

Jakub Židoň, tel: 224 995 340, jzidon@csas.cz; Petr Bártek, tel: 224 995 227, pbartek@csas.cz;  
Radim Kramule, tel 224 995 213, Ján Hájek, CFA, tel: 224 995 324

4.4.2007

## Český akciový trh

- Tři nové reporty na společnosti Orco, Telefónica O2 a Zentiva
- Dopad daňových reforem na české blue chipy
- Emisní povolenky pro ČR a možný dopad na ČEZ
- Zbývající výsledky 2006 spadových titulů

## Zahraníční akcie

- Aktualizované tabulky střední a východní Evropa

Akcie	Kurz (Kč) 30.3.2007	Roční cílová cena (Kč)	Investiční doporučení (datum zveřejnění)	Oček. výnos p.a.	Komentář
<b>Investiční doporučení pro český akciový trh</b>					
CME	1 888	97,8 USD	akumulovat (31.1.07)	10.6%	Minulý měsíc snad neproběhla žádná zpráva, která by nějakým způsobem mohla ovlivnit fundamentální pohled na akcii. Tak za zmínku stojí jen další z řady soudních sporů mezi bývalým vládcem TV Nova Železným a současným majitelem Ronaldem Lauderem.
ČEZ	940.9	989	Držet (22.11.06)	7.9%	Ač se objevují převážně zprávy negativnějšího rázu, ČEZ i v březnu investoři spíše nakupovali. Zajímavé bude sledovat počet povolenek, které ČEZ nakonec dostane pro druhé období. Každopádně jich bude méně než pro roky 2005-7. A jak dopadne privatizace?
Telefónica O2 CR	548.3	600	držet (8.3.07)	10.0%	Nejvíce preferovaný telecom v „našem“ regionu, zdá se, ztratil dech. Na nějaké další impulsy si budeme muset počkat, až se objeví první oficiální čísla ze Slovenska a na více info o dividendách.
Komerční banka	3 645	v revizi	v revizi	--	U Komerční banky nic nového, valná hromada se bude konat 25.4., rozhodný den je 18.4.. VH by měla bez problémů schválit dividendu 150 Kč na akcii (dividendový výnos 4,1%). Trh zdá se stále do budoucna počítat spíše se 100% dividendovým výplatním poměrem (t.j. výnos cca 6,6%).
Orco	3 535	3 690	držet (28.3.07)	4.4%	Pro Orco jsme snížili doporučení z Akumulovat na Držet s cílovou cenou 3690 Kč. Dobrý výhled hospodaření firmy už je už započítán v současné ceně... Orco následně oznámilo kompletní výsledky za rok 2006 a již tradičně překvapilo přepočítáním NAV za rok 2006 z 92 na 99,4 Eur... Jen minimální dopad na naši valuaci...
Philip Morris CR	9 640	---	----	----	PM CR zveřejnil předběžné výsledky za rok 2006. Konsolidovaný i nekonsolidovaný zisk byl výrazně pod očekáváním trhu při 1.9mld Kč a 1.6mld Kč respektivě. Odhadovaná dividendy za 2006 je 611 Kč/akcii.
Unipetrol	235.6	262	koupit (20.11.06)	18.6%	Ceny ropy v březnu výrazně poskočily po negativních zprávách o zásobách v USA a dalším napětí mezi Iránem a koaličními silami. S růstem cen ropy rostou i marže rafinérií a proto situaci vnímáme jako pozitivní pro Unipetrol.
Zentiva	1 443	1 650	koupit (16.3.07)	17.4%	Akcionáři schválili akvizici generické divize tureckého výrobce léčiv Eczacibasi za 460mil EUR. Zentiva tímto krokem výrazně posílí na Evropském trhu generik a lze předpokládat další růst hodnoty firmy.
Pegas	712	806	akumulovat (1.3.07)	14.2%	Pegas zveřejnil výsledky za rok 2006, přičemž mírně překonal odhady trhu. V současné době chybí další impulzy pro obchodování, ale lze očekávat, že po spuštění nové linky koncem 2007 bude opět atraktivní investicí.
ECM	1 953	1914	Koupit (15.2.07)	-2.2%	Bezesporu úspěchem ECM je vydání pětiletých nezajištěných dluhopisů za 1 mld. Kč. Firma tak má nyní podle našeho odhadu okolo 60 mil. Eur na další akvizice, prý se poohlíží hlavně v Rusku...

Poznámka: Společnost Philip Morris CR Česká spořitelna/Erste bank analyticky zatím nepokrývá. 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](mailto:jzidon@csas.cz)

Petr Bártek, tel: 224 995 227, [pbartek@csas.cz](mailto:pbartek@csas.cz)

Radim Kramule, tel: 224 995 213, [rkramule@csas.cz](mailto:rkramule@csas.cz)

### Český akciový trh

#### Pražská burza smazala propad z února

I přes nepříliš jednoznačný vývoj světové a především americké ekonomiky, se pražská burza vrátila k růstu a opět závěrem měsíce atakovala historická maxima. Náznaky Fedu nedávají jednoznačný signál, zda se největší ekonomika zpomaluje nebo naopak bude dál růst spolu s vyšší inflací. Nicméně trh realit ukazuje zpomalení a ekonomové se spíše přiklání k celkovému mírnému zpomalení. Na druhou stranu akciové trhy USA jsou stále ve výborné kondici a akcioví analytici jsou minimálně pro rok 2007 optimističtí. Z tohoto pohledu by i pražská burza měla letos nadále růst, ale drobným korekcím se nevyhneme. PX index uzavíral v březnu na hodnotě 1 712,2 bodů, což představuje růst o 5,17% oproti minulému měsíci a 7,8% růst od počátku roku.

V březnu zveřejnily své výsledky za rok 2006 i zbylé společnosti. Pegas, Orco a ECM vcelku příjemně překvapily a výsledky byly lehce lepší než odhady trhu. Největší propad čistého zisku zaznamenal Philips Morris ČR, jehož čistý zisk byl výrazně pod konsensuálním odhadem.

Po propadu v únoru, až na dvě výjimky, všechny tituly posilovaly – stejně jako v březnu nejvíce povyskočilo ECM o 21,9% (od začátku roku vzrostlo již o 36,5%), velmi těsně následováno Zentivou s 20%. Na třetím místě skončil ČEZ s 9,7%, což je slušný výsledek vzhledem k nejistotě a spekulacím ohledně privatizace 7% akcií přes burzu. Největší propad zaznamenaly akcie firmy Philip Morris ČR (-13,4%). Tento pokles lze jednoznačně přičíst špatným výsledkům a nižší odhadované dividendě (odhad trhu byl 810 Kč a po zveřejnění jsou naše odhady 611 Kč/akcii). Druhým titulem, který v březnu poklesl, je Telefónica O2 s (-1,0%). První dny v dubnu naznačují všeobecný optimismus na trhu a vzhledem k chystaným reformám vlády by tento pozitivní sentiment mohl přetrvat.

#### Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

	Index / akcie (Kč)		% změna za		
	30.3.07	28.2.07	1M	3M	r.2006
PX	1712.2	1628.0	5.2%	7.8%	7.8%
CME	1888.0	1732.0	9.0%	29.1%	29.1%
Telefónica O2 CR	548.3	553.8	(1.0%)	15.2%	15.2%
ČEZ	940.9	858.0	9.7%	(2.0%)	(2.0%)
Erste Bank	1636.0	1591.0	2.8%	2.2%	2.2%
Komerční banka	3645.0	3495.0	4.3%	17.6%	17.6%
ECM	1953.0	1602.0	21.9%	36.5%	36.5%
Orco	3535.0	3245.0	8.9%	28.3%	28.3%
Pegas	712.3	678.8	4.9%	(4.9%)	(4.9%)
Philip Morris ČR	9640.0	11126.0	(13.4%)	(11.1%)	(11.1%)
Unipetrol	235.6	220.9	6.7%	0.6%	0.6%
Zentiva	1443.0	1203.0	20.0%	13.8%	13.8%

Březnové objemy obchodování se přiblížily rekordním objemům z května a června 2006. Především první polovina měsíce byla na obchody velmi bohatá, kdy doznívala vysoká aktivita po únorovém propadu. Celkový objem obchodování v průběhu března dosáhl

101,2 mld. Kč (v únoru 89 mld Kč, v lednu 71,3 mld Kč a v prosinci 58,9 mld. Kč). V únoru bylo 22 burzovních dnů a průměrný denní objem činil 4,6 mld. Kč. Z jednotlivých titulů byly stabilně nejobchodovatelnější akcie ČEZu, kterých se zobchodovalo dohromady za 40,3 mld. Kč a představovaly 39,8% objemu obchodů. Umístění na 2.-4. místě se v březnu poněkud změnilo, kdy druhá skončila Zentiva s 19,2 mld. Kč a odsunula Komerční Banku na třetí místo, čtvrtá byla tento měsíc Erste Bank. I přes zveřejnění výsledků v měsíci březnu se poslední tři místa nezměnily – poslední skončil Pegas, před ním se umístil Philip Morris CR a ECM těsně skončila na třetím místě od spodu. Průměrné denní obchody s akciemi Pegas činily 41,6 mil. Kč a u PM ČR 50,6 mil. Kč.

#### Tabulka: Objemy obchodování

	březen 2007		únor 2007	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČEZ	40.3	39.8	32.9	37.1
Zentiva	19.2	19.0	6.9	7.8
Komerční banka	9.9	9.8	15.3	17.2
Erste Bank	9.5	9.4	6.0	6.8
Telefónica O2 CR	7.3	7.3	11.3	12.6
Orco	4.3	4.2	5.7	6.4
CETV	3.5	3.4	2.8	3.2
Unipetrol	2.6	2.6	3.0	3.4
ECM	2.6	2.6	2.4	2.7
Philip Morris CR	1.1	1.1	1.1	1.3
Pegas	0.9	0.9	1.6	1.8

### Reformy, reformy, reformy

Už od začátku roku nás toto slovíčko pronásleduje jako noční můra. Vláda si vybrala opravdu symbolický termín pro zveřejnění svého návrhu reforem a to den po skončení podání daňového přiznání fyzických osob. Jen ve stručnosti – má nastat sblížení daní z přidané hodnoty, kdy snížená sazba by měla povyrůst z 5 na 9% a normální zůstat na 19%, daně z příjmů právnických osob by měly postupně klesnout ze současných 24% na 19% v roce 2010, měla by být zavedena rovná daň z příjmů fyzických osob ve výši 15% a vláda také navrhuje strop v odvodech zdravotního a sociálního pojištění na úrovni 80tis Kč hrubého měsíčně. Co se týče dopadu snížení daně z příjmu na české akciové společnosti, tak jsme připravili samostatný odstavec „Co přinese firmám daňová reforma“, viz níže. Nicméně pokud bude reforma schválena parlamentem, lze očekávat pozitivní dopad na celkovou ekonomiku a tedy i český akciový trh.

#### Co přinese firmám daňová reforma?

Vláda v úterý schválila obrysy daňové reformy, které budou mít výrazné dopady nejen na domácnosti, ale i na firmy. Přímé pozitivní důsledky na ziskovost firem by mělo mít samozřejmě plánované snížení daně z příjmu firem ze současných 24% postupně na 19%. Reálně bude pokles daňové sazby pouze 4%, kvůli mírnému zvýšení základu pro výpočet daně. Pro kalkulaci jejich dopadu na hodnotu společností je potřeba plánované snížení upravit o podíl výkonů v ČR na jejich zisku:

	Podíl ČR na EBIT	Dopad snížení daně na NOPAT**
ČEZ	94%	3.8%
Komerční banka*	100%	4.0%
Telefónica O2	100%	4.0%
Zentiva	34%	1.4%
Erste Bank	30%	1.2%
Pegas	100%	4.0%
Orco	45%	1.8%
ECM	100%	4.0%
Unipetrol	100%	4.0%
Philip Morris	75%	3.0%
CME	67%	2.7%

\*banky: PBT Zdroj: Odhady EB

\*\* NOPAT = net operating profit after taxes neboli provozní zisk po odečtu daně

Je vidět, že dopad nižší daně v ČR například na ocenění Zentivy bude poměrně nízký, obzvláště když vezmeme v úvahu její poslední akvizici v Turecku. Také u realitních společností budou dopady jen minimální. Jejich výsledky jsou z velké části tvořeny kapitálovými zisky, u kterých se většina účtovaných daní nikdy nerealizuje, takže se jejich odložené daně již nyní přičítají zpět k hodnotě firmy. Naopak na ČEZ by i přes nedávnou zahraniční expanzi měla reforma pozitivní efekt... Pro lepší pochopení grafu doplňujeme, že naši valuaci, respektive roční cílové ceny, by v případě, že daňové návrhy projdou v současném znění, stačilo (s výjimkou realitních společností) zvýšit procentuálně o hodnoty v pravém sloupci.

### Orco – vrchol na dohled aneb doporučujeme držet s cílovou cenou 3690 Kč.

V březnu jsme snížili naše doporučení na Orco z Akumulovat na Držet. Díky lepším než očekávaným výsledkům v roce 2006 jsme zvýšili naši cílovou cenu založenou na analýze růstu NAV o 21% na 3690 Kč, což ukazuje, že dobré růstové vyhlídky Orca jsou již započítány v tržní ceně.

Předpokládáme, že větší podíl rezidenčního developmentu v portfoliu Orca by měl firmě pomoci v roce 2007 stále ještě výrazně zvýšit čistou hodnotu aktiv (NAV) na akcii o 21% na 120 Eur, v roce 2008 ale už vyschnutí tohoto zdroje povede jen k marginálnímu růstu NAV o 6%. Toto zpomalení by mělo být důsledkem způsobu výpočtu NAV u rezidenčního developmentu za použití tzv. Gross Development Value (GDV) – tu považujeme za potenciální budoucí hrozbu.

GDV oceňuje developerský projekt plnou nákladovou cenou (tj. hodnotou pozemku plus plánované investice) již ve chvíli, kdy se začne se stavbou. Jinými slovy v momentě započítání stavby reportovaná hodnota projektu vyskočí o hodnotu plánovaných investic a následně do dokončení projektu stagnuje. V následujícím grafu je náš odhad podílu již započatých projektů (GDV) na celkovém počtu rezidenčních developmentů:



Zdroj: Odhady EB

Z grafu je vidět, že vrchol v podílu již přeceněných projektů očekáváme v letošním roce.

Předpokládáme také, že poté, co se aktiva společnosti v posledních dvou letech ztrojnásobila, nebude společnost schopna přijít s tak velkým množstvím nových akvizic, které by nahradily zmíněné vyschnutí růstu u rezidenčního developmentu. Náš model přitom počítá s tím, že Orco do nových projektů vloží během dvou let přibližně 1,5 mld. Eur. Růst NAV na akcii pak také bude do značné míry brzdit velké zředení plynoucí z výměny opcí a konvertibilních dluhopisů za akcie společnosti. Na druhou stranu vyšší objem investic než očekáváme (především v oblasti rezidenčního developmentu) by byl potenciálním důvodem pro zlepšení našich odhadů.

V krátkodobém horizontu u akcií Orca přetrvává pozitivní momentum díky pokračujícímu růstu CEE realitních trhů. Předpokládáme, že tržní cena v krátkém horizontu může přesáhnout naši cílovou cenu mj. díky plánovanému uvedení akcií OPG na Varšavskou a Budapeštskou burzu (bude doprovázeno novou emisí akcií). Nové akcie budou pravděpodobně vydány s výraznou premií nad NAV a mnoho investorů očekává po kapitálové injekci další akvizice. Nicméně velké množství nových akvizic je (viz. výše) již zahrnuto v našem modelu.

### Výsledky Orca s menším překvapením

Výsledky Orca překonaly s čistým ziskem 96.7 mil. Eur naše i tržní očekávání. Důvodem byly již tradičně vyšší zisky z přecenění nemovitostí. Ty také byly důvodem hlavního překvapení: Finální NAV za rok 2006 bylo zvýšeno z dříve oznámených 92 Eur na akcii na 99,4 Eur. Vzhledem k tomu, že původní kalkulace již vycházela z ocenění nemovitostí nezávislým odhadcem DTZ předpokládáme, že nová hodnota byla způsobena jen vyšším vlastním jměním v důsledku vyššího čistého zisku než samo OPG odhadovalo. Tato "účetní chyba" nebude mít větší vliv na naši valuaci, když bez vlivu na očekávaný další růst pouze zvýšila základnu vlastního jmění. Zajímavější je tak spíše oznámená akvizice logistického centra poblíž Moskvy – pro Orco se jedná o krok do neznámého segmentu průmyslových nemovitostí, takže uvidíme...

### Povolanky aneb Kjóto na druhou

Evropská komise v březnu zveřejnila plán, ve kterém počítá, že Česká republika obdrží pro tzv. druhé alokační období (2008-12) 86.8mil. povolenek CO2 (pro úplnost dodejme, že jedna povolenka rovná se povolení emitovat 1 tunu CO2). A to je výrazně menší číslo, než Češi žádali – 101.9mil. povolenek. Ty by jistě byl důvod k tomu být pořádně našťavaný a výhrůžky o soudech ze strany

ministerstva průmyslu a obchodu by tedy mohly být na místě. Na druhou stranu musíme mít na paměti, že za rok 2005 jsme jako stát emitovali 82mil. tun CO<sub>2</sub> a podle nejnovějších odhadů zhruba 84 mil. tun CO<sub>2</sub> v loňském roce. A pokud chceme dodržovat usnesení z Kjóta, musíme si zvyknout, že snížení by v budoucnu mohla být ještě dramatičtější...přeci jen v přepočtu na obyvatele jsme země, která emituje téměř nejvíce oxidu uhličitého. Takže přebytky z let prvního alokačního období (2005-7), kdy ČR obdržela 97 mil. povolenek, jsou tak již s největší pravděpodobností pryč. Vzhledem k tomu, že ČR nebyla zdaleka jediná země s přebytkem v letech 2005-6, ba právě naopak, došlo k tomu, že přebytkové povolenky chtěly firmy prodat na burze a jejich cena se propadla ze 30 Eur za metrickou tunu téměř k nule (povolenky z prvního alokačního období není možné převádět do druhého). Systém se tak stal nefunkčním. I tak lze obhájit, že škrtat v přidělech se prostě musí, což samozřejmě některým zemím (třeba nám) může vadit více.

Pokud současný růst emisí českých podniků „natáhneme“ do budoucna, pak klidně můžeme být již v roce 2008 čistým kupcem povolenek. A to se samozřejmě (po finanční stránce) dotkne českých společností. Jak konkrétně, to má nyní v rukou česká vláda, která těch necelých 87mil. povolenek rozdělí mezi firmy. **Dopad na ČEZ?** Ano, bude. Problém je ale v tom, že momentálně ještě nejsme schopni říct, jaký ten dopad bude. Samotnou firmu totiž povolenky a jejich cena ovlivňuje ze dvou směrů. Tím prvním je bezesporu fakt, že ČEZ při výrobě elektřiny ze svých uhelných elektráren emituje oxid uhličitý a tudíž musí s povolenkami operovat. Že to pro ČEZ není úplně zanedbatelná položka, dokazuje skutečnost, že v roce 2005 vykázal ČEZ s obchodováními s nimi zisk před zdaněním zhruba miliardu korun, v roce 2006 dokonce 3 miliardy korun (část povolenek z roku 2005 byla prodána až v loňském roce za ceny přes dvacet Eur za tunu). Pro letošek očekáváme ještě mírný zisk v řádu desítek či stovek milionů korun, ale již od roku 2008 se ČEZ podle nás stane čistým kupcem povolenek. Za prvé, tím jak roste spotřeba elektřiny musí ČEZ více a více zapojovat uhelné elektrárny a tedy emitovat více CO<sub>2</sub>. Za druhé, pro první období ČEZ dostal 36.9 mil. povolenek. Pokud započítáme uvažované škrtý (Česká republika jako celek dostane o 10% povolenek méně než v prvním období, podle našich odhadů ČEZ dostane o 8% méně povolenek, protože se škrtý více dotkne třeba chemického sektoru), pak by ČEZ mohl dostat „jen“ 34.2 mil. povolenek pro léta 2008-12. **Suma sumárum, méně povolenek bude znamenat jejich vyšší cenu, proti tomu bude stát s povolenkami „deficitní“ ČEZ, který je bude muset dokupovat na burze a vykáže s jejich obchodováním ztrátu. Tedy negativní dopad.** Budoucí cenu této velmi volatilní položky je velmi těžké odhadovat. My ji v delším období vidíme na 20 Eurech za metrickou tunu.

Druhým směrem, kterým povolenky ovlivňují ČEZ, je cena elektřiny, do níž cena povolenky také vstupuje. Jednoduchá matematika – vyšší ceny povolenek (při jejich uvažovaném sníženém počtu pro druhé alokační období), mohou znamenat vyšší cenu elektřiny a tudíž vyšší zisky pro ČEZ. Tento kanál je zatím ale celkem dost nejasný, protože cena povolenek se podle nás nemůže do cen elektřiny promítnout v plné výši. Elektřina není vyráběna jen v uhelných elektrárnách, ale třeba také v jaderných či vodních (které oxid uhličitý neemitují), tak proč by se měla cena povolenky promítat „naplno“ do cen elektřiny? Pokud se podíváme nazpět, loni touto dobou byla cena povolenky zhruba až 30 Eur za metrickou tunu. Elektřina na burze v Lipsku se obchodovala kolem 61-2 Eur za MWh. Dnes stojí povolenka 1 Euro (futures na rok 2008 necelých 15 Eur), elektřina na rok 2008 se obchoduje na 54

Eur za MWh. Jinými slovy, pokles ceny povolenky o 15 Eur, vyvolal pokles ceny elektřiny „jen“ o 7.5 Eura za MWh. Podle nás jsou současné vysoké úrovně cen elektřiny spíše dílem budoucího možného nedostatku ve výrobních zdrojích, než dopadem cen povolenek.

**Aby jsme to vše shrnuli, z těchto dvou výše zmiňovaných směrů je zřejmé, že první z nich (ten negativní) by měl mít vliv na cenu akcie především v krátkém období a „vyšší“ ceny elektřiny díky cenám povolenek by se pozitivně projeví až v delším období.**

### Pegas předčil, ale neosnil

V březnu zveřejnila společnost Pegas své výsledky za rok 2006, které byly mírně nad očekáváním trhu (tržby 120.9mil €, EBITDA 42.1mil € a čistý zisk 20.7mil €). Pozitivní především je, že společnost dostala svým slibům a použila část výnosů z IPO na splátku nejdražších dluhů, přičemž se jí podařilo splatit více než plánovala. To svědčí o dlouhodobě dobré schopnosti generovat silné cash flow. V současné době činí dluh společnosti okolo 120mil. € s průměrnou úrokovou sazbou okolo 6% p.a. a měl by být splacen do roku 2013. Pegas se chce nadále více specializovat na specifické textilie, které mají vyšší přidanou hodnotu a společnost tak dosahuje nadprůměrné marže. Nová linka, která má být plně v provozu od začátku roku 2008, by měla plně produkovat tyto speciální textilie a zvýšit roční produkci ze současných 54 kt na 69 kt.

Jedním z důležitých kroků pro budoucnost Pegasu bude rozhodnutí největšího akcionáře (britský investiční fond Pamplona) o dalším setrvání v této společnosti. Ze zákona bude mít Pamplona první možnost prodat akcie v červnu po uplynutí období „lock-up“. Lze jen těžko odhadnout, zda bude Pamplona chtít dlouhodobě držet svůj podíl v Pegasu nebo se rozhodne realizovat zisk a z Pegasu odejít. My se domníváme, že minimálně v roce 2007 Pamplona z Pegasu nevystoupí. Nicméně v poslední době chybí akciím Pegasu impuls pro obchodování, které je velmi slabé. S novou linkou by se tato situace mohla zlepšit.

### Philip Morris ČR výrazně pocítil tlak konkurence

Zveřejněné výsledky čistého zisku byly pod očekáváním trhu, kdy konsolidovaný čistý zisk dosáhl 1,9 mld. Kč a nekonsolidovaný 1,65 mld. Kč. Jelikož se dividendy většinou vyplácí z nekonsolidovaného zisku a výplatní poměr se v minulosti pohyboval na 100%, tak odhadovaná výše hrubé dividendy za rok 2006 vychází okolo 600 Kč/akcii. Při současné ceně na burze tak akcie PM ČR nabízí dividendový výnos 6.2%. Je nutno podotknout, že v minulosti byl tento výnos okolo 7-8%. Pokud by investoři i nadále požadovali podobný výnos jako v minulosti, tak je současná cena příliš vysoká. Pokud ale srovnáme cenu a dividendový výnos z jinými tabákovými společnostmi, tak 6% výnos je nadprůměrný (normálně se pohybuje okolo 4%).

Co je ale příčinou stále se zhoršujících výsledků PM ČR? Je to především tlak konkurenčních firem a zvyšováním spotřebních daní na tabák. Spotřebitelé, kteří jsou velmi citliví na cenu, substituuji zavedené značky za super levné výrobky z dovozu. Jelikož PM ČR byl vždy silný v kategorii středně drahých a drahých cigaretách, tak ho tento trend velmi výrazně zasáhl. A to ještě největší procentuální zvýšení spotřební daně na cigarety nastává teprve nyní, lze tedy očekávat další velmi složitý rok pro PM ČR. První zlepšení hospodaření očekáváme až od poloviny roku 2008.

## Akcie - základní informace

	CME	Telefónica O2 CR	ČEZ	Erste Bank	Komerční banka	Orco Prop. Group	Philip Morris CR	Unipetrol	Zentiva	ECM	Pegas nonnov.
Doporučení	akumulovat	držet	držet	–	akumulovat	držet	–	držet	koupit	koupit	akumulovat
12-měs. cílová cena (Kč)	98,7 USD	600	989	–	3 800	3 690	–	262.00	1 650	1 914	806
<b>Cena (Kč) (3.4.)</b>	<b>1 866</b>	<b>558.1</b>	<b>946.9</b>	<b>1 638</b>	<b>3 664</b>	<b>3 553</b>	<b>9 801</b>	<b>238.4</b>	<b>1468.0</b>	<b>1992.0</b>	<b>715.0</b>
Roční min (Kč)	1 158	417.2	565.5	1130	2 815	2 044	8 873	156.8	843.0	1561.0	678.8
Roční max (Kč)	1 930	565.1	1010.0	1 711	3 667	3 706	16 720	278.3	1489.0	1992.0	730.5
Tržní kapital. (mld. Kč)	75.1	179.8	560.6	501.7	139.3	25.4	26.9	43.2	56.0	7.7	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	2006	2007e	2005	2006	2007e	2004	2005	2006e	2006	2007e
Tržby (mil.)	401.0	604.0	734.6	61 156	61 311	61 928	100 165	125 083	148 829	120.9	123.4
EBITDA (mil.)	157.9	218.8	272.0	27 240	27 906	27 393	37 539	50 157	66 255	42.1	42.7
EBIT (mil.)	52.6	140.7	236.9	9 432	11 160	11 939	19 155	29 420	42 354	29.9	30.6
Čistý zisk (mil.)	42.5	20.2	146.4	6 249	8 020	8 891	13 059	21 452	29 879	20.7	20.4
Zisk na akcii (x)	1.1	0.5	3.9	19.4	24.9	27.6	22.1	36.2	50.5	2.2	2.2
Dividenda (x)	0	0	0	0.0	45.0	50	9.0	17.0	19.0	–	–
Marže EBITDA (%)	39.4%	36.2%	37.0%	44.5%	45.5%	44.2%	37.5%	40.1%	44.5%	34.8%	34.6%
Marže EBIT (%)	13.1%	23.3%	32.2%	15.4%	18.2%	19.3%	19.1%	23.5%	28.5%	24.7%	24.8%
P/E	79.3	167.7	23.0	96.2	22.4	20.2	–	26.1	18.8	11.4	11.6
EV/EBITDA	21.3	15.2	12.2	6.8	6.6	6.7	–	12.2	8.8	–	–

**Philip Morris CR** (Kč, IFRS, konsolid.)

**Unipetrol** (Kč, IFRS, konsolidováno)

**Zentiva** (Kč, IFRS, konsolidováno)

	2004	2005	2006e	2005	2006	2007e	2005	2006p	2007e
Tržby (mil.)	12 223	11 790	9 867	80 946	94 591	80 942	11 839	14 003	18 608
EBITDA (mil.)	5 278	4 348	3 195	9 505	7 601	9 993	3 240	4 173	5 852
EBIT (mil.)	4 866	3 790	2 813	5 279	3 565	5 835	2 578	3 303	4 126
Čistý zisk (mil.)	4 410	2 730	2 135	3 429	1 621	4 296	1 878	2 203	2 698
Zisk na akcii (x)	1 606	994	778	18.9	8.9	23.7	49.2	57.8	70.7
Dividenda (x)	1 606	1 606	1 112	0	0	0	–	–	–
Marže EBITDA (%)	43.2%	36.9%	32.4%	11.7%	8.0%	12.3%	27.4%	29.8%	31.4%
Marže EBIT (%)	39.8%	32.1%	28.5%	6.5%	3.8%	7.2%	21.8%	23.6%	22.2%
P/E	6.1	9.9	12.6	12.6	26.7	10.1	29.8	25.4	20.8
EV/EBITDA	5.1	5.5	7.2	–	4.8	4.8	17.9	13.9	9.9

**Erste Bank** (EUR, IFRS, konsolid.)

**Komerční banka** (Kč, IFRS, konsolid.)

	2005	2006	2007e	2005	2005	2007e
Celková aktiva (mil.)	152 660	181 703	175 349	493 738	549 236	604 921
Čisté provoz.výnosy (mil.)	4 329	4 694	5 844	24 734	26 653	28 997
Provozní zisk (mil.)	1 653	1 811	2 332	12 035	13 608	14 823
Čistý zisk (mil.)	712	932	1 131	8 960	9 120	10 820
Zisk na akcii (x)	2.32	3.04	3.69	235.7	239.9	284.7
Dividenda (x)	0.5	0.55	0.58	100	250	230
Čistá úroková marže	2.08%	2.08%	2.08%	3.1%	3.2%	3.2%
ROE	19.0%	19.0%	13.0%	19.5%	19.5%	14.8%
P/E	25.2	19.2	15.8	15.5	15.3	12.9
P/BV	4.3	2.2	2.4	2.8	2.7	2.4

**Orco** (EUR, IFRS, konsolidováno)

**ECM** (EUR, IFRS, konsolidováno)

	2004	2005	2006e	2004	2005	2006e
Tržby (mil.)	70.7	51.3	151.0	9.7	33.2	34.8
EBITDA (mil.)	36.0	79.0	106.5	8.4	31.2	13.6
EBIT (mil.)	31.2	76.9	103.5	7.7	30.4	12.9
Čistý zisk (mil.)	18.7	56.3	69.4	3.6	20.6	19.2
Zisk na akcii (x) (ředěný)	2.62	7.87	9.71	0.93	5.33	4.96
Dividenda (x)	0.4	0.5	0.8	–	–	–
Marže EBITDA (%)	50.9%	154%	71%	86.6%	94%	–
Marže EBIT (%)	44.1%	150%	69%	79.4%	92%	37%
NAV / akcii (€)	34.6	49.7	92.0	–	–	54.0
Cena / NAV	3.67	2.55	1.38	–	–	1.32

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

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS 06	Konsensuální odhady I/B/F/S						Oček. růst EPS 06/08	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS07		
				EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08	Změna za 1M	P/E 08		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Česká republika	Telefonica O2 CR	557.2	24.9	29.8	2.6%	18.7	31.8	0.8%	17.5	13.0%	44.8%	-3.1%	16%	22.9	42.3
	ČEZ	948.0	46.8	60.5	-0.5%	15.7	72.2	0.2%	13.1	24.2%	83.8%	-6.4%	5%	52.6	64.4
	Komerční banka	3643	239.9	266.1	1.0%	13.7	289.0	1.2%	12.6	9.7%	34.3%	-1.0%	4%	248.5	284.7
	Philip Morris CR	9792	773.7	733.6	0.0%	13.3	656.2	0.0%	14.9	-7.9%	13.1%	-42.1%	19%	633.8	833.5
	Unipetrol	238.4	17.5	19.7	0.0%	12.1	23.2	0.0%	10.3	15.2%	64.4%	-15.6%	16%	16.3	23.7
	Zentiva	1468.0	57.9	71.5	0.3%	20.5	88.9	4.0%	16.5	23.9%	83.3%	-3.6%	4%	67.6	76.1
						15.7			13.7	18.4%					
Maďarsko	Borsodchem	2880	189	223	-9.3%	12.9	179	-30.2%	16.1	-2.9%	40.5%	-4.6%	n.m.	223.3	223.3
	Ecis	20900	2169	1556	-6.9%	13.4	1822	-4.7%	11.5	-8.3%	0.6%	-41.1%	28%	1136.8	2443.0
	FHB	2195	125	111	-12.0%	19.9	119	-14.8%	18.5	-2.6%	158.2%	-1.0%	12%	97.2	129.2
	Gedeon Richter	35250	2797	2388	-3.1%	14.8	2708	-3.5%	13.0	-1.6%	5.2%	-30.6%	7%	2059.3	2914.7
	Magyar Telecom	953	74	76	-0.5%	12.5	84	-0.1%	11.3	7.1%	25.9%	-11.2%	10%	66.2	85.0
	MOL	21600	3480	2252	0.7%	9.6	2225	1.4%	9.7	-20.0%	22.0%	-19.0%	3%	1769.4	2669.8
	OTP	8500	723	777	-0.4%	10.9	870	-0.2%	9.8	9.7%	66.0%	-6.4%	11%	739.0	827.6
						11.1			10.5	-6.2%					
duální listing	Bank Austria	136.5	2.50	2.58	-11.0%	52.9	2.88	-1.4%	47.4	7.3%	51.1%	-4.0%	16%	2.21	3.10
	Erste Bank	58.48	2.96	3.89	1.0%	15.0	4.69	0.3%	12.5	26.0%	49.8%	-4.6%	6%	3.63	4.64
	Raiffeisen Bank	106.93	4.17	5.39	-3.0%	19.9	6.82	-3.1%	15.7	27.9%	93.1%	-11.3%	6%	4.73	6.00
	Orco Property Group	127	7.42	8.58	-31.2%	14.8	8.84	-38.2%	14.4	9.2%	79.0%	-5.2%	64%	4.69	12.46
	Central European Media Ent.	88.92	0.62	2.90	0.0%	30.6	4.04	0.0%	22.0	155.3%	73.3%	-1.6%	12%	2.62	3.45
	Central Eur. Distribution Co.	29.39	1.25	1.58	0.0%	18.6	1.99	0.0%	14.8	26.3%	55.6%	-5.1%	9%	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	EPS 06	Konsensuální odhady I/B/E/S						Oček. růst EPS 06/08	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS07		
				EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08	Změna za 1M	P/E 08		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Polsko	Aora	47.50	0.59	1.21	0.0%	39.2	1.37	0.0%	34.6	52.1%	73.4%	-5.6%	29%	0.79	1.85
	Bank BPH	1005.00	44.15	50.49	6.0%	19.9	53.80	2.9%	18.7	10.4%	69.8%	-8.2%	1%	8.54	8.61
	Bank Pekao	262.00	10.72	12.04	0.0%	21.8	13.80	0.6%	19.0	13.5%	69.6%	-2.6%	8%	45.71	56.44
	BZ WBK	273.00	10.14	12.37	3.6%	22.1	14.48	4.8%	18.9	19.5%	85.7%	-1.1%	7%	10.58	12.96
	BRE Bank	470.00	14.27	21.06	0.0%	22.3	22.06	0.1%	21.3	24.3%	195.6%	-4.7%	3%	12.01	12.67
	Computerland	98.80	5.40	6.99	0.0%	14.1	6.91	-6.4%	14.3	13.1%	6.0%	-23.1%	2%	1.53	1.63
	Echo Investment	111.70	6.72	8.09	0.0%	13.8	7.78	0.0%	14.4	7.6%	98.1%	-6.3%	31%	5.47	8.51
	GTC	50.80	3.05	4.35	0.0%	11.7	5.99	0.0%	8.5	40.2%	147.8%	-7.2%	10%	7.51	8.67
	Grupa Kety	191.00	9.77	11.64	0.0%	16.4	12.88	0.0%	14.8	14.8%	66.8%	-7.3%	1%	4.28	4.40
	Grupa Lotos	44.11	6.25	5.34	5.5%	8.3	4.81	12.2%	9.2	-12.3%	14.6%	-26.4%	4%	10.90	12.15
	KGHM	99.10	16.93	15.92	-0.1%	6.2	12.67	0.6%	7.8	-13.5%	32.0%	-27.7%	19%	3.86	6.26
	LPP	1329.00	28.81	43.80	8.0%	30.3	52.56	6.7%	25.3	35.1%	179.8%	-3.0%	15%	12.30	19.35
	Netia	4.07	-0.98	0.08	0.0%	50.9	0.15	0.0%	27.1	#NUM!	1.8%	-29.8%	1%	43.47	44.13
	Opoczno	47.50	0.93	2.29	-18.0%	20.7	3.31	-9.2%	14.4	89.0%	74.6%	-1.9%	n.m.	0.08	0.08
	Orbis	86.00	1.71	3.34	0.0%	25.7	3.83	0.0%	22.5	49.6%	123.4%	-9.5%	27%	1.86	2.72
	PBG	367.00	4.32	6.90	0.0%	53.1	10.06	0.0%	36.5	52.5%	206.4%	-2.0%	32%	2.14	4.19
	PGNiG	4.19	0.20	0.24	0.6%	17.5	0.27	0.4%	15.5	16.1%	34.7%	-6.3%	4%	6.73	7.08
	PGF	76.55	5.16	5.34	-0.4%	14.3	5.91	-0.8%	13.0	7.0%	31.3%	-14.9%	20%	0.19	0.33
	PKN	47.00	5.45	5.27	-4.2%	8.9	5.43	-2.6%	8.6	-0.1%	15.5%	-30.4%	0%	5.33	5.35
	PKO BP	47.79	2.12	2.35	1.8%	20.4	2.66	1.5%	17.9	12.1%	51.2%	-3.7%	15%	4.00	6.36
	Prokom	152.30	6.33	8.55	-0.4%	17.8	9.81	7.8%	15.5	24.5%	29.1%	-15.1%	6%	2.13	2.51
	Softbank	69.60	2.50	2.58	-11.0%	27.0	2.88	-1.4%	24.2	7.3%	104.7%	-5.0%	17%	6.96	9.79
	TPSA	23.35	1.50	1.78	0.0%	13.1	1.90	0.2%	12.3	12.7%	32.7%	-14.0%	10%	1.63	2.14
	TVN	25.89	0.70	0.93	-0.8%	27.8	1.27	4.8%	20.4	34.7%	58.8%	-11.6%	10%	0.76	1.05
						15.4			14.5	9.7%					
Rusko	Baltika Brewery	47.50	2.32	3.07	-3.3%	15.5	3.47	-3.5%	13.7	22.3%	41.4%	-2.9%	20%	2.13	3.70
	Cherepovets Severstal	13.40	1.59	1.49	2.3%	9.0	1.59	4.6%	8.4	0.0%	34.7%	-7.9%	18%	1.06	1.89
	Evrax Group	35.50	3.64	4.30	10.8%	8.2	3.80	6.9%	9.3	2.2%	86.8%	-1.3%	25%	2.86	5.51
	Gazprom	41.15	0.90	1.00	3.2%	10.3	1.09	3.6%	9.4	10.3%	27.2%	-23.2%	16%	0.64	1.23
	Lukoil	84.70	8.99	8.97	0.2%	9.4	8.41	-0.7%	10.1	-3.3%	36.8%	-11.8%	14%	7.94	12.53
	Norilsk Nickel	195.00	25.91	29.47	11.0%	6.6	23.84	8.5%	8.2	-4.1%	114.3%	0.0%	24%	15.61	40.78
	MTS	58.33	3.15	4.58	2.9%	12.7	5.03	2.5%	11.6	26.4%	124.3%	-2.2%	9%	3.52	5.24
	Novatek	5.78	0.19	0.25	-6.0%	23.5	0.34	-3.8%	17.1	32.3%	78.2%	-13.2%	15%	0.21	0.28
	Novolipetsk	2.93	0.30	0.25	0.0%	11.8	0.24	0.0%	12.0	-9.6%	62.8%	-0.3%	17%	0.18	0.30
	Rostelcom	8.45	0.16	0.17	11.0%	49.0	0.18	12.2%	45.8	6.0%	188.4%	-4.0%	15%	0.13	0.20
	Seventh Continent	28.50	0.95	1.18	0.4%	24.1	1.51	3.9%	18.9	26.2%	62.9%	-0.3%	25%	0.85	1.82
	Surautnefteaz	1.22	0.13	0.11	-7.7%	11.6	0.11	-8.0%	11.3	-8.8%	17.3%	-34.1%	30%	0.06	0.16
	Tatneft	4.55	0.52	0.52	-3.8%	8.7	0.45	-8.6%	10.2	-6.8%	30.0%	-25.4%	7%	0.47	0.57
	Unified Enerav	1.40	0.03	0.04	12.2%	33.5	0.05	7.9%	26.3	39.3%	159.1%	-0.3%	36%	0.02	0.06
	Vimpelcom	98.01	4.23	6.13	3.2%	16.0	7.23	-0.3%	13.6	30.8%	161.4%	-1.2%	11%	5.41	7.96
						11.1			10.8	5.7%					

## Tabulková část – Turecko

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS 06	Konsensuální odhady I/B/E/S						Oček. růst EPS 06/08	Vůči 52-týdennímu		Rozptýl. odhadů EPS07		
				EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08	Změna za 1M	P/E 08		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Turecko	Acibadem Saalik	17.00	0.28	0.34	-12.6%	49.8	0.53	0.0%	32.1	37.6%	34.9%	-5.6%	54%	0.21	0.47
	Adana Cimento	8.05	1.07	1.03	-5.1%	7.8	1.10	0.0%	7.3	1.6%	65.8%	-14.8%	10%	0.86	1.14
	Akbank	9.50	0.67	0.88	-3.4%	10.7	1.05	-3.6%	9.0	25.6%	71.2%	-6.9%	13%	0.69	1.02
	Akcansa Cimento	8.25	0.77	0.76	-1.3%	10.8	0.92	-5.2%	9.0	9.5%	73.3%	-26.3%	15%	0.56	0.90
	Aksa	4.14	0.85	0.33	0.0%	12.4	0.35	0.0%	12.0	-36.3%	96.1%	-4.7%	n.m.	0.33	0.33
	Aksiorta	7.00	0.26	0.31	-3.4%	22.9	0.37	0.0%	19.2	19.6%	98.9%	-6.0%	27%	0.24	0.42
	Anadolu Cam	5.90	0.24	0.36	-3.2%	16.4	0.42	-26.4%	14.2	31.2%	41.8%	-9.9%	23%	0.27	0.56
	Anadolu Efes	46.75	2.49	2.78	-1.8%	16.8	3.23	1.8%	14.5	13.8%	46.1%	-4.6%	10%	2.31	3.06
	Arcelik	9.60	0.81	0.97	-2.5%	9.9	1.13	0.8%	8.5	18.0%	23.9%	-22.0%	17%	0.67	1.18
	Beko Elektronik	1.86	-0.37	0.03	-7.4%	64.7	0.15	0.0%	12.8	#NUM!	12.7%	-33.1%	272%	-0.04	0.17
	Brisa Bridgestone	85.50	5.34	7.05	-2.8%	12.1	6.45	0.0%	13.3	9.9%	71.0%	-10.9%	41%	4.99	9.11
	Cimsa Cimento	10.20	1.06	1.14	1.2%	8.9	1.22	13.0%	8.4	7.2%	83.8%	-13.6%	9%	1.02	1.29
	Denizbank	14.20	0.95	0.94	1.9%	15.1	0.93	0.0%	15.3	-1.4%	42.0%	-21.1%	15%	0.79	1.10
	Doan Yavin	5.40	0.05	0.25	4.1%	21.3	0.25	7.5%	21.8	112.9%	35.0%	-31.2%	23%	0.22	0.32
	Eczacibasi Ilac	6.55	0.20	0.25	0.0%	26.5	0.45	21.6%	14.4	51.7%	148.1%	-7.7%	n.m.	0.36	0.36
	Enka Insaat	19.20	1.00	1.15	-1.3%	16.7	1.18	3.8%	16.2	8.9%	118.2%	-0.5%	33%	0.89	2.04
	Ereli Demir	14.50	1.22	1.12	29.1%	12.9	1.51	9.2%	9.6	11.2%	133.9%	-0.7%	45%	0.22	1.68
	Finansbank	6.05	0.61	0.52	-8.7%	11.7	0.62	-3.7%	9.8	0.7%	25.5%	-9.0%	27%	0.36	0.76
	Ford Otomotiv	12.30	1.43	1.28	-1.2%	9.6	1.45	-1.9%	8.5	0.9%	44.7%	-13.4%	16%	0.91	1.75
	Fortis Bank	2.05	0.12	0.16	0.0%	12.5	0.22	0.0%	9.2	39.2%	70.0%	-31.7%	27%	0.13	0.21
	Sabancı Holdinas	5.90	0.39	0.52	0.2%	11.3	0.59	-2.8%	10.0	22.8%	57.8%	-15.7%	18%	0.40	0.67
	Hurriyet	4.30	0.28	0.30	0.3%	14.5	0.38	12.9%	11.2	16.1%	68.0%	-20.4%	19%	0.22	0.39
	KOC Holdinas	6.60	0.47	0.68	2.4%	9.7	0.87	6.1%	7.6	35.8%	52.1%	-6.3%	34%	0.31	1.00
	Migros	18.20	0.45	0.92	-5.9%	19.7	1.00	-8.6%	18.2	49.8%	76.7%	-6.7%	17%	0.70	1.16
	Petrol Ofisi	6.00	0.55	0.67	-2.7%	9.0	0.79	-2.3%	7.6	19.8%	49.3%	-32.6%	20%	0.44	0.87
	Tofas	5.35	0.16	0.21	0.2%	26.0	0.58	-6.0%	9.3	87.4%	98.1%	-13.0%	33%	0.07	0.36
	Trakva Cam	4.28	0.46	0.42	3.6%	10.1	0.52	-4.2%	8.2	6.1%	47.4%	-15.8%	12%	0.37	0.52
	Tupras	30.50	2.88	3.49	-0.1%	8.7	3.85	-2.3%	7.9	15.6%	37.4%	-6.2%	7%	3.18	3.91
	Turk Demir Dokum	11.40	1.31	1.36	0.5%	8.4	1.50	3.9%	7.6	7.0%	16.9%	-20.3%	11%	1.21	1.51
	Turk Ekonomi Bankasi	24.00	1.40	1.90	2.1%	12.7	2.43	-15.8%	9.9	31.6%	128.6%	-0.4%	13%	1.70	2.29
	Turkcell	7.25	0.56	0.74	1.2%	9.8	0.88	-5.2%	8.2	25.0%	36.8%	-10.5%	44%	0.51	1.65
	Turkive Garanti	6.45	0.51	0.65	9.3%	9.9	0.78	11.0%	8.3	23.8%	89.7%	-1.5%	10%	0.57	0.75
	Isbank	6.90	0.40	0.62	-6.6%	11.1	0.75	-0.1%	9.2	36.8%	53.3%	-21.5%	17%	0.50	0.87
	Turk Sise Cam	5.40	0.51	0.55	-0.9%	9.8	0.66	-7.6%	8.2	13.3%	55.2%	-13.6%	14%	0.43	0.67
	Vakifbank	3.68	0.32	0.38	-2.0%	9.6	0.45	-1.5%	8.2	18.1%	41.0%	-15.9%	12%	0.32	0.49
	Vestel Elek	3.58	0.44	0.59	10.8%	6.1	1.07	36.0%	3.4	56.6%	26.1%	-38.3%	48%	0.33	0.99
	Yapi Kredi Bank	3.06	0.18	0.24	-9.4%	12.7	0.30	-15.7%	10.0	31.4%	53.8%	-10.5%	32%	0.12	0.35
						11.4			9.6	21.5%					



## KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

	Společnost	Událost
<b>Duben 2007</b>		
23.4.	ČEZ	Řádná VH, odsouhlasení nákupu státního podílu
24.4. (očekáváno)	Philip Morris	Řádná VH, 17.4. rozhodný den
25.4. (očekáváno)	Komerční banka	Řádná VH, výroční zpráva za 2006 a schválení dividendy 150Kč / akcii
26.4.	Telefónica O2 CR	Řádná VH 2007 a výsledky 1Q 2007
30.4.	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
<b>Květen 2007</b>		
3.5.	CME	Výsledky za 1Q 2007
11.5.	KB	Výsledky za 1Q 2007
14.5.	Zentiva	Výsledky za 1Q 2007
15.5.	Unipetrol	Konsolid. a nekonsolid. výsledky za 1Q 2007
16.5.	ČEZ	Výsledky za 1Q 2007
30.5.	Orco	Výsledky za 1Q 2007
31.5.	Pegas	Auditované výsledky 2006
31.5.	ECM	Nekons. výsledky za 1Q 2007
31.5.	Erste bank	Řádná VH

## 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 akcii odrážejí férovou hodnotu akcii, při jejímž stanovení jsou brány v potaz fundamentální faktory a další informace relevantní pro cenu akcie. Všechna slovní doporučení vychází z fundamentální hodnoty cenných papírů a neodrážejí relativní výkonnost akcie vůči jiným regionálním titulům. Slovní doporučení odrážejí vztah mezi cílovou cenou a cenou akcie při určení cílové ceny, tj. vydáním příslušné podnikové analýzy. V závorkách jsou uvedeny příslušné číselné hodnoty: *kupovat* (cílová cena 20% nad cenou akcie), *akumulovat* (10% až 20% nad), *držet* (0% až 10% nad), *redukovat* (cílová cena leží v pásmu -10% až 0% vzhledem k ceně akcie při určení cílové ceny) a *prodávat* (pod -10%).

*Rizika.* Minulý výkon investičních nástrojů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé investiční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna, a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů či riziko tržních kolísání. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena vychází z předpokladů uvedených v analýze. Jiný než očekávaný vývoj těchto předpokladů představuje rovněž klíčové riziko.

*Aktualizace.* Investiční doporučení, analýzy a prognózy jsou aktualizovány v rámci pravidelných publikací České spořitelny, a.s. a Erste Bank Group. Cílové ceny akcii 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	16.3.07	1 650	koupit
18.10.06	989	koupit	7.11.06	1 460	akumulovat
1.8.06	962	koupit	10.8.06	1 390	akumulovat
29.5.06	962	koupit	12.5.06	1 410	akumulovat
3.2.06	893	koupit	20.3.06	1 390	akumulovat
6.12.05	873	akumulovat	14.11.05	1 315	akumulovat

Česky Telecom			Unipetrol		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
8.3.07	600	držet	20.11.06	262	koupit
25.9.06	550	koupit	10.7.06	251	koupit
4.5.06	608	koupit	22.2.06	261	prodat

Komerční banka			Orco		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
27.3.06	3 800	akumulovat	28.3.07	3 690	držet
			21.4.06	108.8 (€)	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 veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem
(6) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu jinou smlouvu o poskytování investičních služeb
(7) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení.

Emitent	Střet zájmu (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 (SPAD 9).

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/ANALYZA](http://www.csas.cz/analiza)
**Odbor Ekonomické a strategické analýzy**

Ředitel odboru, investiční strategie

**Viktor Kotlán**

+420/224 995 217

[vkotlan@csas.cz](mailto:vkotlan@csas.cz)

Makro tým (Střední Evropa)

Mária Fehérová

+420/224 995 232

[mfeherova@csas.cz](mailto:mfeherova@csas.cz)

Makro tým (ČR)

Martin Lobotka

+420/224 995 192

[mlobotka@csas.cz](mailto:mlobotka@csas.cz)

Makro tým (USA, EMU)

Luboš Mokráš

+420/224 995 456

[lmokras@csas.cz](mailto:lmokras@csas.cz)

Makro tým (ČR), team-leader

David Navrátil

+420/224 995 439

[dnavratil@csas.cz](mailto:dnavratil@csas.cz)

Akciový tým (CEE Real Estate)

Petr Bártek

+420/224 995 227

[pbartek@csas.cz](mailto:pbartek@csas.cz)

Akciový tým (svět)

Ján Hájek

+420/224 995 324

[janhajek@csas.cz](mailto:janhajek@csas.cz)

Akciový tým (ČR)

Radim Kramule

+420/224 995 213

[rkramule@csas.cz](mailto:rkramule@csas.cz)

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

Jakub Židon

+420/224 995 340

[zidon@csas.cz](mailto:zidon@csas.cz)**Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování**

Ředitel úseku

**Petr Witowski**

+420/224 995 800

[pwitowski@csas.cz](mailto:pwitowski@csas.cz)**Robert Novotný**

+420/224 995 148

[rnovotny@csas.cz](mailto:rnovotny@csas.cz)**Odbor Obchody treasury – ředitel odboru****Libor Vošický**

+420/224 995 592

[lvoicky@csas.cz](mailto:lvoicky@csas.cz)**Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru****Pavel Křivonožka**

+420/224 995 565

[pkrivonozka@csas.cz](mailto:pkrivonozka@csas.cz)**Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru****Daniel Drahotský**

+420/224 995 178

[ddrahotsky@csas.cz](mailto:ddrahotsky@csas.cz)**Odbor Proprietary trading**

Dušan Vaškovic

+420/224 995 417

[dvaskovic@csas.cz](mailto:dvaskovic@csas.cz)**Úsek Investiční bankovnictví**

Ředitel úseku

**Jan Brabec**

+420/224 995 816

[jbrabec@csas.cz](mailto:jbrabec@csas.cz)**Jiří Hrbáček**

+420/224 995 836

[jhrbacek@csas.cz](mailto:jhrbacek@csas.cz)**Odbor Primární emise**

Alice Racková

+420/224 995 197

[arackova@csas.cz](mailto:arackova@csas.cz)**Odbor Finanční instituce – ředitel odboru**

Jana Daňková

+420/224 995 128

[jandankova@csas.cz](mailto:jandankova@csas.cz)**Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru****Jan Brabec**

+420/224 995 816

[jbrabec@csas.cz](mailto:jbrabec@csas.cz)**Erste Bank Vídeň – Global Macro & CEE Equity**

Head of Research

**Friedrich Mostböck**

+43 501 00 119 02

[friedrich.mostboeck@erstebank.at](mailto:friedrich.mostboeck@erstebank.at)

Co-Head of CEE Equities

Henning Esskuchen

+43 501 00 196 34

[henning.esskuchen@erstebank.at](mailto:henning.esskuchen@erstebank.at)

Co-Head of CEE Equities

Guenther Artner

+43 501 00 115 23

[guenther.artner@erstebank.at](mailto:guenther.artner@erstebank.at)

akcie – sektor ropa, plyn

Tamás Pletser

+361 235 51 33

[tpletser@erstebank.com](mailto:tpletser@erstebank.com)

akcie – sektor bankovnictví

Guenther Hohberger

+43 501 00 173 54

[guenther.hohberger@erstebank.at](mailto:guenther.hohberger@erstebank.at)

akcie – sektor bankovnictví

Angelika Zwerenz

+43 501 00 119 03

[angelika.zwerenz@erstebank.at](mailto:angelika.zwerenz@erstebank.at)

akcie – sektor telekomunikace

Vera Sutedja

+43 501 001 1905

[MariaVeronika.Sutedja@erstebank.at](mailto:MariaVeronika.Sutedja@erstebank.at)

akcie – sektor farmacie

Vladimíra Urbánková

+420 224 995 940

[urbankovav@ersteinet.cz](mailto:urbankovav@ersteinet.cz)

akcie – sektor IT

Daniel Lion

+43 501 00 174 20

[daniel.lion@erstebank.at](mailto:daniel.lion@erstebank.at)

akcie – sektor strojírenství

Gerald Walek

+43 501 00 163 60

[gerald.walek@erstebank.at](mailto:gerald.walek@erstebank.at)

akcie – sektor pojišťovnictví

Christoph Schultes

+43 501 00 163 14

[christoph.schultes@erstebank.at](mailto:christoph.schultes@erstebank.at)**Brokerjet**

On-line obchodování s CP

+420 222 004 444

[www.brokerjet.cz](http://www.brokerjet.cz)