

Jakub Židoň, tel: 224 995 340, jzidon@csas.cz; Petr Bártek, tel: 224 995 227, pbartek@csas.cz;
Radim Kramule, tel: 224 995 213, Lenka Slámová, tel: 224 995 289

3.4.2008
Duben

Český akciový trh

- Závěr výsledkové sezóny (ECM, Pegas, PM ČR a Orco)
- Nové reporty na Unipetrol (12M cílová cena 358Kč, doporučení koupit), TO2 CR (12M cílová cena 700Kč, doporučení koupit) a Zentivu (12M cílová cena 1 120Kč, doporučení akumulovat)

Zahraníční akcie

- Aktualizace tabulek zahraničních dat

Akcie	Kurz (Kč) 31.3.2008	Roční cílová cena (Kč)	Investiční doporučení (datum zveřejnění)	Oček. výnos p.a.	Komentář
Investiční doporučení pro český akciový trh					
CME	1375,0	92,6 USD	Redukovat (27.2.08)	9,1%	CME oznámilo vydání konvertibilních dluhopisů, což poslalo cenu akcií dolů z důvodu obavy o možné zředění. Nicméně podmínky pro konverzi přicházejí v úvahu až při ceně akcií nad 151,2USD. V krátkém horizontu vidíme možný další tlak na pokles ceny, v delším období jsou zatím vyhlídky CME příznivé.
ČEZ	1 220,0	1255	Držet (14.2.08)	3,3%	Spekulace ohledně (ne)pokračování ve zpětném odkupu jsou teď asi hlavním tématem na ČEZu. Myslíme si, že vzhledem k velmi omezeným současným akvizičním příležitostem je další zpětný odkup pravděpodobný, nikoliv však opět celých 10%.
Telefónica O2 CR	511,8	700	Koupit (11.3.08)	38,9%	Po výsledcích jsme upravili i očekávání a valuaci u společnosti TO2 CR a zvýšili doporučení z akumulovat na koupit s 12M cílovou cenou 700Kč. Vyšší než očekávaná dividenda (50Kč) by měla podpořit cenu akcie, navíc TO2 zdá se stabilizoval příjmy z pevných linek.
Komerční banka	3 820,0	4 400	Akumulovat (5.5.07)	158,3 %	Komerční banka se drží blízko úrovně 4000 Kč i po rozplynutí spekulace na převzetí mateřské SG ze strany BNP Paribas. Titul těží ze své relativní „bezrizikosti“ banky s nulovou expozicí na sub prime a 100% expozicí na stále rostoucí český trh, vyplácí se i loňská akvizice Modré pyramidy.
Orco	1 447,0	V revizi	V revizi	--	Další zklamání v podobě výrazně nižšího čistého zisku titulu nepomáhá stejně jako výrazně nižší hodnota nově zveřejněného „realitního“ NAV (92 Eur/akcii) vůči standardně zveřejňovanému „finančnímu“ NAV (106 Eur/akcii). I vůči realitnímu NAV se ale již obchoduje poměrně nízko (37% diskont).
Philip Morris CR	7 178,0	8 800	Držet (6.12.07)	33,1%	PM ČR zveřejnil pozvánku na VH, která se bude konat 28. dubna...při té příležitosti zveřejnil i konsolidovaný a nekonsolidovaný čistý zisk za 2007 (1,97 a 2,42mld Kč respektive). Tím překonal naše a tržní odhady, což mělo pozitivní dopad na cenu akcie. Hrubou dividendu lze čekat mezi 717-883Kč.
Unipetrol	260,4	358	Koupit (17.3.08)	39,0%	S o devět korun nižší cílovou cenou, ale stále s doporučením kupovat se Unipetrol obchoduje kolem 260 Kč. Na jednu stranu se není čemu divit, jen zhruba 400mil. Kč provozní zisk za celé druhé pololetí je opravdu velmi málo, na druhou stranu počínaje výsledky za 1. čtvrtletí začnou chodit mnohem lepší zprávy.
Zentiva	966,0	1 120	Akumulovat (26.3.08)	16,2%	Koncem března jsme vydali nový report na Zentivu, kdy jsme o něco málo zvýšili 12M cílovou cenu na 1 120Kč a ponechali doporučení Akumulovat. Na negativním vývoji Zentivy se podepsaly horší výsledky v ČR a Rumunsku, přičemž Turecko způsobilo pokles marží v relativním vyjádření (hrubá marže klesla na 58,7%). V delším období čekáme zlepšení, především vzhledem k Turecku.
Pegas	550,0	V revizi	V revizi	--	Výsledky Pegasu bohužel trh značně zklamaly, a to především na provozní úrovni. EBITDA marže klesla o více jak 3pb, především díky poklesu cen textilií. Navíc výhled vedení na rok 2008 jen potvrzuje klesající marže. Budeme tedy nuceni upravit valuaci Pegasu o daný pokles.
ECM	793,5	1 380	Koupit (28.2.08)	80,8%	I když NAV na konci roku stagnovalo na hodnotě z prvního pololetí (57 Eur/akcii), bylo to pouze důsledkem ředění z akciových opcí. Jinak výsledky splnily naše očekávání, takže příběh zůstává stejný: Pokud ECM doplní finanční zdroje, má ve svém realitním portfoliu vysoký potenciál růstu.
AAA Auto	19,5	---	---	---	V březnu proběhla zpráva o možné žalobě investorů na AAA Auto, kvůli zveřejňování informací (především ve vztahu k neočekávané ztrátě za 2007). ČNB dle informací zatím na konání AAA nic „nezákonného“ neshledala. Každopádně případná žaloba by byla pro AAA negativní.
VIG	1 237,0	Suspen- dován			Vzhledem k účasti naší mateřské Erste Bank na probíhajícím navýšení kapitálu VIG se k této akcií až do skončení transakce nemůžeme vyjadřovat. Hlavní zprávou tento měsíc byl prodej pojišťovací divize Erste do rukou právě VIG za cenu 1,45 mld. Eur, tj. za 1,12x předepsaného pojistného.

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

ČESKÁ REPUBLIKA

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

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

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

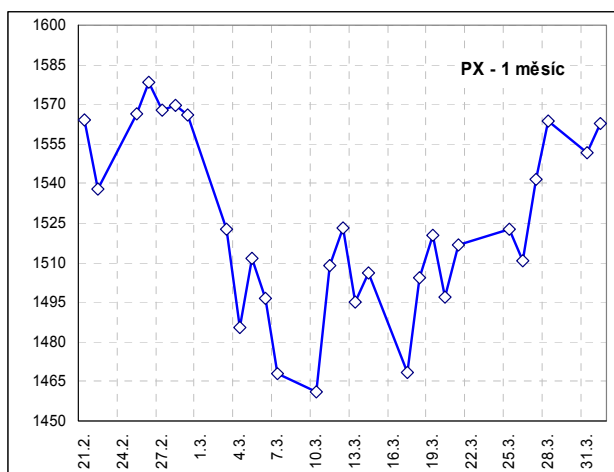
Lenka Slámová, tel: 224 995 289, islamova@csas.cz

Český akciový trh

Březen: investoři stále vyčkávají

Burza v březnu pokračovala v ospalé náladě z února, objemy obchodů byly nejnižší od srpna roku 2006. To naznačuje, že investoři očekávají, jaký bude další vývoj: jestli už jsme vážně dosáhli dna, jak se spekovalo minulý týden v tisku, a akcie začnou růst, nebo zda bude mít finanční krize ve světě a ekonomická krize v USA další dopad na české akciové tituly a ty čeká další setrvalý pokles. Odhadovat, jaký scénář je ten správný, je v současných podmínkách náročné, názory analytiků se liší. Náš názor je ovšem takový, že nás na českém trhu žádný překotný růst v brzké době vzhledem k nadprůměrnému ocenění některých big caps ještě nečeká. Současná volatilita finančních trhů je obrovská, světové banky zveřejňují prohlubující se ztráty a to stabilitě finančních trhů rozhodně neprospívá.

Graf: Vývoj indexu PX za poslední měsíc



No ale podívejme se, jaký byl březen na pražské burze. Pražský index PX uzavřel měsíc březen na hodnotě 1551,9 bodu, což je od konce února pokles o 0,9%. Svého březnového minima index dosáhl 10.3., kdy uzavíral na hodnotě 1460,9 bodu. Maximum indexu z 28.3. bylo 1563,5 bodu.

Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

Index / akcie (Kč)	% změna za				
	31.3.2008	29.2.2008	1M	3M	r.2008
PX	1551.9	1566.0	(0.9%)	(14.5%)	(14.5%)
CME	1375.0	1601.0	(14.1%)	(34.7%)	(34.7%)
Telefónica O2 CR	511.8	521.5	(1.9%)	(6.1%)	(6.1%)
ČEZ	1220.0	1232.0	(1.0%)	(10.4%)	(10.4%)
Erste Bank	1053.0	972.0	8.3%	(19.1%)	(19.1%)
Komerční banka	3820.0	4069.0	(6.1%)	(12.6%)	(12.6%)
ECM	793.5	879.1	(9.7%)	(33.3%)	(33.3%)
Orco	1447.0	1723.0	(16.0%)	(33.2%)	(33.2%)
Pegas	550.0	657.0	(16.3%)	(24.7%)	(24.7%)
Philip Morris ČR	7178.0	7206.0	(0.4%)	(9.5%)	(9.5%)
Unipetrol	260.4	283.1	(8.0%)	(22.9%)	(22.9%)
Zentiva	966.0	914.0	5.7%	(0.6%)	(0.6%)
AAA Auto	19.5	22.1	(11.6%)	(65.0%)	(56.1%)
VIG	1237.0	1417.0	(12.7%)	--	--

Nejvíce se dařilo akciím Erste Bank, které pokračují v růstu již druhý měsíc a v březnu si polepšily o 8,3 %. Druhou společností, jejíž akcie skončily v černých číslech, je Zentiva, která posílila o 5,7 %. Ostatní akcie skončily v červených číslech. Nejhůře skončil Pegas, s propadem 16,3 %, následovaný Orcem, s poklesem o 16,0 %. Dále se nedařilo CME, jejichž akcie spadly o 14,1 % a od začátku roku už ztratily celých 34,7 %. Nováčkovci na pražské burze společnosti VIG se v březnu také nedařilo, akcie propadly o 12,7 %. Pokračoval pokles AAA Auto, se ztrátou 11,6 % za měsíc březen (za tři měsíce propad o 65 %!), ECM (-9,7%), Unipetrol (-8,0%) a Komerční banka (-6,1%). Víceméně kolem nuly se udržely akcie Telefónicy O2 CR (-1,9%), ČEZu (-1,0%) a Philip Morris (-0,4%).

Jak jsme již avizovali, co se objemů obchodování týče, byl březen silně podprůměrný. Objem obchodů byl „pouhých“ 56,7 mld. Kč, což je hluboko pod dlouhodobým průměrem (od začátku roku 2007 průměrný objem obchodů činí 84,7 mld. Kč). V březnu bylo 20 obchodních dní, průměrný denní objem tedy činil 2,835 mld. Kč. Majitele vyměnilo celkem téměř 63 milionů kusů akcií. Nejvíce se tradičně obchodovaly akcie ČEZ, s podílem 41,24% a celkovým objemem 23,4 mld. Kč. Na druhém místě se umístily akcie Erste Bank, s objemem 8,4 mld. Kč, těsně v závěsu pak Komerční banka s objemem 8,2 mld. Kč, obě s přibližně 14% podílem na celkových obchodech. 10% podíl na obchodování si utrhl Telefónica O2 CR, ostatní pod 10%. Tradičně nejméně obchodované byly akcie AAA Auto, na druhém místě od konce se drží VIG s 0,3 mld. Kč.

Tabulka: Objemy obchodování

	Březen 2008		Únor 2008	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČEZ	23,4	41,24	24,3	40,49
Erste Bank	8,4	14,73	7,2	12,04
Komerční banka	8,2	14,44	9,5	15,91
Telefónica O2 CR	5,7	10,04	8,4	13,98
Zentiva	3,7	6,45	3,8	6,34
Unipetrol	3,0	5,21	2,5	4,24
CME	1,8	3,16	2,0	3,37
Pegas	0,7	1,29	0,4	0,59
Orco	0,6	1,06	1,0	1,65
Philip Morris CR	0,5	0,89	0,2	0,40
ECM	0,5	0,85	0,4	0,61
VIG	0,3	0,57	0,1	0,24
AAA Auto	0,04	0,07	0,1	0,12

Politický přehled

Ministr financí, p. Kalousek, představil možný další vývoj daňového systému v ČR. Od roku 2010 bychom mohli mít na výplatní pásce již jen jednu daň, která by byla 40% (ze superhrubého základu) a zahrnovala by jak odvody, které platí zaměstnavatel, tak zaměstnanec, včetně sociálního a důchodového zabezpečení. Tento krok by měl především zjednodušit vybírání daní a ušetřit na výběru daní. Zjednodušení by se mělo také týkat zrušení slev na daních, o které se povedou asi největší diskuze (daňové odpočty nákladů na hypotéky, penzijní připojištění, loterie a sázky nebo odpuštění daní při prodeji nemovitostí, které jsou vlastněny déle než 5 let FO). Pro finanční sektor a akcie je však velmi důležitá zmínka o zdanění všech ostatních příjmů nad 60tis Kč 15%. Tedy neplatila by již dnešní výjimka 6 měsíčního testu pro osvobození příjmu z kapitálových zisků (tedy i z prodeje akcií). Budeme nadále pečlivě sledovat.

Unipetrol: mírné snížení 12M cílové ceny, doporučení Kupovat ponecháno

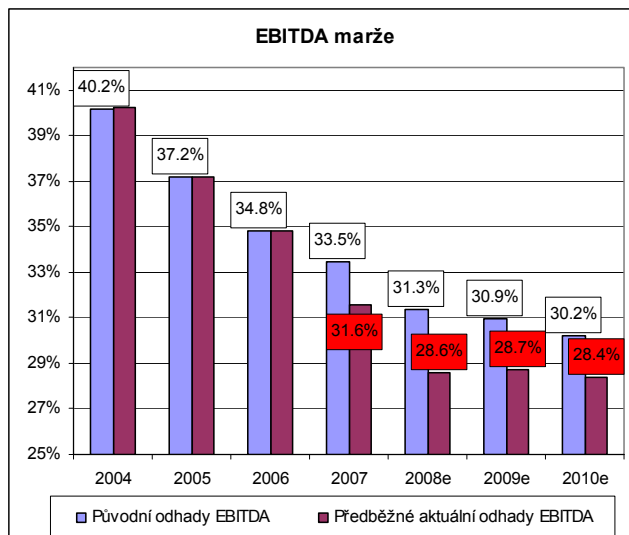
V březnu jsme vydali nový report na sektor ropa a plyn, kde jsme se na jedné straně snažili zesumarizovat výsledky za 4. kvartál (byl totiž prvním, kdy se naplno projevily vysoké ceny ropy), a na druhé straně se pokusili odhadnout vývoj v tomto kalendářním roce. **V podstatě se dá říct, že vysoké ceny ropy v dolarovém vyjádření zůstanou i letos a k jejich výraznějšímu poklesu by mohlo dojít jen v případě posílení amerického dolaru vůči ostatním měnám.** Tento fakt bude stále srážet rafinérské marže, zejména ty „benzínové“. Dieselové (v současnosti kolem USD 20 za barel) by i v letošním roce mohly zůstat vysoko nad benzínovými (lehce přes USD 5/barel). Důvodem je totiž rostoucí poptávka po naftě (bez ohledu na užití jako topný olej či motorová nafta), klesající zásoby, změny ve specifikaci ve Velké Británii, a proti tomu v letošním roce omezená nabídka (rafinérské společnosti plánují narůst „dieselových“ kapacit až počínaje rokem 2009).

Společnosti zaměřené více na výrobu benzínu (což jsou v regionu SVE kromě Maďarského MOLu všechny) by tak ani v letošním roce neměly trhy pozitivně překvapovat. A to byl také hlavní důvod, proč jsme snížili valuace polským rafinérkám – Lotosu a PKN Orlen. **Valuaci, i když jen o devět korun, jsme snížili i Unipetrolu na 358Kč, ale zde to bylo v důsledku plánované jedné odstávky navíc a o zhruba 7% nižších očekávaných petrochemických marží.** Stále bychom měli mít na paměti téměř 70% podíl petrochemie na provozním zisku Unipetrolu a tedy výraznou citlivost na vývoj v tomto segmentu. **Vzhledem k současným cenám akcie kolem 260 Kč je Unipetrol podle našeho názoru výrazně fundamentálně podhodnocen, proto zní naše doporučení „kupovat“.** Po „zpackaném“ druhém pololetí (o delších než původně očekávaných odstávkách jsme psali již několikrát) se první známky zlepšení provozní úrovně dají očekávat koncem dubna, začátkem května. Každopádně pro letošní rok v případě jen jedné dvoutýdenní odstávky očekáváme nárůst provozního zisku z 4,8mld. Kč loni na 8,0mld. Kč a to již stojí za zaznamenání...

Pegas – výsledky ukázaly na pokles prodejních cen

Pegas zveřejnil v druhé polovině března své výsledky za rok 2007. Na úrovni tržeb a čistého zisku byl Pegas více méně v souladu s tržním konsensem, ale provozní zisk byl pod našim i tržním odhadem. Nejdůležitějším údajem byl z našeho pohledu **vývoj EBITDA marže (zisk před úroky, daní a odpisy), která klesla meziročně o více jak 3pb, přičemž dosáhla 31,6%.** Tento dosti výrazný pokles ziskovosti byl především způsoben poklesem prodejních cen netkaných textilií, růstem cen vstupů a produkčním mixem (mírný meziroční pokles speciálních textilií s vyšší marží).

Během konference s analytiky zveřejnilo vedení Pegasu svůj výhled pro rok 2008 (na základě předjednaných cen netkaných textilií pro 2008 z podzimu minulého roku), přičemž tržby by měly růst o 21-25% (na 148-153mil. EUR), což zhruba odpovídá růstu kapacity o 27%. Dále vedení očekává, že zisk EBITDA meziročně vzroste o 5-9% (na 40,4-42,0mil. EUR). Na základě těchto informací **lze očekávat EBITDA marži někde mezi 27-28%, tedy o zhruba 2-3pb níže než v roce 2007.** Je tedy patrné, že tlak na ceny netkaných textilií pokračuje i letos. V níže uvedeném grafu zobrazujeme náš původní a aktuální předběžný odhad vývoje marže EBITDA, po zohlednění nejnovějšího vývoje. Rok 2009-10 ukazuje na stabilizaci marží, jelikož odhadujeme zvýšení poměru prodeje speciálních textilií (vyšší marže), které by měly kompenzovat pravděpodobný další pokles cen.



Zdroj: odhady ČS & Pegas

Cenový vývoj netkaných textilií dále ukazuje na minimální možnost výrobců těchto produktů ceny ovlivnit a to především díky dominantnímu postavení malého počtu odběratelů (finálních výrobců jako je P&G aj).

Další vývoj ceny akcií Pegasu a jeho dlouhodobější vyhlídky budou především záviset na schopnosti vypořádat se s nastalou situací a co nejlépe přizpůsobit produkční mix k maximalizaci marží. Lze očekávat, že specializované produkty (vyšší marže) budou lákat i konkurenci, která ovšem musí investovat do moderních technologií. Proto očekáváme, že se Pegasu podaří zbrzdit dlouhodobý pokles provozních marží. **Nicméně investoři budou pravděpodobně opatrnější při investování do společnosti Pegas, minimálně do doby, než Pegas ukáže, že se mu daří zvyšovat podíl výroby specializovaných produktů a tedy i zlepšení vyhlídek marží (čekáme nejdříve ve 2H 2008).**

PM CR s čistým ziskem výrazně nad našimi i tržními odhady

PM ČR zveřejnil ve své pozvánce na valnou hromadu, která se uskuteční 28. dubna, i dosažený čistý zisk za celý rok 2007. Mnohokrát jsme avizovali, že existuje vysoká pravděpodobnost pozitivního překvapení ve výsledcích PM ČR především ve vztahu ke spekulacím tisku na velké předzásobení velkoobchodníků ve 3. a 4. kvartálu. Nicméně číslo 1,97mld. Kč u konsolidovaného zisku a 2,42mld. Kč u nekonsolidovaného zisku pozitivně překvapilo celý trh (o nějakých 40% nad tržním konsensem).

Oproti minulým rokům PM ČR vykázal nekonsolidovaný zisk vyšší než konsolidovaný a lze jen spekulovat, jak k tomu došlo – např. možné zúčtování dividend slovenské dceřiné společnosti. Pokud by vedení a VH postupovali ve vztahu k dividendě jako v minulosti, tedy 100% výplata nekonsolidovaného zisku, tak by hrubá dividendová část dosáhla 883Kč/akcii. Nelze vyloučit, že se vedení a VH rozhodne pro variantu 100% výplatu konsolidovaného zisku (ten byl nižší), což by představovalo hrubou dividendu 717Kč/akcii. Přikláníme se spíše k variantě **zachování výplaty nekonsolidovaného zisku, což by představovalo 12,3% hrubý dividendový výnos (vůči současné ceně 7 200Kč).**

Tyto nad očekávání dobré výsledky mohl PM CR, dle našeho názoru, dosáhnout buď zmiňovaným předzásobením ve 3. a 4. kvartálu, exportní aktivitou nebo výrazným zlepšením tržního podílu. Zlepšení marží nám nepřipadá příliš pravděpodobné vzhledem k aktuálnímu vysoce konkurenčnímu prostředí na trhu tabákových výrobků. Nejpravděpodobnější variantou nám přijde předzásobení.

Z tohoto důvodu se také domníváme, že PM ČR následně poklesnou prodeje v 1H 2008, jelikož odhadované zásoby velkoobchodníků údajně vystačí až do dubna/května (dle týdeníku Euro). **Proto výsledky za 1H lze očekávat poměrně slabé, což může mít negativní dopad na vývoj akcií PM ČR po výplatě dividend za 2007.** Zlepšení hospodaření PM ČR lze následně čekat až ve 2H 2008, které bude záviset na cenovém vývoji a tržním podílu PM ČR (zda výrobci začnou zvedat maloobchodní ceny a zlepšovat marže).

Závěrem lze říci, že akcie PM ČR nám připadají v krátkém období atraktivní (do rozhodného dne pro výplatu dividend, tedy konec dubna), následně očekáváme další tlak na cenu (negativní dopad předzásobením na prodeje v 1H) a **zlepšování vyhlídek společnosti ke konci roku 2008 (bude záviset na cenovém vývoji a maržích).**

ECM – opticky stagnující NAV, kvalitní projekty a (přehnané) obavy z financování

Výsledky ECM podle "standardních" měřítek jako je čistý zisk (+38%) nebo čistý výnos z pronájmů (+139%) dopadly dobře a překonaly i očekávání trhu. Také často diskutovaná položka přecenění nemovitostí byla výše než naše očekávání, když sedminásobně (+692%!) vzrostla, hlavně díky přecenění dokončené kancelářské budovy City Tower a retailových projektů v Rjazani a ve Zlíně. Na druhou stranu nejsledovanější položka tzv. čisté hodnoty aktiv na akcii se od prvního pololetí prakticky nezměnila a je nyní 57,4 Eur/akcii. Hlavním důvodem bylo "naředění" NAV z důvodu výměny akciových opcí za firemní dluhopisy, zatímco reportovaná hodnota nemovitostí dále rostla. My ovšem sledujeme plně zředěné NAV očištěné o tzv. developerský zisk (bezpečnostní polštář, o který se snižuje odhadní cena developerských projektů), což v nynějších podmínkách snížené likvidity na realitním trhu lépe odráží prodejnost projektů. Tato hodnota podle našeho výpočtu dosáhla 44,4 Eur/akcii a byla v souladu s odhadem. Firma je tak nyní obchodována s 30% diskontem vůči očištěnému NAV.

Co je v pozadí tohoto vysokého diskontu? Určitě ne aktuální situace na nájemním trhu. Obsazenost kanceláří i retailových prostor je s 94% stále poblíž historických maxim, což vede k dlouho očekávanému růstu nájemného. U ECM dokonce i ocenění měřené tzv. výnosem z nájemného u českých projektů narozdíl od ostatních společností mírně vzrostlo (tedy výnos klesnul). Zde proti konkurenci vidíme hlavně výhodu velmi kvalitního portfolia nemovitostí z pohledu lokality i vybavení. Projektem, který je zatím oceněn poměrně nízkou, je East Point office park v Moskvě, kde je ale jediným důvodem více konzervativní přístup k ocenění (fundamenty jako růst nájemného, očekávané náklady na výstavbu atd. jsou v souladu s očekáváním). Negativní zprávou je určitě ukončení spolupráce s německým ECE na projektu v Rjazani. Podle ECM se partner nedokázal vypořádat s legislativními požadavky a ECM tak smlouvu raději vypovědělo. Jako hlavní důvod k současnému diskontu vůči NAV tedy vidíme stále zadřené dluhopisové trhy v době, kdy ECM potřebuje investovat do rozjetých projektů. Firma ale má podporu ve svém investičním portfoliu, ze kterého může prodat již maturované nemovitosti v hodnotě okolo 110 mil. Eur, což by postačilo pro financování developmentu pro celý letošní a většinu příštího roku.

Orco překvapilo nižším čistým ziskem i „realitním“ NAV

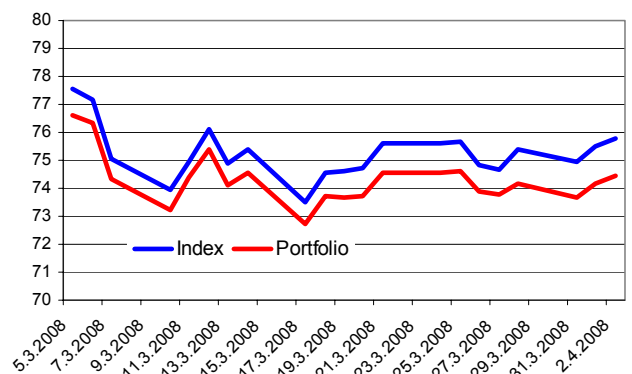
Orco svými výsledky za 2007 negativně překvapilo na úrovni čistého zisku (-9,5% r/r), když rozdíl proti vlastním odhadům a proti očekáváním nespĺnilo hlavně kvůli započítání dodatečných úrokových nákladů na konvertibilní dluhopisy. Zatímco dříve Orco nepočítalo s vyplacením plných úroků a předpokládalo konverzi těchto dluhopisů na akcie, při současném kurzu je pravděpodobnější opačná varianta. Vůči očekávání trhu pak bylo pravděpodobně nižší i ocenění nemovitostí.

Hodnota NAV pak byla mírně vyšší než původní odhad (106 Eur/akcii), ale stejně se jedná o 8% pokles vůči prvnímu pololetí. Důvod: Opět ceny akcií na burze, kdy se do NAV započítávají dceřiné firmy Orco Germany a Suncani Hvar "mark to market". Naproti tomu podle indikací od managementu (kompletní ocenění jsme ještě neviděli) byla hodnota nemovitostí i přes nárůst vyžadovaných výnosů z nájemného ve druhém pololetí minimálně stabilní. Orco vzhledem k výrazné volatilitě akcií poprvé přistoupilo i ke kalkulaci NAV založené na hodnotě nemovitostí dceřiných firem místo ceny jejich akcií. Toto "realitní" NAV, které vidíme jako mnohem důležitější než "finanční" NAV, dosáhlo hodnoty 91,7 Eur/akcii – popravdě řečeno níže, než jsme odhadovali (přesnou predikci nebylo možno udělat). Orco se tak nyní obchoduje s 37% diskontem vůči "realitnímu" NAV, které hodláme do budoucna používat k ocenění této firmy.

Vzhledem k tomu, že očekáváme pro rok 2008 zhruba stagnující realitní NAV a jeho mírný růst o rok později, jeví se tento diskont relativně vysoký. Ve srovnání s ECM nemá Orco u svého portfolia nemovitostí tak velký potenciál růstu hodnoty (i kvalita portfolia je nižší), na druhou stranu ale také v současné době nepotřebuje (podle vlastního vyjádření) dodatečné dluhové financování pro dokončení rozjetých projektů.

Modelové portfolio ČS

Naše modelové portfolio i index zaznamenaly zhruba 2,5% pokles oproti minulému měsíci, naše portfolio pak dopadlo o 0,5% hůře než index kvůli horším výsledkům i výhledům Pegasu a hlavně kvůli relativní outperformance Zentivy. Vše nasvědčuje tomu, že velcí investoři nepřestali okolo Zentivy kroužit a podpořili tak růst její ceny. Nicméně čekáme, že výsledky za 1Q budou u Zentivy spíše pod očekáváním, a to díky poklesu cen léků a tržního podílu Zentivy v ČR i jinde v regionu. Také kurz turecké Liry vůči Kč za poslední čtvrtletí oslabil o 19%! Proto snižujeme váhu Zentivy na 8,0%. I přes zklamání u Pegasu jeho zastoupení v portfoliu neměníme, protože po posledním propadu již jeho váha reflektuje výrazně horší výhled. Zároveň necháváme společnost VIG na aktuální neutrální úrovni (9,1%) a vzhledem k účasti naší mateřské Erste Bank na probíhajícím navýšení kapitálu VIG se k této akcií až do skončení transakce nemůžeme vyjadřovat.



Zdroj: Česká spořitelna

Nové váhy portfolia a benchmarku po zařazení VIG a provedených změnách jsou následující:

Titul	Aktuální kurz	Aktuální váha	Poslední změna	Váha v indexu
CEZ	1 202	7,9%	7.2.2008	9,1%
CME	1 412	5,9%	7.2.2008	9,1%
ECM	802	12,5%	7.2.2008	9,1%
Komerční banka	4 000	9,8%	7.2.2008	9,1%
Orco Property Group	1 480	8,4%	7.2.2008	9,1%
Pegas	562	8,9%	5.3.2008	9,1%
Philip Morris CR	7 200	5,0%	7.2.2008	9,1%
Telefonica O2 CR	509	13,4%	7.2.2008	9,1%
Unipetrol	259	9,2%	5.3.2008	9,1%
Zentiva	990	8,0%	2.4.2008	9,1%
VIG	1 242	9,1%	5.3.2008	9,1%
Cash	--	1,9%	2.4.2008	0,0%

Zdroj: Bloomberg, Česká spořitelna

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	redukovat	koupit	držet	--	akumulovat	v revizi	držet	koupit	akumulovat	koupit	v revizi
12-měs. cílová cena (Kč)	92,6 USD	700	1255	--	4,400	v revizi	8,800	358	1,120	1,380	v revizi
Cena (Kč) (2.4.)	1,407	509.6	1208.0	1,090	3,998	1,477	7,181	259.1	986.5	805.1	557.5
Roční min (Kč)	1,297	450.5	957.6	883	3,210	1,445	6,329	236.4	807.5	786.4	538.0
Roční max (Kč)	2,213	622.8	1423.0	1,741	4,509	3,576	11,251	343.8	1548.0	896.5	660.1
Tržní kapital. (mld. Kč)	59.5	164.1	715.2	344.8	152.0	15.5	19.7	47.0	37.6	3.4	5.1
Počet kótovaných akcií	42,274,852	322,089,890	592,088,461	316,288,945	38,009,852	10,477,507	1,913,698	181,334,764	38,136,230	4,252,500	9,229,400
Celkový počet akcií	42,274,852	322,089,900	592,088,461	316,288,945	38,009,852	10,477,507	2,745,386	181,334,764	38,136,230	4,252,500	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%	47.0%	9.2%
Free float (%)	71.3%	30.6%	32.4%	64.5%	40%	78.5%	22.4%	37%	56.3%	53.0%	88.8%

CME (USD; US GAAP; konsolidováno)

Telefónica O2 CR (Kč; IFRS; konsolid.)

ČEZ (Kč; IFRS; konsolidováno)

Pegas (EUR; IFRS; konsolidováno)

	2006	2007	2008e	2006	2007	2008e	2006	2007	2008e	2007	2008e
Tržby (mil.)	604.0	840.0	961.1	61,311	63,033	64,076	159,608	174,632	191,490	122.0	159.4
EBITDA (mil.)	218.8	264.3	342.7	27,906	28,033	27,635	64,328	75,326	88,940	38.5	53.9
EBIT (mil.)	140.7	206.0	302.2	11,160	13,598	14,454	40,116	53,215	63,913	26.2	40.4
Čistý zisk (mil.)	20.2	88.6	211.4	8,020	10,386	10,919	28,846	41,643	48,123	22.1	33.0
Zisk na akcii (x)	0.5	2.1	5.0	24.9	32.2	33.9	48.7	70.6	90.3	2.4	3.6
Dividenda (x)	0	0	0	45.0	50	50	20.0	37.0	49.0	--	--
Marže EBITDA (%)	36.2%	31.5%	35.7%	45.5%	44.5%	43.1%	40.3%	43.1%	46.4%	31.6%	33.8%
Marže EBIT (%)	23.3%	24.5%	31.4%	18.2%	21.6%	22.6%	25.1%	30.5%	33.4%	21.5%	25.3%
P/E	164.9	41.6	19.0	56.5	43.6	15.0	24.8	17.1	13.4	9.3	6.2
EV/EBITDA	15.2	16.9	13.5	5.1	5.1	5.2	10.5	9.6	7.3	9.5	6.9

Philip Morris CR (Kč, IFRS, konsolid.)

Unipetrol (Kč, IFRS, konsolidováno)

Zentiva (Kč, IFRS, konsolidováno)

AAA Auto (EUR; IFRS; konsolidováno)

	2005	2006	2007e	2006	2007	2008e	2006	2007	2008e	2006	2007
Tržby (mil.)	11,790	10,031	8,861	93,698	88,779	81,270	14,003	16,670	21,251	348.4	470.1
EBITDA (mil.)	4,348	2,963	2,328	7,816	9,165	13,558	4,173	3,557	4,884	14.9	4.6
EBIT (mil.)	3,790	2,597	1,960	3,780	4,847	9,023	3,303	2,170	3,083	12.6	0.7
Čistý zisk (mil.)	2,730	1,906	1,474	1,693	1,299	6,693	2,203	1,412	1,811	7.1	-4.9
Zisk na akcii (x)	994	694	537	9.3	7.2	36.9	57.8	37.0	47.5	0.1	-0.1
Dividenda (x)	1,606	600	498	0	0	0	9.5	11.5	13.0	--	--
Marže EBITDA (%)	36.9%	29.5%	26.3%	8.3%	10.3%	16.7%	29.8%	21.3%	23.0%	4.3%	1.0%
Marže EBIT (%)	32.1%	25.9%	22.1%	4.0%	5.5%	11.1%	23.6%	13.0%	14.5%	3.6%	0.1%
P/E	7.2	10.3	13.4	27.8	36.2	7.0	4.5	7.0	20.8	218.4	-316.4
EV/EBITDA	5.5	5.3	6.8	10.1	8.8	5.3	8.6	15.1	11.2	13.3	--

Erste Bank (EUR, IFRS, konsolid.)

Komerční banka (Kč, IFRS, konsolid.)

	2005	2006	2007	2006	2007	2008e
Celková aktiva (mil.)	152,660	181,703	200,519	598,089	661,819	710,111
Čistý provoz.výnosy (mil.)	4,329	4,694	6,190	26,421	29,665	30,663
Provozní zisk (mil.)	1,653	2,003	2,548	14,021	16,107	16,887
Čistý zisk (mil.)	712	932	1,175	9,211	11,225	11,114
Zisk na akcii (x)	2.25	2.95	3.71	242.3	295.3	292.4
Dividenda (x)	0.5	0.55	0.65	250	150	230
Čistá úroková marže	2.08%	2.08%	2.08%	3.2%	3.2%	3.2%
ROE	19.0%	15.4%	14.3%	18.1%	22.2%	19.3%
P/E	19.4	14.8	11.7	16.5	13.5	13.7
P/BV	3.3	1.7	1.8	3.0	2.7	2.4

Orco (EUR, IFRS, konsolidováno)

ECM (EUR, IFRS, konsolidováno)

	2006	2007	2008e	2006	2007	2008e
Tržby (mil.)	172.9	299.2	324.5	6.3	15.0	16.2
Zisk z přecenění nem.	145.9	147.4	272.6	8.1	64.1	60.8
Zisk z prodeje nem.	0.0	0.0	0.0	0.1	4.0	2.4
EBIT (mil.)	134.2	177.1	299.1	9.4	29.5	61.9
Čistý zisk (mil.)	96.7	87.5	159.0	18.8	25.8	27.1
Zisk na akcii (x)	12.70	8.35	15.18	6.10	6.40	6.37
Dividenda (x)	1.0	1.4	1.2	--	--	--
Marže EBIT (%)	42%	40%	50%	65%	36%	78%
Marže čistého zisku (%)	30%	20%	27%	130%	31%	34%
NAV / akcii (€)	77.9	91.7	--	52.3	57.4	58.7
Cena / NAV	0.76	0.64	--	0.62	0.56	0.55

Tabulková část – Česká republika, Maďarsko

Země	Akcie	Poslední kurz	Konsensuální odhady V/B/E/S							Oček. růst	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS08		
			EPS 07	EPS 08	Změna za 1M	P/E 08	EPS 09	Změna za 1M	P/E 09		EPS 07/09	Minimu	Maximu	SD	Min.
Česká republika	Telefonica O2 CR	517.6	32.2	34.1	0.7%	15.2	36.9	0.6%	14.0	7.0%	17.9%	-17.5%	11%	28.1	42.3
	CME	1415.8	33.9	61.7	-7.9%	22.9	81.9	-0.9%	17.3	55.4%	17.4%	-30.0%	15%	2.9	4.8
	ČEZ	1235.0	72.9	85.4	0.1%	14.5	94.3	0.1%	13.1	13.7%	32.8%	-13.9%	11%	62.6	101.1
	ECM	800.0	182.4	214.5	-41.5%	3.7	202.7	-14.3%	3.9	5.4%	11.1%	-61.4%	81%	3.0	16.3
	Erste Bank	1096.4	94.2	111.5	-1.6%	9.8	137.4	0.8%	8.0	20.8%	29.0%	-28.8%	4%	4.0	4.9
	Komerční banka	3980.0	294.3	312.9	0.7%	12.7	334.5	2.0%	11.9	6.6%	12.2%	-24.5%	6%	288.1	356.9
	Orco Property Group	1467.8	202.2	209.2	-7.8%	7.0	320.0	-17.3%	4.6	25.8%	4.6%	-54.2%	43%	5.7	12.5
	Pegas Nonwovens	565.0	53.1	74.1	-14.8%	7.6	72.8	-8.6%	7.8	17.1%	6.8%	-33.4%	25%	2.2	3.6
	Philip Morris CR	7200	586.3	475.8	-13.5%	15.1	619.9	-1.1%	11.6	2.8%	20.0%	-36.3%	38%	282.5	656.9
	Unipetrol	262.0	21.4	25.5	-8.0%	10.3	25.0	-4.6%	10.5	8.0%	12.2%	-24.5%	24%	17.2	31.8
	Zentiva	981.0	43.2	52.6	-1.5%	18.6	65.6	-1.6%	15.0	23.3%	25.8%	-37.6%	22%	35.4	83.3
									12.8						
									11.2	15.0%					
Maďarsko	Egis	17890	931	1484	-0.8%	12.1	1751	0.0%	10.2	37.1%	13.9%	-25.3%	13%	1282.6	1954.4
	FHB	1295	93	103	-10.3%	12.6	133	0.0%	9.8	19.4%	2.4%	-44.7%	10%	80.4	103.8
	Magyar Telecom	820	58	78	-0.4%	10.5	81	-2.8%	10.1	18.7%	3.7%	-23.4%	11%	64.3	96.2
	MOL	21700	2433	2311	-1.0%	9.4	2199	2.7%	9.9	-4.9%	3.7%	-23.4%	17%	1874.9	3303.2
	OTP	7120	793	896	-0.4%	7.9	994	-1.1%	7.2	12.0%	10.2%	-30.0%	14%	746.1	1246.3
	Cedon Richter	33330	1798	2303	-2.3%	14.5	2733	-1.4%	12.2	23.3%	14.7%	-35.1%	6%	2025.4	2562.9
									9.4						
									9.0	6.6%					

Všechny následující tabulky - zdroj: Thomson Financial, Bloomberg, Poznámky k tabulkám: Konsensuální odhady EPS pro roky 2008 a 2009 – 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 2008 a 2009 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 07/09 (= průměrný růst EPS v letech 2007-09) – 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 07	Konsensuální odhady I/B/E/S						Oček. růst EPS 07/09	Vůči 52-tý dennímu		Rozptyl odhadů EPS08		
				EPS 08	Změna za 1M	P/E 08	EPS 09	Změna za 1M	P/E 09		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Polsko	Aqora	42.83	1.82	2.16	-1.7%	19.9	2.70	-0.6%	15.8	21.7%	8.2%	-26.2%	15%	1.64	2.73
	Asseco	89.60	3.02	3.59	7.4%	25.0	3.82	5.7%	23.4	12.6%	14.3%	-52.1%	20%	2.83	4.35
	Bank Pekao	207.00	12.18	15.38	0.2%	13.5	17.35	0.2%	11.9	19.3%	27.0%	-25.6%	8%	13.15	18.19
	BZ WBK	188.40	13.43	13.95	-5.0%	13.5	15.52	-4.8%	12.1	7.5%	24.7%	-40.9%	8%	12.37	16.23
	BRE Bank	389.00	23.68	31.96	3.2%	12.2	32.35	-0.7%	12.0	16.9%	19.3%	-36.7%	15%	21.21	37.34
	Central Eur. Distribution Co.	58.17	1.69	2.35	3.0%	24.7	2.74	1.0%	21.2	27.4%	103.5%	-7.0%	6%	2.08	2.54
	Echo Investment	6.78	0.77	1.14	-50.4%	6.0	3.00	-20.1%	2.3	97.8%	27.2%	-41.7%	6%	2.08	2.54
	GTC	38.30	3.85	3.20	-22.1%	12.0	7.71	-20.5%	5.0	41.5%	22.2%	-33.6%	n.m.	1.14	1.14
	Grupa Kety	123.00	10.67	11.68	-4.6%	10.5	13.67	-3.2%	9.0	13.2%	13.7%	-49.8%	26%	2.22	4.21
	Grupa Lotos	35.70	5.69	4.32	-5.2%	8.3	4.08	-1.1%	8.7	-15.3%	15.0%	-40.3%	7%	10.40	12.40
	KGHM	103.60	18.99	15.32	-3.8%	6.8	13.61	8.9%	7.6	-15.4%	27.3%	-28.6%	18%	3.31	5.50
	LPP	2295.00	79.02	112.79	0.0%	20.3	132.66	0.0%	17.3	29.6%	88.0%	-15.3%	27%	7.49	21.72
	Netia	3.75	-0.69	-0.12	-2.8%	n.m.	-0.09	98.2%	n.m.	n.m.	10.0%	-22.7%	7%	105.69	126.91
	Opoczno	36.50	2.33	3.46	0.0%	10.6	4.61	0.0%	7.9	40.7%	5.8%	-38.9%	-219%	-0.36	0.15
	Orbis	58.50	3.22	3.99	0.1%	14.7	4.72	0.0%	12.4	21.1%	21.9%	-37.1%	20%	2.45	4.07
	PBG	322.60	7.56	11.50	0.0%	28.1	15.81	0.0%	20.4	44.7%	33.3%	-26.3%	41%	2.11	5.76
	PGNiG	4.89	0.21	0.31	1.9%	16.0	0.35	-0.2%	14.1	27.8%	20.1%	-19.8%	6%	10.85	12.24
	PGF	77.70	5.88	6.56	0.2%	11.8	7.53	0.1%	10.3	13.2%	14.3%	-38.0%	17%	0.26	0.41
	PKN	41.30	5.43	4.89	-8.0%	8.5	5.00	-2.0%	8.3	-4.1%	17.3%	-32.5%	9%	6.15	6.97
	PKO BP	47.05	2.90	3.19	0.9%	14.8	3.56	-0.1%	13.2	10.7%	21.8%	-20.6%	22%	2.75	6.97
Prokom	128.00	1.41	8.48	-9.9%	15.1	9.24	-13.6%	13.9	156.4%	27.9%	-26.6%	8%	2.81	3.90	
Signity	72.00	-6.26	2.38	26.6%	30.2	4.02	-2.5%	17.9	n.m.	20.0%	-21.7%	9%	7.96	9.00	
TPSA	21.93	1.62	1.75	-1.0%	12.5	1.86	-0.5%	11.8	7.2%	9.7%	-13.2%	58%	0.64	4.00	
TVN	23.93	0.70	1.23	-1.4%	19.5	1.42	1.6%	16.8	42.2%	22.7%	-14.2%	10%	1.46	2.25	
						12.8			11.2	12.0%					
Rusko	Baltika Brewery	45.00	3.27	3.48	-7.7%	12.9	4.49	7.5%	10.0	17.1%	4.7%	-11.8%	19%	3.02	3.94
	Cherepovets Severstal	22.65	1.96	2.45	6.3%	9.3	2.71	13.8%	8.4	17.6%	81.2%	-17.5%	17%	6.69	11.25
	Evraz Group	86.40	6.95	8.56	3.6%	10.1	8.33	1.1%	10.4	9.5%	165.8%	-14.2%	15%	1.05	1.76
	Gazprom	51.20	1.01	1.35	2.8%	9.5	1.59	11.0%	8.0	25.8%	52.7%	-15.1%	13%	7.95	12.12
	Lukoil	83.20	10.56	10.21	3.1%	8.1	10.09	5.1%	8.2	-2.3%	29.5%	-13.2%	18%	26.63	51.57
	Norilsk Nickel	280.30	40.23	35.81	2.0%	7.8	34.82	7.5%	8.1	-7.0%	64.8%	-10.6%	7%	5.33	7.03
	MTS	79.10	5.33	6.44	-0.8%	12.3	7.47	-0.4%	10.6	18.4%	51.0%	-25.2%	10%	0.30	0.39
	Novatek	8.18	0.25	0.32	4.6%	25.3	0.42	15.3%	19.6	28.4%	74.0%	-6.0%	17%	0.41	0.62
	Novolipetsk	4.30	0.38	0.49	9.7%	8.8	0.45	2.3%	9.6	8.5%	73.4%	-10.4%	25%	0.12	0.22
	Rostelcom	12.15	0.18	0.17	-7.9%	73.1	0.25	2.8%	49.3	16.0%	43.8%	-2.0%	22%	0.83	1.66
	Seventh Continent	23.10	1.07	1.17	0.4%	19.7	1.60	-0.7%	14.5	22.3%	1.5%	-21.3%	14%	2.06	3.01
	Suroutneftegaz	0.95	0.14	0.11	5.4%	8.5	0.10	0.5%	9.4	-14.2%	9.2%	-31.3%	46%	0.06	0.23
	Tatneft	6.45	0.72	0.73	7.3%	8.9	0.75	8.9%	8.6	2.5%	50.0%	-1.5%	10%	0.61	0.82
	Unified Energy	1.03	0.03	0.03	30.0%	30.7	0.03	0.0%	30.3	9.8%	4.3%	-24.8%	89%	0.00	0.08
	Vimpelcom	31.06	1.44	2.04	-1.6%	15.2	2.52	-1.8%	12.3	32.2%	72.4%	-31.7%	9%	1.67	2.36
						10.2			9.3	12.7%					

Tabulková část – Turecko

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS 07	Konsenzuální odhady I/B/E/S						Oček. růst EPS 07/09	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS08		
				EPS 08	Změna za 1M	P/E 08	EPS 09	Změna za 1M	P/E 09		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Turecko	Acibadem Saqlik	9.30	0.20	0.28	-5.9%	33.6	0.33	-19.9%	28.2	29.5%	31.0%	-10.6%	25%	0.21	0.35
	Adana Cimento	6.65	1.31	0.97	-7.3%	6.8	1.00	1.0%	6.6	-12.4%	33.0%	-33.8%	21%	0.70	1.30
	Akbank	6.05	0.68	0.83	-4.9%	7.3	0.94	-3.0%	6.4	17.7%	11.0%	-46.0%	13%	0.69	1.13
	Akcansa Cimento	5.45	0.97	0.88	0.7%	6.2	1.00	2.7%	5.4	1.6%	14.5%	-48.1%	30%	0.57	1.40
	Aksa	2.18	0.11	0.20	3.2%	10.7	0.52	0.0%	4.2	113.8%	29.8%	-49.8%	58%	0.12	0.29
	Aksiortta	5.16	0.40	0.37	0.5%	14.0	0.47	1.5%	11.0	8.6%	8.9%	-45.7%	23%	0.23	0.48
	Anadolu Cam	2.72	0.27	0.29	1.8%	9.4	0.35	-1.7%	7.8	14.5%	29.0%	-15.0%	31%	0.21	0.47
	Anadolu Efes	12.80	0.84	0.91	-1.5%	14.0	1.13	-0.8%	11.3	16.3%	27.6%	-16.3%	13%	0.63	1.04
	Arcelik	5.65	0.40	0.78	-16.6%	7.3	0.92	-23.5%	6.1	52.9%	10.8%	-54.1%	38%	0.36	1.36
	Beko Elektronik	0.83	-0.19	-0.12	2.8%	n.m.	0.22	0.0%	3.8	n.m.	7.8%	-61.0%	-223%	-0.35	0.18
	Brisa Bridgestone	56.00	6.97	8.58	0.0%	6.5	n.a.	n.m.	n.m.	n.a.	5.7%	-35.6%	n.m.	8.58	8.58
	Cimsa Cimento	7.00	1.99	1.04	2.4%	6.7	1.06	5.3%	6.6	-27.1%	14.8%	-35.8%	22%	0.79	1.36
	Denizbank	8.20	1.08	1.21	0.0%	6.8	1.42	0.0%	5.8	14.8%	3.1%	-46.4%	n.m.	1.21	1.21
	Doqan Yavin	2.66	1.05	0.14	-10.2%	19.6	0.28	0.0%	9.6	-48.5%	20.9%	-55.7%	131%	-0.20	0.32
	Eczacibasi Ilac	3.72	0.29	0.48	51.4%	7.8	0.73	170.4%	5.1	57.3%	4.5%	-46.5%	42%	0.26	0.66
	Enka Insaat	17.60	0.83	0.96	0.5%	18.3	1.16	0.0%	15.2	18.1%	46.7%	-15.0%	10%	0.84	1.10
	Ereqli Demir	9.70	0.95	1.08	5.0%	9.0	1.53	4.8%	6.3	27.3%	41.6%	-19.2%	31%	0.82	1.79
	Finansbank	5.05	0.57	0.64	0.0%	7.9	0.76	0.0%	6.6	15.5%	14.8%	-14.4%	n.m.	0.64	0.64
	Ford Otomotiv	11.30	1.38	1.52	-1.1%	7.4	1.59	-2.5%	7.1	7.3%	11.9%	-21.5%	14%	1.18	1.96
	Fortis Bank	1.43	0.22	0.33	0.0%	4.3	0.37	0.0%	3.9	29.7%	13.5%	-53.6%	n.m.	0.33	0.33
	Sabancı Holdings	4.36	0.54	0.65	4.1%	6.7	0.78	-0.5%	5.6	20.1%	6.9%	-46.5%	15%	0.43	0.78
	Hurriyet	2.18	0.29	0.29	-6.0%	7.4	0.38	-3.0%	5.8	13.4%	9.5%	-50.6%	27%	0.15	0.40
	KOC Holdings	3.92	0.94	0.71	2.4%	5.5	0.78	0.0%	5.0	-9.0%	7.1%	-42.8%	22%	0.59	1.01
	Migros	19.60	0.99	1.14	-1.4%	17.2	1.36	-5.1%	14.4	17.1%	26.1%	-16.6%	15%	0.96	1.49
	Petrol Ofisi	5.65	0.72	0.71	4.9%	8.0	0.77	-1.2%	7.3	3.4%	27.8%	-13.1%	20%	0.56	0.95
	Tofas	4.52	0.35	0.66	-11.1%	6.9	0.82	-17.9%	5.5	52.4%	11.3%	-34.5%	17%	0.57	0.96
	Trakya Cam	1.81	0.37	0.37	-0.5%	4.9	0.41	3.7%	4.4	5.6%	11.0%	-43.5%	14%	0.26	0.44
	Tupras	30.25	5.18	4.32	0.0%	7.0	4.55	0.9%	6.7	-6.3%	15.2%	-16.6%	20%	3.43	6.31
	Turk Demir Dokum	10.40	0.66	0.79	-33.2%	13.1	n.a.	n.m.	n.m.	n.a.	22.4%	-1.9%	84%	0.32	1.26
	Turk Ekonomi Bankasi	1.64	0.20	0.30	-6.5%	5.5	0.36	-17.8%	4.6	35.0%	24.2%	-51.4%	31%	0.19	0.37
	Turkcell	11.60	0.72	1.04	2.1%	11.1	1.19	0.1%	9.7	28.9%	69.3%	-16.5%	11%	0.86	1.16
	Turkiye Garanti	6.95	1.10	0.99	-3.0%	7.0	1.17	-1.4%	6.0	2.8%	18.8%	-37.9%	12%	0.84	1.23
	Isbank	5.15	0.62	0.74	-1.7%	6.9	0.87	0.9%	5.9	18.8%	9.6%	-40.8%	14%	0.58	1.00
	Turk Sise Cam	1.76	0.26	0.27	0.7%	6.4	0.34	4.7%	5.2	14.8%	15.0%	-39.3%	12%	0.21	0.31
	Vakifbank	2.64	0.41	0.46	-3.5%	5.7	0.53	-2.8%	4.9	13.8%	11.4%	-43.1%	13%	0.40	0.60
	Vestel Elek	1.75	0.34	-0.77	5.1%	n.m.	-0.07	-125.0%	-25.5	#NUM!	15.1%	-56.7%	n.m.	-0.77	-0.77
	Yapi Kredi Bank	2.72	0.25	0.32	-6.8%	8.4	0.40	-6.1%	6.7	27.1%	11.5%	-40.9%	12%	0.28	0.41
						8.4			7.1	12.0%					

KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

	Společnost	Událost
Duben 2008		
3.4.	Orco	Prezentace výsledků za rok 2007
16.4.	VIG	Čistá hodnota aktiv a budoucí očekávané zisky
22.4.	AAA Auto	Auditované výsledky za 2007 a výroční zpráva
23.4.	Unipetrol	Auditované výsledky za 2007
24.4.	Zentiva	Tržby za 1Q 2008
24.4.	TO2	Valná hromada 2008
29.4.	KB	Výsledky za 1Q a valná hromada
30.4.	Zentiva	Výroční zpráva 2007
30.4.	Unipetrol	Výroční zpráva 2007
30.4.	Pegas	Auditované výsledky za 2007 a výroční zpráva 2007
30.4.	Erste	Výsledky za 1Q 2008
Květen 2008		
6.5.	Erste	Valná hromada 2008
8.5.	VIG	Výsledky za 1Q 2008
9.5.	Erste	První obchodování bez nároku na dividendu za 2007
13.5.	Erste	Výplata dividend za 2007
14.5.	KB	Výsledky za 1Q 2008
15.5.	Unipetrol	Výsledky za 1Q 2008
15.5.	ČEZ	Výsledky za 1Q 2008
19.5.	Zentiva	Výsledky za 1Q 2008
21.5.	ČEZ	Valná hromada 2008
28.5.	ECM	Výsledky za 1Q 2008
28.5.	Pegas	Výsledky za 1Q 2008
29.5.	AAA Auto	Výsledky za 1Q 2008
29.5.	Orco	Výsledky za 1Q 2008

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
14.2.08	1 255	držet	13.11.07	1 090	akumulovat
8.6.07	1 045	držet	16.8.07	1 520	koupit
22.11.06	989	držet	25.5.07	1 760	koupit
18.10.06	989	koupit	16.3.07	1 650	koupit
1.8.06	962	koupit	7.11.06	1 460	akumulovat

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
27.2.08	93	redukovat	28.2.08	1 380	kupovat
31.1.07	98	akumulovat	1.10.07	1 880	akumulovat
3.2.06	68	koupit	14.6.07	2 160	akumulovat
			15.2.07	1 914	kupovat

Pegas			Philip Morris CR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
3.7.07	849	držet	6.12.07	8 800	držet
1.3.07	806	akumulovat	12.6.07	9 655	redukovat

VIG		
Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení
23.11.07	72	kupovat

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, 6
ČEZ	4, 5, 6
Komerční banka	4
ORCO	4
Philip Morris ČR	4
Teléfonica O2 Czech Republic	4, 6
Unipetrol	4, 6
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	30%	20%
Akumulovat	30%	20%
Držet	30%	40%
Redukovat	10%	20%
Prodávat	0%	0%

KONTAKTY

[HTTP://WWW.CSAS.CZ/ANALYZA](http://www.csas.cz/analiza)
Odbor Ekonomické a strategické analýzy

Ředitel odboru, investiční strategie

David Navrátil

+420/224 995 439

dnavratil@csas.cz

Makro tým (Střední Evropa)

Mária Hermanová (Fehérová)

+420/224 995 232

mhermanova@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

Akciový tým (CEE Real Estate)

Petr Bártek

+420/224 995 227

pbartek@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

jzidon@csas.cz**Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování**

Ředitel úseku

Petr Witowski

+420/224 995 800

pwitowski@csas.cz

Robert Novotný

+420/224 995 148

rnovotny@csas.cz

Libor Vošický

+420/224 995 592

lvosicky@csas.cz

Odbor Obchody treasury – ředitel odboru

Pavel Křivonozka

+420/224 995 565

pkrivonozka@csas.cz

Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru

Daniel Drahotský

+420/224 995 178

ddrahotsky@csas.cz

Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru

Dušan Vaškovic

+420/224 995 417

dvaskovice@csas.cz

Odbor Proprietary trading

Tomáš Černý

+420/224 995 197

tcerny@csas.cz

Oddělení Debt Capital markets - ředitel

Alice Racková

+420/224 995 197

arackova@csas.cz

Jolana Jarušková

+420/224 995 205

jjaruskova@csas.cz**Úsek Investiční bankovnictví**

Ředitel úseku

Jan Brabec

+420/224 995 816

jbrabec@csas.cz

Odbor Primární emise

Alice Racková

+420/224 995 197

arackova@csas.cz

Odbor Finanční instituce – ředitel odboru

Barbora Procházková

+420/224 995 338

bprochazkova@csas.cz

Odbor primární emise

Antonín Piskáček

+420/224 995 810

apiskacek@csas.cz

Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru

Jan Brabec

+420/224 995 816

jbrabec@csas.cz**Erste Bank Vídeň – Global Macro & CEE Equity**

Head of Research

Friedrich Mostböck

+43 501 00 119 02

friedrich.mostboeck@erstebank.at

Co-Head of CEE Equities

Henning Esskuchen

+43 501 00 196 34

henning.esskuchen@erstebank.at

Co-Head of CEE Equities

Guenther Artner

+43 501 00 115 23

guenther.artner@erstebank.at

akcie – sektor stavebnictví

Franz Hoerl

+43 501 00185 06

franz.horl@erstebank.at

akcie – sektor bankovnictví

Guenther Hohberger

+43 501 00 173 54

guenther.hohberger@erstebank.at

akcie – sektor bankovnictví

Angelika Zwerenz

+43 501 00 119 03

angelika.zwerenz@erstebank.at

akcie – sektor telekomunikace

Vera Sutedja

+43 501 001 1905

maria.veronika.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

akcie – broker

Michal Tobiáš

+420 224 995 491

michal.tobias@brokerjet.cz

akcie – broker

Jan Korb

+420 224 995 490

jan.korb@brokerjet.cz