

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

8.6.2007
Červen

Český akciový trh

- Nové reporty na společnosti ČEZ (držet, 1 045 Kč) a Zentiva (kupovat, 1 760Kč)
- Je současná cena Unipetrolu podhodnocená?
- 1Q 2007 výsledky ČEZ, ECM, Orco, Pegas a Zentiva

Zahraniční akcie

- CO2: má smysl žalovat EK za „nízký“ přiděl?

Akcie	Kurz (Kč) 31.5.2007	Roční cílová cena (Kč)	Investiční doporučení (datum zveřejnění)	Oček. výnos p.a.	Komentář
-------	------------------------	---------------------------------	---	------------------------	----------

Investiční doporučení pro český akciový trh

CME	1 825	97,8 USD	akumulovat (31.1.07)	18,7%	Ministr vnitra Langer se snaží tlačit na rozbití "duopolu Nova a Prima" (jak ho někteří nazývají) a dává ultimáta. Uvidíme, jestli se podaří stihnout nástup digitilazace v roce 2009. Zůstáváme spíše pesimisty a optimisty na CME.
ČEZ	1 074	1 045	Držet (8.6.07)	(2,6%)	Fakt, že na trhu stále působí jen velký kupec (ČEZ uplatňuje svůj buyback program) a žádný velký prodejce (stát akcie stále neprodává), přehlušil i relativně špatné výsledky za první kvartál letošního roku. V našem modelu jsme zvýšili dlouhodobou cenu elektřiny na 50 Eur za MWh, hlavně kvůli vyšší ceně povolenky.
Telefónica O2 CR	610.1	600	držet (8.3.07)	(2,1%)	Evropský parlament a ministři jednotlivých států schválili strop roamingových cen a jejich postupné snižování. Vliv na výsledky v roce 2007 asi spíše omezený. Nicméně cena akcie se dostala nad náš cíl a vidíme pouze minimální prostor pro další růst.
Komerční banka	3 848	4 400	akumulovat (5.5.07)	15,4%	Zprávy žádné, fundamentální dopad má jen zvýšení sazeb o 25bps od ČNB... dokud sazby neohrožují růst hypoték, tak pozitivní...KB ale víc táhne relativní srovnání s bankami v regionu...
Orco	3 507	3 690	držet (28.3.07)	6,3%	Orcu všechny důležité akvizice spadly až do 2. čtvrtletí, takže 1Q výsledky byly slabší. 2. čtvrtletí ale slibuje jinou podívanou a nyní probíhající úpis až 1,5 mil. ks, tj. skoro 20% nových akcií (cca 180 mil. Eur) slibuje nové akvizice krátkodobě ale úpis kurzu nepomáhá.
Philip Morris CR	10 513	---	---	---	V květnu oznámila společnost PM CR, že v létě uzavře výrobu ve Strážnicích a přesune ji do Kutné Hory. Ze současných 36 zaměstnanců nabídne práci zhruba polovině. Roční úspora se odhaduje na přibližně 12mil.Kč (0,2% nákladů), tedy min. vliv na hospodaření.
Unipetrol	274,3	262	Koupit (20.11.06)	(9,5%)	Italský koncern Eni navýšil svůj podíl v České Rafinerské na 34,6%. Trh spekuluje o ceně za 16,3% podíl, přičemž odhady naznačují podhodnocení ceny akcií Unipetrolu. Stále se domníváme, že Unipetrol by mohl investory do budoucna příjemně překvapit.
Zentiva	1 443	1 760	koupit (25.5.07)	22,4%	Výsledky za 1Q 2007 nepřinesly pozitivní překvapení, přesto Zentiva zaznamenala zdravé tempo růstu v Rumunsku a Rusku, nicméně největší pokles růstu nastal na domácím trhu ČR. Tržby y/y vzrostly o 6,3%, EBIT 0% a čistý zisk 1,6%.
Pegas	809	806	akumulovat (1.3.07)	(0,5%)	Pegas zveřejnil výsledky za 1Q07 lehce nad očekáváním trhu. Hlavním tahounem byla vyšší produkce (+4,1% y/y) díky zlepšení efektivity procesů. Management také oficiálně požádal české úřady o investiční pobídku na další, již 9. linku. Mohla by být zprovozněna již 2009/10.
ECM	1 953	v revizi	v revizi	-2,2%	S výsledky účetně pod očekáváním, ale s úspěšným prodejem dvou budov v projektu City ECM konečně přineslo zajímavé zprávy. Bohužel ale také skončilo lock up období na uplatnění akciových opcí vydaných ještě před IPO. Možné přistání 45% nových akcií na trhu tak krátkodobě přebíjí jinak pozitivní vývoj jak trhu, tak společnosti...

Poznámka: Philip Morris CR zatím Erste Bank analyticky 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. Aktualizace 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

Květen ve znamení buybacku ČEZu

V květnu hlavní index PX povyrostl o 1,49% a na konci měsíce dosáhl hodnoty 1 833,2 bodů. Přičemž meziročně si připsal již 37,97%. Volatilita byla v květnu poměrně nízká, kdy rozdíl mezi minimem (1805,4) a maximem (1838,2) byl pouze 32,8 bodů. Podstatným faktorem ve vývoji indexu sehrál ČEZ, který ani jeden den nepolevil s nákupem vlastních akcií. Za květen ČEZ nakoupil přes 6,5mil vlastních akcií za průměrnou cenu 1 068,6Kč, což představuje 1,1% vlastního kapitálu. Hlavními událostmi byly k květnu, kromě již zmiňovaného odkupu akcií ČEZ, oznámení ENI o odkupu podílu v České Rafinérské (kde drží majoritu Unipetrol), odsouhlasení stropu cen roamingu v rámci EU a zbylé 1Q výsledky.

Čtvrtletní výsledky zveřejnily společnosti Komerční Banka, Zentiva, Unipetrol, ČEZ, Orco, Pegas a ECM. Skutečné výsledky se nijak významně nelišily od tržních odhadů. Nejhůře z tohoto pohledu asi dopadl ČEZ, kde se projevila teplejší zima.

Přestože 7 z 11 titulů meziměsíčně poklesly, tak růst akcií ČEZu o 6,3% nasměroval PX index k 1,5% růstu. Největšího růstu se dočkal Unipetrol s 14,6%, kde hlavním tahounem růstu byl nákup 16.1% podílu Č.Rafinérské italským Eni a především spekulacími o ceně tohoto podílu. ČEZ si připsal výše zmiňovaných 6.3% díky odkupu svých akcií. V plusu ještě skončily akcie Philip Morris CR a Orca. Nejhůře si vedly akcie ECM s poklesem o 4.3% a zaznamenaly tak druhý měsíc sestupu po sobě.

Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

	Index / akcie (Kč)		% změna za		
	31.5.07	30.4.07	1M	3M	r.2007
PX	1833,2	1806,3	1,5%	12,6%	15,4%
CME	1825,0	1874,0	(2,6%)	5,4%	24,8%
Telefónica 02 CR	610,1	619,4	(1,5%)	10,2%	28,2%
ČEZ	1074,0	1010,0	6,3%	25,2%	11,9%
Erste Bank	1652,0	1663,0	(0,7%)	3,8%	3,2%
Komerční banka	3848,0	3879,0	(0,8%)	10,1%	24,2%
ECM	1820,0	1953,0	(4,3%)	18,0%	27,2%
Orco	3507,0	3463,0	1,3%	8,1%	27,3%
Pegas	809,0	712,3	(1,4%)	20,6%	8,0%
Philip Morris ČR	10513,0	10035,0	4,8%	(5,5%)	(3,0%)
Unipetrol	274,3	239,3	14,6%	24,2%	17,1%
Zentiva	1441,0	1486,0	(3,0%)	19,8%	13,6%

V květnu se obchodovalo celkem za 83,2 mld Kč a meziměsíčně vzrostla aktivita o 8,1%. Meziročně byla aktivita slabší o 24,3%, kdy v květnu 2006 dosáhly objemy okolo 103.4mld Kč. Poslední tři měsíce se obchodovalo následovně: duben 76.95mld Kč, březen 101,2 mld. Kč a únoru 89mld Kč. V květnu bylo 21 burzovních dnů a průměrný denní objem činil 3,96 mld. Kč. Z jednotlivých titulů byly stabilně nejobchodovatelnější akcie ČEZu, kterých se zobchodovalo dohromady za 34,7 mld. Kč (nárůst oproti dubnu o téměř 10mld hlavně díky vlastním odkupům) a představovaly 41,7% objemu obchodů. 2.-4. místě se v květnu seřadily akcie Zentivy s 11,2mld Kč, Komerční banky s 11,1mld Kč a Telefónica

O2 s 7,4mld Kč. Poslední tři místa si obsadily Orco s 2,0mld Kč, Pegas s 1 mld Kč a Philip Morris CR s 0,6mld Kč. Průměrné denní obchody s akciemi ČEZ činily 1 652 mil. Kč a s PM ČR 28,6 mil. Kč.

Tabulka: Objemy obchodování

	květen 2007		duben 2007	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČEZ	34,7	41,7	25,3	32,8
Zentiva	11,2	13,5	13,1	17,1
Komerční banka	11,1	13,4	11,6	15,1
Telefónica 02 CR	7,4	8,9	4,9	6,3
Erste Bank	5,3	6,3	10,8	14,1
Unipetrol	5,0	6,0	2,0	2,6
CETV	2,7	3,2	2,2	2,8
ECM	2,2	2,6	2,0	2,5
Orco	2,0	2,4	2,3	3,0
Pegas	1,0	1,3	1,2	1,5
Philip Morris CR	0,6	0,7	1,7	2,2

Vládní reforma prošla 1. čtením

Reforma veřejných financí prošla 1. čtením, ale nelze očekávat podobně snadný průběh v dalších čtení v poslanecké sněmovně. Několik poslanců již naznačilo, co se jim na reformě nelíbí a co se budou snažit změnit v navrhovaném balíku reforem. Pro akciový trh zůstává důležité, že návrh počítá se zrušením osvobození od daně z kapitálových příjmů pouze u osob, které vlastnily v posledních 24 měsících více jak 5% na základním kapitálu nebo na hlasovacích právech (původní návrh měl zahrnovat všechny investory). Domníváme se, že je to v celku pozitivní úprava pro akciový trh a drobné investory. Dále v návrhu zákona zůstává omezení uznatelnosti úrokových nákladů, především s osobami spřízněnými, omezením 4% na 12M PRIBOR a na základě násobku vlastního kapitálu (4x a 6x násobek). Tento návrh by měl pravděpodobně zamezit přelévání zisku skrze vypůjčené zdroje v rámci určitých holdingových struktur, ale může dopadnout negativně na malé a střední podniky. Zatím se jedná vskutku o návrhy a lze očekávat další změny.

ČEZ: Výsledky? Už to bylo lepší

ČEZ minulý měsíc zveřejnil své konsolidované a nekonsolidované finanční výsledky za první kvartál, které byly pod našimi a tržními odhady. ČEZ dosáhl tržeb 44,1mld Kč (naš odhad 45,8mld Kč, Bloomberg tržní odhad 48,3mld Kč a Reuters tržní odhad 46,6mld Kč). EBIT dosáhl 16.3mld Kč, přičemž byl nižší o 5,2% oproti našemu odhadu a o 5,8% nižší oproti odhadu trhu. Čistý zisk byl o 3% vyšší než tržní odhad ve výši 12.7mld Kč. Toliko řečí suchých čísel, pojďme se spíše podívat další „poselství“, které z výsledků plynou.

ČEZu vzrostla produkce v ČR o 0,4TWh, na tom by samo o sobě nebylo nic zvláštního, když vezmeme v potaz, že elektrárny jedou bez ohledu na počasí a přebytek elektřiny se může vyvézt do zahraničí. Ale zajímavé je, že nárůst byl pokryt jen zvýšením produkce z (nejméně efektivních) uhelných elektráren, při stejné produkci z vodních kapacit a poklesu (!!!) výroby elektřiny z jaderných elektráren (inu, odstavení Temelína sehrálo svou roli). ČEZ tedy musel dokupovat povolenky CO2, k jeho štěstí za cenu blízkou nule Eur (povolenky na rok 2007 se nemohou přenést na

příští rok do druhého alokačního období, tudíž jejich přebytek stlačil cenu k nule). Dopad dalších (plánovaných i neplánovaných odstávek) se tak na výsledky ČEZu v řádu desítek až stovek milionů korun může projevit až od příštího roku, kdy se cena povolenek bude pohybovat kolem dvaceti Eur za metrickou tunu.

Co naopak zaznamenalo újmu, byl segment distribuce. Poptávka po elektřině v důsledku relativně teplé zimy klesla o více jak 7% (zajímavé je, že očištěno o teplotní výkyv, poptávka rovněž klesla, o 1,5% - že by jsme začali šetřit elektřinou?). Svou roli sehrála i vyšší konkurence na distribučním trhu, ale každopádně tento segment svými výsledky zklamal.

Celkový dojem z výsledků je tedy spíše negativní. Navzdory zahrnutí elektráren Varna, Echo a Skawina do výsledků 1.čtvrtletí 2007 (oproti Q1 2006) a téměř 17% růstu cen velkoobchodní elektřiny, je z našeho pohledu meziroční zlepšení výsledků dosti slabé (pouze 9%). ČEZ rovněž „jen“ potvrdil výhled na celý rok a ponechal odhad čistého zisku ve výši 35,1mld Kč (naš odhad 35,5mld Kč) a EBITDA 70.9mld Kč jako po lednovém zveřejnění výsledků za 2006 (dříve bývalo zvykem, že management zvyšuje odhady v průběhu roku). Celkově vzato si myslíme, že mírná zima měla negativní dopad na Q1 výsledky více než se čekalo a vzhledem ke skoro třetinové váze prvního čtvrtletí na celoročních číslech, mohou být negativně ovlivněna i čísla na konci roku. Snad dlouhé, horké léto a zapnuté klimatizace čísla mohou vylepšit, ale kdo by se chtěl pařit v práci?.

ECM úspěšně prodává City projekt, warranty znervózňují trh

Výsledky ECM za 1Q 07 na úrovni čistého zisku s 0,8 mil. EUR několiknásobně zaostaly za našim očekáváním. Důvod ale byl pouze účetní – zatímco jsme očekávali solidní zisk z přecenění nemovitostí, které nedávno získaly nové nájemníky (Element, Varenská), firma žádné přecenění neprovedla (s výjimkou dopadů FX kursů). Očekáváme tedy zaúčtování těchto zisků do výsledků za celé pololetí.

Za povšimnutí ale stojí oznámený prodej kancelářské budovy City Point za 31,8 mil. Eur. Prodejní cena implikuje dosažený výnos z nájemného 5,1%, což je výrazně pod nyní odhadovanou tržní úrovní výnosů 5,7%. Jen pro zopakování - nízký dosažený výnos je relativně pozitivní pro prodávajícího (nižší výnos = vyšší cena) a negativní pro kupujícího (nižší výnos = delší doba návratnosti investice). Při pohledu na rozvahu pravděpodobně prodejní cena zahrnovala nejen budovu, ale i související provozní aktiva, takže čistý výnos odhadujeme někde kolem 5,5%.

ECM o něco později zveřejnila i prodejní cenu 47,3 mil. EUR za kancelářsko-zábavní budovu City Deco (transakce bude dokončena po dostavění v roce 2009). Tady je výnos o něco vyšší, kolem 6,0%, nicméně i tak překonal naše očekávání 7,2%. Evidentně jsme podcenili hodnotu „zábavní“ části, kterou si nedávno dlouhodobě pronajala společnost Meridian Spa.

Tyto dva úspěšné prodeje potvrzují náš pozitivní náhled na projekt City a na pražský trh s kancelářskými prostory. Ještě cennější je ale potvrzení strategie ECM – maximalizace vnitřního výnosového procenta nejen prostřednictvím vysokých marží ale i zkrácením doby mezi investicí a prodejem. Trik je v tom, že nyní může ECM získané cash flow investovat do nových developerských projektů, které přinesou výrazně vyšší IRR než prosté čekání na růst nájemného a další pokles výnosů u již (skoro) hotových projektů.

Krátkodobě ale ani dobré indikace z prodeje projektu City nemusí akciím ECM pomoci. Na začátku června skončilo lock up období na prodej akcií majoritního akcionáře ECM Holding a především

také na uplatnění akciových opcí vydaných ještě před IPO. Vzhledem k velkému množství těchto opcí (1,7 mil. ks) je možné až 45% navýšení počtu akcií a současně také až 20% naředění NAV na akcii. Vzhledem k tomu, že opce mají realizační cenu výrazně pod aktuálním kursem (22,22 EUR), nevylučujeme uplatnění části tohoto objemu. Spíš ale předpokládáme, že držitelé opcí budou upisovat nové akcie až když se kurs ECM přiblíží 88,88 EUR – na této hranici totiž může ECM tyto opce svolat za cenu 0,01 EUR. V krátkém období tedy neočekáváme dopad faktický ale spíš psychologický.

Pegas: výsledky za 1Q čtvrtletí 2007 pozitivně ovlivněny vyšší produkcí

Přestože jsme předpokládali, že prostor pro růst produkce firmy Pegas je z kapacitního omezení prakticky vyčerpán, tak Pegas zvedl meziročně produkci o 4,1%. Management tento růst okomentoval vyšší efektivitou procesů a lepším výrobním mixem, jelikož žádná nová kapacita nebyla přidána. Tržby vzrostly meziročně o 6,1% na 33,3mil. Euro, EBITDA o 3,3% na 10,9mil. Euro a EBIT o 5% na 7,8mil. Euro. Náklady na vstupy rostly o 6,4%, především díky zvyšování cen elektřiny (29,7%) a náklady na zaměstnance o 10,1%. Růst nákladů na zaměstnance souvisí kromě roční revaluace i s novou linkou, která má být spuštěna v říjnu, ale zaměstnanci se nabírají již v průběhu roku. O něco vyšší růst nákladů než tržeb se projevilo EBITDA, která vzrostla jen o 3,3%. Každopádně dosažené výsledky byly nad našimi a tržními odhady.

Nejhůře na první pohled dopadl čistý zisk, který se propadl meziročně o 54,5% na 2,9mil Euro. Výsledek byl negativně ovlivněn FX ztrátou ve výši 2.7mil. Eur bez vlivu na cash flow. Očištěný čistý zisk by naopak o 64% vzrostl na 55.5mil. Euro, kdy hlavním faktorem bylo radikální snížení finančních nákladů z dluhu.

Management potvrdil, že přípravy moderní 8.linky pokračuje dle časového harmonogramu a zkušební spuštění linky lze očekávat již v říjnu 2007. Plně v provozu má být linka od 1.1.2008 a přinese zhruba 28% navýšení kapacity (v souladu s našim očekáváním). Včasně spuštění linky by mohlo přinést zvýšení produkce již letos o zhruba 1kt, což by znamenalo zhruba 0.8mil. Eur k EBITDA. Čím management trochu překvapil bylo oznámení o 9.lince, která by mohla být spuštěna již koncem roku 2009 (naš původní odhad 2011). Pegas oficiálně požádal české úřady o investiční pobídky na tuto linku, přičemž od udělení souhlasu má společnost 3 roky na spuštění dané investice. Očekáváme tedy, že nová linka bude v provozu již v roce 2010.

Pegas dále oznámil úspěšné refinancování dlouhodobého dluhu novou úvěrovou facilitou – 130mil. Eur bez amortizace a 20mil. Eur jako kontokorent. Společnost tak bude disponovat asi o 15mil. Eur více volného cash flow, které by jinak vynaložila na umořování jistiny, a je realistické uvažovat o výplatě dividend od roku 2008 (volné CF představuje 1.63 Eur na akcii a teoreticky 5.6% výnos oproti současné ceně).

Poslední, ale neméně důležitá událost, je konec 6 měsíčního post IPO lock-up období největšího 43% vlastníka Pegasu, britské Pamplony 16. června. Po tomto datu bude moci Pamplona volně nakládat se svým podílem v Pegasu. Jak jsme již dříve zmiňovali, tak náznaky prodeje tohoto podílu na trhu přetrvávají a je pravděpodobně jen otázka času, kdy se tak stane. Přes opakované dotazy na adresu Pamplony žádné nové informace nemáme. Je to v současné době asi hlavní důvod určité nejistoty a stagnace ceny akcií Pegasu.

Orco vydává nové akcie, chystá development v Polsku

Výsledky Orca za první čtvrtletí se ziskem jen 0,4 mil. EUR nesplnily očekávání trhu (a potvrdily naše) kvůli tomu, že stejně jako ECM nepřeceňovalo nemovitosti – všechny důležité akvizice totiž spadly až na přelom prvního a druhého čtvrtletí. Stejně jako u ECM jsme ale na výsledcích našli spíše pozitivní zprávy: Hrubá marže u rezidenčního developmentu byla vysokých 16% proti 4% v loňském roce. Vysoký nárůst tržeb (+260% na 59 mil. EUR) tak neznamena jen pěkné číslo, ale mohl by v letošním roce i přispět k růstu NAV.

Důležitější než 1Q 07 výsledky je ale nyní probíhající úpis nových akcií v objemu 1,3 milionu ks plus 15% nadlimitní opce, což při aktuální ceně znamená cca 180 mil. EUR čerstvého kapitálu. Úpis probíhá od 4. června a upisovací cena má být oznámena 14. června. Orco po úpisu plánuje provést dlouho slibovaný listing svých akcií na Budapeštské a Varšavské burze.

I když nyní vidíme akcie Orca jako přibližně férově oceněné, poslední zprávy hovoří ve prospěch mírného zvýšení cílové ceny. Kromě solidních výsledků za 1Q je to především nově oznámený projekt rezidenční výstavby 770 bytů v polském městě Štětín (odhadujeme investici v objemu 4% nynější hodnoty portfolia OPG). Polsko v loňském roce zažilo bezprecedentní nárůst cen bytů v průměru o 50% a marže developerů se tak vyhouply přibližně k 25%, což je ve srovnání s ČR (15%-20%) nebo s evropským průměrem kolem 20% výrazně více. Společně s dalšími akvizicemi (City Gate Bratislava, GSG Berlin, atd.) je Orco zatím na dobré cestě překonat naše celoroční očekávání investic v objemu 672 mil. EUR. Nové investice jsou přitom hlavním determinanem růstu NAV (a naší cílové ceny), zatímco očekávané nárůsty hodnoty původního portfolia jsou již z velké části započítány v NAV za rok 2006.

Krátkodobě můžeme vzhledem k probíhajícímu úpisu očekávat stagnaci nebo pokles kursu Orca, když investoři budou čekat na oznámenou upisovací cenu. Je nutné poznamenat, že v případě úpisu s mírným diskontem od aktuální ceny by nové akcie nezřídily námi očekávané NAV na konec roku (120 EUR), ale také nijak nepřispěly k jeho rychlejšímu růstu jako tomu bylo v minulosti.

Unipetrol: je současná cena na burze podhodnocená?

Eni, italský koncern, v květnu oznámil, že se dohodl na koupi 16,3% České Rafinerské (ČeR) od ConocoPhillips, která z ČR odchází. Eni tak zvýšilo svůj podíl v ČeR na 32,6%, zbylých 16,3% vlastní Shell a okolo 51% Unipetrol. Italská média spekulovaly, že Eni daný podíl koupil za 500mil. Eur, což by oceňovalo současný podíl Unipetrolu na 1,56mld Eur, nebo-li 242Kč na akcii. Vzhledem k současné ceně Unipetrolu v okolí 280Kč by to znamenalo výrazné podhodnocení společnosti, pokud si uvědomíme, že 70-80% zisku Unipetrolu je generováno mimo rafinérie.

Z našeho pohledu se nám jeví více realistická cena tohoto 16,3% podílu někde mezi 287 a 337 mil. Eur., potom tedy 51% podíl Unipetrolu by měl mít hodnotu 861mil. Eur až 1mld Eur, či-li 133 až 156 Kč na akcii. Stále pokud uvážíme podíl rafinérie na zisku Unipetrolu, tak se nám současná cena zdá být značně podhodnocená.

Eni prohlásilo, že by do konce roku chtělo mít v ČeR majoritní podíl, ale nelze si představit, že by se svého podílu Unipetrol, ani Shell jen tak vzdaly. Unipetrol prohlásil, že se těší na další spolupráci s Eni v budování a restrukturalizaci ČeR a jasně dal najevo, že z ČeR neplánuje odejít. Každopádně odkup části ČeR

Eni by měl být, přestože Unipetrol o tento podíl projevoval zájem, pro cenu akcií Unipetrolu pozitivní.

Akcie - základní informace

	CME	Telefónica O2 CR	ČEZ	Erste Bank	Komerční banka	Orco Prop. Group	Philip Morris CR	Unipetrol	Zentiva	ECM	Pegas nonvov.
Doporučení	akumulovat	držet	držet	--	akumulovat	držet	--	držet	koupit	v revizi	akumulovat
12-měs. cílová cena (Kč)	98,7 USD	600	1045	--	4 400	3 690	--	262.00	1 650	v revizi	806
Cena (Kč) (6.6.)	1 878	604.2	1058.0	1 686	3 908	3 498	10 500	278.6	1440.0	1790.0	801.9
Roční min (Kč)	1 158	417.2	565.5	1130	2 815	2 044	8 873	156.8	843.0	1787.0	771.3
Roční max (Kč)	1 999	622.8	1094.0	1 711	4 131	3 706	12 458	286.0	1548.0	1999.0	826.0
Tržní kapital. (mld. Kč)	75.5	194.6	626.4	516.4	148.5	25.0	28.8	50.5	54.9	6.9	7.4
Počet kótovaných akcií	33 257 994	322 089 890	592 088 461	306 291 852	38 009 852	5 736 149	1 913 698	181 334 764	38 136 230	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	2005	2006	2007e	2006	2007e
Tržby (mil.)	401.0	604.0	734.6	61 156	61 311	61 928	125 083	159 608	162 459	120.9	123.4
EBITDA (mil.)	157.9	218.8	272.0	27 240	27 906	27 393	50 157	64 328	74 360	42.1	42.7
EBIT (mil.)	52.6	140.7	236.9	9 432	11 160	11 939	29 420	40 116	50 236	29.9	30.6
Čistý zisk (mil.)	42.5	20.2	146.4	6 249	8 020	8 891	21 452	28 846	35 189	20.7	20.4
Zisk na akcii (x)	1.1	0.5	3.9	19.4	24.9	27.6	36.2	48.7	59.4	2.2	2.2
Dividenda (x)	0	0	0	0.0	45.0	50	17.0	20.0	29.0	--	--
Marže EBITDA (%)	39.4%	36.2%	37.0%	44.5%	45.5%	44.2%	40.1%	40.3%	45.8%	34.8%	34.6%
Marže EBIT (%)	13.1%	23.3%	32.2%	15.4%	18.2%	19.3%	23.5%	25.1%	30.9%	24.7%	24.8%
P/E	79.8	168.7	23.1	96.8	24.3	21.9	29.2	21.7	17.8	12.8	13.0
EV/EBITDA	21.3	15.2	12.2	6.8	6.6	6.7	13.5	10.5	9.1	--	--

Philip Morris CR (Kč, IFRS, konsolid.)

Unipetrol (Kč, IFRS, konsolidováno)

Zentiva (Kč, IFRS, konsolidováno)

	2005	2006	2007e	2005	2006	2007e	2005	2006p	2007e
Tržby (mil.)	11 790	10 031	8 900	80 946	94 591	80 942	11 839	14 003	18 608
EBITDA (mil.)	4 348	2 963	2 345	9 505	7 601	9 993	3 240	4 173	5 852
EBIT (mil.)	3 790	2 597	1 997	5 279	3 565	5 835	2 578	3 303	4 126
Čistý zisk (mil.)	2 730	1 906	1 487	3 429	1 621	4 296	1 878	2 203	2 698
Zisk na akcii (x)	994	694	542	18.9	8.9	23.7	49.2	57.8	70.7
Dividenda (x)	1 606	600	502	0	0	0	--	--	--
Marže EBITDA (%)	36.9%	29.5%	26.3%	11.7%	8.0%	12.3%	27.4%	29.8%	31.4%
Marže EBIT (%)	32.1%	25.9%	22.4%	6.5%	3.8%	7.2%	21.8%	23.6%	22.2%
P/E	10.6	15.1	19.4	14.7	31.2	11.8	29.2	24.9	20.4
EV/EBITDA	5.5	8.4	10.6	--	4.8	4.8	17.6	13.6	9.7

Erste Bank (EUR, IFRS, konsolid.)

Komerční banka (Kč, IFRS, konsolid.)

	2005	2006	2007e	2005	2006	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	25.9	19.8	16.3	16.6	16.3	13.7
P/BV	4.5	2.3	2.5	3.0	2.9	2.6

Orco (EUR, IFRS, konsolidováno)

ECM (EUR, IFRS, konsolidováno)

	2005	2006p	2007e	2005	2006p	2007e
Tržby (mil)	50.3	171.8	263.6	0.6	6.3	4.0
Zisk z přecenění nem.	79.0	120.0	118.5	31.7	8.1	108.7
Zisk z prodeje nem.	2.4	0.0	39.1	1.1	-0.4	15.9
EBIT (mil.)	76.9	123.8	197.3	30.4	9.4	124.4
Čistý zisk (mil.)	56.3	89.7	141.1	20.6	18.8	87.6
Zisk na akcii (x) (feděný)	7.87	12.55	19.74	5.33	4.86	22.69
Dividenda (x)	0.4	0.5	0.8	--	--	--
Marže EBIT (%)	58%	42%	47%	91%	67%	97%
Marže čistého zisku (%)	43%	31%	34%	62%	134%	68%
NAV / akcii (€)	50.0	92.0	120.0	--	54.0	63.0
Cena / NAV	2.50	1.36	1.04	--	1.18	1.01

SVĚT

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

CO2: má smysl žalovat EK za „nízký“ příděl?

Již před časem jsme se v jednom z měsíčníků věnovali povolenkám a jejich přidělení pro druhé alokační období. První (řekněme takové testovací, pro roky 2005-7) totiž končí letos a Evropská komise již počátkem březnu zveřejnila plán, ve kterém mj. počítá, že Česká republika obdrží po následujících 5 let ročně 86.8mil. povolenek CO2 (pro úplnost dodejme, že jedna povolenka rovná se povolení emitovat 1 tunu CO2). To bylo výrazně menší číslo, než Češi žádali – 101,9mil. povolenek a také méně než Češi obdrželi pro první období (96,7mil.). A tak jak bylo předesíláno, česká strana podala vůbec první žalobu na Evropskou komisi, protože se jí přidělené množství nelíbí. Útočí hlavně na způsob, jakým se k výpočtu došlo, protože prý nedostatečně zohledňuje budoucí růst české ekonomiky a její závislost na energetických zdrojích. Když jsme tuto problematiku popisovali minule, zaměřili jsme se výhradně na ČEZ. Dnes se naopak podíváme na celou problematiku „shora“ a na možný dopad na energetický sektor, který je největším emitentem emisí oxidu uhličitého.

V tabulce připojené k tomuto textu je možné vidět, že za rok 2005 jsme jako stát emitovali 82mil. tun CO2 a podle nejnovějších údajů zhruba 84 mil. tun CO2 v loňském roce. V rámci NAP II. (druhý Národní alokační plán) ČR obdržela o 10,6% povolenek méně než v rámci NAP I. Na celou EU připadá snížení dokonce o 10,9%, takže jsme určitě nedopadli nejhůře. V dalších sloupcích můžeme vidět, kolik daná země vyprodukovala emisí CO2 v letech 2005 a 2006. Člověk si zároveň může lehce spočítat, jaký je rozdíl mezi skutečnými emisemi NAP I. (pokud je rozdíl záporný, firmy mohly přebytečné povolenky prodávat a vzhledem k faktu, že je dostaly zdarma, také vytvořit zisk) a NAP II. Tím zjistíme, jak si jednotlivé země budou stát v budoucnu. Zjednodušeně řečeno, země s vysokým růstem HDP budou nejspíše emitovat více a více CO2, ty s nízkým růstem (či poklesem) mohou čísla za 2006 považovat jako dlouhodobý průměr. Ale samozřejmě bude záležet na faktorech typu způsob výroby elektřiny – totiž nahrazení dosluhujících uhelných elektráren (jednotka MWh vyrobené elektřiny produkuje 1 metrickou tunu CO2) novou plynovou elektrárnou (jednotka MWh vyrobené elektřiny produkuje 0,5/t CO2) nebo ještě lépe jadernou elektrárnou (tady vás CO2 nezajímá vůbec) podstatně sníží produkci CO2. Pokud se tedy opět podíváme do tabulky, můžeme vidět, že ani teď Česká republika nedopadla špatně a do deficitu s povolenkami se dostane někdy v letech 2008-9.

V posledním sloupci jsme se věnovali tzv. CO2 náročnosti země, jinými slovy poměru vypuštěných oxidů uhličitého na hlavu. A hle, nebýt Estonska jsme z EU největší znečišťovatel v přepočtu na jednoho obyvatele. „Zastydět se a snižovat emise!“ chtělo by se říct, ale tak jednoduché to není. Země s dostatkem vody a vodních elektráren tento problém neřeší, Francie se svými „jaderkami“ také ne. Souhlasíme i názorem, že CO2 rozhodně není ta nejnebezpečnější škodlivina, kterou do ovzduší vypouštíme, ale to nás neospravedlňuje emitovat tolik oxidu uhličitého. Takže z pragmatického hlediska se žaloba dá vysvětlit (když si nenechám nic líbit, příště na mne nebudou tak „tvrdí“), ale z morálního už je to vážkách. Jednou jsem se v rámci EU zavázal dodržovat usnesení z Kjóta, tak si musím zvyknout, že to může bolet (i když je mi jasné, že za ten názor milován nebudu). Zemi by určitě prospělo smysluplně vyřešit budoucí energetickou koncepci. Nejlépe tak, aby produkovala co nejméně oxidu uhličitého.

Dopad na ČEZ jsme popisovali už v dubnovém čísle, dodejme jen, že jsme zvýšili naši dlouhodobou cenu emisní povolenky na 22 Eur za metrickou tunu (ČEZ na jedné z prezentací uvedl, že počítá s cenou 15-20 Eur/t, což se nám zdá málo i vzhledem k současné ceně pro NAP II. přes 25 Eur/t) a jako důsledek toho jsme také zvýšili odhad dlouhodobých cen elektřiny ze 48 Eur na 50 Eur za MWh. Hlavním důvodem růstu projektované ceny povolenky je již zmiňovaný 11% pokles přídělu pro členy EU pro léta 2008-12. Rozdíl mezi NAP II. a následnou aktuální emisí CO2 mohou zacetit tzv. Kyoto credits. Představte si, ČEZ koupí elektrárnu v Bosně a investuje např. do odsíření. Za to dostane tyto Kyoto credits, které může používat jako klasickou povolenku (a vyšší nabídka by mohla snížit dlouhodobou cenu povolenek). Na druhou stranu, EK omezuje použití KC, takže z celkového počtu 308mil. kreditů očekáváme, že bude použito zhruba 110mil.). Dalšími faktory, které ovlivňují cenu povolenky jsou ceny uhlí (nepřímo úměrně) a plynu (přímo úměrně). Pokud se podíváme na současné forwardy na plyn, existuje velký rozdíl mezi rokem 2007 (11,8 Eur za MWh) a rokem 2008 (20,2 Eur za MWh). Pokud se tento rozdíl příští rok sníží, klesne i současná cena povolenky pro rok 2008 blíže k hodnotě 20 Eur za MWh.

Na závěr ještě dovolte zmínit způsob, jak cena povolenek ovlivňuje cenu elektřiny: během let 2005-7 se cena povolenky (pozn. ne úplnou vahou) promítla do ceny elektřiny. To člověk pochopí, když si uvědomí, že cenu elektřiny v podstatě určuje nejdražší poslední zapojená elektrárna (o tzv. pricingu jsme se rozepisovali v loňském roce) a ta je obvykle černouhelná nebo plynová, tedy vypouštějící oxid uhličitý. Všechno v pořádku až do doby, kdy si člověk uvědomí, že NAPy jsou přidělovány zdarma. Návrhy politiků na zpoplatnění přidělování tak na sebe nenechaly dlouho čekat. Evropská komise totiž zvažuje, že by povolenky na emise oxidu uhličitého dražila a nerozdávala jako dosud. Znamenalo by to, že by podniky musely za povolenky platit. Takové změny by však začaly platit až po roce 2012, tedy v rámci NAP III. Povinnost kupovat by negativně ovlivnila i akcie z energetického sektoru. Společnosti by se rozdělily na tři části, podle toho jak velkou část jejich kapacity tvoří elektrárny vypouštějící CO2: vítěze (francouzské EDF, British Energy, norský Fortum), lehce negativní (ČEZ, rakouské společnosti Verbund a EVN, italský ENEL a německý E.ON) a poražené (španělské EDP a německé RWE).

state	NAP I (05-07)	NAP II (2008-12)	NAP II./I. change	Kyoto credits	Verified fig. 2005	Verified fig. 2006	CO2 intensity
Austria	33	30.7	-7.0%	6.6	33.4	32.4	3.9
Belgium	62.9	58.5	-7.0%	5.9	55.6	54.8	5.2
Czech	97.1	86.8	-10.6%	8.7	82.5	83.6	8.1
Cyprus	5.7	5.5	-3.5%	0.6	5.1	n.a.	6.4
Denmark	33.5	24.5	-26.9%	1.7	31.0	n.a.	5.7
Estonia	16.7	11.6	-30.5%	1.2	12.6	n.a.	9.0
Finland	45.5	37.2	-18.2%	3.7	33.1	n.a.	6.2
France	150	132.8	-11.5%	12.0	131.3	117.7	1.8
Germany	499	453.1	-9.2%	90.6	474.0	477.4	5.8
Greece	74.4	69.1	-7.1%	6.2	71.3	70.0	6.3
Hungary	31.3	26.9	-14.1%	2.5	26.0	n.a.	2.6
Ireland	22.3	21.15	-5.2%	4.9	22.4	21.7	5.2
Italy	232.5	195	-16.1%	48.3	223.6	n.a.	3.8
Latvia	4.6	3.3	-28.3%	0.3	2.9	2.9	1.3
Lithuania	12.3	8.8	-28.5%	0.9	6.6	6.4	1.9
Luxembourg	3.4	2	-41.2%	0.3	2.6	2.7	1.8
Malta	2.9	2.1	-27.6%	0.2	2.0	0.0	0.0
Netherlands	86.5	85.8	-0.8%	8.6	80.4	76.5	4.7
Poland	239.1	208.5	-12.8%	20.9	203.1	199.1	5.2
Portugal	38.2	33.9	-11.3%	3.4	36.4	30.6	2.9
Slovakia	30.5	30.9	1.3%	3.1	25.2	13.5	2.5
Slovenia	8.8	8.3	-5.7%	1.3	8.7	8.8	4.4
Spain	172.25	152.3	-11.6%	51.8	182.9	176.2	3.9
Sweden	22.9	22.8	-0.4%	2.3	19.3	19.7	2.2
UK	245.3	246.2	0.4%	22.1	242.4	251.1	4.1
Romania	0	0	0.0%	0	0	0.0	0.0
Bulgaria	0	0	0.0%	0	0	0.0	0.0
Total	2170.7	1957.8	-10.9%	308.1	2014.4	1957.7	4.1

Zdroj: Evropská komise, vlastní odhady

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

Země	Akcie	Poslední kurz	Konsenzuální odhad V/B/S							Oček. růst EPS 06/08	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS07		
			EPS06	EPS07	Změna za 1M	P/E07	EPS08	Změna za 1M	P/E08		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Česká republika	Telefonica O2 CR	603.9	24.9	31.9	0.1%	18.9	32.7	0.0%	18.5	14.6%	56.9%	-3.8%	23%	26.3	52.4
	ČEZ	1066.0	46.8	60.4	-0.4%	17.6	71.3	-0.5%	15.0	23.5%	106.7%	-2.6%	7%	52.6	67.2
	Komerční banka	3905	239.9	265.9	-0.1%	14.7	289.1	0.1%	13.5	9.8%	44.0%	-6.3%	2%	255.3	274.8
	Philio Morris CR	10515	710.7	571.1	-9.2%	18.4	520.3	-9.1%	20.2	-14.4%	21.4%	-16.2%	4%	556.9	585.3
	Unipetrol	279.0	17.5	22.4	14.2%	12.5	26.0	13.5%	10.7	21.8%	92.4%	-4.0%	14%	18.1	25.2
	Zentiva	1433.0	57.9	70.4	-1.0%	20.4	87.6	-1.5%	16.4	23.0%	78.9%	-8.8%	5%	65.1	76.1
						17.2			15.1	18.4%					
Maďarsko	Egis	21000	1190	1597	-9.9%	13.2	1835	-9.4%	11.4	24.2%	11.7%	-35.3%	16%	1136.8	1970.0
	FHB	2300	125	111	0.0%	20.8	119	0.0%	19.4	-2.6%	170.6%	-1.8%	15%	97.2	129.2
	Magyar Telecom	954	74	75	-1.1%	12.7	84	-0.5%	11.4	6.6%	26.0%	-11.1%	8%	66.2	83.7
	MOL	24610	3480	2213	0.8%	11.1	2172	0.3%	11.3	-21.0%	26.0%	-11.1%	11%	1664.7	2538.8
	OTP	9380	723	777	-0.2%	12.1	879	0.5%	10.7	10.2%	39.0%	-0.5%	4%	739.0	828.9
	Gedeon Richter	36450	2797	2137	-7.9%	17.1	2559	-3.6%	14.2	-4.4%	83.2%	-6.4%	14%	1711.7	2914.7
						12.2			11.4	-6.3%					
duální listing	Bank Austria	143.8	7.61	8.54	-0.4%	16.8	9.26	-1.8%	15.5	10.3%	58.6%	-0.8%	17%	2.21	3.10
	Erste Bank	59.25	2.96	3.88	-0.4%	15.3	4.69	-0.3%	12.6	25.9%	51.7%	-3.7%	5%	3.67	4.64
	Raiffeisen Bank	110.5	4.17	5.48	0.0%	20.2	7.00	0.0%	15.8	29.5%	99.5%	-8.3%	4%	5.10	6.00
	Oro Property Group	121.54	12.58	5.23	-39.0%	23.3	6.24	-29.4%	19.5	-29.6%	71.3%	-9.3%	81%	1.70	11.34
	Central European Media Ent.	87.92	0.62	2.82	6.8%	31.2	3.91	0.0%	22.5	151.1%	71.4%	-9.3%	11%	2.62	3.18
	Central Eur. Distribution Co.	33.51	1.25	1.64	-5.0%	20.5	1.99	-3.6%	16.8	26.2%	77.4%	-3.6%	10%	19.05	24.99

Všechny následující tabulky - zdroj: Thomson Financial, Bloomberg, Poznámky k tabulkám: Konsenzuální 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 konsenzuálních odhadů EPS pro roky 2007 a 2008 za poslední měsíc) – silně červené zvýraznění = snížení konsenzuálního odhadu EPS o 10 a více procent, slabě zelené zvýraznění = zvýšení konsenzuálního odhadu EPS o 5-10%, silně zelené zvýraznění = zvýšení konsenzuálního odhadu EPS o 10 a více procent, **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 konsenzuálních odhadů) – silně červené zvýraznění = minimální odhad je o více než 15% (v případě ruských a tureckých akcií o více než 20%) nižší než konsenzuální odhad, **Max.** (=maximální odhad vstupující do výpočtu konsenzuálních odhadů) – silně zelené zvýraznění = maximální odhad je o více než 15% (v případě ruských a tureckých akcií o více než 20%) vyšší než konsenzuální odhad, zmíněné poznámky platí i pro tabulky na následujících dvou stranách.

Tabulková část – Polsko a Rusko

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS 06	Konsenzuální odhady I/B/E/S				Oček. růst EPS 06/08	Vůči 52-týdennímu		Rozptýlení odhadů EPS07				
				EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08		Změna za 1M	P/E 08	Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Polsko	Aoora	44.00	0.59	1.30	7.4%	33.8	1.47	7.7%	30.0	57.2%	60.6%	-11.8%	32%	0.79	1.85
	Bank BPH	998.00	44.15	53.58	1.6%	18.6	55.05	0.0%	18.1	11.7%	68.6%	-8.9%	n.m.	8.54	8.54
	Bank Pekao	257.30	10.72	12.56	1.1%	20.5	14.45	0.0%	17.8	16.1%	66.5%	-7.6%	8%	45.71	57.56
	BZ WBK	305.00	10.39	12.89	2.0%	23.7	14.84	1.2%	20.5	19.5%	97.4%	-4.4%	3%	11.92	13.03
	BRE Bank	535.00	14.27	21.55	0.3%	24.8	22.71	1.1%	23.6	26.1%	236.5%	-2.6%	5%	11.93	13.74
	Svanitv	77.00	6.06	3.33	0.0%	23.1	6.22	0.0%	12.4	1.3%	0.1%	-40.1%	5%	1.57	1.76
	Echo Investment	110.00	6.56	7.51	-7.2%	14.6	8.22	5.7%	13.4	12.0%	95.1%	-7.7%	n.m.	7.51	7.51
	GTC	50.40	2.98	4.45	0.0%	11.3	5.97	0.0%	8.4	41.4%	145.9%	-12.6%	6%	4.28	4.83
	Grupa Ketr	212.90	9.77	11.82	1.6%	18.0	13.12	1.9%	16.2	15.9%	85.9%	-5.1%	2%	11.56	12.15
	Grupa Lotos	48.00	6.39	5.24	-1.3%	9.2	4.79	0.4%	10.0	-13.4%	24.7%	-15.2%	17%	3.68	6.19
	KGHM	113.50	16.93	15.79	0.4%	7.2	12.39	0.7%	9.2	-14.5%	51.1%	-7.7%	14%	12.30	19.35
	LPP	2120.00	28.81	59.34	18.6%	35.7	67.15	13.0%	31.6	52.7%	346.3%	-7.6%	22%	44.13	68.79
	Netia	4.43	-0.98	0.08	0.0%	55.4	0.15	0.0%	29.5	#NUM!	20.4%	-19.5%	n.m.	0.08	0.08
	Opoczno	55.00	0.93	2.18	-4.8%	25.2	3.31	0.0%	16.6	89.0%	102.2%	-7.9%	21%	1.86	2.50
	Orbis	83.20	1.71	3.35	0.0%	24.8	3.94	0.0%	21.1	51.8%	116.1%	-12.4%	32%	2.14	4.19
	PBG	408.00	4.32	7.41	7.3%	55.1	11.58	15.1%	35.2	63.6%	240.6%	-6.8%	12%	6.73	8.42
	PGNiG	4.64	0.20	0.29	15.9%	16.3	0.31	8.4%	15.1	23.6%	49.2%	-8.1%	27%	0.22	0.39
	PGF	103.40	5.04	5.34	0.0%	19.4	5.91	0.0%	17.5	8.3%	77.4%	-3.3%	0%	5.33	5.35
	PKN	52.40	5.45	5.27	-4.1%	10.0	5.45	0.6%	9.6	0.0%	28.7%	-15.3%	23%	4.00	8.97
	PKO BP	52.50	2.12	2.48	3.5%	21.2	2.83	2.3%	18.5	15.6%	66.1%	-5.9%	7%	2.27	2.70
Prokom	153.30	6.33	7.86	0.0%	19.5	9.00	0.0%	17.0	19.2%	29.9%	-14.5%	13%	6.96	8.91	
Asseco Poland	87.95	2.50	2.50	1.4%	35.2	3.00	5.5%	29.3	9.6%	158.7%	-4.4%	n.m.	3.33	3.33	
TPSA	21.27	1.50	1.73	-0.8%	12.3	1.88	-0.5%	11.3	12.0%	20.9%	-21.7%	9%	1.59	2.14	
TVN	22.32	0.79	0.91	-2.0%	24.4	1.25	-1.5%	17.8	26.3%	36.9%	-23.8%	11%	0.76	1.05	
						15.8		14.8	11.0%						
Rusko	Baltika Brewery	49.00	2.76	3.28	-2.5%	14.9	3.13	-9.5%	15.6	6.6%	44.1%	-2.0%	32%	2.17	4.63
	Cherepovets Severstal	13.00	1.27	1.55	-1.7%	8.4	1.69	6.8%	7.7	15.2%	30.7%	-9.7%	20%	1.06	1.95
	Evrast Group	35.98	3.94	4.70	0.7%	7.6	4.56	7.1%	7.9	7.5%	89.4%	-3.0%	19%	2.86	5.76
	Gazprom	37.50	0.90	1.00	-0.4%	9.4	1.11	1.9%	8.4	11.1%	15.9%	-23.2%	16%	0.64	1.23
	Lukoil	75.20	9.06	8.82	0.2%	8.5	8.33	0.3%	9.0	-4.1%	21.5%	-18.8%	16%	7.07	12.53
	Norilsk Nickel	194.00	25.92	35.18	6.5%	5.5	27.04	2.8%	7.2	2.1%	113.2%	-6.1%	25%	15.61	44.62
	MTS	55.12	3.15	4.60	0.4%	12.0	5.12	1.5%	10.8	27.5%	112.0%	-9.9%	6%	4.09	5.16
	Novatek	5.11	0.18	0.21	-2.9%	24.4	0.27	-6.6%	19.1	21.8%	28.6%	-23.2%	22%	0.15	0.25
	Novolipetsk	2.70	0.32	0.29	12.0%	9.5	0.27	5.9%	10.1	-7.8%	46.7%	-13.5%	14%	0.26	0.35
	Rostelcom	8.84	0.25	0.18	0.0%	50.3	0.18	0.0%	48.8	-15.0%	135.7%	-10.7%	15%	0.13	0.20
	Seventh Continent	26.50	0.97	1.23	1.6%	21.6	1.56	1.5%	16.9	27.1%	51.4%	-9.7%	19%	1.04	1.82
	Surutneftegaz	1.09	0.13	0.10	0.3%	10.4	0.11	3.7%	9.7	-7.4%	4.3%	-32.5%	30%	0.05	0.16
	Tatneft	4.45	0.52	0.55	4.2%	8.1	0.47	5.7%	9.6	-5.1%	27.1%	-25.8%	7%	0.51	0.63
	Unified Energy	1.25	0.03	0.04	0.0%	29.9	0.05	0.0%	23.4	39.4%	127.6%	-14.5%	36%	0.02	0.06
	Vimpelcom	99.13	3.98	6.22	0.5%	15.9	7.54	1.9%	13.1	37.6%	151.0%	-6.5%	8%	5.53	7.51
						10.0		9.7	7.1%						

Tabulková část – Turecko

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS 06	Konsenzuální odhady I/B/E/S					Oček. růst EPS 06/08	Vůči 52-týdennímu		Rozptv. 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 Sacilik	9.35	0.15	0.26	0.0%	36.2	0.32	-39.1%	29.0	48.6%	37.4%	-10.1%	9%	0.24	0.29
	Adana Cimento	8.45	1.11	1.20	0.4%	7.0	1.33	1.0%	6.3	9.6%	74.0%	-10.6%	19%	0.94	1.46
	Akbank	8.85	0.67	0.95	1.9%	9.3	1.05	-2.1%	8.4	25.7%	59.5%	-17.3%	19%	0.65	1.37
	Akanssa Cimento	8.60	0.77	0.79	3.8%	10.9	0.91	5.5%	9.4	9.2%	80.7%	-14.9%	13%	0.62	0.99
	Aksa	3.66	0.82	0.35	-1.9%	10.5	0.33	0.0%	11.2	-36.9%	73.4%	-15.8%	11%	0.32	0.37
	Aksiorta	7.10	0.24	0.28	3.2%	25.0	0.35	2.3%	20.4	20.0%	101.7%	-10.1%	27%	0.20	0.42
	Anadolu Cam	5.20	0.24	0.36	0.4%	14.4	0.45	2.0%	11.6	36.1%	25.0%	-20.6%	23%	0.29	0.53
	Anadolu Efes	50.00	2.38	2.83	0.1%	17.7	3.25	0.0%	15.4	16.8%	56.3%	-10.7%	9%	2.47	3.20
	Arcelik	10.70	0.81	0.97	-0.9%	11.0	1.13	-0.2%	9.5	17.9%	38.1%	-13.0%	16%	0.64	1.13
	Beko Elektronik	1.68	-0.37	-0.08	13.7%	-20.0	0.13	0.0%	12.6	#NUM!	1.8%	-28.5%	-394%	-0.75	0.16
	Brisa Bridgestone	78.00	5.25	5.96	0.0%	13.1	6.20	-3.9%	12.6	8.7%	56.0%	-18.8%	28%	4.80	7.12
	Cimsa Cimento	9.05	1.05	1.34	12.4%	6.7	1.30	5.0%	7.0	11.4%	63.1%	-17.0%	22%	1.05	1.92
	Denizbank	14.10	1.08	0.81	-15.0%	17.3	1.32	0.0%	10.7	10.4%	27.0%	-21.7%	n.m.	0.81	0.81
	Doan Yavin	5.20	0.06	0.29	-2.7%	18.2	0.25	-2.0%	21.1	101.8%	30.0%	-20.0%	24%	0.22	0.40
	Eczacibasi Ilac	5.75	0.17	0.25	0.0%	23.3	0.32	-7.3%	18.2	35.8%	117.8%	-19.0%	23%	0.22	0.34
	Enka Insaat	13.80	0.65	0.77	3.0%	17.9	0.81	1.6%	17.0	11.9%	135.2%	-14.8%	29%	0.57	1.29
	Ereli Demir	7.75	0.69	0.79	10.1%	9.8	1.03	-0.5%	7.5	22.3%	112.8%	-16.2%	35%	0.12	1.19
	Finansbank	5.90	0.59	0.45	0.0%	13.2	0.55	0.8%	10.8	-4.0%	22.4%	-11.3%	23%	0.34	0.58
	Ford Otomotiv	12.50	1.43	1.31	1.4%	9.6	1.48	0.4%	8.4	2.0%	47.1%	-8.8%	15%	1.05	1.77
	Fortis Bank	2.44	0.08	0.15	9.8%	16.6	0.17	8.3%	14.0	52.2%	102.4%	-18.7%	n.m.	0.15	0.15
	Sabancı Holdings	6.05	0.36	0.49	-2.3%	12.4	0.54	0.0%	11.2	22.4%	61.8%	-11.0%	20%	0.33	0.64
	Hurriyet	3.76	0.25	0.26	-2.2%	14.2	0.33	-2.4%	11.4	14.8%	46.9%	-18.3%	17%	0.19	0.33
	KOC Holdings	6.85	0.43	0.63	2.5%	10.9	0.82	-2.1%	8.3	38.1%	57.8%	-9.3%	35%	0.41	0.99
	Miros	18.50	0.45	0.82	-0.9%	22.5	0.95	0.3%	19.4	46.3%	79.6%	-8.4%	17%	0.57	1.04
	Petrol Ofisi	6.60	0.54	0.64	0.1%	10.3	0.75	-2.6%	8.8	18.6%	64.2%	-18.5%	22%	0.43	0.87
	Tofas	6.10	0.16	0.23	14.0%	26.6	0.60	6.4%	10.2	90.9%	125.9%	-8.3%	41%	0.08	0.42
	Trakva Cam	4.34	0.45	0.42	1.7%	10.2	0.53	0.2%	8.2	8.9%	49.5%	-3.1%	15%	0.33	0.56
	Turcas	29.75	2.88	3.49	2.7%	8.5	3.75	-2.2%	7.9	14.0%	34.0%	-17.9%	10%	2.95	4.30
	Turk Demir Dokum	9.20	0.87	0.91	0.5%	10.1	1.09	3.8%	8.5	11.7%	11.5%	-22.8%	11%	0.83	1.03
	Turk Ekonomi Bankasi	23.90	1.40	1.98	-2.9%	12.1	2.58	-0.1%	9.3	35.6%	127.6%	-16.9%	14%	1.65	2.29
	Turkcell	8.35	0.56	0.78	4.6%	10.7	0.87	2.5%	9.5	24.5%	57.5%	-6.7%	37%	0.60	1.59
	Turkiye Garanti	6.70	0.51	0.89	2.9%	7.5	0.80	2.1%	8.3	25.9%	97.1%	-13.0%	20%	0.61	1.09
	Isbank	6.00	0.40	0.58	-3.1%	10.3	0.71	-2.8%	8.5	32.8%	33.3%	-23.6%	15%	0.47	0.74
	Turk Sise Cam	5.20	0.47	0.54	1.6%	9.7	0.65	0.2%	8.1	17.1%	49.4%	-16.8%	14%	0.43	0.67
	Vakifbank	3.32	0.31	0.39	1.8%	8.6	0.44	-1.8%	7.6	18.9%	27.2%	-20.2%	7%	0.36	0.44
	Vestel Elek	3.22	0.02	0.73	20.4%	4.4	0.93	-9.6%	3.5	581.2%	13.4%	-23.3%	38%	0.54	0.93
	Yapi Kredi Bank	3.00	0.17	0.26	1.4%	11.6	0.33	0.5%	9.2	37.8%	51.1%	-11.6%	37%	0.12	0.35
						11.0			9.6	22.7%					

KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

	Společnost	Událost
Červen 2007		
5.6.	Erste	Ex-dividend za rok 2006
6.6.	Erste	Výplatní den dividendy
6.6.	Zentiva	Řádná VH, rozhodnutí o dividendě za 2006 (návrh 11.5 Kč)
18.6. (odhad)	Zentiva	Ex-dividend za rok 2006
Červenec 2007		
2.7.	ECM	Konsolidované výsledky 2006 - auditované
4.7.	Zentiva	Rozhodný den pro výplatu dividend (11.5Kč na akcii)
11.7.	Zentiva	Začátek vyplácení dividend
26.7.	Telefónica O2 ČR	Výsledky 1H 2007
31.7.	Erste	Výsledky 1H 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. 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	25.5.07	1 760	koupit
18.10.06	989	koupit	16.3.07	1 650	koupit
1.8.06	962	koupit	7.11.06	1 460	akumulovat
29.5.06	962	koupit	10.8.06	1 390	akumulovat
3.2.06	893	koupit	12.5.06	1 410	akumulovat
6.12.05	873	akumulovat	20.3.06	1 390	akumulovat
			14.11.05	1 315	akumulovat

Telefónica O2 ČR			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
5.5.07	4400	akumulovat	28.3.07	3 690	držet
27.3.06	3 800	akumulovat	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	3, 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	33%	60%
Držet	33%	20%
Redukovat	0%	0%
Prodávat	0%	0%

KONTAKTY

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

Odbor Ekonomické a strategické analýzy			
Ředitel odboru, investiční strategie	Viktor Kotlán	+420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
Makro tým (Střední Evropa)	Mária Fehérová	+420/224 995 232	mfeherova@csas.cz
Makro tým (ČR)	Martin Lobotka	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Makro tým (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Makro tým (ČR), team-leader	David Navrátil	+420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Akciový tým (CEE Real Estate)	Petr Bártek	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Akciový tým (svět)	Ján Hájek	+420/224 995 324	janhajek@csas.cz
Akciový tým (ČR)	Radim Kramule	+420/224 995 213	rkramule@csas.cz
Akciový tým (ČR, CEE Media), team-leader	Jakub Židoň	+420/224 995 340	zidon@csas.cz
Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování			
Ředitel úseku	Petr Witowski	+420/224 995 800	pwitowski@csas.cz
	Robert Novotný	+420/224 995 148	mnovotny@csas.cz
Odbor Obchody treasury – ředitel odboru	Libor Vošický	+420/224 995 592	lvosicky@csas.cz
Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru	Pavel Křivonozka	+420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz
Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru	Daniel Drahotský	+420/224 995 178	ddrahotsky@csas.cz
Odbor Proprietary trading	Dušan Vaškovic	+420/224 995 417	dvaskovic@csas.cz
Úsek Investiční bankovnictví			
Ředitel úseku	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
	Jiří Hrbáček	+420/224 995 836	jhrbacek@csas.cz
Odbor Primární emise	Alice Racková	+420/224 995 197	arackova@csas.cz
Odbor Finanční instituce – ředitel odboru	Jana Daňková	+420/224 995 128	jandankova@csas.cz
Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
Erste Bank Vídeň – Global Macro & CEE Equity			
Head of Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Guenther Artner	+43 501 00 115 23	guenther.artner@erstebank.at
akcie – sektor ropa, plyn	Tamás Pletser	+361 235 51 33	tpletser@erstebank.com
akcie – sektor bankovnictví	Guenther Hohberger	+43 501 00 173 54	guenther.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Angelika Zwerenz	+43 501 00 119 03	angelika.zwerenz@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@ersteinet.cz
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