

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

Září 2008

MĚSÍC NA SVĚTOVÝCH TRŽÍCH

Komentář:

Září 2008 nebude pro investory po celém světě rozhodně měsícem, na nějž budou vzpomínat v dobrém. Světové indexy se v září propadly o 12,3% (měřeno globálním indexem MSCI World) pod tíhou výrazné akcelerace problémů v americkém finančním sektoru. Státní pomoc hypotečním institucím Fannie Mae a Freddie Mac a pojišťovně AIG, bankrot investiční banky Lehman Brothers a Washington Mutual jako největší banka (spořitelna) v historii USA, která musela být uzavřena a následně prodána, to jsou jen špičky ledovce. Ačkoliv americký Kongres po bolestném procesu schválil na začátku října záchranný balíček a centrální banky po celém světě pumpují likviditu na peněžní trh, k žádnému obratu k lepšímu tyto akce doposud nevedly. Naopak, nervozita na peněžním trhu měřená úrokovými sazbami neustále roste, což má pochopitelně negativní důsledky pro akciový trh, především na finanční tituly na něm obchodované. Averse investorů k riziku je prostě nyní extrémně vysoká a esa v rukávu, kterými disponuje americká administrativa a centrální banky, rapidně ubývají.

Vývoj vybraných indexů

	31.8.2008	31.9.2008	(%)
S&P 500	1282,8	1166,4	-9,1%
Dow Jones IA	11543,5	10850,7	-6,0%
Nasdaq Composite	2367,5	2091,9	-11,6%
Nikkei	13072,9	11259,9	-13,9%
Shanghai Composite	2397,4	2293,8	-4,3%
DAX30	6422,3	5831,0	-9,2%
Euro Stoxx 50	3365,6	3038,2	-9,7%
FTSE 100	5636,6	4902,5	-13,0%
BUX	21007,2	18868,9	-10,2%
WIG20	2597,0	2384,2	-8,2%
ATX	3613,3	2767,8	-23,4%
Ropa Brent	114,1	98,2	-13,9%
Zlato	831,2	871,0	4,8%
EUR/CZK	24,79	24,50	-1,2%
USD/EUR	1,467	1,409	-4,0%

MĚSÍC NA PRAŽSKÉ BURZE

Komentář:

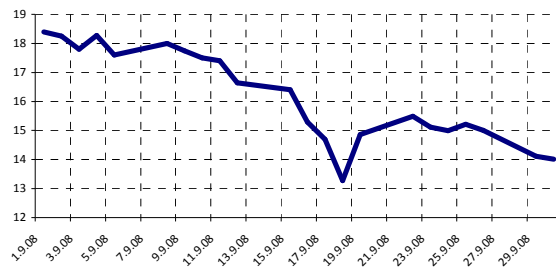
Na pražské burze byla v září situace podobná jako v ostatních částech světa, znásobená stále ještě nálepkou „emerging market“ a relativní plytkostí českého trhu. Index PX oslabil v tomto období o 18,5%, přičemž z negativního trendu se dokázaly vysmeknout pouze dva tituly: farmaceutická společnost Zentiva, který posílila o 4,1% díky zvýšené nabídce na převzetí ze strany svého dosavadního největšího akcionáře, francouzské Sanofi-Aventis, a možná trochu paradoxně Komerční banka (+2,6%), která zatím dokázala investory přesvědčit o tom, že její hospodářen není kreditní krizí negativně zasaženo. Na opačném konci žebříčku skončili developeři Orco a ECM, kteří doplácují na typicky vysokou míru zadlužení a závislosti na externím financování. Propadákem měsíce se však stal New World Resources, jehož akcie v září oslabily o bezmála 55% vlivem kontrakce komoditního trhu, výprodeje velkých fondů v Londýně a potíží automobilového a potažmo ocelářského průmyslu. Ačkoliv jsme předvedli o tom, že většina titulů ze SPADu má svoji vnitřní hodnotu mnohem vyšší než jsou aktuální tržní ceny, celkový tržní sentiment nás vede nadále k opatrnosti.

Vývoj titulů ze SPADu

	Kurz 31.8.2008	Kurz 31.9.2008	Změna (%)
PX INDEX	1478,2	1204,7	-18,5%
AAA Auto	17,5	14,0	-20,0%
CME	1340,0	1125,0	-16,0%
ČEZ	1275,0	1062,0	-16,7%
Telefónica O2	523,0	406,5	-22,3%
Erste Bank	1012,0	847,0	-16,3%
Unipetrol	209,0	182,8	-12,5%
KB	3742,0	3840,0	2,6%
Philip Morris	5545,0	5310,0	-4,2%
Zentiva	1080,0	1124,0	4,1%
OPG	616,0	443,0	-28,1%
ECM	465,9	300,0	-35,6%
VIG	1044,0	835,0	-20,0%
NWR	477,0	216,5	-54,6%
Pegas Nonwovens	398,1	307,0	-22,9%

AAA Auto

Kurz k 30.9.2008	14,0
Cílová cena	20,0
<i>Potenciál</i>	42,9%
Dlouhodobé doporučení	Držet
Krátkodobý výhled	Neutral
Datum doporučení	5.9.2008

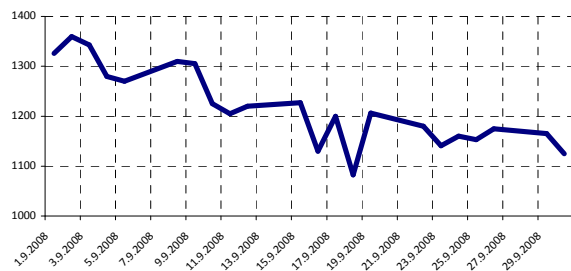


Komentář:

Akcie AAA Auto za září zaznamenaly pokles o cca 20 %, byť na počátku měsíce ještě zareagovaly pozitivně na pololetní výsledky, které přinesly nižší než čekanou ztrátu, danou úspěšným snižováním nákladů a zlepšováním provozní efektivity. Negativní tržní vývoj postupně udělal své, přičemž se přidaly i obavy ze slabých prodejů firmy, které stále brání výraznějšímu zlepšení nálady vůči titulu. Také možnosti dalšího zlepšení ziskovosti se zdají být vyčerpané. Díky tomu jsme také snížili o korunu naši cílovou cenu (na 20 korun) a doporučili titul i nadále držet. Prodeje firmy považujeme do dalších měsíců za rozhodující pro sentiment vůči titulu.

CME

Kurz k 30.9.2008	1125
Cílová cena	V revizi
<i>Potenciál</i>	N.A.
Dlouhodobé doporučení	N.A.
Krátkodobý výhled	Neutral
Datum doporučení	N.A.

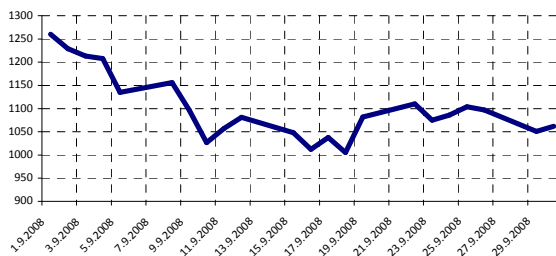


Komentář:

Během září bylo oznámeno, že CETV plánuje provozovat českou mutaci hudebního kanálu MTV, termín zahájení se plánuje na první polovinu příštího roku. Během měsíce se také objevily zprávy o očekávaném zvýšení ceny reklamy. Pro budoucí výhled ceny akcií na pražské burze bude podle našeho názoru důležitý zejména vývoj kurzu USD-CZK. Při současném výhledu rostoucího dolaru předpokládáme, že cena na pražské burze bude díky kurzovým přepočtům směřovat dolů pomaleji než cena na primárním trhu v USA. Pokles ceny akcie očekáváme také v souvislosti s růstem dolaru, vzhledem k tomu, že hospodaření CETV je na něm úzce závislé.

CEZ a.s.

Kurz k 30.9.2008	1062
Cílová cena	1415
<i>Potenciál</i>	33,2%
Dlouhodobé doporučení	Koupit
Krátkodobý výhled	Neutral
Datum doporučení	14.4.2008

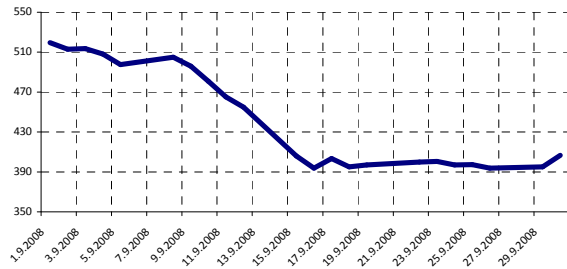


Komentář:

Akcie společnosti ČEZ v září negativně reagovaly na nepříznivý vývoj cen komodit na světových trzích. Známky oslabování globálního ekonomického růstu se promítly do výrazného poklesu cen ropy a následně dalších energií včetně té elektrické. Vzhledem k tomu, že cena elektřiny na lipské i pražské burze i přes pokles stále převyšuje úroveň, s níž pro ČEZ v našem oceňovacím modelu počítáme, nevidíme důvod ke snížení naší cílové ceny 1415 Kč, kterou jsme potvrdili po hospodářských výsledcích za 1H2008. Krátkodobě je však nutné počítat s tím, že titul bude kvůli situaci na trhu stále pod tlakem, náš krátkodobý výhled proto zůstává neutrální.

Telefónica O2

Kurz k 30.9.2008	406,5
Cílová cena	635
<i>Potenciál</i>	56,2%
Dlouhodobé doporučení	Koupit
Krátkodobý výhled	Neutral
Datum doporučení	21.5.2008

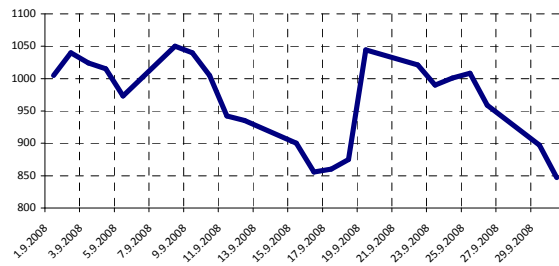


Komentář:

Na začátku měsíce byly představeny nové tarify na Slovensku, přibližně v polovině měsíce byl oznámen kontrakt s firmou Sicap, na provoz služby automatického nastavení telefonů. Obě zprávy považujeme za neutrální. Cena akcie za září vykázala znatelné pohyby směrem dolů, za měsíc si odepsala ze své hodnoty celkem 116,5 Kč, tj. - 22,3%. Přibližně polovinu tohoto poklesu však měl „na svědomí“ rozhodný den pro výplatu dividendy ve výši 50Kč na akcii, dne 12. září. Zbytek poklesu přičítáme tržnímu sentimentu. V posledních dnech měsíce se cena stabilizovala na úrovni kolem 400 Kč, kde by podle našeho názoru měla setrvat i v dalších týdnech.

Erste

Kurz k 30.9.2008	847
Cílová cena	V revizi
<i>Potenciál</i>	N.A.
Dlouhodobé doporučení	N.A.
Krátkodobý výhled	Negativní
Datum doporučení	N.A.

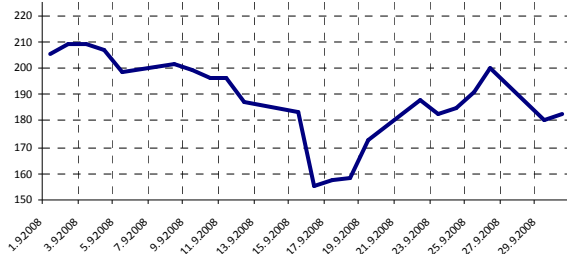


Komentář:

Akcie Erste v září doplaly na prohlubující se problémy bankovního sektoru nejen v USA, ale také v Evropě. Růst rizikových přírůzků v sektoru se musel projevit i u Erste, i přes její již notoricky známou minimální infekci bilance špatnými aktivy. Nevýhodou Erste je, že její tržní ocenění je do větší míry závislé spíše na budoucí (očekávané) než aktuální výkonnosti ve srovnání například s Komerční bankou. Očekávání oslabení růstu nejen v západní Evropě, ale také v CEE, se následně projevuje ve snížení výhledu růstu na těchto trzích pro příští roky. Kvůli těmto změnám jsme aktuálně dali ocenění akcií Erste do revize.

Unipetrol

Kurz k 30.9.2008	182,7
Cílová cena	225
<i>Potenciál</i>	23,2%
Dlouhodobé doporučení	Držet
Krátkodobý výhled	Neutral
Datum doporučení	11.9.2008

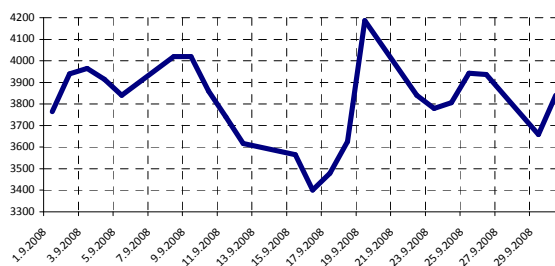


Komentář:

Jako na houpačce se v září hýbaly akcie Unipetrolu. Po velmi hlubokém poklesu v první polovině měsíce, kdy cena propadla až o 25 %, následoval růst o 30 % a na konci měsíce odepsala akcie „pouze“ 12,5 %. Během září se spekulovalo o možném nákupu 16,33% podílu v České rafinérské od společnosti Royal Dutch Shell, obě společnosti však informace odmítly komentovat. V polovině měsíce znervóznil investory finanční ředitel W. Ostrowski, když opět zopakoval současná rizika a odmítl stanovit cíle pro letošní rok. V polovině měsíce jsme snížili cílovou cenu a doporučení pro akcie Unipetrolu - akcie doporučujeme držet s cílovou cenou 225 korun.

Komerční Banka

Kurz k 30.9.2008	3840
Cílová cena	4670
<i>Potenciál</i>	21,6%
Dlouhodobé doporučení	Držet
Krátkodobý výhled	Neutral
Datum doporučení	15.5.2008

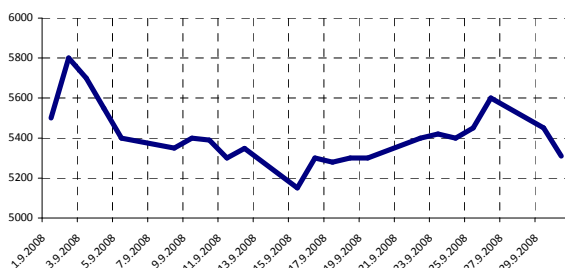


Komentář:

Komerční banka má na trhu pověst „držáka“ a tu si pohládala i v pro investory nevlídném září, kdy se stala spolu se Zentivou jediným titulem ze SPADu, který posílil. Komerční banku investoři hodnotí pozitivně především díky své lokální omezenosti pouze na český a částečně slovenský trh. Vzhledem k současné situaci na trzích lze očekávat, že růst české ekonomiky na konci letošního roku a v roce 2009 zpomalí více než jsme očekávali, což bude mít určitý omezený dopad na výhled hospodaření Komerční banky. I proto očekáváme, že říjen bude pro KB poměrně složitý a dáváme titulu krátkodobý výhled neutral.

Philip Morris

Kurz k 30.9.2008	5310
Cílová cena	7280
<i>Potenciál</i>	37,1%
Dlouhodobé doporučení	Koupit
Krátkodobý výhled	Positivní
Datum doporučení	2.10.2008

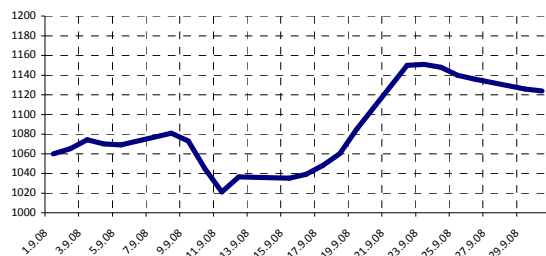


Komentář:

Akcie společnosti Philip Morris se v září ukázaly jako poměrně defenzivní titul, během tohoto měsíce klesly „pouze“ o 4 %. Z počátku měsíce akcie reagovaly na pozitivní výhledy společnosti pro letošní rok – zvýšení produkce o 20 % ze současných 25 mld. cigaret na 29 mld. a počtu zaměstnanců o 10 – 20 %. Pozitivní je i fakt, že pokles poptávky na českém a slovenském trhu se úspěšně daří kompenzovat růstem exportu do zemí Evropské unie. Ke druhé vlně vzestupů potom došlo po tiskové konferenci v polovině měsíce. Pro akcie Philip Morris jsme na začátku října vydali nové doporučení – akcie doporučujeme koupit s cílovou cenou 7 280 korun.

Zentiva

Kurz k 30.9.2008	1124
Cílová cena	1218
<i>Potenciál</i>	8,4%
Dlouhodobé doporučení	Koupit
Krátkodobý výhled	Neutral
Datum doporučení	11.8.2008

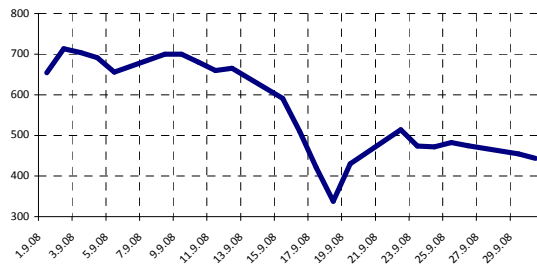


Komentář:

Září v případě Zentivy měsícem stability, ovlivněné trvající nabídkou na převzetí ze strany Sanofi-Aventis, kterou na konci měsíce vystřídalo posílení, když po prvotním prodloužení termínu nabídky následovalo i navýšení ceny na 1 150 korun na akcii. Rozhodující faktor, který bude stabilizovat titul kolem této úrovně i nadále (nabídka platí do konce listopadu). Na druhou stranu klesá free-float především díky novému akcionáři (Belviport Trading). Rozuzlení stávající situace je nyní především na hlavních akcionářích a jejich případné dohodě s SA. Ze strany některých (PPF) nelze úplně vyloučit možné stupňování tlaku na zvýšení nabídky.

Orco Property Group

Kurz k 30.9.2008	443
Cílová cena	Nepokryto
<i>Potenciál</i>	N.A.
Dlouhodobé doporučení	N.A.
Krátkodobý výhled	Negativní
Datum doporučení	N.A.

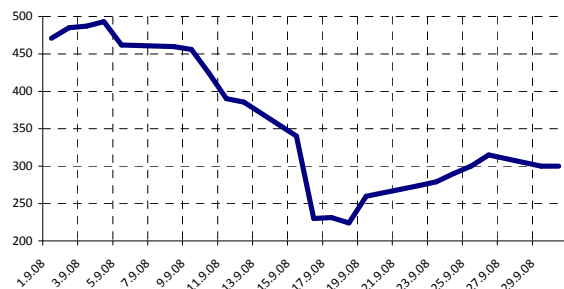


Komentář:

Záříový vývoj kurzu akcií Orco připomínal jízdu na hodně divoké horské dráze. První dny měsíce zaznamenaly slušné posilování v reakci na předchozí zveřejnění pololetních výsledků, zato polovina období se pro investory změnila v noční můru. Silné propady (přes 50 % během několika dní) sama firma zdůvodňuje krátkými prodejy, k nimž byla využita velká část akcií. Alespoň částečné uklidnění přinesla prohlášení firmy, že nepotřebuje dodatečný kapitál a vystačí si s již dříve oznámeným prodejem nemovitostí za 200 milionů euro v tomto i příštím roce. Tlak tržního sentimentu vůči titulu se nicméně dá očekávat i v dalších měsících.

EQM

Kurz k 30.9.2008	300
Cílová cena	843
<i>Potenciál</i>	181,0%
Dlouhodobé doporučení	Koupit
Krátkodobý výhled	Negativní
Datum doporučení	12.9.08

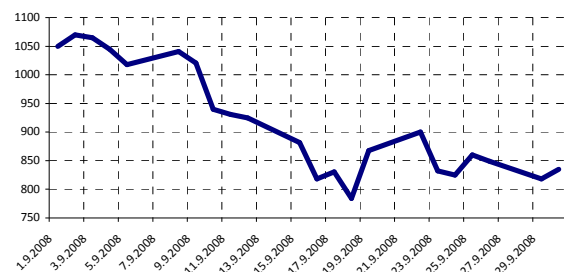


Komentář:

Jedna z obětí záříových propadů. Na straně jedné snaha managementu podpořit slovně akcie prohlášení o vlivu sentimentu na jejich vývoj či snaze dostat firmu v příštím roce do provozního zisku, na straně druhé možnost odložení budoucích projektů. Také vydané nové akcie (250 tis. ks, naředění o 5,9 %) na velice nízkých cenových úrovních trh příliš nepotěšily. K titulu jsme v září vydali nové doporučení, kupovat s cílovou cenou 843 korun. Očekáváme za celý rok mírné snížení NAV, vzhledem k tržní situaci počítáme s výrazným diskontem. Sentiment vůči sektoru však čekáme i nadále negativně přecitlivělý, změna je během na dlouhou trať.

VIG

Kurz k 30.9.2008	835
Cílová cena	Nepokryto
<i>Potenciál</i>	N.A.
Dlouhodobé doporučení	N.A.
Krátkodobý výhled	Neutral
Datum doporučení	N.A.

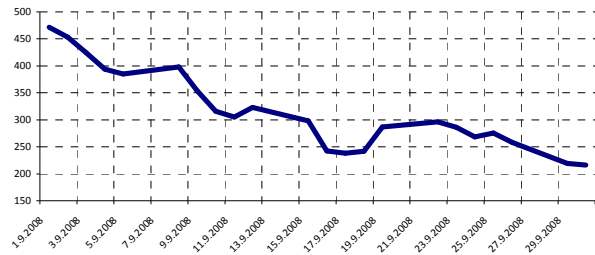


Komentář:

Rakouská pojišťovací skupina VIG sice až doposud (1H2008) reportovala velmi dobré hospodářské výsledky bez jakýchkoliv známek potíží souvisejících s kreditní krizí, přesto i akcie této společnosti krizí trpí a padají obdobně, jako akcie pojišťoven v západní Evropě. Velmi konzervativní přístup VIG k investování volných prostředků a téměř nulová expozice vůči subprime či obecně hypotečnímu trhu v USA i v Evropě, jsou nesporně značnou výhodou společnosti, která se však ukáže až v dlouhodobém pohledu. V krátkodobém horizontu i nadále platí to stejné, co pro bankovní sektor, tedy pokračující nervozita investorů a možnost dalších poklesů.

New World Resources

Kurz k 30.9.2008	216,5
Cílová cena	V revizi
<i>Potenciál</i>	N.A.
Dlouhodobé doporučení	N.A.
Krátkodobý výhled	Neutral
Datum doporučení	N.A.

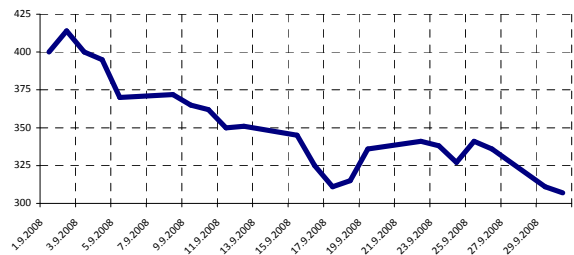


Komentář:

Akcie společnosti New World Resources zatím patří k největším zklamáním posledních týdnů. Do určité míry titulu nesporně škodí problémy globální ekonomiky, zvláště automobilové sektoru. Tyto problémy se přelévají do ocelárenství, které je největším odběratelem uhlí NWR. Přesto zastáváme názor, že velkou část poklesů můžeme přisoudit krátké historii titulu a všeobecným výprodejům velkých fondů v Londýně. Ceny uhlí s dodáním v Evropě zůstávají zatím na úrovních, s nimiž počítáme v modelu, nicméně vzhledem k útlumu ocelářského průmyslu momentálně zvažujeme změnu predikcí cen na další roky. Proto je titul aktuálně v revizi.

Pegas Nonwovens

Kurz k 30.9.2008	307
Cílová cena	595
<i>Potenciál</i>	93,8%
Dlouhodobé doporučení	Koupit
Krátkodobý výhled	Neutral
Datum doporučení	3.7.2008



Komentář:

Akcie společnosti Pegas Nonwovens zaznamenaly v září pokles o téměř 23 %. Z počátku měsíce ještě doznávaly reakce investorů na hospodářské výsledky za první polovinu roku, které Pegas zveřejnil na konci srpna. Společnost vykazala lepší než očekávané výsledky, především díky vyššímu objemu produkce a silnému posilování české koruny, díky kterému Pegas vykázal velmi silné finanční výnosy. Po několika málo dnech však optimismus vypršel, akcie následovaly v poklesu celý tržní index a jejich cena se snížila až na historické minimum 310 korun. V druhé polovině měsíce se poklesy zmírnily a akcie se pohybovala v pásmu 310 – 340 korun.

**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