

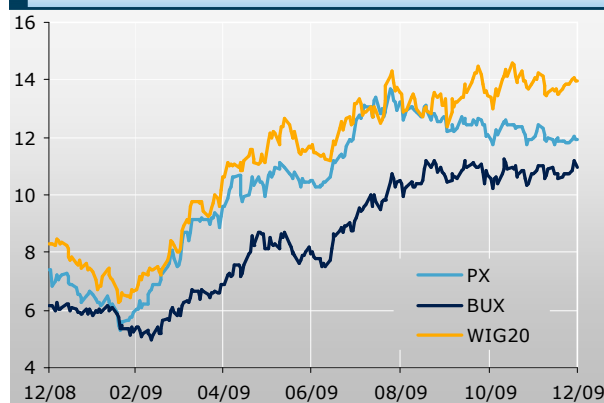
## Akciový kompas

# ČR - nejhorší výkonnost akcií v regionu ve 4Q09

8. ledna 2010

Poslední čtvrtletí bylo pro české akcie nejhorším v loňském roce, pokud jde o relativní výkonnost v porovnání s maďarským a polským trhem. Domácí index PX ve 4Q09 ztratil 3,4 procenta, zatímco maďarský trh se mohl pochlubit růstem 4,9 procenta, polský index WIG20 si připsal 9,0 procenta. Oslabení koruny vůči oběma lokálním měnám pak zvýšilo korunovou výkonnost maďarských akcií na 10,1 procenta, polské akcie pak v korunách vzrostly dokonce o 18,1 procenta. Z pohledu relativní korunové výkonnosti tak bylo poslední čtvrtletí pro české akcie nejhorší v loňském roce. Z uvedeného grafu, kde je zachycen vývoj ukazatele P/E s uvážením očekávaných zisků na letošní rok je zřejmé, že tento vývoj byl dán snižujícím se oceněním domácích akcií. Od konce srpna P/E českého trhu kleslo, zatímco ocenění polských i maďarských akcií i nadále pokračovalo v růstovém trendu. České akcie se tak na konci roku podle tohoto poměrového ukazatele obchodovaly s premií 9 procent vůči maďarským akciím a s diskontem 14 procent vůči polským akciím. Průměrná premie za loňský rok vůči maďarskému trhu přitom činila 23 procent, diskont vůči polskému trhu pak 8 procent. Z tohoto jednoduchého relativního ocenění by pak vyplývalo, že české akcie byly na konci loňského roku v regionálním kontextu zhruba o 10 procent podhodnoceny.

CEE3: P/E V ROCE 2009 (E=ZISKY ZA ROK 2010)



Zdroj dat: Bloomberg

Přečtěte si prosím důležité upozornění na konci tohoto reportu.



### ECONOMICS

#### David Marek

Hlavní ekonom  
E-mail: marek@patria.cz  
Tel.: +420 221 424 115

#### Tomáš Vlk

Ekonom  
E-mail: vlk@patria.cz  
Tel.: +420 221 424 139

### EQUITY RESEARCH

#### Jiří Fišer

Analytik  
E-mail: fiser@patria.cz  
Telefon: +420 221 424 128

#### Branislav Soták

Analytik  
E-mail: sotak@patria.cz  
Telefon: +420 221 424 163

#### Patria Finance, a.s.

Jungmannova 24, 110 00 Praha 1

## Telefónica O2 CR



	1M	6M	12M
Výkon	0%	-1%	-1%

## Pokračující pozvolný pokles akcií

Cílová cena: Patria 523 Kč    Konsensus 507 Kč

Riziko: Nízké

Akcie TEF O2 CR při absenci důležitých firemních zpráv pokračovaly v klesajícím trendu, když v prosinci ztratily 0,4 procenta. Odpoutaly se tak od vývoje telekomunikačního sektoru v západní Evropě, jehož index vzrostl v posledním měsíci roku o 3,7 procenta. Telekomunikační sektor rostl také ve středoevropském regionu, když získal 1,8 procenta v korunovém vyjádření.

Domníváme se, že akcie TEF O2 CR jsou i nadále ovlivňovány obavami investorů ohledně negativního vlivu razantního snižování mobilních propojovacích poplatků na ceny koncového volání a tedy i na marže operátorů. Možný vstup čtvrtého mobilního operátora na český trh také není započítán do současných našich i tržních finančních prognóz a ocenění akcií TEF O2 CR.

## Unipetrol



	1M	6M	12M
Výkon	4%	23%	-7%

## Ropný sektor - další zlepšování situace na trhu

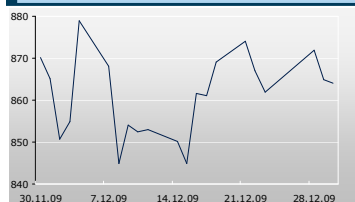
Cílová cena: Patria 152 Kč    Konsensus 150 Kč

Riziko: Střední

Prosinec byl pro sektor těžby a zpracování ropy příznivý. Západoevropský sektorový index vzrostl v euro o 7,1 procent, středoevropský sektor si pak v korunách připsal 5,9 procenta. Akcie Unipetrolu se s růstem o 4,1 procenta svezly s tímto pozitivním trendem.

Domníváme se, že vývoj středoevropských akcií z ropného sektoru byl příznivě ovlivněn několika fundamentálními faktory. V průběhu čtvrtletí se zvyšoval spread Brent-Ural, rostly také rafinérská marže u dieselu. Pozitivním faktorem pro těžbu a zpracování ropy bylo také prosincové výrazné posílení dolaru vůči regionálním měnám. I přes zlepšení situace v posledním čtvrtletí se stále domníváme, že obtížné tržní prostředí s přetrvávajícími nízkými rafinérskými maržemi bude přetrvávat i v první polovině letošního roku, zotavení očekáváme až ve třetím čtvrtletí.

## ČEZ



	1M	6M	12M
Výkon	-1%	4%	10%

## Prosincový optimismus na trhu s elektřinou

Cílová cena: Patria 948 Kč    Konsensus 980 Kč

Riziko: Střední

Cena elektřiny v základní dodávce na rok 2011 vzrostla v prosinci na německé burze o 5,3 procenta na 51,9 EUR/MWh, na rok 2012 pak růst činil dokonce 6,9 procenta na 56,9 EUR/MWh. Dále pokračovalo snižování konsensuální cílové ceny, která podle agentury Bloomberg klesla o 2,0 procenta na 980 Kč a dále se tak přiblížila naší cílové ceně 948 Kč

Cena elektřiny pro rok 2012 je tak po prosincovém nárůstu zhruba v souladu s naší prognózou. Naše současná predikce pro cenu elektřiny na rok 2011 je však stále 4,0 procenta nad současnou cenou. Vzhledem k tomu, že po prosincovém růstu jsou současné forwardové ceny elektřiny ve střednědobém horizontu zhruba v souladu s naší prognózou, neměníme cílovou cenu 948 Kč.

### Poznámka:

Konsensus: průměrná cílová cena za poslední 3 měsíce podle agentury Bloomberg.  
Patria: dvanáctiměsíční cílová cena včetně dividend vyplacených v letošním roce.



	1M	6M	12M
Výkon	-1%	84%	120%

## Nervozita ohledně letošních prodejních cen

Cílová cena: Patria 152 Kč    Konsensus 168 Kč    Riziko: Vysoké

Akcie NWR v prosinci poklesly o 1,5 procenta a zařadily se tak ve středoevropském regionu mezi tituly s nejhorsí výkonností. Konsensuální cílová cena podle agentury Bloomberg také mírně klesla o 1,2 procenta na 168 Kč.

Domníváme se, že zmíněný pokles byl dán obavami investorů ohledně udržitelnosti poměrně silného růstu ocelářského sektoru v regionu. Produkce oceli totiž v regionu po zářijovém maximu v říjnu a listopadu meziměsíčně klesala. Zvyšuje se tak nejistota ohledně prodejních cen koksovatelného uhlí a koksu. Ty jsou zejména za současné nestabilní situace na trhu velmi volatilní a zároveň jsou nejdůležitějšími faktory, které ovlivňují výsledky hospodaření a ocenění společnosti. Začátkem ledna však již na trh dorazila vlna optimismu ohledně očekávaného vývoje cen komodit, což byl hlavní důvod novoroční rally akcií NWR.



	1M	6M	12M
Výkon	3%	53%	32%

## Výkonnost v prosinci nad výnosem sektoru

Cílová cena: Patria 3 924 Kč    Konsensus 4 002 Kč    Riziko: Střední

Akcie Komerční banky zaznamenaly se ziskem 3,4 procenta nejvyšší výkonnost z velkých středoevropských bank. Překonaly také západoevropský bankovní index, který si v euru připsal 1,6 procenta. Tento vývoj byl dán pokračujícím zvyšováním finančních prognóz a ocenění akcií Komerční banky na trhu. Průměrná cílová cena podle agentury Bloomberg se v prosinci zvýšila o 4,0 procenta na 4 002 Kč.

V prosinci jsme revidovali náš model a zvýšili roční cílovou cenu akcií Komerční banky na 3 924 Kč včetně letošní dividendy. Hlavními pozitivními faktory byly předpokládaný nižší objem nesplácených úvěrů a s tím související nižší náklady na riziko, vyšší čistá úroková marže a nižší provozní náklady. Nezanedbatelný vliv mělo také snížení bezrizikové výnosové míry a rizikových premií na trhu, což snížilo diskontní sazbu (náklady vlastního kapitálu) z 10,8 procenta na 10,2 procenta.



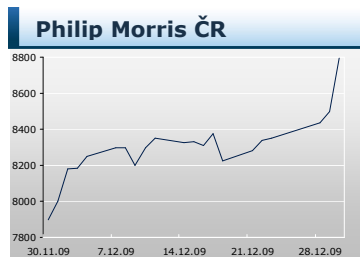
	1M	6M	12M
Výkon	-2%	39%	67%

## Již třetí měsíc v klesajícím trendu

Cílová cena: Patria 30,5 EUR    Konsensus 32,2 EUR    Riziko: Vysoké

Na rozdíl od akcií Komerční banky byly akcie Erste Bank v prosinci druhým nejhorsím titulem (po Bank Pekao) ze středoevropského indexu CECE. Akcie Erste Bank ztratily 3,1 procenta a pokračovaly tak již třetí měsíc v korekci mohutné letní rally. Také v případě Erste Bank pokračovalo zvyšování cílových cen, když se průměrná cílová cena podle agentury Bloomberg zvýšila o 2,5 procenta na 32,2 EUR.

K revizi cílové ceny jsme přistoupili také v případě Erste Bank. Roční cílovou cenu jsme po aktualizaci našeho modelu zvýšili na 30,5 EUR. Důvody jsou obdobné jako v případě Komerční banky - nižší náklady na riziko, vyšší čistá úroková marže a nižší provozní náklady. Větší pozitivní vliv než v případě Komerční banky mělo vzhledem k rizikovějšímu profilu Erste Bank snížení rizikových premií.



	1M	6M	12M
Výkon	11%	39%	46%

## Defenzivní titul v popředí pelotonu podle výkonnosti

Cílová cena: Patria 9 661 Kč    Konsensus 10 636 Kč    Riziko: Nízké

Akcie Philip Morris patřily v prosinci se ziskem 11,3 procenta k nejvýnosnějším titulům v regionu a plně tak kompenzovaly svůj listopadový výrazný pokles.

V polovině prosince jsme revidovali náš model a výsledkem bylo zvýšení cílové ceny na 9 661 Kč. Akcie Philip Morris jsme také 15. prosince zařadili do našeho střeoevropského modelového portfolia. Důvodem růstu cílové ceny je zejména zvýšení naší prognózy ohledně cen cigaret na českém trhu, ohlášené zvýšení produkční kapacity a pokles bezrizikové výnosové míry a rizikových premií. Očekávané pokračující zvyšování spotřební daně do roku 2014 již podle našeho názoru nebude mít tak negativní vliv na trh a nezpůsobí již takový pokles čistých prodejních cen a nepříznivý posun produktového mixu k levnějším značkám jako v uplynulých letech.



	1M	6M	12M
Výkon	1%	22%	17%

## Očekávaný letošní mírný růst reklamního trhu v ČR

Cílová cena: Patria 29,0 USD    Konsensus 25,0 USD    Riziko: Vysoké

Generální ředitel televize Nova Petr Dvořák uvedl, že se prodej standardní spotové reklamy v loňském roce propadl o 20–21 procent. V letošním roce pak očekává pouze mírný růst tuzemského reklamního trhu o 5–6 procent.

Poslední vyjádření managementu televize Nova ohledně domácího reklamního trhu v loňském a letošním roce je v souladu s předchozími komentáři. Indikace managementu ohledně loňského propadu reklamních tržeb je v souladu s naším očekáváním. Ohledně očekávaného letošního vývoje jsme pouze mírně pesimističtější, když očekáváme růst tržeb v České republice v korunách o 4 procenta.



	1M	6M	12M
Výkon	-8%	13%	-1%

## Valná hromada držitelů dluhopisů odložena

Cílová cena: Patria 3,0 EUR    Konsensus 5,0 EUR    Riziko: Vysoké

Společnost oznámila, že valná hromada držitelů dluhopisů se splatností v roce 2010 a 2014 a držitelů warrantů 2014 byla odložena na půlku ledna, jelikož nebyla splněna podmínka 50-procentní účasti. V případě schválení nabízených podmínek by bylo v ideálním případě vydáno 25,2 mil. nových akcií a NAV by kleslo na 9–10 EUR.

Od vyhlášení soudní ochrany před věřiteli v březnu loňského roku nedošlo podle našeho názoru ve finanční restrukturalizaci k žádnému znatelnějšímu pokroku. Zadlužení společnosti se naopak dále zvýšilo. Management společnosti navíc drží 51 procent předmětných warrantů, což by při schválení nových podmínek a realizaci warrantů výrazně upevnilo pozici současného managementu. Domníváme se, že tento vývoj by pak pro minoritní akcionáře nebyl vzhledem k dosavadnímu postupu managementu při provozní a finanční restrukturalizaci pozitivní zprávou.

**KBC Securities NV**  
Havenlaan 12  
Avenue du Port  
1080 Brussels  
Belgium  
regulovaná CBFA

**KBC Securities  
French Branch**  
Le Centorial  
18, rue du Quatre Septembre  
75002 Paris  
France  
regulovaná AMF

**KBC Securities NV  
Polish Branch**  
Kredyt Bank SA  
ul. Chmielna 85/87  
00-805 Warsaw  
Poland  
regulovaná CBFA

**Patria Finance, a.s.**  
Jungmannova 24  
110 00 Praha 1  
Czech Republic  
regulovaná ČNB

**KBC Financial Products  
USA Inc.**  
140 East 45th Street  
2 Grand Central Tower  
NY 10017-3144 New York, USA  
regulovaná NASD

**KBC Financial Products  
UK Limited**  
111 Old Broad Street  
Londýn  
UK  
regulovaná FSA

**KBC Securities  
Hungarian Branch**  
Vigadó tér 1  
1051 Budapest  
Hungary  
regulovaná HFSA

**Swiss Capital SA**  
Clucerului Street 55, apt. 12  
Bukurešť - Sektor 1  
Rumunsko

### Právní upozornění

Tento dokument je vydán v České republice společností Patria Finance, a.s., licencovaným obchodníkem s cennými papíry, regulovaným Českou národní bankou a členem Burzy cenných papírů Praha a.s. Při jeho tvorbě nebo šíření Patria Finance, a.s. nepostupovala podle požadavků zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení.

Informace zde uveřejněné jsou získávány z několika důvěryhodných zdrojů. Přesto, že byl tento dokument připravován v dobré víře, nemůže Patria Finance, a.s. přijmout odpovědnost a zaručit úplnost nebo přesnost informací zde uvedených s výjimkou údajů vztahujících se k Patrii Finance, a.s. Tento dokument sděluje názor Patrie Finance, a.s. ke dni zveřejnění a může být změněn bez předchozího upozornění. Úspěšné investice v minulosti neindikují příznivé výsledky do budoucna. Tento dokument nepředstavuje v žádném případě nabídku k nákupu či prodeji investičních nástrojů. Investiční nástroje nebo strategie zde zmíněné nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení zde uvedené neberou

v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých investorů, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní investiční nástroje nebo strategie konkrétním investorům. Zákazníci jsou povinni se o vhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů zde uvedených rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace.

Hodnota či cena jakýchkoliv zde uvedených investic se může měnit. V souladu s tím mohou investoři získat prostředky menší než byla jejich původní investice. Úspěšné investice v minulosti nezaručují příznivé výsledky do budoucna. Hodnota či příjem z jakýchkoli zde uvedených investic se může měnit anebo být ovlivněna změnami směnných kurzů.

Podrobnější informace o Patria Finance, a.s., poskytovaných investičních službách, investičních nástrojích a souvisejících rizicích a opatřeních na ochranu majetku naleznete na internetových stránkách Patria Finance, a.s. zde <http://www.patria-finance.cz/MiFID/>.