

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

5.10.2007  
Říjen

## Český akciový trh

- Nové reporty na Unipetrol, ECM a Orco
- Vláda schválila zákon o digitalizaci
- AAA Auto vstoupilo na Pražskou a Budapešťskou burzu

## Zahraniční akcie

- Zajímavosti ze světa ropy a plynu – sektorový report a doporučení realitního sektoru v SVE.

| Akcie  | Kurz (Kč)<br>27.9.2007 | Roční<br>cílová<br>cena<br>(Kč) | Investiční<br>doporučení<br>(datum<br>zveřejnění) | Oček.<br>výnos<br>p.a. | Komentář   |
|--|------------------------|---------------------------------|---|------------------------|--|
| <b>Investiční doporučení pro český akciový trh</b> |                        |                                 |   |                        |  |
| CME  | 1 807                  | 97,8 USD                        | akumulovat<br>(31.1.07)                           | 16,0%                  | Parlament schválí novelu zákona o digitalizaci. Nejzaším termínem digitalizace byl stanoven konec roku 2012 s tím, že v ideálním případě tomu bude již v roce 2010. Nově byla prodloužena licence o 8 let a získala bonusový kanál. Reklama zůstane na ČT ve výši 0,75% vysílacího času. Celkově neutrální.  |
| ČEZ  | 1 186                  | 1 045                           | držet<br>(8.6.07)                                 | (17%)                  | ČEZ se rozhodl atakovat nové rekordy a doslova ulétnul všem pronásledovatelům z regionu. „Růst ze zhruba 1020-30 Kč na 1150 Kč se dá vysvětlit obecně růstem cen elektřiny (kvůli růstu ceny ropy) na západních trzích z 53 Eur za MWh na 56.5 Eur, ale pro zbylý růst nemáme vysvětlení. V souvislosti se očekáváním poklesu cen ropy předpokládáme pokles cen elektřiny do konce roku. |
| Telefónica<br>O2 CR                                | 545,5                  | 620                             | držet<br>(31.7.07)                                | 16,2%                  | TO2, po vytrvalém růstu před rozhodným dnem dividendy, pokleslo o více než byla samotná dividendy 50Kč. V září také prohlásil nový CEO Anglada, že odhlašování pevných linek spěje k rovnovážnému stavu a jejich odhlašování se zpomaluje. Do konce roku ale asi nelze očekávat nějaký prudký růst ceny  |
| Komerční<br>banka                                  | 4 496                  | 4 400                           | akumulovat<br>(5.5.07)                            | (3,5%)                 | Komerční Banka se i v září drží na historicky vysokých hodnotách a je až s podivem, že právě v době krize hypoték a finančního sektoru ve světě. Je možné, že vzhledem k pravděpodobně nízké expozici KB na CDO aj, někteří investoři utíkali právě ke KB...více se však nyní přikláníme k poklesu, než růstu.   |
| Orco   | 2 905                  | 3 548                           | koupit<br>(1.10.07)                               | 21,8%                  | Očekáváme desetiletý průměr růstu NAV o 10,4% při nákladech vlastního kapitálu na úrovni 10,7% (zvýšený o 0,6% z důvodu vyšší risk free sazby). Férový násobek P/NAV tak odhadujeme na 0,98, což vede ke kosmetickému 2% snížení dvanáctiměsíční cílové ceny Na 129 EUR/3560 Kč. Vzhledem k 21% potenciálu, který nyní titul nabízí, zvyšujeme doporučení z Držet na Koupit.             |
| Philip<br>Morris CR                                | 9 875                  | 9 655                           | redukovat<br>(12.6.07)                            | (3,1%)                 | Kolísání ceny PM ČR v okolí naší cílovky nedává příliš prostoru pro nějaké jasné doporučení, navíc nízká likvidita nahrává nečekaným výkyvům na obě strany...proto doporučujeme long při ceně pod 9 400 a short při 10 800 a výše. Neočekáváme nyní nějaké významné, cenutvorné zprávy.  |
| Unipetrol  | 305,6                  | 367                             | koupit<br>(1.10.07)                               | 19,8%                  | Doporučení kupovat ponecháno, ale cílová cena byla zvýšena o 101 Kč na 367 Kč! Důvodem je hlavně očekávání udržení vysokých petrochemických marží v následujících letech a zvýšení kapacity Unipetrolu právě v tomto segmentu. Druhé pololetí letošního roku bude poznamenáno odstavkami, které ale do budoucna zajistí výše zmíněný růst kapacity a efektivnosti.                       |
| Zentiva  | 1 179                  | 1 520                           | koupit<br>(17.8.07)                               | 32,5%                  | Cena Zentivy se již druhý měsíc pohybuje v blízkém okolí 1200Kč. Naše 12M cílová cena nabízí u Zentivy největší růstový potenciál. Nicméně problémy v ČR u Zentivy mohou přetrvávat i v 2H 07 a dokud Zentiva neukáže data z Turecka, na nějakou prudkou jízdu nahoru zatím asi zapomeňme.   |
| Pegas  | 745                    | 849                             | držet<br>(3.7.07)                                 | 18,2%                  | Pegas byl v září negativně ovlivněn výplatou dividend, přesněji rozhodným dnem pro jejich výplatu a tak šly akcie o něco dolů. Pegas, zdá se, žije svým poklidným tempem a soustředí se na svůj business a ne tolik na investory. Každopádně z fundamentálního hlediska tu prostor pro růst určitě je...   |
| ECM  | 1 564                  | 1 880                           | akumulovat<br>(1.10.07)                           | 19,9%                  | Po oznámení nového projektu v Pekingu, přišlo ECM s dalším projektem v daleké Číně, tentokrát kancelářskou budovou. Uplatnilo na ní opci a náklady projektu se odhadují na 51mil. EUR, přičemž odhadce ji ocenil na 60mil. EUR (prostor pro zisky z přecenění). Máme nový report a cílovku 1 880 Kč.   |
| AAA Auto   | 55                     | ---                             | ---   | ---                    | AAA Auto vstoupilo na trh 24.9. za upisovací cenu 2 EUR/akcii (v souladu s našim doporučením). Bylo upsáno celých 19,53mil akcií (včetně nad-upisovací opce). Zatím se akcie pohybují kolem IPO ceny.  |

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

## ČESKÁ REPUBLIKA

Jakub Židoň, tel: 224 995 340, [jidon@csas.cz](mailto:jidon@csas.cz)

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

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

### Český akciový trh

#### Září: optimismus se vrací na trhy

S nadcházejícím podzimem investoři zaveleli k návratu k růstu a PX index si tak přispal sice skromných, ale plusových 1,5%, kdy závěrečná hodnota dosáhla 1816,3 bodů. Pozitivní nálada nepřišla odnikud jinud než z USA, kde se například index Dow Jones dostal na historicky nejvyšší úroveň - 14087,55 bodů. Zdá se, že akcioví investoři již příliš nereagují na zprávy, týkající se hypoteční krize a spíše opět sledují ziskovost jednotlivých firem. Zajímavou zprávou bylo i to, že se čínská vláda rozhodla použít část svých devizových rezerv, přesněji 200mld. USD, na investice do rizikovějších aktiv, především akcií, které mají přinést lepší zhodnocení. Suma to není malá a lze očekávat, že určitý pozitivní dopad na akciové trhy působení tohoto fondu může mít. Na druhou stranu bychom doporučovali být obezřetní v tomto prostředí navracejícího se optimismu a selektovat důkladně jednotlivá aktiva, jelikož se stále domníváme, že ne všechno negativní má trh za sebou. Především možné rozlíti problémů na trhu hypoték do ostatních segmentů ekonomiky USA by se mohlo negativně odrazit na ziskovosti firem, ale až se zpozděním. Co se týká českého trhu, tak firmy mohou nadále těžit z očekávaného růstu HDP ČR a celého regionu. Na konci roku očekáváme hodnoty PX v rozmezí 1870 až 1920 bodů.

Přes růst celého indexu PX, o který se výrazně zasloužil ČEZ, i v září některé tituly ztrácely. Nejméně se dařilo akciím ECM (-14,1%), TO2 (-10,1%) a Pegasu (-7,9%). U akcií TO2 a Pegasu byl pokles poměrně očekávaný, jelikož v září obě společnosti měly rozhodný den pro výplatu dividend, ale pokles byl u obou vyšší, než by odpovídala velikost dividend. Do plusu se v září především dostal ČEZ (10,1%), který svou 25% váhou na indexu také poposunul celý index do kladných hodnot. Dařilo se ale i Unipetrolu (8,4%) a KB (2%). Je otázkou kam se až cena akcií ČEZ může dostat, kdy poptávku stále podporuje zpětný odkup a fakt, že stát ještě nezačal výrazně prodávat (prodal zhruba 0,6% akcií ze 7% plánovaných). Podstatnou událostí měsíce září byl vstup nového titulu AAA Auto mezi SPADové tituly. O úspěchu tohoto titulu ale rozhodnou až následující měsíce.

#### Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

|                  | Index / akcie (Kč) |           | % změna za |         |        |
|------------------|--------------------|-----------|------------|---------|--------|
|                  | 27.9.2007          | 31.8.2007 | 1M         | 3M      | r.2007 |
| PX               | 1816.3             | 1789.3    | 1.5%       | (2.3%)  | 14.3%  |
| CME              | 1807.0             | 1831.0    | (1.3%)     | (12.4%) | 23.6%  |
| Telefónica 02 CR | 545.5              | 606.6     | (10.1%)    | (8.5%)  | 14.6%  |
| ČEZ              | 1186.0             | 1077.0    | 10.1%      | 8.2%    | 23.5%  |
| Erste Bank       | 1490.0             | 1463.0    | 1.8%       | (10.6%) | (6.9%) |
| Komerční banka   | 4496.0             | 4408.0    | 2.0%       | 13.7%   | 45.1%  |
| ECM              | 1564.0             | 1820.0    | (14.1%)    | (12.9%) | 9.3%   |
| Orco             | 2905.0             | 3115.0    | (6.7%)     | (14.3%) | 5.4%   |
| Pegas            | 745.0              | 809.0     | (7.9%)     | (9.3%)  | (0.5%) |
| Philip Morris ČR | 9875.0             | 9756.0    | 1.2%       | (10.6%) | (8.9%) |
| Unipetrol        | 305.6              | 281.9     | 8.4%       | 6.9%    | 30.4%  |
| Zentiva          | 1179.0             | 1200.0    | (1.8%)     | (18.2%) | (7.0%) |
| AAA Auto         | 55.0               | n.a.      | n.a.       | n.a.    | n.a.   |

Aktivita obchodů nebyla v září nikterak velká, jelikož investoři především vyčkávali na další zprávy ohledně hypoteční krize. S objemem 70,4mld Kč bylo září spíše podprůměrné a oproti srpnu klesnul objem obchodů o 33,7%. Poslední tři měsíce se pak obchodovalo následovně: srpen 106,2mld Kč, červenec 83mld Kč a červen 69,8mld Kč. V září bylo 19 burzovních dnů a průměrný denní objem činil 3,71 mld. Kč. Z jednotlivých titulů byly stabilně nejobchodovanější akcie ČEZu, kterých se zobchodovalo dohromady za 27mld. Kč a představovaly 38,1% objemu obchodů. 2.-4. místě se v červnu seřadily akcie Komerční banky s 10mld Kč, Erste Bank s 9,7mld Kč a Unipetrolu s 6,6mld Kč. Je zde vhodné podotknout, že v případě Unipetrolu došlo ke změně vlastnictví zhruba 6% akcií, kdy od KKCG koupila tento podíl finanční skupina J&T. Poslední tři místa obsadily ECM s 0,6mld Kč, Philip Morris CR s 0,4mld Kč a AAA Auto s 0,3mld Kč. AAA Auto se však obchodovalo jen 4 dny, nicméně vzhledem k velikosti emise, se objem do budoucna asi příliš nezvýší. Průměrné denní obchody s akciemi ČEZ činily 1,4 mld. Kč a s PM ČR 21 mil. Kč.

#### Tabulka: Objemy obchodování

|                  | Září 2007                |                   | Srpen 2007               |                   |
|------------------|--------------------------|-------------------|--------------------------|-------------------|
|                  | objemy obchodů (mld. Kč) | % z celk. obchodů | objemy obchodů (mld. Kč) | % z celk. obchodů |
| ČEZ              | 27,0                     | 38,1              | 39,6                     | 42,9              |
| Komerční banka   | 10,0                     | 14,2              | 17,6                     | 9,8               |
| Erste Bank       | 9,7                      | 13,7              | 11,9                     | 10,2              |
| Unipetrol        | 6,6                      | 9,4               | 5,0                      | 4,6               |
| Telefónica 02 CR | 6,4                      | 9,0               | 11,9                     | 10,6              |
| Zentiva          | 5,3                      | 7,5               | 9,4                      | 11,0              |
| Orco             | 2,1                      | 3,0               | 3,2                      | 3,8               |
| CETV             | 1,3                      | 1,8               | 3,1                      | 3,8               |
| Pegas            | 1,1                      | 1,5               | 2,1                      | 1,0               |
| ECM              | 0,6                      | 0,8               | 1,3                      | 1,6               |
| Philip Morris CR | 0,4                      | 0,6               | 0,9                      | 0,7               |
| AAA Auto         | 0,3                      | 0,5               | n.a.                     | n.a.              |

#### Politika a CME: poslanci odsouhlasili návrh dodatku o digitalizaci

Poslanci v září schválili (pro bylo 142 ze 146 poslanců) dlouhou očekávanou a diskutovanou novelu zákona o digitalizaci. Zákon by měl usnadnit přechod na digitální vysílání a již od ledna otevřít trh několika novým televizím. Pokud ho schválí Senát a podepíše prezident, tak by měl vstoupit v platnost k 1.1.2008. Zákon počítá s úplnou digitalizací nejpozději do konce roku 2012 (přičemž v „ideálním“ případě by digitalizace měla proběhnout k 10.říjnu 2010. Co podstatného zákon upravuje:

- ❖ Česká televize si ponechá 0,75% vysílacího času na ČT1 (nyní 0,5%) a 0,5% na zbylých kanálech
- ❖ Současné licence Novy a Primy se prodlouží o dalších 8 let, jako kompenzaci za rychlejší digitalizaci
- ❖ Šest stanic, které získaly dříve licence, bude moc spustit vysílání již od ledna
- ❖ Po spuštění digitalizace, každý žadatel o vysílání licenci obdrží, po splnění určitých podmínek (liberalizace)

Domníváme se, že pro Novu, a tedy CME, tento návrh není zase tak negativní, jak by se mohlo na první pohled zdát. Vezmeme-li v potaz, že při současném vysílacím čase reklam na ČT (0,5%), má Nova zhruba 65% podíl na TV trhu reklamy a drobné navýšení tuto pozici jen stěží ohrozí. Navíc spuštění digitalizace se

nejpravděpodobněji v termínu 2010 nestihne, z čehož budou nejvíce profitovat právě Nova a Prima, jelikož si tak prodlouží svou dominantní pozici na analogovém vysílání a trhu TV reklamy. Poslední „hrozbou“ je vstup nových kanálů na TV trh. Většinou se však zatím jedná o malé televize v rukou českých podnikatelů, s úzkoprofilovým zaměřením (hudba - Ůčko, děti – Pohoda, či zpravodajství – Z1, apod.), u kterých nelze očekávat, že by oslovily velké inzerenty. Navíc po digitalizaci mohou právě Prima a Nova plně využít možnosti rozšíření nabídky vícero programy se speciálním zaměřením. Domníváme se tedy, že pro CME (Nova tvoří zhruba 40% zisku) je tento vývoj spíše lehce pozitivní.

## **Orco potáhnou redevelopments, dále věříme čichu na akvizice**

Orco v prvním pololetí dokončilo svoji zatím největší akvizici, když za zhruba 400 mil. Eur (30% rozšíření portfolia) koupilo berlínského operátora kancelářských a lehkých průmyslových objektů GSG. Vzhledem k aktuální nízké obsazenosti a velkým rezervám v marketingovém řízení vidíme u GSG nadprůměrný střednědobý restrukturalizační potenciál. Orco navíc koupilo GSG s cca 0,75% vyšším výnosem, než je tržní úroveň, takže se asi dočkáme jeho vysokého kladného přecenění.

Akvizice GSG ukázala, že Orco pokračuje v oportunistickém přístupu k akvizicím, který se nesoustředí na aktuální podmínky realitního trhu ale spíše na skrytý potenciál dané nemovitosti a na její dlouhodobý růstový potenciál. I ostatní aktiva, které Orco v 1H 07 koupilo, mají potenciál redevelopments nebo budoucího developmentu, který při akvizici nebyl plně započítán do ceny. Firma pak v 1H 07 vstoupila na poslední CE4 trh s vyššími výnosy a relativně nižší penetrací – Slovensko. Orco se také zabývá na ruském trhu, kde koupilo logistický park Molcom, firma přidala do svých residenčních plánů 12 nových menších projektů.

Vyšší odhadované investice pro letošní rok, vyšší podíl aktiv s potenciálem redevelopments a zvýšení obsazenosti by měly táhnout výsledky Orca v nejbližších třech letech nad naším předchozím očekáváním. Residenční development by měl firmě sloužit jako dojná kráva s návratností poblíž nákladů vlastního kapitálu. Mírně nepříznivý vliv má na naše očekávání NAV zvýšený odhad výnosů z nájemného na stávajícím portfoliu v ČR a v Německu (ex. GSG), kde již nečekáme další pokles.

Naše aktualizovaná analýza růstu NAV se začleněným GSG a očekávanými stabilními výnosy v CEE a v Německu vede k odhadu desetiletého průměrného růstu NAV o 10,4% při nákladech vlastního kapitálu na úrovni 10,7% (zvýšený o 0,6% z důvodu vyšší bez-rizikové míry). Férový násobek P/NAV tak odhadujeme na 0,98, což vede ke kosmetickému 2% snížení dvanáctiměsíční cílové ceny na 129 EUR/3560 Kč. Vzhledem k 21% potenciálu, který nyní titul nabízí, zvyšujeme doporučení z Držet na Koupit.

## **ECM – čerstvý vítr z Číny a snížené očekávání na domácím trhu**

ECM nedávno oznámilo dva nové projekty v čínském Pekingu - jeden maloobchodní a jeden kancelářský, které mají dohromady 102 tis. m<sup>2</sup> (22% nárůst portfolia). I když je čínský trh poměrně vzdálený domácímu CEE regionu, vnímáme tento krok jako relativně pozitivní zprávu pro investory. Na jedné straně sice tato investice může být vnímána jako riziková kvůli faktu, že ECM je na tomto trhu absolutní nováček a navíc se nechystá měnově zajišťovat, na druhou stranu podle nás ECM ukázalo schopnost najít nové investice odpovídající jeho požadavku 35% VVP (vnitřní výnosové procento) i v případě, že se nenabízí v domácím

regionu. Investoři se tak mohou při ocenění růstového potenciálu více soustředit na vnitřní schopnosti ECM než na podmínky lokálního trhu.

I když dlouhodobý vnitřní potenciál zůstává podle našeho názoru nedotčen, museli jsme kvůli probíhající krizi na finančních trzích zvýšit odhad prodejních/ocenovacích výnosů z nájemného (bez změny v růstu nájemného a obsazenosti) na hlavním trhu ECM v Praze o 50bp na 5,25%. Mírně rychleji než jsme očekávali pak rostou odhadované náklady na probíhající projekty. Vzhledem k tomu, že český trh stále tvoří 65% portfolia ECM, naše odhady zisků z přecenění, prodejů aktiv a následně NAV se snížily v průměru o 16% ve střednědobém horizontu.

Při započítání nového projektu v Číně a nových odhadů výnosů na domácím trhu stále vidíme u ECM potenciál k průměrnému růstu NAV v příštích deseti letech o 12,5% (na plně zředěný počet akcií), zatímco výhled na pět let je kvůli výraznému ředění v tomto období slabší. Proti zvýšenému odhadu nákladů vlastního kapitálu na úrovni 12,3% (vyšší bez-riziková míra o 35bp a vyšší  $\beta$  na úrovni 1,4 kvůli zvýšenému měnovému riziku) nyní odhadujeme férový P/NAV (cena k čisté hodnotě aktiv) na 1,02 a dvanáctiměsíční cílovou cenu 68 Eur/ 1880 Kč. Titul nyní nabízí 19% růstový potenciál, doporučení tak ponecháváme na Akumulovat.

## **AAA Auto – nový titul Pražské a Budapešťské burzy**

AAA Auto ve své primární emisi upsalo celkem 19 533 663 akcií (včetně 10% opce navýšení), což představuje 28,1% základního kapitálu. Dosažená cena úpisu byla 2 eura za akcii, tedy 25 eurocentů pod maximálním limitem a plně v souladu s naším doporučením nabízet za akcie AAA Auto 2 euro. Společnost tedy investoři ocenili na 139,07mil. EUR (zhruba 3,8mld. Kč). Podle neoficiálních údajů byly akcie zhruba 2krát přeupsané, což není nikterak skvělý výsledek, a drobní akcionáři se na úpisu podíleli zhruba ze 40%. S akciemi AAA Auto se prozatím obchoduje na burzách v Praze a Budapešti. Nedávno také zástupci AAA uvedli, že nelze vyloučit sekundární úpis kolem roku 2009, pravděpodobně v Polsku s tím, jak AAA bude expandovat na zahraniční trhy. Domníváme se, že toto prohlášení je pro současné investory víceméně irrelevantní, ale může být důležité pro budoucí možnou expanzi. Není třeba připomínat, že AAA patří k nejmenší firmě ve SPADu, co se tržní kapitalizace týká.

Základní ukazatele firmy lze shrnout asi následovně – tržby za rok 2006 dosáhly 9,8mld Kč, čistý zisk 197,9mil. Kč a firma prodala 61 939 vozidel (z čehož 445 nových). Firma měla v průměru 5 350 vozidel skladem a provozovala 38 automobilových a nákupních center (21 z nich v ČR, 8 na Slovensku, 5 v Maďarsku, 2 v Polsku a 1 v Rumunsku). Co se týká rozložení příspěvku hrubé marže, tak nákup a prodej přispěl ze 47,5%, zajištění financování 43,7% a o zbytek se postaral prodej nových aut spolu s doplňkovými službami.

V následujících letech společnost AAA počítá s poměrně razantním růstem tržeb (v řádech desítek procent) a zisku v souladu se svojí plánovanou expanzí v rámci regionu S. a V. Evropy. Plán expanze by měl jít ruku v ruce s právě probíhým úpisem, který měl zajistit potřebné zdroje (zhruba 37mil EUR po odečtení nákladů na emisi). Rádi bychom zde upozornili, že AAA Auto mělo před úpisem poměr dluhu k VK ve výši zhruba 350% a po úpisu tento poměr klesne k zhruba 75%. Firma tak byla dost výrazně zadlužená a jedinou cestou expanze bylo zvýšit vlastní kapitál na rozumnější úroveň v poměru k dluhu. Samotné otevírání nových poboček není příliš kapitálově náročné (pronájem pozemku, oplocení, pár obytných buněk), ale nákladné je držet



zásoby aut (AAA platí hotově). Důležité bude do budoucna, aby se AAA podařilo přenést obchodní model systém výkupu a prodeje aut do ostatních zemí (umění levně nakoupit a dobře prodat). Proto nevidíme až takový problém v růstu počtu jednotlivých poboček, ale spíše k dosažení ziskovosti nových obchodních míst. Nebude také jednoduché dosáhnout určité velikosti a struktury k úspěšnému zavedení konceptu AAA v konkrétní zemi.

Nemyslíme si, že akcie AAA v nejbližší době zažijí prudký nárůst ceny, jako tomu bylo třeba v případě ECM. Investoři jsou, dle našeho názoru, opatrnější a počkají si na výsledky oznámených plánů expanze. My plánujeme vydat úvodní report na AAA Auto na přelomu října a listopadu a pak také přineseme konkrétnější doporučení pro očekávanou budoucí hodnotu AAA Auto.

## **Unipetrol: Nový král sektoru „ropy a plynu“**

Král je mrtev, ať žije nový král! aneb v rámci nového sektorového reportu na sektor ropy a plynu jsme se blíže podívali mj. i na Unipetrol a výsledkem bylo ponechání doporučení kupovat a výrazné zvýšení cílové ceny na 367 Kč. Hlavním důvodem pro růst naší valuace je petrochemický segment, který se podílí zhruba 65% na provozním zisku (v roce 2006, podíl na tržbách je nižší, jedná se o segment s vysokými maržemi). Je třeba také podotknout, že do něj míří také výrazná část investičních výdajů. Celkově očekáváme průměrný roční růst zisku Unipetrolu v letech 2006-11 32.5% (v letech 2007-11 by se jednalo o růst 8.6%, rok 2006 byla nižší základna). Pojdme se nyní v krátkosti podívat na hlavní přednosti, respektive nedostatky Unipetrolu.

### **Přednosti:**

1) Jak jsme již předznamenali, hlavním motorem růstu bude petrochemický segment, který v roce 2006 tvořil 65% provozního zisku společnosti a „jen“ 35% tržeb. Z toho jsou patrné vysoké marže, které očekáváme, že se udrží i v následujících letech. Narozdíl od ostatních faktorů, které ovlivňují tento sektor (cena ropy je klíčová pro těžbu, zatímco rafinérská marže pro zpracování ropy – angličtina používá dva trefné termíny pro označení těchto segmentů: upstream a downstream), u kterých čekáme v následujících letech postupné zhoršení (cena ropy by podle nás do roku 2010 měla klesnout na 60 USD za barel, raf. marže klesnout ze zhruba 6 USD na barel na 4 USD/barel), by petrochemické marže měly zůstat silné kolem 450-475 USD. Důvodem je na jedné straně silná poptávka po petrochemických produktech v regionu (Unipetrol očekává růst poptávky ze současných zhruba 3mil. tun na 6mil. tun v roce 2020), tak na straně druhé jen mírně rostoucí nabídka – kromě Unipetrolu, který plánuje zvýšit petrochemickou kapacitu v průměru o 22% na 1425kt, nikdo další výrazný růst kapacity neplánuje). To naopak nejde tvrdit o „těžších“ nebo rafinériích. V tomto segmentu plánují zvýšení kapacity mj. společnosti Lotos (zvýšení rafinérské kapacity z 6mil. tun na 10.5 v roce 2010), INA (růst kapacity v rafinériích Sisak a Rijeka), OMV a PKN Orlen. A výsledkem růstu kapacity bude tlak na snížení rafinérských marží, které se podle našeho názoru vrátí na dlouhodobý průměr (4 USD za barel) v roce 2010.

2) Po koupi 63% podílu v Unipetrolu, spustil polský PKN Orlen několik společných projektů, které by měly vést ke zvýšení ziskovosti a synergickým efektům. První program měl vést k růstu zisku na úrovni EBITDA o 138 mil. Eur do roku 2008, ale po pololetních výsledcích Unipetrol prohlásil, že úspor bude dosaženo již letos. Očekáváme další programy v následujících letech.

3) Líbí se nám strategie společnosti, kdy se zaměřuje na svůj hlavní „core“ byznys a ostatní aktiva prodává (viz prodej Kaučuku,

Spolany a pro letošek ještě plánovaný prodej společnosti Deza). Peníze utřené z prodejů putují v rámci investičního programu právě do „core“ aktiv (tedy petrochemie, rafinerie a maloobchod pod značkou Benzina), kde se dá očekávat nejvyšší zhodnocení.

### **Nedostatky:**

1) Ještě všichni máme v paměti tzv. kostlivce ve skříni Unipetrolu (připomeňme vleklé soudní spory s Agrofertem) a i když mnohé bylo v tomto směru již vykonáno a Unipetrol výrazně zpřehlednil svoji vlastnickou strukturu, stále existují záležitosti, které je potřeba dořešit – již zmíněný prodej společnosti DEZA, který se pravděpodobně neobejde bez odpisů nebo stále „jen“ 51% podíl ve společnosti Česká rafinérská.

2) Snížení petrochemických marží (jakkoli je teď nepravděpodobné) by společnost výrazně ovlivnilo na úrovni zisku. Již zmíněná část „upstream“ v portfoliu společnosti není (a nikdy asi nebude) zastoupena, takže z případných vysokých cen ropy, narozdíl od některých konkurentů (MOL, OMV), nemůže profitovat. Na druhou stranu, díky možnosti přenést vysoké ceny vstupů (ropy) na zákazníky, by na nich ani netratil.

3) Plánované odstávky ve druhém pololetí letošního roku povedou k poklesu EBITDA zisku o 2mld. Kč oproti normální situaci. Sice budou mít za následek zvýšení kapacity a růst efektivnosti, ale některé investory může letošní druhé pololetí „vystrašit“, protože přínosy budou vidět až od příštího roku.

**Věříme, že první tři pozitivní faktory převáží nad slabými a náš výhled na Unipetrol je tedy optimistický, potvrzený roční cílovou cenou 367 Kč.**

## 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       | koupit           | redukovat                | koupit       | koupit         | akumulovat    | držet                   |
| 12-měs. cílová cena (Kč) | 98,7 USD      | 620              | 1045          | --           | 4 400            | 129 EUR          | 9 655                    | 367          | 1 520          | 1 880         | 849                     |
| <b>Cena (Kč) (3.10.)</b> | <b>1 834</b>  | <b>542.5</b>     | <b>1219.0</b> | <b>1 533</b> | <b>4 319</b>     | <b>2 981</b>     | <b>9 776</b>             | <b>313.3</b> | <b>1162.0</b>  | <b>1593.0</b> | <b>746.0</b>            |
| Roční min (Kč)           | 1 451         | 437.3            | 786.5         | 1393         | 3 076            | 2 568            | 8 851                    | 196.7        | 1159.0         | 1548.0        | 729.5                   |
| Roční max (Kč)           | 2 163         | 622.8            | 1226.0        | 1 741        | 4 496            | 3 706            | 11 976                   | 317.5        | 1548.0         | 1688.0        | 771.5                   |
| Tržní kapital. (mld. Kč) | 73.8          | 174.7            | 721.8         | 469.5        | 164.2            | 21.3             | 26.8                     | 56.8         | 44.3           | 6.2           | 6.9                     |
| 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               | 78.0  | 164.8 | 22.6  | 94.5   | 21.8   | 19.7   | 33.6    | 25.0    | 20.5    | 11.9  | 12.1  |
| EV/EBITDA         | 21.3  | 15.2  | 12.2  | 6.8    | 6.6    | 6.7    | 15.4    | 10.5    | 9.1     | --    | --    |

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

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

**Zentiva** (Kč, IFRS, konsolidováno)

**AAA Auto** (EUR; IFRS; konsolidováno)

|                   | 2005   | 2006   | 2007e | 2005   | 2006   | 2007e  | 2005   | 2006p  | 2007e  | 2005  | 2006  |
|-------------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| Tržby (mil.)      | 11 790 | 10 031 | 8 900 | 80 946 | 94 591 | 80 942 | 11 839 | 14 003 | 18 608 | 269.9 | 348.4 |
| EBITDA (mil.)     | 4 348  | 2 963  | 2 345 | 9 505  | 7 601  | 9 993  | 3 240  | 4 173  | 5 852  | 8.5   | 14.9  |
| EBIT (mil.)       | 3 790  | 2 597  | 1 997 | 5 279  | 3 565  | 5 835  | 2 578  | 3 303  | 4 126  | 6.6   | 12.6  |
| Čistý zisk (mil.) | 2 730  | 1 906  | 1 487 | 3 429  | 1 621  | 4 296  | 1 878  | 2 203  | 2 698  | 2.4   | 7.1   |
| Zisk na akcii (x) | 994    | 694    | 542   | 18.9   | 8.9    | 23.7   | 49.2   | 57.8   | 70.7   | 0.0   | 0.1   |
| 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%  | 3.1%  | 4.3%  |
| Marže EBIT (%)    | 32.1%  | 25.9%  | 22.4% | 6.5%   | 3.8%   | 7.2%   | 21.8%  | 23.6%  | 22.2%  | 2.4%  | 3.6%  |
| P/E               | 9.8    | 14.1   | 18.0  | 16.6   | 35.0   | 13.2   | 23.6   | 20.1   | 16.4   | 771.9 | 260.9 |
| EV/EBITDA         | 5.5    | 7.7    | 9.7   | --     | 4.8    | 4.8    | 14.3   | 11.1   | 7.9    | --    | 13.3  |

**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                        | 23.6    | 18.0    | 14.8    | 18.3    | 18.0    | 15.2    |
| P/BV                       | 4.1     | 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              | 2.13 | 1.16  | 0.89  | --   | 1.05  | 0.93  |

## SVĚT

Jakub Židoň, tel: 224 995 340, [jzidon@csas.cz](mailto:jzidon@csas.cz)

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

### Ropa a zemní plyn

#### Vlna fúzí a akvizic v regionu Střední a Východní Evropy

V regionu Střední a Východní Evropy (dále jen SVE) se očekává další vlna konsolidace v sektoru ropa a plyn a přijít by mohla již v následujících měsících. Po vlně změn majetkových struktur v minulosti (připomínáme privatizaci tureckého Tuprasu, akvizici litevského Mazeikiu Nafta polským PKN Orlen v roce 2006 a nedávnou akvizici Rompetrolu kazachstánským KazMunaiGazem) nyní pravděpodobně přichází vlna nová. Agentura Fitch vnímá aktivity fúzí a akvizic (M&A) jako klíčový hnací motor změn ocenění v rafinérském sektoru, jelikož potenciálními kupci evropských rafinérií budou většinou nezávislé rafinérské společnosti ze západní a střední Evropy nebo ropné společnosti z Ruska, Kazachstánu apod. My věříme, že konsolidace rafinérského průmyslu v SVE bude pokračovat a očekáváme, že bude vedena největšími regionálními hráči jako MOL, OMV nebo PKN Orlen. Region v současnosti vypadá pro investory atraktivně díky relativně nízké konkurenci a vysokým potenciálem růstu. Například Lukoil se v minulosti snažil získat jednoho z hráčů jako PLN, Lotos, OMV nebo MOL, ale žádná z těchto aktiv nejsou momentálně k mání. Nejvíce se v současnosti spekuluje o dvou fúzích: PKN Orlen s Lotosem a hlavně OMV a MOL. Pojdme si je krátce shrnout.

**OMV a MOL** – V rámci této možné fúze je jednoznačně aktivnější rakouský OMV, zatímco maďarský MOL se jí brání zuby nehty. V poslední době, ve spolupráci s maďarskou vládou, podnikl MOL několik defenzivních kroků, které by měly vést k odvrácení hrozby spojení či násilného převzetí ze strany OMV. Jmenujme například deseti procentní hlasovací limit v akcionářské struktuře (OMV vlastní momentálně 20,2% akcií MOL, ale podíl na hlasovacích právech má jen 10%), zvýšení tzv. těžebního poplatku, který by nabyl účinnosti při ztrátě kontroly nad MOLEM nebo již několik měsíců probíhající odkup vlastních akcií, jež jsou zhruba po dosažení 10% prodány „spřáteleným“ investorům.

Na druhou stranu, OMV minulý týden zaslalo zatím poslední nabídku k převzetí s nabídnutou cenou 32tis. maďarských forintů (zhruba 20% prémie k tehdejší ceně na trhu a 40% prémie k cenám v květnu, tedy před opětovným nastartováním masivního odkupu vlastních akcií a dalších spekulativních obchodů). Jakkoli se nabídnutá cena může zdát nadsazená k valuacím na MOL, musí se na cenu dívat ze dvou různých pohledů: za prvé jako cenu, kterou implikují valuační modely založené na diskontovaném cash flow nebo valuace podle srovnání cen akcií s konkurencí (z tohoto pohledu jde o cenu nadsazenou). Za druhé, lze nahlížet na MOL jako na akviziční cíl pro jiné firmy, kdy získáním MOLu jsem schopen zvýšit hodnotu společnosti výraznými synergickými efekty, atd. OMV tyto synergie vyčíslilo na 400mil. Eur ročně.

Nelze než souhlasit, že potenciální fúze dvou konkurentů by přinesla výrazné synergické efekty, ale z krátkodobého pohledu jsou zde ještě některé překážky, které je potřeba dořešit. Předně, spojením by zejména v Dunajské oblasti vznikl téměř monopol (6 rafinérií a téměř 3500 benzinových pump) a následoval by tak povinný prodej některých z těchto aktiv, což by podle našeho názoru snížilo potenciální synergie. Ač OMV argumentuje výměnou aktiv (rafinérie za jinou v odlišné oblasti), myslíme si, že tak jednoduché to nebude.

Nedovedeme si představit jak v Maďarsku nebo Rakousku projde z politického hlediska prodej rafinérií, takže volba nakonec může padnout na Slovnaft. A to je rafinérie s nejvyšší komplexitou (12,3 oproti regionálnímu průměru kolem 7,8), která vyjadřuje vysokou efektivnost. A za to se adekvátní náhrada bude hledat těžko.

**PKN Orlen a Lotos** – Příběh dvou polských rafinérských společností je zatím mnohem jednodušší. Na pilu tlačí PKN Orlen, zatímco Lotos neslyší ani na 800mil. PLN potenciální synergie po fúzi. Není se čemu divit, Lotos stojí před obrovskými investičními výdaji (již popisovaný růst kapacity Gdaňské rafinérie a výrazný růst těžby ropy v Baltském a Severním moři) a tak se raději soustředí na vyjednávání s bankami o financování. To, že se nám zdá celý program více než ambiciózní, je na další kapitolu, teď postačí jen konstatování, že Lotos všechny síly vrhá do svých záležitostí a fúze se i kvůli volbám v Polsku odkládá někdy na příští rok.

Pokud si připomene poslední velkou fúzi v Evropě mezi Gaz de France a Suezem, zjistíme, že se jednalo o více jak rok a půl dlouhé vyjednávání, které bylo dovedeno do konce až za přispění politiků. To samé se dá čekat i v tomto regionu, který je ke všemu ještě citlivý na možný nástup ruských energetických kolosů. **Do budoucna jsou obě fúze nutností, v krátkém období se tak bude jednat převážně o spekulativní obchody. Ty mohou zapříčinit růst cen MOLu a Lotosu, naopak ceny OMV a PKN Orlen mohou utrpět v souvislosti se zveřejňováním nabídek k převzetí (v Polsku je z našeho pohledu pravděpodobnější křížené vlastnictví) a nedostatečným vysvětlením racionality zveřejněných cen.**

### Realitní trh v Evropě – SVE, SNS, JVE

#### Realitní společnosti zaostávají za ostatními tituly – jak dále?

Evropský realitní sektor zatím od počátku roku výrazně zaostává za světovými akciemi (v porovnání s MCSI světovým indexem), stejně jako světovým realitním indexem (GPR 250) poté, co několik let naopak indexy překonával.

Podíváme-li se na důvody, proč celý sektor zaostává v roce 2007, tak důvody jsou zhruba tři – růst úrokových sazeb spolu s růstem kreditních spreadů, krize ve Španělsku a pokles likvidity v USA a Evropě. Díky růstu úrokových sazeb šla nahoru požadovaná míra návratnosti kapitálu, ale také šly někde nahoru výnosy z pronájmu (pokles cen nemovitostí, bez výrazného růstu nájemného). To je způsobeno spíše negativní korelací k výnosům z dluhopisů, které klesaly a tak výnosy z nájmu šly nahoru. Problémy ve Španělsku byly způsobeny přehřátím trhu, kdy zde rezidenční nemovitosti rostly v posledních deseti letech v průměru o 9% ročně. Tento růst se poslední dobou zastavil a ceny začaly i klesat. Tento problém vidíme jako lokální, který zasáhne jen firmy ve Španělsku působící. Posledním důvodem je širší likvidní krize, kdy banky v Evropě a USA přestaly prakticky půjčovat peníze do doby, než se sečtou ztráty z krize méně kvalitních hypoték v USA. I když spatřujeme tuto „križi“ jako dočasnou, tak by mohla negativně dopadnout na menší společnosti a vysoce zadlužené subjekty. Mírně pozitivně spatřujeme tuto krizi pro velké hráče s dostatkem zdrojů, jelikož se dá očekávat pokles poptávky po stavebních parcelách, čehož by někteří developeři mohli využít.

Pokles ocenění realitních společností bylo všeobecně ozdravující, nicméně tento výprodej nerozlišoval dobré a špatné společnosti, což vytvořilo velmi dobrou příležitost ke vstupu do sektoru selektivní metodou. Je samozřejmě velmi obtížné načasovat ten nejsprávnější

moment pro vstup do sektoru, jelikož očekáváme, že ceny společnosti ještě budou v několika následujících týdnech volatilní. Doporučujeme zaměřit se na dlouhodobý pozitivní výhled regionu střední a východní Evropy a využít momentální pozitivní hodnocení společnosti. Poté, co výnosy rychle konvergovaly ve SVE k ZE, tak doporučujeme společnosti, které: mají velký podíl developmentu; zaměřují se na aktivní správu nemovitostí a společnosti zaměřující se na JVE a země Společenství nezávislých států (SNS). Níže uvedená tabulka shrnuje naše doporučení jednotlivých titulů:

## Rating overview

| Company         | Valuation method          | Comment  | Rating                         | Current price | Target price                      |
|-----------------|---------------------------|----------|--------------------------------|---------------|-----------------------------------|
| CA Immo Int.    | NAV growth analysis       | NAV      | Accumulate                     | EUR 13.05     | EUR 16.00                         |
| ECM             | NAV growth analysis       | EPRA NAV | Accumulate                     | CZK 1.571     | CZK 1.880<br>(down from CZK 2160) |
| ECO             | NAV growth analysis       | NAV      | Accumulate<br>(initial rating) | EUR 10.27     | EUR 11.60                         |
| GTC             | NAV growth analysis, SOTP | EPRA NAV | Buy                            | PLN 49.0      | PLN 57.5                          |
| Sparkassen Immo | NAV growth analysis       | NAV      | Not rated                      | EUR 8.30      | -                                 |
| Immoeast        | NAV growth analysis       | EPRA NAV | Buy                            | EUR 7.98      | EUR 11.70<br>(down from EUR 13.2) |
| Orco            | NAV growth analysis       | EPRA NAV | Buy<br>(from Hold)             | EUR 104.13    | EUR 129<br>(down from EUR 132)    |

Source: Reuters, Erste Bank estimates



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

| Země            | Akcie                         | Poslední kurz | Konsensuální odhady I/B/E/S |              |              |       |              |              |       | Oček. růst<br>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              | 544.0         | 24.9                        | <b>31.2</b>  | -0.8%        | 17.4  | 32.4         | 0.6%         | 16.8  | 14.1%                   | 26.5%             | -13.3%       | <b>23%</b>           | <b>25.5</b>   | <b>52.4</b>   |
|                 | ČEZ                           | 1248.0        | 46.8                        | <b>60.1</b>  | 0.1%         | 20.8  | <b>76.9</b>  | 1.3%         | 16.2  | <b>28.2%</b>            | 60.9%             | <b>-0.2%</b> | 6%                   | 52.6          | 67.2          |
|                 | Komerční banka                | 4421          | 239.9                       | <b>268.3</b> | 0.4%         | 16.5  | <b>296.1</b> | 0.2%         | 14.9  | 11.1%                   | 44.7%             | <b>-2.6%</b> | 4%                   | 239.2         | 287.3         |
|                 | Philio Morris CR              | 9650          | 684.2                       | 598.9        | <b>6.8%</b>  | 16.1  | 564.1        | 2.3%         | 17.1  | -9.2%                   | <b>9.7%</b>       | -20.2%       | <b>15%</b>           | 540.5         | <b>760.4</b>  |
|                 | Unipetrol                     | 315.5         | 17.5                        | <b>23.9</b>  | <b>6.9%</b>  | 13.2  | <b>28.2</b>  | -0.5%        | 11.2  | <b>26.9%</b>            | 61.8%             | <b>-1.4%</b> | <b>15%</b>           | <b>18.1</b>   | <b>28.4</b>   |
|                 | Zentiva                       | 1196.0        | 57.9                        | 56.8         | -0.7%        | 21.1  | <b>72.9</b>  | -1.9%        | 16.4  | 12.2%                   | <b>5.8%</b>       | -23.9%       | 10%                  | 52.1          | <b>69.0</b>   |
|                 |                               |               |                             |              |              | 18.9  |              |              | 15.8  | <b>21.3%</b>            |                   |              |                      |               |               |
| Maďarsko        | Egis                          | 22900         | 2169                        | 1001         | -1.8%        | 22.9  | <b>1500</b>  | 0.3%         | 15.3  | -16.9%                  | 21.8%             | -26.4%       | 10%                  | <b>839.2</b>  | 1122.6        |
|                 | FHB                           | 2124          | 107                         | 114          | -4.4%        | 18.7  | 122          | -1.4%        | 17.4  | 6.8%                    | 48.3%             | <b>-9.3%</b> | <b>14%</b>           | <b>96.1</b>   | 129.2         |
|                 | Magyar Telecom                | 948           | 74                          | 72           | -3.0%        | 13.2  | <b>80</b>    | -2.0%        | 11.9  | 4.2%                    | <b>8.3%</b>       | -11.6%       | <b>12%</b>           | <b>55.0</b>   | <b>83.7</b>   |
|                 | MOL                           | 27800         | 3480                        | 2229         | 1.6%         | 12.5  | 2238         | 3.4%         | 12.4  | -19.8%                  | <b>8.3%</b>       | -11.6%       | <b>11%</b>           | 1897.0        | <b>2681.4</b> |
|                 | OTP                           | 9490          | 723                         | 768          | -0.2%        | 12.4  | <b>878</b>   | 0.5%         | 10.8  | 10.2%                   | 42.6%             | -10.4%       | 4%                   | 720.4         | 828.9         |
|                 | Gedeon Richter                | 38000         | 2797                        | 2048         | 2.0%         | 18.6  | <b>2476</b>  | 1.9%         | 15.3  | -5.9%                   | 42.1%             | -13.5%       | <b>10%</b>           | <b>1711.7</b> | <b>2396.5</b> |
|                 |                               |               |                             |              |              | 13.1  |              |              | 12.0  | -6.8%                   |                   |              |                      |               |               |
| duální listing  | Erste Bank                    | 58.17         | 2.96                        | <b>3.79</b>  | -0.6%        | 15.3  | <b>4.56</b>  | -0.7%        | 12.8  | <b>24.2%</b>            | 19.9%             | <b>-5.4%</b> | 3%                   | 3.65          | 4.00          |
|                 | Raiffeisen Bank               | 114.6         | 4.17                        | <b>5.51</b>  | 0.0%         | 20.8  | <b>6.93</b>  | -0.8%        | 16.5  | <b>28.9%</b>            | 37.1%             | <b>-7.5%</b> | 4%                   | 5.10          | 5.82          |
|                 | Oro Property Group            | 108           | 12.58                       | 6.12         | <b>18.1%</b> | 17.6  | <b>8.08</b>  | <b>31.1%</b> | 13.4  | -19.9%                  | 19.3%             | -19.4%       | <b>70%</b>           | <b>1.70</b>   | <b>11.34</b>  |
|                 | Central European Media Ent.   | 93.36         | 0.62                        | <b>3.06</b>  | <b>7.8%</b>  | 30.5  | <b>4.22</b>  | <b>6.5%</b>  | 22.1  | <b>160.8%</b>           | 39.5%             | <b>-8.6%</b> | <b>13%</b>           | 2.63          | <b>3.58</b>   |
|                 | Central Eur. Distribution Co. | 49.99         | 1.25                        | <b>1.65</b>  | 0.6%         | 30.3  | <b>2.19</b>  | 3.8%         | 22.9  | <b>32.3%</b>            | 119.3%            | <b>-3.4%</b> | 9%                   | 19.05         | <b>26.03</b>  |

**Všechny následující tabulky - zdroj: Thomson Financial, Bloomberg, Poznámky k tabulkám: Konsensuální odhady EPS pro roky 2007 a 2008** – silně zelené zvýraznění = očekávaný meziroční růst EPS o 20 a více procent, slabě zelené zvýraznění = očekávaný meziroční růst EPS o 10-20%, **Změna za 1M** (=změna konsensuálních odhadů EPS pro roky 2007 a 2008 za poslední měsíc) – silně červené zvýraznění = snížení konsensuálního odhadu EPS o 10 a více procent, slabě zelené zvýraznění = zvýšení konsensuálního odhadu EPS o 5-10%, silně zelené zvýraznění = zvýšení konsensuálního odhadu EPS o 10 a více procent, **Oček. Růst EPS 06/08** (= průměrný růst EPS v letech 2006-08) – silně zelené zvýraznění = průměrný růst EPS vyšší než 20%, **Vůči 52-týdennímu minimu/maximu** – silně červené zvýraznění = akcie se obchoduje maximálně o 10% níže než je její 52-týdenní maximum, silně zelené zvýraznění = akcie se obchoduje maximálně o 10% výše než je její 52-týdenní minimum, **Rozptyl odhadů – SD** (= procentuální směrodatná odchylka od průměrného odhadu) – silně zelené zvýraznění = odchylka větší než 10% (v případě ruských a tureckých akcií větší než 20%), n.m. – existuje pouze 1 analytický odhad EPS, **Min.** (=minimální odhad vstupující do výpočtu konsensuálních odhadů) – silně červené zvýraznění = minimální odhad je o více než 15% (v případě ruských a tureckých akcií o více než 20%) nižší než konsensuální odhad, **Max.** (=maximální odhad vstupující do výpočtu konsensuálních odhadů) – silně zelené zvýraznění = maximální odhad je o více než 15% (v případě ruských a tureckých akcií o více než 20%) vyšší než konsensuální odhad, zmíněné poznámky platí i pro tabulky na následujících dvou stranách.



## Tabulková část – Polsko a Rusko

| Země   | Akcie                 | Poslední kurz | EPS 06 | 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                 | 52.20         | 0.59   | 1.67                        | 10.6%       | 31.3   | 2.00   | 14.9%                | 26.1              | 83.7%  | 83.2%                   | -5.8%  | 15%   | 1.13  | 1.87  |
|        | Bank BPH              | 931.50        | 44.15  | 53.79                       | 0.6%        | 17.3   | 55.40  | 0.0%                 | 16.8              | 12.0%  | 13.6%                   | -14.9% | n.m.  | -     | -     |
|        | Bank Pekao            | 250.10        | 10.72  | 12.74                       | 0.6%        | 19.6   | 14.74  | 0.5%                 | 17.0              | 17.3%  | 25.4%                   | -10.2% | 8%    | 45.71 | 57.62 |
|        | BZ WBK                | 270.10        | 10.39  | 13.74                       | 5.8%        | 19.7   | 15.80  | 5.6%                 | 17.1              | 23.3%  | 37.8%                   | -15.3% | 2%    | 12.23 | 13.03 |
|        | BRE Bank              | 542.00        | 14.27  | 22.71                       | 2.5%        | 23.9   | 25.72  | 4.4%                 | 21.1              | 34.2%  | 123.7%                  | -2.5%  | 5%    | 12.63 | 14.62 |
|        | Svanitv               | 52.10         | 1.48   | -5.65                       | 292.1%      | -9.2   | 1.23   | -70.3%               | 42.4              | -9.0%  | 31.9%                   | -59.5% | 7%    | 1.48  | 1.76  |
|        | Echo Investment       | 88.35         | 6.56   | 18.09                       | 17.1%       | 4.9    | 21.70  | 18.4%                | 4.1               | 81.9%  | 28.0%                   | -25.9% | 18%   | 15.53 | 21.78 |
|        | GTC                   | 50.75         | 3.40   | 3.33                        | -15.2%      | 15.2   | 5.65   | 14.5%                | 9.0               | 28.9%  | 66.0%                   | -12.0% | 32%   | 2.18  | 4.54  |
|        | Grupa Ketr            | 192.70        | 9.52   | 11.20                       | -0.1%       | 17.2   | 12.88  | 0.4%                 | 15.0              | 16.3%  | 14.0%                   | -21.3% | 4%    | 10.53 | 11.91 |
|        | Grupa Lotos           | 49.35         | 5.86   | 5.26                        | -3.2%       | 9.4    | 4.68   | -5.9%                | 10.5              | -10.6% | 28.2%                   | -17.5% | 11%   | 4.49  | 6.25  |
|        | KGHM                  | 129.30        | 16.93  | 19.05                       | 13.0%       | 6.8    | 18.46  | 26.7%                | 7.0               | 4.4%   | 64.7%                   | -3.1%  | 6%    | 17.75 | 20.84 |
|        | LPP                   | 2242.00       | 23.97  | 69.74                       | -0.5%       | 32.1   | 92.13  | 1.6%                 | 24.3              | 96.1%  | 220.3%                  | -12.9% | 6%    | 65.11 | 76.38 |
|        | Netia                 | 3.70          | -0.98  | -0.22                       | 175.0%      | n.m.   | -0.16  | 52.4%                | n.m.              | -59.5% | 5.7%                    | -32.7% | -122% | -0.57 | 0.08  |
|        | Opoczno               | 40.00         | -0.19  | 2.39                        | -5.0%       | 16.8   | 3.80   | -2.4%                | 10.5              | #NUM!  | 9.6%                    | -33.0% | 11%   | 2.01  | 2.59  |
|        | Orbis                 | 74.50         | 2.06   | 3.17                        | 0.0%        | 23.5   | 3.84   | 0.0%                 | 19.4              | 36.5%  | 60.9%                   | -21.6% | 33%   | 2.12  | 4.19  |
|        | PBG                   | 360.00        | 4.50   | 7.40                        | -3.4%       | 48.7   | 11.53  | -4.2%                | 31.2              | 60.0%  | 85.7%                   | -17.8% | 11%   | 6.62  | 8.42  |
|        | PGNiG                 | 5.30          | 0.21   | 0.29                        | -2.4%       | 18.1   | 0.32   | -5.5%                | 16.7              | 23.4%  | 70.4%                   | -7.5%  | 15%   | 0.22  | 0.34  |
|        | PGF                   | 98.80         | 5.04   | 5.43                        | 1.6%        | 18.2   | 6.18   | 4.7%                 | 16.0              | 10.8%  | 40.9%                   | -21.2% | 2%    | 5.33  | 5.58  |
|        | PKN                   | 54.90         | 5.45   | 4.94                        | 1.5%        | 11.1   | 5.60   | 2.5%                 | 9.8               | 1.4%   | 34.9%                   | -10.3% | 13%   | 3.96  | 5.96  |
|        | PKO BP                | 55.05         | 2.12   | 2.59                        | 2.3%        | 21.3   | 3.04   | 3.0%                 | 18.1              | 19.7%  | 48.0%                   | -7.1%  | 5%    | 2.34  | 2.80  |
|        | Prokom                | 136.00        | 6.33   | 7.66                        | -5.8%       | 17.8   | 9.37   | 3.7%                 | 14.5              | 21.6%  | 15.3%                   | -24.1% | 15%   | 5.83  | 8.91  |
|        | Asseco Poland         | 75.55         | 2.80   | 2.41                        | -3.7%       | 31.4   | 3.02   | 0.6%                 | 25.1              | 3.8%   | 99.3%                   | -17.9% | -15%  | -6.73 | -4.60 |
|        | TPSA                  | 20.93         | 1.50   | 1.62                        | 0.4%        | 12.9   | 1.78   | 0.6%                 | 11.8              | 9.0%   | 6.5%                    | -22.9% | 11%   | 1.36  | 1.98  |
|        | TVN                   | 21.75         | 0.79   | 0.94                        | -1.8%       | 23.2   | 1.25   | -0.5%                | 17.4              | 26.1%  | 11.5%                   | -25.7% | 9%    | 0.80  | 1.05  |
|        |                       |               |        |                             |             | 15.3   |        |                      | 13.6              | 15.9%  |                         |        |       |       |       |
| Rusko  | Baltika Brewery       | 48.00         | 2.76   | 2.86                        | 2.0%        | 16.8   | 3.07   | 2.2%                 | 15.6              | 5.5%   | 21.8%                   | -5.0%  | 16%   | 2.17  | 3.36  |
|        | Cherepovets Severstal | 22.15         | 1.27   | 1.83                        | 4.0%        | 12.1   | 1.89   | 8.5%                 | 11.7              | 21.8%  | 105.1%                  | -3.7%  | 19%   | 2.86  | 5.94  |
|        | Evrax Group           | 62.20         | 3.94   | 5.18                        | 2.8%        | 12.0   | 5.77   | 11.6%                | 10.8              | 20.9%  | 181.4%                  | -5.8%  | 6%    | 0.92  | 1.14  |
|        | Gazprom               | 46.09         | 0.91   | 1.01                        | 1.5%        | 11.4   | 1.16   | 1.4%                 | 9.9               | 12.8%  | 37.4%                   | -5.6%  | 12%   | 6.10  | 11.00 |
|        | Lukoil                | 85.80         | 9.06   | 8.92                        | -0.6%       | 9.6    | 8.36   | 0.4%                 | 10.3              | -3.9%  | 20.8%                   | -6.7%  | 22%   | 21.61 | 66.21 |
|        | Norilsk Nickel        | 272.80        | 26.50  | 41.79                       | 0.6%        | 6.5    | 33.71  | -3.2%                | 8.1               | 12.8%  | 122.7%                  | -0.8%  | 7%    | 4.11  | 5.45  |
|        | MTS                   | 71.61         | 3.15   | 4.89                        | 3.2%        | 14.6   | 5.49   | 3.8%                 | 13.1              | 32.0%  | 91.6%                   | -4.2%  | 12%   | 0.19  | 0.26  |
|        | Novatek               | 5.54          | 0.18   | 0.23                        | 1.7%        | 24.4   | 0.25   | -6.0%                | 22.1              | 18.0%  | 17.9%                   | -16.7% | 6%    | 0.31  | 0.38  |
|        | Novolipetsk           | 3.78          | 0.32   | 0.36                        | 2.5%        | 10.6   | 0.35   | 4.0%                 | 10.9              | 5.1%   | 100.0%                  | -0.3%  | 32%   | 0.07  | 0.25  |
|        | Rostelcom             | 10.60         | 0.25   | 0.16                        | 5.2%        | 65.3   | 0.17   | 2.5%                 | 60.9              | -16.7% | 116.3%                  | -0.9%  | 16%   | 0.68  | 1.12  |
|        | Seventh Continent     | 25.45         | 0.97   | 0.92                        | -1.1%       | 27.8   | 1.15   | -2.9%                | 22.1              | 9.1%   | 16.2%                   | -13.3% | 17%   | 1.17  | 2.18  |
|        | Surautneftegaz        | 1.36          | 0.08   | 0.12                        | 1.6%        | 11.7   | 0.12   | 1.9%                 | 11.7              | 18.8%  | 30.3%                   | -11.4% | 27%   | 0.06  | 0.16  |
|        | Tatneft               | 5.54          | 0.56   | 0.61                        | 4.3%        | 9.0    | 0.56   | 3.5%                 | 9.8               | 0.8%   | 43.9%                   | -4.2%  | 23%   | 0.51  | 0.93  |
|        | Unified Energy        | 1.20          | 0.07   | 0.03                        | -0.6%       | 41.9   | 0.04   | 6.9%                 | 28.0              | -24.0% | 67.4%                   | -18.3% | 56%   | 0.01  | 0.07  |
|        | Vimpelcom             | 27.23         | 0.80   | 1.34                        | 2.1%        | 20.3   | 1.72   | 2.3%                 | 15.8              | 47.2%  | 127.5%                  | -6.1%  | 7%    | 1.20  | 1.50  |
|        |                       |               |        |                             |             | 11.8   |        |                      | 11.2              | 9.8%   |                         |        |       |       |       |

## Tabulková část – Turecko

| Země    | Akcie                | Poslední kurz | EPS 06 | Konsenzuální odhady I/B/E/S |               |        |              |               | Oček. růst<br>EPS 06/08 | Vůči 52-týdennímu |             | Rozptv. odhadů EPS07 |             |              |             |
|---------|----------------------|---------------|--------|-----------------------------|---------------|--------|--------------|---------------|-------------------------|-------------------|-------------|----------------------|-------------|--------------|-------------|
|         |                      |               |        | EPS 07                      | Změna za 1M   | P/E 07 | EPS 08       | Změna za 1M   |                         | P/E 08            | Minimu      | Maximu               | SD          | Min.         | Max.        |
| Turecko | Acibadem Sacilik     | 8.90          | 0.16   | <b>0.20</b>                 | 0.0%          | 43.8   | <b>0.35</b>  | <b>-33.9%</b> | 25.4                    | <b>48.9%</b>      | 30.8%       | -14.4%               | <b>29%</b>  | <b>0.14</b>  | 0.24        |
|         | Adana Cimento        | 9.25          | 1.06   | <b>1.23</b>                 | <b>8.8%</b>   | 7.5    | 1.09         | -4.0%         | 8.5                     | 1.2%              | 38.7%       | <b>-8.0%</b>         | 13%         | 1.04         | 1.46        |
|         | Akbank               | 9.65          | 0.53   | <b>0.76</b>                 | -0.3%         | 12.7   | <b>0.86</b>  | -1.6%         | 11.3                    | <b>26.6%</b>      | 60.8%       | <b>-4.9%</b>         | 15%         | <b>0.59</b>  | <b>1.04</b> |
|         | Akanssa Cimento      | 9.30          | 0.77   | 0.83                        | 1.9%          | 11.3   | 0.86         | -1.1%         | 10.8                    | 6.1%              | 40.9%       | -11.4%               | 13%         | <b>0.63</b>  | <b>1.01</b> |
|         | Aksa                 | 3.16          | 0.56   | 0.27                        | -1.5%         | 11.8   | <b>0.30</b>  | 0.0%          | 10.5                    | -26.5%            | <b>4.6%</b> | -27.3%               | <b>63%</b>  | <b>0.09</b>  | <b>0.42</b> |
|         | Aksiortta            | 8.60          | 0.24   | <b>0.29</b>                 | -1.1%         | 29.8   | <b>0.32</b>  | -1.8%         | 26.8                    | 15.1%             | 83.0%       | <b>-9.5%</b>         | <b>26%</b>  | <b>0.19</b>  | <b>0.42</b> |
|         | Anadolu Cam          | 5.10          | 0.25   | <b>0.35</b>                 | -0.4%         | 14.5   | <b>0.42</b>  | -0.4%         | 12.1                    | <b>31.4%</b>      | 15.9%       | -22.1%               | <b>26%</b>  | <b>0.28</b>  | <b>0.56</b> |
|         | Anadolu Efes         | 14.40         | 0.60   | <b>0.72</b>                 | 0.9%          | 19.9   | <b>0.82</b>  | 0.2%          | 17.6                    | 17.0%             | 55.2%       | <b>-1.9%</b>         | 12%         | 0.59         | <b>0.90</b> |
|         | Arcelik              | 10.00         | 0.81   | 0.82                        | <b>-16.3%</b> | 12.2   | <b>1.01</b>  | <b>-6.4%</b>  | 9.9                     | 11.5%             | 29.0%       | -18.7%               | 17%         | <b>0.64</b>  | <b>1.11</b> |
|         | Beko Elektronik      | 1.94          | -0.74  | <b>-0.16</b>                | <b>24.4%</b>  | n.m.   | <b>-0.08</b> | <b>54.2%</b>  | n.m.                    | -66.7%            | 27.6%       | -17.4%               | -147%       | -0.54        | 0.15        |
|         | Brisa Bridgestone    | 75.50         | 5.63   | 5.30                        | 0.0%          | 14.2   | <b>6.98</b>  | <b>8.2%</b>   | 10.8                    | 11.4%             | <b>9.4%</b> | -21.4%               | <b>23%</b>  | 4.43         | 6.18        |
|         | Cimsa Cimento        | 10.50         | 1.12   | <b>1.66</b>                 | 1.2%          | 6.3    | 1.11         | -0.9%         | 9.5                     | -0.6%             | 37.3%       | <b>-3.7%</b>         | <b>29%</b>  | <b>0.91</b>  | <b>2.27</b> |
|         | Denizbank            | 13.60         | 1.08   | 0.90                        | -2.4%         | 15.1   | <b>0.99</b>  | <b>-20.4%</b> | 13.7                    | -4.2%             | 22.5%       | -24.4%               | n.m.        | 1.05         | 1.05        |
|         | Doan Yavin           | 4.96          | 0.07   | <b>0.97</b>                 | 0.1%          | 5.1    | 0.23         | -0.1%         | 21.7                    | <b>75.7%</b>      | 24.0%       | -23.7%               | 13%         | <b>0.78</b>  | 1.16        |
|         | Eczacibasi Ilac      | 5.45          | 0.20   | <b>0.25</b>                 | 0.0%          | 22.1   | <b>0.31</b>  | 0.0%          | 17.3                    | <b>26.1%</b>      | 29.1%       | -23.2%               | <b>25%</b>  | 0.21         | <b>0.34</b> |
|         | Enka Insaat          | 16.00         | 0.65   | 0.70                        | -2.3%         | 23.0   | <b>0.79</b>  | -3.8%         | 20.2                    | 10.3%             | 128.6%      | <b>-4.2%</b>         | 12%         | 0.58         | <b>0.85</b> |
|         | Erecli Demir         | 11.50         | 0.41   | <b>0.87</b>                 | 4.8%          | 13.2   | <b>0.97</b>  | 1.2%          | 11.8                    | <b>54.9%</b>      | 196.9%      | <b>-4.2%</b>         | 16%         | <b>0.58</b>  | <b>1.05</b> |
|         | Finansbank           | 5.30          | 0.53   | 0.45                        | <b>-27.9%</b> | 11.7   | <b>0.62</b>  | <b>-24.1%</b> | 8.5                     | 8.4%              | 23.2%       | -10.7%               | <b>55%</b>  | <b>0.28</b>  | <b>0.63</b> |
|         | Ford Otomotiv        | 13.40         | 1.43   | 1.22                        | -1.7%         | 11.0   | <b>1.38</b>  | 0.0%          | 9.7                     | -1.5%             | 41.1%       | <b>-2.2%</b>         | 7%          | 1.11         | 1.40        |
|         | Fortis Bank          | 2.84          | 0.08   | <b>0.21</b>                 | <b>18.5%</b>  | 13.3   | <b>0.35</b>  | <b>37.2%</b>  | 8.1                     | <b>116.0%</b>     | 84.4%       | <b>-7.8%</b>         | 15%         | 0.19         | 0.25        |
|         | Sabancı Holdings     | 7.85          | 0.27   | <b>0.48</b>                 | <b>5.9%</b>   | 16.2   | <b>0.54</b>  | 4.0%          | 14.5                    | <b>40.8%</b>      | 57.0%       | <b>-3.7%</b>         | <b>25%</b>  | <b>0.29</b>  | <b>0.67</b> |
|         | Hurriyet             | 3.92          | 0.25   | 0.22                        | 0.9%          | 17.9   | <b>0.27</b>  | 1.4%          | 14.6                    | 3.7%              | 24.8%       | -14.8%               | <b>27%</b>  | <b>0.11</b>  | <b>0.33</b> |
|         | KOC Holdings         | 6.65          | 0.44   | <b>0.54</b>                 | 0.6%          | 12.4   | 0.56         | 0.5%          | 11.8                    | 12.8%             | 80.4%       | <b>-0.7%</b>         | <b>29%</b>  | <b>0.33</b>  | <b>0.85</b> |
|         | Miros                | 20.70         | 0.45   | <b>0.85</b>                 | -0.8%         | 24.5   | <b>1.03</b>  | 4.2%          | 20.1                    | <b>51.9%</b>      | 45.8%       | <b>-8.0%</b>         | 15%         | <b>0.54</b>  | <b>1.05</b> |
|         | Petrol Ofisi         | 6.20          | 0.47   | 0.48                        | <b>10.2%</b>  | 12.9   | <b>0.62</b>  | 1.3%          | 9.9                     | 15.5%             | 81.8%       | <b>-1.6%</b>         | <b>42%</b>  | <b>0.19</b>  | <b>0.87</b> |
|         | Tofas                | 6.30          | 0.16   | <b>0.22</b>                 | 3.9%          | 29.3   | <b>0.56</b>  | 1.5%          | 11.3                    | <b>84.7%</b>      | 52.2%       | <b>-8.7%</b>         | <b>24%</b>  | <b>0.13</b>  | <b>0.30</b> |
|         | Trakva Cam           | 4.52          | 0.49   | 0.46                        | 2.6%          | 9.9    | <b>0.52</b>  | 3.2%          | 8.7                     | 2.8%              | 28.4%       | -12.2%               | 18%         | <b>0.35</b>  | <b>0.61</b> |
|         | Turcas               | 31.75         | 2.88   | <b>3.69</b>                 | <b>6.6%</b>   | 8.6    | 3.94         | <b>5.9%</b>   | 8.1                     | 16.9%             | 41.1%       | -12.4%               | 11%         | 3.00         | <b>4.60</b> |
|         | Turk Demir Dokum     | 9.05          | 0.76   | <b>1.11</b>                 | <b>10.2%</b>  | 8.1    | <b>1.26</b>  | <b>12.6%</b>  | 7.2                     | <b>28.8%</b>      | <b>9.7%</b> | -17.1%               | 14%         | 1.00         | 1.22        |
|         | Turk Ekonomi Bankasi | 3.08          | 0.13   | <b>0.18</b>                 | 2.1%          | 17.0   | <b>0.24</b>  | 2.6%          | 12.7                    | <b>36.9%</b>      | 114.6%      | <b>-8.7%</b>         | <b>28%</b>  | <b>0.09</b>  | <b>0.24</b> |
|         | Turkcell             | 11.10         | 0.56   | <b>0.71</b>                 | 2.4%          | 15.7   | <b>0.84</b>  | 3.7%          | 13.3                    | <b>21.8%</b>      | 77.6%       | <b>-1.8%</b>         | 12%         | 0.59         | <b>0.86</b> |
|         | Turkiye Garanti      | 9.80          | 0.51   | <b>0.90</b>                 | 4.1%          | 10.9   | 0.87         | 0.6%          | 11.2                    | <b>31.2%</b>      | 132.2%      | <b>-0.5%</b>         | <b>29%</b>  | <b>0.50</b>  | <b>1.41</b> |
|         | Isbank               | 7.80          | 0.40   | <b>0.56</b>                 | 4.8%          | 14.0   | <b>0.69</b>  | 4.4%          | 11.3                    | <b>31.3%</b>      | 42.8%       | <b>-1.3%</b>         | 17%         | <b>0.41</b>  | <b>0.72</b> |
|         | Turk Sise Cam        | 5.95          | 0.47   | 0.48                        | <b>-5.2%</b>  | 12.4   | <b>0.59</b>  | <b>-7.6%</b>  | 10.0                    | 12.2%             | 31.1%       | <b>-8.5%</b>         | <b>22%</b>  | <b>0.30</b>  | <b>0.70</b> |
|         | Vakifbank            | 4.40          | 0.31   | <b>0.37</b>                 | 0.3%          | 11.8   | <b>0.43</b>  | -2.2%         | 10.3                    | 17.6%             | 43.3%       | <b>-1.3%</b>         | 9%          | 0.32         | 0.44        |
|         | Vestel Elek          | 3.30          | 0.02   | <b>0.32</b>                 | 0.0%          | 10.4   | 0.32         | 0.0%          | 10.4                    | <b>297.7%</b>     | 23.1%       | -21.4%               | <b>138%</b> | <b>-0.06</b> | <b>0.88</b> |
|         | Yapi Kredi Bank      | 4.08          | 0.16   | <b>0.27</b>                 | 3.8%          | 15.0   | <b>0.33</b>  | 1.4%          | 12.3                    | <b>42.7%</b>      | 80.9%       | <b>-3.3%</b>         | 16%         | 0.23         | <b>0.35</b> |
|         |                      |               |        |                             |               | 13.4   |              |               | 12.0                    | <b>23.9%</b>      |             |                      |             |              |             |

## KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

|                      | Společnost       | Událost                  |
|----------------------|------------------|--------------------------|
| <b>Říjen 2007</b>    |                  |                          |
| 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      |
| <b>Listopad 2007</b> |                  |                          |
| 2.11. (předběžně)    | CME              | Výsledky za 3Q 2007      |
| 5.11.                | Zentiva          | Výsledky za 3Q 2007      |
| 8.11.                | KB               | Výsledky za 3Q 2007      |
| 14.11.               | Unipetrol        | Výsledky za 3Q 2007      |
| 15.11.               | ČEZ              | Výsledky za 3Q 2007      |
| 29.11.               | Orco             | Výsledky za 3Q 2007      |
| 29.11.               | Pegas            | Výsledky za 3Q 2007      |
| 29.11.               | AAA Auto         | Výsledky za 3Q 2007      |
| 30.11.               | ECM              | 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.

*Pocitivá prezentace doporučení.* Emitenti analyzovaných investičních nástrojů nebyli před rozšířením této analýzy seznámeni s jejím obsahem a analýza nebyla na základě jejich pokynů nijak upravována. Analýza je tvořena na základě standardních finančních a ekonometrických modelů. V případě akciových doporučení se jedná zejména o různé varianty metody diskontování budoucích cash flows a metodu čisté hodnoty aktiv společnosti. V případě dluhopisů a měn jsou standardními metodami uzavřené makroekonomické modely typu Clarida-Gali-Gertler nebo typu QPM ČNB.

*Stupeň investičního doporučení u akciových titulů.* Cílové ceny pro 12-měsíční horizont akcií odrážejí férovou hodnotu akcií, při jejímž stanovení jsou brány v potaz fundamentální faktory a další informace relevantní pro cenu akcie. Všechna slovní doporučení vychází z fundamentální hodnoty cenných papírů a neodrážejí relativní výkonnost akcie vůči jiným regionálním titulům. Slovní doporučení odrážejí vztah mezi cílovou cenou a cenou akcie při určení cílové ceny, tj. vydáním příslušné podnikové analýzy. V závorkách jsou uvedeny příslušné číselné hodnoty: *kupovat* (cílová cena 20% nad cenou akcie), *akumulovat* (10% až 20% nad), *držet* (0% až 10% nad), *redukovat* (cílová cena leží v pásmu -10% až 0% vzhledem k ceně akcie při určení cílové ceny) a *prodat* (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 akcií jsou aktualizovány v podnikových analýzách pokrývaných společností, které vycházejí nepravidelně a odrážejí aktuální dění v daném oboru nebo pokrývané společností. 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      | 1.10.07   | 367              | koupit     |
| 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 | 1.10.07 | 129 (€)          | koupit     |
| 27.3.06        | 3 800            | akumulovat | 28.3.07 | 3 690            | držet      |
|                |                  |            | 21.4.06 | 108.8 (€)        | akumulovat |

| CME     |                   |            | ECM       |                  |            |
|---------|-------------------|------------|-----------|------------------|------------|
| Datum   | Cílová cena (USD) | Doporučení | Datum     | Cílová cena (Kč) | Doporučení |
| 31.1.07 | 98                | akumulovat | 1.10.07   | 1880             | akumulovat |
| 3.2.06  | 68                | koupit     | 14.6.2007 | 2160             | akumulovat |
|         |                   |            | 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<br>(uved'te zde číselné označení<br>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  |
| AAA Auto                     | 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<br>k EBG |
|------------|--------|--------------------------|
| Kupovat    | 30%    | 20%                      |
| Akumulovat | 30%    | 40%                      |
| Držet      | 30%    | 40%                      |
| 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       | <b>Viktor Kotlán</b> | +420/224 995 217 | <a href="mailto:vkotlan@csas.cz">vkotlan@csas.cz</a>     |
| Makro tým (Střední Evropa)                 | Mária Fehérová       | +420/224 995 232 | <a href="mailto:mfeherova@csas.cz">mfeherova@csas.cz</a> |
| Makro tým (ČR)                             | Martin Lobotka       | +420/224 995 192 | <a href="mailto:mlobotka@csas.cz">mlobotka@csas.cz</a>   |
| Makro tým (USA, EMU)                       | Luboš Mokráš         | +420/224 995 456 | <a href="mailto:lmokras@csas.cz">lmokras@csas.cz</a>     |
| Makro tým (ČR), team-leader                | David Navrátil       | +420/224 995 439 | <a href="mailto:dnavratil@csas.cz">dnavratil@csas.cz</a> |
| Akciový tým (CEE Real Estate)              | Petr Bártek          | +420/224 995 227 | <a href="mailto:pbartek@csas.cz">pbartek@csas.cz</a>     |
| Akciový tým (svět)                         | Ján Hájek            | +420/224 995 324 | <a href="mailto:janhajek@csas.cz">janhajek@csas.cz</a>   |
| Akciový tým (ČR, CEE Media)                | Radim Kramule        | +420/224 995 213 | <a href="mailto:rkramule@csas.cz">rkramule@csas.cz</a>   |
| Akciový tým (ČR, CEE Oil&Gas), team-leader | Jakub Židoň          | +420/224 995 340 | <a href="mailto:zidon@csas.cz">zidon@csas.cz</a>         |

**Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování**

|   |                         |                  |  |
|---|-------------------------|------------------|--|
| Ředitel úseku   | <b>Petr Witowski</b>    | +420/224 995 800 | <a href="mailto:pwitowski@csas.cz">pwitowski@csas.cz</a>     |
|   | <b>Robert Novotný</b>   | +420/224 995 148 | <a href="mailto:movotny@csas.cz">movotny@csas.cz</a>         |
| <b>Odbor Obchody treasury</b> – ředitel odboru                      | <b>Libor Vošický</b>    | +420/224 995 592 | <a href="mailto:lvosicky@csas.cz">lvosicky@csas.cz</a>       |
| <b>Odbor Obchody na kapitálových trzích</b> – ředitel odboru        | <b>Pavel Křivonožka</b> | +420/224 995 565 | <a href="mailto:pkrivonozka@csas.cz">pkrivonozka@csas.cz</a> |
| <b>Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty</b> – ředitel odboru | <b>Daniel Drahotský</b> | +420/224 995 178 | <a href="mailto:ddrahotsky@csas.cz">ddrahotsky@csas.cz</a>   |
| <b>Odbor Proprietary trading</b>                                    | Dušan Vaškovic          | +420/224 995 417 | <a href="mailto:dvaskovic@csas.cz">dvaskovic@csas.cz</a>     |

**Úsek Investiční bankovnictví**

|  |                     |                  |  |
|--|---------------------|------------------|--|
| Ředitel úseku  | <b>Jan Brabec</b>   | +420/224 995 816 | <a href="mailto:jbrabec@csas.cz">jbrabec@csas.cz</a>       |
|  | <b>Jiří Hrbáček</b> | +420/224 995 836 | <a href="mailto:jhrbacek@csas.cz">jhrbacek@csas.cz</a>     |
| <b>Odbor Primární emise</b>                                  | Alice Racková       | +420/224 995 197 | <a href="mailto:arackova@csas.cz">arackova@csas.cz</a>     |
| <b>Odbor Finanční instituce</b> – ředitel odboru             | Jana Daňková        | +420/224 995 128 | <a href="mailto:jandankova@csas.cz">jandankova@csas.cz</a> |
| <b>Odbor Obchodování a distribuce aktiv</b> – ředitel odboru | <b>Jan Brabec</b>   | +420/224 995 816 | <a href="mailto:jbrabec@csas.cz">jbrabec@csas.cz</a>       |

**Erste Bank Vídeň – Global Macro & CEE Equity**

|                               |                           |                   |  |
|-------------------------------|---------------------------|-------------------|--|
| Head of Research              | <b>Friedrich Mostböck</b> | +43 501 00 119 02 | <a href="mailto:friedrich.mostboeck@erstebank.at">friedrich.mostboeck@erstebank.at</a>     |
| Co-Head of CEE Equities       | Henning Esskuchen         | +43 501 00 196 34 | <a href="mailto:henning.esskuchen@erstebank.at">henning.esskuchen@erstebank.at</a>         |
| Co-Head of CEE Equities       | Guenther Artner           | +43 501 00 115 23 | <a href="mailto:guenther.artner@erstebank.at">guenther.artner@erstebank.at</a>             |
| akcie – sektor stavebnictví   | Franz Hoerl               | +43 501 00185 06  | <a href="mailto:franz.horl@erstebank.at">franz.horl@erstebank.at</a>                       |
| akcie – sektor bankovnictví   | Guenther Hohberger        | +43 501 00 173 54 | <a href="mailto:guenther.hohberger@erstebank.at">guenther.hohberger@erstebank.at</a>       |
| akcie – sektor bankovnictví   | Angelika Zwerenz          | +43 501 00 119 03 | <a href="mailto:angelika.zwerenz@erstebank.at">angelika.zwerenz@erstebank.at</a>           |
| akcie – sektor telekomunikace | Vera Sutedja              | +43 501 001 1905  | <a href="mailto:MariaVeronika.Sutedja@erstebank.at">MariaVeronika.Sutedja@erstebank.at</a> |
| akcie – sektor farmacie       | Vladimíra Urbánková       | +420 224 995 940  | <a href="mailto:urbankovav@ersteinet.cz">urbankovav@ersteinet.cz</a>                       |
| akcie – sektor IT             | Daniel Lion               | +43 501 00 174 20 | <a href="mailto:daniel.lion@erstebank.at">daniel.lion@erstebank.at</a>                     |
| akcie – sektor strojírenství  | Gerald Walek              | +43 501 00 163 60 | <a href="mailto:gerald.walek@erstebank.at">gerald.walek@erstebank.at</a>                   |
| akcie – sektor doprava        | Martina Pasching          | +43 501 00 119 13 | <a href="mailto:Martina.pasching@erstebank.at">Martina.pasching@erstebank.at</a>           |
| akcie – sektor pojišťovnictví | Christoph Schultes        | +43 501 00 163 14 | <a href="mailto:christoph.schultes@erstebank.at">christoph.schultes@erstebank.at</a>       |
| <b>Brokerjet</b>              | On-line obchodování s CP  | +420 222 004 444  | <a href="http://www.brokerjet.cz">www.brokerjet.cz</a>                                     |