

Měsíční strategie

Akcie

Český akciový trh

- Burza koncem měsíce rekordně klesla
- Začínáme pokrývat ECM a Pegas – doporučení kupovat a akumulovat
- Výsledková sezóna: Unipetrol, T02 a CME nad našim očekáváním; ČEZ neutrální; Komerční banka pod očekáváním

Zahraniční akcie

- Co se odehrálo 27. února 2007 a jaké to může mít důsledky pro východoevropské akciové trhy?

Ekonomické a strategické analýzy

<http://www.csas.cz/analyza>

Email: research@csas.cz, Tel: +420 224 995 177

Uzávěrka: 7. března 2007

Důležitá upozornění k investičním doporučením a kontakty viz poslední strany publikace.

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ PRO ČESKÝ AKCIOVÝ TRH

Jakub Židoň, tel: 224 995 340, jzidon@csas.cz; Petr Bártek, tel: 224 995 227, pbartek@csas.cz; Radim Kramule, tel 224 995 213

V únoru jsme vydali dva nové reporty na společnosti ECM (cílová cena 1914Kč, kupovat) a Pegas (cílová cena 830Kč, akumulovat)

Akcie	Kurz (Kč) 28.2.2007	Roční cílová cena (Kč)	Investiční doporučení (datum zveřejnění)	Oček. výnos p.a.	Komentář
ČESKÉ AKCIE (Kč)					
CME	1 873	97,8 USD	akumulovat (31.1.07)	14.3%	I když výsledky na úrovni čistého zisku dopadly výrazně pod naším i tržním očekáváním, na provozních úrovních už výsledky více než předčily tržní konsenzu. Proto se k akcií stále stavíme pozitivně a doporučujeme ji akumulovat s cílem 97.8 USD.
ČEZ	858	989	Držet (22.11.06)	13.2%	Teplá zima sice přímo neovlivnila výsledky za čtvrtý kvartál, ale první tři měsíce již určitě ovlivní. Vždyť jen v lednu klesla meziročně spotřeba elektřiny o 9.2% a ani únor s březnem v tomhle směru ČEZ nezachrání (proti tomu půjdou ale o v průměru 17% vyšší ceny elektřiny). Výsledky tedy in-line s očekáváním, o výhledu jsme se rozepsali ještě dále.
Telefónica O2 CR	553.8	550	koupit (25.9.06)	0%	Telefónica O2 CR jako už skoro tradičně nenápadně mírně překonala očekávání trhu co se týče výsledků a aby toho nebylo málo, dovolila si ještě navrhnout vyšší než očekávanou dividendu a k tomu lehce zvedla odhad růstu tržeb v následujících 5 letech.
Komerční banka	3 495	3 800	akumulovat (27.3.06)	8.7%	Komerční banka za rok 2006 dosáhla čistého zisku 9.12mld Kč a tento výsledek byl pod očekáváním Erste (9.6mld Kč). Představenstvo navrhne hrubou dividendu ve výši 150Kč/akcii (výnos 4.2% a výplatní poměr přes 62%). Výsledky hodnotíme jako smíšené.
Orco	3 245	v revizi	v revizi	---	Orco oznámilo záměr vydat akcie v hodnotě okolo 100 mil. Eur (cca 11% nových akcií). Vydání akcií by mělo doprovázet listing OPG na Varšavské a Budapeštské burze ve druhém čtvrtletí. Další navyšování kapitálu se vzhledem k očekávané velké potřebě investic pro rok 2008 dalo čekat, vzhledem k překročení naší cílové ceny a k vysoké relativní valuaci nyní Orco revidujeme...
Philip Morris CR	11 126	---	---	---	Od 1. března platí vyšší spotřební daň na cigarety, ale v cenách se to projeví až za pár měsíců (díky předzásobením). Ve výsledcích se to projeví ještě později. Dříve ale (zatím nevíme, kdy přesně) vyjdou ty za rok 2006. Nechme se překvapit...
Unipetrol	220.9	262	koupit (20.11.06)	18.6%	Unipetrol na přelomu března přinesl celkové výsledky za rok 2006. Tržby vzrostly na 92.3mld Kč (loni 80.9mld Kč), provozní zisk byl 3.6mld Kč (loni 5.3mld Kč) a čistý zisk 1.6mld Kč (loni 3.4mld Kč). Pokles zisku byl způsoben především jednorázovými náklady.
Zentiva	1 203	1460	akumulovat (7.11.06)	21.4%	Zentiva vstupuje na maďarský trh s generickými léky. Zatím je brzy hodnotit, jaký to bude mít dopad na valuaci (nebyly zveřejněny detaily), ale jakoukoli akviziční snahu vítáme!
Pegas	678.8	806	akumulovat (1.3.07)	18.7%	Pegas po IPO nezačal příliš dobře a prakticky celou dobu se obchoduje pod upisovací cenou. Společnost je schopna generovat silné cash flow a nepřestává investovat do nejnovějších technologií.
ECM	1602	1914	Koupit (15.2.07)	19.5%	Koncem února jsme začali ECM pokrývat s doporučením kupovat a cílovou cenou 1914Kč za akcií. V současné době považujeme ECM za nejlevnější realitní akcií v CEE na základě P/NAV a za zatím neobjevený titul s potenciálem překvapit svým NAV za rok 2006.

Poznámka: Společnost Philip Morris CR Česká Společnost/Erste bank analyticky zatím nepokrývá. Roční cílová cena = cílová cena v horizontu 12 měsíců od datumu 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

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

Radim Kramule, tel: 224 995 213, rkramule@csas.cz

ČESKÝ AKCIOVÝ TRH

Největší propad pražské burzy po 8 měsících

Pražská burza v závěru února korigovala svůj dlouhodobý růst, kdy se za jeden den index PX propadl o 4,13% a celkově burza propadla o 2,13% oproti lednu, přičemž ještě počátkem měsíce atakovala svá historická maxima. V ročním srovnání je ale PX index stále o 5,2% výše než loni. Hlavním důvodem tohoto nárazového propadu byl pravděpodobně vývoj ve světě. V noci před propadem pražské burzy nejvíce ztratily burzy v Asii, především v Číně, kde Šanghajska burza za jeden den ztratila 8,8% z obavy před větší restrikcí finančních trhů ze strany vlády. Dalšími faktory, které přidaly na nervozitě, byly hlavně spekulace o situaci v Iránu, růstu cen ropy a především údaje o ekonomice USA a vývoji tamního akciového trhu (poslední indikátory naznačují výrazně slabší růst v USA ke 4Q 06, než se na začátku roku čekalo – 3,5% vs. nyní 2,5%). Otázkou nyní zůstává jak dlouho tato korekce potrvá. Pokud by přicházela nadále špatná čísla z USA a akciový trh by zde nadále klesal, tak by to mohlo být hlubší dopad na vývoj celého akciové trhu na světě, tedy ČR nevyjímaje. Co se týče jednotlivých akcií, začala výsledková sezóna za rok 2006. Unipetrol, Telefónica O2 CR a CME dopadly nad naším očekáváním, ČEZ byl spíše neutrální a Komerční banka dopadla pod naším očekáváním. Údaj o čistém a provozním zisku mírně pod očekáváním zveřejnila ECM, u které ale čekáme hlavně na zveřejnění NAV.

Vzhledem ke zmiňovanému „výplachu“ opravdu rostly v únoru pouze tři tituly – nejvíce ECM o 11,9%, následované Komerční Bankou o 8,5% a Telefonicou O2 CR o 4,9%. Philip Morris ČR a Orco stagnovaly na 0,3%, resp -0,5%. Největší propad zaznamenaly akcie firmy Pegas (-9,9%), CME (-7,5%) a Zentivy (-7,5%). Velký propad zaznamenal i nejdůležitější titul indexu PX, tedy ČEZ (-6,8%). Je třeba podotknout, že ani v prvních dnech března není poklesu zatím konec a index PX dále klesá, i když o výrazně nižší procenta. Pokud se burzy během blízké doby uklidní a vrátí se k růstu, tak zde v krátké době nastane zajímavá příležitost pro vstup do jednotlivých titulů.

Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

	Index / akcie (Kč)		% změna za		
	28.2.07	31.1.07	1M	3M	r.2006
PX	1628.0	1663.4	(2.1%)	5.8%	7.0%
CME	1732.0	1873.0	(7.5%)	5.9%	20.7%
Telefónica O2 CR	553.8	527.8	4.9%	19.5%	4.7%
ČEZ	858.0	920.5	(6.8%)	(1.5%)	5.6%
Erste Bank	1591.0	1679.0	(5.2%)	6.1%	21.5%
Komerční banka	3495.0	3221.0	8.5%	1.9%	1.8%
ECM	1602.0	1432.0	11.9%	n.a.	n.a.
Orco	3245.0	3260.0	(0.5%)	20.1%	50.0%
Pegas	678.8	753.0	(9.9%)	n.a.	n.a.
Philip Morris ČR	11126.0	11095.0	0.3%	(4.7%)	(39.2%)
Unipetrol	220.9	235.4	(6.2%)	7.3%	(25.3%)

Zentiva 1203.0 1300.0 (7.5%) (4.4%) 2.6%

Únorové objemy obchodování na pražské burze silně vzrostly oproti minulému měsíci. Je třeba podotknout, že jenom v posledních dvou dnech měsíce února objem obchodů dosáhl přes 17mld Kč. Tento nárůst souvisel s výprodeji ve světě a také na pražské burze. Zvýšené objemy obchodů lze očekávat i počátkem března, kdy nervozita na světových trzích bude pravděpodobně pokračovat. Celkový objem obchodování v průběhu února dosáhl 89 mld. Kč (v lednu 71,3 mld Kč, v prosinci 58,9 mld. Kč a v listopadu 67,9 mld Kč). V únoru bylo 20 burzovních dnů a průměrný denní objem činil úctyhodných 4,45 mld. Kč. Z jednotlivých titulů byly nejobchodovatelnější akcie ČEZu, kterých se zobchodovalo dohromady za 32,9 mld. Kč a představovaly velmi solidních 37,1% objemu obchodů. Tituly na 2.-4. místě jsou již několik měsíců neměnné, tentokrát byla druhým nejobchodovatelnějším titulem jako v lednu Komerční banka, až za ní skončila Telefónica O2 CR a Zentiva. Philip Morris CR se vrátil na své poslední místo v objemech obchodování (v lednu byl 3. od konce), jelikož se zvýšily objemy obchodování s akciemi nováčků ECM a Pegas. Trh tak zřejmě reagoval na nové zprávy ohledně těchto společností, jelikož je několik obchodníků začalo analyticky pokrývat. Průměrné denní obchody s akciemi Pegas činily 78,7mil Kč a u ECM dokonce 120,3 mil Kč.

Tabulka: Objemy obchodování

	únor 2007		leden 2007	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČEZ	32.9	37.1	27.5	38.6
Komerční banka	15.3	17.2	9.5	13.3
Telefónica O2 CR	11.3	12.6	8.5	11.9
Zentiva	6.9	7.8	7.5	10.5
Erste Bank	6.0	6.8	6.2	8.7
Orco	5.7	6.4	3.2	4.5
Unipetrol	3.0	3.4	2.4	3.3
CETV	2.8	3.2	3.9	5.5
Unipetrol	3.0	3.4	2.4	3.3
ECM	2.4	2.7	0.9	1.3
Pegas	1.6	1.8	0.7	1.1
Philip Morris CR	1.1	1.3	1.0	1.4

Zima se údajně již do České republiky letos nevrátí a politici připravují reformy

Podle hydrometeorologů již zima skončila, protože i březen má být nadprůměrně teplý a v podstatě se již máme těšit na jaro. Výhodou tohoto teplého počasí prý je, že nám nehrozí záplavy, které byly loni hlavně způsobeny zmrzlou půdou, která jarní dešťové srážky neabsorbovala. Myslivci se taky radují, protože zvěr neměla nedostatek potravy a její snížené stavy z minulé zimy se letos mají zvednout. Akorát ten náš „chudák“ ČEZ hledá jak zvednout příjmy, protože poslední čísla ukazují pokles spotřeby v lednu a únoru o zhruba 10%. Tak snad hodně teplé léto a spousta nových klimatizací by mohlo ČEZu přidat na optimismu. Tento měsíc opět ukázal akciový trh svoji nezávislost na politickém dění v ČR. Největší propad akcií po 8. měsících a to přitom máme již měsíc vládu. Největší pozornost vyvolává tradičně reforma

zdravotnictví. Ministerstvo zdravotnictví navrhuje zavedení plateb u lékaře, v nemocnici, či za recepty což má omezit zbytečné plýtvání. Faktem je, že Česká republika je v Evropě na špičce spotřeby léků i počtu návštěv u lékaře... Z pohledu akciového trhu by tyto změny mohly mít samozřejmě dopad i na společnost Zentiva. Na první pohled by pokles počtu předepisovaných léků měl negativní dopad především na nejlacnější léky z jejího portfolia. Na druhou stranu navrhovaná reforma má také změnit seznam hrazených léků a jsou náznaky, že by tento pokles mohl být nahrazen vyšším prodejem moderních nedávno uvedených generik – a ta mají samozřejmě mnohem vyšší ziskové marže! Jedná se o velmi citlivou reformu a lze očekávat mnoho kompromisů v jejím konečném znění. Dále stojí za zmínku také návrh plné deregulace nájemního trhu od roku 2010. Vláda v podstatě nebude mít jinou možnost, už jen díky tlaku EU na zrovnoprávnění majitelů a nájemníků. Jaký bude skutečný dopad uvolnění asi čtvrtiny značně heterogenního bytového fondu na trh rezidenčních nemovitostí není lehké zhodnotit. Poslední velmi důležitou reformou bude daňová oblast. Pokud by se pravicové vládě podařilo prosadit snížení daní, tak je to minimálně impulz pro společnosti k dalším investicím a díky nižší dani i vyšším ziskům a tedy i k růstu cen akcií.

ČEZ – že by docházel dech?

Nadpis jsme možná trochu přehnali, ale na i vývoji cen akcií je patrné, že už to není ten hlavní tahoun burzy, jako v minulých letech. To sice neznamená, že by jsme se rozhodli jít proti proudu a začali doporučovat akcii k prodeji (stále ponecháváme doporučení držet a roční cílovou cenu 989 Kč), ale s největší pravděpodobností to vypadá, že v první polovině tohoto roku se žádné rekordy trhat nebudou. Na následujících řádcích Vám teď popíšeme, proč si myslíme, že cena akcií i v nejbližších měsících bude začínat maximálně devítkou.

Tak zaprvé, koncem února zveřejněné výsledky za celý rok 2006. Sice nikoho neurazily, ale také pozitivně nepřekvapily. V krátkosti jen připomeneme, že čísla byla téměř v souladu s očekáváním trhu. Proto si myslíme, že zveřejněná čísla za rok 2006 by neměla mít větší vliv na cenu akcií. Navíc se domníváme, že trh tyto čísla vezme jako historický fakt a zaměří se na 2007. Nejsledovanější ukazatel EBITDA (zisk před úroky, daněmi a odpisy) dosáhl 64,4mld Kč (naše očekávání bylo 66,2mld Kč a trh čekal 64,0mld Kč). Provozní zisk vzrostl meziročně o 36,3% na 40,1mld Kč a byl jen mírně pod očekáváním trhu 40,5mld Kč. Hlavními tahouny meziročního růstu byly o zhruba 14% vyšší ceny za elektřinu a také vyšší využitelnost jaderných elektráren. Více elektřiny z Temelína a Dukovan jednoduše znamená menší požadavek na výrobu elektřiny z dražších uhelných elektráren.

Za druhé, na tiskové konferenci řekl finanční ředitel Petr Vobořil, že společnost očekává čistý zisk v tomto roce na úrovni 35mld Kč (my očekáváme 35,7mld Kč), což představuje nárůst o 1.1mld Kč oproti původnímu prosincovému odhadu. Toto prohlášení by bylo pozitivní, ale celá věc má z našeho pohledu dva „háčky“. Důvodem pro zvýšení byla totiž větší spolehlivost JE Temelín. To se nám

zdá trochu rozporuplné, když v Temelín dodává elektřinu jen z jednoho bloku, druhý je totiž už od konce ledna odpojen kvůli výměně paliva. A úsměvná historka (nikomu se nic nestalo, tak to tak můžeme nazvat) se přihodila v noci z 26. na 27. února, kdy údajně vyteklo kolem dvou tisíc litrů radioaktivní vody. A v úterý tu byl na návštěvě rakouský kancléř a právě Temelín měl být jedním z témat rozhovorů. Nehoda neznamenala odpojení Temelína z přenosové soustavy, takže na cenu akcie by neměla mít vliv. Jen je to trošku pecháček, co?

Zvýšení odhadu celoročního zisku bylo doprovázeno z našeho pohledu relativně nízkým růstem zisku na úrovni EBITDA. Celoroční odhad se zvýšil pouze na 70,9mld Kč, což představuje poměr čistého zisku k EBITDA na úrovni 49,5% oproti dlouhodobému průměru 44-45% (právě zveřejněná čísla za rok 2006 jsou v poměru 44,5%). A tady nám to nehraje. Na otázku, co by stálo za takto vysokým nárůstem poměru čistého zisku k EBITDA, nás odpověď „pravděpodobně nižší odpisy“ neuspokojila. Dělal to tak na nás dojem, že ČEZ prostě jen chtěl trh něčím pozitivně překvapit. Management ČEZu byl vždy známý tím, že svoje na počátku roku zveřejněné predikce několikrát posouval nahoru. Myslíme si ale, že teď si na úrovni čistého zisku „vystřílel“ prach téměř až do konce roku a zvyšovat tak bude moci pouze ostatní položky a snažit se tak narovnat výše zmíněný poměr.

Za třetí, když se člověk podívá z okna, těžko rozeznává, zda je jaro či podzim (zima snad letos ani ne). To má samozřejmě dopad na spotřebu elektřiny, která v lednu dokonce meziročně poklesla o 9,2%. Únor ani březen na tom nebudou o nic lépe. Proti tomu jdou sice o v průměru 17% vyšší ceny elektřiny, ale i tak mírná zima bude mít dopad na hospodaření společnosti v prvním kvartále. Ani tak nejde o prodej base-load (řekněme základní elektřiny), protože ČEZ většinu svých kontraktů prodává již na podzim, ale spíše třeba o exporty nebo tzv. peak-load, protože aktuální spotové ceny elektřiny na německé burze jsou hluboko pod normálem. Takže první čtvrtletí tohoto roku ČEZ také nevytrhne. A odhadovaná dividenda zhruba ve výši 20 Kč také ne.

V neposlední řadě rovněž rozhodnutí slovenské vlády ve spolupráci s italským Enelem dokončit třetí a čtvrtý blok jaderné elektrárny Mochovce za zhruba 1,8mld eur. Nové bloky by měly být dostavěny během pěti let. Nové reaktory nahradí jadernou elektrárnu Jaslovské Bohunice, která byla částečně uzavřena minulý rok, a uhelnou elektrárnu Nováky. Předpokládáme, že stavba potrvá spíše deset než pět let. Tato zpráva je pouze mírně negativní pro ČEZ, jelikož v regionu střední a východní Evropy očekáváme tak jako tak nedostatek elektrické kapacity, ale každopádně to může znamenat počátek nových výstaveb elektráren. Vyšší nabídka výrobních zdrojů by mohla znamenat nižší ceny elektřiny v regionu a tudíž i pro ČEZ. Na druhou stranu nová jaderná elektrárna na Slovensku může pomoci ČEZu prosadit v parlamentu další dva bloky v Temelíně.

Takže se pravděpodobně bude čekat až na konec prvního pololetí, kdy by fundamentálně mohly začít přicházet pozitivnější zprávy. Tou hlavní bude opět prodej elektřiny (hlavně za kolik) na příští rok. S největší pravděpodobností to

bude přes novou komoditní burzu, která bude součástí BCPP. Burza tak ve způsobu určování ceny nahradí dosavadní virtuální a velkoobchodní aukci. Dopad na valuaci bude z hlediska ČEZu pozitivní, protože by jsme pak očekávali, že naše ceny mohou ty německé dohnat už v příštím roce. K naší současné valuaci by si pak stačilo připočíst zhruba 15 Kč.

CME – lepší než očekávané výsledky, výhled pozitivní

CME překonalo tržní konsensus na provozní úrovni, ačkoli nízký čistý zisk byl významně ovlivněn účetními ztrátami z euro dluhu. Společnost prohlásila, že její celkový zisk za rok 2006 klesl o 52%, tedy na 20,4 mil. USD z 42,3 mil. USD v loňském roce. Na základě neprovozního důvodu poklesu, bychom se raději zaměřili na jiné ukazatele. Tržby vzrostly od roku 2005 o 50% na 603,1 mil. USD, nad tržní konsensus (590 mil. USD) a pod naše horní očekávání (USD 623 mil.). Ukazatel EBITDA je nad naší předpovědi a nad očekáváním trhu (USD 218,8 mil. oproti našemu očekávání 212 mil. USD a tržním konsensem 198,6 mil.), jelikož provozní zisk vyskočil na 141 mil. USD, oproti 52 mil. USD z loňského roku a také nad očekávání trhu 121 mil. USD.

Celkové výsledky potvrdily náš pozitivní pohled na společnost, jelikož hlavním hnacím motorem významného meziročního vzrůstu bylo zlepšení výsledků TV Nova v druhé polovině roku 2006 (cena za reklamu vzrostla zhruba o 17 % a zvýšil se její tržní podíl) a výrazný nárůst tržeb firem na Ukrajině a v Rumunsku. A stejně tomu tak bude i v budoucnu. Zatím tedy držíme doporučení akumulovat s cílovou cenou 97,8 mil. USD.

Pegas Nonwovens, doporučujeme akumulovat s 12M cílovou cenou 806Kč

V měsíci únoru vypršelo období blackout pro Pegas a proto jsme mohli vydat náš první report na tuto společnost. Valuaci jsme provedli na základě diskontovaných cash flow a vzhledem k současné ceně akcie na burze (pod upisovací cenou 748 Kč) doporučujeme akcii akumulovat s 12M cílovou cenou 806 Kč a 18% potenciálem růstu.

V roce 2005 koupil tuto společnost investiční fond Pamplona Capital Partners se sídlem v Lucembursku. Pamplona v podstatě zapřičinila, že Pegas se stal veřejně obchodovatelnou firmou, když v prosinci 2006 proběhlo úspěšné upsání akcií (6,5 x přepsáno na upisovací ceně 27 euro). Pamplona tím částečně ze společnosti vystoupila, jelikož v současné době vlastní 42% akcií Pegasu, management 2% a 56% je volně k obchodování. Jedním z krátkodobých rizik pro akcie Pegasu je konec lockup období v červnu 2007, kdy Pamplona bude smět volně náklad se zbytkem akcií a zatím není jisté, co udělá. Pravděpodobnější zůstává varianta, že Pamplona ze společnosti Pegas vystoupí až po spuštění nové linky a představení dalších růstových plánů společnosti, tedy během roku 2008.

Společnost Pegas působí na trhu netkaných textilií již více jak deset let a za tu dobu ji vzrostly tržby z nějakých 2mil eur na očekávaných 121,4 mil eur v letošním roce. V Evropě

patří k 2. největšího výrobcí netkaných látek a dodává své výrobky všem hlavním výrobcům hygienických produktů (P&G, K&C, SCA aj.), největší uplatnění nachází tyto látky u dětských plenek. Pegas měl vždy velmi silné cash flow a vysokou marži (přes 40%), především díky investicím do nejmodernějších technologií a vlastnímu výzkumu. Stalo se již pravidlem, že společnost každé 2-3 roky investuje do nové linky a letos tomu nebude jinak. Od začátku roku 2008 by měla být v provozu nová linka Reicofil 4 „special“ (osmá), která zvýší roční produkční kapacitu ze současných 51,3kt na 66,6kt. Jelikož výroba ve společnosti Pegas jede na 100% (3 směnný provoz), tak jediným opravdovým zdrojem růstu jsou nové linky.

Je třeba zdůraznit, že Pegas je mezičlánkem mezi výrobcí polypropylenu a polyesteru a výrobcí hygienických pomůcek. Přes 80% nákladů tvoří cena P/P a P/E, která je odvozena z ceny ropy. Naštěstí je průmyslovým zvykem, že ceny P/P a P/E jsou 100% přenášeny na odběratele. Nicméně Pegas má relativně malou vyjednávací pozici cen u odběratelů, kteří jsou vysoce koncentrováni. Proto očekáváme, že se současně vysoké marže budou v budoucnu snižovat blíže k 30% EBITDA (ostatní společnosti mají v průměru EBITDA 10-20%). Věříme, že i tak nadprůměrné marže si společnost udrží vzhledem k zaměření na speciální textilie, které se prodávají s premií. Díky technologickému náskoku firmy Pegas a silnému cash flow, očekáváme velmi solidní růst a lze očekávat i vyplácení dividend (po roce 2008).

ECM REI, A.G. – doposud neobjevená akcie s cílovou cenou 1914 Kč a doporučením Koupit

Poprvé jsme v únoru začali pokrývat také druhého nováčka na BCPP, realitní společnost ECM. Na základě projektovaného 14% průměrného ročního růstu čisté hodnoty aktiv (NAV) do roku 2014 očekáváme ve dvanáctiměsíčním horizontu asi dvacetiprocentní růst ceny ECM až na 1914 Kč. Základem je očekávané NAV pro rok 2006 na úrovni 54 Eur na akcii. Zveřejnění NAV očekáváme v průběhu března.

ECM se nám jeví jako skutečně „neobjevený“ titul, když se nyní obchoduje (5.3.) na 1,1 násobku námi očekávaného NAV, což je u střeoevropského developera používajícího navíc finanční páku ke zvýšení růstu výjimečná hodnota.

Předpokládáme, že za roky 2006 a 2007 potáhnou růst především blížící se dokončení projektů mrakodrapu City Tower v Praze (bude doposud nejvyšší budovou v ČR, 4Q 07) a úplně prvního nákupního centra v ruském městě Ryazan (800 tis. obyvatel, 4Q 08). Ty pravděpodobně v roce 2007 pětinásobně zvednou zisk z přecenění na 108 mil. Eur. Multifunkční projekt City v Praze bude tvořit většinu tržeb i v dalších dvou letech, což je ve světle pokračujícího poklesu výnosů a očekávaného růstu nájmu v této lokalitě pozitivní.

Velmi pozitivně hodnotíme také postupnou diverzifikaci ECM z Prahy (která nyní tvoří 93% hodnoty portfolia ECM) do českých a ruských tzv. sekundárních měst. Tyto města nabízí výrazně vyšší výnos z pronájmů než Praha a Moskva. Developeri by na těchto trzích měli těžit jednak z rostoucího zájmu investorů a na druhé straně zatím velmi nízké nabídky

kvalitních projektů. To by mělo ECM zajistit relativně stabilní výši hrubé marže okolo 40% na projekt i do budoucna.

Strategií ECM je dosažení ziskovosti nikoliv v absolutní výši ale maximalizace vnitřního výnosového procenta. Cílem je dosahování IRR na úrovni 35% na projektové bázi a 25% na konsolidované bázi. Tato strategie zaručuje před vstupem do projektu zvážení jak očekávaného výnosu tak i očekávané délky investice. To je podle nás jednou z velkých předností ECM – firma není díky relativně stabilnímu (v intencích developerského businessu) cash flow tak závislá na přílivu čerstvého akciového kapitálu jako konkurence.

Hlavní rizika spojená s ECM jsou zřejmá a jsou typická pro menší společnosti: Nízká současná diverzifikace s vysokou citlivostí na novinky kolem pražského projektu City (především na možné regulační zásahy) a závislost společnosti na současném vrcholném managementu. Dalším rizikem je používání vyšší finanční páky, které by v případě výrazně rostoucích úrokových sazeb mohlo společnost přinutit k účasti na rizikovějších projektech nebo by snížilo její marže.

Telefónica O2 CR – zlepšené výhledy a dividenda

TO2 vedle dobrých výsledků za FY 2006 oznámila i nové výhledy tržeb a zisku: Odhad růstu tržeb do roku 2010 byl zvýšen na +1-3% y/y z předchozího 0-2%. Odhad růstu OIBDA zisku zůstal na +1-3% y/y. Zvýšený odhad tržeb je velice pozitivní, zvláště vzhledem k již započítaným negativním dopadům tlaku na ceny roamingu. OIBDA pak již zahrnuje očekávané startovací náklady na Slovensku, takže se v postatě jedná také o zlepšení výhledu. Firma jako hlavní driver předpokládá broadband internet a časem také IPTV, naopak zatím nechystá žádné akvizice.

Dobrou zprávou je také záměr vyplácet na dividendách veškerý volný cash s přihlédnutím ke cash flow a zadrženým ziskům. Společnost podle platné regulace může vyplácet maximálně do výše zadržených zisků, což znamená:

- Po výplatě 50 Kč dividendy za rok 2006 jí zůstane cca 2-3 mld. Kč nerozdělných zisků, náš odhad zisku za rok 2007 je 8,2 mld. Kč. Z toho plyne potenciální dividenda 31-37 Kč na akcii.
- Nicméně TO2 zároveň chystá prodej nemovitostí v účetní hodnotě 6-7 mld. Kč nejpozději do roku 2008. Tržní hodnotu těchto nemovitostí předpokládáme ještě výrazně vyšší. Za předpokladu prodeje 50% nemovitostí na účetní hodnotě se tak dostáváme k jednorázovému dodatečnému zisku 3,5 mld. Kč a dividendě pro rok 2007 na úrovni **41-48 Kč na akcii**

Na základě těchto informací se chystáme zvýšit odhady hospodaření TO2 a cílovou cenu. Předpokládáme také pozitivní vliv letošní dividendy (9% yield) a očekáváme vysoký yield i v příštím roce.

Komerční banka – smíšený výhled a ... dividenda

Komerční banka předvedla na úrovni čistého zisku výsledky mírně pod očekáváním trhu (-2%) a výrazně pod naším (-18%). Po relativně klidných dvou letech nyní dostáváme

z KB trochu jiný obrázek hospodaření: Na jedné straně pokračuje růst výnosů díky pokračujícímu boomeru retailového trhu a díky konečně rostoucím poplatkům z cross sellingu s dceřinkami, na druhé straně ale rychle rostou náklady rizika (rezervy na špatné úvěry) a projevuje se zrychlující vývoj mezd v ČR. Banka už tak není schopna dále vylepšovat svůj nízký cost/income poměr. Lze předpokládat, že KB dostojí svému výhledu „zhruba stejného růstu tržeb“ jako v roce 2006, taktní mlčení o růstu zisků je ale pochopitelné. Na bance tak nyní zůstává zajímavé hlavně její nízké ocenění ve srovnání s konkurencí a vysoký dividendový výnos 4,6% (navržená dividenda 150Kč na akcii je se 63% výše než „oficiální“ výplatní poměr 40-50% ze zisku). Chystáme se mírně upravit naše projekce a zatím ponecháváme doporučení akumulovat.

Zentiva – rázný krok na turecký trh

Ze zveřejněných výsledků za rok 2006 bylo vidět, že Zentiva už potřebuje nějaké novinky: Čistý zisk na 2,2 mld. Kč lehounce nad očekáváním a tržby se 14,0 mld. Kč naopak slabě pod očekáváním. Novinka přišla a nebyl jí určitě návrh na mírné zvýšení dividendového výplatního poměru. Naopak naše sázka (Zentivu jsme na začátku roku zařadili mezi naše „top picks“) na silný balance sheet a důvěra v akvizičně zkušený management se, zdá se, vyplatila.

Zentiva oznámila největší zahraniční akvizici v české historii, když za 13 mld. Kč koupila 75% třetího největšího tureckého výrobce generik Eczacibasi Generic Pharmaceuticals. Pro Zentivu je to pořádné sousto - Eczacibasi by měl přidat 40% nových tržeb a 30% k EBITDA zisku, její čistý dluh vzroste téměř z nuly (resp. 21% vl. kapitálu) na 129% vlastního kapitálu. Dokončení akvizice se čeká v polovině roku 2007. Turecko by se pak mělo od roku 2008 stát největším trhem Zentivy.

Co se týče zaplacené ceny, poměr P/EBITDA na úrovni 13,7 se může zdát vysoký. P/tržby na úrovni 3,0 už je ale dokonce pod oceněním samotné Zentivy (na 3,3x). Vzhledem k tomu, že Zentiva koupila moderní, plně zainvestovanou společnost s širokou prodejní sítí, můžeme díky chystaným synergii v nákupu, R&D a portfoliu očekávat solidní růst jak tržeb Eczacibasi (očekává se cca 10%/y/y v souladu s trhem) tak především růst jeho ziskových marží bez velkých investic.

Na první pohled tedy hodnotíme tuto akvizici velmi pozitivně, když cena nevypadá přehnaně a zapojení Eczacibasi do Zentivy by mělo být mnohem hladší než to bylo v případě rumunského Sicomedu (firma očekává růst zisku již první rok). Zentiva navíc pro tuto akvizici získala velmi dobré financování pětiletým úvěrem s úrokem Pribor + 70bp.

V nejbližší době budeme o Eczacibasi upravovat naše predikce a prozatím ponecháváme doporučení akumulovat.

Akcie - základní informace

	CME	Telefónica O2 CR	ČEZ	Erste Bank	Komerční banka	Orco Prop. Group	Philip Morris CR	Unipetrol	Zentiva	ECM	Pegas nonwov.
Doporučení	akumulovat	akumulovat	držet	--	akumulovat	v revizi	--	držet	akumulovat	koupit	akumulovat
12-měs. cílová cena (Kč)	98,7 USD	550	989	--	3 800		--	262,00	1 420	1 914	806
Cena (Kč) (2.3.)	1 686	540,6	857,0	1 606	3 327	3 248	10 937	228,1	1217,0	1682,0	710,5
Roční min (Kč)	1 158	417,2	565,5	1130	2 815	2 044	8 873	156,8	843,0	1459,0	678,8
Roční max (Kč)	1 930	565,1	1010,0	1 711	3 667	3 706	17 821	283,8	1328,0	1682,0	760,5
Tržní kapital. (mld. Kč)	67,8	174,1	507,4	491,9	126,5	23,2	30,0	41,4	46,4	6,5	6,6
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	3 862 500	9 229 400
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	3 862 500	9 229 400
Hlavní akcionář	Ronald Lauder	Telefónica	FNM	AVS	Société Générale	Orco Holding	Philip Morris Holland BV	PKN Orlen	Sanofi-Aventis	Milan Janků	Pamplona Cap. Inv.
%podíl hl. akcionáře	19,4%	69,4%	67,6%	30,5%	60%	21,5%	77,6%	63%	24,9%	55,0%	42,0%
Free float (%)	71,3%	30,6%	32,4%	64,5%	40%	78,5%	22,4%	37%	56,3%	45,0%	56,0%

CME (USD; US GAAP; konsolidováno)

Telefónica O2 CR (Kč; IFRS; konsolid.)

ČEZ (Kč; IFRS; konsolidováno)

Pegas (EUR; IFRS; konsolidováno)

	2005	2006e	2007e	2004	2005	2006e	2004	2005	2006e	2005	2006e
Tržby (mil.)	401,0	623,8	734,6	61 783	61 156	61 160	100 165	125 083	148 829	109,5	121,4
EBITDA (mil.)	78,1	183,6	272,0	29 461	28 501	27 705	37 539	50 157	66 255	40,7	41,6
EBIT (mil.)	52,6	148,7	236,9	8 616	9 432	10 130	19 155	29 420	42 354	30,8	30,8
Čistý zisk (mil.)	42,6	84,3	146,4	5 867	6 249	7 346	13 059	21 452	29 879	26,6	16,3
Zisk na akcii (x)	1,0	2,1	3,6	18,2	19,4	22,8	22,1	36,2	50,5	2,9	1,8
Dividenda (x)	0	0	0	17,0	45,0	0	9,0	17,0	19,0	--	--
Marže EBITDA (%)	19,5%	29,4%	37,0%	47,7%	46,6%	45,3%	37,5%	40,1%	44,5%	37,2%	34,3%
Marže EBIT (%)	13,1%	23,8%	32,2%	13,9%	15,4%	16,6%	19,1%	23,5%	28,5%	28,1%	25,4%
P/E	77,3	36,8	21,5	--	27,9	23,7	--	23,7	17,0	8,8	14,4
EV/EBITDA	48,0	20,8	13,6	--	--	6,8	--	11,1	8,8	--	--

Philip Morris CR (Kč, IFRS, konsolid.)

Unipetrol (Kč, IFRS, konsolidováno)

Zentiva (Kč, IFRS, konsolidováno)

	2004	2005	2006e	2004	2005	2006e	2004	2005	2006e
Tržby (mil.)	12 223	11 790	9 867	86 251	80 946	93 926	10 674	11 839	14 968
EBITDA (mil.)	5 278	4 348	3 195	11 804	9 051	8 974	3 092	3 240	4 455
EBIT (mil.)	4 866	3 790	2 813	5 806	5 279	5 014	2 531	2 578	3 374
Čistý zisk (mil.)	4 410	2 730	2 135	3 634	3 429	1 439	1 613	1 878	2 255
Zisk na akcii (x)	1 606	994	778	20,04	18,9	7,9	42,3	49,2	59,1
Dividenda (x)	1 606	1 606	1 112	0	0	0	8,0	--	--
Marže EBITDA (%)	43,2%	36,9%	32,4%	13,7%	11,2%	9,6%	29,0%	27,4%	29,8%
Marže EBIT (%)	39,8%	32,1%	28,5%	6,7%	6,5%	5,3%	23,7%	21,8%	22,5%
P/E	6,8	11,0	14,1	11,4	12,1	28,7	28,8	24,7	20,6
EV/EBITDA	5,7	5,5	7,2	5,1	--	4,8	15,0	14,9	--

Erste Bank (EUR, IFRS, konsolid.)

Komerční banka (Kč, IFRS, konsolid.)

	2004	2005	3Q 2006e	2004	2005	3Q 2006e
Celková aktiva (mil.)	139 812	152 660	162 569	448 294	493 738	511 729
Čisté provoz. výnosy (mil.)	4 049,0	4 329	3 511	22 717	23 409	18 350
Provozní zisk (mil.)	1 454,1	1 653	1 399	10 929	11 798	9 855
Čistý zisk (mil.)	520,8	712	649	9 299	9 148	6 313
Zisk na akcii (x)	1,70	2,32	2,12	244,6	240,7	166,1
Dividenda (x)	0,38	0,5	0,55	200	100	250
Čistá úroková marže	2,18%	2,08%	2,08%	3,0%	3,1%	3,2%
ROE	17,0%	19,0%	13,0%	22,1%	19,5%	14,8%
P/E	33,7	24,7	27,1	13,6	13,8	20,0
P/BV	5,1	4,3	2,6	2,8	2,6	2,5

Orco (EUR, IFRS, konsolidováno)

ECM (EUR, IFRS, konsolidováno)

	2004	2005	2006e	2004	2005	2006e
Tržby (mil.)	70,7	51,3	151,0	92,0	9,3	34,8
EBITDA (mil.)	36,0	79,0	106,5	8,4	31,2	--
EBIT (mil.)	31,2	76,9	103,5	7,7	30,4	12,9
Čistý zisk (mil.)	18,7	56,3	69,4	3,5	20,7	19,2
Zisk na akcii (x) (ředěný)	2,62	7,87	9,71	0,91	5,36	4,96
Dividenda (x)	0,4	0,5	0,8	--	--	--
Marže EBITDA (%)	50,9%	154%	71%	9,1%	335%	--
Marže EBIT (%)	44,1%	150%	69%	8,4%	327%	37%
NAV / akcií (€)	34,6	49,7	92,0	--	--	54,0
Cena / NAV	3,35	2,34	1,26	--	--	1,11

STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

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

Co se odehrálo 27. února 2007 a jaké to může mít důsledky pro východoevropské akciové trhy?

Pokles, ke kterému došlo 27. 2. 2007 byl pro mně překvapivý a to ze tří důvodů. Za prvé mně překvapila jeho velikost („z ničeho nic“ hlavní americké indexy poklesly o více než tři procenta, když se v předchozích letech obchodovaly spíše v rozmezí +/- 2%, např. index S&P 500 měl poslední kladný dvouprocentní pohyb 29.6.2006 a poslední záporný dvouprocentní pohyb 19.5.2003), za druhé svojí šíří (v tento den z akcií zařazených v indexu S&P 500 neklesly pouze dvě, resp. z akcií zařazených v indexu S&P 1500 nepokleslo pouze 15, tj. 1,0%) a za třetí nízkou diferenciací mezi jednotlivými sektory (všechno padalo více méně homogenně).

Přes víkend jsem oprášil své staré znalosti technické analýzy a také zavzpomínal na své analýzy akciových propadů, které jsem dělal v době kolem Asijské měnové krize a obě jenom potvrdily mé podezření, že tento propad je poněkud zvláštní.

Začnu tím prvním, poklesem o více než tři procenta. To je na akciových trzích sice ne tak častý počin (jenom pro srovnání za posledních 10 let k něčemu podobnému došlo asi 25-krát, tj. přibližně v 1% obchodních dnů), ale to by samo o sobě však nebylo ničím zvláštním, protože jednou za čas k podobným propadům přece jen dochází. Ale já sám nepamatuji (což naštěstí ještě nic neznamená...) a ani můj Bloomberg mi v historii nenašel podobnou událost v případě tzv. zdravého býčíchho trhu (v tomto případě jednoduše definovaného např. zachováváním vyšších maxim a vyšších minim, než byly ty předchozí, nebo podporující linií 50-denního klouzavého průměru). Ve všech předchozích případech byl nejdříve narušen býčí trh (tj. byly prolomeny ty indikátory, které lze považovat za určující) a teprve pak došlo k více než tříprocentnímu poklesu akciového indexu.

Druhá zvláštnost je šíře propadu. Tento fenomén (výrazně vyšší počet klesajících akcií vůči rostoucím, zpravidla 95% a více vs. 5% a méně) je v terminologii technické analýzy pojmenován výrazem kapitulace a zpravidla se podobný

Tabulka: Přehled výkonnosti jednotlivých sektorů v obchodních dnech tzv. kapitulace

Date	27.II.07	5.VI.06	19.V.03	24.III.03	10.III.03	24.I.03	3.IX.02	14.IV.00	27.VIII.98	9.I.98	27.X.97	11.IV.97
Consumer Durables	-3,64%	-1,55%	-3,11%	-4,72%	-2,41%	-2,45%	-3,68%	-5,74%	-3,61%	-2,70%	-6,34%	-2,25%
Consumer Cyclical	-3,27%	-1,40%	-0,49%	-2,78%	-1,68%	-1,98%	-2,20%	-4,78%	-3,29%	-2,30%	-5,86%	-2,65%
Energy	-3,93%	-2,97%	-1,29%	-1,74%	-1,38%	-2,08%	-4,70%	-1,71%	-2,89%	-3,51%	-6,94%	-2,43%
Financials	-3,55%	-1,61%	-2,47%	-3,43%	-3,70%	-3,58%	-4,90%	-7,73%	-5,52%	-3,15%	-7,03%	-3,43%
Health Care	-2,71%	-1,47%	-3,48%	-2,93%	-2,02%	-2,45%	-4,26%	-3,83%	-3,67%	-3,05%	-7,68%	-3,19%
Industrials	-2,94%	-2,00%	-1,95%	-3,76%	-2,80%	-2,60%	-3,92%	-4,50%	-3,72%	-3,00%	-7,04%	-2,49%
Technology	-3,94%	-1,84%	-3,75%	-4,21%	-2,38%	-4,06%	-4,51%	-7,52%	-4,39%	-4,12%	-7,97%	-2,61%
Materials	-4,18%	-2,92%	-2,24%	-3,88%	-2,12%	-2,49%	-3,13%	-4,93%	-3,47%	-3,68%	-7,73%	-2,42%
Telecoms	-3,98%	-0,97%	-1,79%	-3,88%	-4,57%	-3,61%	-6,28%	-5,46%	-2,91%	-1,83%	-6,05%	-3,16%
Utilities	-2,83%	-0,93%	-1,65%	-2,21%	-2,13%	-2,42%	-3,49%	-3,43%	-0,75%	-0,76%	-3,30%	-1,80%
max	-4,18%	-2,97%	-3,75%	-4,72%	-4,57%	-4,06%	-6,28%	-7,73%	-5,52%	-4,12%	-7,97%	-3,43%
min	-2,71%	-0,93%	-0,49%	-1,74%	-1,38%	-1,98%	-2,20%	-1,71%	-0,75%	-0,76%	-3,30%	-1,80%
rozdíl min/max	1,47%	2,03%	3,26%	2,98%	3,19%	2,08%	4,09%	6,02%	4,77%	3,36%	4,67%	1,63%
S&P500	-3,47%	-1,78%	-2,49%	-3,52%	-2,58%	-2,92%	-4,15%	-5,83%	-3,84%	-2,97%	-6,87%	-2,73%
max rozdíl vs SP500	0,71%	1,19%	1,26%	1,20%	1,98%	1,14%	2,13%	1,90%	1,68%	1,15%	1,11%	0,70%
min rozdíl vs SP500	0,76%	0,85%	2,00%	1,78%	1,21%	0,94%	1,96%	4,12%	3,09%	2,21%	3,57%	0,92%

Zdroj: Bloomberg, analýzy ČS

obchodní den objevuje v blízkosti lokálních minim trhu a bývá vynikajícím indikátorem konce medvědího trhu.

Tabulka: Přehled poklesů s největším počtem klesajících akcií

Datum	-1D%	-20D%	+60D%	Růst	Pokles	Pomer
27.X.97	-6,9%	-1,2%	9,8%	1	498	0,2%
27.II.07	-3,5%	2,0%	???	2	498	0,4%
24.III.03	-3,5%	7,6%	17,1%	11	489	2,2%
14.IV.00	-5,8%	-1,6%	9,2%	13	484	2,6%
9.I.98	-3,0%	-1,4%	20,9%	14	483	2,8%
11.IV.97	-2,7%	-4,0%	23,7%	16	473	3,2%
10.III.03	-2,6%	-0,1%	20,3%	17	483	3,4%
3.IX.02	-4,2%	9,8%	6,2%	17	482	3,4%
19.V.03	-2,5%	5,9%	7,6%	18	480	3,6%
24.I.03	-2,9%	-0,6%	3,6%	22	477	4,4%
5.VI.06	-1,8%	-2,8%	2,9%	23	477	4,6%
27.VIII.98	-3,8%	-5,1%	10,6%	25	474	5,0%

Zdroj: Bloomberg, analýzy ČS

Jak lze vidět z předchozí tabulky, výkonnost akciového trhu byla po podobné události zpravidla výrazně kladná (sloupec +60D% představuje růst indexu v 60 dnech následujících po kapitulaci), a to i v případech, kdy předtím nedošlo k poklesu akcií (sloupec -20D% představuje vývoj indexu v 20 dnech předcházejících kapitulaci, v případě předchozí tabulky bylo lokální minimum v tentýž den, kdy došlo k poklesu v 5 případech, ve 4 případech bylo dosaženo dna v blízké budoucnosti – 2 dny až 1 měsíc a pouze ve dvou případech – 24.3.03 a 19.5.03 byly podobné poklesy malým intermezem jednoho začínajícího růstového trhu, odstartovaného válkou v Iráku). Dva dny s nejmenším počtem rostoucích akcií mají zdánlivě i podobný zdroj náklady (Asijská krize vs. 10% propad na čínské lokální burze), ale geografickou polohou podobnost podle mně také končí.

Třetí zvláštností je homogenita poklesu. Z další tabulky jsou vidět dvě skutečnosti: jednak nízké odchylky mezi výkonností jednotlivých sektorů a také stejná velikost maximálních odchylek od výkonnosti indexu (zpravidla je odchylka nejhoršího sektoru od indexu výrazně vyšší než odchylka nejlepšího sektoru, protože vždy se najde nějaký sektor, který na „příčinu“ propadu výrazně doplácí). Nebo také jinak řečeno, teď byl nejlepší sektor na 78% poklesu celého trhu a v průměru býval na 44% (tj. nebylo kam se schovat).

Jako „příčina“ tohoto poklesu se uvádělo několik věcí: čínská nákaza symbolizující přehnanou spekulaci a nadměrný optimizmus spojený s investováním do akcií, obavy z propadu americké ekonomiky do recese (resp. přehnaná reakce trhu na mylně interpretované slova bývalého guvernéra FEDu A. Greenspana), problémy na trhu méně kvalitních amerických hypotéčních úvěrů a také uzavírání financování spreadových obchodů japonským jenem.

Myslím si však, že první dvě příčiny by samy o sobě tento pokles nenastartovaly – na čínském lokálním trhu mohou investovat jenom domácí, málo významní hráči, tudíž nákaza přes vzniklé ztráty je vysoce nepravděpodobná. Navíc relativní ocenění akcií obchodovaných na tomto čínském trhu je výrazně vyšší než současná konzervativní úroveň relativního ocenění na americkém a evropském trhu, takže i když v případě obchodování na lokální čínské burze lze říct, že valuace nejspíše přesáhly veškerou rozumnou úroveň, v případě vyspělých trhů tomu tak není (navíc na těchto dvou trzích stále přetrvává dlouhodobé výrazné podhodnocení akcií jako aktiva vůči státním dluhopisům).

O recesi americké ekonomiky se spekuluje už nejméně posledních 9 měsíců (mimořádně křivka amerických dluhopisů, považovaná za jeden z nejlepších indikátorů možné recese je již přesně 8 měsíců inverzní), výsledky společností a ani makroindikátory zatím nic takového nenásvědčují.

„Příčina“ může být možná zakopána v posledních dvou faktorech – jak ztráty způsobené investicemi do méně kvalitních hypotéčních úvěrů (v průběhu února poklesly ABX indexy dluhopisů s ratingem BBB a BBB- o 26%, resp. 30%, přičemž k největším poklesům došlo ještě před 27.2.), tak i stahování likvidity z finančních trhů v důsledku nuceného uzavírání spreadových investic financovaných jenem (právě déle přetrvávající nízkouročené prostředí a nižší volatilita rizikovějších aktiv v posledních letech vedla k tomuto stále rozšířenějšímu způsobu investování – nízký spreadový výnos násobený pákovým efektem je dobrým sluhou v dobách nízké volatility, nicméně sebemenší negativní pohyb podkladových aktiv může způsobit také nemalé ztráty) mohly být tou pomyslnou poslední kapkou.

Z výše popisovaných tří zvláštností nedávného poklesu amerických akcií se domnívám, že 27.2. se prostě prodávaly akcie, protože marginální investor se buď při pohledu na jiné trhy začal obávat možných ztrát a kupoval si pojištění prostřednictvím krátkých pozic v různých ETF fondech, u kterých neplatí tzv. „up-tick rule“ (domnívám se, že tento faktor převažoval, což by mohlo vysvětlit tak vysokou homogenitu propadu akciového trhu), anebo potřeboval likvidovat jiné pozice, aby z těchto příjmů pokryl existující ztráty z jiných instrumentů (ať už na straně aktivní nebo pasivní). Kromě akcií v tento den klesaly i jiné rizikovější aktiva (což zároveň také byly aktiva, na kterých v posledním roce bylo možné dosáhnout zisku), což také podporuje tuto hypotézu.

Otázkou je, jak dlouho může pokračovat podobný výprodej. Předchozí zkušenosti z „kapitulací“ by mohly naznačovat, že právě teď je velmi dobrá příležitost pro investici do akcií. Jak jsem již psal výše – tři popisované zvláštnosti tohoto výprodeje by však současně měly varovat před unáhlenými

závěry. Aktuální konzervativní úroveň relativního ocenění a také analytických odhadů určitě poskytují vyspělým akciovým trhům velmi dobrou podporu, období zvýšené volatility, živě prohlubujícími se ztrátami některých investorů však může i přesto pokračovat několik týdnů. Dlouhodobě bude rozhodující, jestli jsou současné poklesy na akciovém trhu spíše odrazem správného odhadu zhoršující se výkonnosti obchodovaných společností v důsledku prorůstajícího se negativního vlivu některých slabších segmentů americké ekonomiky, nebo jsou jenom důsledkem předchozí špatné investiční strategie u jiných aktiv (nízká prémie za podstoupené riziko).

Vývoj fundamentů jednotlivých společností bude eventuálně rozhodující pro budoucí výkonnost akcií (což ostatně vždy platí v delším horizontu). V případě vyspělých trhů bude důležité sledovat, jestli bude i nadále docházet ke snižování analytických odhadů pro rok 2007 (aktuálně 6,3% v případě USA a 8,1% v případě EU), nebo se tento trend obrátí s tím, jak společnosti budou tyto snížené odhady překonávat tak, jak tomu bylo v předchozích čtvrtletích. Nejpозději na přelomu března a dubna může být z předběžných oznámení společností k výsledkům za 1. čtvrtletí jasné, nakolik odpovídá aktuální situace na akciových trzích vývoji hospodaření těchto společností.

Dobrá situace na vyspělých trzích by spolu se zdravým fundamentálním vývojem východoevropských společností měla pomoci následně stabilizovat také tyto trhy. Přestože očekávám, že by v delším období mělo dojít k přehodnocení rizikových premií směrem nahoru, není nutné se obávat nějakých výrazných poklesů v úrovních relativního ocenění, protože situace na východoevropských trzích je hodně odlišná od té na čínském lokálním trhu, resp. na jiných trzích s obdobně rizikovými aktivy, které se však obchodují na mnohem vyšším relativním ocenění. Tak jak jsem již zmiňoval i ve svých předchozích příspěvcích doba podhodnocení východoevropských akciových trhů je už také dávno za námi (zejména ve srovnání se západoevropskými trhy) a o jejich výkonnosti bude rozhodovat zejména vývoj fundamentů společností na těchto trzích obchodovaných.

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 EPS07		
			EPS 06	EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08	Změna za 1M	P/E 08	EPS 06/08	Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.	
Česká republika	Telefonica O2 CR	540.0	24.9	29.0	-1.2%	18.6	31.6	-0.7%	17.1	12.6%	40.3%	-6.1%	11%	22.9	33.0	
	ČEZ	839.0	46.8	60.8	0.0%	13.8	72.0	0.0%	11.7	24.1%	62.7%	-17.2%	6%	52.6	65.7	
	Komerční banka	3295	239.9	263.5	0.0%	12.5	285.6	0.0%	11.5	9.1%	21.5%	-10.3%	5%	238.2	284.7	
	Philip Morris CR	10816	773.7	733.7	6.9%	14.7	656.0	-3.0%	16.5	-7.9%	24.9%	-39.9%	19%	634.0	833.5	
	Unipetrol	224.0	17.5	19.7	-6.6%	11.4	23.2	1.9%	9.7	15.2%	54.5%	-22.1%	16%	16.3	23.7	
	Zentiva	1242.0	57.9	71.3	0.0%	17.4	85.5	0.0%	14.5	21.5%	55.1%	-9.3%	5%	67.8	76.6	
						14.3			12.5	18.0%						
Maďarsko	Borsodchem	2970	228	246	-0.2%	12.1	256	-1.1%	11.6	6.0%	44.9%	-1.7%	13%	223.3	269.1	
	Egis	23650	2169	1671	-16.6%	14.2	1912	-12.8%	12.4	-6.1%	11.5%	-33.4%	22%	1448.0	2443.0	
	FHB	1879	125	126	1.3%	15.0	139	0.0%	13.5	5.6%	121.1%	-10.5%	19%	105.1	157.2	
	Gedeon Richter	37000	2797	2463	-5.0%	15.0	2806	-5.4%	13.2	0.2%	8.0%	-27.2%	7%	2059.3	2914.7	
	Magyar Telecom	922	74	77	-4.2%	12.0	84	-7.8%	10.9	7.1%	21.8%	-14.1%	11%	66.2	85.0	
	MOL	20150	3480	2231	-2.9%	9.0	2187	-1.4%	9.2	-20.7%	13.8%	-24.4%	4%	1769.4	2669.8	
	OTP	8010	723	780	0.8%	10.3	873	1.3%	9.2	9.9%	56.4%	-11.8%	11%	739.0	827.6	
						10.6			9.9	-5.9%						
duální listing	Bank Austria	135.88	2.50	2.90	0.0%	46.8	2.92	0.0%	46.6	8.1%	50.4%	-3.6%	17%	2.33	3.49	
	Erste Bank	56.99	2.96	3.85	0.4%	14.8	4.67	0.3%	12.2	25.6%	45.9%	-7.0%	6%	3.63	4.64	
	Raiffeisen Bank	100.47	4.08	5.55	0.8%	18.1	7.04	0.6%	14.3	31.4%	81.4%	-16.6%	8%	4.73	6.69	
	Orco Property Group	113.5	12.21	12.46	0.0%	9.1	14.32	0.0%	7.9	8.3%	60.0%	-15.3%	n.m.	12.46	12.46	
	Central European Media Ent	78.79	0.62	2.90	4.6%	27.1	4.04	-1.2%	19.5	155.3%	53.6%	-12.8%	12%	2.62	3.45	
	Central Eur. Distribution Co.	25.34	14.20	21.05	7.0%	1.2	22.03	9.7%	1.2	24.6%	34.1%	-18.2%	10%	19.05	24.99	

Všechny následující tabulky - zdroj: Thomson Financial, Bloomberg, Poznámky k tabulkám: Konsensuální odhady EPS pro roky 2007 a 2008 – 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 2007 a 2008 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 06/08 (= průměrný růst EPS v letech 2006-08) – 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 06/08	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS07		
			EPS 06	EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08	Změna za 1M	P/E 08	Minimu		Maximu	SD	Min.	Max.	
Polsko	Aqora	40.50	0.55	1.21	-0.8%	33.4	1.37	3.1%	29.5	58.0%	47.8%	-26.6%	29%	0.79	1.85	
	Bank BPH	875.00	8.35	8.82	0.0%	99.2	9.76	0.0%	89.7	8.1%	47.8%	-20.1%	5%	8.54	9.30	
	Bank Pekao	226.90	44.15	47.63	-1.3%	4.8	52.29	-1.7%	4.3	8.8%	46.9%	-15.6%	15%	35.94	56.44	
	BZ WBK	232.00	10.72	12.04	1.9%	19.3	13.71	4.5%	16.9	13.1%	63.4%	-14.7%	7%	10.58	12.96	
	BRE Bank	415.00	10.10	11.75	-0.5%	35.3	13.52	3.0%	30.7	15.7%	161.0%	-6.7%	6%	10.93	12.67	
	Computerland	103.50	1.25	1.58	-5.4%	65.3	1.99	-12.4%	51.9	26.3%	16.8%	-19.5%	2%	1.53	1.63	
	Echo Investment	97.40	5.40	6.99	7.5%	13.9	7.38	1.7%	13.2	16.9%	90.0%	-18.3%	22%	5.47	8.51	
	GTC	45.00	6.72	8.09	7.7%	5.6	7.78	-5.4%	5.8	7.6%	119.5%	-17.8%	10%	7.51	8.67	
	Grupa Kety	175.50	3.09	4.38	7.3%	40.0	6.08	24.8%	28.8	40.3%	56.7%	-14.8%	2%	4.28	4.47	
	Grupa Lotos	38.99	9.77	11.64	-0.8%	3.4	12.88	-1.5%	3.0	14.8%	0.5%	-34.9%	4%	10.90	12.15	
	KGHM	84.05	6.25	5.06	0.8%	16.6	4.29	2.2%	19.6	-17.1%	22.7%	-38.6%	19%	3.86	6.26	
	LPP	950.50	16.93	15.94	-2.6%	59.6	12.60	3.2%	75.4	-13.7%	100.1%	-4.0%	14%	12.30	19.35	
	Netia	4.35	28.81	40.56	-0.3%	0.1	49.25	-1.8%	0.1	30.8%	6.1%	-25.0%	12%	36.98	44.13	
	Opoczno	40.32	-0.98	0.08	0.0%	504.0	0.15	0.0%	268.8	#NUM!	48.2%	-15.1%	n.m.	0.08	0.08	
	Orbis	80.70	1.38	2.79	-7.7%	28.9	3.64	0.0%	22.2	62.5%	109.6%	-15.1%	35%	1.86	3.80	
	PBG	290.00	1.71	3.34	76.0%	86.7	3.83	47.3%	75.8	49.6%	145.1%	-8.9%	32%	2.14	4.19	
	PGNiG	3.94	4.32	6.90	0.0%	0.6	10.06	0.0%	0.4	52.5%	26.7%	-4.6%	4%	6.73	7.08	
	PGF	75.05	0.20	0.24	0.0%	315.8	0.27	0.0%	278.5	16.3%	28.7%	-16.6%	21%	0.19	0.33	
	PKN	42.20	5.16	5.36	0.0%	7.9	5.95	0.0%	7.1	7.4%	3.7%	-37.5%	0%	5.35	5.37	
	PKO BP	43.55	5.45	5.47	-2.0%	8.0	5.53	-2.5%	7.9	0.7%	37.8%	-12.3%	13%	4.00	6.36	
	Prokom	148.50	2.12	2.30	-0.4%	64.7	2.62	0.3%	56.7	11.2%	25.8%	-17.2%	5%	2.12	2.47	
	Softbank	60.00	7.45	8.59	0.0%	7.0	9.10	0.0%	6.6	10.6%	76.5%	-14.3%	17%	6.96	9.79	
	TPSA	22.80	1.50	1.78	-2.4%	12.8	1.89	0.0%	12.0	12.5%	29.5%	-16.1%	10%	1.63	2.14	
	TVN	24.99	0.70	0.94	4.7%	26.6	1.21	7.2%	20.6	31.6%	53.3%	-14.7%	12%	0.76	1.05	
						3.4			2.6	32.4%						
Rusko	Baltika Brewery	46.00	2.32	3.14	0.4%	14.7	3.51	0.2%	13.1	22.9%	36.9%	-4.7%	20%	2.13	3.70	
	Cherepovets Severstal	12.00	1.59	1.45	2.3%	8.2	1.52	17.0%	7.9	-2.1%	20.6%	-17.5%	15%	1.06	1.82	
	Evraz Group	30.08	3.40	3.89	20.1%	7.7	3.55	25.7%	8.5	2.2%	58.3%	-16.3%	25%	2.86	5.51	
	Gazprom	37.65	0.89	0.96	-1.1%	9.8	1.04	-3.2%	9.0	8.4%	16.4%	-29.8%	15%	0.64	1.23	
	Lukoil	75.20	8.98	8.95	4.6%	8.4	8.47	1.9%	8.9	-2.9%	21.5%	-21.7%	14%	7.63	12.53	
	Norilsk Nickel	159.50	25.73	27.15	6.2%	5.9	22.58	11.4%	7.1	-6.3%	94.5%	-15.6%	23%	15.61	35.50	
	MTS	47.70	3.41	4.41	1.9%	10.8	4.84	2.0%	9.8	19.2%	83.5%	-18.5%	11%	3.52	4.98	
	Novatek	5.25	0.20	0.26	3.6%	20.1	0.35	1.3%	15.0	33.6%	62.0%	-21.1%	6%	0.25	0.28	
	Novolipetsk	2.55	0.30	0.25	0.0%	10.2	0.24	-0.8%	10.4	-9.6%	41.7%	-13.3%	17%	0.18	0.30	
	Rostelcom	7.65	0.16	0.16	-3.0%	47.7	0.16	-4.8%	46.6	2.1%	161.1%	-7.8%	25%	0.08	0.20	
	Seventh Continent	24.10	0.95	1.18	-0.5%	20.4	1.45	10.8%	16.6	23.7%	37.7%	-14.8%	27%	0.85	1.82	
	Surqutneftegaz	1.08	0.13	0.11	-2.0%	9.5	0.12	-2.3%	9.1	-4.3%	1.4%	-41.9%	39%	0.06	0.22	
	Tatneft	3.85	0.53	0.54	-0.8%	7.1	0.49	-0.9%	7.9	-3.6%	10.0%	-36.9%	14%	0.47	0.70	
	Unified Energy	1.08	0.03	0.04	4.8%	29.0	0.05	14.3%	21.9	34.1%	99.6%	-16.0%	49%	0.01	0.06	
	Vimpelcom	77.60	4.35	5.98	4.6%	13.0	7.07	7.7%	11.0	27.4%	106.9%	-14.3%	14%	4.91	7.96	
						10.0			9.7	4.6%						

Tabulková část – Turecko

Země	Akcie	Poslední kurz	Konsensuální odhady I/B/E/S						Oček. růst EPS 06/08	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS07			
			EPS 06	EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08	Změna za 1M		P/E 08	Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Turecko	Acibadem Saalik	14.70	0.28	0.39	0.0%	37.7	NA			16.7%	-18.3%	29%	0.31	0.47	
	Adana Cimento	8.45	1.04	1.02	0.8%	8.3	1.10	0.0%	7.7	2.8%	74.0%	-10.6%	12%	0.83	1.14
	Akbank	8.90	0.67	0.92	2.3%	9.7	1.09	0.9%	8.2	27.9%	60.4%	-17.6%	10%	0.74	1.03
	Akcansa Cimento	8.15	0.83	0.77	0.8%	10.6	0.97	4.7%	8.4	7.6%	71.2%	-27.2%	17%	0.56	0.97
	Aksa	3.24	0.83	0.33	73.1%	9.8	0.35	0.0%	9.4	-35.5%	53.5%	-25.4%	n.m.	0.33	0.33
	Aksiqorta	5.45	0.27	0.32	-3.4%	17.3	0.36	1.0%	14.9	16.1%	54.8%	-28.3%	23%	0.23	0.43
	Anadolu Cam	5.75	0.37	0.37	-7.3%	15.6	0.56	0.0%	10.2	22.8%	38.2%	-16.7%	22%	0.30	0.55
	Anadolu Efes	44.50	2.49	2.83	-3.5%	15.7	3.17	2.2%	14.0	12.8%	39.1%	-10.6%	8%	2.45	3.06
	Arcelik	9.10	1.02	0.99	1.2%	9.1	1.12	3.4%	8.1	5.1%	17.4%	-26.0%	16%	0.72	1.19
	Beko Elektronik	1.67	-0.31	0.03	-204.1%	52.8	0.15	0.0%	11.5	#NUM!	1.2%	-45.4%	247%	-0.04	0.17
	Brisa Bridgestone	89.00	5.39	7.25	-0.7%	12.3	NA				78.0%	-16.8%	35%	5.43	9.07
	Cimsa Cimento	9.50	1.03	1.13	6.6%	8.4	1.08	-10.3%	8.8	2.1%	71.2%	-19.5%	17%	1.00	1.53
	Denizbank	13.20	0.95	0.92	-0.4%	14.3	0.93	1.5%	14.2	-1.2%	32.0%	-17.5%	15%	0.79	1.10
	Doqan Yavin	4.50	0.06	0.24	12.0%	18.5	0.23	0.0%	19.5	93.1%	12.5%	-42.7%	25%	0.17	0.32
	Eczacibasi Ilac	5.95	0.25	0.33	0.0%	18.0	0.37	0.0%	16.0	21.4%	125.4%	-4.0%	n.m.	0.33	0.33
	Enka Insaat	16.00	0.98	1.16	4.0%	13.8	1.14	0.0%	14.1	7.6%	90.5%	-5.3%	32%	0.96	2.04
	Eregli Demir	11.90	1.09	0.87	20.7%	13.7	1.40	-8.7%	8.5	13.2%	91.9%	-15.0%	56%	0.22	1.61
	Finansbank	5.50	0.64	0.56	2.3%	9.7	0.64	1.5%	8.6	0.2%	18.6%	-13.3%	23%	0.43	0.76
	Ford Otomotiv	11.20	1.28	1.30	0.1%	8.6	1.48	-2.1%	7.6	7.7%	31.8%	-21.1%	20%	0.90	1.83
	Fortis Bank	1.87	0.11	0.16	-2.8%	11.5	0.22	-3.0%	8.4	39.5%	55.1%	-37.7%	27%	0.13	0.21
	Sabancı Holdingas	5.35	0.39	0.52	-1.3%	10.3	0.60	0.0%	8.9	24.7%	43.0%	-23.6%	18%	0.40	0.66
	Hurrivet	3.84	0.29	0.30	5.4%	12.7	0.33	0.0%	11.5	6.9%	50.0%	-33.2%	15%	0.24	0.38
	KOC Holdingas	5.65	0.47	0.66	-3.6%	8.5	0.82	0.0%	6.9	31.2%	30.2%	-24.7%	35%	0.31	1.00
	Migros	16.50	0.63	0.97	-3.4%	17.1	1.05	-5.3%	15.6	29.2%	60.2%	-15.4%	18%	0.71	1.18
	Petrol Ofisi	5.45	0.54	0.69	-3.0%	7.9	0.81	0.0%	6.7	22.1%	35.6%	-39.8%	21%	0.45	0.87
	Tofas	5.25	0.14	0.20	3.6%	25.6	0.61	4.6%	8.6	109.5%	94.4%	-14.6%	35%	0.07	0.36
	Trakya Cam	3.76	0.46	0.41	3.4%	9.3	0.54	9.1%	7.0	8.2%	29.5%	-26.0%	12%	0.35	0.51
	Tupras	27.00	2.88	3.50	-0.1%	7.7	3.94	1.4%	6.8	16.9%	21.6%	-14.3%	7%	3.17	3.91
	Turk Demir Dokum	10.40	1.23	1.36	1.3%	7.7	1.44	0.0%	7.2	8.3%	7.2%	-27.3%	11%	1.20	1.51
	Turk Economi Bankasi	18.70	1.40	1.86	0.5%	10.1	2.88	19.3%	6.5	43.4%	78.1%	-18.1%	13%	1.69	2.28
	Turkcell	6.95	0.56	0.77	2.5%	9.0	0.99	3.2%	7.0	32.4%	31.1%	-17.6%	47%	0.53	1.70
	Turkive Garanti	5.14	0.51	0.60	3.6%	8.6	0.70	4.4%	7.3	17.5%	51.2%	-15.0%	7%	0.53	0.65
	Isbank	6.20	0.55	0.67	-0.2%	9.3	0.75	5.5%	8.2	17.5%	37.8%	-30.0%	20%	0.53	0.97
	Turk Sise Cam	4.92	0.53	0.56	-1.9%	8.7	0.74	-0.8%	6.7	18.3%	41.4%	-21.3%	15%	0.45	0.67
	Vakifbank	3.48	0.32	0.39	-1.3%	8.9	0.45	-1.0%	7.7	18.6%	33.4%	-20.4%	12%	0.33	0.49
	Vestel Elek	3.28	0.44	0.53	-12.0%	6.2	0.79	0.0%	4.2	34.3%	15.5%	-43.4%	34%	0.33	0.76
	Yapi Kredi Bank	2.78	0.19	0.27	0.0%	10.5	0.36	0.0%	7.7	38.0%	39.7%	-18.7%	22%	0.21	0.35
						10.1			8.4	20.0%					

KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

	Společnost	Událost
BŘEZEN 2007		
1.3.	Unipetrol	Konsolidované a nekonsolidované výsledky 4Q 2006
1.3.	CME	Výsledky za rok 2006
5.3	Zentiva	Předběžné výsledky za rok 2006
12-16.3	Pegas	Výsledky za rok 2006
23.3.	Erste Bank	Výroční zpráva 2006
26-30.3	Philip Morris	Výsledky za rok 2006
29.3.	Orco	Výsledky za rok 2006
DUBEN 2007		
25.4. (expected)	Komerční banka	Výroční zpráva za 2006
26.4. (expected)	Telefónica O2 CR	Řádná VH 2007 a výsledky 1Q 2007
27.4.	Zentiva	Auditované výsledky FY 2006 a výroční zpráva 2006
30.4.	ECM	Výroční zpráva FY 2006
30.4.	Unipetrol	Konsolidované a nekonsolidované výsledky FY 2006 a výroční zpráva 2006
30.4.	Erste Bank	Výsledky za 1Q 2007

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. Správným 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	prodat

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			ECM		
Datum	Cílová cena (USD)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
31.1.07	98	akumulovat	15.2.2007	1914	kupovat
3.2.06	68	koupit			

Pegas		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
1.3.2007	806	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 spoluvědučím manažerem veřejně nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem
(6) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřeno jinou smlouvu o poskytování investičních služeb
(7) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřeno dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení.

Emitent	Střet 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
Pegas	4, 5
ECM	4, 5
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

	SPAD9	SPAD9 se vztahem k EBG
Kupovat	33%	20%
Akumulovat	56%	60%
Držet	11%	20%
Redukovat	0%	0%
Prodávat	0%	0%

KONTAKTY

[HTTP://WWW.CSAS.CZ/ANALZYA](http://www.csas.cz/analzya)

Odbor Ekonomické a strategické analýzy			
Ředitel odboru, investiční strategie	Viktor Kotlán	+420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
Sazby, měna a makro (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Sazby, měna a makro (ČR)	David Navrátil	+420/224 995 439	dnavrati@csas.cz
Sazby, měna a makro (Střední Evropa)	Mária Fehérová	+420/224 995 232	mfehérova@csas.cz
Sazby, měna a makro (svět)	Mártin Lobotka	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Analýza akcií (ČR)	Jakub Židoň	+420/224 995 340	jzidon@csas.cz
Analýza akcií (ČR)	Petr Bártek	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Analýza akcií (ČR)	Radim Kramule	+420/224 995 213	rkramule@csas.cz
Analýza akcií (svět)	Jan Hájek	+420/224 995 324	janhajek@csas.cz
Úsek Treasury			
Ředitel úseku	Pavel Kráčmar	+420/224 995 889	pkracmar@csas.cz
Odbor Obchodování			
Ředitel odboru	Robert Novotný	+420/224 995 148	movotny@csas.cz
Devizové trhy	<u>Jan Strakoš</u>	+420/224 995 579	jstrakos@csas.cz
	Viktor Mikulecký	+420/224 995 586	vmikulecky@csas.cz
	Adam Vencel	+420/224 995 580	avencel@csas.cz
Peněžní trhy	Marek Ratkovský	+420/224 995 451	mratkovsky@csas.cz
	Jaroslav Jiskra	+420/224 995 576	jjiskra@csas.cz
Dluhopisy a úrokové deriváty	Elena Stupková	+420/224 995 574	estupkova@csas.cz
	<u>Radek Prokop</u>	+420/224 995 570	rprokop@csas.cz
	David Sládeček	+420/224 995 570	dsladecek@csas.cz
Obchodování na vlastní účet	Petr Kašpar	+420/224 995 139	pkaspar@csas.cz
	<u>Jan Došek</u>	+420/224 995 450	jdosek@csas.cz
	Dušan Vaškovic	+420/224 995 417	dvaskovic@csas.cz
	Petr Šolín	+420/224 995 840	psolin@csas.cz
	Martin Urban	+420/224 995 554	murban@csas.cz
Odbor Kapitálové trhy a finanční instituce			
Ředitel odboru	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
	Jana Daňková	+420/224 995 128	jandankova@csas.cz
	Pavel Bříza	+420/224 995 176	pbriza@csas.cz
	Karin Minichbauer	+420/224 995 106	kminichbauer@csas.cz
	Markéta Muhlhoferová	+420/224 995 204	mmuhlhoferova@csas.cz
	Petr Musil	+420/224 995 102	pmusil@csas.cz
	Alice Racková	+420/224 995 197	arackova@csas.cz
Úsek Prodej produktů FT			
Ředitel úseku	Petr Witowski	+420/224 995 800	pwitowski@csas.cz
Co-head Corporate Finance services	Jiří Hrbáček	+420/224 995 836	jhrbacek@csas.cz
Odbor Prodej produktů Treasury			
Ředitel odboru	Libor Vošický	+420/224 995 592	lvosicky@csas.cz
Large Corporations & Financial institutions	<u>Zuzana Rezková</u>	+420/224 995 573	zrezkova@csas.cz
	Tomáš Píček	+420/224 995 511	tpicek@csas.cz
	Vít Horník	+420/224 995 530	vhornik@csas.cz
SME	Petra Gorgošová	+420/224 995 503	pgorgosova@csas.cz
	Lukáš Macháček	+420/224 995 500	lmachacek@csas.cz
	Richard Matyščák	+420/224 995 575	rmatyscak@csas.cz
	Tomáš Vender	+420/224 995 584	tvender@csas.cz
Odbor Prodej produktů kapitálového trhu			
Ředitel odboru	Pavel Křivonožka	+420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz
Akcie	<u>Michal Března</u>	+420/224 995 523	mbrezna@csas.cz
	Pavel Krabička	+420/224 995 411	pkrabicka@csas.cz
	Michal Řízek	+420/224 995 537	mrizek@csas.cz
	Jiří Šmehlík	+420/224 995 510	jsmehlik@csas.cz
Dluhopisy	<u>Ondřej Čech</u>	+420/224 995 577	ocech@csas.cz
	Pavel Zdichynec	+420/224 995 405	pzdichynec@csas.cz
	Milan Bartoš	+420/224 995 562	mbartos@csas.cz
Odbor správa aktiv			
Ředitel odboru	Daniel Drahotský	+420/224 995 178	ddrahotsky@csas.cz
	Petr Holeček	+420/224 995 453	pholecek@csas.cz
	Martin Řezáč	+420/224 995 936	marezac@csas.cz
	Marcel Kostovski	+420/224 995 358	mkostovski@csas.cz
	Tomáš Kroužel	+420/224 995 935	tkrouzel@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	+43 501 00 115 23	guenther.artner@erstebank.at
akcie – sektor ropa, plyn	Tamás Pletser	+361 235 51 33	tpletser@erstebank.com
akcie – sektor bankovníctví	Guenther Hohberger	+43 501 00 173 54	guenther.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovníctví	Angelika Zwerez	+43 501 00 119 03	angelika.zwerez@erstebank.at
akcie – sektor telekomunikace	Vera Sutedja	+43 501 001 1905	MariaVeronika.Sutedja@erstebank.at
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+420 224 995 940	urbankovav@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 00 163 14	christoph.schultes@erstebank.at
Brokerjet	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	www.brokerjet.cz