

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

9.5.2008
Květen

Český akciový trh

- Na pražskou burzu zamířil nový titul - NWR
- A zase jsou tu výsledky – 1Q (Zentiva zveřejnila tržby, TO2 CR a CME celé výsledky za 1Q)
- Nový report na Pegas (doporučení držet a 12M cílová cena 505Kč)

Zahraníční akcie

- Speciální zaměření – uhlí, těžba a jeho spotřeba

Akcie	Kurz (Kč) 30.4.2008	Roční cílová cena (Kč)	Investiční doporučení (datum zveřejnění)	Oček. výnos p.a.	Komentář
-------	------------------------	---------------------------------	---	------------------------	----------

Investiční doporučení pro český akciový trh

CME	1 683,0	92,6 USD	Redukovat (27.2.08)	-13,4%	CME zveřejnilo výsledky za 1Q 2008, kdy překonalo naše i tržní očekávání. Tržby dosáhly 223,5mil. USD, provozní zisk 44,7mil. USD a čistý zisk 14,9mil. USD. Dále také společnost zveřejnila odhad tržeb za 2008- 1,1mld. USD a EBITDA 425mil. USD. Akcie po zveřejnění prudce rostla, ale budoucí korekce není vyloučena. Výsledky byly pozitivně ovlivněny slabým dolarem a růstem ceny za reklamu.
ČEZ	1 201,0	1255	Držet (14.2.08)	5,7%	Asi nejzajímavější zprávu, kterou jsme zachytili, bylo prohlášení Obchodního ředitele ČEZU A. Svobody, že do roku 2013 (kdy výrobci elektřiny začnou platit za emisní povolenky) chce společnost zvýšit váhu plynových elektráren na 20% ve výrobním mixu.
Telefónica O2 CR	495,4	700	Koupit (11.3.08)	47,9%	První čtvrtletní výsledky TO2 přinesly poměrně nepřijemné překvapení na straně nákladů a jeho OIBDA zisk tak klesnul o 4,5%. Společnost sice potvrdila své cíle pro rok 2008 a stále patří mezi naše preferované telekomy v regionu, určitá opatrnost je ale alespoň do příštích výsledků určitě na místě.
Komerční banka	3 969,0	4 400	Akumulovat (5.5.07)	n.a.	Komerční banka zveřejní výsledky za první čtvrtletí 14. května a investoři už se těší na dvouciferný růst zisku (naše očekávání +17 y/y) podpořený růstem úrokových sazeb ČNB a dobrou kondicí stavebních spořitelien.
Orco	1 366,0	V revizi	V revizi	--	Zdá se, že provozní výkonnost v prvním čtvrtletí ukáže opět výrazné zlepšení, které ale bude vymazáno rostoucími finančními náklady. Očekáváme, že celkově budou výsledky (29.5.) lepší než loňské slabé první čtvrtletí, což by mohlo akcii trochu podpořit. Spekulace o možném vstupu private equity investora do firmy jsou ale významějším hybatelem kurzu.
Philip Morris CR	5 925,0	8 800	Držet (6.12.07)	80,5%	PM ČR vyplatí hrubou dividendu 880Kč/akcii (rozhodný den byl v dubnu). Nicméně společnost sama přiznala, že nad očekávání dobré výsledky v 2007 byly z části způsobeny předzásobením. Výsledky za 1H tak budou pravděpodobně relativně špatné, což odráží i vývoj ceny PM ČR. Zlepšení až ve 2H 08.
Unipetrol	269,2	358	Koupit (17.3.08)	37,5%	Výsledky za rohem, ale nám velkou radost udělala zpráva, že nebylo třeba odstávky k instalaci chladicího zařízení. Celkově by 1. kvartál měl být počátkem velmi dobrého roku pro Unipetrol, který ve svých předpovědích čekáme.
Zentiva	916,6	1 120	Akumulovat (26.3.08)	24,5%	PPF učinilo veřejnou nabídku k převzetí Zentivy za 950Kč. Skupina PPF vlastní v Zentivě zhruba 20% a o jejím ovládnutí PPF se poslední dobou spekovalo. I když nabízená cena 950Kč za akcii není vzhledem k současnému kurzu nic moc, mohla by titul podpořit v případě slabších čtvrtletních výsledků. Vedení oznámilo, že nabídku zváží. Tržby 1Q dopadly dle očekávání.
Pegas	473,5	505	Držet (25.4.08)	6,7%	Vydali jsme nový report na Pegas, přičemž jsme ponechali doporučení držet. Negativní vývoj provozních marží z důvodu tlaku na pokles cen netkaných textilií a posilování koruny by mělo nadále setrvat s negativním dopadem na valuaci. V současnosti nevidíme příliš prostoru pro zlepšení.
ECM	809,5	1 380	Koupit (28.2.08)	84,6%	Zatímco samotná čísla za první čtvrtletí (28.5.) pravděpodobně mnoho neukáží, vyjádření managementu k situaci na trhu (především kreditním) bude v centru zájmu. Hlavní brzdou titulu je nyní stránka financování, takže zpráva o prodeji části investičního portfolia by mohla zapůsobit pozitivně.
AAA Auto	22,5	---	---	---	AAA Auto nabídlo novou službu poskytování servisních služeb za „přijatelné ceny“. Hlavním smyslem je přilákat a udržet zákazníky. Výsledky zveřejní společnost 29.5. a snad více naznačí co dále.
VIG	1 417,0	---	---	---	VIG dokončilo SPO (sekundární úpis), přičemž zaknihování skončilo 7.května a cena SPO byla 49,5 EUR za akcii. VIG sáhlo po SPO z důvodu koupě pojišťovacích aktiv Erste Bank.
NWR (IPO cena)	425,8	---	---	---	Společnost NWR vstoupila na burzu 6.5. s kurzem 425,8 Kč/akcii, tedy na horním rozmezí IPO. Celková emise dosáhla 83mil. ks akcií plus pravděpodobně i 15% skrze opce (nad úpis).

Poznámka: Roční cílová cena = cílová cena v horizontu 12 měsíců od datumu vydání investičního doporučení (viz závorka v následujícím sloupci). Očekávaný výnos p.a. se počítá jako ANUALIZOVANÝ podíl roční cílové ceny a aktuální ceny akcie. 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

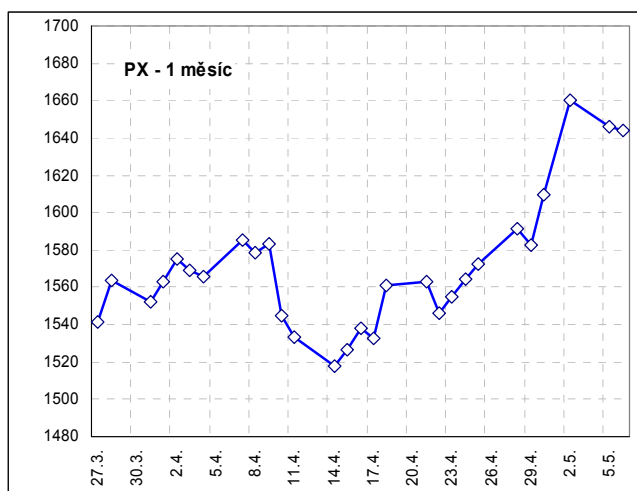
Lenka Slámová, tel: 224 995 289, islamova@csas.cz

Český akciový trh

Duben – málo obchodů, konec měsíce ve znamení růstu

Duben je už čtvrtým měsícem v řadě, kdy klesl celkový měsíční objem obchodů. Obchodování na pražské burze je od února pod dlouhodobým průměrem. Index se víceméně držel na stále stejné úrovni, až konec měsíce přinesl zlepšení. Celkově index PX během dubna o trochu posílil, a to o 3,7%. Dne 30. dubna uzavřel na hodnotě 1609,8 bodu a od konce března tak povyrosl nějakých 50 bodů. Minima index dosáhl 14.4., kdy klesl na hodnotu 1518 bodu, maxima pak na konci měsíce. Rozpětí minimální a maximální hodnoty je tedy 99 bodů.

Graf: Vývoj indexu PX za poslední měsíc



Nejvíce se dařilo akciím společnosti CME, které si polepšily o 22,4%. Druhou neúspěšnější společností je Erste Bank, které se dařilo již druhý měsíc v řadě, v dubnu si akcie přidaly 12,7 %. Dále se dařilo akciím AAA Auto (+4,5%), které v dubnu opět překonaly úroveň 20 Kč. V černých číslech také skončily akcie Komerční banky (+3,9%), Unipetrolu (+3,4%) a ECM (+2,0%).

Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

	Index / akcie (Kč)		% změna za		
	30.4.2008	31.3.2008	1M	3M	r.2008
PX	1609.8	1551.9	3.7%	2.8%	(11.3%)
CME	1683.0	1375.0	22.4%	5.1%	(20.1%)
Telefónica O2 CR	495.4	511.8	(3.2%)	(5.0%)	(9.1%)
ČEZ	1201.0	1220.0	(1.6%)	(2.5%)	(11.8%)
Erste Bank	1187.0	1053.0	12.7%	22.1%	(8.8%)
Komerční banka	3969.0	3820.0	3.9%	(2.5%)	(9.2%)
ECM	809.5	793.5	2.0%	(8.0%)	(31.9%)
Orco	1366.0	1447.0	(5.6%)	(20.7%)	(36.9%)
Pegas	473.5	550.0	(13.9%)	(28.2%)	(35.2%)
Philip Morris ČR	5925.0	7178.0	(17.5%)	(17.8%)	(25.3%)
Unipetrol	269.2	260.4	3.4%	(4.9%)	(20.3%)
Zentiva	916.6	966.0	(5.1%)	0.3%	(5.7%)
AAA Auto	20.4	19.5	4.5%	(7.6%)	(54.1%)
VIG	1220.0	1237.0	(1.4%)	(13.9%)	--

Naopak největším propadákem byly akcie Philip Morris, které částečně kvůli rozhodnému dni na 880 Kč dividendu ztratily 17,5% a dostaly se tak pod úroveň 6000 Kč. Dále výrazně ztratily akcie Pegas Nonwovens, a to -13,9%. Mírně si také pohoršily akcie Orco (-5,6%), Zentiva (-5,1%), Telefonica (-3,2%), ČEZ (-1,6%) a VIG (-1,4%).

A co se objemu obchodování týče - jak jsme již zmínili, dubnové objemy dosáhly dlouhodobého minima a sice 46,9 mld. Kč (průměr od ledna 2007 je 82,2 mld. Kč). Oproti březnu objemy klesly o dalších 20%. Majitele změnilo celkem 49,1 mil. ks akcií. Objemy obchodování akcií jednotlivých společností zůstávají víceméně stejně rozložené. Tradičně nejvíce se obchodovaly akcie společnosti ČEZ, v celkovém objemu 19,8 mld. Kč. ČEZ také 2.5. ukončil zpětný odkup akcií. Následují akcie Komerční banky (7 mld. Kč), Erste Bank (6,8 mld. Kč) a Telefónica O2 (6,3 mld. Kč). Na 5% z celkových objemů dosáhla Zentiva (2,4 mld. Kč). Nejméně se obchodovaly již tradičně akcie AAA Auto (pouze v objemu 23 mil. Kč). Následují akcie VIG (0,1 mld. Kč), které se také drží mimo hlavní zájem investorů. ECM, Pegas a Philip Morris se na celkových obchodech podílely méně než 1%, Orco, CME a Unipetrol pod 10%.

Tabulka: Objemy obchodování (zdroj: Pražská burza)

	Duben 2008		Březen 2008	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČEZ	19,8	42,26	23,4	41,24
Komerční banka	7,0	14,98	8,2	14,44
Erste Bank	6,8	14,41	8,4	14,73
Telefónica O2 CR	6,3	13,49	5,7	10,04
Zentiva	2,4	5,04	3,7	6,45
Unipetrol	1,5	3,28	3,0	5,21
CME	1,2	2,60	1,8	3,16
Orco	0,8	1,74	0,6	1,06
Philip Morris CR	0,4	0,82	0,5	0,89
Pegas	0,3	0,71	0,7	1,29
ECM	0,2	0,36	0,5	0,85
VIG	0,1	0,25	0,3	0,57
AAA Auto	0,02	0,05	0,04	0,07
NWR	--	--	--	--

Politika

Vláda schválila harmonogram vypnutí analogové vysílání na většině území ČR k 11. listopadu 2011. Nicméně Nova i TV Prima budou muset souhlasit s vrácením licencí na analogové vysílání. Nečekáme nijak vážný dopad na trh s TV reklamou a tedy ani na hospodaření CME.

V jiné zprávě údajně ministerstvo vnitra dostalo za úkol zpracovat možnost volit veřejné činitele pomocí emailu, potažmo i přes SMS. Nejdříve se mají zkusit e-volby do krajských zastupitelství, senátu a v poslední fázi i do parlamentu. Možnost volit do parlamentu elektronicky bychom mohli mít „už“ v roce 2014. Podle politologů by pravděpodobně utrpěly relativní pokles preferencí strany s konzervativní voličskou základnou, není tedy jisté, zda nakonec e-volba projde. Každopádně nápad to není špatný, alespoň by to pro mnohé znamenalo zúčastnit se.

CME: výsledky za 1Q 08 nad očekáváním

CME zveřejnilo koncem dubna výsledky za 1. čtvrtletí 2008, kdy tržby dosáhly 223,5mil. USD, EBITDA (zisk před úroky, daněmi a odpisy) 76,2mil. USD, provozní zisk 76,2mil. USD a čistý zisk 14,9mil. Kč. Výsledky byly nad našimi i tržními očekáváním a pozitivní reakce investorů na sebe nenechala dlouho čekat (akcie prudce vyrostly nad 100USD). Tržby meziročně vzrostly o 51% a EBITDA o 86%, nicméně v lokálních měnách by růst tržeb dosáhl 31% a EBITDA 56,4% (efekt slabšího dolaru). **I tak je 30% růst tržeb solidním výsledkem, přičemž CME těžilo ze zvýšení ceny za reklamu a zlepšení sledovanosti na klíčových trzích (ČR, Rumunsko).**

Vedení společnosti CME dále zveřejnilo svůj **odhad tržeb na celý rok 2008 ve výši 1,1mld. USD a EBITDA 425mil USD**. Tyto odhady odpovídají zhruba 30% meziročnímu růstu, přičemž první čtvrtletí naznačilo, že tento odhad může být dosažitelný. Připomínáme, že v našem modelu jsme počítali s meziročním růstem tržeb okolo 20% v roce 2008.

CME na přelomu února/března vydalo konvertibilní dluhopisy za 425mil. USD s realizační cenou přes 150USD/akcii (pokles ceny CME z obavy ze zředění). Trh dále spekuloval k čemu CME použije získané zdroje (viz. spekulace o koupi Seznam.cz), jelikož na koupi minoritního podílu Ukrajinské dcery potřebuje „jen“ zhruba 200mil. USD. Vedení oznámilo, že tyto zdroje CME poslouží k udržení silnější likvidní pozici v době vzrůstajícího utažení kreditních linek. CME však plánuje expanzi do Internetového segmentu a také do vybavení studií a vlastní produkce, lze tedy čekat, že získané zdroje využije i touto cestou. **Celkový CAPEX (investiční výdaje) odhaduje CME na 140mil. USD za celý rok 2008.**

Celkově vzato CME dosáhlo slušných výsledků a naše největší obavy, které se týkaly problémů na Ukrajině (relativně nízká sledovanost, cenová eroze), možnosti přelití zpomalení USA do Evropy, či vývoji v Rumunsku, se zdají v poslední době na ústupu. Lehce negativní by ve 2Q mohlo být pro CME (přesněji Novu) mistrovství Evropy ve fotbale (licenci má konkurenční Prima) a proto nelze vyloučit drobnou korekci. Necháváme prozatím doporučení Redukovat a 12M cílovou cenu 92,6USD.

Pegas: ponechání doporučení Držet, snížení cílové ceny na 505 Kč

Koncem dubna jsme vydali nový report na společnost Pegas, přičemž jsme ponechali doporučení Držet a snížili jsme 12M cílovou cenu na 505Kč (z 849). Hlavním bodem našeho reportu byly ceny za netkané textilie a dopad na marže Pegasu. Cenová vyjednávání na konci roku 2007 (pro rok 2008) se nesla ve znamení tlaku na jejich pokles, především u standardních typů textilií, dle slov vedení Pegasu (a to i přes mechanismus přenášení cen vstupů PP/PE na zákazníky). Důvody lze hledat ve **vyšší nabídce nad poptávkou (5% více produkční kapacity, než je poptávka) a také ve vysoké ceně PP/PE**. Růst cen vstupů (PP/PE) je sice přenášen na koncové zákazníky jako je P&G, ale u nich zde následně dochází k erozi marží (díky konkurenci jen stěží mohou promítat do koncových cen) a tudíž je logický tlak na snížení cen při cenových vyjednáváních.

Dalším negativním faktorem bude pravděpodobně v následujících letech vývoj provozních nákladů, jelikož přes 90% příjmů generuje Pegas v eurech, ale náklady (mzdy, energie) jsou v Kč. Česká koruna dlouhodobě posiluje (trend je 3% za rok) a pravděpodobně i nadále posilovat bude, což se samozřejmě v budoucnu projeví i v rychlejším růstu nákladů přepočteno na eura.

Neméně podstatným bude pro společnost Pegas vývoj trhu netkaných textilií (růst poptávky), při všeobecném poklesu porodnosti a investic konkurence do nových kapacit. My čekáme, že zde nadále potrvá mírný převis nabídky nad poptávkou, tudíž tlak na ceny a marže.

Pro rok 2008 čekáme pokles marže EBITDA (zisk před úroky, odpisy a daněmi) o zhruba 3pp na 28,6%, který se opírá i o zveřejněný výhled společnosti na rok 2008. Na následující roky čekáme již relativně pomalou erozi marží s tím, že by **marže EBITDA měla v roce 2014 dosáhnout zhruba 25,6%**.

Co by naopak mohlo v budoucnu Pegasu pomoci a zvrátit negativní vývoj ziskovosti?

- Větší podíl speciálních textilií s vyššími maržemi (dlouhodobý cíl společnosti, viz investice do nové linky)
- Evropští konkurenti mají relativně nízké provozní marže (okolo 10% vs. Pegas cca 30%), pokles cen je tedy limitován „přežitím“ některých firem (vyčištění trhu, snížení kapacity)
- Možný pokles cen ropy a PP/PE – snížení tlaku na pokles cen od zákazníků.
- Vývoj a výzkum – nový typ textilie se speciálními vlastnostmi

Celkově vzato aktuální situace (vysoká cena ropy – PP/PE vstupů, vyšší nabídka kapacit, silná koruna a uzavřená cenová jednání) nenahrává nějakému brzkému zlepšení ziskovosti. Zlepšení situace, dle našeho názoru, může nastat až v případě vyčištění trhu a při nových cenových vyjednávání (konec roku 2008). Pokud nenastane nějaká mimořádná událost, tak se ani cena akcie, dle našeho názoru, nemůže výrazněji zlepšit.

ČEZ: plány s plynovými elektrárnami

ČEZ oznámil, že do roku 2013 chce 20% své elektřiny vyrábět z plynových elektráren. No, na první pohled se zpráva může zdát jako málo významná, ve skutečnost v sobě skrývá mnohé „poselství“. Ona totiž současná struktura výrobních zdrojů byla a je tím hlavním důvodem, proč ČEZ dnes těží ze současných vysokých cen elektřiny. Variabilní náklady na výrobu elektřiny z vodních (zhruba 1-2 Eur za MWh), jaderných (8 Eur za MWh) a hnědouhelných elektráren (15 Eur za MWh) se pohybují hluboko pod současnou cenou elektřiny 64 Eur za MWh. Tak proč chce společnost razantně zvýšit podíl „mnohem dražších“ plynových elektráren?

Důvod je nasnadě, od roku 2013 s největší pravděpodobností začne platit povinnost pro výrobce elektřiny kupovat všechny emisní povolenky, a to může mít výrazný dopad na společnosti s vysokou orientací zejména na uhelné elektrárny. A to ČEZ s podílem 50% na celkové vyrobené elektřině rozhodně je. O tom jaký dopad bude mít tento „zatím jen návrh“ na ČEZ jsme již psali v březnovém čísle našeho měsíčníku. Ostatně fakt, že (podle našeho odhadu) 80% ceny emisní povolenky je již zahrnuto v ceně elektřiny a nebude tedy možné dodatečně náklady v důsledku placení za emisní povolenky přenést na zákazníky v podobě „plného“ zvýšení cen elektřiny, byl hlavní důvod a stěžejní téma našeho únorového reportu na ČEZ s doporučením Držet a cílovou cenou 1 255 Kč. Slova zaznívající z ČEZu tak jen v podstatě potvrzují fakt, že se společnost chce zvýšením podílu výroby elektřiny v plynových elektrárnách vyhnout velké závislosti na ceně povolenky pro svoje výrobní náklady. Spalování plynu je totiž o více než polovinu méně náročné na emise CO2. Na druhou stranu výrobní náklady (resp. cena) samotného plynu jsou podstatně vyšší než cena uhlí, takže dopad na výsledky ČEZu by měl být oproti naší prognóze (která s plynem nepočítala) víceméně neutrální. Takže potvrzujeme doporučení držet i cílovou cenu 1 255 Kč.

1Q 08 výsledky Telefónicy s otázkami

Telefónica O2 po velmi dlouhé době nedokázala naplnit očekávání trhu, když meziročně zvýšila zisk jen o 5,4% na 7,56 Kč/akcii. Na vině byly především nečekaně vysoké provozní náklady spojené s přechodem do nových prostor a také odpisy pohledávek na Slovensku (!). Kromě toho se neopakovalo loňské zvýšení tarifů na pevných linkách, které proto klesaly více, než jsme očekávali. OIBDA marže tak klesla o 4,5% kvůli nižším tržbám i vyšším provozním nákladům.

I když management společnosti označil většinu nárůstu u nákladů za víceméně dočasný jev a potvrdil své výhledy tržeb a OIBDA, jsme po těchto výsledcích opatrní. Ztráty ze slovenského start-up se pravděpodobně zvyšují a stejně jako u vyšších nákladů na nájemné si musíme na jejich „jednorázovost“ počkat. Také konkurence na mobilním trhu a trhu vysokorychlostního internetu roste a může tak převážit očekávané velké zakázky v oblasti ICT (které nesou nižší marže). Vzhledem k tomu, že se TO2 nyní obchoduje jen s mírnou premií nad ostatními telco tituly v regionu při výrazně lepší struktuře tržeb a se silnějším postavením na trhu, nevidíme zatím důvod ke změně našeho pozitivního investičního doporučení.

Unipetrol: čekání na Godota

Unipetrol na konci dubna oznámil, že ethylenová jednotka je opět v provozu na plný výkon poté, co byl úspěšně instalován opravený chladicí systém. Co je rovněž důležité, nebylo k tomu potřeba žádné odstávky. Unipetrol také oznámil, že poškozený chladicí systém by měl dopad okolo 30 mil. Kč na provozní zisk v 1. čtvrtletí 2008, což jsou zhruba necelá 2% našeho očekávaného provozního zisku za uplynulý kvartál. To je pro Unipetrol určitě dobrá zpráva, protože všichni ještě máme v paměti odstávky v loňském roce a ty dost výrazně ovlivnily ziskovost Unipetrolu ve druhém pololetí. Vzhledem k tomu, že Unipetrol zveřejňuje výsledky za první kvartál 15. května (tedy krátce po zveřejnění tohoto čísla měsíčníku), je vhodné připojit i pár komentářů k tomuto čtvrtletí. Půjde totiž o svým způsobem „zlomové“ tři měsíce – poprvé společnost začala najíždět na vyšší petrochemickou kapacitu a i když některé jednotky ještě zdaleka nejdou na 100% (viz například výše zmíněná ethylenová jednotka), tak čísla budou mnohem lepší než minulá dvě čtvrtletí. Na druhou stranu budou trochu zaostávat za loňským prvním čtyřletím, které bylo hlavně díky téměř rekordním maržím velmi dobré. Tak jako tak, výsledky mohou znamenat dobrý start do nového roku, ale k dosažení celoroční prognózy bude muset Unipetrol najet na vyšší využitelnost jednotek a i marže by měly mírně vzrůst. My v to věříme a proto necháváme Unipetrol na doporučení kupovat a cílové ceně 358 Kč.

VIG: úpis nových akcií a dividendy

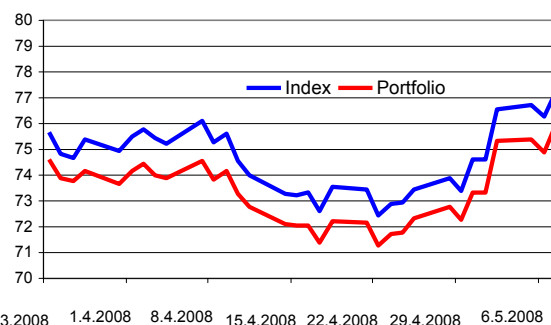
Nejsledovanější zprávou týkající se akcií skupiny Vienna Insurance Group (VIG) je navyšování základního kapitálu vydáním 23 milionů nových akcií. Pojišťovna tím chce podpořit růst v zemích střední a východní Evropy a financovat činnosti související s akvizicí pojišťovacích aktivit Erste Bank. Úpisovací období probíhalo od 22. dubna do 7. května a maximální cena byla stanovena na 54 eur za akcii. Konečná cena SPO byla 49,5 EUR a akcie byly několikrát přepsané, což je pro VIG pozitivní. Kapitál skupiny se zvýšil ze 105 milionů akcií na 128 milionů akcií.

Zajímavou zprávou je rovněž schválená dividendy ve výši 1,1 euro na akcii (tj. při kurzu 25 Kč za euro 27,5 Kč), která je o 34,1 % vyšší než v loňském roce.

Modelové portfolio ČR

V posledním měsíci naše modelové portfolio při absolutním růstu o 2% mírně překonalo o 0,2% i srovnávací index (připomínáme, že index je počítán včetně zpětného započtení dividend „total return“ tedy se započítanými dividendami). Od počátku roku jsme nicméně stále o 1,3% pod výkonností benchmarku. Zatímco proti našemu očekávání poměrně dobré výsledky a také menší akvizice podpořily akcie CME, Philip Morris po rozhodném dni na velmi vysokou dividendu (880 Kč na akcii) dále klesal v předtuše špatných výsledků za první pololetí v souladu s naší predikcí. Z ostatních titulů stojí za zmínku bez výrazných impulzů mírně outperformující ECM (v kontrastu s dále propadnuvším Orcem).

My jsme po nelichotivých čtvrtletních výsledcích mírně zkorigovali náš pozitivní názor na Telefónicu a přesunuli jsme z ní část váhy (0,9%) do akcií Orca. I když na realitním trhu stále panuje nejistota ohledně financování, současný cca 40% diskont vůči NAV a lepší kondice středoevropských realitních trhů ve srovnání se zbytkem kontinentu nás vede k dorovnání jeho váhy na neutrální úroveň.



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	1 257	8,1%	7.2.2008	9,1%
CME	1 695	6,9%	7.2.2008	9,1%
ECM	838	12,8%	7.2.2008	9,1%
Komerční banka	4 255	10,2%	7.2.2008	9,1%
Orco Property Group	1 450	9,1%	7.2.2008	9,1%
Pegas	505	7,9%	5.3.2008	9,1%
Philip Morris CR	5 790	4,4%	7.2.2008	9,1%
Telefónica O2 CR	502	12,1%	7.2.2008	9,1%
Unipetrol	270	9,4%	5.3.2008	9,1%
Zentiva	1 000	7,9%	2.4.2008	9,1%
VIG	1 271	9,3%	5.3.2008	9,1%
Cash	--	1,9%	2.4.2008	0,0%

Zásady konstrukce portfolia a srovnávacího benchmarku naleznete zde:

http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/portfolio_2007_11_2_9.pdf

Akcie - základní informace

	CME	Telefónica O2 CR	ČEZ	Erste Bank	Komerční banka	Orco Prop. Group	Philip Morris CR	Unipetrol	Zentiva	ECM	Pegas nonnov.
Doporučení	redukovat	koupit	držet	--	akumulovat	v revizi	držet	koupit	akumulovat	koupit	držet
12-měs. cílová cena (Kč)	92,6 USD	700	1255	--	4,400	v revizi	8,800	358	1,120	1,380	505
Cena (Kč) (7.5.)	1,681	498.3	1253.0	1,210	4,297	1,433	5,783	270.5	1016.0	848.6	500.6
Roční min (Kč)	1,297	450.5	995.6	883	3,210	1,256	5,783	244.3	807.5	776.1	465.0
Roční max (Kč)	2,213	614.3	1423.0	1,741	4,509	3,576	11,251	343.8	1472.0	855.0	561.0
Tržní kapital. (mld. Kč)	71.1	160.5	741.9	382.7	163.3	15.0	15.9	49.1	38.7	3.6	4.6
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	197.0	49.7	19.0	67.5	52.1	14.7	25.7	17.7	13.9	8.3	5.6
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	5.8	8.3	10.8	29.0	37.8	7.3	4.7	7.3	21.4	196.1	-284.1
EV/EBITDA	5.5	4.0	5.1	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
Čisté 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	21.5	16.4	13.0	17.7	14.6	14.7
P/BV	3.7	1.9	2.0	3.2	2.9	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	0.74	0.63	--	0.65	0.59	0.58

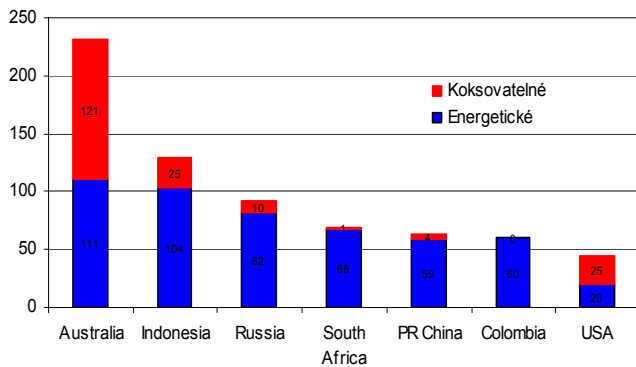
SVĚT

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

Speciální zaměření – uhlí, těžba a jeho spotřeba

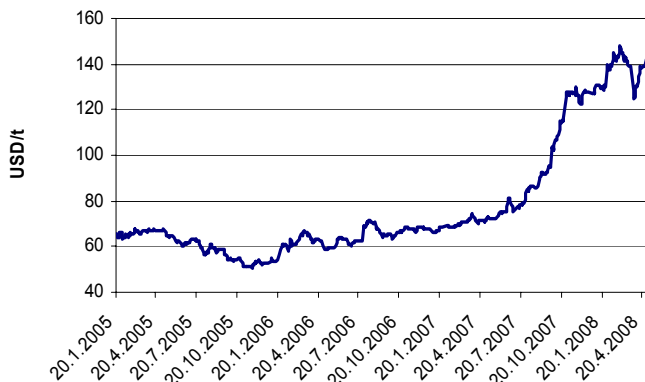
V souvislosti se vstupem společnosti NWR na burzu není od věci se podívat na světový a regionální trh s uhlím a na hlavní hybné síly v pozadí současného prudkého růstu cen této komodity. Uhlí je komodita, která se masově využívá především k výrobě elektřiny (tzv. energetické uhlí) a pak je také téměř nenahraditelnou vstupní surovinou pro výrobu železa a oceli (ať už koksárenské uhlí nebo přímo koks). Zatímco v Evropě (hlavně západní) a rozvinutých zemích obliba uhlí jako zdroje pro výrobu elektřiny klesá kvůli jeho dopadům na životní prostředí, celosvětově je stále důležitým zdrojem. Ve srovnání s ropou (41 let) a plynem (63 let) jsou totiž jeho zásoby vysoké – odhadují se na současnou úroveň produkce na 150 let – a rozložené „rovnoměrně“ do 70. zemí. Také jeho těžba a doprava je výrazně jednodušší než u ropy a plynu. Spotřeba uhlí tak celosvětově dlouhodobě roste o zhruba 2,5% ročně. Největšími producenty černého uhlí (relevantní pro NWR) jsou Čína, USA a Indie, největšími exportéry pak Austrálie a Indonésie. U koksovatelného uhlí (které tvoří 60% produkce NWR) jednoznačně dominuje Austrálie (65%) následovaná USA a Indonésií (oba 13%).

Top exportéři černého uhlí:



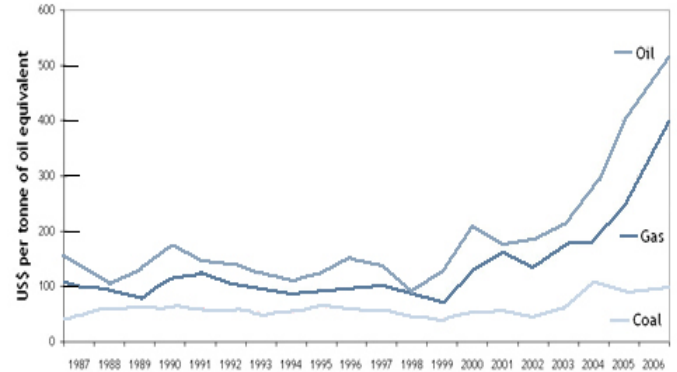
Zdroj: WCI

Z výše popsaného je zřejmé, že uhlí se dlouhodobě netýká problémy typu globálně nedostatečných zásob nebo nerovnoměrné regionální rozložení jako u ropy. Nicméně krátkodobě a střednědobě jsou jeho ceny určovány ekonomickým a průmyslovým cyklem, cenami substitutů a situací v logistických řetězcích. V současnosti světové ceny obou typů uhlí (spalované i koksárenské) výrazně rostou díky několika faktorům. V roce 2007 ceny energetického uhlí v Evropě vzrostly o téměř 90% a v 1. kvartále roku 2008 tento trend pokračuje:



Zdroj: Bloomberg

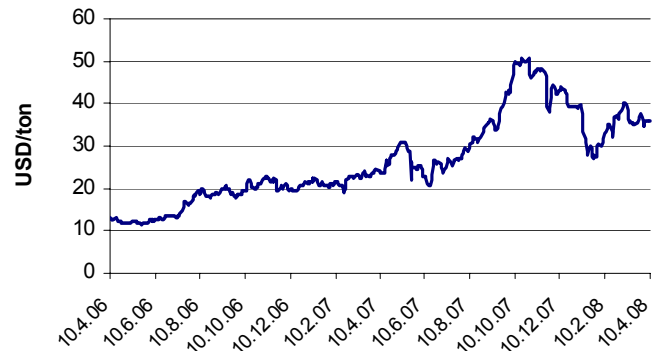
Poptávka po uhlí především v Asii a Východní Evropě v současnosti silně roste, což je vidět ve zrychlení celosvětové spotřeby uhlí v posledních deseti letech na 3,5% ročně. Růst těchto rozvojových trhů je z velké části tažen průmyslem, na preferenci výroby energie z uhlí také v posledních letech tlačí růst cen ropy.



Zdroj: BP

Hlavní exportní země dlouhodobě neinvestovaly do infrastruktury, takže např. Austrálie nyní nemá dostatečnou kapacitu přístavů pro zvýšení exportu. První nové kapacity přístavů jsou plánovány k otevření v roce 2010 a později. Obdobná situace panuje i u přepravních kapacit.

Dopravní náklady J. Afrika - Rotterdam



Zdroj: Bloomberg

Zatímco se loděnice v minulých letech soustředily na stavbu tankerů pro ropu, kapacity pro přepravu pevných materiálů přestaly stačit. Důsledkem je růst dopravních nákladů (viz graf výše), což zvyšuje ceny uhlí v oblastech závislých na importu (např. Evropa). Stejně jako u přístavů lze uvolnění situace čekat nejdříve za rok a půl.

V Evropě jsou produkčními centry oblasti Porúří, Slezska a Donbas. Těžba uhlí v Porúří je postupně utlumována, stejně tak klesá produkce i na polské straně Slezské oblasti. Místní státní podniky mají velmi nízkou rentabilitu a nedostatečně investují do nových zařízení. Ukrajinské doly jsou na tom ještě hůře než ty polské. Ve střední Evropě tak nyní panuje situace asi 10% nedostatku místní produkce, která je nahrazována dovozy z Ruska a ze zámoří. Ceny na místním trhu tak jsou efektivně taženy cenami světovými, zvýšenými o (nemalé) přepravní náklady. Pro NWR je toto ideální prostředí i přes jeho relativně vysoké produkční náklady (hlubinná těžba je typicky výrazně dražší než povrchová převažující např. v Rusku či USA).

Tabulková část – Česká republika, Maďarsko

Země	Akcie	Poslední kurz	Konsensuální odhad / P/E/S							Oček. růst	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS08		
			EPS07	EPS08	Změna za 1M	P/E08	EPS09	Změna za 1M	P/E09		EPS07/09	Minimu	Maximu	SD	Min.
Česká republika	Telefonica CZ CR	498.5	32.2	34.5	0.3%	14.5	36.6	-0.8%	13.6	6.6%	13.6%	-19.7%	13%	28.1	46.5
	QWE	1731.0	34.6	63.9	0.3%	27.1	88.7	3.2%	19.5	60.2%	40.8%	-16.1%	13%	2.9	4.7
	ČEZ	1233.0	72.9	86.9	1.7%	14.2	95.7	1.5%	12.9	14.6%	24.4%	-14.1%	8%	74.0	101.1
	ECM	839.0	184.3	287.1	32.4%	2.9	204.8	0.0%	4.1	5.4%	16.5%	-56.5%	62%	6.4	16.4
	Erste Bank	1220.6	94.8	111.9	-0.4%	10.9	136.9	-1.1%	8.9	20.1%	42.6%	-20.9%	4%	4.1	4.9
	Komerční banka	4035.0	294.3	311.3	-0.1%	13.0	333.3	-0.4%	12.1	6.4%	13.4%	-22.5%	7%	276.2	356.9
	Orco Property Group	1460.2	203.6	228.5	8.5%	6.4	359.9	11.7%	4.1	33.0%	19.4%	-54.3%	53%	5.7	12.5
	Pecas Norwovens	505.0	51.2	79.2	6.1%	6.4	73.5	0.2%	6.9	19.8%	10.3%	-40.4%	25%	2.2	3.6
	Philio Morris CR	579.9	582.5	545.8	14.7%	10.6	620.3	0.1%	9.3	3.2%	1.2%	-48.7%	23%	370.8	656.9
	Unipetrol	268.7	21.4	26.2	3.0%	10.2	25.4	2.9%	10.6	9.0%	13.4%	-22.5%	25%	17.2	31.8
	Zentiva	987.0	43.2	50.4	-3.5%	19.6	61.1	-6.0%	16.1	19.0%	26.5%	-34.1%	26%	35.4	83.3
									13.0		11.4	15.3%			
Maďarsko	Egis	1789.0	93.1	149.5	-0.4%	12.0	172.7	-1.4%	10.4	36.2%	13.9%	-25.3%	14%	1282.6	1954.4
	FHB	132.0	9.1	9.9	-3.8%	13.4	13.3	0.0%	10.0	20.5%	9.0%	-43.7%	11%	80.4	103.8
	Magyar Telecom	86.3	5.8	7.9	0.8%	11.0	8.2	0.6%	10.5	19.3%	9.1%	-18.6%	11%	64.3	96.2
	MOL	2340.0	243.3	229.0	-1.0%	10.2	222.7	1.2%	10.5	-4.3%	9.1%	-18.6%	18%	1847.3	3303.2
	OTP	718.0	79.3	89.3	0.6%	8.0	99.3	-0.1%	7.2	11.9%	18.8%	-24.6%	13%	746.1	1246.3
	Gedeon Richter	3420.0	179.8	226.4	-1.8%	15.1	266.4	-1.3%	12.8	21.7%	15.7%	-34.5%	5%	2025.4	2443.4
									9.9		9.3	6.8%			

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	Konsenzuální odhady I/B/F/S						Oček. růst	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS08		
				EPS 08	Změna za 1M	P/E 08	FPS 09	Změna za 1M	P/E 09		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Polsko	Agora	41.01	1.82	2.16	0.0%	19.0	2.70	0.0%	15.2	21.7%	6.7%	-29.3%	15%	1.64	2.73
	Asseco	90.60	2.85	3.33	-7.1%	27.2	3.30	-13.8%	27.5	7.6%	15.6%	-51.6%	19%	2.83	4.06
	Bank Pekao	196.60	12.18	15.36	-0.1%	12.8	17.29	-0.3%	11.4	19.1%	20.6%	-29.4%	6%	14.35	17.42
	BZ WBK	165.50	13.43	14.00	0.3%	11.8	15.55	0.2%	10.6	7.6%	9.5%	-47.5%	9%	11.70	16.23
	BRE Bank	366.00	23.68	31.66	1.4%	11.6	33.11	2.4%	11.1	18.3%	12.2%	-40.4%	16%	21.21	37.34
	Central Eur. Distribution Co.	64.84	1.69	2.39	1.6%	27.1	2.87	4.6%	22.6	30.3%	105.5%	-2.9%	9%	2.08	2.72
	Echo Investment	6.67	0.77	1.14	0.0%	5.9	3.00	0.0%	2.2	97.8%	25.1%	-40.9%	n.m.	1.14	1.14
	GTC	36.84	3.85	3.32	4.9%	11.1	7.65	-5.0%	4.8	40.9%	17.5%	-35.6%	25%	2.18	4.21
	Grupa Kety	117.00	10.68	11.54	-1.2%	10.1	13.46	-1.5%	8.7	12.3%	8.1%	-52.2%	7%	10.40	12.37
	Grupa Lotos	33.50	5.62	4.35	0.7%	7.7	4.15	2.0%	8.1	-14.1%	8.0%	-44.0%	18%	3.31	5.41
	KGHM	104.00	18.99	15.22	-1.3%	6.8	13.70	2.1%	7.6	-15.1%	27.8%	-28.3%	21%	7.35	18.61
	LPP	2350.00	79.02	111.96	-0.7%	21.0	141.46	6.6%	16.6	33.8%	46.8%	-13.2%	11%	97.68	126.91
	Netia	3.60	-0.69	-0.08	-31.4%	n.m.	-0.08	-18.9%	n.m.	n.m.	5.6%	-25.8%	-323%	-0.36	0.15
	Opoczno	29.11	2.56	3.93	13.5%	7.4	4.87	5.6%	6.0	37.9%	4.0%	-51.2%	5%	3.78	4.07
	Orbis	58.00	3.22	3.56	-10.8%	16.3	3.69	-22.0%	15.7	7.0%	20.8%	-35.5%	44%	2.11	5.76
	PBG	301.90	7.63	11.83	2.8%	25.5	16.24	2.7%	18.6	45.9%	24.8%	-30.9%	5%	11.41	12.24
	PGNIG	4.23	0.21	0.32	3.0%	13.4	0.34	-0.6%	12.3	27.4%	5.8%	-30.7%	17%	0.26	0.41
	PGF	81.10	5.92	6.97	6.3%	11.6	7.82	3.9%	10.4	14.9%	19.3%	-35.3%	n.m.	6.97	6.97
	PKN	41.98	5.43	4.73	-2.3%	8.9	4.85	-2.1%	8.7	-5.5%	19.3%	-31.4%	24%	2.89	6.97
	PKO BP	46.90	2.90	3.17	0.4%	14.8	3.58	0.6%	13.1	11.0%	21.4%	-20.8%	9%	2.81	3.90
	Sianitv	67.30	-6.38	2.47	3.4%	27.3	4.67	16.2%	14.4	n.m.	12.2%	-26.8%	64%	0.64	4.00
	TPSA	22.72	1.62	1.73	-1.5%	13.2	1.84	-0.8%	12.4	6.6%	13.7%	-10.1%	6%	1.46	1.91
	TVN	22.80	0.70	1.24	1.3%	18.3	1.45	2.2%	15.7	43.7%	16.9%	-15.2%	8%	1.12	1.36
						12.5			10.9	11.5%					
Rusko	Baltika Brewery	43.05	3.46	3.46	-0.5%	12.4	4.47	-0.5%	9.6	13.6%	0.1%	-15.6%	18%	3.02	3.90
	Cherepovets Severstal	25.11	1.92	2.61	5.9%	9.6	2.81	1.0%	8.9	21.0%	100.9%	-8.5%	16%	7.15	11.50
	Evraz Group	102.50	6.70	9.71	12.1%	10.6	9.70	11.1%	10.6	20.3%	215.4%	-8.9%	17%	1.05	1.76
	Gazprom	53.00	1.00	1.35	-0.3%	9.8	1.62	1.6%	8.2	27.4%	58.0%	-12.1%	20%	7.95	15.77
	Lukoil	89.80	11.48	10.91	5.8%	8.2	10.83	7.4%	8.3	-2.9%	39.8%	-6.3%	18%	26.63	51.57
	Norilsk Nickel	274.00	40.19	34.91	-2.5%	7.8	32.75	-5.9%	8.4	-9.7%	61.1%	-12.6%	6%	5.33	6.90
	MTS	75.15	5.25	6.40	-0.3%	11.7	7.37	-1.9%	10.2	18.5%	43.4%	-29.0%	11%	0.31	0.39
	Novatek	7.50	0.25	0.33	1.6%	22.8	0.45	8.6%	16.5	34.4%	59.6%	-13.8%	17%	0.37	0.64
	Novolipetsk	4.70	0.38	0.51	3.3%	9.3	0.53	13.0%	8.9	18.5%	89.5%	-6.9%	25%	0.12	0.22
	Rostelcom	11.75	0.18	0.17	0.0%	70.7	0.25	0.0%	47.6	15.9%	35.8%	-5.5%	20%	0.83	1.55
	Seventh Continent	24.50	1.39	1.20	2.3%	20.4	1.60	0.3%	15.3	7.5%	7.7%	-16.2%	16%	2.06	3.20
	Suraufneftegaz	0.98	0.14	0.12	10.2%	8.0	0.11	11.6%	8.7	-10.4%	12.9%	-28.9%	40%	0.06	0.23
	Tatneft	6.40	0.79	0.85	17.4%	7.5	0.89	18.1%	7.2	6.3%	48.8%	-3.3%	23%	0.72	1.31
	Unified Energy	0.98	0.03	0.03	-4.2%	30.5	0.04	11.8%	25.8	18.4%	15.7%	-27.7%	96%	0.00	0.08
	Vimpelcom	30.40	1.44	2.01	-1.4%	15.2	2.50	-2.3%	12.2	31.7%	68.7%	-33.2%	9%	1.67	2.36
						10.2			9.2	14.1%					

Tabulková část – Turecko

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS 07	Konsensuální 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 Sadlik	9.85	0.16	0.22	-21.7%	45.5	0.45	36.4%	21.9	67.7%	38.7%	-5.3%	53%	0.14	0.35
	Adana Cimento	5.40	1.32	1.04	2.3%	5.2	1.10	6.5%	4.9	-9.0%	8.0%	-46.3%	21%	0.70	1.42
	Akbank	6.65	0.68	0.83	-0.5%	8.0	0.95	-0.4%	7.0	17.9%	22.0%	-40.6%	15%	0.69	1.23
	Akanssa Cimento	5.75	0.97	0.85	-4.0%	6.7	0.99	-1.6%	5.8	1.0%	20.8%	-45.2%	29%	0.61	1.40
	Aksa	2.16	0.12	0.22	0.0%	9.8	0.52	0.0%	4.2	112.5%	28.6%	-46.8%	65%	0.12	0.32
	Aksiortta	6.50	0.40	0.36	-3.0%	18.1	0.46	-2.1%	14.0	7.1%	37.1%	-31.6%	21%	0.23	0.48
	Anadolu Cam	2.96	0.22	0.31	3.5%	9.5	0.40	9.2%	7.4	33.8%	40.4%	-7.5%	29%	0.21	0.48
	Anadolu Efes	11.70	0.83	0.90	-2.4%	13.0	1.16	1.8%	10.1	18.2%	16.6%	-23.5%	18%	0.58	1.16
	Arcelik	5.70	0.40	0.69	-3.8%	8.2	0.85	-3.8%	6.7	46.6%	11.8%	-53.7%	35%	0.36	1.37
	Beko Elektronik	0.89	-0.23	-0.18	42.4%	n.m.	0.00	-100.0%	#DIV/0!	n.m.	15.6%	-58.2%	-93%	-0.39	-0.04
	Brisa Bridgestone	58.50	7.19	9.81	10.8%	6.0	n.a.	n.m.	n.m.	n.a.	10.4%	-32.8%	n.m.	9.81	9.81
	Cimsa Cimento	6.25	2.01	1.06	-0.8%	5.9	1.08	-0.2%	5.8	-26.6%	3.3%	-42.7%	26%	0.72	1.51
	Denizbank	8.10	1.08	1.21	0.0%	6.7	1.42	0.0%	5.7	14.8%	2.5%	-46.7%	n.m.	1.21	1.21
	Docan Yavin	2.70	1.05	0.11	-27.1%	25.1	0.20	-27.4%	13.3	-56.0%	22.7%	-55.0%	147%	-0.20	0.21
	Eczacibasi Ilac	4.00	0.30	0.46	-3.3%	8.7	0.46	-37.1%	8.7	24.0%	12.4%	-38.0%	61%	0.26	0.66
	Enka Insaat	17.80	0.83	0.94	-0.3%	18.9	1.14	0.6%	15.6	17.4%	48.3%	-14.0%	11%	0.84	1.10
	Erecli Demir	12.00	0.81	1.06	-2.5%	11.4	1.51	-2.1%	7.9	36.9%	75.2%	0.0%	25%	0.82	1.78
	Finansbank	5.30	0.57	0.64	0.0%	8.3	0.76	0.0%	7.0	15.5%	20.5%	-10.2%	n.m.	0.64	0.64
	Ford Otomotiv	12.20	1.38	1.53	-0.9%	8.0	1.61	-0.5%	7.6	8.1%	20.8%	-15.3%	16%	1.21	2.15
	Fortis Bank	1.45	0.22	0.33	0.0%	4.4	0.37	0.0%	3.9	29.7%	15.1%	-52.9%	n.m.	0.33	0.33
	Sabancı Holdinas	4.92	0.55	0.64	-2.5%	7.7	0.78	-1.2%	6.3	18.9%	20.6%	-39.6%	14%	0.43	0.78
	Hurivet	2.24	0.22	0.24	-5.9%	9.1	0.36	-4.6%	6.1	28.2%	12.6%	-47.6%	22%	0.15	0.34
	KOC Holdinas	4.46	1.02	0.69	-4.7%	6.4	0.79	0.7%	5.6	-11.6%	21.9%	-34.9%	22%	0.51	1.01
	Migros	19.90	0.95	1.18	1.0%	16.8	1.39	0.0%	14.4	20.9%	28.0%	-15.3%	14%	0.97	1.49
	Petrol Ofisi	5.95	0.65	0.67	-4.6%	8.9	0.78	-0.8%	7.7	9.7%	34.6%	-8.5%	19%	0.44	0.90
	Tofas	4.84	0.35	0.63	-0.9%	7.7	0.78	-1.5%	6.2	48.7%	19.2%	-29.9%	17%	0.54	0.93
	Trakva Cam	1.95	0.36	0.36	-3.5%	5.4	0.42	1.0%	4.6	8.0%	19.6%	-39.1%	18%	0.26	0.49
	Tuoras	30.00	5.18	4.38	0.5%	6.8	4.79	4.0%	6.3	-3.9%	14.3%	-17.2%	21%	3.34	7.21
	Turk Demir Dokum	10.70	0.72	0.86	0.0%	12.4	n.a.	n.m.	n.m.	n.a.	23.7%	-5.3%	87%	0.34	1.39
	Turk Economi Bankasi	1.65	0.19	0.27	-7.2%	6.1	0.33	-11.3%	5.0	33.0%	25.0%	-51.1%	26%	0.19	0.37
	Turkcell	10.40	0.72	1.06	-1.2%	9.8	1.23	0.0%	8.4	31.1%	36.8%	-25.2%	13%	0.89	1.28
	Turkiye Garanti	6.85	1.10	1.01	1.0%	6.8	1.19	0.9%	5.8	3.8%	17.1%	-38.8%	13%	0.84	1.34
	Isbank	5.60	0.62	0.73	-1.6%	7.6	0.88	0.0%	6.4	19.3%	19.1%	-35.6%	16%	0.54	1.00
	Turk Sise Cam	1.93	0.27	0.27	-2.5%	7.2	0.33	-1.1%	5.8	11.2%	26.1%	-33.4%	18%	0.16	0.32
	Vakifbank	2.60	0.41	0.45	-1.2%	5.7	0.52	-1.7%	5.0	12.6%	9.7%	-44.0%	13%	0.38	0.60
	Vestel Elek	2.16	0.37	-0.30	-64.2%	n.m.	-0.09	0.0%	-23.9	#NUM!	42.1%	-46.5%	-256%	-0.85	0.25
	Yapi Kredi Bank	2.92	0.25	0.32	-3.5%	9.3	0.40	-2.7%	7.4	25.0%	19.7%	-36.5%	15%	0.27	0.43
						8.7		7.3		12.1%					

KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

	Společnost	Událost
Květen 2008		
6.5.	Erste	Valná hromada 2008
9.5.	Erste	První obchodování bez nároku na dividendu za 2007
13.5.	Erste	Výplata dividend za 2007
13.5.	CEZ	Ex-dividend 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
20.5.	VIG	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
Červen 2008		
5.6.	Zentiva	Valná hromada
16.6.	Pegas	Valná hromada

DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ

Obecně. Tento dokument je považován za doplňkový zdroj informací našich klientů a není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů. Je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak Česká spořitelna, a.s. neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Názory, prognózy a odhady v materiálu prezentované odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. Publikace neprošla jazykovou úpravou. Správním úřadem vykonávajícím dozor nad Českou spořitelnou, a.s. je Česká národní banka.

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

Stupeň investičního doporučení u akciových titulů. Cílové ceny pro 12-měsíční horizont akcií odrážejí férovou hodnotu akcií, při jejímž stanovení jsou brány v potaz fundamentální faktory a další informace relevantní pro cenu akcie. Všechna slovní doporučení vychází z fundamentální hodnoty cenných papírů a neodrážejí relativní výkonnost akcie vůči jiným regionálním titulům. Slovní doporučení odrážejí vztah mezi cílovou cenou a cenou akcie při určení cílové ceny, tj. vydáním příslušné podnikové analýzy. V závorkách jsou uvedeny příslušné číselné hodnoty: *kupovat* (cílová cena 20% nad cenou akcie), *akumulovat* (10% až 20% nad), *držet* (0% až 10% nad), *redukovat* (cílová cena leží v pásmu -10% až 0% vzhledem k ceně akcie při určení cílové ceny) a *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 akcií jsou aktualizovány v podnikových analýzách pokrývaných společnostmi, 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	26.3.08	1,120	akumulovat
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

Telefónica O2 ČR			Unipetrol		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
11.3.08	700	koupit	17.3.08	358	koupit
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

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
25.4.08	505	držet	6.12.07	8,800	držet
3.7.07	849	držet	12.6.07	9,655	redukovat
1.3.07	806	akumulovat			

VIG		
Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení
Suspendováno	--	--
23.11.07	72	koupit

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)
AAA Auto	4
CETV	4
ČEZ	4, 5, 6
ECM	4
Komerční banka	4
NWR	4, 5
ORCO	4
Pegas	4
Philip Morris ČR	4
Teléfonica O2 Czech Republic	4, 6
Unipetrol	4, 6
VIG	3, 4, 5
Zentiva	4

Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení Erste Bank Group obsahuje tabulka 3 . Tabulka obsahuje poměr u investičních doporučení na pokrývané akcie obchodované v systému SPAD BCPP (SPAD 9).

Tabulka 3

	SPAD 9	SPAD se vztahem k EBG
Kupovat	33%	67%
Akumulovat	22%	0%
Držet	33%	33%
Redukovat	11%	0%
Prodávat	0%	0%

KONTAKTY

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

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 Křivonožka +420/224 995 565 pkrivonozka@csas.cz

Odbor Proprietary trading

Daniel Drahotský +420/224 995 178 ddrahotsky@csas.cz

Oddělení Debt Capital markets - ředitel

Dušan Vaškovic +420/224 995 417 dvaskovic@csas.czTomáš Černý +420/224 995 197 tcerny@csas.czAlice Racková +420/224 995 197 arackova@csas.czJolana 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

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.czJan 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 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

akcie – broker

Jan Korb +420 224 995 490 jan.korb@brokerjet.cz