

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, Lenka Slámová

6.12.2007
Prosinec

Český akciový trh

- **Nové doporučení pro PM ČR z Redukovat na Držet a pro Zentivu na Akumulovat**
- **Výsledky Orca byly dobré, Pegasu klesly marže**

Zahraníční akcie

- **Dopad vysokých cen ropy na sektor ropa a plyn a firemní výsledky**

Akcie	Kurz (Kč) 30.11.2007	Roční cílová cena (Kč)	Investiční doporučení (datum zveřejnění)	Oček. výnos p.a.	Komentář
Investiční doporučení pro český akciový trh					
CME	1 910	v revizi	v revizi	--	CME oznámilo, že upustilo od plánu vstoupit na Varšavskou burzu, údajně kvůli nutnosti překládat výkazy do polštiny. Vstup CME na burzu v Polsku byl vždy spíše spojován se vstupem CME na místní mediální trh. CME tedy zřejmě Polsko vypouští. Tento měsíc se má rozhodnout o prodeji turecké ATV.
ČEZ	1 325	v revizi	v revizi	--	Výsledky za třetí kvartál byly jen o něco lepší než očekávání, tak více zaujalo navýšení celoročních odhadů zisku (více viz dále). Se zahraničními akvizicemi to zatím nevypadá, tak že by ČEZ vyhmul všechno své úsilí na koupi Mostecké uhelné? Zatím příliš horké téma, ale snad se časem objeví více relevantních informací.
Telefónica O2 CR	541,3	650	akumulovat (2.11.07)	22,1%	Téměř žádné zprávy, snad jen potěšující růst počtu uživatelů IP TV. Nicméně po šestiprocentním poklesu již TO2 nemá výraznou prémii v ocenění vůči ostatním CEE telekomům a vzhledem k relativně silnému hospodaření jsme ho proto zařadili mezi naše telekomunikační „top pics“.
Komerční banka	4 035	4 400	akumulovat (5.5.07)	21,9%	V době všobecného pesimismu na bankovní sektor kvůli ztrátám z amerických sub-prime hypoték si tato bílá vrána odepsala jen „pár“ procent, když se u ní žádné ztráty z tohoto segmentu nečekají. Na konci měsíce jí pak znovu pomohla ČNB zvýšením úrokových sazeb. Na druhou stranu se jí asi nebude týkat ani případné oživení sektoru...
Orco	2 424	129 EUR	koupit (1.10.07)	47,3%	Výsledky Orca byly vysoko nad odhady díky silnému trhu v oblasti pronájmů i díky chystanému snížení daní v ČR a v Německu. Trh se nicméně soustředí spíše na krizi likvidity a také na růst nákladů u CEE developerů. My nicméně vidíme v ceně realitních titulů započítané již worst-case scenario.... Meziměsíčně -17%.
Philip Morris CR	8 100	8 800	držet (6.12.07)	(8,6%)	Vzhledem k výraznému poklesu ceny PM ČR a očekávanému zlepšení hospodaření od 2008, jsme změнили doporučení z Redukovat na Držet. Současná situace ohledně PM ČR je sice nejistá, ale snížené marže by se měly začít zlepšovat, vzhledem k neelastické poptávce po cigaretách.
Unipetrol	321,8	367	koupit (1.10.07)	17,1%	Cena ropy může zůstat stále stejně vysoká, ale na Unipetrol mít vliv téměř nebude. Výsledky ukázaly dvě tváře současného Unipetrolu - špatná (krátkodobá) v podobě odstavků, které se bohužel prodloužily, dobrá (dlouhodobá) ukazuje správnou cestu, petrochemické marže letos ještě vyšší než náš odhad.
Zentiva	955,3	1 090	akumulovat (13.11.07)	15,0%	Druhé varování před výsledky a následně zveřejnění opravdu špatných čísel spustilo vlnu dalších snížení cílových cen. Zentiva má momentálně problémy na všech svých třech hlavních trzích - v ČR (a to ještě nezačala reforma zdravotnictví), Rumunsku (nucené odpisy po předešlém managementu) a Turecku (měsíční odstavka a tvrdý konkurenční boj).
Pegas	716,5	849	držet (3.7.07)	32,1%	Výsledky Pegasu za 3Q byly více méně v souladu našimi a tržními odhady, i když především na provozní části lehce pod konsensem, což se projevilo i na nižší EBITDA marži. Hlavním důvodem byl růst nákladů (nárůst cen materiálu PP/PE a také vyšší mzdové výdaje). Náš pohled se ale nemění.
ECM	1 238	1 880	akumulovat (1.10.07)	63,1%	ECM jako přes kopírák s Orcem -21% m/m. Výsledky na první pohled nic moc, ale firma potvrdila cíl růstu celkového NAV za rok 2007 o 25% (odhadujeme 14% růst NAV na akcii). Zhruba stejně ocenění jako Orco.
AAA Auto	46,87	---	---	---	AAA klesalo v listopadu stejně jako celá burza. Výsledky na straně zisků na první pohled dopadly špatně, ale důvodem bylo otevírání nových poboček a růst nákladů. Dynamika tržeb vypadá slibně.

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, jzidon@csas.cz

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

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

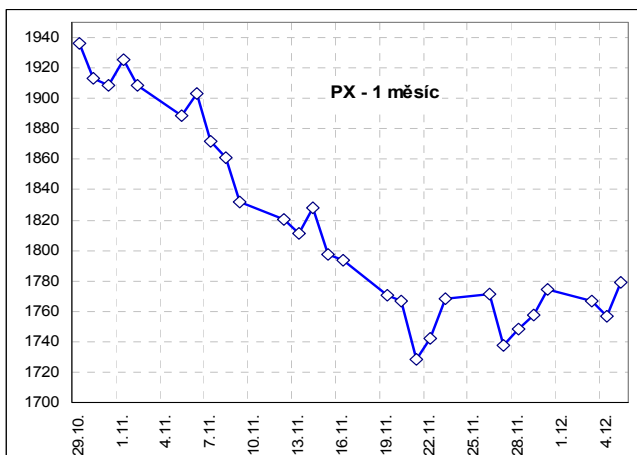
Lenka Slámová, tel: 224 995 289, lslamova@csas.cz

Český akciový trh

Listopad: burza po rekordním říjnu výrazně koriguje

PX index klesl meziměsíčně o 7% a vymazal tak předchozí zisk z října ve výši 5,1%. Na konci listopadu uzavřel na 1774,1 bodech, tedy meziměsíčně o 134,2 bodů níže. Spouštěčím mechanismem poklesu světových burz a následně i indexu PX bylo především zveřejnění očekávaných ztrát finančního sektoru ve vztahu k „subprime“ krizi (rizikové hypotéky), která se teprve nyní začala projevovat na rozvahách velkých bank a institucí (např. Citibank oznámila očekávanou ztrátu z tohoto titulu mezi 5-11mld USD). Vzhledem k tomu, že se problémy v zahraničí týkají finančního a realitního sektoru, tak se největší pokles dotknul globálně právě těchto titulů.

Graf: Vývoj indexu PX za poslední měsíc



V listopadu byly investoři „krutí“ na všechny tituly bez výhrady, jelikož pokles se nevyhnul žádnému titulu. Největší ztrátu si připsalo ECM, které ztratilo 20,8%, následováno Orcem (-16,8%) a PM ČR (-16,6%). Nejvíce rezistentní vůči poklesu byl ČEZ (-1,4%) a to i přes pokles cen ropy, dále Unipetrol (-3,2%) a Zentiva (-4,2%). U Zentivy to bylo ale spíše způsobeno značným poklesem v měsíci předcházejícím z důvodu varování o zisku (-15,4%). Domníváme se, že především realitní tituly jsou již značně předprodané a lze očekávat jejich růst.

Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

	Index / akcie (Kč)		% změna za		
	30.11.2007	31.10.2007	1M	3M	r.2007
PX	1774,1	1908,3	(7,0%)	(2,3%)	11,7%
CME	1910,0	2175,0	(12,2%)	5,7%	30,6%
Telefónica 02 CR	541,3	576,5	(6,1%)	(0,8%)	13,7%
ČEZ	1325,0	1344,0	(1,4%)	11,7%	38,0%
Erste Bank	1317,0	1517,0	(13,2%)	(11,6%)	(17,7%)
Komerční banka	4035,0	4273,0	(5,6%)	(10,3%)	30,2%
ECM	1238,0	1563,0	(20,8%)	(21,1%)	(13,5%)
Orco	2424,0	2912,0	(16,8%)	(16,6%)	(12,0%)
Pegas	716,5	756,6	(5,3%)	(4,1%)	(4,4%)
Philip Morris ČR	8100,0	9711,0	(16,6%)	(18,0%)	(25,3%)
Unipetrol	321,8	332,5	(3,2%)	5,3%	37,3%
Zentiva	955,3	997,6	(4,2%)	(19,0%)	(24,7%)
AAA Auto	46,8	52,7	(11,2%)	(15,9%)	#N/A

V listopadu se zobchodovalo akcií celkem za 94,6mld Kč, přičemž co do počtu kusů objem dosáhl 88,2mil. Vzhledem k výraznému poklesu indexu, který je většinou spojen s vyšší aktivitou obchodů, se tak listopad zařadil do nadprůměrných měsíců co se obchodování týká. Poslední tři měsíce se pak obchodovalo následovně: říjen, 91,8mld Kč, září 70,4mld Kč a srpen 106,2mld Kč. V listopadu bylo 22 burzovních dnů a průměrný denní objem činil 4,3mld. Kč. Z jednotlivých titulů byly stabilně nejobchodovanější akcie ČEZu, kterých se zobchodovalo dohromady za 37,4mld. Kč a představovaly 39,0% objemu obchodů. Na 2.-4. místě se v říjnu seřadily akcie Erste Bank s 15,9mld Kč, Komerční banky s 12,8mld Kč a Zentivy s 8,3mld Kč. Především objemy obchodů Zentivy a Erste Bank byly nadprůměrné s porovnáním s ostatními měsíci (u Zentiva tomu je již druhým měsícem). Poslední tři místa obsadily Pegas s 1,0mld Kč, Philip Morris ČR s 0,5mld Kč a AAA Auto s 0,1mld Kč. Nezájem o obchodování s akciemi AAA by mohl být částečně teoreticky vysvětlen tím, že prozatím chybí analytické pokrytí AAA a investoři raději vyčkávají na doporučení bank. Průměrné denní obchody s akciemi ČEZ činily 1,7 mld. Kč a s AAA Auto 5,7 mil. Kč.

Tabulka: Objemy obchodování

	Listopad 2007		Říjen 2007	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČEZ	37,4	39,0	40,4	38,1
Erste Bank	15,9	16,6	9,9	13,7
Komerční banka	12,8	13,4	12,1	14,2
Zentiva	8,3	8,7	10,1	7,5
Telefónica 02 CR	7,2	7,5	7,4	9,0
Unipetrol	4,9	5,1	4,6	9,4
CETV	3,2	3,3	3,1	1,8
Orco	3,1	3,2	2,3	3,0
ECM	1,4	1,5	1,8	0,8
Pegas	1,0	1,0	0,8	1,5
Philip Morris CR	0,5	0,5	0,3	0,6
AAA Auto	0,1	0,1	0,2	0,5

Generální ředitel Pražské burzy, p. Koblíček, na začátku tohoto roku předpovídal, že se hlavní trh rozšíří až o 5 nových titulů. Bohužel problémy na světových burzách novým emisím příliš nenahrávají a tak se možná budeme muset spokojit pouze s jedním novým titulem. Tak snad někdy příště...

Politika: předvánoční atmosféra

Současná vláda ustála hlasování parlamentu o nedůvěře a tak může nadále pokračovat v reformách. Nic podstatného se pro akciový trh neodhlašovalo. Z vlády a tisku přichází informace o názncích v pokračování přípravy privatizace letiště Praha. Tak snad z budoucích očekávaných privatizací bude těžit i Pražská burza, jelikož zase tolik velkých podniků vhodných pro vstup na burzu v ČR nemáme.

PM ČR: výrazná ztráta tržního podílu, ale lepší se vyhlídky

Situace na trhu tabáku v ČR prochází turbulentním obdobím a dominantní hráč PM ČR jen stěží brání svojí pozici. Dle informací mateřské společnosti PM ČR, Altria group, dosáhl tržní podíl PM ČR v ČR ve 3Q 49,3% (oproti 62,6% v roce 2006), přičemž my jsme čekali, že se tento podíl stabilizuje okolo 60%. Vzhledem k tomuto negativnímu vývoji jsme upravili naše odhady na celý rok 2007, přičemž počítáme, že za celý rok dosáhne tržní podíl PM ČR v ČR 55% s dlouhodobou klesající tendencí (3Q nebylo úplně objektivní čtvrtletí, jelikož se velkoobchody značně předzásobily ve 2Q).

Na druhou stranu, i přes dvě výrazná zdražení cigaret díky vyšší spotřební dani, se zatím spotřeba cigaret nesnížila (i přes negativní cenovou elasticitu) a dokonce meziročně za 9M v ČR vzrostla o 1,6%. Nicméně toto číslo není, z našeho pohledu, také úplně objektivní, jelikož bylo značně ovlivněno výše zmiňovaným předzásobením (pokles spotřeby ve 3Q o 9%), a očekáváme tedy, že spotřeba za celý rok 2007 poklesne o zhruba 3% (původní odhad byl pokles o 7,4%).

Na základě těchto informací jsme upravili naše odhady vývoje PM ČR, přičemž klesající tržní podíl měl negativní implikace pro očekávané hospodaření a neklesající spotřeba naopak pozitivní. Každopádně převážil dopad negativní a proto jsme snížili, na základě dividendového diskontního modelu, naši 12M cílovou cenu z 9 655 na 8 800Kč.

Vzhledem k očekávané dividendě za rok 2007 ve výši 498 Kč (původně 502 Kč) a současné ceně okolo 8 100Kč, nabízí PM ČR hrubý dividendový výnos 6,2%, což je 2,7% nad peers a 1,6% nad 10Y vládními dluhopisy. Nicméně tento rozdíl vůči 10Y vládním dluhopisům je o zhruba 3% nižší než průměr mezi lety 2004-2007. Očekáváme tedy, že se tento rozdíl opět o něco rozšíří (růst dividend v 2008).

Myslíme si, že PM ČR bude mít v roce 2007 to nejhorší za sebou a od roku 2008 postupně zlepši výsledky hospodaření skrze zvyšování průměrné marže. Měníme proto naše doporučení z Redukovat na Držet. Je možné, že cena akcií PM ČR může v krátkém časovém horizontu ještě oslabovat vzhledem k očekávanému oznámení špatných výsledků za 2007, ale v delším časovém horizontu vidíme budoucnost PM ČR optimističtěji.

ČEZ zvýšil odhady zisku, hlavně díky nižší sazbě daně v ČR

V listopadu ČEZ zveřejnil výsledky za první tři čtvrtletí roku 2007. Čistý zisk meziročně vzrostl o 30 %, hlavním důvodem tohoto růstu bylo zvýšení cen za elektřinu. Zisk se vyšplhal až na 28,9 miliard Kč, přičemž toto číslo bylo lehce nad očekáváním trhu a také naším očekáváním. Provozní zisk společnosti stoupl za devět měsíců na 38,9 miliard Kč (zhruba 5 % nad naším očekáváním a 2 % nad tržním konsensem).

Dost bylo minulosti, pojďme na to co nás čeká. ČEZ totiž také zvýšil své odhady celoročního zisku na 41,4 miliard Kč, z předchozího srpnového odhadu 35,1 miliard. Důvodem tohoto zvýšení je především snížení sazby daně z příjmu, díky tomu společnost „jednorázově vydělá“ 3,1mld. Kč na snížení odložených daňových plateb. Další 1,4mld. Kč je důsledkem změny v odhadu nezaúčtované elektřiny (nižší zálohované platby ve srovnání se skutečnou spotřebou elektřiny). Tyto dvě položky jsou ovšem mimořádné, odhad skutečného zvýšení zisku, který je důsledkem zlepšení výkonů, je přibližně 1,8 miliard. Skutečný odhad celoročního zisku je tedy pouze 36,9 miliard Kč, tato částka je o 4% nad našimi odhady (ty byly 35,5 miliard). V případě provozního zisku a zisku před zdaněním, úrokovými platbami, odpisy a amortizacemi je odhadovaný růst založen na provozním vylepšení, nové odhady jsou 71,5 miliard Kč, respektive 49,8 miliard Kč (pro porovnání, naše odhady byly 73,1 miliard, respektive 49,6 miliard). Celkový dojem z výsledků je spíše lehce pozitivní.

ČEZ také zveřejnil své vlastní propočty vážených průměrných nákladů na kapitál, tzv. WACC (sazba, kterou se diskontují odhadované cash flow toky v budoucnosti na současnou hodnotu) a možný dopad zpětného odkupu akcií (s jejich následným zrušením) na tuto diskontní sazbu. Současné vážené průměrné náklady na kapitál jsou dle ČEZ 8,5 % (což plně odpovídá našemu odhadu 8,52 %), zatímco cílem

společnosti je 7,1 % (ovšem nesdělili kdy). Očekáváme, že WACC dosáhne hodnoty 7,8 % v roce 2010.

Výsledky Orca byly dobré, daně ale NAV moc neovlivní

Výsledky Orca za tři čtvrtletí 2007 byly výrazně nad tržním konsensem a lehce vyšší než naše očekávání. Čistý zisk vzrostl meziročně o 199 % na 68 milionů EUR a překonal náš odhad o 4 % a tržní konsensus o 37 %. Tržby vzrostly o 168 % (10 % nad naším očekáváním a 19 % nad tržním). Společnost nepřečenovala své realitní portfolio (přecenění 96 mil. EUR je z prvního pololetí). Celkově jsme ve třetím čtvrtletí viděli u tržeb pozitivní vývoj jak v segmentu komerčního pronájmu, tak u prodeje bytů, zatímco provozní marže byly lehce pod očekáváním. Naopak průměrné úrokové náklady jsou nyní, díky nedávnému vydání konvertibilních dluhopisů, kolem nízkých 4,1%.

Čistý zisk byl ovlivněn rozpuštěním 37 mil. EUR z odložených daňových závazků díky chystanému poklesu daní v České Republice (z 24% na 21% v roce 2008) a v Německu (z 39% na 31%). Dopad nižších daní na čistou hodnotu aktiv (NAV) Orca a na naše ocenění je nicméně pozitivní jen částečně, protože je limitován pouze na zisky z rezidenčního developmentu. Odložené daně z přecenění komerčních nemovitostí jsou díky daňově efektivní struktuře firmy téměř 100% přičítány zpět k NAV bez ohledu na sazby daně, takže jejich rozpuštění povede v NAV jen k přesunu mezi položkami.

Vedle reportovaných výsledků je důležité si všimnout, že firma ve třetím čtvrtletí výrazně zpomalila svoji akviziční aktivitu (pouze cca 20 mil. Eur akvizic) a soustředila se skoro výhradně na doplňování realitního portfolia svých Endurance fondů (cca 130 mil. Eur). Hlavní důvody vidíme v tom, že se management v neisté době soustředí na zvýšení pravidelného cash flow z asset managementu místo hledání nejistých akviic v CEE, za druhé firma také potřebuje zkonsolidovat velké akvizice z prvního pololetí. Nejdůležitější důvod ale vidíme v chystaném výraznějším vstupu na horký ruský trh a také do jihovýchodní Evropy. Tato expanze na zajímavé, ale ne zrovna průhledné trhy, si samozřejmě žádá určitý čas.

Co se týče realitního trhu, generální ředitel Orca prohlásil, že zatím nezaznamenal žádný dopad světové krize likvidity na realitní trh ve středovýchodní Evropě. Stejně vyznívají i poslední reporty společností pro výzkum trhu (např. JLLS reportovala v posledních čtvrtletích růst nájemného na většině trhů Orca a stabilní úroveň výnosů, pouze v Berlíně došlo ve 3Q 07 k nárůstu výnosů o 10 bazických bodů). Na druhou stranu v oblasti rezidenčního developmentu se k zemím s pomalu klesajícími cenami podle některých zdrojů zařadilo i Polsko (ceny v některých větších městech včetně Varšavy údajně klesají o cca 1,5% měsíčně), které má asi 30% podíl na rezidenční pipeline Orca... Důvody vidíme hlavně v již relativně vysoké nabídce, zatímco hypotéky stále rostou o 50%/y/y.

ECM letos čeká růst NAV o 25%, míří na východ

ECM ohlásilo nárůst čistého příjmu z nájmu o 268%, v souladu s našimi predikcí. Čistý zisk klesl meziročně o 75%, ale byl vyšší než naše očekávání ztráty 1,2 mil. EUR. Pokles čistého zisku byl způsoben loňským jednorázovým ziskem z restrukturalizace dluhu a letošním růstem administrativních nákladů. Celkem pak byly výsledky po očištění o jednorázové položky v souladu s našimi očekáváním.

Důležitější je výhled vydaný společností. ECM očekává překonání cíle 25% růstu celkové čisté hodnoty aktiv (NAV) za rok 2007 a překonání čistého zisku z roku 2005 i 2006. Vzhledem ke zředení plynoucímu z konverze warrantů do dluhopisů vidíme očekávaný nárůst NAV o 25 % (tj. růst NAV na akcii o cca 14%) pro naše ocenění jako lehce pozitivní.

Společnost také uvedla, že její letošní největší projekt, City Tower, bude podle plánu dokončen v prosinci a že je již z 56% předpronajatý (na konci prvního pololetí 2007 to bylo 40 %). ECM také zatím dosahuje u pronájmů projektu City Tower o 8 % vyšší úroveň nájmu, než původně očekávala. To naznačuje, že nájemné u kancelářských prostor má v Praze dno již za sebou a v letech 2008-09 můžeme očekávat jejich růst. Představitelé ECM také řekli, že zatím nezaznamenali žádný podstatný dopad probíhající krize likvidity na finančních trzích na vlastní business jak v oblasti financování, tak ve smyslu likvidity prvotřídních nemovitostí. Z prezentovaných plánovaných projektů vidíme, že se ECM zaměřuje na CIS region (včetně Ukrajiny), což bereme také pozitivně.

Pegas: výsledky lehce pod odhady na provozní části

Klesající EBITDA (zisk před úroky, daněmi a odpisy) marže (pokles z 35,6 % v 3. čtvrtletí 2006 na 31 % v 3. čtvrtletí 2007) byla způsobena rostoucími cenami materiálu a také skutečností, že Pegas ztratil jednoho ze svých lukrativních odběratelů speciálních produktů. Výsledky společnosti za 3.čtvrtletí 2007 neovlivní náš názor na akcie společnosti, a vzhledem k současné ceně akcie a naší 12M cílové ceně (849 Kč na akcii) vidíme zajímavý prostor pro další růst k naší cílové ceně. Nicméně na provozní úrovni jsou výsledky pod očekáváním a mohou tak v krátkodobém horizontu tlačit cenu akcie směrem dolů. Soustředit bychom se ale také měli na listopadové spuštění nové linky, která je v pořadí již osmá. Tato linka by měla vyrábět speciální produkty nejvyšší kvality. Z našeho pohledu má Pegas šanci uspět s novým produktovým portfoliem a znovu zlepšit ziskové marže, jak naznačují odhady společnosti na rok 2008.

AAA Auto: tržby rostou, zisky klesají, ale budoucnost lepší měla byt...

Celkové tržby dosáhly za tři čtvrtletí 2007 hodnoty 350,2 mil. EUR (meziroční nárůst o 40 %) a provozní zisk 10,4 mil. EUR (meziročně pokles o 10 %). Negativní vývoj ziskovosti byl způsoben expanzí AAA a najmutím více než tisícovky nových zaměstnanců (současný stav je 3 662 zaměstnanců). Současně AAA musela investovat do nových poboček (v současnosti 44 poboček oproti 23 minulý rok), což se dále negativně projevilo na výsledcích. Nárůsty zisků by pak měly následně dohánět rostoucí tržby a kapacity v příštích obdobích.

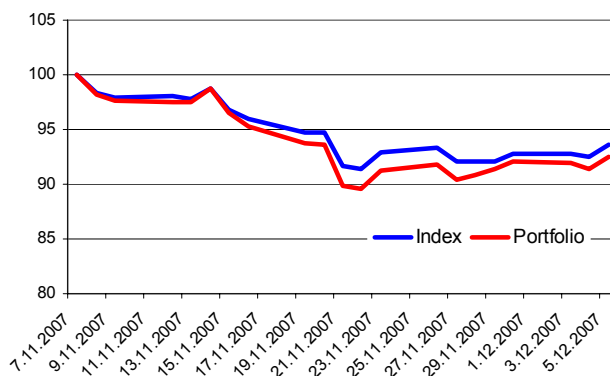
Společnost také zveřejnila své odhady na roky 2007 a 2008. Očekává, že prodá 80 tisíc aut v tomto roce a 100 tisíc aut v roce 2008 (80tis aut za 2007 by, za současných podmínek 9M, představovalo tržby 466 mil. EUR). Ve zbytku roku 2007 by měl vzrůst počet poboček ještě o 12-16 a dosáhnout celkového počtu 60 poboček. Management také částečně odkryl plány expanze, přičemž AAA by se chtělo zaměřit na Ukrajinu a Rusko, neboť tyto trhy považuje za zajímavější než trhy zemí jihovýchodní Evropy. Z našeho pohledu je ale expanze do zemí jako Ukrajina a Rusko velmi riskantní, což se může negativně projevit na budoucích tržbách AAA. Plány na expanzi do Ruska a Ukrajiny a horší než očekávaný rozjezd v Rumunsku jsou hlavními riziky poklesu pro AAA Auto, na druhou stranu vyhlídky rychlého růstu mohou, dle našeho názoru, tato rizika převážít.

Společnost AAA Auto plánujeme analyticky pokrývat od začátku roku 2008.

Modelové portfolio ČS

První měsíc existence nebyl pro naše modelové portfolio českých akcií, stejně jako pro celý český trh příznivý. V absolutním vyjádření si portfolio připsalo pokles o 7,5%, což bylo o 1,1% horší než sledovaný benchmark. Největší zátěží jsou zatím realitní tituly, které jsou citlivé

na obavy z utáhnutí kohoutků financování pro realitní sektor a firmy s nižším ratingem. Jak už to bývá, investoři si najednou začínají všimát i dříve opomíjených (ale známých) faktů typu rostoucích stavebních nákladů nebo složitějšího účetnictví. Na druhou stranu portfolio od většího propadu chrání Unipetrol, který těží z vysoké poptávky po produktech petrochemické divize. Měsíční vývoj portfolia a benchmarku je vidět na grafu:



Zdroj: Česká spořitelna

Čtvrtletní výsledky nás utvrdily v tom, že negativní sentiment na realitních titulech je nyní přehnaný. Stručně řečeno trh na aktuálních cenách počítá s růstem výnosů z nájemného až o 1%, případně s okamžitým růstem stavebních nákladů o desítky procent.

Oproti předešlému měsíci jsme portfolio upravili následovně:

- snížili jsme váhu CME na 7,5% (z 10,7%)
- snížili jsme váhu Pegas na 7,5% (z 10,5%)
- zvýšili jsme váhu PM CR z 0% na 5%
- 1,2% jsme nechali v penězích

Titul	Aktuální kurz	Aktuální váha	Poslední změna	Váha v indexu
CEZ	1 358	2,6%	7.11.2007	10%
CME	2 030	7,5%	6.12.2007	10%
ECM	1 249	13,6%	7.11.2007	10%
Komerční banka	4 005	10,4%	7.11.2007	10%
Orco Property Group	2 365	15,6%	7.11.2007	10%
Pegas	727	7,5%	6.12.2007	10%
Philip Morris CR	8 200	5,0%	6.12.2007	10%
Telefonica O2 CR	543	12,7%	7.11.2007	10%
Unipetrol	322	15,7%	7.11.2007	10%
Zentiva	950	8,1%	7.11.2007	10%
Cash	--	1,2%	6.12.2007	0%

Vzhledem k tomu, že jsme změnili doporučení u PM ČR z Redukovat na Držet (vyhlídky PM ČR se z našeho pohledu zlepšily, viz. str. 2-3), tak jsme zvýšili i jeho váhu v portfoliu a zároveň snížili váhu Pegasu (horší ziskovost a marže ve 3Q), jelikož u těchto akcií spatřujeme podobné vyhlídky jejich růstu ceny akcií a chtěli jsme, aby se jejich váhy přiblížily. Důvody pro snížení CME byla realizace relativního zisku 0,7% vůči benchmarku a fakt, že výsledky za 4Q by mohly být negativně ovlivněny opakovaním problémů na Ukrajině, přičemž u CME v našem investičním horizontu nespátřujeme vůči benchmarku již takový růstový potenciál, jako u ostatních titulů. Vzhledem k současným turbulencím na světových trzích jsme dále ponechali malé procento portfolia v peněžních prostředcích pro bottom fishing v případě dalšího poklesu některého z preferovaných titulů (další změny ve vahách portfolia vůči minulému stavu jsou pouze výsledkem vývoje cen). Zásady konstrukce portfolia a srovnávacího benchmarku naleznete zde:

http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/portfolio_2007_11_29.pdf

Akcie - základní informace

	CME	Telefónica O2 CR	ČEZ	Erste Bank	Komerční banka	Orco Prop. Group	Philip Morris CR	Unipetrol	Zentiva	ECM	Pegas nonwov.
Doporučení	v revizi	akumulovat	držet	--	akumulovat	koupit	držet	koupit	v revizi	akumulovat	držet
12-měs. cílová cena (Kč)	v revizi	650	1045	--	4 400	129 EUR	8 800	367	v revizi	1 880	849
Cena (Kč) (5.12.)	2 032	543.7	1358.0	1 269	4 008	2 368	8 178	323.3	950.3	1244.0	725.1
Roční min (Kč)	1 451	467.6	827.5	1 175	3 085	2 300	8 071	220.0	896.7	1 176.0	683.0
Roční max (Kč)	2 213	622.8	1 411.0	1 741	4 509	3 706	11 976	343.8	1 548.0	1 593.0	768.5
Tržní kapital. (mld. Kč)	81.7	175.1	804.1	388.7	152.3	16.9	22.5	58.6	36.2	4.8	6.7
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	101.4	214.2	29.3	104.7	21.8	19.7	37.5	27.9	22.9	12.4	12.6
EV/EBITDA	21.3	15.2	12.2	6.8	6.6	6.7	17.1	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	8 861	80 946	94 591	80 942	11 839	14 003	18 608	269.9	348.4
EBITDA (mil.)	4 348	2 963	2 328	9 505	7 601	9 993	3 240	4 173	5 852	8.5	14.9
EBIT (mil.)	3 790	2 597	1 960	5 279	3 565	5 835	2 578	3 303	4 126	6.6	12.6
Čistý zisk (mil.)	2 730	1 906	1 474	3 429	1 621	4 296	1 878	2 203	2 698	2.4	7.1
Zisk na akcii (x)	994	694	537	18.9	8.9	23.7	49.2	57.8	70.7	0.0	0.1
Dividenda (x)	1 606	600	498	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%	22.1%	6.5%	3.8%	7.2%	21.8%	23.6%	22.2%	2.4%	3.6%
P/E	8.2	11.8	15.2	17.1	36.2	13.6	19.3	16.5	13.4	804.9	272.1
EV/EBITDA	5.5	6.2	7.9	--	4.8	4.8	11.8	9.2	6.5	--	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	20.9	16.0	13.2	17.0	16.7	14.1
P/BV	3.6	1.9	2.0	3.0	3.0	2.7

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	1.81	0.99	0.76	--	0.88	0.78

SVĚT

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

Dopad vysokých cen ropy na sektor ropa a plyn a firemní výsledky

Cena ropy během posledních měsíců neustále rostla a barel ropy se začal obchodovat už kolem 100 amerických dolarů za barel. Kromě globálních důvodů v podobě vysoké celosvětové poptávky po ropě, nákupům spekulantů investujících do „jistějších“ komodit, také slabý dolar a nejistota ohledně zásob před hlavní topnou sezonou zvyšuje ceny ropy. Oprostité-li se od konkrétních dopadů zasedání OPECu o růstu těžby od spekulací, zda-li americká ekonomika spadne do recese a pokles růstu globální ekonomiky stáhne s sebou i poptávku po ropě, máme před sebou jednoznačně vysoké ceny ropy a nás zajímalo, jak se s tím ve třetím kvartále popasovaly firmy ze sektoru ropa a plyn.

Na začátek si pojdme říct, jaká byla fakta a poté přejdeme k jednotlivým akciím. Úkolem je snaha naznačit, které společnosti mohou profitovat z vysokých cen ropy na úkor s tím spojených nižších rafinérských marží. Pro segment těžby ropy (nebo plynu) má angličtina (kratší) výraz „upstream“ a hlavním indikátorem vývoje a výsledků tohoto sektoru jsou samozřejmě cena ropy (plynu). Další etapou je zpracování ropy (rafinérie – v angličtině tzv. downstream), poťazmo na to navázané další výroby jako petrochemie, apod. Zde jsou hlavním faktorem rafinérské (popřípadě petrochemické) marže, ale také třeba tzv. rozdíl cen ropy Brent a Ural (dále jen B-U rozdíl) s tím, že vyšší rozdíl je pozitivní pro středoevropské rafinérské společnosti kvůli jejich převážně „orientaci“ na zatím ještě levnější uralskou ropu. Takže ta fakta: cena ropy ve třetím kvartále poměrně značně vzrostla na 75 USD za barel z 68.5 USD/barel v předcházejícím čtvrtletí. Naproti tomu průměrná Brent rafinérská marže (podle Reuters, berte ji jako indikátor, každá společnost má přeci jen rozdílné produktové portfolio) klesla z 6.6 USD za barel ve 2. čtvrtletí na 3.5 USD/barel v 7.-9. měsíci tohoto roku a B-U rozdíl se dále snížil z 3.7 USD/barel na 2.8 USD. Co z toho tedy na první pohled plyne? Firmy s větším zaměřením na upstream by z této situace měly profitovat, naopak typičtí downstream hráči „trpět“. Jak tomu bylo ve skutečnosti?

Erste analyticky pokrývá sedm akcií z tohoto sektoru – polské PKN Orlen a Lotos, český Unipetrol, rakouský OMV, maďarský MOL, rumunský Petrom a chorvatskou INA. Pomineme-li poslední dvě zmiňované společnosti (Petrom a INA), které jsou do značné míry (a nutno podotknout negativně) ovlivňovány regulačními zásahy (ceny plynu, pohonných hmot, atd.), tak nám zbylo 5 společností, z nichž tři jsou téměř výhradně orientovány na rafinérii (PKN Orlen, Lotos a Unipetrol), MOL tak něco mezi a OMV spíše na upstream. Takže pořadí od nejhoršímu k nejlepšímu na investorské stupnici by mělo být přesně stejné, jak jsme je za sebou vyjmenovali i my. Bylo tomu tak i ve skutečnosti, když se člověk zaměřil na výsledky za třetí kvartál?

Odpověď nemůže být nikdy jednoznačná, protože hospodářské výsledky nejsou ovlivňovány jen externími faktory (našimi výše zmíněnými indikátory), ale i, řekněme, interními – např. jednorázové položky (Unipetrol i mateřský PKN Orlen zaúčtovaly ztrátu z prodeje Agrobchemia a Synthesie), výrazné zvýšení mezd, (ne)plánované odstávky atd. Budeme-li abstrahovat od těchto položek a zaměříme-li se na dopad externích faktorů na výsledky, „skutečné“ pořadí by bylo od nejlepšího OMV, Unipetrol, Lotos, PKN Orlen a MOL. Vítězem výsledků za třetí kvartál se stalo OMV – všechny položky meziročně rostly, zisk dokonce o 20%. I přes pokles dolaru částečně kompenzující vysoké ceny ropy (těžební náklady v místních měnách, prodej ropy a plynu v USD) bylo tahounem „segment upstream“, tvořící nějakých 70-75% provozního zisku. Díky vysokým zásobám ropy (a cenové rekalkulace z levnější na dražší ropu) se i rafinérský segment vyvíjel velmi dobře, navíc podpořen vysokými maržemi v petrochemické části (vzpomeňte na naše vychvalování zaměření Unipetrolu na tento

segment v předcházejících měsících). Na druhém místě právě Unipetrol a právě kvůli petrochemii. Nebýt delších než očekávaných odstávek, obchodoval by se stále kolem 340-350Kč. Každopádně dlouhodobě náš „top pick“. Lotos si překvapivě dobře poradil s nepříznivou situací na trhu, překonal veškerá očekávání analytiků a navýšil celoroční odhady. Obchoduje se se zhruba 20% diskontem vůči naší cílové ceně. Důvodem je podle našeho názoru fakt, že se investoři „bojí“, že plány a strategie představené společností jsou do roku 2010 nedosažitelné, tedy více než ambiciózní. Ale dobře poskládané portfolio rafinérských produktů (velký podíl dieselu) by i v pokračování vysokých cen ropy mohlo obavy rozptýlit a Lotos by se jevil jako zajímavá investice (kolem PLN 45 podle nás určitě). Poslední dvě firmy, PKN Orlen a MOL, podle nás doplácí na akviziční politiku z posledních měsíců. PKN Orlen je vůbec nejhůře „vybavenou“ společností na současné podmínky na trhu – téměř nulový podíl upstreamu, nízký podíl petrochemie a rafinérský segment trpí díky problémům v Litvě (v budoucnu někdy možná více o akvizici Mazeiku Nafta). Takže i výhled zůstává poměrně negativní. A MOL? Některá těžební pole se zavřela, naopak akvizice italské rafinérské společnosti IES spíše dopomáhá k horším číslům rafinérského segmentu.

Pokud tedy můžeme shrnout dopad současného vývoje externích faktorů na výsledky společností ze sektoru ropa a plyn, vyzdvihneme OMV, Unipetrol a Lotos, protože podmínky i ve čtvrtém kvartále naznačují velmi podobný vývoj. Naopak k akciím MOL a PKN Orlen bychom nadále zůstávali spíše skeptičtí.

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

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS 06	Konsensuální odhady V/B/E/S						Oček. růst EPS 06/08	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS07		
				EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08	Změna za 1M	P/E 08		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Česká republika	Telefonica O2 CR	550.0	24.9	32.6	4.1%	16.8	33.6	2.7%	16.4	16.1%	17.7%	-12.4%	22%	26.3	52.4
	ČEZ	1370.0	46.8	63.9	5.1%	21.4	81.0	4.0%	16.9	31.6%	67.3%	-3.8%	11%	56.3	85.4
	Komerční banka	4085	239.9	270.1	0.8%	15.1	297.5	0.3%	13.7	11.4%	32.7%	-10.0%	5%	239.2	289.2
	Philip Morris CR	8200	684.2	588.7	-1.7%	13.9	577.3	2.3%	14.2	-8.1%	2.6%	-32.2%	12%	540.5	709.2
	Unipetrol	325.6	17.5	25.3	6.6%	12.9	29.1	3.3%	11.2	29.0%	57.2%	-6.1%	19%	18.1	30.9
	Zentiva	972.0	57.9	45.7	-19.6%	21.3	57.2	-21.2%	17.0	-0.6%	11.3%	-38.1%	25%	37.0	69.0
						19.0			16.0	23.2%					
Maďarsko	Egis	20300	931	1491	-1.3%	13.6	1885	-1.2%	10.8	42.3%	8.0%	-26.2%	14%	1282.6	1992.0
	FHB	1635	99	107	-4.0%	15.3	116	-4.5%	14.0	8.4%	8.9%	-30.2%	16%	78.6	129.2
	Magyar Telecom	923	74	71	-1.1%	12.9	79	-1.2%	11.7	3.4%	8.6%	-14.0%	13%	56.0	83.2
	MOL	25700	3480	2285	2.5%	11.2	2312	3.6%	11.1	-18.5%	8.6%	-14.0%	14%	1863.7	3080.4
	OTP	8610	723	778	1.4%	11.1	889	1.4%	9.7	10.9%	31.8%	-17.1%	6%	720.4	907.2
	Gedeon Richter	38800	2797	2019	-1.4%	19.2	2478	0.1%	15.7	-5.9%	12.8%	-21.5%	10%	1711.7	2448.9
						12.0			11.0	-5.2%					
duální listina	Erste Bank	49.7	2.96	3.80	-0.1%	13.1	4.57	0.3%	10.9	24.4%	15.6%	-19.2%	3%	3.65	4.01
	Raiffeisen Bank	107.6	4.17	5.47	-0.1%	19.7	6.89	0.8%	15.6	28.5%	17.0%	-13.2%	4%	5.10	5.82
	Orco Property Group	90.84	12.58	5.98	0.0%	15.2	8.26	0.0%	11.0	-18.9%	10.8%	-32.2%	101%	-1.99	11.34
	Central European Media Ent.	113.56	0.62	3.12	0.3%	36.4	4.29	0.6%	26.5	162.9%	69.7%	-10.3%	23%	2.13	4.24
	Central Eur. Distribution Co.	51.19	1.25	1.68	1.6%	30.4	2.27	2.0%	22.6	34.7%	107.2%	-7.3%	4%	22.18	25.05

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	Konsenzuální odhady I/B/E/S								Oček. růst EPS 06/08	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS07		
			EPS 06	EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08	Změna za 1M	P/E 08	Minimu		Maximu	SD	Min.	Max.	
Polsko	Aora	55.45	0.59	1.73	3.6%	32.1	1.95	-2.6%	28.5	81.3%	67.7%	-4.1%	17%	1.13	2.07	
	Bank BPH	118.50	44.15	54.12	0.6%	2.2	56.38	1.8%	2.1	13.0%	2.2%	-39.7%	n.m.	--	--	
	Bank Pekao	253.00	10.72	12.48	-2.0%	20.3	14.94	1.0%	16.9	18.1%	17.7%	-9.1%	8%	45.71	60.23	
	BZ WBK	244.50	10.39	13.92	1.0%	17.6	16.21	2.1%	15.1	24.9%	14.8%	-23.4%	7%	10.01	13.03	
	BRE Bank	511.00	14.27	23.40	1.3%	21.8	28.33	0.8%	18.0	40.9%	59.1%	-16.8%	6%	12.83	15.40	
	Svanitv	33.90	1.48	-5.78	0.0%	n.m.	0.64	0.0%	53.1	-34.4%	32.9%	-73.6%	10%	1.48	1.86	
	Echo Investment	77.60	6.56	19.38	0.0%	4.0	22.25	0.0%	3.5	84.2%	14.5%	-34.9%	18%	16.97	21.78	
	GTC	47.00	3.40	3.10	-3.2%	15.2	4.63	-14.5%	10.1	16.7%	25.3%	-18.5%	29%	2.14	4.40	
	Grupa Kety	158.40	9.52	11.04	2.6%	14.3	12.79	1.2%	12.4	15.9%	9.2%	-35.3%	8%	10.36	12.93	
	Grupa Lotos	48.00	5.86	5.18	-1.8%	9.3	4.48	-2.4%	10.7	-12.5%	24.7%	-19.7%	10%	4.12	5.83	
	KGHM	117.00	16.93	19.26	2.2%	6.1	18.50	-2.4%	6.3	4.5%	49.0%	-19.3%	4%	17.86	20.28	
	LPP	2673.00	23.97	76.55	6.9%	34.9	101.92	7.9%	26.2	106.2%	281.9%	-1.2%	12%	65.11	84.50	
	Netia	4.01	-0.98	-0.22	0.0%	n.m.	-0.20	25.0%	n.m.	-54.8%	17.6%	-22.1%	-122%	-0.57	0.08	
	Opoczno	50.00	-0.19	2.39	0.0%	21.0	3.80	0.0%	13.1	#NUM!	42.5%	-16.2%	11%	2.01	2.59	
	Orbis	62.10	2.06	3.17	0.0%	19.6	3.84	0.0%	16.2	36.5%	8.9%	-34.6%	33%	2.12	4.19	
	PBG	335.00	4.50	7.46	0.0%	44.9	11.62	0.0%	28.8	60.6%	42.2%	-23.5%	10%	6.88	8.42	
	PGNiG	5.75	0.21	0.30	1.5%	19.4	0.32	2.0%	17.8	24.6%	73.7%	-5.7%	17%	0.22	0.37	
	PGF	92.80	5.04	5.54	3.1%	16.7	6.30	2.8%	14.7	11.8%	32.1%	-26.0%	5%	5.35	5.83	
	PKN	54.35	5.45	4.87	1.5%	11.2	5.60	-0.2%	9.7	1.4%	33.5%	-11.2%	15%	3.96	6.43	
	PKO BP	53.35	2.12	2.68	3.1%	19.9	3.17	2.6%	16.9	22.2%	25.5%	-10.0%	9%	2.43	3.36	
Prokom	136.00	6.33	7.58	0.4%	17.9	9.29	0.0%	14.6	21.1%	9.9%	-24.1%	14%	6.03	8.91		
Asseco Poland	76.00	2.80	2.41	0.0%	31.6	3.02	0.0%	25.2	3.8%	61.5%	-17.4%	-14%	-6.73	-4.60		
TPSA	24.11	1.50	1.62	-1.4%	14.9	1.76	-1.2%	13.7	8.4%	20.4%	-11.2%	8%	1.41	1.85		
TVN	24.56	0.79	0.99	5.5%	24.8	1.25	0.2%	19.6	26.3%	25.9%	-16.1%	15%	0.80	1.28		
								14.1		12.6						
										16.1%						
Rusko	Baltika Brewery	50.95	2.76	3.26	4.4%	15.6	3.72	7.2%	13.7	16.1%	20.9%	-0.1%	3%	3.19	3.36	
	Cherepovets Severstal	22.57	1.27	2.02	4.8%	11.2	2.37	9.2%	9.5	36.4%	109.0%	-7.9%	19%	3.95	9.06	
	Evraz Group	80.00	3.94	6.48	7.0%	12.4	7.09	2.0%	11.3	34.1%	255.6%	-3.6%	6%	0.94	1.14	
	Gazprom	56.50	0.91	1.04	1.0%	13.6	1.26	5.3%	11.2	17.4%	68.5%	-0.7%	14%	6.10	11.48	
	Lukoil	87.40	9.06	9.60	4.2%	9.1	9.20	2.6%	9.5	0.8%	23.1%	-8.8%	23%	21.61	66.21	
	Norilsk Nickel	273.00	26.50	42.23	1.2%	6.5	34.72	-1.9%	7.9	14.5%	101.5%	-12.9%	8%	4.11	5.64	
	MTS	98.76	3.15	5.05	2.7%	19.5	5.94	4.1%	16.6	37.4%	116.9%	-0.7%	13%	0.19	0.26	
	Novatek	6.85	0.18	0.23	0.8%	29.9	0.28	8.6%	24.3	25.1%	45.7%	0.0%	7%	0.35	0.43	
	Novolipetsk	4.09	0.32	0.37	3.9%	11.0	0.39	4.1%	10.6	10.7%	81.8%	-6.0%	29%	0.07	0.25	
	Rostelcom	11.28	0.25	0.17	2.4%	65.2	0.18	-0.1%	63.5	-15.9%	74.9%	0.0%	16%	0.68	1.28	
	Severth Continent	26.40	0.97	0.99	2.7%	26.7	1.20	1.8%	22.0	11.3%	9.5%	-10.1%	16%	1.66	2.71	
	Surgutneftegaz	1.20	0.08	0.11	1.6%	10.5	0.11	-2.8%	11.3	13.6%	15.4%	-21.6%	26%	0.06	0.16	
	Tatneft	6.18	0.56	0.63	9.2%	9.8	0.55	-2.0%	11.2	-0.3%	60.5%	-1.9%	17%	0.48	0.76	
	Unified Energy	1.28	0.07	0.03	-2.5%	41.7	0.05	0.0%	27.9	-21.2%	40.1%	-6.4%	54%	0.01	0.07	
	Vimpelcom	37.30	0.80	1.39	1.8%	26.9	1.87	3.5%	19.9	53.4%	155.5%	-2.0%	7%	1.20	1.57	
								13.0		11.9						
										14.1%						

Tabulková část – Turecko

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS 06	Konsenzuální odhady I/B/E/S						Oček. růst EPS 06/08	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS07		
				EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08	Změna za 1M	P/E 08		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Turecko	Acibadem Saglik	8.15	0.16	0.19	4.9%	41.8	0.31	-40.9%	26.0	40.8%	19.8%	-21.6%	22%	0.15	0.24
	Adana Cimento	7.75	1.06	1.23	-0.4%	6.3	1.02	2.8%	7.6	-1.8%	10.3%	-22.9%	13%	1.04	1.46
	Akbank	8.85	0.53	0.73	-5.9%	12.2	0.90	-0.8%	9.8	30.0%	35.7%	-21.0%	12%	0.56	0.86
	Akcansa Cimento	7.95	0.77	0.87	5.5%	9.1	0.86	2.6%	9.2	6.3%	8.9%	-24.3%	15%	0.65	1.08
	Aksa	2.74	0.56	0.23	-9.5%	11.9	0.29	-13.0%	9.4	-27.8%	1.5%	-36.9%	60%	0.07	0.31
	Aksiqorta	7.35	0.24	0.41	26.6%	18.0	0.37	3.5%	20.0	23.3%	56.4%	-22.6%	37%	0.19	0.66
	Anadolu Cam	2.66	0.12	0.22	12.6%	12.3	0.22	5.6%	11.8	38.3%	26.2%	-15.3%	33%	0.14	0.34
	Anadolu Efes	12.90	0.60	0.74	2.4%	17.4	0.83	2.0%	15.5	17.8%	31.0%	-15.7%	13%	0.57	0.96
	Arcelik	8.40	0.81	0.77	-5.4%	11.0	1.01	-1.0%	8.4	11.4%	11.3%	-31.7%	20%	0.53	1.11
	Beko Elektronik	2.08	-0.74	-0.24	107.6%	n.m.	-0.17	154.5%	n.m.	-51.4%	36.8%	-1.0%	-121%	-0.53	0.14
	Brisa Bridgestone	75.00	5.63	5.49	6.7%	13.7	6.86	6.3%	10.9	10.4%	8.7%	-21.9%	31%	4.30	6.69
	Cimsa Cimento	8.90	1.12	1.78	7.3%	5.0	1.07	-1.7%	8.4	-2.6%	16.3%	-18.3%	29%	0.92	2.27
	Denizbank	12.80	1.08	0.90	-2.4%	14.2	0.99	-20.4%	12.9	-4.2%	15.3%	-28.9%	n.m.	1.04	1.04
	Doqan Yavin	5.10	0.07	1.00	2.8%	5.1	0.23	3.1%	21.7	78.1%	27.5%	-16.4%	16%	0.77	1.27
	Eczacibasi Ilac	5.40	0.20	0.25	0.0%	21.9	0.31	2.0%	17.3	25.4%	20.5%	-23.9%	24%	0.20	0.34
	Enka Insaat	20.00	0.65	0.72	3.6%	27.6	0.82	6.9%	24.4	12.3%	114.3%	-2.9%	17%	0.57	0.93
	Eregli Demir	9.75	0.41	0.93	-1.2%	10.4	1.02	1.9%	9.6	58.6%	102.0%	-18.8%	18%	0.63	1.20
	Finansbank	5.30	0.53	0.42	-6.6%	12.5	0.53	-14.5%	10.0	0.0%	23.2%	-10.7%	49%	0.28	0.57
	Ford Otomotiv	12.90	1.43	1.28	2.9%	10.1	1.45	3.9%	8.9	0.8%	24.0%	-10.4%	11%	1.12	1.56
	Fortis Bank	2.33	0.08	0.21	-6.8%	11.3	0.29	-3.3%	8.0	96.9%	51.3%	-24.4%	10%	0.19	0.22
	Sabanci Holdings	6.75	0.27	0.50	-1.4%	13.6	0.56	-1.2%	12.0	43.5%	31.1%	-17.2%	24%	0.29	0.67
	Hurriyet	3.62	0.25	0.25	8.2%	14.5	0.34	19.5%	10.7	16.5%	15.3%	-21.3%	25%	0.16	0.33
	KOC Holdings	6.20	0.44	0.66	7.7%	9.4	0.62	5.7%	10.0	18.5%	63.4%	-9.5%	25%	0.38	0.86
	Miaros	21.70	0.44	0.90	10.1%	24.1	1.10	10.4%	19.7	58.0%	43.3%	-2.6%	16%	0.72	1.17
	Petrol Ofisi	6.10	0.47	0.59	9.7%	10.4	0.65	4.2%	9.4	17.6%	78.8%	-6.2%	24%	0.38	0.87
	Tofas	6.15	0.16	0.23	5.8%	26.2	0.58	2.5%	10.6	88.0%	32.3%	-10.9%	18%	0.16	0.29
	Trakya Cam	2.98	0.31	0.31	5.9%	9.5	0.34	3.0%	8.7	6.0%	33.9%	-7.0%	19%	0.24	0.39
	Tupras	31.25	2.88	4.10	7.6%	7.6	4.16	2.2%	7.5	20.1%	34.1%	-13.8%	15%	3.21	5.38
	Turk Demir Dokum	9.30	0.76	0.96	-12.1%	9.6	1.04	-12.7%	8.9	17.2%	11.6%	-10.0%	21%	0.82	1.11
	Turk Ekonomi Bankasi	2.94	0.13	0.21	12.8%	13.9	0.29	15.5%	10.1	49.6%	67.2%	-12.9%	8%	0.19	0.24
	Turkcell	13.60	0.56	0.72	2.0%	18.9	0.91	5.2%	15.0	26.9%	110.9%	-1.4%	12%	0.58	0.89
	Turkiye Garanti	10.50	0.51	0.95	0.6%	11.1	0.94	2.0%	11.1	36.5%	148.8%	-6.2%	23%	0.61	1.27
	Isbank	7.80	0.40	0.60	0.3%	13.0	0.72	3.9%	10.8	34.3%	40.5%	-10.3%	14%	0.46	0.72
	Turk Sise Cam	2.36	0.21	0.23	3.4%	10.2	0.26	3.9%	8.9	12.3%	16.5%	-18.6%	22%	0.15	0.32
	Vakifbank	3.94	0.31	0.40	3.3%	10.0	0.46	2.6%	8.6	21.7%	28.4%	-15.1%	9%	0.35	0.48
	Vestel Elek	3.16	0.02	0.40	28.9%	7.9	0.63	110.8%	5.0	462.8%	17.9%	-21.8%	89%	0.00	0.85
	Yapi Kredi Bank	4.44	0.16	0.26	-1.0%	16.8	0.34	0.6%	13.2	43.7%	96.9%	-3.5%	16%	0.20	0.33
						12.9			11.5	26.4%					

KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

	Společnost	Událost
Prosinec 2007		
xxx	xxx	Žádné významné očekávané události
Leden 2007		
xxx	xxx	Žádné významné očekávané události

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
8.6.07	1 045	držet	13.11.07	1 090	akumulovat
22.11.06	989	držet	16.8.07	1 520	koupit
18.10.06	989	koupit	25.5.07	1 760	koupit
1.8.06	962	koupit	16.3.07	1 650	koupit
29.5.06	962	koupit	7.11.06	1 460	akumulovat
3.2.06	893	koupit	10.8.06	1 390	akumulovat

Telefónica O2 ČR			Unipetrol		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
2.11.07	650	akumulovat	1.10.07	367	koupit
31.7.07	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	4 400	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	1 880	akumulovat
3.2.06	68	koupit	14.6.2007	2 160	akumulovat
			15.2.2007	1 914	kupovat

Pegas			Philip Morris CR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
3.7.2007	849	držet	6.12.2007	8 800	držet
1.3.2007	806	akumulovat	12.6.2007	9 655	redukovat

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 (uved'te 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
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 k EBG
Kupovat	33%	20%
Akumulovat	44%	40%
Držet	22%	40%
Redukovat	0%	0%
Prodávat	0%	0%

KONTAKTY

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

Odbor Ekonomické a strategické analýzy			
Ředitel odboru, investiční strategie	Viktor Kotlán	+420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
Makro tým (Střední Evropa)	Mária Fehérová	+420/224 995 232	mfeherova@csas.cz
Makro tým (ČR)	Martin Lobotka	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Makro tým (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Makro tým (ČR), team-leader	David Navrátil	+420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Akciový tým (CEE Real Estate)	Petr Bártek	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Akciový tým (svět)	Ján Hájek	+420/224 995 324	janhajek@csas.cz
Akciový tým (ČR)	Lenka Slámová	+420/224 995 289	lslamova@csas.cz
Akciový tým (ČR, CEE Media)	Radim Kramule	+420/224 995 213	rkramule@csas.cz
Akciový tým (ČR, CEE Oil & gas), 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
Odbor Obchody treasury – ředitel odboru	Robert Novotný	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru	Libor Vošický	+420/224 995 592	lvosicky@csas.cz
Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru	Pavel Krivonožka	+420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz
Odbor Proprietary trading	Daniel Drahotský	+420/224 995 178	ddrahotsky@csas.cz
	Dušan Vaškovic	+420/224 995 417	dvaskovic@csas.cz
Úsek Investiční bankovnictví			
Ředitel úseku	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
Odbor Primární emise	Jiří Hrbáček	+420/224 995 836	jhrbacek@csas.cz
Odbor Finanční instituce – ředitel odboru	Alice Racková	+420/224 995 197	arackova@csas.cz
Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru	Jana Daňková	+420/224 995 128	jandankova@csas.cz
	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	Guenter Artner	+43 501 00 115 23	guenter.artner@erstebank.at
akcie – sektor stavebnictví	Franz Hoerl	+43 501 00185 06	franz.horl@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Guenter Hohberger	+43 501 00 173 54	guenter.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Angelika Zwerenz	+43 501 00 119 03	angelika.zwerenz@erstebank.at
akcie – sektor telekomunikace	Vera Sutedja	+43 501 001 1905	MariaVeronika.Sutedja@erstebank.at
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+420 224 995 940	urbankovav@ersteinet.cz
akcie – sektor IT	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstebank.at
akcie – sektor strojírenství	Gerald Walek	+43 501 00 163 60	gerald.walek@erstebank.at
akcie – sektor 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