

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

10.1.2008
Leden

Český akciový trh

- **Výhled českého akciového trhu na rok 2008**
- **Co čekat od ČEZu v následujícím roce a jak ovlivňuje hypoteční krize společnost Pegas**
- **ECM jsme dali do revize,**

Zahraníční akcie

- **Realitní sektor v rámci regionu Evropa**

Akcie	Kurz (Kč) 28.12.2007	Roční cílová cena (Kč)	Investiční doporučení (datum zveřejnění)	Oček. výnos p.a.	Komentář
Investiční doporučení pro český akciový trh					
CME	1 910	v revizi	v revizi	--	Z uvažované expanze do Turecka u CME nakonec prozatím sešlo, jelikož se CME nezúčastnilo aukce mediální skupiny ATV-Sabah za 1 mld. USD. Tu nakonec koupila turecká společnost Calik. TV Nova zaznamenala drobný pokles sledovanosti v hlavním čase, nečekáme však výraznější negativní dopad.
ČEZ	1 325	v revizi	v revizi	--	MOL, Mostecká uhelná, JE Belene, Tepláma v Sofii - to jsou některé subjekty, se kterými ČEZ zkříží plány v následujících letech. Aliance s MOLEM, ač vytrubovaná s velkými fanfárami do světa, je vlastně jen takovou (pro ČEZ) výhodnější půjčkou peněz. A pak jsme tu zase měli plno řádků o firemním manažerském opčním programu...
Telefónica O2 CR	544,8	650	akumulovat (2.11.07)	21,2%	Roste počet uživatelů digitální TV a TO2 má již 70tis uživatel, což je příjemné. Negativní zpráva přišla ohledně plánované privatizace nemovitostí, jelikož dle tisku má o portfolio zájem již jen jeden zájemce a cena tak asi půjde dolů. To by mělo negativní dopad na očekávanou dividendu, ale je tu vždy ještě možnost zpětného odkupu akcii. Po provozní stránce je, podle nás, situace TO2 dobrá.
Komerční banka	4 371	4 400	akumulovat (5.5.07)	1,6%	Žádné nové zprávy a relativní „outperformance“ vůči PX i vůči sektoru. Z toho je vidět, že investoři ekonomice ČR i přes problémy v USA jako celku věří. Zvýšené mezibankovní sazby pak bankám s loan/depozit výrazně pod 100% přejí. KB je určitě z hlediska hospodaření sázkou na defenzivu (alespoň krátkodobě), relativní ocenění tento titul na druhou stranu již nepodporuje.
Orco	2 165	129 EUR	koupit (1.10.07)	67,5%	Ocenění, nad kterým by člověk v normální situaci zajásal. Krátkodobě se ale Orco stáhlo a vyčkává, doufáme že se i nadechne k expanzi do Ruska (jak dříve oznámilo). Krátkodobě asi ze skříňe vyplavou nějakí ti kostlivci a nevylučujeme někdy v 1H 08 i pokles NAV.
Philip Morris CR	7 933	8 800	držet (6.12.07)	10,9%	Týdeník Euro přinesl v prosinci informaci, že PM ČR začal nabízet před koncem roku výhodné nabídky a slevy pro velkoobchody, aby se předzásobily až na 90 dnů dopředu. Rok 2007 tudíž nemusí být tak „špatný“ jak čekáme a výsledky v dubnu mohou překvapit. Každopádně problém se jen odsouvá do 08!
Unipetrol	337,6	367	koupit (1.10.07)	10,6%	Ropa prorhla stodolarovou hranici a rozdíl mezi dvěma názorovými proudy (ropa dál ještě poroste nebo ropy bude dostatek a vše je teď jen spekulace) se dále prohloubil. Ať tak či onak, na Unipetrol cena ropy téměř nemá vliv. Do výsledků za 4. čtvrtletí žádný velký růst nečekáme (spíše naopak), protože se patrně negativně projeví delší odstávky.
Zentiva	972,0	1 090	akumulovat (13.11.07)	13,0%	Kolem Vánoc jsme se mohli dočíst o dlouhých frontách v lékárnách a u lékařů, jelikož se lidé snažili předzásobit se léky, aniž by museli platit za předpisy. Lze tedy očekávat i pozitivní dopad na výsledcích Zentivy v ČR. Nicméně opak bude zřejmě pravdou pro 1Q 08. Tedy krátkodobě ano, ale opatrně v 1H!
Pegas	750,5	849	držet (3.7.07)	22,8%	Linky jedou, ropa se v celém 4Q příliš neměnila (zůstala vysoko) a tedy ani PP/PE ceny vstupů, tak že Pegas by měl dosáhnout standardních výsledků za celý rok 07. Pokud uvážíme ještě silnou korunu, tak i čistý zisk bude velmi dobrý. Dopad subprime na Pegas? Pouze v poklesu ceny. Potenciál setrvává...
ECM	1 203	v revizi	v revizi	--	Tento small cap je sázkou na dvě možnosti. Jestli se situace na kreditním trhu ještě zhorší, můžeme se dočkat velmi negativních zpráv – trh už to ale zas tak moc nepřekvapí. Na druhou stranu v případě návratu kreditních trhů blíže normálu nevidíme důvod k poklesu NAV!
AAA Auto	44,4	---	---	---	Od svého vstupu na burzu AAA znají převážně jeden směr a to dolů. Nicméně očekávaný, pokračující růst ekonomik ve střední a východní Evropě nahrává růstu spotřeby... ojetých aut nevymijaje.

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

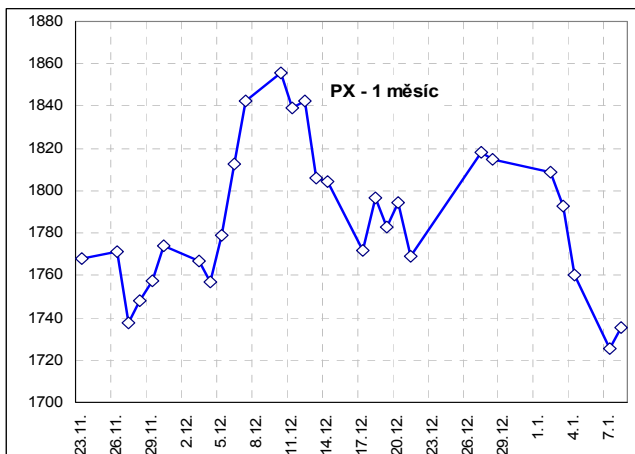
Lenka Slámová, tel: 224 995 289, lslamova@csas.cz

Český akciový trh

Prosinec: Stagnace burzy po neúspěšném listopadu

PX index v průběhu prosince vzrostl o 2,3% a uzavřel na hodnotě 1 815,1 bodu, meziměsíční nárůst byl 41 bodů. Maxima index dosáhl dne 10.12., kdy byl 1 855,8 bodů. Prosincového minima bylo dosaženo 4.12., kdy index klesl na 1 756,6 bodu. Oproti minulému měsíci se index vrátil do černých čísel (v listopadu PX index meziměsíčně poklesl o 7 %), řada akcií ale dále klesala. Nicméně vstup burzy do nového roku se příliš nezdařil, kdy na trhy dopadá negativní sentiment ze zahraničí. V poslední době zaznívají názory ekonomů, že největší ekonomiky světa – USA a Eurozóna – mohou sklouznout do recese, tedy spíše zpomalení. Přičemž „emerging markets“ (rozvojové trhy), by měly zůstat dynamické, tedy i ČR.

Graf: Vývoj indexu PX za poslední měsíc



Mezi největší propadáky prosince patří akcie společnosti Orco, které ztratily 10,7 %. Druhou nejvíce ztrátovou společností je AAA Auto, jejichž akcie klesly o 5,2 %, dále ECM (-2,8 %), Philip Morris (-2,1 %) a Erste Bank (-1,2 %). Naopak akcie, které získaly v prosinci nejvíce, jsou akcie CME, které si přidaly 10,3 %. Komerční bance se také dařilo (8,3 %), rostly také akcie Unipetrolu (4,9 %), Pegas (4,7 %), ČEZ (2,8 %), Zentiva (1,7 %) a Telefónica 02 CR (0,6 %).

Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

	Index / akcie (Kč)		% změna za		
	28.12.2007	30.11.2007	1M	3M	r.2007
PX	1815,1	1774,1	2,3%	(0,1%)	14,2%
CME	2106,0	1910,0	10,3%	16,5%	44,0%
Telefónica 02 CR	544,8	541,3	0,6%	(0,1%)	14,5%
ČEZ	1362,0	1325,0	2,8%	14,8%	41,9%
Erste Bank	1301,0	1317,0	(1,2%)	(12,7%)	(18,7%)
Komerční banka	4371,0	4035,0	8,3%	(2,8%)	41,0%
ECM	1203,0	1238,0	(2,8%)	(23,4%)	(15,9%)
Orco	2165,0	2424,0	(10,7%)	(25,5%)	(21,4%)
Pegas	750,5	716,5	4,7%	0,4%	0,2%
Philip Morris ČR	7933,0	8100,0	(2,1%)	(19,7%)	(26,8%)
Unipetrol	337,6	321,8	4,9%	10,5%	44,1%
Zentiva	972,0	955,3	1,7%	(17,6%)	(23,3%)
AAA Auto	44,4	46,8	(5,2%)	(20,3%)	N/A

Vzhledem k tomu, že rok 2007 je již za námi, můžeme bilancovat, jak se dařilo akciím v průběhu celého roku. Tak nejdříve pozitivní zpráva. PX index meziměsíčně vzrostl o 14,2 %, což je v porovnání s indexem Dow Jones IA (1,3 % y/y) nebo NASDAQ (0,1 % y/y) velice pěkné číslo. Nejvíce se na růstu podílely akcie společností Unipetrol, které meziměsíčně vyrostly o 44,1 %, CME (44 %), ČEZ (41,9 %), Komerční banka (41,0 %) a nakonec Telefonica O2 s růstem 14,5 %. Naopak společnosti, které ztratily nejvíce, jsou Philip Morris (-26,8 %), Zentiva (-23,3 %), Orco (-21,4 %) a ECM (-15,9 %). Obecně se dá říci, že akciím nejvíce ublížila druhá polovina roku, kdy se na akciových trzích projevila subprime krize.

V prosinci se dohromady zobchodovalo akcií za 70,9 mld. Kč, a majitele změnilo celkem 62,7 mil. akcií. V prosinci se na burze obchodovalo pouze 17 dní, průměrný denní objem činil 4,17 mld. Kč. Nejvíce se opět obchodovaly akcie ČEZu, který dne 21.12.2007 pozastavil na čtyři týdny zpětný odkup akcií. Zobchodovalo se jich za 34 mld. Kč (48% podíl na celkových obchodech), s počtem 24,5 mil. kusů. Z toho ČEZ odkoupil 2,9 mil. svých akcií, s průměrnou cenou 1 384,79 Kč za akcii. Na druhém a třetím místě (podle největšího objemu obchodování) se umístily Komerční banka (10,1 mld. Kč) a Erste Bank (8,1 mld. Kč). Podíl ostatních společností na obchodování byl pod 10 %. Výrazně více než v minulých měsících se obchodovaly akcie společnosti Philip Morris (827 mil. Kč), naopak pokleslo obchodování s akciemi společnosti ECM, vzhledem k tomu, že se oproti minulému měsíci zmínil jejich cenový propad a cena stagnovala. Poslední místo obsadilo již tradičně AAA Auto s 50 mil. Kč.

Tabulka: Objemy obchodování

	Prosinec 2007		Listopad 2007	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČEZ	34,0	47,97	37,4	39,0
Komerční banka	10,1	14,28	12,8	13,4
Erste Bank	8,1	11,45	15,9	16,6
Telefónica 02 CR	5,4	7,63	7,2	7,5
Zentiva	4,2	5,93	8,3	8,7
Unipetrol	3,5	4,97	4,9	5,1
CME	1,8	2,57	3,2	3,3
Orco	1,8	2,53	3,1	3,2
Philip Morris CR	0,8	1,17	0,5	0,5
Pegas	0,7	0,96	1,0	1,0
ECM	0,3	0,46	1,4	1,5
AAA Auto	0,05	0,07	0,1	0,1

Politika: nastává boj o „Bílý dům / Pražský hrad“

Do boje o prezidentské křeslo vstoupili v ČR V.Klaus a J.Švejnar. Ve stejné době odstartovaly v USA primárky o nominaci na kandidáta za demokraty a republikány. Ať už dopadne volba prezidenta ČR jakkoliv, tak dopad na český akciový trh neočekáváme nijak podstatný (oba podporují jadernou energii a nijak významněji do ekonomiky zasahovat nemohou). Na druhou stranu otázka jak to dopadne za oceánem, může mít dost významný dopad na tamní ekonomiku a tedy i akciové trhy. V podstatě všichni kandidáti plánují reformy a změny, ať již daňové úpravy, tak změny ve fiskálních výdajích nebo přehodnocení zahraniční politiky. Ať již bude výsledek jakýkoliv, tak nový prezident s novou vládou budou představovat nový impuls pro občany a tedy i podnikatelské prostředí a sentiment.

Výhled českého akciového trhu na rok 2008

Začátek roku 08 připravil většinu investorů na Pražské burze hořké uvítání a investory určitě zajímá, co všechno může letošní rok přinést. Začneme globálním pohledem a poté se dostaneme k jednotlivým titulům.

Za prvé je třeba si uvědomit, že český trh se řadí stále mezi „emerging markets“, nebo-li rozvojové trhy, u kterých investoři očekávají vyšší výnosy s porovnáním s vyspělými trhy západního světa. Zároveň jsou tyto trhy více volatilní, což sebou přináší riziko vyšších výkyvů a díky spojitosti s vývojem ve světě (především USA), na ně více doléhá negativní sentiment ze zahraničí. Řada ekonomů hovoří o hrozbě recese v USA a zpomalení v západní Evropě, což negativně působí na místní akciové trhy a tedy i na trhy ostatní. Nesmíme rovněž zapomenout na hypoteční krizi, která vše odstartovala.

Připusťme tedy, že USA a Evropa zpomalí, firmy budou revidovat výhledy svých budoucích zisků a budou tedy reagovat i burzy (spíše negativně). Kolik z tohoto zpomalení se může přelít do české ekonomiky? Domníváme se, že mnoho ne. Jsme samozřejmě ekonomika otevřená se silnou vazbou na exporty a to především na Německo. Německo je zase exportně provázané s USA (k tomu ještě silné euro), ale nemalou část obchodů již dnes uskutečňuje s Asií, která by si měla svoji dynamiku uchovat. Dejme tomu, že Německu klesne hospodářský růst o 1 procentní bod (pb), kolik zpomalí růst HDP v ČR? Naši makro-analýtičtí se domnívají, že obdobně, tedy o 1pb. Z toho vyplývá, že bychom nerostli již 4-6% za rok, ale 3-5% za rok, bylo by to snad pro ekonomiku, spotřebitele a firmy málo? Nemyslíme si, navíc hospodářství ČR bude dále taženo nejen exporty, ale také domácí poptávkou (zadlužení domácností v ČR je na polovině Německa).

Jaké z toho plynou implikace pro firmy kotované na Pražské burze? Většina firem velkou část tržeb realizuje v ČR nebo v rámci regionu SVE a téměř žádná firma není závislá na exportech (ČEZ v případě cen elektřiny, částečně Zentiva a Pegas). Proto by očekávané zisky a valuační neměly být v regionu příliš změněny. Negativní sentiment ze zahraničí však bude pravděpodobně dále srážet ceny na Pražské burze (především po výsledcích za celý rok 07 a 1Q 07 – čekáme další negativní promítnutí hypoteční krize na bilancích velkých investičních bank). Dejme tomu, že v zahraničí tedy budou klesat ceny akcií a odhady zisků firem (ukazatel P/E – cena vůči čistému zisku na akciích - bude stagnovat), ale v regionu SVE a Asie se odhady zisků příliš nepohnou, ale ceny akcií také budou klesat. Ukazatel P/E tedy v regionu SVE bude klesat a tituly se budou stávat atraktivnější. Je tedy, z našeho pohledu, otázkou času, kdy si investoři začnou uvědomovat, že zpomalení dopadá na západní svět, ale rozvojové trhy jsou vůči tomu solidně resistantní a začnou do nich opět proudit investice. Očekáváme, že by se tomu mohlo stát tak od poloviny letošního roku.

Je to samozřejmě varianta optimistická, za předpokladu, že investoři budou racionálně vážit svá rozhodnutí a načrtnutý scénář skutečně takto proběhne. Bývalo většinou zvykem, že když USA spadly do recese nebo zpomalily, tak se následně zpomalil globální růst (oslabila Asie, díky úzké vazbě Číny a jiných států na USA), USA se z propadu vymanily a světu to trvalo mnohem déle. Navíc investoři před obavou globálního zpomalení utíkají do tzv. „safe havens“ (bezpečných přístavů), což stále platí pro USA a Z. Evropu. Bude tedy dost záležet jak na případnou recesi v USA zareaguje hospodářství v Číně a Asijském regionu. Věříme rostoucí domácí spotřebě.

Komentáře k jednotlivým titulům (co důležitého je v roce 2008 čeká a proč by jednotlivé společnosti měly jak performovat):

Unipetrol (kupovat, 12M cílová cena 367 Kč):

- Společnost stále patří mezi naše nejpreferovanější na akciovém trhu. Očekáváme, že zejména od druhé poloviny roku se začnou pozitivně projevovat růsty kapacity rafinérských a zejména petrochemických jednotek. Petrochemie, která se na provozním zisku Unipetrolu podílí více než 65%, si udržuje vysokou výkonnost v podobě stále téměř rekordních marží a poté, co se podaří odstranit problémy na ethylenové jednotce, tento segment potáhne ziskovost. Kvůli delším než očekávaným odstávkám během října a na začátku listopadu nebudou výsledky za 4. kvartál ukazovat Unipetrol v "plné kráse". Ale počínaje koncem prvního čtvrtletí se, podle našeho názoru, stane Unipetrol žádaným zbožím.

Pegas (držet, 12M cílová cena 849 Kč):

- Důležité bude, aby byl management schopen udržet ziskové marže i u nově spuštěné linky. Dále bude podstatné, aby se Pegasu vyhnula jakákoliv prodleva ve výrobě nebo technický problém. Domníváme se, že se akciím bude dařit dobře – viz. text níže.

ECM (v revizi)

- Naše doporučení na akcie ECM jsme dali na začátku ledna do revize. K tomu nás vedl nedávno oznámený prodej 40% podílu ve dvou čínských projektech, jehož podmínky ukázaly reálné dopady současné kreditní krize. Firma podíl prodala relativně nízko částečně kvůli tomu, aby od kupujícího získala hybridní vlastní kapitál pro financování projektu na úrokové sazbě 15% p.a. Marže na tomto projektu, a věříme že i na dalších nejbližších projektech, je tak prakticky o polovinu nižší než byly naše projekce pro nové projekty. Společnost také pokračuje ve vydávání nových akcií, což na aktuálních úrovních výrazně ředí jmění na jednu akcii. Na druhou stranu projekty ECM v Praze reportují zdravé úrovně předem uzavřených pronájmů i rostoucí úrovně nájemného. Společnost také expanduje do námi preferovaného trhu SNS. Vzhledem k tomu, že akcie ECM již několikrát násobně propadly, vidíme aktuální cenu jako již reflektující mnoho negativních očekávání (P/NAV ~0,6). S výhledem na celý rok se rýsují dva scénáře. Ten pesimistický je, že se krize financování menších developerů ještě prohloubí a společnost bude nucena nedobrovolně rozprodávat své portfolio. Druhý scénář, který vidíme jako pravděpodobnější, je postupné uklidnění paniky vůči developerům – samotné projekty ECM jsou převážně kvalitní - pak již současné ceny více než reflektují snížené marže. V tomto druhém případě se podle našeho názoru bavíme o tom, o kolik NAV poroste, nikoliv o kolik bude klesat....

Orco (koupit, cílová cena 3560 Kč)

- U Orca, díky jeho velikosti a relativně dobré rozvaze, nečekáme do budoucna problémy s likviditou, nicméně z jeho aktivity (spíše pasivity) v posledních měsících vidíme, že to také nemá s financováním nejlehčí. Firma má asi 20% portfolio nemovitostí v Německu, kde pravděpodobně v 1H 08 porostou výnosy (viz. sekce zahraniční trhy), také menší částí jeho portfolio jsou druhotřídní nemovitosti. Dříve tolik opěvovaný pozemkový

fond už ve světle očekávaného ochlazení developerské aktivity není tak atraktivní. Nicméně i když připustíme v nejbližší budoucnosti pokles NAV, s pozdějším ozdravením ruku v ruce s dokončováním high-street retail projektů jsou aktuální diskonty (P/NAV ~0.6) v ročním výhledu neodůvodněné. No, v prvním pololetí asi ale nic moc.

AAA Auto (nepokryto):

- AAA výrazně expandovaly jak v ČR, tak v rámci regionu SVE (v současnosti provozují 46 prodejních center) a za rok 2007 prodaly přes 80tis. aut. Společnost by dále ráda pokračovala v expanzi a v roce 2008 pravděpodobně vstoupí do Ruska. Klíčové bude pro společnost, jak se jí podaří ukořitovat provozní náklady, aby se rostoucí tržby projeví i na zisku. Prozatím nám expanze AAA Auto připadá jako úspěšná a je otázka času, kdy se to projeví na výsledcích.

CME (v revizi):

- CME se veze na vlně rostoucích ekonomik střední a východní Evropy. S růstem HDP a životní úrovně rostou i výdaje společností na reklamu, z čehož CME těží. Neočekáváme, že by se v tomto ohledu něco pro CME změnilo. Otázkou zůstávají operace na Ukrajině, kde na CME negativně dopadl konkurenční boj a eroze ceny za reklamu a také v poslední době Rumunsko. V Rumunsku je problém především na straně makra, jelikož ekonomice hrozí vysoká inflace (tažená domácí poptávkou), země má deficit obchodní bilance a nezaměstnanost je relativně nízká (6%). Domníváme se, že CME se podaří opět zvýšit tržby a zisky, otázkou zůstává, zda plně naplní očekávání trhu. Doporučujeme opatrnost.

Komerční banka (akumulovat, cílová cena 4400 Kč)

- V loňském roce Komerční bance pomohla akvizice zbývajících podílů v MPSS, k výraznému růstu pak pomohlo také dohánění rozdílů v relativním ocenění vůči regionu a pozitivní vliv růstu úrokových sazeb ČNB. Letos zatím další akvizice v dohledu není, ale tržní prostředí (úrokové sazby a rostoucí ekonomika) zůstává na straně KB. Naopak z pohledu relativního ocenění lze očekávat spíše pokles k průměru (P/BV 3,2 a P/E 15 mluví samy za sebe....).

PM ČR (držet, 12M cílová cena 8 800 Kč):

- Tabákový gigant PM ČR se poslední dobou potýkal s klesajícím tržním podílem, poklesem marží a tedy i zhoršujícími se výsledky. My jsme se domnívali, že rok 2007 bude posledním rokem poklesů a že se situace začne zlepšovat od roku 2008. Nicméně nedávno proběhla v médiích zpráva, že PM ČR se snažil před koncem roku narvat sklady velkoobchodníků za příznivější podmínky. Co z toho plyne? PM ČR možná nažene výsledky v roce 2007 a v dubnu trh výsledky pozitivně překvapí. Nicméně z delšího hlediska je to pouze odsunutí problému o další půlrok. Z tohoto důvodu jsme také minulý měsíc zvýšili doporučení z Redukovat na Držet. Každopádně ani rok 2008 nebude nikterak jednoznačný, ale věříme, že se PM ČR povede již lépe než v roce 2007 – v plusu.

Telefónica O2 CR (akumulovat, 12M cílová cena 650 Kč)

- Očekávaný prodej nemovitostního portfolia TO2 se nekonal a to z velké části z důvodu problémů s financováním na realitním sektoru a celkového negativního sentimentu. TO2 tak zřejmě nebude moc vyplatit tak vysokou dividendu za rok 2007, jak se čekalo. Nicméně společnost má vždy možnost odsouhlasit na valné hromadě zpětný odkup akcií, namísto dividend, na což by peněžní toky určitě stačily. Výhodou TO2 je, že v době poklesů se tyto dividendové akcie drží (jsou defenzivní) a proto by případné turbulence na světových trzích na TO2 tolik nedolehly. Myslíme si, že i na současných hodnotách je TO2 vhodná pro nákup (defenzivnější investoři), ale neočekáváme nijak závratný růst.

Zentiva (akumulovat, 12M cílová cena 1 090 Kč):

- Zentiva zaznamenala v roce 2007 řadu problémů s hospodařením – špatné pohledávky v Rumunsku, nižší než očekávané výsledky v Turecku a pokles tržeb na domácím trhu v ČR. Domníváme se, že Zentiva by mohla za 4. čtvrtletí 2007 trh pozitivně překvapit a to z důvodu předzásobení se spotřebitelů v ČR před zavedením poplatků z receptů a návštěv u lékařů. Nicméně o to hůře by pak pravděpodobně dopadlo čtvrtletí první. Proto v kratším horizontu Zentiva ano, ve středním zase opatrnost.

ČEZ (v revizi):

- ČEZ v letošním roce zaznamenal rekordní čistý zisk i tržby. Profítoval především z vysoké ceny elektřiny a neutuchající poptávce po elektřině v ČR. Jak to s ním asi bude vypadat v roce 2008 věnujeme samostatný článek – viz. níže.

ČEZ: stále dominantní a bude tomu tak i v roce 2008

Na koho jiného se zaměřit na počátku roku než našeho premianta: společnost ČEZ v uplynulém roce opět dominovala na mnoha bitevních polích. Stále si udržuje pozici nejziskovější firmy (myslím, že tomu tak bude ještě několik let), připsala si jeden z největších růstů cen akcií na pražské burze, manažeři na odměnách vydělávají nejvíc z celé ČR, vydělává na rostoucích cenách elektřiny, udržuje si dominantní postavení na trhu výroby elektřiny v ČR, atd. Co tedy čekat od roku 2008? Pokračování této spanilé jízdy?

Nejdříve se vraťme do časů předvánočních, kdy ČEZ pořádal, řekněme, mimořádnou tiskovou konferenci. Ta se mj. týkala aktualizace akviziční strategie, a zároveň společnost zveřejnila své prvotní odhady zisku na rok 2008. ČEZ oznámil, že očekává čistý zisk ve výši 46,6mld Kč (konsensus Bloombergu stojí na 47,2mld Kč), EBITDA 85,5mld Kč (oproti konsensu 87,4mld Kč), což znamená, že odhady jsou o 2-3% pod odhady trhu a měly by představovat neutrální signál pro trh a cenu akcie. Kromě jiného ČEZ také zvyšuje dividendový výplatní poměr z pásma 40–50 % na 50–60 % čistého zisku, přičemž se nová dividendová politika bude týkat již roku 2007, což je pro cenu akcií lehce pozitivní. Pokud vezmeme v potaz ty úplně nejaktuálnější odhady zisku za rok 2007 a pravidla nové dividendové politiky, tak lze očekávat hrubou dividendu v rozmezí 39–47 Kč/akcii. Toto dává hrubý dividendový výnos kolem 3–3,4 %, a to už je číslo pomalu srovnatelné s ostatními „utilitami“ ve světě. ČEZ také oznámil dočasné přerušování zpětného odkupu vlastních akcií trvajícím do zhruba 4. týdne v lednu. Přesně 1,58% podíl akcií stále zůstává ke „koupi“. Důvodem k pozastavení odkupu je fakt, že management ČEZu realizuje větší (možná dokonce celou) část opčního programu. Obě

zprávy – pozastavení odkupu a uplatnění části opcí – by mohly být vnímány negativně, protože bude na trhu chybět silný kupec (ČEZ), a naopak fakt, že manažeři chtějí uplatnit opce, navozuje dojem, že i manažeři si začínají myslet, že současně ceny jsou krátko- a střednědobá maxima. Když se člověk podívá na rekordní ceny ropy, uhlí a elektřiny, musí uznat, že si manažeři vybrali velmi příhodnou dobu.

Co se týká dohody s Mosteckou uhelnou (MUS), tak ČEZ nezveřejnil prakticky žádné nové informace a pouze dodal, že jednání s MUS budou pokračovat i v novém roce. Poslední a pravděpodobně nejzajímavější novinkou je, že ČEZ podepsal smlouvu o „joint-venture“ (společný podnik) se společností MOL a do budoucna počítá s výstavbou dvou kombinovaných paroplynových elektráren v rámci rafinerií MOLu na Slovensku a Maďarsku, přičemž odhadované investiční výdaje společného podniku činí 1,4 mld EUR. Důležitým bodem spolupráce je rozhodnutí ČEZu koupit 7% podíl ve společnosti MOL. Celá transakce na první pohled vypadá celkem složitě, ale zjednodušeně řečeno ukazuje, že návratnost ČEZu je „pouze“ o něco větší než jeho WACC – tedy průměrné vážené náklady na kapitál (a laicky řečeno celý ten cirkus kolem opcí vypadá nakonec jako lehce příznivá korporátní půjčka ČEZu společnosti MOL). MOLu se uvolní ruce (někdo koupí jejich akcie, které museli držet na svém účtu, a rozhodnout, co s nimi udělat) a neznamená to pro něj tragédii ve smyslu možné potencionální ztráty. Celkově vzato nám tato dohoda nepřipadá nijak senzační pro žádnou z účastněných stran. Myslíme si, že pro ČEZ to není špatný obchod, ale na druhou stranu v regionu stále vidíme jiné investiční příležitosti s vyšší mírou výnosů v následujících letech.

Každopádně pro ČEZ bude rok 2008 zlomový. Čeká se opět rekordní ziskovost, díky výsledkům obchodování s elektřinou na pražské energetické burze už víme, že její cena letos opět vzroste a téměř již dohonila ceny v Německu. Letošní obchodování s kontrakty na rok 2009 by tak mělo přinést již téměř vyrovnané ceny elektřiny v jednotlivých zemích tohoto regionu s jediným rozdílem – tím budou ceny přeshraničních kapacit. V zemích, které elektřinu exportují (třeba ČR), by měly být ceny elektřiny o cenu přeshraniční kapacity (zhruba 1 Eur za MWh) nižší. Z toho tedy plyne, že ten hlavní tahoun růstu cen elektřiny a na to navázané ziskovosti a ceny akcií v podobě „cenové konvergence k cenám v Německu“, už pomine a růst cen elektřiny (v eurech) tak bude možný jen při růstu poptávky a třeba stagnaci nabídky (odpadnou tak otázky typu: proč rostou ceny velkoobchodní elektřiny o 15%, když poptávka třeba v loňském roce rostla snad jen o 0,5%?). Schválně jsem do závorky dopsal „v eurech“, protože počínaje rokem 2009 může dojít k situaci, že ceny elektřiny na burze vzrostou o 6% a zároveň koruna bude apreciovat vůči euru o 6%, pak by cena, kterou třeba podniky platí za velkoobchodní elektřinu, měla zůstat mezitím neměnná (a to by se nám všem líbilo, že?). Více informací se o tom dozvíme právě v tomto roce, takže určitě to bude zlom pro ČEZ. Ten se také bude muset vypořádat se stále větší konkurencí na svém domácím poli (při současných cenách by se více subjektům vyplatilo vyrábět elektřinu), tak i na zahraničních trzích (ochota například bulharského regulátora zvedat poplatky za distribuci není příliš velká). Letos by se také mělo rozhodnout o systému povolenek pro třetí alokační období a převažující názor je ten, že výrobci za ně budou muset, narozdíl od stávající situace, platit (tedy dodatečné náklady). A nakonec, cena ropy bude opět hýbat nejen cenou elektřiny...

Když bych to měl v jedné větě shrnout, tak ceny akcií kolem 1 400 Kč jsou z mého pohledu maximum.

Subprime, subprime a co s tím má Pegas?

Jednoduše řečeno, prakticky nic! Výroba Pegasu se téměř výhradně zaměřuje na meziprodukty pro hygienické potřeby, které se spotřebovávají a spotřebovávají budou. Nehrozí u nich, z našeho pohledu, pokles poptávky, tak jako u jiných spotřebitelských výrobků, ani při poklesu ekonomické aktivity. Navíc například spotřeba plen ve střední a východní Evropě má tendenci dlouhodobě konvergovat k vyšší spotřebě západní Evropy, tedy růst. Co se týká výroby samotné, tak kromě velmi mírného zpoždění v nastartování nové 8. linky, výroba běží na maximální výkon a bude záviset především na managementu jaký výrobní mix nabídne (různá skladba látek a tedy i marží).

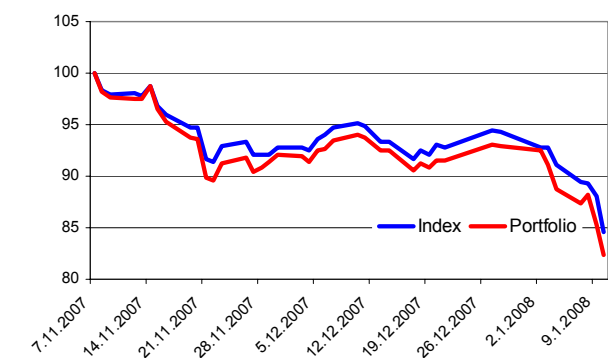
Pokud bychom se podívali na financování společnosti (dnes značně problematické pro mnoho firem, jelikož se výrazně zdražilo), tak Pegas využívá úrokového swapu a má tak zafixováno přes 80% svého dluhu (v současné době dluží zhruba 125 mil. EUR). Z tohoto pohledu se finanční náklady nijak výrazně nezměnily a nezmění (pouze drobný nárůst sazby EURIBOR). Co se týká provozní stránky, tak také neočekáváme nijak výrazné negativní dopady.

Důležitým momentem pro Pegas je a bude vývoj kurzu Kč vůči euru. Jelikož je prakticky veškerá produkce Pegasu prodávána a kótována v eurech, ale účetnictví je vedeno v korunách, tak tržby uskutečněné v průběhu roku při slabší koruně, jsou pak pozitivně přepočítány silnějším kurzem ke konci roku při konsolidaci do lucemburské matky (tedy zpátky do eur). Má to samozřejmě i negativní implikace a to za prvé relativně vyšší růst nákladů, které má společnost v Kč (mzdy, energie) a za druhé posílení koruny negativně působí na ocenění společnosti v korunovém vyjádření (cílová cena je vypočtena na základě odhadů toků volných peněžních prostředků odhadovaných v eurech).

Celkově vzato současný sentiment na trhu není pro Pegas nijak příznivý a společnost se jednoduše veze s trhem. Vezmeme-li v potaz například odhad zisku na akcii oproti současné ceně (P/E), tak se Pegas v současné době obchoduje na P/E (07) 11,8, přičemž odhad zisku na rok 2008 představuje P/E 7,6 a to je již hodnota poměrně zajímavá pro vstup do pozice. Proto investoři, kteří věří, že se situace na burzách brzy uklidní, tak zrovna u Pegasu mohou očekávat jeho růst blíže k fundamentální hodnotě firmy (naše 12M cílová cena činí 849 Kč).

Modelové portfolio ČS

Pokračující propad na realitních titulech je alfou a omegou negativního vývoje našeho modelového portfolia. Bohužel se potvrdily černé očekávání trhu ohledně sub-prime krize, která se rychle přelévá do ekonomiky hospodaření realitních firem v podobě omezených zdrojů dluhového financování a nutnosti se financovat na mnohem vyšších úrokových sazbách. Co je horší než aktuální situace je mnohem vyšší nejistota, jak dlouho bude trvat oživení sektoru (naš investiční horizont je 6. měsíců, viz. odkaz). Naš bližší pohled na situaci přinášíme v sekci zahraniční trhy. Naopak realitní rezistenci vůči poklesu podle našeho očekávání projevili Unipetrol. Měsíční vývoj portfolia a benchmarku je vidět na grafu:



Zdroj: Česká spořitelna

Aktuálně vidíme výraznější zlepšení nálady na trhu až ve druhé polovině roku. Také ale nevěříme katastrofickým scénářům ohledně reálních titulů – aktuální rizikové prémie u úvěrů už nemají velký prostor pro růst a s postupným ochlazováním Evropské ekonomiky je zde možnost poklesu sazeb ECB. Proto necháváme reální tituly v portfoliu na nezměněných úrovních, zatímco vybíráme relativní 2% zisk (vůči benchmarku) na Komerční bance – i když je tento titul relativně „defenzivní“ vzhledem k dobrému vývoji ekonomiky ČR a nedávnému nárůstu úrokových sazeb ČNB, výhoda nižšího relativního ocenění vůči ostatním bankám v regionu už je pryč. Dále díky relativnímu výběru zisku snižujeme váhu Unipetrolu na 15%, protože si zároveň myslíme, že se na začátku roku negativně projeví delší než plánované odstávky rafinérských a petrochemických jednotek. To ale nemá vliv na dlouhodobě pozitivní výhled na marže a ziskovost firmy. U ČEZu naopak mírně relativně zvyšujeme váhu na 5%, vzhledem ke stále vysokým cenám elektřiny a celkově momentálně „nad poměry pozitivnímu“ vývoji celého sektoru.

Titul	Aktuální kurz	Aktuální váha	Poslední změna	Váha v indexu
CEZ	1 272	5,0%	10.1.2007	10%
CME	1 835	7,6%	6.12.2007	10%
ECM	902	11,0%	7.11.2007	10%
Komerční banka	4 105	10,0%	10.1.2007	10%
Orco Property Group	1 755	13,0%	7.11.2007	10%
Pegas	676	7,8%	6.12.2007	10%
Philip Morris CR	7 010	4,8%	6.12.2007	10%
Telefonica O2 CR	526	13,8%	7.11.2007	10%
Unipetrol	311	15,0%	10.1.2007	10%
Zentiva	903	8,7%	7.11.2007	10%
Cash	--	3,2%	10.1.2007	0%

Krátkodobý spíše negativní výhled akciových trhů jako celku nás vede k tomu, že zvyšujeme váhu cash na 3,2% (další změny ve vahách portfolia vůči minulému stavu jsou pouze výsledkem vývoje cen). Zásady konstrukce portfolia a srovnávacího benchmarku naleznete zde:

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

Akcie - základní informace

	CME	Telefónica O2 CR	ČEZ	Erste Bank	Komerční banka	Orco Prop. Group	Philip Morris CR	Unipetrol	Zentiva	ECM	Pegas nonwov.
Doporučení	v revizi	akumulovat	v revizi	--	akumulovat	koupit	držet	koupit	akumulovat	v revizi	držet
12-měs. cílová cena (Kč)	v revizi	650	v revizi	--	4 400	129 EUR	8 800	367	1 090	v revizi	849
Cena (Kč) (9.1.)	1 909	546.5	1321.0	1 088	4 215	1 887	7 100	315.0	909.5	969.5	698.1
Roční min (Kč)	1 578	484.7	827.5	1088	3 198	1 887	7 100	220.0	896.7	969.5	692.5
Roční max (Kč)	2 213	622.8	1423.0	1 741	4 509	3 706	11 538	343.8	1548.0	1244.0	750.5
Tržní kapital. (mld. Kč)	76.8	176.0	782.1	333.2	160.2	13.5	19.5	57.1	34.7	3.7	6.4
Počet kótovaných akcií	33 257 994	322 089 890	592 088 461	306 291 852	38 009 852	5 736 149	1 913 698	181 334 764	38 136 230	3 862 500	9 229 400
Celkový počet akcií	40 224 527	322 089 900	592 088 461	306 291 852	38 009 852	7 149 284	2 745 386	181 334 764	38 136 230	3 862 500	9 229 400
Hlavní akcionář	Ronald Lauder	Telefónica	FNM	AVS	Société Générale	Orco Holding	Philip Morris Holland BV	PKN Orlen	Sanofi-Aventis	Milan Janků	Templeton - Franklin R.
% podíl hl. akcionáře	19.4%	69.4%	67.6%	30.5%	60%	21.5%	77.6%	63%	24.9%	55.0%	9.2%
Free float (%)	71.3%	30.6%	32.4%	64.5%	40%	78.5%	22.4%	37%	56.3%	45.0%	88.8%

CME (USD; US GAAP; konsolidováno)

Telefónica O2 CR (Kč; IFRS; konsolid.)

ČEZ (Kč; IFRS; konsolidováno)

Pegas (EUR; IFRS; konsolidováno)

	2005	2006	2007e	2005	2006	2007e	2005	2006	2007e	2006	2007e
Tržby (mil.)	401.0	604.0	734.6	61 156	61 311	61 928	125 083	159 608	162 459	120.9	123.4
EBITDA (mil.)	157.9	218.8	272.0	27 240	27 906	27 393	50 157	64 328	74 360	42.1	42.7
EBIT (mil.)	52.6	140.7	236.9	9 432	11 160	11 939	29 420	40 116	50 236	29.9	30.6
Čistý zisk (mil.)	42.5	20.2	146.4	6 249	8 020	8 891	21 452	28 846	35 189	20.7	20.4
Zisk na akcii (x)	1.1	0.5	3.9	19.4	24.9	27.6	36.2	48.7	59.4	2.2	2.2
Dividenda (x)	0	0	0	0.0	45.0	50	17.0	20.0	29.0	--	--
Marže EBITDA (%)	39.4%	36.2%	37.0%	44.5%	45.5%	44.2%	40.1%	40.3%	45.8%	34.8%	34.6%
Marže EBIT (%)	13.1%	23.3%	32.2%	15.4%	18.2%	19.3%	23.5%	25.1%	30.9%	24.7%	24.8%
P/E	95.2	201.2	27.6	98.4	21.9	19.8	36.5	27.1	22.2	11.9	12.1
EV/EBITDA	21.3	15.2	12.2	6.8	6.6	6.7	16.6	10.5	9.1	--	--

Philip Morris CR (Kč, IFRS, konsolid.)

Unipetrol (Kč, IFRS, konsolidováno)

Zentiva (Kč, IFRS, konsolidováno)

AAA Auto (EUR; IFRS; konsolidováno)

	2005	2006	2007e	2005	2006	2007e	2005	2006p	2007e	2005	2006
Tržby (mil.)	11 790	10 031	8 861	80 946	94 591	80 942	11 839	14 003	18 608	269.9	348.4
EBITDA (mil.)	4 348	2 963	2 328	9 505	7 601	9 993	3 240	4 173	5 852	8.5	14.9
EBIT (mil.)	3 790	2 597	1 960	5 279	3 565	5 835	2 578	3 303	4 126	6.6	12.6
Čistý zisk (mil.)	2 730	1 906	1 474	3 429	1 621	4 296	1 878	2 203	2 698	2.4	7.1
Zisk na akcii (x)	994	694	537	18.9	8.9	23.7	49.2	57.8	70.7	0.0	0.1
Dividenda (x)	1 606	600	498	0	0	0	--	--	--	--	--
Marže EBITDA (%)	36.9%	29.5%	26.3%	11.7%	8.0%	12.3%	27.4%	29.8%	31.4%	3.1%	4.3%
Marže EBIT (%)	32.1%	25.9%	22.1%	6.5%	3.8%	7.2%	21.8%	23.6%	22.2%	2.4%	3.6%
P/E	7.1	10.2	13.2	16.7	35.2	13.3	18.5	15.7	12.9	774.9	261.9
EV/EBITDA	5.5	5.2	6.7	--	4.8	4.8	11.3	8.8	6.3	--	13.3

Erste Bank (EUR, IFRS, konsolid.)

Komerční banka (Kč, IFRS, konsolid.)

	2005	2006	2007e	2005	2006	2007e
Celková aktiva (mil.)	152 660	181 703	175 349	493 738	549 236	604 921
Čisté provoz.výnosy (mil.)	4 329	4 694	5 844	24 734	26 653	28 997
Provozní zisk (mil.)	1 653	1 811	2 332	12 035	13 608	14 823
Čistý zisk (mil.)	712	932	1 131	8 960	9 120	10 820
Zisk na akcii (x)	2.32	3.04	3.69	235.7	239.9	284.7
Dividenda (x)	0.5	0.55	0.58	100	250	230
Čistá úroková marže	2.08%	2.08%	2.08%	3.1%	3.2%	3.2%
ROE	19.0%	19.0%	13.0%	19.5%	19.5%	14.8%
P/E	17.9	13.7	11.3	17.9	17.6	14.8
P/BV	3.1	1.6	1.7	3.2	3.1	2.8

Orco (EUR, IFRS, konsolidováno)

ECM (EUR, IFRS, konsolidováno)

	2005	2006p	2007e	2005	2006p	2007e
Tržby (mil.)	50.3	171.8	263.6	0.6	6.3	11.1
Zisk z přecenění nem.	79.0	120.0	118.5	31.7	8.1	149.4
Zisk z prodeje nem.	2.4	0.0	39.1	1.1	-0.4	29.2
EBIT (mil.)	76.9	123.8	197.3	30.4	9.4	152.0
Čistý zisk (mil.)	56.3	89.7	141.1	20.6	18.8	108.5
Zisk na akcii (x)	7.87	12.55	19.74	5.33	4.86	28.09
Dividenda (x)	0.4	0.5	0.8	--	--	--
Marže EBIT (%)	58%	42%	47%	91%	67%	80%
Marže čistého zisku (%)	43%	31%	34%	62%	134%	57%
NAV / akcii (€)	50.0	92.0	120.0	--	54.0	61.5
Cena / NAV	1.45	0.79	0.60	--	0.69	0.60

SVĚT

Petr Bártek, tel: 224 995 327, pbartek@csas.cz

Realitní sektor – doporučujeme selektivní přístup

Realitní tituly v celé Evropě nyní reagují na obrat ve vývoji výnosů z nájemného v západní Evropě a na probíhající kreditní krizi, která jim v lepším případě výrazně zdražuje financování, v horším případě znamená stop na financování z cizích zdrojů. To je v případě kapitálově velmi intenzivního odvětví problém. Zatímco na začátku roku 2007 se očekávalo zastavení poklesu výnosů (rovná se zastavení růstu cen nemovitostí za předpokladu neměného nájemného) nebo jejich mírný růst, od čtvrtého čtvrtletí výrazně zhoršené podmínky financování znamenají očekávání výraznějšího růstu výnosů. V UK, Irsku, Španělsku a v některých částech Německa výnosy za 4Q 07 vzrostly v průměru o 15bp. Naproti tomu ale ve zbytku EU byly výnosy ještě stabilní a ve státech bývalého SNS, v Srbsku a Bulharsku mířily na jih. V roce 2008 se jako důsledek snížené likvidity očekává v západní Evropě další růst výnosů v rozmezí 25 až 50bp, tj. na aktuálních výnosech výnosu pokles cen o 5-9%, pokud neuvažujeme růst nájemného. Státy SNS a jihovýchodní Evropy jsou stále vnímány jako „safe haven“ (bezpečné přístavy) a očekává se zde jen mírné zpomalení poklesu výnosů.

S rostoucí pravděpodobností zpomalení ekonomiky se také zvyšují i obavy o vývoj obsazenosti a úrovně nájemného. To zatím v západní Evropě a v Rusku rostlo nadprůměrným tempem, loni se k růstu nájmu přidalo i Polsko. Letos se v západní Evropě v průměru nečeká vyšší než 5% růst nájmu (C&W), v SVE (střední a východní Evropa) pak bude záležet na množství dokončených projektů. Obsazenosti jsou aktuálně přes 95%, v některých městech se pohybují poblíž 100% (Bukurešť, Varšava...).

My předpokládáme, že snížená likvidita sektoru, o které není žádných pochyb, povede ke zvýšení výnosů hlavně v Anglii, kde je nejvyšší dopad finanční krize a v menší míře i ve zbytku západní Evropy. Také zpomalení ekonomiky a pokles obsazenosti je zde nejpravděpodobnější. V SVE by měl být bankovní systém zasazen jen sekundárně (větší opatření vůči realitnímu sektoru obecně, vysávání likvidity z místních poboček postižených bank), také očekáváme že ani celková ekonomika příliš nezpomalí. Část developerských projektů (u menších developerů) nicméně může být odložena, což by mělo obsazenosti a nájemné držet stabilní. Kde mohou výnosy růst jsou méně kvalitní (sekundární lokality), a starší projekty, na kterých se obvykle zpomalení ekonomiky, příp. sentiment projevuje nejdříve (méně silní nájemníci). Výrazně lépe by na tom měly být trhy JVE (jižní a východní Evropa) a SNS. Ty na jednu stranu budou těžit z pokračujícího rychlého růstu ekonomik, a tedy vysoké poptávky po kancelářích a rostoucích maloobchodních tržeb, na druhou stranu budou také těžit z poklesu developerské aktivity. Zatím nikdo neví, jaký dopad můžou mít „nucené“ prodeje projektů s velkým podílem cizích zdrojů, ať už z důvodu neschopnosti se refinancovat nebo z důvodu neekonomičnosti na nových sazbách.

Zatímco dopad krize na prodejní ceny komerčních nemovitostí očekáváme v regionu nízký, pro developery je současná situace problematictější. Těm menším a zadluženějším vysychají zdroje dluhového financování úplně, pro ty větší znamenají aktuální sazby znatelný zásah do marží. Z globálního pohledu ale tato situace povede ke snížení konkurence a nižšímu růstu cen stavebních materiálů a možná i k poklesu cen pozemků. Přitom růst stavebních nákladů byl dosud jedním z důvodů, které táhly akcie developerů dolů.

Celkově tedy nyní z top-down pohledu preferujeme společnosti s vysokým podílem SNS a jihovýchodní Evropy. Co jsme nezmínili výše je relativně vyšší množství retailových projektů v jihovýchodní Evropě, takže ze segmentů preferujeme kanceláře před retailem. Z bottom-up

pohledu pak preferujeme společnosti s vysokou váhou class A (nejvyšší kvality) nemovitostí, menším podílem pozemkového fondu (kvůli celkově nižší developerské aktivitě by ceny pozemků měly stagnovat nebo i klesat) a nízkým zadlužením. V současné situaci také hraje roli velikost – čím větší, tím lepší.

Z pohledu investor vs. developer nesdílíme aktuální velmi negativní náladu trhu vůči developerům obecně – u velkých developerů se zaměřením na východ očekáváme stabilizaci marží a IRR (vnitřní výnosové procento) nad náklady vlastního kapitálu. Tlaky na růst cen materiálů postupně slábnou a vyžadované rizikové prémie u dluhového financování u nich nejsou tak zničující jako u small caps (malé společnosti). Velcí finančně silní developeři také v současných podmínkách můžou jednoduše zvyšovat hodnotu převzetím menších konkurentů v potížích, případně vstupem do velmi výhodných join ventures.

Tabulková část – Česká republika, Maďarsko

Země	Akcie	Poslední kurz	Konsensuální odhady V/B/E/S							Oček. růst	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS07		
			EPS 06	EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08	Změna za 1M	P/E 08		EPS 06/08	Minimu	Maximu	SD	Min.
Česká republika	Telefonica O2 CR	526.5	24.9	33.0	1.1%	16.0	33.8	0.6%	15.6	16.5%	10.8%	-16.1%	22%	26.3	52.4
	CME	1832.7	10.9	54.3	-0.9%	33.7	75.2	0.0%	24.4	162.9%	45.8%	-17.5%	22%	2.1	4.1
	ČEZ	1272.0	46.8	64.4	0.8%	19.7	81.0	0.1%	15.7	31.6%	55.3%	-11.4%	11%	56.3	85.4
	ECM	900.0	107.5	201.5	0.0%	4.5	286.4	0.0%	3.1	63.2%	4.9%	-56.5%	18%	6.4	9.1
	Erste Bank	1082.0	76.5	98.7	0.1%	11.0	118.5	-0.2%	9.1	24.4%	2.7%	-32.0%	3%	3.7	4.0
	Komerční banka	4085.0	239.9	273.9	1.4%	14.9	302.9	1.8%	13.5	12.4%	49.2%	-10.9%	7%	239.2	327.3
	Orco Property Group	1770.1	325.6	121.2	-21.7%	14.6	188.1	-12.0%	9.4	-24.0%	0.6%	-49.0%	142%	-2.0	11.3
	Pegas Nonwovens	675.0	63.8	52.7	0.0%	12.8	89.9	0.0%	7.5	18.7%	3.8%	-20.4%	11%	1.8	2.3
	Philip Morris CR	7003	684.2	587.8	-0.2%	11.9	573.7	-0.6%	12.2	-8.4%	0.8%	-41.6%	12%	535.9	709.2
	Unipetrol	309.0	17.5	25.3	0.0%	12.2	29.1	0.0%	10.6	29.0%	49.2%	-10.9%	19%	18.1	30.9
	Zentiva	899.0	57.9	44.7	-6.6%	20.1	56.1	-5.8%	16.0	-1.5%	3.0%	-42.8%	27%	37.0	71.6
									15.8						
									13.2	23.3%					
Maďarsko	Egis	20000	931	1437	-3.6%	13.9	1749	-7.2%	11.4	37.1%	10.5%	-24.0%	15%	1205.0	1955.2
	FHB	1700	99	107	0.0%	15.9	116	0.0%	14.6	8.4%	13.3%	-27.4%	16%	78.6	129.2
	Magyar Telecom	899	74	71	0.7%	12.7	79	0.0%	11.4	3.4%	5.8%	-16.0%	14%	55.1	83.2
	MOL	23195	3480	2311	0.5%	10.0	2303	-0.4%	10.1	-18.7%	5.8%	-16.0%	14%	1863.7	3080.4
	OTP	8330	723	779	0.2%	10.7	890	0.2%	9.4	10.9%	18.9%	-25.2%	6%	720.4	907.2
	Gedeon Richter	41105	2797	1992	-1.3%	20.6	2453	-1.0%	16.8	-6.4%	9.2%	-24.1%	11%	1711.7	2448.9
									11.4						
									10.5	-5.4%					

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

Tabulková část – Polsko a Rusko

Země	Akcie	Poslední kurz	Konsensuální odhady I/B/E/S								Oček. růst EPS 06/08	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS07		
			EPS 06	EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08	Změna za 1M	P/E 08	Minimu		Maximu	SD	Min.	Max.	
Polsko	Aqora	50.00	0.59	1.82	5.5%	27.4	2.11	8.1%	23.7	88.5%	34.2%	-13.8%	7%	1.62	2.07	
	Asseco	95.00	2.80	2.41	0.0%	39.5	3.02	0.0%	31.5	3.8%	2.2%	-51.7%	10%	2.21	2.73	
	Bank Pekao	210.00	10.72	12.74	2.1%	16.5	15.28	2.3%	13.7	19.4%	0.9%	-24.6%	10%	10.01	15.74	
	BZ WBK	209.80	10.39	13.97	0.0%	15.0	16.33	0.3%	12.8	25.4%	0.9%	-34.2%	6%	12.83	15.40	
	BRE Bank	426.90	14.27	23.40	0.0%	18.2	28.33	0.0%	15.1	40.9%	31.7%	-30.5%	4%	22.18	25.05	
	Central Eur. Distribution Co.	53.73	1.25	1.68	0.0%	31.9	2.27	0.0%	23.7	34.7%	117.4%	-12.0%	10%	1.48	1.86	
	Echo Investment	6.45	0.66	1.94	0.0%	3.3	2.22	0.0%	2.9	84.2%	2.4%	-45.9%	10%	1.48	1.86	
	GTC	41.50	3.40	3.04	-0.9%	13.6	4.43	-3.1%	9.4	14.2%	10.7%	-28.0%	18%	1.70	2.18	
	Grupa Kety	145.00	9.52	10.91	-1.2%	13.3	12.68	-0.9%	11.4	15.4%	1.4%	-40.8%	30%	2.09	4.40	
	Grupa Lotos	44.34	5.86	5.03	-3.0%	8.8	4.41	-1.7%	10.1	-13.3%	15.2%	-25.9%	5%	10.36	11.90	
	KGHM	104.80	16.93	19.19	-0.3%	5.5	18.38	-0.7%	5.7	4.2%	27.3%	-27.7%	11%	4.12	5.83	
	LPP	2290.00	23.97	76.55	0.0%	29.9	107.04	5.0%	21.4	111.3%	197.4%	-15.4%	4%	17.86	20.44	
	Netia	3.67	-0.98	-0.22	0.0%	-16.7	-0.20	0.0%	-18.4	-54.8%	7.6%	-27.5%	12%	65.11	84.50	
	Opoczno	41.50	-0.19	2.39	0.3%	17.3	3.73	-2.0%	11.1	#NUM!	18.2%	-30.5%	-122%	-0.57	0.08	
	Orbis	61.50	2.06	3.38	6.5%	18.2	4.32	12.3%	14.2	44.7%	7.9%	-35.3%	11%	2.01	2.62	
	PBG	275.00	4.50	7.46	0.0%	36.9	11.62	0.0%	23.7	60.6%	5.8%	-37.2%	28%	2.12	4.19	
	PGNiG	5.26	0.21	0.31	2.9%	17.2	0.29	-9.7%	18.0	18.4%	55.6%	-13.8%	10%	6.88	8.42	
	PGF	85.20	5.04	5.54	0.0%	15.4	6.30	0.0%	13.5	11.8%	21.3%	-32.1%	15%	0.22	0.37	
	PKN	51.65	5.45	5.17	6.3%	10.0	5.40	-3.6%	9.6	-0.4%	26.9%	-15.6%	5%	5.35	5.83	
	PKO BP	46.50	2.12	2.70	0.8%	17.2	3.19	0.9%	14.6	22.8%	9.4%	-21.5%	15%	3.96	6.43	
Prokom	126.00	6.33	7.58	0.0%	16.6	9.29	0.0%	13.6	21.1%	1.9%	-29.7%	9%	2.43	3.36		
Sianity	69.95	1.48	-5.83	0.9%	-12.0	0.93	45.4%	75.4	-20.9%	22.3%	-24.0%	14%	6.03	8.91		
TPSA	22.50	1.50	1.61	-0.3%	14.0	1.72	-2.0%	13.1	7.3%	12.3%	-17.2%	-14%	-6.73	-4.60		
TVN	22.98	0.79	1.00	0.7%	23.1	1.26	0.9%	18.2	26.8%	17.8%	-21.5%	8%	1.41	1.85		
						14.0			12.6	15.7%						
Rusko	Baltika Brewery	48.75	2.76	3.24	0.0%	15.0	3.72	0.2%	13.1	16.1%	13.0%	-4.4%	3%	3.18	3.36	
	Cherepovets Severstal	23.10	1.27	2.02	-0.1%	11.5	2.33	-1.4%	9.9	35.4%	110.0%	-5.7%	14%	5.76	9.06	
	Evraz Group	86.30	3.94	6.67	3.0%	12.9	7.46	5.2%	11.6	37.5%	245.9%	-3.6%	8%	0.81	1.08	
	Gazprom	57.70	0.91	1.00	-2.7%	14.4	1.27	0.8%	11.4	17.8%	72.0%	-3.2%	15%	6.10	11.48	
	Lukoil	84.90	9.06	9.96	3.8%	8.5	9.06	-1.0%	9.4	0.0%	19.6%	-11.4%	16%	21.61	47.10	
	Norilsk Nickel	267.00	26.50	40.00	-5.2%	6.7	34.99	0.8%	7.6	14.9%	92.1%	-14.9%	6%	4.55	5.64	
	MTS	97.38	3.15	5.19	2.0%	18.8	6.26	2.5%	15.6	41.0%	113.9%	-7.9%	12%	0.19	0.26	
	Novatek	7.50	0.18	0.24	3.3%	31.8	0.30	6.0%	25.1	28.8%	59.6%	-2.6%	8%	0.35	0.43	
	Novolipetsk	4.29	0.32	0.37	0.7%	11.5	0.41	6.7%	10.4	14.4%	86.5%	-1.4%	21%	0.12	0.25	
	Rostelcom	11.95	0.25	0.18	10.5%	66.1	0.18	2.3%	66.2	-15.2%	67.1%	-2.0%	16%	0.68	1.28	
	Seventh Continent	26.45	0.97	0.99	0.3%	26.6	1.19	-0.4%	22.2	11.0%	9.8%	-9.9%	15%	1.66	2.71	
	Suroutneftegaz	1.25	0.08	0.12	5.0%	10.4	0.10	-5.8%	12.3	11.3%	20.0%	-11.5%	18%	0.09	0.15	
	Tatneft	6.30	0.56	0.68	6.7%	9.3	0.59	7.1%	10.7	3.2%	63.6%	-0.8%	14%	0.54	0.78	
	Unified Energy	1.30	0.07	0.03	-13.9%	49.0	0.03	-45.5%	51.8	-41.9%	41.0%	-5.4%	39%	0.01	0.04	
	Vimpelcom	41.55	0.80	1.44	1.5%	28.9	2.00	1.8%	20.8	58.6%	184.6%	-8.6%	5%	1.30	1.57	
						13.4			12.2	13.9%						

Tabulková část – Turecko

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS 06	Konsenzuální odhady I/B/E/S						Oček. růst EPS 06/08	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS07		
				EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08	Změna za 1M	P/E 08		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Turecko	Acibadem Saqlik	7.90	0.16	0.19	-1.7%	41.4	0.31	-41.8%	25.6	39.7%	16.1%	-24.0%	23%	0.15	0.24
	Adana Cimento	6.55	1.06	1.26	3.1%	5.2	1.05	3.1%	6.2	-0.6%	4.0%	-34.8%	14%	1.04	1.49
	Akbank	8.15	0.53	0.70	-3.9%	11.7	0.89	-1.3%	9.2	29.0%	25.0%	-27.2%	11%	0.56	0.83
	Akcansa Cimento	6.65	0.77	0.87	1.8%	7.6	0.84	-1.0%	7.9	4.8%	1.5%	-36.7%	17%	0.65	1.13
	Aksa	2.48	0.56	0.17	-24.8%	14.4	0.29	0.0%	8.6	-28.1%	0.8%	-42.9%	70%	0.07	0.31
	Aksiortta	6.80	0.24	0.38	-1.9%	17.7	0.34	-6.0%	19.8	19.1%	44.7%	-28.4%	36%	0.18	0.64
	Anadolu Cam	3.08	0.12	0.25	13.0%	12.4	0.24	7.2%	12.9	42.8%	46.1%	-1.9%	18%	0.21	0.34
	Anadolu Efes	14.20	0.60	0.76	1.9%	18.7	0.84	1.1%	16.9	18.5%	41.5%	-7.2%	14%	0.56	0.96
	Arcelik	7.75	0.81	0.74	-2.1%	10.4	1.02	2.3%	7.6	12.2%	2.6%	-37.0%	21%	0.52	1.11
	Beko Elektronik	1.67	-0.74	-0.23	-1.0%	n.m.	-0.17	-1.7%	n.m.	-52.3%	9.9%	-21.6%	-121%	-0.50	0.14
	Brisa Bridgestone	75.50	5.63	5.32	0.0%	14.2	6.64	3.0%	11.4	8.7%	9.4%	-21.4%	31%	4.16	6.48
	Cimsa Cimento	8.80	1.12	1.79	1.6%	4.9	1.06	0.1%	8.3	-2.7%	15.0%	-19.3%	30%	0.92	2.38
	Denizbank	13.00	1.08	0.90	-2.4%	14.4	0.99	-20.4%	13.1	-4.2%	17.1%	-27.8%	n.m.	1.02	1.02
	Doğan Yayın	4.56	0.07	0.97	0.1%	4.7	0.22	-2.9%	20.5	74.7%	15.9%	-24.0%	17%	0.74	1.25
	Eczacibasi Ilac	5.00	0.20	0.25	0.0%	20.2	0.31	0.0%	16.1	25.2%	11.6%	-29.6%	25%	0.22	0.34
	Enka Insaat	20.00	0.65	0.73	1.8%	27.3	0.83	2.2%	24.0	13.3%	108.3%	-2.9%	15%	0.62	0.93
	Ereqli Demir	9.50	0.41	0.89	-2.8%	10.7	1.02	0.3%	9.3	58.4%	95.7%	-20.8%	18%	0.63	1.18
	Finansbank	5.25	0.53	0.42	0.0%	12.5	0.53	0.0%	10.0	-0.3%	22.0%	-11.6%	50%	0.27	0.57
	Ford Otomotiv	12.70	1.43	1.28	3.2%	9.9	1.48	4.2%	8.6	1.7%	22.1%	-11.8%	13%	1.07	1.55
	Fortis Bank	2.10	0.08	0.20	0.0%	10.3	0.29	0.0%	7.3	96.1%	15.4%	-31.8%	11%	0.19	0.22
	Sabancı Holdings	6.25	0.27	0.50	1.9%	12.5	0.57	1.7%	11.0	44.1%	21.4%	-23.3%	24%	0.28	0.67
	Hurriyet	3.64	0.25	0.25	-1.1%	14.8	0.32	-3.3%	11.3	14.2%	17.1%	-20.1%	26%	0.15	0.33
	KOC Holdings	5.95	0.44	0.69	7.7%	8.6	0.63	3.2%	9.5	18.9%	48.2%	-13.1%	19%	0.49	0.86
	Miqros	20.90	0.44	0.91	2.1%	22.9	1.12	2.1%	18.6	59.3%	34.4%	-11.1%	17%	0.72	1.16
	Petrol Ofisi	5.60	0.47	0.57	-1.8%	9.8	0.65	0.9%	8.6	18.0%	61.8%	-13.8%	26%	0.38	0.87
	Tofas	5.90	0.16	0.23	0.9%	25.7	0.56	-0.2%	10.4	85.6%	26.9%	-14.5%	17%	0.15	0.28
	Trakva Cam	2.74	0.31	0.33	4.9%	8.4	0.35	2.6%	7.8	7.1%	23.1%	-14.4%	20%	0.23	0.41
	Tupras	33.50	2.88	4.15	1.8%	8.1	4.12	-0.6%	8.1	19.5%	43.8%	-7.6%	17%	3.19	5.38
	Turk Demir Dokum	9.25	0.76	0.95	0.0%	9.7	1.02	-0.6%	9.0	16.1%	11.0%	-10.5%	19%	0.82	1.08
	Turk Ekonomi Bankasi	2.70	0.13	0.20	-3.4%	13.3	0.29	0.0%	9.4	49.0%	53.6%	-20.0%	11%	0.18	0.23
	Turkcell	11.40	0.56	0.84	-0.1%	13.6	1.03	3.8%	11.1	34.9%	76.7%	-18.0%	38%	0.57	1.58
	Turkiye Garanti	9.50	0.51	0.94	0.0%	10.1	0.96	2.1%	9.9	37.9%	125.1%	-15.2%	22%	0.61	1.27
	Isbank	7.05	0.40	0.59	-1.7%	12.0	0.73	0.7%	9.7	34.7%	27.0%	-19.0%	14%	0.46	0.72
	Turk Sise Cam	2.17	0.21	0.23	0.4%	9.3	0.26	-2.1%	8.4	10.9%	7.2%	-25.2%	22%	0.15	0.32
	Vakifbank	3.84	0.31	0.39	-0.8%	9.7	0.46	-1.5%	8.4	21.6%	25.1%	-17.2%	10%	0.34	0.48
	Vestel Elek	2.62	0.02	0.53	33.3%	5.0	0.90	44.3%	2.9	570.9%	0.8%	-35.1%	53%	0.29	0.83
	Yapi Kredi Bank	3.80	0.16	0.27	2.3%	14.1	0.35	2.1%	10.8	47.1%	68.5%	-17.4%	14%	0.20	0.33
						11.9			10.5	27.6%					

KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

	Společnost	Událost
Leden 2008		
Xxx	xxx	Žádné významné očekávané události
Únor 2008		
14.2.	Zentiva	Oznámení o tržbách za celý rok 2007
21.2.	TO2	Předběžné výsledky za rok 2007
22.2.	TO2	Setkání s analytiky - konference
22.2.	KB	Předběžné výsledky za rok 2007
25.2.	ČEZ	Předběžné výsledky za rok 2007
28.2.	Unipetrol	Předběžné výsledky za rok 2007
29.2.	Erste	Předběžné výsledky za rok 2007

DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ

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

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

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

Rizika. Minulý výkon investičních nástrojů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé investiční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna, a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů či riziko tržních kolísání. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena vychází z předpokladů uvedených v analýze. Jiný než očekávaný vývoj těchto předpokladů představuje rovněž klíčové riziko.

Aktualizace. Investiční doporučení, analýzy a prognózy jsou aktualizovány v rámci pravidelných publikací České spořitelny, a.s. a Erste Bank Group. Cílové ceny akcii jsou aktualizovány v podnikových analýzách pokrývaných společností, které vycházejí nepravidelně a odrážejí aktuální dění v daném oboru nebo pokrývané společnosti. Přehled vydaných investičních doporučení za uplynulých 12 měsíců shrnuje tabulka 1.

Tabulka 1: Přehled minulých investičních doporučení na pokrývané akcie v systému SPAD

ČEZ			Zentiva		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
8.6.07	1 045	držet	13.11.07	1 090	akumulovat
22.11.06	989	držet	16.8.07	1 520	koupit
18.10.06	989	koupit	25.5.07	1 760	koupit
1.8.06	962	koupit	16.3.07	1 650	koupit
29.5.06	962	koupit	7.11.06	1 460	akumulovat
3.2.06	893	koupit	10.8.06	1 390	akumulovat

Telefónica O2 ČR			Unipetrol		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
2.11.07	650	akumulovat	1.10.07	367	koupit
31.7.07	620	držet	20.11.06	262	koupit
8.3.07	600	držet	10.7.06	251	koupit
25.9.06	550	koupit	22.2.06	261	prodat
4.5.06	608	koupit			

Komerční banka			Orco		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
5.5.07	4 400	akumulovat	1.10.07	129 (€)	koupit
27.3.06	3 800	akumulovat	28.3.07	3 690	držet
			21.4.06	108.8 (€)	akumulovat

CME			ECM		
Datum	Cílová cena (USD)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
31.1.07	98	akumulovat	1.10.07	1 880	akumulovat
3.2.06	68	koupit	14.6.2007	2 160	akumulovat
			15.2.2007	1 914	kupovat

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

Hodnocení analytika. Hodnocení analytiků není přímo závislé na výsledcích obchodování finanční skupiny ČS s pokrývanými investičními nástroji. Nepřímá vazba spočívá ve vazbě hodnocení analytiků na zisku celé Finanční skupiny České spořitelny, na kterém se do jisté míry podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Konflikt zájmů. Česká spořitelna, a.s., Erste Bank, jejich dceřiné společnosti a klienti mohou mít pozice v investičních nástrojích uvedených v doporučení, mohou obchodovat s investičními nástroji společností uvedených v doporučení nebo mohou těmto společnostem poskytovat investiční nebo bankovní služby. Odbor ekonomických a strategických analýz České spořitelny, a.s. je organizačně a fyzicky oddělen od útvarů Divize finančních trhů České spořitelny, a.s.. Zájmy a z nich plynoucí případné střety zájmů Finanční skupiny České spořitelny vůči analyzovaným akciovým společnostem v České republice (společnosti obchodované v systému SPAD mimo Erste Bank) jsou uvedeny v příložené tabulce 2.

Tabulka 2

Typ střetu zájmu
(1) ČS a/nebo propojená osoba má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta větší než 5 %
(2) emitent má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu ČS a/nebo propojené osoby větší než 5 %
(3) ČS a/nebo propojená osoba má jiný významný finanční zájem ve vztahu k emitentovi
(4) ČS a/nebo propojená osoba je tvůrcem trhu nebo osobou jinak zajišťující likviditu ve vztahu k finančním nástrojům vydaným emitentem
(5) ČS a/nebo propojená osoba byla v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědučím 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 (uveďte 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	33%	20%
Akumulovat	44%	40%
Držet	22%	40%
Redukovat	0%	0%
Prodávat	0%	0%

KONTAKTY

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

Odbor Ekonomické a strategické analýzy			
Ředitel odboru, investiční strategie	Viktor Kotlán	+420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
Makro tým (Střední Evropa)	Mária Fehérová	+420/224 995 232	mfeherova@csas.cz
Makro tým (ČR)	Martin Lobotka	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Makro tým (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Makro tým (ČR), team-leader	David Navrátil	+420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Akciový tým (CEE Real Estate)	Petr Bártek	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Akciový tým (svět)	Ján Hájek	+420/224 995 324	janhajek@csas.cz
Akciový tým (ČR)	Lenka Slámová	+420/224 995 289	lslamova@csas.cz
Akciový tým (ČR, CEE Media)	Radim Kramule	+420/224 995 213	rkramule@csas.cz
Akciový tým (ČR, CEE Oil & gas), team-leader	Jakub Židoň	+420/224 995 340	zidon@csas.cz
Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování			
Ředitel úseku	Petr Witowski	+420/224 995 800	pwitowski@csas.cz
Odbor Obchody treasury – ředitel odboru	Robert Novotný	+420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru	Libor Vošický	+420/224 995 592	lvosicky@csas.cz
Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru	Pavel Krivonožka	+420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz
Odbor Proprietary trading	Daniel Drahotský	+420/224 995 178	ddrahotsky@csas.cz
	Dušan Vaškovic	+420/224 995 417	dvaskovic@csas.cz
Úsek Investiční bankovnictví			
Ředitel úseku	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
Odbor Primární emise	Jiří Hrbáček	+420/224 995 836	jhrbacek@csas.cz
Odbor Finanční instituce – ředitel odboru	Alice Racková	+420/224 995 197	arackova@csas.cz
Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru	Jana Daňková	+420/224 995 128	jandankova@csas.cz
	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
Erste Bank Vídeň – Global Macro & CEE Equity			
Head of Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstebank.at
Co-Head of CEE Equities	Guenter Artner	+43 501 00 115 23	guenter.artner@erstebank.at
akcie – sektor stavebnictví	Franz Hoerl	+43 501 00185 06	franz.horl@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Guenter Hohberger	+43 501 00 173 54	guenter.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovnictví	Angelika Zwerenz	+43 501 00 119 03	angelika.zwerenz@erstebank.at
akcie – sektor telekomunikace	Vera Sutedja	+43 501 001 1905	MariaVeronika.Sutedja@erstebank.at
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+420 224 995 940	urbankovav@ersteinet.cz
akcie – sektor IT	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstebank.at
akcie – sektor strojírenství	Gerald Walek	+43 501 00 163 60	gerald.walek@erstebank.at
akcie – sektor doprava	Martina Pasching	+43 501 00 119 13	Martina.pasching@erstebank.at
akcie – sektor pojišťovnictví	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	christoph.schultes@erstebank.at
Brokerjet	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	www.brokerjet.cz