

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

7.9.2007
Září

Český akciový trh

- **ČEZ: strategická aliance s MOL, výsledky a co do budoucna**
- **Pohled na realitní sektor v našem regionu**
- **Výsledky zbylých společností (ČEZ, Unipetrol, Orco, ECM, Pegas a PM ČR)**

Zahraniční akcie

- **Aktualizace dat**

Akcie	Kurz (Kč) 31.8.2007	Roční cílová cena (Kč)	Investiční doporučení (datum zveřejnění)	Oček. výnos p.a.	Komentář
Investiční doporučení pro český akciový trh					
CME	1 831	97,8 USD	akumulovat (31.1.07)	19,2%	CME na přelomu srpna a září oznámilo, že si zajistilo 60% podíl v ukrajinské TV Studio 1+1 tím, že dokončilo registraci 42% akcií ve Studiu 1+1 LLC (dceřinná společnost). LLC je držitelem vysílací licence a mělo by to znamenat vyšší stabilitu CME na Ukrajině – pozitivní.
ČEZ	1 074	1 045	držet (8.6.07)	(3,8%)	Výsledky za první pololetí téměř okopírovaly tržní konsenzus, tak mnohem více se mluví o možné alianci mezi ČEZem a MOLEM. Postavit spolu "pár" paroplynových elektráren jistě není špatný nápad, ale koupit si u toho navrch i 10% MOLu? No, nevíme... Podle zatím dostupných informací tento krok rozhodně nevítkáme, konečný ortel padne poté, až budou k dispozici detaily ke zmiňovaným opcím.
Telefónica O2 CR	606,6	620	držet (31.7.07)	2,4%	TO2 má po dividendě (50Kč/akcii) a čeká se na další... My odhadujeme 42Kč na akcii, tedy pokles – a to si ještě diskontujeme cca 10% na současnou hodnotu. Pololetní výsledky byly solidně nad očekávání díky nové státní zakázce, my ale titul vidíme jako docela drahý ve srovnání s konkurencí.
Komerční banka	4 408	4 400	akumulovat (5.5.07)	(0,3%)	Nebesky vysoká cena KB poblíž úrovně naší roční cílovky je pravděpodobně důsledkem dalšího brutálního růstu hypotečního trhu, podpoře ze strany ČNB (tedy růst úrokových sazeb) a pozitivního náhledu trhu na konsolidaci dceřinek. No.. aby to nebylo šílenství před vrcholem (jak naznačuje náš cíl).
Orco	3 115	3 690	držet (28.3.07)	32,1%	Orco reportovalo 16% nárůst NAV (115,7 Eur/akcii) a uklidnilo akcionáře pozitivním přeceněním celého investičního portfolia. Do konce roku si tím ale trochu vyčerpalo potenciál (tedy z pohledu růstu NAV, ne aktuální ceny).
Philip Morris CR	9 756	9 655	redukovat (12.6.07)	(1,3%)	PM CR oznámilo výsledky za 1H mírně nad našimi odhady, především díky předzásobení velkoobchodníky. Negativní byl pokles tržních podílů PM CR v ČR na 58,5% a na Slovensku na 52%. Altria také zveřejnila plán oddělení tabakové divize PM International. Zůstáváme negativní.
Unipetrol	292,6	v revizi	v revizi	--	Na začátku srpna oznámil Unipetrol poměrně dobré výsledky a důležité pro něj je, že prostředí (refinérské a petrochemické marže) zůstává i nadále pozitivní. 2H bude ale negativně ovlivněno dlouhou odstávkou v Litvinově. Ta je ale pro budoucí vyšší ziskovost důležitá.
Zentiva	1 200	1 520	koupit (17.8.07)	27,7%	Po zveřejnění výsledků za 2Q se Zentiva odmlčela. Cena se také od minulého měsíce příliš nepohla. Investoři pravděpodobně počkají až na další výsledky, jak se Zentiva bude dařit především v ČR, Rumunsku a nově i v Turecku. Plánovaná reforma zdravotnictví ČR by taky mohla udělat své.
Pegas	742,5	849	držet (3.7.07)	17,1%	Výsledky Pegasu za 2Q nijak významně nepřekvapily a byly lehce pod naším očekáváním. Hlavním bodem do konce roku bude uvedení nové linky do provozu a naplnění knihy zakázek. Vzhledem k aktuální ceně na burze tady, z fundamentálního hlediska, prostor pro růst Pegasu trvá. Rozhodným dnem pro výplatu dividend (EUR 0,76/ akcii) bylo stanoveno 20. září 07.
ECM	1 674	2 160	akumulovat (14.6.07)	36,8%	ECM může stavět! Projektu Epoque zdá se už nic nestojí v cestě, firma reportovala solidní růst NAV o 10% (57,7 Eur/akcii) – ten byl pod naším odhadem kvůli opatrnému přístupu externího znalce, což ale zase není až tak úplně špatné. Pozitivně hodnotíme i to, že firma konečně oznámila nový projekt – a to přímo v Pekingu.

Poznámka: 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. Aktualizace se vztahuje k horizontu mezi dneškem a uplynutím 12M horizontu od vydání investičního doporučení.

ČESKÁ REPUBLIKA

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

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

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

Český akciový trh

Srpen: nervozita pokračuje, burzy se ale zklidnily

V srpnu se index PX propadl až k 1653,2 bodům, kdy trh reagoval na negativní zprávy ze světa na trzích hypoték. Tento negativní sentiment nejvíce dopadl na sektor realit a bank, jelikož právě tyto segmenty by mohly být hypoteční krizí postiženy nejvíce. Na finanční trhy však vstoupily centrální banky, kdy Fed dočasně snížil diskontní míru o 50 basických bodů, ECB dala k dispozici přes 350mld. euro a ostatní CB se také snažily udržet likviditu na trhu. Tento krok směřoval hlavně k udržení krátkých sazeb okolo cílových hodnot CB. Investoři pravděpodobně kroky CB uvítali a především dostali jasný signál, že CB jsou připraveny jednat. Domníváme se, že prostor pro drobné korekce ve světě i v ČR nadále trvá, ale předpokládáme, že do konce roku burzy všeobecně naváží na dlouhodobý růst ruku v ruce růstu světové ekonomiky. Co se relativního ocenění týká, tak PX index by měl letos vzrůst, vzhledem k aktuálnímu ocenění, v porovnání se světem relativně méně a na konci roku očekáváme hodnoty PX v rozmezí 1870 až 1920 bodů.

Mezi největšími propadáky srpna byli oba nováčci Pegas (-8,2%) a ECM (-8%), dále meziměsíčně poklesly akcie Erste (-5,7%), CME (-4,5%), Unipetrol (-3,7%) a PM ČR (-3,3%). Slušného růstu se dočkaly akcie Komerční banky s 7,6% a také Orca s 6,4%. Je třeba podotknout, že Orco výrazně klesalo v předcházejících měsících, především díky celkové nervozitě na trhu realitních titulů, a proto určitá konsolidace po slušných výsledcích za 1H byla na místě. Mírným překvapením je pro nás růst akcií KB, kdy žádné významné zprávy o KB v srpnu nevyšly. Navíc ve světě bankovní tituly spíše ztrácely a to hlavně ze strachu z hypoteční krize. Trh možná mírně spekoval ohledně nepotvrzených zpráv, že KB provádí zpětný odkup akcií (zpětný odkup pravidelně KB provádí kvůli opčním programu managementu). Každopádně další prostor pro růst KB příliš nespátřujeme. Poslední dvě akcie ČEZ a Zentiva se od minulého měsíce prakticky nepohnuly, kdy ČEZ si připsal 0,1% a Zentiva 0,2%. Zentiva se tak stále drží okolo hladiny, kam se dostala po oznámení varování zisku a ČEZ se na podobných hladinách drží již měsíce.

Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

	Index / akcie (Kč)		% změna za		
	31.8.2007	31.7.2007	1M	3M	r.2007
PX	1789.3	1789.8	(0.0%)	(2.4%)	12.6%
CME	1831.0	1918.0	(4.5%)	0.3%	25.2%
Telefónica 02 CR	606.6	584.0	3.9%	(0.6%)	27.4%
ČEZ	1077.0	1076.0	0.1%	0.3%	12.2%
Erste Bank	1463.0	1552.0	(5.7%)	(11.4%)	(8.6%)
Komerční banka	4408.0	4096.0	7.6%	14.6%	42.2%
ECM	1674.0	1703.0	(8.0%)	(6.7%)	17.0%
Orco	3115.0	2929.0	6.4%	(11.2%)	13.1%
Pegas	742.5	770.0	(8.2%)	(6.8%)	(0.9%)
Philip Morris ČR	9756.0	10086.0	(3.3%)	(7.2%)	(10.0%)
Unipetrol	281.9	292.6	(3.7%)	2.8%	20.3%
Zentiva	1200.0	1198.0	0.2%	(16.7%)	(5.4%)

Srpen zaznamenal aktivitu obchodů ve výši 106,2mld Kč a to hlavně díky nervozitě v polovině měsíce, kdy se za dva dny zobchodovalo akcií za více než 17mld Kč. Meziměsíčně aktivita vzrostla o 27,95%. Poslední tři měsíce se pak obchodovalo následovně: červenec 83mld. Kč, červen 69,8mld Kč a květen 83,2mld Kč. Na srpen připadlo 23 burzovních dnů a průměrný denní objem činil 4,62 mld. Kč. Z jednotlivých titulů byly stabilně nejobchodovanější akcie ČEZu, kterých se zobchodovalo dohromady za 39,6 mld. Kč a představovaly 37,3% objemu obchodů. 2.-4. místě se v červnu seřadily akcie Komerční banky s 17,6mld Kč, Erste Bank s 11,9mld Kč a TO2 s 11,9mld Kč. Poslední tři místa obsadily Pegas s 2,1mld Kč, ECM s 1,3mld Kč a Philip Morris CR s 0,9mld Kč. Pegas si udržel relativně vysoké objemy obchodů oproti 1H 07 (okolo 1mld. Kč) i v srpnu a lze to do jisté míry přičíst i zvýšenému procentu volně obchodovaných akcií po odchodu Pamplony. Průměrné denní obchody s akciemi ČEZ činily 1,7 mld. Kč a s PM ČR 39 mil. Kč.

Tabulka: Objemy obchodování

	Srpen 2007		Červenec 2007	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČEZ	39,6	37,3	34,0	42,9
Komerční banka	17,6	16,6	9,8	9,8
Erste Bank	11,9	11,3	8,6	10,2
Telefónica 02 CR	11,9	11,2	8,5	10,6
Zentiva	9,4	8,8	10,5	11,0
Unipetrol	5,0	4,7	2,9	4,6
Orco	3,2	3,0	3,5	3,8
CETV	3,1	2,9	1,6	3,8
Pegas	2,1	2,0	3,4	1,0
ECM	1,3	1,2	1,1	1,6
Philip Morris CR	0,9	0,9	0,8	0,7

AAA Auto v srpnu oznámilo svůj konkrétní plán na vstup na pražskou a budapeštskou burzu, kdy v primárním úpisu akcií (IPO) chce vydat až 19 534tis akcií za maximální cenu 2,25 euro a získat tak zdroje okolo 40mil euro. Je to přibližně 1/3 emise posledního IPO společnosti Pegas a proto nelze očekávat výrazný zájem ze strany institucionálních investorů, ale spíše retailu. Začátek upisování je naplánován na 11. září a skončí 21. září a normální obchodování by mělo začít 26. září. Další firmou, která potvrdila svůj vstup do Prahy a Londýna je NWR, mateřská společnost OKD uhelných dolů. Tato emise by měla proběhnout v listopadu nebo prosinci a pohybovat se okolo 300mil euro. Podle šéfa pražské burzy, p. Koblice, by se letos mělo stihnout celkem 5 emisí.

Politika: reformní balíček proklouzl parlamentem

Dlouho diskutovaná a pozměňovaná reforma veřejných financí a daní jen těsně prošla v parlamentu 101:99. Daň z příjmu právnických osob by měla poklesnout z 24% na 19% v roce 2010, ale zároveň vzroste zdaňovací základ, tak že konečný efekt na valuace bude spíše neutrální/lehce pozitivní. Dále vzroste základní sazba DPH na 9% a prodraží tak residenční výstavbu – s mírně negativním dopadem na realitní společnosti. Důležité pro akcie je také strop uznatelnosti úrokových nákladů, kdy se u spojených osob stanovuje 2x násobek vlastního kapitálu (banky 3x) výše úvěrů a zároveň maximálně 6% úroku nad základní sazbou (ČNB). To je především důležité pro realitní společnosti, které financují své projekty z cizích zdrojů. Jejich financování by se tak mohlo

zkomplikovat a znamenat potřebu zvyšovat vlastní kapitál. Dopad na realitní tituly tak může být lehce negativní.

ČEZ: strategická aliance s MOL - vítězové a poražení

Kromě toho, že některé zpravodajské servery přinesly informace o prvních prodejkách akcií ČEZu ze strany státu (ten tyto informace nechtěl oficiálně potvrdit), tak s cenou hýbaly zejména dvě zprávy: finanční výsledky společnosti a možná aliance s Molem. Začneme tím prvním, ČEZ oznámil nižší tržby než bylo naše očekávání a tržní konsensus (83.1 miliard Kč versus očekávání trhu 84.0 miliard Kč a naše očekávání 83.9 miliard Kč), zatímco všechna ostatní čísla byla lehce nad průměrným očekáváním trhu. Celkově vzato, dopad výsledků na valuace by měl být spíše neutrální, ale pojďme se podrobněji zastavit nad některými zajímavostmi, které zazněly na setkání s novináři a analytiky.

ČEZ znovu „jen“ potvrdil svůj celoroční výhled zisku a nemůžeme tedy očekávat žádné výrazné změny ke konci tohoto roku, jak to bylo obvyklé v minulých letech. Z toho důvodu držíme naše současné doporučení a cílovou cenu 1,045 Kč. Dále nás zaujal relativně vysoký nárůst nákladů na palivo díky o 24% vyšší produkci v dražších uhelných elektrárnách, zatímco produkce v jaderných elektrárnách poklesla o 13.3 % meziročně. Důvodem byla hlavně původně neplánovaná odstávka jaderné elektrárny Temelín, přičemž problémy Temelína s palivem by mohly přetrvávat i v následujících letech. Stejně jako v prvním čtvrtletí, distribuční část byla ovlivněna nízkou spotřebou elektřiny (pouze 0.36% meziroční nárůst, zatímco neočištěno o klimatické vlivy dokonce spadla o 3.2 % !!!) a také díky problémům na Balkáně (z důvodu vyšších nákupních tarifů v Rumunsku a teplé zimě, která způsobila pokles prodeje koncovým zákazníkům v Bulharsku o 5 %!!!). A pak že spotřeba elektřiny bude do budoucna růst. Jistě, jedna vlašťovka jaro nedělá, ale postavit projekce na 2-3% růstu spotřeby elektřiny se dnes jeví jako nesmysl. ČEZ také prohlásil, že prioritou zůstávají další akvizice v zahraničí, žádné extra dividendy nebo pokračování v odkupu akcií prý zatím není na pořadu dne. Na druhou stranu ale žádná akvizice v tomto momentě není na pořadu dne, což ostatně dokládají i zprávy z posledních měsíců (tu a tam se někde nějaký tendr rozběhne, ale jako by všichni čekali, až ceny elektřiny vyrostou na další maxima a až poté aktiva prodávali/privatizovali za vysoké ceny).

Za druhé, ČEZ oznámil, že se společností MOL vytvoří strategickou alianci s potencionálními plány na výstavbu paroplynových elektráren. ČEZ také dodal, že dost možná i koupí zhruba 10% akcií MOL. Na stavbě paroplynových elektráren by, kromě jejich relativně vysokým produkčním nákladům, nebylo nic divného (uznáváme, že k životnímu prostředí jsou přeci jen o polovinu šetrnější než uhelné elektrárny a že k vyrovnání špiček mohou v budoucnu dobře sloužit), ale co stojí za možností koupit až deset procent MOLu? Nevíme. Důvodem může být spekulace médií, že maďarská vláda chce ochránit MOL před převzetím rakouským OMV, které je prý navíc v úzké spolupráci s ruským Gazpromem (některé společné projekty by se našly). Tento názor údajně vyplynul z politické dohody mezi českou a maďarskou vládou chránit místní strategické energetické společnosti, na čemž se podle týdeníku Euro měli domluvit M. Topolánek se svým maďarským protějškem.

Ale to stále nevysvětluje tu možnou účast ČEZu. Momentálně (a na základě dostupných informací) nevidíme důvod proč by měl ČEZ koupit 10% akcií MOLu. Podotýkáme, že MOL drží přes spřátelené firmy (hlavně banky) až 40% svých akcií (postupně zaparkoval akcie, které nakoupil v rámci svého buy-back

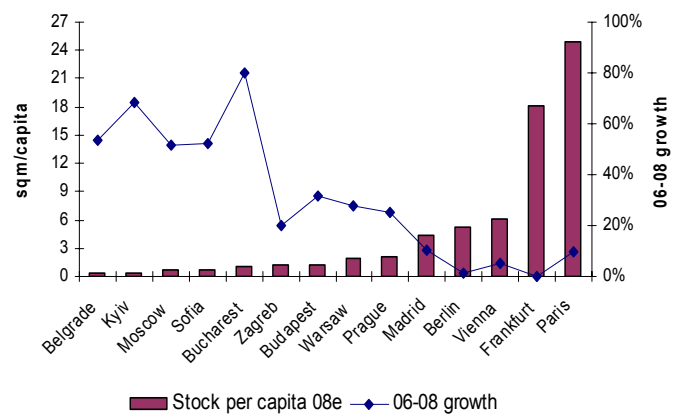
programu). A společnost v současnosti své akcie také nakupuje. Co pozitivního to ČEZu ale může přinést? Jedině snad levnější palivo do plánovaných paroplynových elektráren výměnou za fakt, že ČEZ si nakonec „vezme“ těch deset procent od MOLu. Ale co s tím? A jak MOL vysvětlí, že prodává plyn za nižší než tržní ceny? To by šlo těžko... Vzhledem k probíhajícím snahám o převzetí MOLu jsou jeho akcie vystaveny poměrně vysoké turbulenci a jejich koupě by pro ČEZ z našeho pohledu znamenala negativní zprávu.

Co může nabídnout realitní sektor v našem regionu

I když je realitní trh obecně velice heterogenní jeho hodnocení na „makro“ úrovni vždy trochu skřípe, přinášíme trochu širší pohled na tři základní sektory: Kanceláře, obchodní prostory a rezidenční výstavbu.

Základním dlouhodobým ukazatelem, jak je trh rozvinutý, je jeho penetrace. Ta je při pohledu na počet metrů podlahové plochy na hlavu velice nízká v celém regionu u kanceláří i u bydlení:

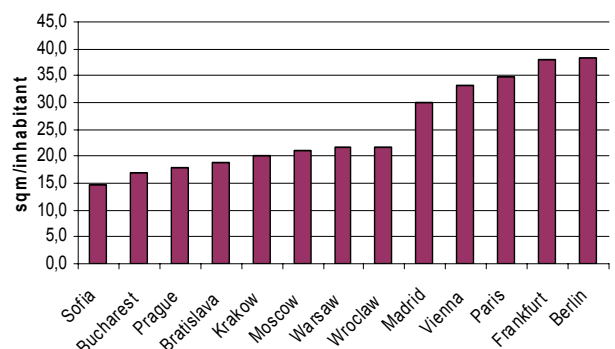
Kancelářské plochy na obyvatele:



Zdroj: CBRE, JLS, DTZ, KS

Kancelářských ploch je v hlavních městech regionu zhruba o 60% méně, než je jich ve městech typu Berlín nebo Vídeň, nemluvě centrech jako Frankfurt či Paříž... (kam, doufejme, se má šance začlenit Praha a Varšava).

Rezidenční plocha na obyvatele:

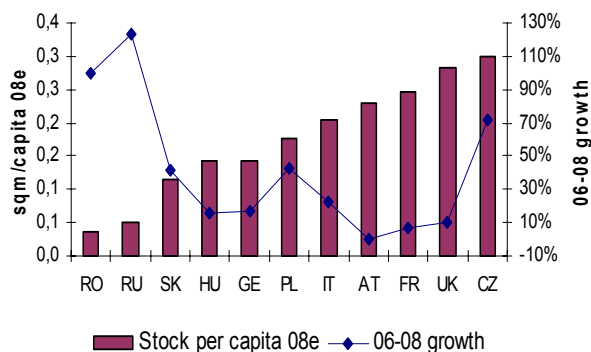


Zdroj: Eurostat

Zatímco obyvatelé západních metropolí se můžou těšit z 35 metrů na hlavu, obyvatelé střední a východní Evropy (a jižní a Ruska ☺) se musí spokojit v průměru s 19 metry. A to nemluvíme o kvalitě bydlení – panelákové obklady nejsou jen naším privilegiem.

Jediný sektor, který už svůj potenciál k růstu množství ploch víceméně vyčerpal jsou nákupní centra. Jejich výhled do roku

2008 dokonce ukazuje, že Česko s 0,3 m² předběhne takové nákupní šampiony, jako jsou Francie a Spojené Království (0,28 m²). Nesaturovanou oblastí zůstává jihovýchod (RO, BG), především menší města.



Zdroj: JLS, Eurostat

Vzhledem k rozsahu měsíčníku nelze dopodrobna rozebírat další aspekty, nicméně v krátkosti vidíme u kanceláří i retailu slušný dlouhodobý potenciál u růstu nájmu. Hlavně úroveň nájemného u retailu v regionu zaostávají za Západní Evropou, přitom růst tržeb predikujeme třikrát rychlejší – samozřejmě ale vysoká hustota nákupních center v ČR (a PL) bude pro nájemné brzdou.

U rezidenčních nemovitostí se ceny zdají krátkodobě poměrně vysoko, což může být problém hlavně v kombinaci s rostoucími sazbami a vysokým objemem rozestavenosti. Poměr průměrné výplaty k ceně jednoho metru k je na jihu kontinentu okolo 0,25 a u nás kolem 0,55, zatímco na západě si za průměrnou výplatu koupíte až 1,3 m²! Dlouhodobě ale při pohledu na rychlost růstu platů a na stále velmi nízkou zadluženost domácností nevidíme problém.

ECM má zelenou pro Epoque, expanduje do Číny a pokračuje v opatrném ocenění

Výsledky ECM v prvním pololetí poněkud zaostaly za naším očekáváním, když čistá hodnota aktiv (NAV) vzrostla od konce roku „pouze“ o 10% na 57,7 Eur/akcii (naše očekávání 62,5 Eur). Hlavním důvodem byla pokračující opatrnost externího znalce při ocenění největších developerských projektů. Projekt City Deco, který je již v podstatě prodán za 47 mil. Eur byl oceněn jen na 38 mil. eur! U největšího projektu City Tower znalec vycházel z očekávaného nájemného 7,5 mil. Eur, což je spodní hranice odhadů samotné firmy atd. atd.

Pololetní výsledky tak znamenají nebezpečí pro naše celoroční odhady NAV, které se ale podle našeho názoru „jen“ posune do let 2008 a 2009. Naopak se zdá, že firma konečně dostane povolení ke stavbě dvou výškových budov City Epoque, když Ministerstvo kultury potvrdilo, že varování UNESCO bylo spíše obecné povahy a dalo projektu zelenou. Příznivě hodnotíme také poslední oznámený retailový a kancelářský projekt ECM v Pekingu. Projekt se nachází v zavedené business lokalitě, kde se jedná o poslední volnou parcelu. Současným majitelem a budoucím stavitelem je důvěryhodná společnost z 50% vlastněná místní radnicí mající monopol na výstavbu v této lokalitě. Jediné větší riziko tak je v tom, že ECM ho nehodlá měnově hedgovat. Firma také naznačila další akvizice v Rusku, ve Varšavě a v ČR. Nicméně velký objem akvizic už máme (stejně jako Epoque) už zabudované v modelu a v cílovce. Na ECM tak zůstáváme pozitivní, i když cílovka by po nárůstu výnosů na dluhopisech byla nyní o něco nižší.

Orco přecenilo celé portfolio, nevytáhlo žádné kostlivce

Výsledky Orca opět „podle očekávání překvapily“ a opět v pozitivním smyslu (NAV vzrostlo o 16% na 115,7 Eur/akcii). Hlavní příčina je ta, že Orco vyslyšelo volání investorů a rozhodlo se přecenit v prvním pololetí celé investiční portfolio, přeceněny nebyly pouze projekty ve výstavbě, které půjdou až do NAV na konci roku (do výsledovky nejdou vůbec). Vysoké přecenění je určitým uklidněním pro trh, když ukazuje, že Orco nemá žádné kostlivce ve skříní. Navíc Orco naznačilo vysoké přecenění nedávno koupeného GSG Berlin na konci roku nebo v 1H 08.

Na druhou stranu si Orco tímto přeceněním částečně vybralo potenciál do konce roku. Yieldy v Německu (přes 20% portfolio) již asi dolů nepůjdou stejně jako v ČR (45%) nebo v Maďarsku (12%). Přecenění portfolio (a NAV) tak potáhnou mírný růst obsazenosti, hlavně ale developerské projekty a nové akvizice. U těch jsme pozitivní, protože Orco ještě před „velkým výplachem“ dokázalo nabrat čerstvý kapitál vydáním 1,5 mil. akcií a dluhopisů za 175 mil. Eur. Firma tak skoro určitě překoná náš odhad letošních investic (700 mil. Eur) a jejich přecenění. Z aktuální nízké úrovně P/NAV okolo 0,98x tak vidíme u této akcie slušný potenciál.

PM CR: výsledky nad očekáváním, výhled stále nejistý

PM CR zveřejnil výsledky za 1H 2007 mírně nad naším očekáváním. Tržby dosáhly 4,68mld. Kč (o 2,3% meziročně méně) a čistý zisk 0,88mld Kč (meziročně o 19,3% méně). Tržní podíl PM ČR poklesl v ČR meziročně o 4,3% na 58,5% a na Slovensku o 7,2% na 52%. Relativně dobré výsledky (nad naším očekáváním) byly, z našeho pohledu, způsobeny především vyššími prodejmi, kdy se předzásobovaly velkoobchody před zvýšením spotřební daně v dubnu 2007. Zároveň z výsledku vyplývá, že struktura prodejů PM ČR se vyvíjí ve prospěch levných značek (nižší ziskovost), jelikož tržby poklesly meziročně o 2,3%, zatímco čistý zisk o 19,3%. To je do budoucna pro PM ČR negativní, jelikož očekáváme pokles spotřeby cigaret ve druhém pololetí roku v ruce s tím, jak se projeví zvýšení spotřební daně do koncových cen (spotřebitelé začali pociťovat zvýšení spotřební daně až po vyprodání zásob během června-srpna).

Pokles tržního podílu PM ČR (čekali jsem stabilizaci na úrovních 2006) a očekávaný celkový pokles spotřeby cigaret by mohl znamenat pro PM ČR mnohem horší výsledky za celý rok 2007 a být ještě horší než v očekáváme v našem modelu. Držíme tedy naše doporučení Redukovat s cílovou cenou 9,655Kč s tím, že v plánované aktualizaci ocenění spíše očekáváme negativní dopad dané situace na cílovou cenu.

Mimo výsledků PM ČR v srpnu oznámila Altria (matka koncernu, kam spadá PM ČR), že plánuje vyčlenit tabákovou divizi do samostatné firmy (leden 2008), což se týká PM International a tedy i PM ČR. Domníváme se, že by tento krok mohl znamenat stažení akcií PM ČR z burzy, jelikož by nemělo příliš význam kótovat PM ČR vedle PM International. To by bylo pro PM ČR spíše pozitivní.

Pegas: výsledky nepřekvapily, lehce pod naším očekáváním

Výsledky, vzhledem k 100% vytížení linek, neměly příliš jak překvapit. Vzhledem k drobnému poklesu prodejů ve speciálních látkách byly výsledky pod našimi odhady. Nicméně pro budoucnost Pegasu bude v současnosti nejdůležitější spuštění nové linky a především schopnost prodat novou kapacitu s co nejvyššími maržemi. Současná cena na burze, z fundamentálního hlediska, prostor pro růst ceny akcií poskytuje.

Akcie - základní informace

	CME	Telefónica O2 CR	ČEZ	Erste Bank	Komerční banka	Orco Prop. Group	Philip Morris CR	Unipetrol	Zentiva	ECM	Pegas nonwov.
Doporučení	akumulovat	držet	držet	--	akumulovat	držet	redukovat	v revizi	koupit	akumulovat	držet
12-měs. cílová cena (Kč)	98,7 USD	620	1045	--	4 400	3 690	9 655	v revizi	1 520	2 160	849
Cena (Kč) (5.9.)	1 905	613.3	1074.0	1 511	4 328	3 101	9 548	289.6	1215.0	1646.0	759.1
Roční min (Kč)	1 366	437.3	742.2	1309	3 076	2 568	8 851	184.7	1159.0	1546.0	704.0
Roční max (Kč)	2 163	622.8	1142.0	1 741	4 408	3 706	11 976	309.0	1548.0	1703.0	771.5
Tržní kapital. (mld. Kč)	76.6	197.5	635.9	462.8	164.5	22.2	26.2	52.5	46.3	6.4	7.0
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	Templeton - Franklin R.
%podíl hl. akcionáře	19.4%	69.4%	67.6%	30.5%	60%	21.5%	77.6%	63%	24.9%	55.0%	9.2%
Free float (%)	71.3%	30.6%	32.4%	64.5%	40%	78.5%	22.4%	37%	56.3%	45.0%	88.8%

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	81.0	171.2	23.4	98.2	24.6	22.2	29.6	22.1	18.1	12.1	12.3
EV/EBITDA	21.3	15.2	12.2	6.8	6.6	6.7	13.7	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	9.6	13.8	17.6	15.3	32.4	12.2	24.7	21.0	17.2
EV/EBITDA	5.5	7.5	9.5	--	4.8	4.8	14.9	11.6	8.3

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	23.2	17.7	14.6	18.4	18.0	15.2
P/BV	4.0	2.1	2.2	3.3	3.2	2.9

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	11.1
Zisk z přecenění nem.	79.0	120.0	118.5	31.7	8.1	149.4
Zisk z prodeje nem.	2.4	0.0	39.1	1.1	-0.4	29.2
EBIT (mil.)	76.9	123.8	197.3	30.4	9.4	152.0
Čistý zisk (mil.)	56.3	89.7	141.1	20.6	18.8	108.5
Zisk na akcii (x)	7.87	12.55	19.74	5.33	4.86	28.09
Dividenda (x)	0.4	0.5	0.8	--	--	--
Marže EBIT (%)	58%	42%	47%	91%	67%	80%
Marže čistého zisku (%)	43%	31%	34%	62%	134%	57%
NAV / akcii (€)	50.0	92.0	120.0	--	54.0	61.5
Cena / NAV	2.22	1.20	0.92	--	1.09	0.96

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

Země	Akcie	Poslední kurz	Konsenzuální odhady I/B/E/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	566.6	24.9	31.5	0.2%	18.0	32.2	1.8%	17.6	13.8%	31.8%	-9.7%	24%	25.5	52.4	
	ČEZ	1083.0	46.8	60.0	-0.9%	18.0	75.9	0.1%	14.3	27.4%	51.9%	-5.9%	7%	52.6	67.2	
	Komerční banka	4300	239.9	267.2	1.6%	16.1	295.4	2.5%	14.6	11.0%	40.8%	-3.5%	5%	239.2	287.3	
	Philio Morris CR	9750	710.7	560.9	0.0%	17.4	551.6	0.0%	17.7	-11.9%	10.8%	-19.4%	4%	540.5	585.3	
	Unipetrol	295.1	17.5	22.4	-5.0%	13.2	28.3	3.4%	10.4	27.2%	63.5%	-4.8%	14%	18.1	25.6	
	Zentiva	1197.0	57.9	57.2	-16.4%	20.9	74.3	-12.5%	16.1	13.3%	5.9%	-23.8%	10%	52.1	69.0	
						17.5			14.6	20.6%						
Maďarsko	Egis	22950	2169	1019	-3.2%	22.5	1495	-2.8%	15.4	-17.0%	22.1%	-28.8%	9%	906.4	1148.6	
	FHB	2070	111	119	0.0%	17.4	124	0.0%	16.7	5.8%	46.0%	-11.7%	14%	97.2	129.2	
	Magyar Telecom	952	74	74	-0.6%	12.8	82	-1.7%	11.7	5.3%	13.6%	-11.3%	8%	64.4	83.7	
	MOL	26250	3480	2194	-2.3%	12.0	2165	0.9%	12.1	-21.1%	13.6%	-11.3%	10%	1897.0	2658.0	
	OTP	9200	723	770	-1.2%	12.0	874	-1.3%	10.5	10.0%	39.6%	-13.1%	4%	720.4	828.9	
	Gedeon Richter	37400	2797	2008	-6.0%	18.6	2430	-4.7%	15.4	-6.8%	48.4%	-16.1%	10%	1711.7	2394.6	
						12.7			11.8	-7.4%						
duální listing	Bank Austria	142.5	7.61	8.54	0.0%	16.7	9.26	0.0%	15.4	10.3%	40.6%	-2.7%	17%	2.21	3.10	
	Erste Bank	52.37	2.96	3.82	-1.1%	13.7	4.59	-1.4%	11.4	24.6%	14.6%	-14.8%	3%	3.69	4.00	
	Raiffeisen Bank	103.89	4.17	5.52	0.6%	18.8	6.99	-0.9%	14.9	29.4%	45.3%	-16.2%	4%	5.10	5.88	
	Oro Property Group	111	12.58	5.19	0.0%	21.4	6.16	0.0%	18.0	-30.0%	23.0%	-17.2%	83%	1.70	11.34	
	Central European Media Ent.	93.25	0.62	2.84	0.1%	32.8	3.96	-0.2%	23.5	152.7%	53.7%	-8.7%	7%	2.63	2.99	
	Central Eur. Distribution Co.	44.17	1.25	1.64	0.0%	26.9	2.11	0.0%	21.0	29.8%	101.7%	-4.4%	10%	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	52.80	0.59	1.63	15.3%	32.3	1.88	17.2%	28.1	78.0%	90.5%	-4.7%	18%	1.13	1.85
	Bank BPH	887.00	44.15	53.45	0.6%	16.6	55.37	2.0%	16.0	12.0%	13.4%	-19.0%	n.m.	8.54	8.54
	Bank Pekao	237.20	10.72	12.66	1.0%	18.7	14.66	1.5%	16.2	16.9%	22.9%	-14.8%	8%	45.71	57.56
	BZ WBK	245.30	10.39	13.29	2.8%	18.5	15.49	4.1%	15.8	22.1%	31.7%	-23.1%	3%	12.22	13.03
	BRE Bank	511.50	14.27	22.66	2.2%	22.6	25.11	1.9%	20.4	32.6%	126.3%	-8.0%	5%	12.27	14.37
	Svanitv	56.55	1.48	3.33	0.0%	17.0	5.95	-4.3%	9.5	100.4%	43.2%	-56.0%	7%	1.48	1.76
	Echo Investment	86.95	6.56	18.09	57.1%	4.8	21.70	163.9%	4.0	81.9%	36.1%	-27.1%	18%	15.53	21.78
	GTC	44.48	3.40	4.06	-8.9%	11.0	5.12	0.0%	8.7	22.7%	67.8%	-22.8%	25%	2.30	4.78
	Grupa Ketr	213.90	9.52	11.20	-0.9%	19.1	12.83	-1.4%	16.7	16.1%	29.6%	-12.7%	5%	10.77	11.91
	Grupa Lotos	44.30	5.86	5.44	-3.1%	8.1	4.97	-1.3%	8.9	-7.9%	15.1%	-25.9%	12%	4.86	6.25
	KGHM	112.70	16.93	17.36	4.4%	6.5	13.16	3.1%	8.6	-11.9%	43.6%	-15.6%	18%	12.30	20.84
	LPP	2490.00	23.97	70.09	18.1%	35.5	90.67	19.3%	27.5	94.5%	290.3%	-3.3%	8%	65.11	76.38
	Netia	3.92	-0.98	-0.08	0.0%	n.m.	-0.11	0.0%	n.m.	-67.2%	12.0%	-28.7%	-283%	-0.24	0.08
	Opoczno	56.00	0.93	2.51	12.6%	22.3	3.90	11.0%	14.4	105.2%	73.9%	-6.2%	3%	2.44	2.59
	Orbis	73.00	2.06	3.17	-5.0%	23.0	3.84	-2.1%	19.0	36.5%	61.9%	-23.2%	33%	2.12	4.19
	PBG	367.00	4.50	7.65	2.6%	48.0	12.03	3.3%	30.5	63.4%	121.1%	-16.2%	10%	6.88	8.42
	PGNiG	5.43	0.21	0.29	4.2%	18.9	0.32	7.4%	17.0	24.0%	74.6%	-5.2%	17%	0.22	0.34
	PGF	105.70	5.04	5.34	-4.4%	19.8	5.91	-12.4%	17.9	8.3%	58.2%	-15.7%	0%	5.33	5.35
	PKN	56.90	5.45	4.87	0.8%	11.7	5.47	0.6%	10.4	0.2%	39.8%	-7.0%	11%	4.00	5.96
	PKO BP	52.00	2.12	2.53	1.3%	20.5	2.95	3.3%	17.6	17.9%	46.9%	-12.2%	6%	2.30	2.80
	Prokom	133.90	6.33	8.13	0.0%	16.5	9.04	0.0%	14.8	19.4%	13.5%	-25.3%	12%	6.96	8.96
	Asseco Poland	80.05	2.80	2.50	0.0%	32.1	3.00	0.0%	26.7	3.5%	113.2%	-13.0%	n.m.	3.33	3.33
	TPSA	22.48	1.50	1.61	0.0%	13.9	1.77	0.0%	12.7	8.7%	14.4%	-17.2%	8%	1.41	1.83
	TVN	22.40	0.79	0.95	0.0%	23.5	1.25	0.0%	17.9	26.4%	14.9%	-23.5%	10%	0.80	1.05
						15.0			14.0	12.6%					
Rusko	Baltika Brewery	48.45	2.76	2.79	3.8%	17.4	2.98	9.0%	16.3	3.9%	23.3%	-4.1%	17%	2.17	3.36
	Cherepovets Severstal	16.85	1.27	1.76	9.8%	9.6	1.74	3.6%	9.7	16.9%	56.0%	-6.9%	20%	2.86	5.94
	Evrast Group	53.00	3.94	5.04	1.8%	10.5	5.16	5.5%	10.3	14.5%	149.4%	-0.9%	5%	0.94	1.07
	Gazprom	41.45	0.91	1.00	1.4%	10.4	1.14	4.1%	9.1	11.9%	23.6%	-15.1%	15%	6.10	12.06
	Lukoil	75.50	9.06	8.98	5.4%	8.4	8.33	1.8%	9.1	-4.1%	7.9%	-17.9%	10%	30.39	47.61
	Norilsk Nickel	220.00	26.50	41.56	1.5%	5.3	34.15	2.1%	6.4	13.5%	96.4%	-2.7%	5%	4.31	5.08
	MTS	64.55	3.15	4.74	-0.1%	13.6	5.28	-0.5%	12.2	29.5%	75.3%	-8.3%	12%	0.19	0.26
	Novatek	5.22	0.18	0.22	4.6%	23.4	0.27	-0.2%	19.6	21.7%	16.0%	-21.5%	12%	0.26	0.40
	Novolipetsk	3.25	0.32	0.35	0.5%	9.3	0.33	2.9%	9.7	3.1%	76.6%	-7.1%	27%	0.07	0.20
	Rostelcom	9.95	0.25	0.15	-5.9%	64.8	0.17	-5.5%	58.8	-17.9%	116.2%	0.0%	12%	0.68	1.11
	Seventh Continent	25.40	0.97	0.93	-9.7%	27.4	1.19	-12.2%	21.4	10.7%	17.1%	-13.5%	18%	1.17	2.38
	Suroutneftegaz	1.24	0.08	0.11	2.3%	10.9	0.11	2.5%	10.9	17.5%	18.9%	-19.2%	28%	0.06	0.16
	Tatneft	5.05	0.56	0.59	9.0%	8.6	0.54	6.7%	9.3	-1.0%	31.2%	-7.8%	23%	0.51	0.93
	Unified Energy	1.22	0.07	0.03	-14.6%	42.0	0.04	2.3%	28.0	-23.2%	77.4%	-16.5%	57%	0.01	0.07
	Vimpelcom	25.48	0.80	1.32	4.8%	19.4	1.69	7.5%	15.1	45.5%	120.4%	-0.7%	12%	0.90	1.50
						10.7			10.2	8.9%					

Tabulková část – Turecko

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS 06	Konsenzuální odhady I/B/E/S						Oček. růst EPS 06/08	Vůči 52-týdennímu		Rozptý 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	9.20	0.16	0.21	-13.6%	43.3	0.36	-31.7%	25.4	51.4%	35.2%	-11.5%	27%	0.15	0.25
	Adana Cimento	9.05	1.06	1.21	-3.7%	7.5	1.18	-5.7%	7.7	5.5%	35.7%	-7.7%	15%	0.94	1.51
	Akbank	8.15	0.53	0.79	-0.2%	10.4	0.88	-0.2%	9.2	28.6%	36.7%	-19.7%	16%	0.63	1.12
	Akanssa Cimento	9.30	0.77	0.85	6.6%	10.9	0.91	-2.3%	10.2	9.3%	40.9%	-11.4%	14%	0.61	1.02
	Aksa	3.18	0.56	0.29	-15.4%	10.9	0.32	0.0%	9.8	-23.8%	12.0%	-26.8%	64%	0.09	0.46
	Aksiortta	8.60	0.24	0.33	6.4%	26.2	0.34	1.9%	25.4	18.2%	83.0%	-9.5%	36%	0.20	0.55
	Anadolu Cam	5.02	0.24	0.37	5.8%	13.4	0.45	-0.8%	11.2	35.8%	14.1%	-23.4%	27%	0.29	0.61
	Anadolu Efes	46.00	2.38	2.97	2.3%	15.5	3.35	1.7%	13.7	18.5%	27.8%	-21.4%	11%	2.49	3.62
	Arcelik	9.40	0.81	1.04	0.5%	9.0	1.14	-3.0%	8.2	18.7%	21.3%	-23.6%	19%	0.79	1.47
	Beko Elektronik	1.82	-0.74	-0.17	82.7%	n.m.	-0.09	-155.8%	n.m.	-65.3%	19.7%	-22.6%	-147%	-0.57	0.16
	Brisa Bridgestone	77.00	5.63	5.69	-3.6%	13.5	7.49	16.2%	10.3	15.4%	11.6%	-19.8%	23%	4.75	6.63
	Cimsa Cimento	9.40	1.12	1.74	8.4%	5.4	1.17	-4.0%	8.0	2.3%	22.9%	-13.8%	29%	0.91	2.31
	Denizbank	13.60	1.08	0.90	-2.4%	15.1	0.99	-20.4%	13.7	-4.2%	22.5%	-24.4%	n.m.	-	-
	Doan Yavin	4.80	0.07	1.03	27.8%	4.7	0.24	-11.3%	20.1	79.6%	20.0%	-26.2%	11%	0.85	1.19
	Eczacibasi Ilac	5.30	0.20	0.25	0.0%	21.5	0.32	0.8%	16.6	26.9%	35.9%	-25.4%	23%	0.21	0.34
	Enka Insaat	14.20	0.65	0.76	8.5%	18.7	0.88	9.4%	16.2	16.1%	102.9%	-15.0%	14%	0.63	0.91
	Ereqli Demir	10.30	0.41	0.89	2.5%	11.5	1.02	1.3%	10.1	58.3%	170.0%	-2.8%	15%	0.62	1.04
	Finansbank	5.05	0.53	0.63	21.4%	8.0	0.82	26.4%	6.2	24.4%	17.3%	-14.9%	n.m.	0.63	0.63
	Ford Otomotiv	12.30	1.43	1.31	1.9%	9.4	1.45	1.1%	8.5	0.9%	30.2%	-10.2%	8%	1.19	1.57
	Fortis Bank	2.80	0.08	0.18	28.0%	15.2	0.35	106.3%	8.0	116.0%	89.0%	-9.1%	51%	0.12	0.25
	Sabancı Holdings	7.05	0.27	0.48	2.0%	14.6	0.55	0.8%	12.9	41.1%	41.0%	-13.5%	20%	0.32	0.65
	Hurriyet	3.42	0.25	0.23	-6.5%	15.2	0.27	-15.8%	12.6	4.3%	8.9%	-25.7%	26%	0.12	0.33
	KOC Holdings	6.00	0.44	0.55	6.1%	10.9	0.59	-0.9%	10.2	15.0%	66.9%	-7.7%	29%	0.35	0.91
	Miros	20.90	0.45	0.90	2.9%	23.2	1.03	-2.1%	20.2	52.3%	53.7%	-7.1%	12%	0.72	1.08
	Petrol Ofisi	5.70	0.47	0.46	-19.8%	12.5	0.65	2.6%	8.8	17.5%	67.1%	-6.6%	48%	0.20	0.87
	Tofas	5.80	0.16	0.22	2.7%	26.5	0.58	0.1%	10.0	88.1%	51.0%	-15.9%	28%	0.13	0.33
	Trakva Cam	4.52	0.49	0.46	5.9%	9.7	0.53	2.1%	8.6	3.2%	28.4%	-12.2%	19%	0.35	0.65
	Turcas	29.00	2.88	3.62	1.8%	8.0	3.86	1.4%	7.5	15.7%	30.6%	-20.0%	10%	3.13	4.50
	Turk Demir Dokum	9.35	0.76	1.06	1.7%	8.8	1.17	0.4%	8.0	24.2%	13.3%	-21.5%	22%	0.86	1.31
	Turk Ekonomi Bankasi	18.60	1.07	1.52	-0.6%	12.2	1.99	2.6%	9.4	36.2%	90.0%	-19.8%	10%	1.30	1.75
	Turkcell	9.40	0.56	0.74	-19.2%	12.8	0.86	-18.1%	10.9	23.4%	50.4%	-5.1%	11%	0.64	0.86
	Turkiye Garanti	8.20	0.51	0.89	1.9%	9.2	0.89	14.5%	9.2	32.4%	94.3%	-15.9%	27%	0.54	1.31
	Isbank	6.25	0.40	0.55	-1.4%	11.4	0.68	-1.8%	9.1	30.4%	14.4%	-20.9%	18%	0.44	0.70
	Turk Sise Cam	5.70	0.47	0.53	3.3%	10.7	0.67	5.9%	8.6	18.9%	25.6%	-12.3%	18%	0.36	0.70
	Vakifbank	3.76	0.31	0.39	1.5%	9.7	0.45	2.0%	8.4	20.8%	22.5%	-15.7%	7%	0.35	0.44
	Vestel Elek	3.06	0.02	0.33	-52.4%	9.2	0.33	-67.3%	9.4	304.0%	14.2%	-27.1%	141%	-0.07	0.94
	Yapi Kredi Bank	3.62	0.16	0.27	2.3%	13.3	0.34	0.2%	10.7	44.1%	60.5%	-14.2%	18%	0.21	0.37
						11.4			10.1	26.4%					

KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

	Společnost	Událost
Září 2007		
3.9.	Orco	Mimořádná valná hromada
6.9.	Telefónica O2 ČR	TO2 se obchoduje poprvé bez nároku na dividendu
10.9.	Telefónica O2 ČR	Rozhodný den pro výplatu dividend (50Kč na akcii)
11.9.	AAA Auto	Začátek upisování akcií
18.9.	Pegas Nonwovens	Pegas se obchoduje poprvé bez nároku na dividendu
20.9.	Pegas Nonwovens	Rozhodný den pro výplatu dividend (0,76 euro na akcii)
21.9.	AAA Auto	Konec upisování akcií
24.9.	AAA Auto	Podmíněné obchodování v Praze
26.9.	AAA Auto	Začátek normálního obchodování v Praze a Budapešti
Říjen 2007		
3.10.	Telefónica O2 ČR	Počátek výplaty dividend
25.10.	Telefónica O2 ČR	Výsledky za 3Q 2007
30.10.	Erste Bank	Výsledky za 3Q 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
8.6.2007	1 045	držet	25.5.07	1 760	koupit
22.11.06	989	držet	16.3.07	1 650	koupit
18.10.06	989	koupit	7.11.06	1 460	akumulovat
1.8.06	962	koupit	10.8.06	1 390	akumulovat
29.5.06	962	koupit	12.5.06	1 410	akumulovat
3.2.06	893	koupit	20.3.06	1 390	akumulovat
6.12.05	873	akumulovat	14.11.05	1 315	akumulovat

Telefónica O2 ČR			Unipetrol		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
31.7.2007	620	držet	20.11.06	262	koupit
8.3.07	600	držet	10.7.06	251	koupit
25.9.06	550	koupit	22.2.06	261	prodat
4.5.06	608	koupit			

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	14.6.2007	2160	akumulovat
3.2.06	68	koupit	15.2.2007	1914	kupovat

Pegas			Philip Morris CR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
3.7.2007	849	držet	12.6.2007	9 655	redukovat
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 spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem
(6) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu jinou smlouvu o poskytování investičních služeb
(7) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení.

Emitent	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

	SPAD10	SPAD se vztahem k EBG
Kupovat	20%	0%
Akumulovat	30%	40%
Držet	40%	60%
Redukovat	10%	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	movotny@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 bankovníctví			
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 stavebnictví	Franz Hoerl	+43 501 00185 06	franz.horl@erstebank.at
akcie – sektor bankovníctví	Guenther Hohberger	+43 501 00 173 54	guenther.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovníctví	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 doprava	Martina Pasching	+43 501 00 119 13	Martina.pasching@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