	48.0%	113.8%	-7.9%	6%	11.83	13.42	
	Computerland	103.50	1.93	5.40	0.0%	19.2	6.50	-7.0%	15.9	83.4%	16.8%	-16.5%	22%	4.09	6.36	
	Echo Investment	90.50	18.52	7.01	0.0%	12.9	7.51	0.0%	12.1	-36.3%	129.1%	-7.7%	n.m.	7.01	7.01	
	GTC	42.61	2.27	2.95	1.0%	14.4	3.95	-2.1%	10.8	31.8%	134.1%	-4.4%	20%	2.21	3.64	
	Grupa Kety	194.00	9.54	9.74	0.0%	19.9	11.68	0.0%	16.6	10.6%	73.2%	-5.8%	5%	9.40	10.52	
	Grupa Lotos	46.70	9.47	6.51	-0.3%	7.2	5.21	-0.2%	9.0	-25.9%	18.2%	-22.0%	7%	5.81	7.21	
	KGHM	79.40	11.45	19.27	-1.0%	4.1	18.23	8.2%	4.4	26.2%	21.6%	-42.0%	6%	17.50	20.66	
	LPP	700.00	23.84	26.64	-7.5%	26.3	40.66	0.3%	17.2	30.6%	47.4%	-17.6%	19%	22.32	32.35	
	Netia	4.83	0.16	0.00	#DIV/0!	#DIV/0!	0.08	0.0%	60.4	-28.4%	17.8%	-19.5%	n.m.	0.00	0.00	
	Opoczno	40.00	1.80	1.67	0.0%	24.0	2.79	0.0%	14.3	24.5%	47.1%	-12.4%	64%	0.74	3.19	
	Orbis	65.00	1.78	1.33	0.0%	48.7	1.90	0.0%	34.2	3.3%	95.2%	-4.4%	9%	1.22	1.45	
	PBG	256.00	3.51	4.42	0.0%	57.9	5.97	0.0%	42.9	30.4%	220.2%	-10.8%	2%	4.37	4.47	
	PGNiG	3.61	0.17	0.20	0.0%	18.1	0.23	0.0%	15.4	18.5%	16.1%	-12.6%	6%	0.18	0.21	
	PGF	78.00	4.49	5.16	0.0%	15.1	5.36	0.0%	14.6	9.2%	34.0%	-13.3%	2%	5.09	5.23	
	PKN	49.19	6.23	5.97	1.0%	8.2	5.76	-3.4%	8.5	-3.9%	12.6%	-29.9%	11%	4.47	6.81	
	PKO BP	47.60	1.68	2.04	0.4%	23.3	2.27	1.0%	21.0	16.4%	60.8%	-3.2%	4%	1.91	2.16	
Prokom	135.00	5.78	8.08	0.0%	16.7	9.40	0.0%	14.4	27.5%	14.4%	-17.4%	1%	7.97	8.16		
Softbank	55.00	1.68	2.62	0.0%	21.0	3.09	0.0%	17.8	35.9%	61.8%	-0.5%	20%	2.22	3.21		
TPSA	24.20	1.65	1.69	0.4%	14.3	1.84	0.6%	13.2	5.5%	37.5%	-6.2%	6%	1.51	1.82		
TVN	25.60	0.64	0.71	-1.1%	36.0	0.91	-0.9%	28.3	18.8%	66.2%	-3.8%	14%	0.60	0.88		
						15.0		14.0	10.0%							
Rusko	Baltika Brewery	44.25	1.86	2.23	-11.2%	19.8	2.95	4.5%	15.0	25.9%	38.3%	0.0%	22%	1.52	2.74	
	Cherepovets Severstal	11.20	2.34	1.73	-0.3%	6.5	1.43	0.4%	7.9	-21.9%	13.1%	-23.0%	26%	1.14	2.34	
	Evraz Group	26.00	2.68	3.42	2.7%	7.6	3.39	5.4%	7.7	12.5%	42.9%	-5.3%	18%	2.54	3.97	
	Gazprom	47.15	0.67	0.77	-2.1%	15.3	0.93	-2.2%	12.7	17.9%	57.2%	-12.0%	23%	0.46	0.94	
	Lukoil	87.95	7.91	9.16	2.0%	9.6	8.64	4.0%	10.2	4.5%	46.6%	-8.4%	10%	7.84	11.02	
	Norilsk Nickel	157.00	11.33	24.56	10.6%	6.4	22.88	11.9%	6.9	42.1%	107.1%	0.0%	19%	11.95	30.62	
	MTS	49.70	2.83	3.29	9.4%	15.1	4.23	11.3%	11.7	22.3%	91.2%	-4.2%	9%	2.69	3.58	
	Novatek	6.33	0.16	0.21	-0.8%	30.3	0.25	-1.9%	25.1	26.8%	150.7%	-4.8%	9%	0.20	0.23	
	Novolipetsk	2.35	0.23	0.29	0.0%	8.1	0.25	-1.7%	9.4	4.1%	63.2%	-4.9%	21%	0.21	0.36	
	Rostelcom	7.65	0.05	0.17	0.0%	46.3	0.17	0.0%	46.3	87.5%	240.0%	-0.3%	25%	0.10	0.21	
	Seventh Continent	26.70	0.72	0.95	-5.0%	28.2	1.15	-3.0%	23.2	26.4%	52.6%	-1.8%	30%	0.63	1.52	
	Surqutneftegaz	1.53	0.11	0.14	-2.2%	11.3	0.13	5.0%	11.8	8.6%	44.3%	-17.3%	28%	0.07	0.22	
	Tatneft	4.62	0.50	0.54	-0.9%	8.6	0.55	0.6%	8.3	5.8%	32.0%	-27.8%	19%	0.33	0.64	
	Unified Energy	1.08	0.04	0.03	6.5%	36.9	0.03	-10.5%	31.7	-7.7%	146.6%	-0.5%	21%	0.02	0.04	
	Vimpelcom	77.49	3.01	4.09	5.5%	19.0	5.40	11.9%	14.4	33.9%	106.6%	-6.3%	6%	3.60	4.49	
						13.0		12.1	13.1%							

Tabulková část – Turecko

Země	Akcie	Poslední kurz	Konsensuální odhady I/B/E/S								Oček. růst	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS06		
			EPS 05	EPS 06	Změna za 1M	P/E 06	EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 05/07	Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.	
Turecko	Acibadem Saqlik	15,20	0,35	0,24	-26,1%	63,1	0,44	6,1%	34,9	11,5%	29,9%	-15,6%	18%	0,21	0,27	
	Adana Cimento	7,70	1,28	1,05	13,0%	7,3	1,02	8,1%	7,6	-10,6%	58,6%	-16,3%	3%	1,01	1,09	
	Akbank	8,60	0,65	0,77	-4,6%	11,2	0,92	2,3%	9,3	18,7%	55,0%	-23,8%	13%	0,67	1,04	
	Akcansa Cimento	8,75	0,68	0,86	6,1%	10,1	0,77	0,7%	11,4	6,2%	83,8%	-21,9%	17%	0,72	1,25	
	Aksa	3,72	-0,01	0,11	-40,6%	32,6	0,18	0,0%	20,7	#NUM!	76,2%	-14,4%	n.m.	--	--	
	Aksiortta	5,40	0,24	0,28	5,6%	19,2	0,33	7,6%	16,4	17,0%	53,4%	-28,9%	8%	0,26	0,32	
	Anadolu Cam	5,60	0,35	0,42	-6,9%	13,4	0,41	-7,2%	13,6	8,5%	34,6%	-21,1%	15%	0,34	0,51	
	Anadolu Efes	43,75	2,57	2,62	1,2%	16,7	3,03	2,1%	14,5	8,5%	36,7%	-14,6%	15%	1,75	3,19	
	Arcelik	8,65	0,75	1,09	18,2%	8,0	1,06	3,1%	8,2	18,8%	11,6%	-34,5%	25%	0,71	1,57	
	Beko Elektronik	1,90	-0,47	-0,34	4,2%	-5,6	-0,02	-77,8%	-84,8	-78,2%	9,8%	-39,9%	-91%	-0,67	0,04	
	Brisa Bridgestone	90,00	6,79	5,89	-13,6%	15,3	7,59	-18,6%	11,8	5,8%	80,0%	-17,4%	11%	5,21	6,53	
	Cimsa Cimento	8,95	0,90	0,94	-0,7%	9,5	1,15	12,8%	7,8	12,8%	61,3%	-24,2%	15%	0,79	1,21	
	Denizbank	14,00	0,70	0,82	2,3%	17,1	0,94	2,3%	14,8	16,2%	52,2%	-12,5%	28%	0,37	1,03	
	Doqan Yayin	4,94	0,02	0,08	22,9%	63,6	0,22	-1,3%	22,4	231,9%	22,9%	-37,1%	84%	0,01	0,18	
	Eczacibasi Ilac	5,45	0,20	0,25	10,6%	21,5	0,33	23,0%	16,5	28,5%	106,4%	-2,7%	n.m.	0,25	0,25	
	Enka Insaat	15,00	1,37	0,98	10,3%	15,4	1,13	5,1%	13,2	-9,0%	92,3%	-6,3%	25%	0,77	1,58	
	Ereqli Demir	8,85	0,20	0,91	58,2%	9,7	0,72	7,4%	12,3	90,0%	42,7%	-5,9%	48%	0,23	1,65	
	Finansbank	5,90	0,36	0,52	23,7%	11,2	0,57	2,8%	10,4	24,7%	27,3%	-7,6%	32%	0,32	0,81	
	Ford Otomotiv	11,20	1,14	1,23	-2,1%	9,1	1,25	2,6%	9,0	4,6%	31,8%	-21,1%	15%	1,04	1,73	
	Fortis Bank	5,00	0,21	0,30	-0,7%	16,8	0,37	10,7%	13,4	33,4%	50,6%	-39,4%	14%	0,23	0,34	
	Sabancı Holdings	5,65	0,38	0,44	-3,2%	12,7	0,53	-2,3%	10,6	18,6%	51,1%	-22,2%	15%	0,31	0,53	
	Hurriyet	3,58	0,22	0,28	3,7%	12,6	0,31	2,6%	11,7	17,8%	39,8%	-39,8%	15%	0,24	0,41	
	KOC Holdings	5,55	0,51	0,50	-2,8%	11,1	0,74	23,0%	7,5	20,7%	27,9%	-26,9%	17%	0,33	0,60	
	Migros	17,40	0,54	0,59	-3,7%	29,5	0,96	-2,2%	18,2	33,2%	68,9%	-10,8%	21%	0,45	0,81	
	Petrol Ofisi	4,48	0,52	0,49	3,0%	9,1	0,78	3,5%	5,7	22,8%	11,4%	-50,5%	23%	0,31	0,64	
	Tofas	4,84	0,28	0,15	1,4%	33,0	0,20	13,4%	24,6	-16,1%	79,3%	-9,5%	24%	0,09	0,21	
	Trakya Cam	4,08	0,28	0,47	7,1%	8,8	0,42	-2,5%	9,8	22,0%	40,5%	-19,7%	18%	0,34	0,64	
	Tupras	24,30	2,63	3,24	2,0%	7,5	3,56	2,5%	6,8	16,4%	9,5%	-22,9%	7%	2,78	3,67	
	Turk Demir Dokum	10,70	0,64	1,16	6,5%	9,2	1,31	0,1%	8,2	43,0%	12,6%	-25,2%	18%	0,86	1,44	
	Turk Economi Bankasi	17,50	0,74	1,61	2,5%	10,8	1,98	-2,8%	8,8	63,5%	66,7%	-29,3%	21%	1,21	2,18	
	Turkcell	6,95	0,49	0,69	0,0%	10,0	0,79	-0,1%	8,8	27,4%	31,1%	-21,1%	44%	0,53	1,54	
	Turkive Garanti	4,76	0,33	0,47	-4,9%	10,0	0,59	-1,4%	8,1	33,4%	40,0%	-27,3%	8%	0,40	0,52	
	Isbank	6,45	0,35	0,56	-9,7%	11,6	0,70	-3,4%	9,2	41,4%	43,3%	-32,6%	20%	0,45	0,79	
	Turk Sise Cam	4,98	-0,01	0,44	5,4%	11,2	0,56	2,7%	8,9	#NUM!	43,1%	-24,5%	20%	0,34	0,59	
	Vakifbank	6,70	0,46	0,66	1,3%	10,2	0,84	1,0%	8,0	34,8%	31,4%	-30,6%	8%	0,61	0,77	
	Vestel Elek	3,64	0,52	0,40	31,1%	9,1	0,62	-1,8%	5,9	9,0%	28,2%	-39,3%	94%	-0,10	0,87	
	Yapi Kredi Bank	2,45	-0,85	0,17	0,0%	14,8	0,27	0,2%	8,9	#NUM!	23,1%	-28,4%	27%	0,11	0,26	
						11,6			9,7	35,4%						

KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

	Společnost	Událost
LEDEN 2007		
22.1.	ORCO	Zveřejní NAV za rok 2006 (čistá hodnota aktiv)
ÚNOR 2007		
28.2.	ČEZ	Publikace nekonsolidovaných a konsolidovaných výsledků 1Y/2006
28.2.	Komerční banka	Publikace nekonsolidovaných a konsolidovaných výsledků 1Y/2006

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.

Poctivá prezentace doporučení. Emitenti analyzovaných investičních nástrojů nebyli před rozšířením této analýzy seznámeni s jejím obsahem a analýza nebyla na základě jejich pokynů nijak upravována. Analýza je tvořena na základě standardních finančních a ekonometrických modelů. V případě akciových doporučení se jedná zejména o různé varianty metody diskontování budoucích cash flows a metodu čisté hodnoty aktiv společnosti. V případě dluhopisů a měn jsou standardními metodami 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. Prognózaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů či riziko tržních kolísání. Prognózaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena vychází z předpokladů uvedených v analýze. Jiný než očekávaný vývoj těchto předpokladů představuje rovněž klíčové riziko.

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

Tabulka 1: Přehled minulých investičních doporučení na pokrývané akcie v systému SPAD

ČEZ			Zentiva		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
22.11.06	989	držet	7.11.06	1,460	akumulovat
18.10.06	989	koupit	10.8.06	1,390	akumulovat
1.8.06	962	koupit	12.5.06	1,410	akumulovat
29.5.06	962	koupit	20.3.06	1,390	akumulovat
3.2.06	893	koupit	14.11.05	1,315	akumulovat
6.12.05	873	akumulovat	5.10.05	1,270	akumulovat
Česky Telecom			Unipetrol		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
25.9.06	550	koupit	20.11.06	262	koupit
4.5.06	608	koupit	10.7.06	251	koupit
16.9.05	496	akumulovat	22.2.06	261	prodát
Komerční banka			Orco		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení
27.3.06	3,800	akumulovat	21.4.06	109	akumulovat
CME					
Datum	Cílová cena (USD)	Doporučení			
3.2.06	68	koupit			
10.10.05	59	koupit			

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 společností 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	Sřet zájmu (uvedte zde číselné označení příslušného typu střetu zájmu)
CETV	4, 5
ČEZ	4, 6
Komerční banka	4
ORCO	4, 5
Philip Morris ČR	4
Teléfonica O2 Czech Republic	4
Unipetrol	4
Zentiva	4

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 (SPAD7).

Tabulka 3

	SPAD7	SPAD7 se vztahem k EBG
Kupovat	57%	33%
Akumulovat	43%	67%
Držet	0%	0%
Redukovat	0%	0%
Prodávát	0%	0%

KONTAKTY[HTTP://WWW.CSAS.CZ/ANALYZA](http://www.csas.cz/analiza)**Odbor Ekonomické a strategické analýzy**

Ředitel odboru, investiční strategie

Viktor Kotlán

+420/224 995 217

vkotlan@csas.cz

Makro tým (Střední Evropa)

Mária Fehérová

+420/224 995 232

mfeherova@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 (ČR), team-leader

David Navrátil

+420/224 995 439

dnavratil@csas.cz

Akciový tým (CEE Real Estate)

Petr Bártek

+420/224 995 227

pbartek@csas.cz

Akciový tým (svět)

Ján Hájek, CFA

+420/224 995 324

janhajek@csas.cz

Akciový tým (ČR)

Radim Kramule

+420/224 995 213

rkramule@csas.cz

Akciový tým (ČR, CEE Media), team-leader

Jakub Židon

+420/224 995 340

jzidon@csas.cz**Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování**

Ředitel úseku

Petr Witowski

+420/224 995 800

pwitowski@csas.cz**Odbor Obchody treasury** – ředitel odboru**Robert Novotný**

+420/224 995 148

movotny@csas.cz**Odbor Obchody na kapitálových trzích** – ředitel odboru**Libor Vošický**

+420/224 995 592

lvosicky@csas.cz**Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty** – ředitel odboru**Pavel Krivonožka**

+420/224 995 565

pkrivonozka@csas.cz**Odbor Proprietary trading****Daniel Drahotský**

+420/224 995 178

ddrahotsky@csas.cz**Dušan Vaškovic**

+420/224 995 417

dvaskovic@csas.cz**Úsek Investiční bankovnictví**

Ředitel úseku

Jan Brabec

+420/224 995 816

jbrabec@csas.cz**Odbor Primární emise****Jiří Hrbáček**

+420/224 995 836

jhrbacek@csas.cz**Odbor Finanční instituce** – ředitel odboru**Alice Racková**

+420/224 995 197

arackova@csas.cz**Odbor Obchodování a distribuce aktiv** – ředitel odboru**Jana Daňková**

+420/224 995 128

jandankova@csas.cz**Jan Brabec**

+420/224 995 816

jbrabec@csas.cz**Erste Bank Vídeň – Global Macro & CEE Equity**

Head of Research

Friedrich Mostböck

+43 501 00 119 02

friedrich.mostboeck@erstebank.at

Co-Head of CEE Equities

Henning Esskuchen

+43 501 00 196 34

henning.esskuchen@erstebank.at

Co-Head of CEE Equities

Guenther Artner, CFA

+43 501 00 115 23

guenther.artner@erstebank.at

akcie – sektor ropa, plyn

Tamás Pletser, CFA

+361 235 51 33

tpletser@erstebank.com

akcie – sektor bankovnictví

Guenther Hohberger

+43 501 00 173 54

guenther.hohberger@erstebank.at

akcie – sektor bankovnictví

Gernot Jany, CFA

+43 501 00 119 03

gernot.jany@erstebank.at

akcie – sektor telekomunikace

Vera Sutedja

+361 235 5134

vera.sutedja@erstebank.at

akcie – sektor farmacie

Vladimíra Urbánková

+420 224 995 940

urbankovav@ersteinet.cz

akcie – sektor IT

Daniel Lion

+43 501 00 174 20

daniel.lion@erstebank.at

akcie – sektor strojírenství

Gerald Walek, CFA

+43 501 00 163 60

gerald.walek@erstebank.at

akcie – sektor pojišťovnictví

Christoph Schultes

+43 501 00 163 14

christoph.schultes@erstebank.at**Brokerjet**

On-line obchodování s CP

+420 222 004 444

www.brokerjet.cz