

MĚSÍČNÍ PŘEHLED AKCIOVÉHO TRHU

Marek Hatlapatka
Karel Potměšil
Ondřej Moravanský
Lucie Kundrátová

Head of Research
Senior analytik
Analytik
Analytik

ČEZ, NWR, Erste, KB, VIG
Orco, ECM, Zentiva, AAA
Telefónica O₂, CME
Pegas, Unipetrol, P.Morris

hatlapatka@cyrrus.cz
potmesil@cyrrus.cz
moravansky@cyrrus.cz
kundratova@cyrrus.cz

ŘÍJEN 2008 (vydáno 4.11.2008)

MĚSÍC NA SVĚTOVÝCH TRZÍCH

Komentář:

Letošní říjen se na světových trzích zařadil mezi nejhorší měsíce v historii, i když jeho bilanci nakonec vylepšil poslední týden, který skončil naopak nejsilnějším týdenním růstem na amerických trzích za posledních 34 let. Za poklesy stálo především vyhocení situace na mezibankovních trzích, kde se vytratily i poslední zbytky důvěry bank mezi sebou a extrémně se zvýšila averze investorů k riziku. To se projevilo na jedné straně značným růstem mezibankovních sazeb, na straně druhé obrovským zájmem o krátkodobé státní cenné papíry vlády Spojených států. Na tuto situaci reagovaly vlády a centrální banky dalšími mimořádnými opatřeními v oblasti fiskální (záchranné balíčky v různých evropských státech i v USA) i měnové (koordinované snížení úrokových sazeb centrálními bankami). Tato opatření ke konci měsíce situaci přeci jen stabilizovala, otázkou však nyní zůstává, jak dlouho tento pozitivní efekt vydrží, především ve světle makroekonomických dat z USA. Na druhou stranu výsledková sezóna zatím dopadá relativně solidně a ukazuje, že stále existují sektory, které dokáží s nepříznivou situací úspěšně bojovat.

Vývoj vybraných indexů

	Kurz 30.9.2008	Kurz 31.10.2008	Změna (%)
S&P 500	1166,4	968,8	-16,9%
Dow Jones IA	10850,7	9325,0	-14,1%
Nasdaq Composite	2091,9	1721,0	-17,7%
Nikkei	11259,9	8577,0	-23,8%
Shanghai Composite	2293,8	1728,8	-24,6%
DAX30	5831,0	4988,0	-14,5%
Euro Stoxx 50	3038,2	2591,8	-14,7%
FTSE 100	4902,5	4377,3	-10,7%
BUX	18868,9	13505,7	-28,4%
VMG20	2384,2	1825,8	-23,4%
ATX	2767,8	1997,9	-27,8%
Ropa Brent	98,2	65,3	-33,5%
Zlato	871,0	724,6	-16,8%
EUR/CZK	24,50	24,03	-1,9%
USD/EUR	1,409	1,273	-9,7%

MĚSÍC NA PRAŽSKÉ BURZE

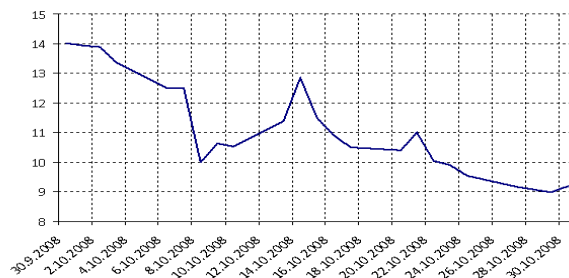
Komentář:

Na pražské burze dopadl říjen ještě hůře než na západních trzích, což můžeme připsat především růstu averze k riziku a krácení podílů emerging markets v portfoliích fondů. V měsíci jsme tak byli svědky značného odlivu kapitálu nejen z ČR, ale také z Polska či Maďarska (které situaci do značné míry zhoršilo svými problémy s financováním dluhu a nutností požádat o pomoc Mezinárodní měnový fond). Statečnými mohykány, kteří víceméně odolávali výprodejům, byli především tradiční defenzivní hráči jako Telefónica O₂ nebo Philip Morris. A nelze zapomenout také na ECM, které poté, co hlavní akcionář firmy ECM Group oznámil záměr podat nabídku na převzetí za cenu 303 Kč za akcii, významně stabilizovalo svůj kurz a zakončilo měsíc jen s minimální ztrátou. U některých titulů, které byly tradičně oblíbené mezi institucionálními investory ze zahraničí (ČEZ, KB), se kurzy kvůli nuceným výprodejům dostaly na mimořádně atraktivní ceny, kterých sice investoři částečně velmi rychle využili, nicméně růstový potenciál se i přesto u těchto titulů ve srovnání s předchozím měsícem značně zvýšil. Opět se ukázalo, že finanční krize vytváří také neopakovatelné investiční příležitosti.

Vývoj titulů ze SPADu

	Kurz 30.9.2008	Kurz 31.10.2008	Změna (%)
PX INDEX	1204,7	877,9	-27,1%
AAA Auto	14,0	9,3	-33,8%
CME	1125,0	470,0	-58,2%
ČEZ	1062,0	814,0	-23,4%
Telefónica O2	406,5	400,0	-1,6%
Erste Bank	847,0	502,0	-40,7%
Unipetrol	182,8	140,0	-23,4%
KB	3840,0	2825,0	-26,4%
Philip Morris	5310,0	5210,0	-1,9%
Zentiva	1124,0	1087,5	-3,2%
OPG	443,0	256,5	-42,1%
ECM	300,0	290,0	-3,3%
VIG	835,0	470,0	-43,7%
NWR	216,5	97,0	-55,2%
Pegas Nonwovens	307,0	190,0	-38,1%

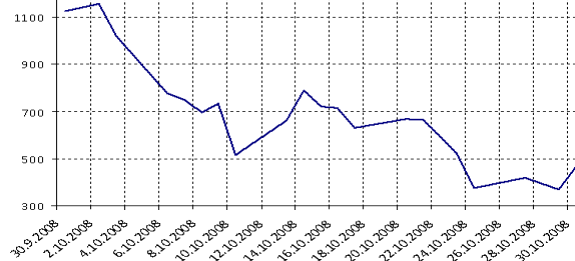
AAA Auto	
Kurz k 31.10.2008	9,3
Cílová cena	20,0
<i>Potenciál</i>	115,5%
Dlouhodobé doporučení	Držet
Krátkodobý výhled	Neutrální
Datum doporučení	5.9.2008



Komentář:

Společnost AAA Auto během měsíce října přišla tradičně s předstihem před kvartálními výsledky s údaji o svých prodejkách v předchozím čtvrtletí. Počet 14 669 vozů je opět výrazně horší než předchozí čtvrtletí (-12 % q/q, -30,9 y/y), přičemž opuštění polského trhu zde hraje jen menší roli. Předchozí zprávy o určitém zlepšení na počátku období tak přebilo zhoršení zvláště v průběhu září, které firma přisuzuje vlivu nejistoty z šířící se globální krize. Zlepšit se společnosti podařilo alespoň využití finančních služeb (pozitivně ovlivňující marže) či dále snížit stavy, pro hodnocení kompletních výsledků tak bude významná především ziskovost.

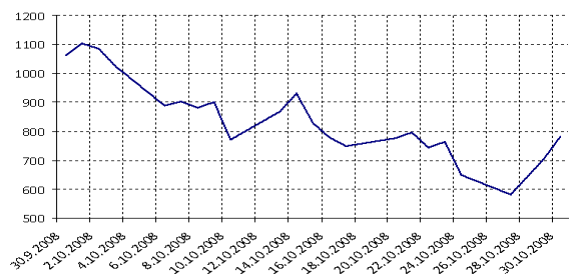
CME	
Kurz k 31.10.2008	470
Cílová cena	1490
<i>Potenciál</i>	217,0%
Dlouhodobé doporučení	Koupit
Krátkodobý výhled	Pozitivní
Datum doporučení	13.10.2008



Komentář:

CME byla v říjnu druhou společností, která reportovala výsledky, ještě předtím však proběhlo setkání s investory, na kterém společnost oznámila, že snižuje výhled celoročního hospodaření na úrovni tržeb a ukazatele EBITDA. Kdy hlavním důvodem je zejména oslabování východoevropských měn k americkému dolaru. Následně zveřejněné výsledky sice nedosáhly na očekávání trhu, ovšem na úrovni tržeb byly vcelku v souladu se sníženými firemními výhledy, mírně negativní překvapení potkalo investory na stránce nákladové. Celkově výsledky odpovídaly odhadům v naší analýze vydané v říjnu s cílovou cenou 81 USD/1490Kč a doporučením koupit.

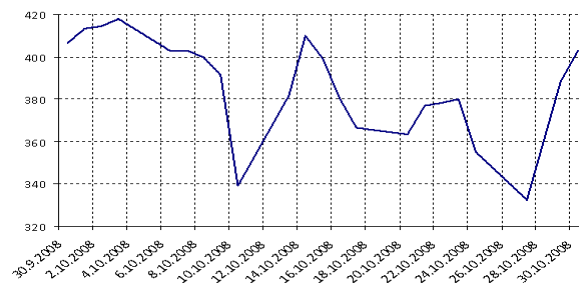
ČEZ a.s.	
Kurz k 31.10.2008	814
Cílová cena	1415
<i>Potenciál</i>	73,8%
Dlouhodobé doporučení	Koupit
Krátkodobý výhled	Pozitivní
Datum doporučení	14.4.2008



Komentář:

Akcie společnosti ČEZ se v říjnu staly obětí nucených výprodejů velkých fondů a extrémního růstu averze vůči riziku a tedy i aktivům ve střední Evropě. Prodeje fondů a další pokles cen ropy stlačil cenu akcie až pod hranici 600 Kč, kde se ovšem velmi rychle našli silní kupci. Vzhledem k tomu, že ceny elektřiny v Praze i v Lipsku v říjnu sice klesly přibližně o 10 EUR za MWh, stále neklesly pod hodnoty, s nimiž v našem modelu počítáme pro následující období (modelujeme ceny v rozmezí 65-70 EUR vs. aktuální cena 68 EUR). Stále proto vidíme značný růstový potenciál akcií ČEZ a vzhledem k posledním poklesům měníme krátkodobý výhled na pozitivní.

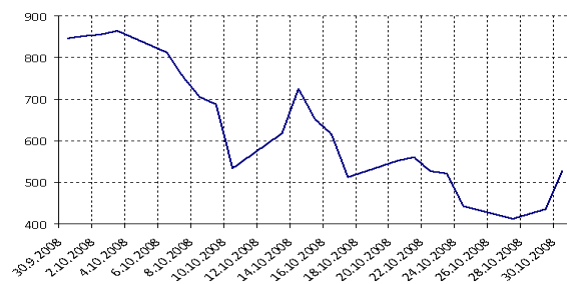
Telefónica O2	
Kurz k 31.10.2008	400
Cílová cena	635
<i>Potenciál</i>	58,8%
Dlouhodobé doporučení	Koupit
Krátkodobý výhled	Neutrální
Datum doporučení	21.5.2008



Komentář:

Společnost Telefónica O2 zveřejnila jako první z firem na pražské burze v říjnu své výsledky. Ty dopadly ve všech základních finančních ukazatelích nad úrovní tržního konsenzu, kdy hlavním zdrojem pozitivního překvapení byl vyšší než očekávaný výnos z ostatních telekomunikačních služeb. Vývoj v pevném i mobilním segmentu nezaznamenal větší změny ve svých trendech, tj. pokles počtu pevných linek a výnosů z tohoto segmentu a zpomalující růst výnosů v mobilním segmentu. Společnost také potvrdila očekávání pro celoroční výsledky, které se budou pohybovat i v rámci odhadů, proto i po výsledcích potvrzujeme naši cílovou cenu a doporučení.

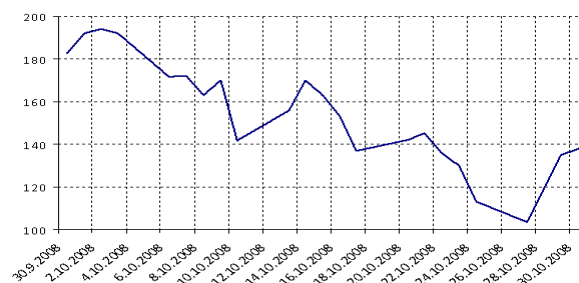
Erste	
Kurz k 31.10.2008	502
Cílová cena	V revizi
<i>Potenciál</i>	N.A.
Dlouhodobé doporučení	N.A.
Krátkodobý výhled	Neutrální
Datum doporučení	N.A.



Komentář:

Říjen byl pro akcie Erste velmi rušný. Nejdříve přišel profit warning, v němž Erste kvůli nepříznivému vývoji trhů snížila odhad růstu letošního čistého zisku z původních +20% na hodnotu „blízko loňské úrovní“. Následující výsledky sice překonaly očekávání trhu, nicméně především díky mimořádným položkám a ve čtvrtém kvartále je nutné počítat s dalším růstem nákladů financování a s odpisy souvisejícími s pádem bank na Islandu. Banka také oznámila, že využije státní pomoci a posílí tak svůj kapitál. Vzhledem k těmto podstatným skutečnostem momentálně revidujeme doporučení a cílovou cenu akcií Erste.

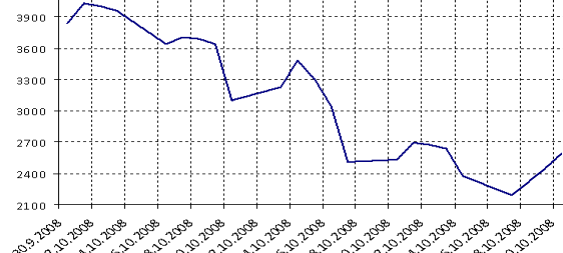
Unipetrol	
Kurz k 31.10.2008	140
Cílová cena	225
<i>Potenciál</i>	60,7%
Dlouhodobé doporučení	Držet
Krátkodobý výhled	Neutrální
Datum doporučení	11.9.2008



Komentář:

Akcie společnosti Unipetrol v říjnu klesly o více než 23 %. Jejich hodnota se dotkla sto korun za akcii, což je úroveň, na které se pohybovaly na počátku roku 2005. Unipetrol v říjnu zveřejnil některé provozní údaje za třetí čtvrtletí. Podařilo se zvýšit výrobní a prodejní marže a vzrostl také objem odbytu. Na druhou stranu vysoká cena ropy se negativně podepíše na nákladech. Unipetrol očekává, že letošní EBIT bude nižší než v loňském roce, což odpovídá našim očekáváním. V říjnu Unipetrol také dokončil nákup akcií skupiny Paramo, ve které nyní drží 91,8 % a přestavbu čerpacích stanic Benzina. Tyto zprávy však považujeme za neutrální.

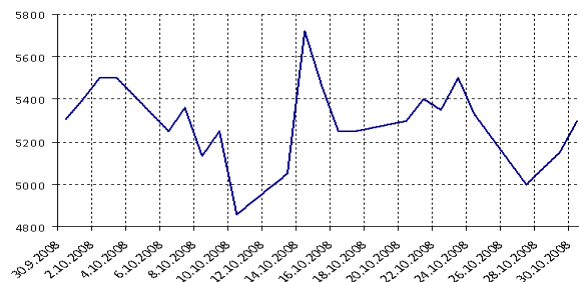
Komerční Banka	
Kurz k 31.10.2008	2825
Cílová cena	4670
<i>Potenciál</i>	65,3%
Dlouhodobé doporučení	Držet
Krátkodobý výhled	Pozitivní
Datum doporučení	15.5.2008



Komentář:

Komerční banka má aktuálně těsně před zveřejněním hospodářských výsledků za třetí kvartál. Předpokládáme, že i tentokrát dokáže banka potvrdit svoji stabilitu výnosů a vysokou ziskovost. I když je pravděpodobné, že ani KB se (stejně jako ČSOB a ČS) nevyhne odpisům souvisejícím s pádem islandských bank, dopad na hospodářské výsledky by měl být jen velmi omezený. Podobně jako ČEZ i u KB jsme pozorovali vliv nucených výprodejů akcií z portfolií fondů. Pokud KB potvrdí naše poměrně optimistická očekávání ve výsledcích třetího kvartálu, vidíme i přes neoddiskutovatelný negativní vliv zpomalení ekonomiky stále značný růstový potenciál akcií KB.

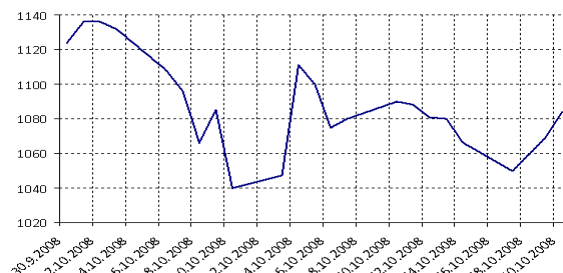
Philip Morris	
Kurz k 31.10.2008	5210
Cílová cena	7280
<i>Potenciál</i>	39,7%
Dlouhodobé doporučení	Koupit
Krátkodobý výhled	Pozitivní
Datum doporučení	2.10.2008



Komentář:

Philip Morris se v říjnu opět ukázal jako defenzivní titul, když hodnota jeho akcie klesla pouze o 1,9 %. Silnou podporu potvrdila hranice 5 000 Kč, pod kterou akcie neklesla a pohybovala se v pásmu kolem padesátidenního klouzavého průměru. Mateřská společnost Philip Morris International v komentáři ke svým čtvrtletním výsledkům oznámila, že trh cigaret se v EU snížil o 1,2 % také díky nepříznivým změnám zásob v ČR, které se negativně podepsaly i na provozním výsledku. Zároveň ale vzrostl tržní podíl. Na začátku měsíce vydala naše společnost pro akcie Philip Morris nové doporučení – akcie doporučujeme koupit s cílovou cenou 7 280 Kč.

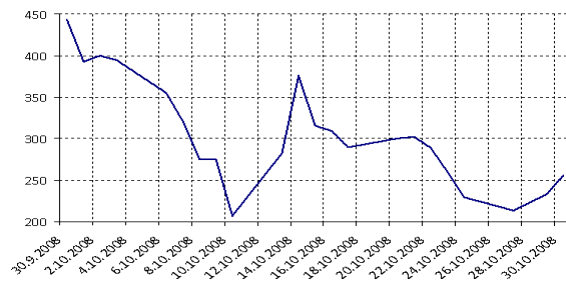
Zentiva	
Kurz k 31.10.2008	1087,5
Cílová cena	1218
<i>Potenciál</i>	12,0%
Dlouhodobé doporučení	Koupit
Krátkodobý výhled	Neutrální
Datum doporučení	11.8.2008



Komentář:

Evergreenem posledních měsíců je u Zentivy boj akcionářů o firmu. Na počátku měsíce ještě pokračoval v navyšování podílu nový spoluvlastník Belviport (na 10,06 %), na konci měsíce se pak připomněla PPF zvýšením svého podílu na 22,48 %. Mimoto Zentiva již tradičně před zveřejněním kompletních kvartálních výsledků prezentovala své tržby za poslední čtvrtletí. Ty dosáhly cca 4,0 miliard korun (-7,4 % y/y), méně než jsme my i trh očekávali. Pokles tradičně vykazala ČR, naopak předpokládanou stabilizaci potvrdilo Rumunsko. Díky trvajícím nabídkám na převzetí ze strany Sanofi-Aventis nicméně kvartální výsledky nejsou pro akcie nyní zásadní.

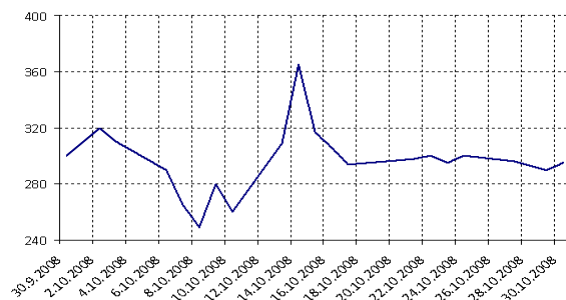
Orco Property Group	
Kurz k 31.10.2008	256,5
Cílová cena	Nepokryto
<i>Potenciál</i>	N.A.
Dlouhodobé doporučení	N.A.
Krátkodobý výhled	Neutrální
Datum doporučení	N.A.



Komentář:

Nálada na finančních trzích developerské akcie opět silně zasáhla, volatilní Orco tak během října vidělo hranici 200 ale i 400 korun. Jednotlivé korporátní zprávy nepatřily mezi nejsledovanější informace. Jedna z nich přinesla zlevnění jednoho z pražských bytových projektů (Tyršův vrch) o cca 10 %, nicméně přes spekulace firma odmítla plošné snižování cen, v daném případě snížení zdůvodnila potřebou nastartovat financování. Na konci měsíce se naopak pochlubila kolaudací prvního residenčního projektu na Slovensku (Parkville) a dokončením dalšího (Casa Verde) v Polsku, který tak podle očekávání ovlivní developerské tržby za druhé pololetí.

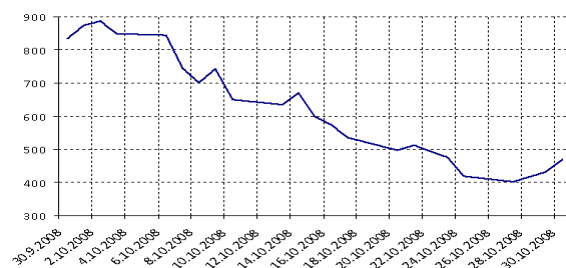
ECM	
Kurz k 31.10.2008	290
Cílová cena	843
<i>Potenciál</i>	190,7%
Dlouhodobé doporučení	Koupit
Krátkodobý výhled	Neutrální
Datum doporučení	12.9.2008



Komentář:

Po opakovaném objevení se zpráv o záměru prodat některé z investičních projektů firmy, přišla v říjnu ECM s první konkrétnější informací. Do nabízených projektů City Tower a Empiria by mohla vstoupit PPF, která má v budovách kanceláře. Tuto zprávu nicméně zastihuje záměr hlavního akcionáře ECM Group (31,8 % akcií) podat nabídku na převzetí, zdůvodněnou snahou koncentrovat vlastnictví a zabránit případnému převzetí třetí osobou. Ze strany ČNB prozatím neposvěcená nabídka počítá s cenou 303 korun za akcii, což v době zveřejnění nenabídlo prakticky žádnou prémii, na druhou stranu zpráva z pohledu akcií plní významnou stabilizující funkci.

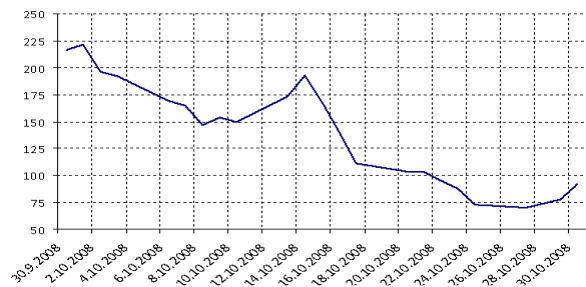
VIG	
Kurz k 31.10.2008	470
Cílová cena	Nepokryto
<i>Potenciál</i>	N.A.
Dlouhodobé doporučení	N.A.
Krátkodobý výhled	Neutral
Datum doporučení	N.A.



Komentář:

Podobně jako Erste i rakouské pojišťovny jsou kandidátem na státní pomoc v podobě kapitálové injekce. Ačkoliv se k této možnosti VIG zatím nevyjádřil, nevylučujeme, že při příležitosti zveřejnění kvartálních výsledků 11.11.2008 bude toto téma na pořadu dne. Nemyslíme si, že by VIG měl díky své konzervativní investiční strategii nutnost navyšovat kapitál, podobně jako u Erste však nelze vyloučit, že vládního programu využije a zvýší kapitál na hodnoty, které momentálně trh požaduje. Podobně jako pro bankovní sektor i pro VIG platí, že očekáváme pokračující nervozitu investorů a krátkodobý výhled proto ponecháváme na neutrálním stupni.

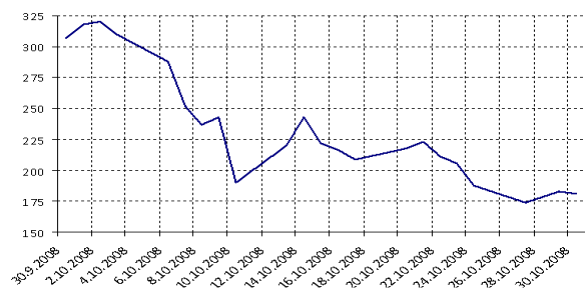
New World Resources	
Kurz k 31.10.2008	97
Cílová cena	337
<i>Potenciál</i>	247,4%
Dlouhodobé doporučení	Koupit
Krátkodobý výhled	Pozitivní
Datum doporučení	22.10.2008



Komentář:

Akcie NWR byly i v říjnu pod značným tlakem nepříznivého tržního vývoje. Další výrazný pokles cen uhlí na světových trzích, očekávání zpomalení ekonomik včetně střední Evropy a problémy automobilového průmyslu se odrazily v poklesu akcií pod hodnotu sta korun. Na základě zmíněných faktorů jsme v říjnu přistoupili k revizi cílové ceny NWR. Použitím velmi konzervativního dividendového diskontního modelu jsme dospěli k cílové ceně 337 Kč z původních 600 Kč. Ačkoliv počítáme s negativním vlivem finanční krize na hospodaření NWR, aktuální kurz považujeme za silně pod fundamentální hodnotou společnosti a ponecháváme doporučení koupit.

Pegas Nonwovens	
Kurz k 31.10.2008	190
Cílová cena	595
<i>Potenciál</i>	213,2%
Dlouhodobé doporučení	Koupit
Krátkodobý výhled	Neutrální
Datum doporučení	3.7.2008



Komentář:

Akcie společnosti Pegas Nonwovens se během října propadly o dalších 38 % a vytvořily nové historické minimum na hodnotě 166 korun. Během prvních pouze deseti dní se přitom propadly o celých 40 %, poté jejich pokles zmírnil. V uplynulém měsíci se neobjevily žádné kurzotvorné informace (kromě změny ve vedení, kdy Miloše Bogdana nahradil ve funkci generálního ředitele František Řezáč) a akcie tak podléhaly pouze negativnímu tržnímu sentimentu. Jejich růst nepodpořila ani cena ropy, která i přes snížení limitů těžby zeměmi OPEC nadále klesala, a to až k hodnotě 60 dolarů za barel severomořské ropy Brent, což zmírnilo tlak na náklady.

**Analytické oddělení:**

Marek Hatlapatka	Head of research	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Chief analyst	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Senior analytik	potmesil@cyrrus.cz	Farmacie, development
Lucie Kundrátová	Analytik	kundratova@cyrrus.cz	Petrochemie, spotřební zboží
Ondřej Moravanský	Analytik	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, média

Trading & Sales:

Pavel Pikna	Brno	pikna@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz
Peter Dömény	Brno	domeny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jan Michelfeit	Praha	michelfeit@cyrrus.cz

Výhrada (disclaimer): Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střety zájmů (disclosure): Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřeno dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické zpravodajství je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

BRNO
Věveří 111 (Platinum)
616 00 Brno
Tel.: +420 538 705 711

PRAHA
Radlická 14, Anděl Park
150 00 Praha 5, Smíchov
Tel.: +420 221 592 361