

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

10.7.2007
Červenec

Český akciový trh

- **Nové reporty na společnosti ECM (akumulovat, 2 160Kč) Philip Morris CR (redukovat, 9 655Kč), a Pegas (držet, 849Kč).**
- **Spuštění Energetické burzy v Praze**

Zahraniční akcie

- **Srovnání výnosů dluhopisových a akciových trhů**

Akcie	Kurz (Kč) 29.6.2007	Roční cílová cena (Kč)	Investiční doporučení (datum zveřejnění)	Oček. výnos p.a.	Komentář
Investiční doporučení pro český akciový trh					
CME	2 063	97,8 USD	akumulovat (31.1.07)	0,0%	Návrh na postupnou digitilazici je již na světě, zbývají ještě dve maličkosti: schválit ho v poslanecké sněmovně a trochu lépe ho vysvětlit. Zatím se totiž objevují jen kusé informace a z nich nelze učinit jednoznačný závěr. Ale CME na tom určitě neprodělá...
ČEZ	1 096	1 045	držet (8.6.07)	(4,9%)	Projekt s názvem energetická burza se už pomalu rozbíhá. Stačilo se už ovšem objevit také pár nepřesných informací. Cena elektřiny třeba nebude zafixovaná na celý příští rok, jak se objevilo v médiích, ale jen měsíc během letošního léta. Na závěr ta nejdůležitější zpráva: na trhu stále působí jen velký kupec (ČEZ a jeho buyback) a zatím žádný velký prodejce.
Telefónica O2 CR	596,3	600	držet (8.3.07)	(0,9%)	TO2 v rámci rošád mateřského koncernu vyměnila generálního ředitele, což není problém. Vzhledem k současnému relativně vysokému ocenění a nízkým údajným nabídkám na jeho nemovitosti by ale musel předvést hodně dobré výsledky.
Komerční banka	3 954	4 400	akumulovat (5.5.07)	13,3%	Koukejte na úrokové sazby a relativní ocenění... oboje Komerční bance zatím hraje do karet, marže se zvyšují bez výrazného negativního dopadu na růst objemu úvěrů. Celkově ale trh podle našeho názoru začíná být na tento tracker domácí ekonomiky nerealisticky pozitivní.
Orco	3 389	3 690	držet (28.3.07)	11,9%	Orco na konci června úspěšně vydalo nové akcie za celkem 172 mil. Eur, resp. za 115 Eur na akcii, mírně pod našim odhadem NAV na 2007. Jeho akcie byly následně uvedeny na burzy v Polsku a Maďarsku. Tyto pozitivní zprávy ale byly přebity negativním sentimentem v reálním sektoru (viz dále).
Philip Morris CR	11 050	9 655	redukovat (12.6.07)	(13,2 %)	Slovenské ministerstvu financí oznámilo plán zvýšit spotřební daň na tabákové výrobky. Slovensko má dosáhnout minimální daň 64 eur na 1000 cigaret do roku 2009, přičemž v současnosti je minimální daň 45 eur. Tento krok je plně v souladu s našim očekáváním.
Unipetrol	285,8	262	koupit (20.11.06)	(21,3 %)	Šéf Unipetrolu potvrdil, že i výsledky ve druhém čtvrtletí budou pozitivně ovlivněny přetrvávajícími vysokými rafinernskými a petrochemickými maržemi. Na druhou stranu, zimní odstávka by měla způsobit větší než námi původně očekávanou ztrátu (800mil. Kč).
Zentiva	1 442	1 760	koupit (25.5.07)	22,4%	Zentiva v červnu úspěšně dokončila akvizici tureckého výrobce generik Eczacibasi. V současnosti chybí nějaké výraznější impulzy pro pohyb ceny akcií a investoři pravděpodobně vyčkávají, jak se podaří Zentivě nového výrobce začlenit do svých struktur.
Pegas	814	849	držet (3.7.07)	4,3%	Pegas oznámil, že plánuje vyplatit dividendu 7mil. eur někdy ve 3Q 2007. Hrubý dividendový výnos tak činí přibližně 2,6%. Silné generování CF umožňuje jak výplatu dividend tak investice do výroby. Pamplona oficiálně oznámila, že hledá kupce na svůj 43,4% podíl v Pegasu.
ECM	1 795	2 160	akumulovat (14.6.07)	21,2%	Na ECM jsme v červnu vydali doporučení s cílovkou zvýšenou na 2160 Kč a s o jeden stupeň nižším doporučením (z Buy na Accumulate). Dobré jsou výsledky současných projektů, stále ale čekáme na prezentaci nové strategie a především akvizice... Pokles v sektoru, hrozba vydání nových akcií a nejistota ohledně povolení pro City Epoque ale ECM krátkodobě nepomáhají.

Poznámka: Philip Morris CR zatím Erste Bank analyticky nepokrývá. Roční cílová cena = cílová cena v horizontu 12 měsíců od datumu vydání investičního doporučení (viz závorka v následujícím sloupci). Očekávaný výnos p.a. se počítá jako ANUALIZOVANÝ podíl roční cílové ceny a aktuální ceny akcie. Anualizace se vztahuje k horizontu mezi dneškem a uplynutím 12M horizontu od vydání investičního doporučení.

ČESKÁ REPUBLIKA

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

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

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

Český akciový trh

Červen: burza se drží na dosah rekordu

Červen znamenal opět růst hlavního indexu PX, který si připsal 1,4% a zakončil na 1859,1 bodech. Meziročně index PX vzrostl o 33,7%. Rozdíl mezi minimem (1820,3) a maximem (1859,1) byl 38,8 bodů. Během června pokračoval zpětný odkup akcií ČEZ, který nakoupil přes 6,96mil vlastních akcií za průměrnou cenu 1 067,4Kč, což představuje 1,18% vlastního kapitálu. Červen nebyl nijak významný co se událostí týče, ale asi nejdůležitější byly: krach jednání mezi ČEZ a MUS o dodávkách uhlí pro plánovanou elektrárnu v Počeradech, emise 1,5mil. nových akcií Orca (cca 18% základního kapitálu) a CME bylo zahrnuto do indexů Russell.

Loňská jarní korekce PX indexu se prozatím nekonala a je otázka co se bude dít během letních měsíců. Určitá obava vývoje zahraničních trhů, především v USA, se prozatím nenaplnila a výsledky firem stále vykazují silná čísla. Koncem července se znovu rozeběhne výsledková sezóna, kdy by měly své výsledky za 1H zveřejnit Erste Bank a Telefónica O2 CR. Uvidíme tedy, zda se bude i nadále dařit zvyšovat zisk místním společnostem.

Největšího růstu se v červnu dočkaly akcie CME, které si připsaly 13%. Jedním z důvodů tohoto růstu bylo pravděpodobně zařazení akcií CME do indexů Russell a cenu tak hlavně táhla poptávka v USA. Navíc průtahy s digitalizací v ČR nahrávají TV Nova a tedy i CME. Dále se dařilo akciím Philip Morris CR (+5,1%) a Unipetrolu (+4,2%), i když žádné významnější zprávy jsme u těchto akcií nezaznamenali. ČEZ nadále roste, i když ne tak jako v měsíci minulém, tak přesto se dostal k úrovni 1100Kč na akcii, kterou později i překonal. Tahounem růstu ceny akcií ČEZ zůstává zpětný odkup. Již třetí měsíc v řadě se nedaří realitním titulům ECM (-1,4%) a Orco (-3,4%). Je to ale spíše záležitost sektorová, kdy rostou výnosy bondů a někteří investoři mění strukturu portfolia v neprospěch realitních firem. Tento pokles by tak mohl být zajímavý pro vstup do dlouhých pozic u těchto titulů.

Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

	Index / akcie (Kč)		% změna za		
	29.6.07	31.5.07	1M	3M	r.2007
PX	1859,1	1833,2	1,4%	8,6%	17,0%
CME	2063,0	1825,0	13,0%	9,3%	41,1%
Telefónica O2 CR	596,3	610,1	(2,3%)	8,8%	25,3%
ČEZ	1096,0	1074,0	2,0%	16,5%	14,2%
Erste Bank	1667,0	1652,0	0,9%	1,9%	4,1%
Komerční banka	3954,0	3848,0	2,8%	8,5%	27,6%
ECM	1795,0	1820,0	(1,4%)	(8,5%)	25,4%
Orco	3389,0	3507,0	(3,4%)	(4,1%)	23,0%
Pegas	814,0	809,0	0,6%	13,8%	8,7%
Philip Morris ČR	11050,0	10513,0	5,1%	14,6%	1,9%
Unipetrol	285,8	274,3	4,2%	21,3%	22,0%
Zentiva	1442,0	1441,0	0,1%	(0,1%)	13,7%

V červnu poklesla aktivita na PSE, kdy se zobchodovalo akcií celkem za 69,8mld.Kč. Meziměsíčně tak aktivita poklesla o 16,1%, přičemž v meziročním srovnání je pokles ještě výraznější a to o více jak 31%. Poslední tři měsíce se obchodovalo následovně:

květen 83,2mld Kč, duben 76,95mld Kč a březen 101,2 mld. Kč. V červnu bylo 21 burzovních dnů a průměrný denní objem činil 3,32 mld. Kč. Z jednotlivých titulů byly stabilně nejobchodovatelnější akcie ČEZu, kterých se zobchodovalo dohromady za 29,9 mld. Kč (mírný pokles oproti minulému měsíci) a představovaly 42,9% objemu obchodů. 2.-4. místě se v červnu seřadily akcie Zentivy s 7,7mld Kč, Telefónica O2 s 7,4mld Kč a Erste Bank s 7,1mld Kč. Poslední tři místa obsadily ECM s 1,1mld Kč, Pegas s 0,7mld Kč a Philip Morris CR s 0,5mld Kč. Průměrné denní obchody s akciemi ČEZ činily 1 424 mil. Kč a s PM ČR 23,8 mil. Kč.

Tabulka: Objemy obchodování

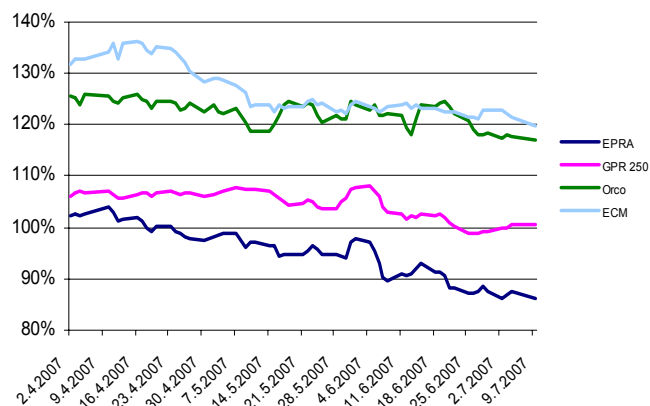
	Červen 2007		Květen 2007	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČEZ	29,9	42,9	34,7	41,7
Zentiva	7,7	11,0	11,2	13,5
Telefónica O2 CR	7,4	10,6	7,4	8,9
Erste Bank	7,1	10,2	5,3	6,3
Komerční banka	6,8	9,8	11,1	13,4
Unipetrol	3,2	4,6	5,0	6,0
CETV	2,7	3,8	2,7	3,2
+Orco	2,6	3,8	2,0	2,4
ECM	1,1	1,6	2,2	2,6
Pegas	0,7	1,0	1,0	1,3
Philip Morris CR	0,5	0,7	0,6	0,7

Červen: prázdniny začaly v politice o trochu dříve

Tento měsíc nebyly žádné významné zprávy v politice, které by měly vliv na akciový trh. Pokračování výměny manželek na politické scéně jen zapadla do prázdninového duchu a tak si na zajímavé návrhy musíme měsíc počkat.

Realitní tituly pod tlakem dluhopisových výnosů

Realitní akcie v celé Evropě v posledních dvou měsících klesají v důsledku prudkého nárůstu dluhopisových výnosů a také zhoršeného výhledu běžných úrokových sazeb. To, že v tom dva české tituly „nejedou“ samy je vidět z vývoje realitních indexů:



Zdroj: Bloomberg

Graf zohledňuje výnos od začátku roku (1.1.07 = 100%) – je vidět, že české tituly jsou stále výrazně v zisku, zatímco celoevropský EPRA index je na tom nejhůře (GPR 250 zobrazuje vývoj světových RE titulů).

Zatímco vyšší výnosy u dluhopisů znamenají obecně pro akcie zvýšení očekávané návratnosti a tím pokles ocenění (za jinak stejných podmínek), u realitních firem navíc ovlivňují ocenění jejich portfolia nemovitostí. Vzhledem k tomu, že rozdíl mezi výnosem z dlouhodobých státních dluhopisů a výnosem z nájemného v západní a střední Evropě za posledních pět let klesnul prakticky na nulu, je velmi pravděpodobné, že nyní po dlouhé době vzrostou i výnosy z nájemného a některé realitní firmy tak můžou ukázat ztráty z přecenění portfolia.

Výše uvedené je ovšem velkým zobečněním. Jednoduché srovnání aktuálních výnosů nezohledňuje kvalitu portfolií jednotlivých firem a možnosti růstu nájemného – stále solidně rostoucí ekonomika a především spotřeba domácností v CEE podporuje růst obsazenosti kanceláří i obchodních center, většina nájemních smluv je pak indexovaná podle inflace. Realitní investoři tak klidně mohou současný nárůst dluhopisových výnosů, v případě že nebude pokračovat, ignorovat.

Z našeho pohledu nynější pokles celého sektoru nabízí příležitost k výběru kvalitních společností, které se svezly se zbytkem trhu. Výhodu mají společnosti orientované na jihovýchodní Evropu, kde jsou výnosy z nájemného stále relativně vysoké a konkurence developerských projektů nižší. Neoprávněně se zbytkem trhu klesají také společnosti, které nespolehají jen na pokles výnosů a aktivním managementem se snaží zvyšovat hodnotu investic – mezi ně patří i Orco a ECM.

ČEZ: Aukce je minulostí, burza se rozbíhá!

Poslední léta jsme byli zvyklí, že se v létě konala aukce velkoobchodní elektřiny, která v podstatě (ze zhruba 85%) určila ceny na další rok. To se teď změní, pravicová vláda prosadila vznik energetické burzy, která má být transparentnějším obrazem tvorby cen elektřiny. Jestli si ale od toho někdo slibuje, že lusknutím prstu začnou ceny elektřiny klesat, tak ho zklameme. Minimálně ještě příští rok porostou, prostě do doby, než ty naše (a vůbec v celém regionu) zkonvergují k těm německým. Rozdíly pak budou tvořeny jen cenou přeshraničních kapacit. Země s nedostatkem výrobních kapacit budou mít (nebo už mají) cenu elektřiny vyšší a naopak. My snad vždycky budeme v té druhé skupině, ale bavit se tu o „energetické koncepci“ dneska nebudeme.

Na otázku, jaký bude rozdíl mezi cenotvorbou z aukce a z burzy, tak podle nás existuje jednoduchá odpověď: žádný. Souhlasíme s tím, že se jedná o metodu transparentnější, ale jiné rozdíly se už týkají pouze větších možností, jak si „zařídít“ elektřinu do budoucna. Vzhledem k tomu, že si budeme moci nakoupit elektřinu na měsíc, čtvrtletí, rok dopředu nebo různě kombinovat, se určitě zvýší variabilita, ale zase to bude muset člověk (nebo firma) sledovat. Větší variabilita je tedy spojená s vyššími náklady. Proč to tedy podstupovat? Letošní rok je toho krásným důkazem. V Německu se cena ročních kontraktů (pro roky 2008, 2009 a 2010) pohybuje kolem 55 EUR za MWh. Naopak jakýkoli futures na měsíc, čtvrtletí stojí kolem 40 EUR za MWh. Na spotu jsou ceny i kolem 25-30 EUR za MWh. To vše díky počasí, které je letos příznivé, opravdu velká spotřeba elektřiny byla jen přelom května a června, kdy klimatizace jely na plno. Jinak je letošek (a hlavně zima) podprůměrný, tedy alespoň co se týče spotřeby elektřiny. Tak si to shrňme, buď si dál budeme kupovat dražší ale jistější kontrakty (berte to s rezervou, mezi lidi a výrobce elektřiny ještě vstupují distributoři a další subjekty, kterým platíme poplatky) a nebo zaspokulujeme a budeme vše kupovat na bázi čtvrtletních či měsíčních kontraktů.

No uvidíme, co přinese rozjezd energetické burzy. Na začátku se kolečka trochu zadrhla, protože se muselo vysvětlovat, jak je to vlastně s tou zafixovanou cenou. Původně se totiž zdálo, že zveřejněná cena (50.4 EUR za MWh) je na celý rok 2008, ale po upřesnění vyšlo najevo, že se jedná o pouze měsíční fix spojený s produktem, který by měl zmírnit možné cenové šoky na začátku obchodování. Výbor burzy pro obchodování přišel s nápadem složeného kontraktu na rok 2008 a 2009. Jinými slovy, kdo si mezi koncem července a srpna bude chtít koupit elektřinu za podle nás příznivou „zafixovanou“ cenu 50.4 EUR za MWh, koupí si zároveň (ale za floatovou cenu) kontrakt na celý rok 2009. To už ale půjde o spekulaci.

Jak se vůbec burza dostala k ceně 50.4 MWh? Vzala čtyřměsíční průměr ceny elektřiny v Německu a odečetla cenu přeshraniční kapacity pro rok 2007 (o cenách pro rok 2008 se bude jako každý rok rozhodovat v listopadové aukci přeshraničních kapacit). Takže koupí složeného kontraktu spekulují na cenu elektřiny v Německu v roce 2008 a 9, cenu přeshraničních kapacit v tytéž roky. Koncem srpna se kontrakty rozdělí a bude se s nimi standardně obchodovat na základě poptávky a nabídky. Škoda, že se to takhle nepochopilo hned od začátku, mohli jsme se vyvarovat komentářů ze strany Evropské komise, která už, už chtěla vyšetřovat regulaci (v již odregulovaném odvětví) ceny na celý rok. A ono jde přitom jen o měsíc...

Napojení na cenu akcie ČEZ je zatím malé, moudřejší budeme, až se burza více rozjede a ceny z ní vzešlé budeme moci brát jako bernou minci. Jak jsme mnohokrát poznamenali, ceny elektřiny jsou stále tím nejdůležitějším faktorem, který fundamentálně ovlivňuje cenu akcií ČEZu.

Downgrade na ECM, ale s vyšší cílovkou

V polovině června jsme downgradovali akcie developera ECM na akumulovat z koupit při současném zvýšení dvanáctiměsíční cílové ceny ze 1917 Kč na 2160 Kč. Vzhledem k již měsíčnímu odstupu jen krátké shrnutí důvodů:

- Downgrade pouze důsledkem nárůstu akcií ECM od našeho posledního ocenění, zvýšení cílové ceny o 13% je výmluvné.
- ECM nás potěšila potvrzením strategie na maximalizaci IRR, když prodala dvě budovy z projektu City na velmi dobrých úrovních (odhadujeme výnosy 6% a 5.3%). Zrychlili jsme tak odhady růstu současných projektů.
- Po vydání pětiletých dluhopisů a po oznámeném sjednání nového programu na vydávání akcií vidíme u ECM zvýšenou finanční flexibilitu a zvyšujeme střednědobý odhad capex o 12%.
- Od chystaného zveřejnění strategie expanze očekáváme posun na atraktivní trhy na Ukrajině, Rumunsku, Polsku a Slovensku a také do segmentů retailu a luxusních rezidencí. Tedy pozitivní news flow na obzoru.
- Naš dlouhodobý odhad růstu NAV se tak zvýšil na CAGR 15,1% oproti nákladům vl. kapitálu 11,4%. Cílový poměr P/NAV06 tak je 1,39. Odhad NAV pro 2008 vzrostl o 17% na 81 Eur/akcii a o 9% na 84 Eur/akcii pro 2009. Naopak Odhad pro 2007 jsme o 2,5% snížili na 61 Eur/akcii kvůli jednorázovým nákladům na zrušení

některých starších smluv a kvůli snížení podílu v projektu Ryazan na 50%.

- A rizika? Krátkodobě očekávané uplatnění velkého objemu akciových opcí (45% nových akcií). Standardním rizikem u všech developerů pak jsou možné problémy při získávání stavebních povolení apod., u ECM toto hrozí hlavně v případě City Epoque.

Pegas: Pamplona prodává svůj podíl a naše nové doporučení

Dle nejposlednějších zpráv britský fond Pamplona (v současnosti vlastní 43,4%) pověřil jednu z konkurenčních bank, aby umístila až 3,09mil. akcií (33,6%) Pegasu skrze zrychlený bookbuilding (jen se otevře kniha a shromáždí se objednávky). Tato zpráva následuje po oficiálním oznámení Pamplony z minulého týdne, že hledá kupce pro svůj podíl v Pegasu. Velkým hráčem o podíl v Pegasu může být polský výrobce netkaných textilií Lentex, který chtěl od Pamplony koupit určitý podíl, ale Pamplona prý nabídla pouze menší než jím požadovaný podíl. Umístění až 33,6% a v blízké době pravděpodobně zbylých 10% na trh je spíše negativní zpráva pro akcie Pegasu. Cena, za kterou investoři budou ochotni Pegas koupit bude oznámena 11. června a minimálně do té doby budou akcie Pegasu pod prodejním tlakem

Rychlost s jakou Pamplona z Pegasu vystupuje, období lock-up skončilo 16.června, se může zdát trochu překvapivé, ale po oznámení výplaty dividend s ročním předstihem, než bylo původně prezentováno, se tomu ani tak nelze divit. Otázkou je, jak velký tento zájem skutečně je a zda investoři budou spekulovat s nabídkami na Pegas. Pamplona by pravděpodobně svůj podíl neprodala pod upisovací cenou z prosince minulého roku, tedy 748Kč, ale zároveň asi nelze očekávat, že by nějaký investor nabízel výrazně vyšší cenu než za jakou se Pegas v poslední době obchodoval (800 – 820Kč).

Na přelomu června a července jsme vydali nový report na Pegas s doporučením Držet a 12M cílovou cenou 849 Kč. Naše původní cílová cena byla 806Kč a hlavními důvody pro její zvýšení byly následující:

- Rychlejšího než očekávané uvedení do provozu nové 8. linky v říjnu 2007, která zvýší roční kapacitu o 15,4kt na zhruba 69kt. Tato linka by tak ještě letos mohla přispět 1kt produkcí, tedy zhruba 0,8mil EUR do 2007 EBITDA.
- Pegas oficiálně požádal o daňovou podporu na další, v řadě již 9.linku u českých úřadů. Změnili jsme tak očekávání uvedení do provozu této další linky z roku 2011 na polovinu roku 2010, což má pozitivní dopad na CF a valuaci. Očekáváme, že tato linka bude mít podobné vlastnosti jako linka 8.
- Zveřejněné výsledky za 1Q 2007 byly lepší než naše a tržní očekávání, kdy vzrostla produkce o 4,1%, aniž by byla zvýšena kapacita. Důvodem růstu produkce je zefektivnění výroby a zlepšení výrobních procesů. To mělo také pozitivní dopad na naše odhady a cílovou cenu.
- Management dále oznámil, že hodlá začít vyplácet dividendu již ve 3Q 2007 a to ve výši 7mil. EUR. Dividendový výnos tak vychází na zhruba 2,6%. Plánovaná dividenda nemá vliv na naši valuaci, ale je určitě pozitivně pro investory, jelikož Pegas i nadále plánuje investovat do nových kapacit, což mu umožňuje silné generování CF.

Philip Morris CR: spotřební daně by měly negativně ovlivnit hospodaření v roce 2007 a 2008

Začátkem června jsme vydali první report na tabákového výrobce patřícího do koncernu Philip Morris s doporučením Redukovat a 12M cílovou cenou 9 655Kč.

Hlavní důvody pro naše doporučení redukovat jsou následující:

- Zvyšování spotřební daně na cigarety v roce 2006 o zhruba 20% se do cen začalo projevovat až koncem roku a navíc další zvýšení daní o dalších 20% se uskutečnilo letos v květnu. Spotřebitelé tak neměli mnoho času na přizpůsobení se a proto očekáváme, že rok 2007 bude pro PM CR poměrně nepříznivý.
- Další zvyšování spotřební daně v ČR v roce 2008 a růst daně na Slovensku, tak aby daň dosáhla minimální úrovně v EU, tedy 64€ na 1000 cigaret.
- Substituční efekt přechodu spotřebitelů od dražších k levnějším značkám z důvodu růstu cen (zvyšování daní), kde PM CR není tak silný (konkurence od BAT a Imperial Tobacco)
- Protikuřácké tendence v EU budou i v budoucnu vytvářet tlak na větší restrikcii kouření a tedy snižování spotřeby.
- Geografická omezenost PM CR na trhy Slovenska a ČR. Nemůže tak benefitovat z globálního růstu spotřeby cigaret v rozvojovém světě. Jeho 18% premie na úrovni P/E 07e vůči světové konkurenci je tak neopodstatněná.
- Horší letošní výsledky tržeb by měly znamenat nižší zisky a tedy i pokles dividendy na 502Kč na akcii (aktuálně dividendový výnos 4,5%). S tím jak rostou úrokové sazby ve světě a v ČR očekáváme, že investoři budou požadovat u společností jako je PM ČR vyšší dividendový výnos a kurs PM ČR by tedy měl poklesnout – to je v souladu s naším oceněním modelem DCF na úrovni 9 655Kč na akcii.

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

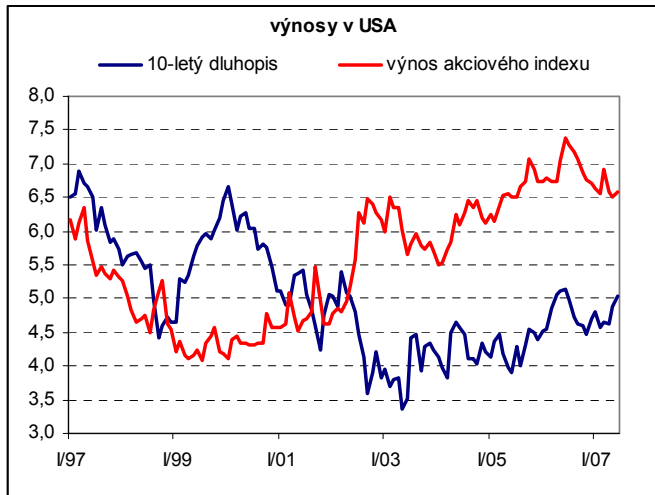
SVĚT

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

Srovnání výnosů dluhopisových a akciových trhů

Poté, co delší dobu přetrvával více než dvouprocentní rozdíl mezi výnosem amerického desetiletého dluhopisu a výnosem akciového indexu, došlo v posledním půlroce alespoň k částečnému zmenšení tohoto rozdílu (aktuálně 1,5%).

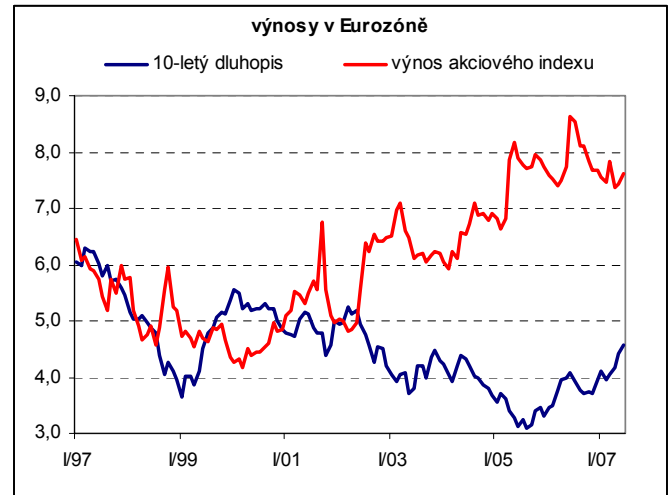
Graf: Srovnání amerických výnosů



Zdroj: Bloomberg, Thomson Financial

V tomto měsíčníku se nechci zabývat ani důvody tohoto stavu, ani možnými způsoby, jak by k dalšímu snížení tohoto rozdílu mohlo dojít (zde bych odkázal čtenáře na mé předchozí dva příspěvky věnované tomuto tématu – viz Měsíční akciová strategie ČS z července 2005 a dubna 2006), spíše se chci podívat na to, jestli lze tzv. FED-model použít i pro srovnání těchto dvou základních aktiv na východoevropských trzích. Na rozdíl od amerického a evropského trhu nedisponují tak dlouhými časovými řadami, přesto lze vyvodit určité závěry. Situace na všech třech východoevropských trzích je hodně podobná situaci na americkém a evropském trhu, kde se od konce splasknutí technologické bubliny na akciovém trhu obchodují akcie s výrazně vyšším očekávaným výnosem než je tomu v případě dlouhodobých dluhopisů.

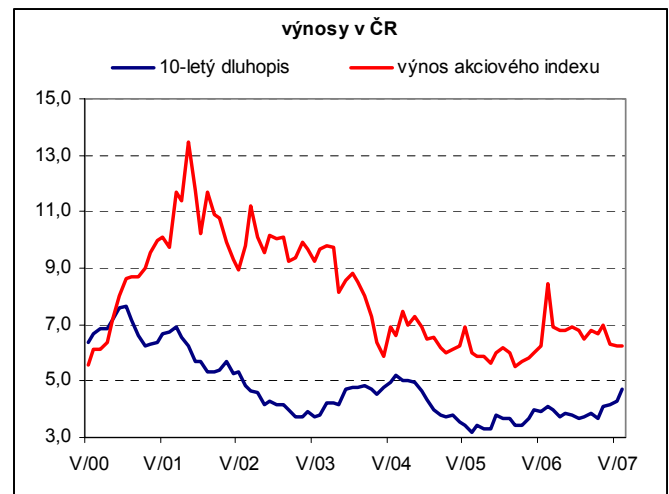
Graf: Srovnání evropských výnosů



Zdroj: Bloomberg, Thomson Financial

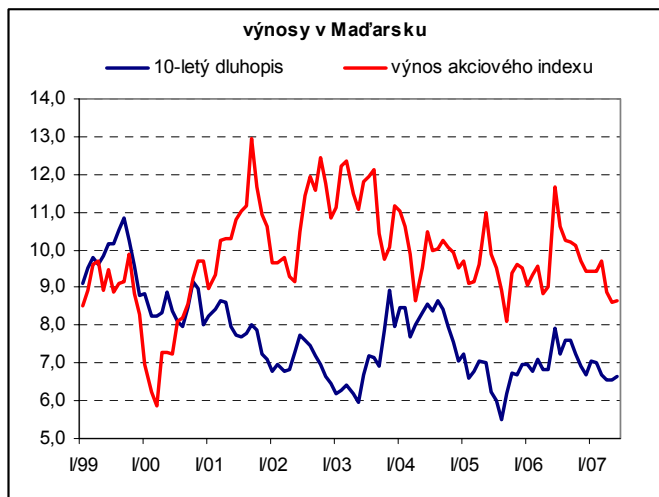
Tento rozdíl na východoevropských trzích zdaleka není tak výrazný, jak je aktuálně tomu na západoevropských trzích, spíše se dlouhodobě drží na úrovni oněch 2%, které jsme v posledních letech viděli na americkém trhu. Na příkladu českého a polského trhu lze také ukázat, že pokles výnosů na příslušných dluhopisových trzích vedl také k růstu relativních ocenění (resp. poklesu očekávaného výnosu akciového indexu). Také lze rozdíly v relativním ocenění jednotlivých trhů vysvětlit nižší hladinou dluhopisových výnosů (ČR a Polsko vs. Maďarsko). Dlouhodobě bude zajímavé sledovat, jakým směrem budou rozdíly ve výnosech jednotlivých aktiv směřovat – jestli budou i nadále blíže stavu z amerického trhu, nebo v rámci konvergence dojde i na těchto trzích k rozšíření rozdílu ve výnosech na úroveň blízkou aktuálnímu stavu na západoevropském trhu.

Graf: Srovnání českých výnosů



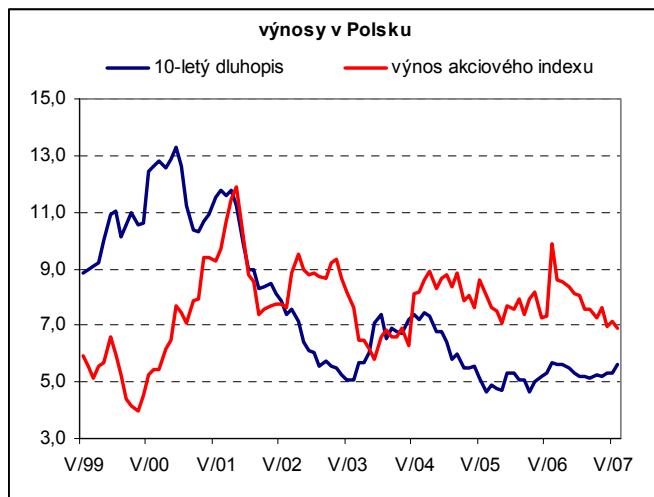
Zdroj: Bloomberg, Thomson Financial

Graf: Srovnání maďarských výnosů



Zdroj: Bloomberg, Thomson Financial

Graf: Srovnání polských výnosů



Zdroj: Bloomberg, Thomson Financial

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

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

Země	Akcie	Poslední kurz	Konsenzuální odhadv I/B/F/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	599.0	24.9	31.7	-1.7%	18.9	32.4	-0.2%	18.5	14.0%	39.3%	-4.5%	25%	25.5	52.4
	ČEZ	1119.0	46.8	60.3	-0.2%	18.5	73.0	2.4%	15.3	25.0%	58.3%	-2.8%	6%	52.6	67.2
	Komerční banka	4121	239.9	263.1	-0.1%	15.7	288.3	-0.3%	14.3	9.6%	38.7%	-1.3%	3%	239.2	274.8
	Philip Morris CR	10850	710.7	560.9	-1.8%	19.3	551.6	6.0%	19.7	-11.9%	25.3%	-13.5%	4%	540.5	585.3
	Unipetrol	298.0	17.5	23.5	4.9%	12.7	27.5	5.9%	10.8	25.3%	65.1%	0.0%	14%	18.1	26.4
	Zentiva	1424.0	57.9	68.4	-1.6%	20.8	86.2	-0.7%	16.5	22.0%	44.0%	-9.4%	4%	65.1	73.2
						17.9			15.5	19.4%					
Maďarsko	Egis	23310	2169	1123	-5.7%	20.8	1594	-0.2%	14.6	-14.3%	24.0%	-28.2%	4%	1063.1	1202.7
	FHB	2293	111	119	0.2%	19.3	124	0.0%	18.5	5.8%	90.6%	-2.1%	14%	97.2	129.2
	Magyar Telecom	989	74	75	0.2%	13.1	83	-0.3%	11.9	6.4%	20.6%	-7.8%	8%	66.2	83.7
	MOL	27790	3480	2262	2.5%	12.3	2168	-0.2%	12.8	-21.1%	20.6%	-7.8%	11%	1897.5	2658.0
	OTP	10662	723	779	0.3%	13.7	885	0.7%	12.0	10.7%	47.7%	-8.0%	3%	750.7	828.9
	Gedeon Richter	38440	2797	2141	0.2%	18.0	2567	0.3%	15.0	-4.2%	84.4%	-0.7%	16%	1711.7	2914.7
						13.5			12.7	-6.7%					
duální listing	Bank Austria	145.99	7.61	8.54	0.0%	17.1	9.26	0.0%	15.8	10.3%	58.7%	0.0%	17%	2.21	3.10
	Erste Bank	59.1	2.96	3.88	0.0%	15.2	4.69	0.1%	12.6	26.0%	39.9%	-3.9%	6%	3.67	4.64
	Raiffeisen Bank	118.48	4.17	5.48	0.0%	21.6	7.05	0.8%	16.8	30.1%	97.4%	-4.0%	4%	5.10	6.00
	Oro Property Group	115.2	12.58	5.23	0.0%	22.0	6.24	0.0%	18.5	-29.6%	45.8%	-14.0%	81%	1.70	11.34
	Central European Media Ent.	98.98	0.62	2.82	0.0%	35.1	3.91	0.0%	25.3	151.1%	86.1%	-2.9%	11%	2.62	3.18
	Central Eur. Distribution Co.	34.42	1.25	1.64	0.0%	21.0	1.99	0.0%	17.3	26.2%	82.2%	-6.7%	13%	19.05	26.03

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	42.88	0.59	1.33	2.1%	32.3	1.52	3.6%	28.2	60.0%	56.5%	-14.1%	31%	0.79	1.85
	Bank BPH	960.00	44.15	53.15	-0.8%	18.1	54.28	-1.4%	17.7	10.9%	36.7%	-12.3%	n.m.	8.54	8.54
	Bank Pekao	262.10	10.72	12.54	-0.2%	20.9	14.44	-0.1%	18.1	16.1%	43.6%	-5.9%	8%	45.71	57.56
	BZ WBK	285.00	10.39	12.89	0.0%	22.1	14.85	0.0%	19.2	19.5%	63.8%	-10.7%	3%	11.92	13.03
	BRE Bank	523.00	14.27	22.42	4.1%	23.3	24.28	6.9%	21.5	30.4%	189.0%	-5.9%	5%	11.92	13.74
	Svanitv	86.10	1.48	3.33	0.0%	25.9	6.22	0.0%	13.8	104.8%	22.8%	-33.0%	5%	1.57	1.76
	Echo Investment	101.50	6.56	7.51	0.0%	13.5	8.22	0.0%	12.3	12.0%	68.9%	-14.8%	n.m.	7.51	7.51
	GTC	47.50	3.40	4.43	0.4%	10.7	6.43	9.0%	7.4	37.5%	89.2%	-17.6%	5%	4.22	4.75
	Grupa Ketr	236.50	9.52	11.53	-2.5%	20.5	13.03	-0.7%	18.2	17.0%	82.6%	-3.5%	3%	11.00	11.91
	Grupa Lotos	56.80	5.86	5.28	0.7%	10.8	4.79	-0.2%	11.9	-9.6%	47.5%	-2.4%	16%	3.94	6.19
	KGHM	120.30	16.93	16.24	1.4%	7.4	12.76	1.0%	9.4	-13.2%	53.2%	-5.1%	17%	12.30	20.69
	LPP	2359.00	23.97	59.34	0.0%	39.8	76.02	13.2%	31.0	78.1%	357.2%	-8.4%	22%	44.13	68.79
	Netia	4.50	-0.98	-0.08	0.0%	-56.3	-0.11	0.0%	-42.9	-67.2%	22.3%	-18.2%	-283%	-0.24	0.08
	Opoczno	53.00	0.93	2.23	2.3%	23.8	3.51	6.2%	15.1	94.8%	68.3%	-11.2%	17%	1.96	2.50
	Orbis	83.80	2.06	3.34	-0.3%	25.1	3.93	-0.3%	21.3	38.0%	94.0%	-11.8%	32%	2.12	4.19
	PBG	368.00	4.50	7.46	0.7%	49.3	11.65	0.6%	31.6	60.8%	148.4%	-16.0%	11%	6.88	8.42
	PGNiG	5.55	0.20	0.29	2.3%	19.0	0.31	1.1%	17.9	24.2%	78.5%	-0.4%	25%	0.22	0.39
	PGF	117.00	5.04	5.50	3.1%	21.3	6.64	12.5%	17.6	14.9%	91.8%	-6.3%	5%	5.33	5.83
	PKN	59.00	5.45	5.16	-2.4%	11.4	5.42	-0.5%	10.9	-0.2%	44.9%	-4.7%	26%	2.77	8.97
PKO BP	55.10	2.12	2.50	0.8%	22.0	2.85	0.7%	19.3	16.0%	55.6%	-3.8%	8%	2.27	2.80	
Prokom	163.50	6.33	7.86	0.0%	20.8	9.00	0.0%	18.2	19.2%	38.6%	-8.8%	13%	6.96	8.91	
Asseco Poland	88.00	2.80	2.50	0.0%	35.2	3.00	0.0%	29.4	3.5%	142.4%	-4.3%	n.m.	3.33	3.33	
TPSA	23.64	1.50	1.72	-0.8%	13.7	1.85	-1.4%	12.8	11.2%	23.4%	-13.0%	10%	1.58	2.14	
TVN	22.79	0.79	0.92	0.8%	24.7	1.21	-3.2%	18.8	24.2%	16.3%	-22.2%	13%	0.76	1.05	
						16.4		15.4	11.2%						
Rusko	Baltika Brewery	47.00	2.76	3.00	-8.5%	15.7	2.67	-15.5%	17.6	-1.6%	34.1%	-6.0%	37%	2.17	4.63
	Cherepovets Severstal	16.35	1.27	1.59	2.6%	10.3	1.67	-1.0%	9.8	14.7%	51.4%	0.0%	18%	2.86	5.76
	Evrax Group	48.00	3.94	4.79	1.7%	10.0	4.96	8.9%	9.7	12.2%	140.0%	-2.0%	12%	0.64	1.05
	Gazprom	43.10	0.91	0.95	-5.0%	11.4	1.05	-5.7%	10.3	7.2%	28.5%	-11.7%	9%	7.13	10.18
	Lukoil	81.50	9.06	8.60	-2.5%	9.5	8.00	-3.9%	10.2	-6.0%	16.4%	-12.0%	21%	15.61	46.35
	Norilsk Nickel	215.00	26.50	38.55	7.3%	5.6	33.06	20.3%	6.5	11.7%	92.0%	-3.0%	6%	4.09	5.16
	MTS	64.88	3.15	4.70	1.1%	13.8	5.22	0.6%	12.4	28.7%	132.4%	-3.1%	23%	0.15	0.26
	Novatek	5.42	0.18	0.21	1.1%	25.6	0.27	0.0%	20.3	21.8%	21.5%	-18.5%	14%	0.26	0.35
	Novolipetsk	3.25	0.32	0.31	-0.5%	10.4	0.30	-0.6%	10.8	-2.3%	76.6%	-0.9%	14%	0.13	0.20
	Rostelcom	9.60	0.25	0.18	0.8%	54.2	0.18	1.5%	52.1	-14.3%	109.8%	-3.0%	11%	0.98	1.30
	Seventh Continent	25.50	0.97	1.14	-7.3%	22.4	1.45	-7.5%	17.6	22.3%	21.4%	-13.1%	17%	1.06	1.92
	Surautneftegaz	1.19	0.08	0.11	5.0%	10.8	0.11	-0.9%	10.7	16.2%	14.4%	-25.9%	30%	0.06	0.16
	Tatneft	5.00	0.51	0.56	1.1%	9.0	0.48	3.7%	10.4	-3.1%	29.9%	-16.7%	8%	0.51	0.65
	Unified Energy	1.42	0.03	0.04	9.4%	37.8	0.05	-7.0%	30.8	24.0%	132.6%	-3.1%	67%	0.01	0.09
	Vimpelcom	111.79	3.98	6.26	0.3%	17.9	7.78	2.3%	14.4	39.8%	161.1%	-2.6%	11%	4.50	7.51
						11.5		11.1	7.8%						

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 Saclik	9.10	0.16	0.26	1.1%	35.1	0.31	-41.1%	29.2	40.6%	33.7%	-12.5%	9%	0.25	0.29
	Adana Cimento	9.35	1.10	1.22	2.2%	7.7	1.23	-7.0%	7.6	6.0%	85.7%	-1.1%	16%	0.91	1.45
	Akbank	8.35	0.53	0.77	1.6%	10.9	0.86	2.7%	9.7	27.1%	59.4%	-2.9%	15%	0.63	1.07
	Akanssa Cimento	8.85	0.77	0.81	4.0%	11.0	0.93	1.7%	9.5	10.1%	58.0%	-12.4%	13%	0.61	0.97
	Aksa	3.88	0.56	0.34	0.0%	11.3	0.32	0.0%	12.0	-24.0%	83.8%	-10.7%	11%	0.32	0.37
	Aksiorta	7.90	0.24	0.27	-2.2%	28.8	0.33	-6.3%	24.3	15.9%	111.2%	-1.3%	27%	0.20	0.42
	Anadolu Cam	5.65	0.24	0.34	-3.6%	16.6	0.44	-1.1%	12.8	34.9%	31.4%	-13.7%	14%	0.29	0.41
	Anadolu Efes	52.50	2.38	2.83	-0.1%	18.6	3.24	-0.5%	16.2	16.6%	45.8%	-10.3%	8%	2.48	3.22
	Arcelik	11.20	0.81	0.98	2.7%	11.5	1.14	2.0%	9.8	18.5%	44.5%	-8.9%	12%	0.74	1.11
	Beko Elektronik	1.92	-0.74	-0.12	46.8%	-15.7	0.15	9.9%	13.2	#NUM!	17.1%	-18.3%	-275%	-0.74	0.16
	Brisa Bridgestone	74.50	5.63	5.88	0.0%	12.7	7.39	14.6%	10.1	14.6%	30.7%	-22.4%	28%	4.73	7.02
	Cimsa Cimento	9.95	1.12	1.48	9.6%	6.7	1.31	1.5%	7.6	8.0%	56.7%	-8.7%	25%	0.91	1.87
	Denizbank	14.00	1.08	0.90	-2.4%	15.5	0.99	-20.4%	14.1	-4.2%	26.1%	-22.2%	n.m.	-	-
	Doan Yavin	5.70	0.07	0.28	-1.5%	20.3	0.25	1.4%	23.0	92.4%	42.5%	-12.3%	24%	0.22	0.39
	Eczacibasi Ilac	6.20	0.20	0.25	0.0%	25.1	0.31	-0.8%	19.8	25.7%	109.5%	-12.7%	23%	0.22	0.34
	Enka Insaat	16.40	0.65	0.75	-1.4%	21.9	0.82	1.7%	20.0	12.2%	134.3%	-1.2%	28%	0.56	1.27
	Ereli Demir	9.45	0.41	0.80	1.7%	11.9	1.02	-0.4%	9.3	58.2%	147.7%	-1.0%	36%	0.12	1.17
	Finansbank	5.75	0.53	0.46	16.7%	12.5	0.49	2.9%	11.7	-3.7%	33.6%	-3.2%	18%	0.40	0.52
	Ford Otomotiv	12.40	1.43	1.30	0.3%	9.5	1.46	0.0%	8.5	1.0%	45.9%	-9.5%	15%	1.04	1.75
	Fortis Bank	2.74	0.08	0.14	0.0%	19.2	0.17	0.0%	16.0	51.1%	127.3%	-8.7%	n.m.	0.14	0.14
	Sabancı Holdings	6.85	0.27	0.47	-3.8%	14.7	0.52	-3.1%	13.2	37.7%	83.2%	-2.1%	20%	0.31	0.58
	Hurriyet	3.92	0.25	0.24	-7.4%	16.2	0.32	-1.7%	12.4	12.5%	50.8%	-14.8%	21%	0.17	0.33
	KOC Holdings	6.10	0.44	0.47	-2.9%	13.0	0.58	-11.7%	10.6	14.2%	80.4%	-1.6%	27%	0.34	0.72
	Miros	21.80	0.45	0.82	2.2%	26.7	0.98	2.7%	22.2	48.5%	96.4%	-2.2%	18%	0.56	1.04
	Petrol Ofisi	5.65	0.47	0.57	-3.1%	9.8	0.65	-12.2%	8.6	18.3%	65.6%	-3.5%	25%	0.35	0.87
	Tofas	6.50	0.16	0.23	0.0%	28.3	0.58	-1.4%	11.1	88.7%	97.0%	-2.3%	41%	0.08	0.42
	Trakva Cam	4.84	0.49	0.43	0.8%	11.4	0.51	-3.4%	9.5	1.5%	64.6%	-0.8%	15%	0.33	0.55
	Tupras	32.50	2.88	3.47	3.8%	9.4	3.63	0.2%	9.0	12.1%	46.4%	-10.3%	15%	2.16	4.44
	Turk Demir Dokum	9.15	0.76	0.96	6.2%	9.6	1.15	5.9%	8.0	22.8%	10.9%	-23.2%	9%	0.86	1.02
	Turk Ekonomi Bankasi	22.50	1.07	1.49	-5.5%	15.1	1.90	-3.7%	11.8	33.2%	160.3%	-3.0%	5%	1.40	1.54
	Turkcell	9.40	0.56	0.76	1.9%	12.3	0.84	-1.6%	11.2	22.1%	55.4%	-2.1%	35%	0.62	1.54
	Turkiye Garanti	8.10	0.51	0.88	1.5%	9.2	0.80	0.2%	10.1	25.6%	135.5%	-2.4%	19%	0.59	1.09
	Isbank	7.05	0.40	0.56	-3.8%	12.7	0.69	-0.8%	10.2	30.9%	40.0%	-10.2%	17%	0.43	0.66
	Turk Sise Cam	5.85	0.47	0.50	-6.0%	11.7	0.58	-9.1%	10.0	11.3%	49.2%	-6.4%	10%	0.43	0.60
	Vakifbank	3.86	0.31	0.38	-1.5%	10.3	0.43	-1.6%	9.0	17.8%	33.5%	-7.2%	10%	0.31	0.44
	Vestel Elek	3.32	0.02	0.69	-6.0%	4.8	0.98	0.0%	3.4	599.5%	9.2%	-21.0%	50%	0.45	0.94
	Yapi Kredi Bank	3.30	0.16	0.25	0.1%	13.2	0.31	1.1%	10.7	37.3%	53.8%	-2.7%	26%	0.12	0.35
						12.6			11.1	22.7%					

KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

	Společnost	Událost
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
Srpen 2007		
3.8.	KB	Konsolidované výsledky 1H 2007
6.8.	Zentiva	Výsledky za 1H 2007 a pololetní zpráva
13.8.	Unipetrol	Konsolidované a nekonsolidované výsledky 1H 2007
15.8.	ČEZ	Výsledky 1H 2007 - konsolidované
30.8.	Orco	Výsledky 1H 2007
30.8.	Pegas	Výsledky 1H 2007 - konsolidované
31.8.	KB	Pololetní zpráva
31.8.	ECM	Výsledky 1H 2007 - konsolidované
31.8.	Unipetrol	Pololetní zpráva
31.8. (očekávané)	Philip Morris CR	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 Křivonožka	+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