

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

11.6.2008
Červen

Český akciový trh

- Nový report na TO2 CR – potvrzujeme naše předchozí doporučení Kupovat a 12M cílovou cenu 700Kč
- Vyvrcholení výsledkové sezóny za 1Q 2008 (ECM, Orco, Pegas, AAA Auto, Unipetrol, ČEZ, Zentiva, VIG a KB)

Zahraniční akcie

- Aktualizace tabulek

Akcie	Kurz (Kč) 31.5.2008	Roční cílová cena (Kč)	Investiční doporučení (datum zveřejnění)	Oček. výnos p.a.	Komentář
-------	------------------------	---------------------------------	---	------------------------	----------

Investiční doporučení pro český akciový trh

CME	1 724,0	92,6 USD	Redukovat (27.2.08)	-18,9%	CME rozjíždí na plno internetové operace především v ČR na portálu www.tn.cz . Zároveň v květnu koupilo dva portály jyx a blog.cz za zhruba 200mil. Kč, přičemž CME utratilo celkem již okolo 300mil. Kč. Internet je určitě zajímavý segment s dobrou dynamikou růstu. Zatím ale spíše negativní pro CF.
ČEZ	1 330,0	1255	Držet (14.2.08)	-7,1%	Ceny elektřiny vyletěly na nová maxima a pokud se udrží na úrovních přes 70 Eur za MWh, tak si opět příští rok připlatíme za elektřinu. Ale kdo se chce zajistit, necht' si koupí ČEZ, protože s těmito cenami už v roce 2009 nikdo za analytiků nepočítal. Dokud ČEZ nebude platit za povolenky, projeví se to téměř rovnou v čistém zisku.
Telefónica O2 CR	495,4	700	Koupit (27.5.08)	35,4%	V květnu jsme vydali nový report na TO2 CR a potvrdili jsme naše předchozí doporučení kupovat s 12M cílovou cenou 700Kč. Navíc TO2 CR je naším top pickem v rámci sektoru telekomunikací SVE.
Komerční banka	4 177,0	4 400	Akumulovat (5.5.07)	n.a.	Výsledky dopadly v souladu s námi očekávaným 17% meziročním růstem čistého zisku, takže není důvod měnit naše doporučení akumulovat s cílovou cenou 4400 Kč. Zpomalení na trhu hypoték se zatím nekoná, takže se zatím není čeho obávat.
Orco	1 366,0	V revizi	V revizi	--	Výsledky Orca za 1Q 2008 přinesly negativní překvapení a reakce trhu v podobě výprodejů na sebe nenechala dlouho čekat. Jedním z hlavních důvodů horších výsledků byl segment residenční výstavby, kdy Orco prodalo výrazně méně bytů, než plánovalo. Prodeje by se ale měly odsunout do 2. a 3.Q.
Philip Morris CR	5 605,0	8 800	Držet (6.12.07)	94,6%	V segmentu tabáků se v květnu nic výraznějšího nestalo. Zákon na omezení kouření se projednává v parlamentních výborech (je možné, že bude i liberálnější, než dosud) a výrobcům by již měly v nejbližší době dojít staré zásoby. Očekáváme tedy konsolidaci trhu a zlepšení hospodaření PM CR ve 2H 08.
Unipetrol	270,5	V revizi	V revizi	--	Unipetrol zveřejnil poměrně velmi špatné výsledky, na kterých se podepsala jak vysoká cena ropy, tak překvapivě také posilující koruna. Obojí mělo velmi negativní dopad na petrochemické marže. Výrazný obrat se letos čekat nedá, ale pozitivní zprávy mohou přijít ohledně zpětného odkupu či dividendy.
Zentiva	1035	1 120	Akumulovat (26.3.08)	9,1%	Skupina PPF dostala od ČNB zelenou k nabídce odkupu akcií Zentivy za 950Kč/akcii, přičemž J&T uvedlo, že nabídku zváží. Vzhledem k tomu, že se akcie obchodují výš, než je nabídka, tak neočekáváme výraznější změnu vlastnictví. Na VH Zentivy byl potvrzen p. Michl jako generální ředitel.
Pegas	469,5	505	Držet (25.4.08)	7,7%	Pegas zveřejnil výsledky za 1Q 2008 v souladu s našimi odhady a odhady trhu. Výsledky poukázaly na pokračující tlak na pokles marží, ale již v souladu s očekáváním. Domníváme se, že rok 2008 bude pro Pegas dobou tranzitní a restrukturalizační, zlepšení očekáváme až v roce 2009.
ECM	885,5	1 380	Koupit (28.2.08)	90,9%	ECM také reportovalo za 1Q 08, přičemž skončilo ve ztrátě především z důvodu růstu administrativních nákladů a FX ztrát. Společnost plánuje prodat část investičního portfolia v hodnotě 116mil. EUR a dále se zaměřovat na development. V případě problémů s prodejem by byl negativní dopad na CF.
AAA Auto	24,3	---	---	---	AAA Auto skončilo v 1Q 08 opět ve ztrátě, kdy pokračoval negativní trend prodeje v ČR, ale i v ostatních zemích. Skupina se teď zaměřuje na restrukturalizaci (snižování nákladů) a zhodnocení ziskovosti jednotlivých poboček (uzavření, zmenšení). Nic aktuálně nenavzděčuje brzkému zlepšení.
VIG	1 215,0	---	---	---	V poslední době se kolem VIG točí mnoho věcí – do 17.6. by měla rozhodnout EU o koupi pojišťoven od EB, VIG vydalo hybridní dluhopisy za 250mil EUR, tisk spekuluje, že VIG vstoupí do Polska, Itálie, či Německa a možná prodá Rumunskou dceru. Znamená to, ale značný CAPEX a nutnost financování.
NWR	555,5	---	---	---	Pan Bakala v několika rozhovorech řekl, že společnost NWR by chtěla začít těžit v Polsku v dole Debiensko do pěti let. Všechna povolení ale NWR ještě nemá, s hodnocením tedy ještě počkejme.

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. Aktualizace se vztahuje k horizontu mezi dneškem a uplynutím 12M horizontu od vydání investičního doporučení.

ČESKÁ REPUBLIKA

Jakub Židoň, tel: 224 995 340, jzidon@csas.cz

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

Radim Kramule, tel: 224 995 213, rkramule@csas.cz

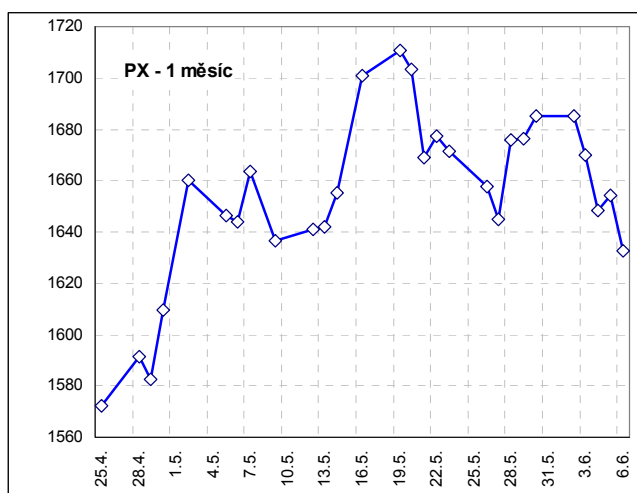
Lenka Slámová, tel: 224 995 289, islamova@csas.cz

Český akciový trh

Květen – objemy meziměsíčně lepší z části díky NWR

Květen byl ve znamení meziměsíčně vyššího obchodování, které však bylo stále pod průměrem. Objemy obchodování naznačují, že investoři „váhají“ se svými investicemi (např. objemy na burze ve Vídni se pohybovaly v posledních 4 měsících zhruba o 20% pod průměrem z roku 2007) a není to pouze případ Pražské burzy. Meziměsíčně pak index PX během května posílil o 4,7%, přičemž od začátku roku je hodnota o 7,2% níže, a uzavřel v květnu na 1685,0 bodech.

Graf: Vývoj indexu PX za poslední měsíc



Pokud bychom vzali do úvahy i objem, tak králem května byl ČEZ, který si připsal meziměsíčně 10,7% (v ceně se pravděpodobně odrazily poměrně slušné výsledky za 1Q). Nejvyššího růstu však dosáhly akcie AAA Auto s 19% (stále jsou ale o 45,4% pod úrovní ze začátku roku). Zentivě pravděpodobně pomohly vcelku slušné výsledky a oznámení PPF o nabídce převzetí (+12%). Na chvostu se naopak ocitly realitní tituly (Orco -7,8% & ECM -3%) a PM ČR (-5,4%).

Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

	Index / akcie (Kč)		% změna za		
	31.5.2008	30.4.2008	1M	3M	r.2008
PX	1685.0	1609.8	4.7%	7.6%	(7.2%)
CME	1724.0	1683.0	2.4%	7.7%	(18.1%)
Telefónica 02 CR	507.0	495.4	2.3%	(2.8%)	(6.9%)
ČEZ	1330.0	1201.0	10.7%	8.0%	(2.3%)
Erste Bank	1212.0	1187.0	2.1%	24.7%	(6.8%)
Komerční banka	4177.0	3969.0	5.2%	2.7%	(4.4%)
ECM	785.5	809.5	(3.0%)	(10.8%)	(33.9%)
Orco	1259.0	1366.0	(7.8%)	(26.9%)	(41.8%)
Pegas	469.5	473.5	(0.8%)	(28.8%)	(35.8%)
Philip Morris ČR	5605.0	5925.0	(5.4%)	(22.2%)	(29.3%)
Unipetrol	270.5	269.2	0.5%	(4.5%)	(19.9%)
Zentiva	1035.0	916.6	12.9%	13.2%	6.5%
AAA Auto	24.3	20.4	19.0%	10.0%	(45.4%)
VIG	1215.0	1220.0	(0.4%)	(14.3%)	#N/A
NWR	555.5	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A

V květnu se celkově zobchodovalo cenných papírů za 71,1mld. Kč, meziměsíčně o 52% více (duben 46,9 mld. Kč, průměr od ledna 2007 je 82,2mld. Kč). Majitele změnilo celkem 74,2 mil. ks akcií. Objemy obchodování akcií jednotlivých společností zůstávají víceméně stejně rozložené. Tradičně nejvíce se obchodovaly akcie společnosti ČEZ, v celkovém objemu 34,4 mld. Kč. Následované akcemi Komerční banky (8,3 mld. Kč), nově NWR s 6,6mld Kč, Erste Bank (5,9 mld. Kč) a Zentiva (5,6 mld. Kč). Nejméně se obchodovaly již tradičně akcie AAA Auto (s objemem pod 80 mil. Kč). Následují akcie VIG (0,1 mld. Kč), které se také drží mimo hlavní zájem investorů. ECM, Pegas a Philip Morris se na celkových obchodech podílely méně než 1%.

Tabulka: Objemy obchodování (zdroj: Pražská burza)

	Květen 2008		Duben 2008	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČEZ	34,4	48,4	19,8	42,26
Komerční banka	8,3	11,7	7,0	14,98
NWR	6,6	9,2	--	--
Erste Bank	5,9	8,2	6,8	14,41
Zentiva	5,6	7,9	2,4	5,04
Telefónica 02 CR	4,3	6,1	6,3	13,49
Unipetrol	1,9	2,6	1,5	3,28
Orco	1,6	2,2	0,8	1,74
CME	1,4	2,0	1,2	2,60
Philip Morris CR	0,4	0,5	0,4	0,82
Pegas	0,3	0,5	0,3	0,71
ECM	0,2	0,4	0,2	0,36
VIG	0,1	0,2	0,1	0,25
AAA Auto	0,08	0,1	0,02	0,05

Politika

Asi nejzajímavější událostí tohoto měsíce bylo rozhodnutí vlády o privatizaci pražského letiště a to skrze přímý prodej jednomu zájemci. Podle náměstka ministra financí, p. Fuksi, by prodej letiště mohl do státní kasy přinést až 100mld. Kč, což by byl určitě úspěch (čistý zisk letiště byl v roce 2007 zhruba 1,1mld. Kč). Pro český akciový trh je to samozřejmě škoda, jelikož se uvažovalo i o prodeji letiště skrze burzu a podobný titul by se určitě těšil zájmu investorů. Další dvě plánované privatizace – ČSA a Budějovický Budvar – zřejmě také budou privatizovány na přímo a tak bude muset pražská burza hledět pro nové tituly jinan.

Před prázdninami se opět hojně diskutovalo mezi vládními stranami a zdá se, že další kolo reformních balíčků aktuálně nemá příliš šancí na schválení. Jak už to bývá, situace je jednoduše volatelná, a tudíž si budeme muset na rozuzlení počkat. Hlavními tématy zůstává reforma zdravotnictví (Zentiva), ale i radar a jiná témata.

Výsledky, výsledky a zase výsledky

ČEZ o něco lepší výsledky v 1. kvartále – co dál?

Výsledky ČEZu za 1.čtvrtletí 2008 byly lehce nad našimi a tržními odhady na úrovni EBITDA s 27,2mld. Kč (naš odhad 24,1, trh 25,2), EBIT s 21,2mld. Kč (naš odhad 18,6, trh 19,9) a čistého zisku s 15,5mld. Kč (naš odhad 14,7, trh 14,8). ČEZ dále potvrdil svůj původní výhled na rok 2008 (z 21. prosince 2007) a očekává čistý zisk na úrovni 46,6mld Kč (naš odhad 48,1) a EBITDA ve výši 85,5mld Kč (naš odhad 88,9). Tolik řeč čísel, pojďme se podívat na další implikace, které první polovina letošního roku přinesla.

1) Rok 2008 bude opět hravě překonávat čísla z loňského roku a to hlavně díky 16% meziročnímu nárůstu velkoobchodních cen elektřiny. EBITDA segmentu výroby elektřiny vzrostla o 37%, zatímco distribuce a prodej poklesl meziročně o 22% (EBITDA těžby uhlí klesla o 6%). Z toho je patrné, že vysoké nárůsty velkoobchodních cen elektřiny jsou částečně „pojídány“ distribučními společnostmi, než se nakonec dostanou v podobě maloobchodních cen k domácnostem. A také to, že výroba elektřiny má dnes podíl zhruba 75% na provozním zisku společností. Dobrá čísla v tomto segmentu byla kromě rostoucích cen zapříčiněna také nižším podílem dní, kdy byly odstaveny jaderné elektrárny (loňský rok byly v Temelině tři zhruba měsíční odstávky, letos by měly být pouze dvě). Výroba elektřiny z uhlí tak mohla klesnout o 1.4TWh. Navýšení využitelnosti jaderných elektráren bylo očekáváno, tudíž je i zahrnuto v našem modelu.

2) Co tam ale není, je přetrvávající stav vysokých cen elektřiny na Lipské i Pražské energetické burze. Ceny kolem 70EUR za MWh (v květnu dokonce přes) jsou o deset EUR více, než pro rok 2009 čekáme my. **V naší projekci jsou ceny 70Eur/MWh až v roce 2013, pokud by ceny takto vysoko vydržely i v dalších měsících, mělo by to bezesporu vliv na uzavírání smluv na příští rok (vyšší než očekávané nárůsty cen elektřiny) a také dopad na naši valuaci (samozřejmě pozitivní v řádu několika desítek korun).** Většina kontraktů bývá uzavírána koncem léta (v době dřívějšího konání aukcí) a část již byla uzavřena loni v létě, kdy se obchodovalo se složeným kontraktem na 2008 a 2009. Výsledný nárůst by tedy stejně byl nižší, než by indikovaly současné ceny elektřiny, ale každopádně ceny přes 70Eur za MWh „nenechávají v klidu naši valuaci“. Prudký nárůst cen je tažen výrazným nárůstem cen komodit (pro cenu elektřiny v Německu a potažmo v ČR hlavně cenou uhlí, která meziročně vzrostla ze 118 USD za tunu na 160 dolarů) a růstem ceny povolenky z 20 Eur za tunu na 26.5 Eur. Vzhledem k tomu, že ČEZ za povolenky platit nemusí (až do roku 2012) a náklady drží na uzdě převážně dlouhodobé kontrakty, růst cen elektřiny tažený růstem cen komodit by tak šel téměř přímo do zisku.

3) Co udělat s přebytečným cashem? Ta otázka se v ČEZu omílá v posledních letech velmi často, protože akvizičních příležitostí za dobrou cenu v atraktivním segmentu (v tento moment hlavně výroba elektřiny) není mnoho. Stejně tak jako před rokem pravděpodobně přijde na řadu zpětný odkup akcií. Informace to nová sice není, ale postupem času se bude upřeshňovat, přesně kolik % svých akcií chce ČEZ nakoupit. Zároveň chce ČEZ investovat do obnovy svého výrobního zařízení a má také v plánu postavit/předělat elektrárny na plyn. Cílem je snížit závislost na výrobě elektřiny ze zdrojů, které emitují CO2. To bude ale za cenu vyšších vstupních nákladů, protože plyn je přeci jen dražší než „domácí“ uhlí. Dopad by tedy měl být víceméně neutrální.

Body 1. a 3. by tedy neměly mít dopad na naši valuaci a proto ponecháváme naše doporučení držet s cílovou cenou 1255 Kč. Ale situaci na trhu s elektřinou budeme monitorovat dále a jsme připraveni při pokračujících vysokých cenách elektřiny upravit svoje odhady směrem nahoru.

Unipetrol – kde ty vysoké marže jsou?

Unipetrol zveřejnil horší než očekávané výsledky, kdy čistý zisk dosáhl 406mil Kč (naš odhad 1,0mld). EBIT dosáhl 653mil Kč (meziročně o 72% méně), ale výrazně méně, než jsme čekali. Na druhou stranu tržby dosáhly 22,1mld Kč, oproti tržnímu odhadu 20,2mld, což naznačuje, že problém nebyl na straně prodeje (a to přes nižší využitelnost rafinérií, ale zase při vyšší kapacitě po loňských odstávkách), ale především na straně marží (jak petrochemických, tak rafinérských), které byly opravdu nízké. Za špatnými výsledky stojí zejména vysoké ceny ropy, které se na straně vstupů negativně promítly do marží, a také výrazně posilující česká měna. Unipetrol se sice chová jako importér (pozitivní dopad posilování CZK, protože relativně zlevňuje dováženou ropu) a také jako exportér (zhruba 60% tržeb pochází ze zahraničí, zejména v petrochemickém segmentu), takže by měl být „přírodně zajištěn“ proti kursovému riziku. Ale tak jednoduché to není, protože některým odběratelům se již vyplatí platit za dovoz (třeba) hotových petrochemických produktů a pozice Unipetrolu slábne. **Vzhledem k přetrvávajícím vysokým cenám ropy se oživení v segmentech, kde Unipetrol působí (maloobchod, rafinerie a zejména petrochemie), v nejbližších měsících očekávat nedá, proto jsme přistoupili ke kroku dát Unipetrol do revize s cílem snížení cílové ceny.**

Ostatní zprávy ze společnosti jsou již ale příznivější, protože se jedná o společnost relativně nezádluženou, s rostoucí cash pozicí a s minimem akvizičních příležitostí (snad jen v zahraničním maloobchodu, spekulovalo se třeba o Ukrajině, kde je trh benzínových pump velmi rozdroben). Na pořad dne se tak dostávají témata jako zpětný odkup či dividenda. Společnost má 26. června valnou hromadu, kam se na agendu na poslední chvíli dostalo projednávání možné výplaty dividendy, i když to spíše vypadalo na ten zpětný odkup. No uvidíme, každopádně obě varianty můžou podpořit Unipetrol v ne zrovna příznivém období nízkých petrochemických a rafinérských marží.

Komerční banka: solidní čísla za 1Q 2008

Další společností, která v květnu zveřejňovala výsledky, byla Komerční banka. 17% růst čistého zisku byl v souladu s očekáváním, takže u KB se zastavíme jen krátce. Růst čistého úrokového zisku akceleroval na +17% meziročně (+13 % meziročně ve 4Q07), podpořeno hlavně 24% růstem půjček (růst hypoték + 30% meziročně, spotřebitelské půjčky +28% meziročně, MSP půjčky +35% meziročně, korporáti +20% meziročně) a rozšířením spreadu na depozitách díky zvýšení sazeb ČNB (+25bp v roce 2008) spolu s růstem depozit o 10%. Management také potvrdil svůj roční cíl růstu zisku o 12%. Držíme naše doporučení Akumulovat a 12M cílovou cenu 4 400Kč.

Zentiva - výsledky a nabídka PPF

Zentiva zveřejnila čistý zisk za 1Q 08 17% nad tržním konsensem, což je jistě dobrá zpráva. I když čistý zisk oproti loňskému 1.čtvrtletí klesl, negativní dopad zatím méně ziskové turecké větve byl mnohem menší, než se očekávalo. Škrty v prodejních a marketingových nákladech zvýšily meziroční nárůst provozního zisku. Proto naši celoroční projekci tržeb (19,9mld. Kč) a zisku vidíme jako dosažitelnou a není třeba měnit naše doporučení akumulovat. Hlavními tahouny růstu tržeb tak budou exporty do zemí jako Turecko, Rusko a Ukrajina, rovněž výkon rumunské části by se mohl v během roku 2008 zlepšovat (oproti loňskému roku jednoznačně, protože rok 2007 položil velmi nízkou základnu). Ve střednědobém horizontu by růst ziskovosti měla táhnout turecká větev, k čemuž by měla přispět změna produktového mixu.

Dobrovolná nabídka na převzetí, kterou 2. května podala skupina PPF (a schválila ČNB), je teoretickou podporou na cenách kolem 950 Kč.

PPF Holding vlastní v Zentivě 19,2% a chce se dostat na úroveň, která by zajišťovala možnost ovlivňovat strategii a denní byznys Zentivy. Nabídnutá cena 950 Kč se nám přeci jen zdá poněkud nízká, protože například ukazatel EV/EBITDA 10,5 vycházející z této transakce je v porovnání s ostatními společnostmi tohoto sektoru celkem nízký (když Zentiva kupovala tureckou firmu Eczacıbasi Generics, vycházel tento ukazatel 13,7). Proto se nedá očekávat nějaký výrazný zájem o tuto nabídku.

ECM s čistou ztrátou za 1Q

ECM vykázalo za 1Q 2008 **čistou ztrátu 14,6mil EUR především díky FX ztrátám (-10,1mil EUR), ale také vyšším administrativním nákladům (30% nad naším očekáváním)**. ECM přeceňuje své portfolio pouze dvakrát do roka (celý rok a pololetí) a tudíž nezaznamenalo žádné zisky z přecenění. Na druhou stranu je třeba podotknout, že čisté příjmy z nájmu byly nad očekáváním o 7%. Nicméně i tak administrativní náklady v současné době převyšují příjmy z pronájmu. Vzhledem k financování čínského projektu vzrostlo zadlužení ECM o 60mil EUR a dluh vůči aktivům činil 57%, přičemž množství peněžních prostředků zůstalo nezměněno ve výši 39mil EUR.

Během konferenčního hovoru následně vedení společnosti naznačilo, jaké kroky lze v blízké době očekávat:

- **ECM plánuje postupně prodat část svého investičního portfolia (plně pronajatého) v hodnotě 116mil EUR** (valuace z konce roku 2007)
- Finalizace tohoto prodeje se očekává na 3Q 2008
- ECM se chce dále zaměřit především na development
- ECM oznámilo, že obdrželo kladné územní rozhodnutí pro plánovaný projekt City Epoque
- Prodej hotelu Diplomat by měl být realizován ve 2Q s výnosem okolo 8,25% (mírně nad poslední valuaci)

ECM také uvedlo, že výnosy v ČR šly o zhruba 25 basických bodů nahoru (pokles tržní ceny), ale tento pohyb by měl být, dle našeho názoru, kompenzován očekávaným růstem nájemného (ocení z konce roku 2007 by tak mělo být dosaženo). My očekáváme, že prodej části investičního portfolia přinese zhruba 40mil EUR, což by bylo dostatečné množství pro pokrytí očekávané potřeby vlastního kapitálu (pro financování projektů v roce 2009).

Celkově vzato ECM dosáhlo oproti našemu očekávání mírně horšího výsledku na provozní části, přičemž tržní prostředí odpovídá odhadům (růst výnosů o 25 basických bodů). **Úspěšné uvolnění kapitálu (prodej portfolia) bude klíčem pro uskutečnění očekávaných zisků z developmentu a následně promítnutí do ceny akcií.**

Orco se ztrátou především díky nižším prodejům bytů

Stejně jako u ECM, Orco nepřeceňovalo svoje portfolio, a tudíž ani nezměnilo čistou hodnotu aktiv. **Orco vykázalo čistou ztrátu 13mil EUR, výrazně pod naším odhadem zisku 4,3mil.** Slabý výsledek na úrovni čistého zisku byl především způsoben velmi nízkým počtem prodaných residenčních objektů (meziročně o 68% méně), kdy Orco předalo 87 bytů. **Celkové tržby tak meziročně poklesly o 20%.** Dalším negativním faktorem byl nižší než očekávaný zisk z přecenění Wertheim projektu v Berlíně (o více jak 50% méně proti odhadu).

Přestože Orco reportovalo velmi slabé tržby z residenční divize, **potvrdilo svůj výhled tržeb z této divize na rok 2008 (182mil EUR)** a řeklo, že rezervace vzrostly z 894 na 1024 jednotek. Dosažená **hrubá marže u residencí byla velmi vysoká okolo 40%** vs náš odhad 15%. Jedním z hlavních problémů tudíž spatřujeme i v IAS účetních standardech. **Příjmy z pronájmů dosáhly 27mil EUR (v**

souladu s očekáváním), ale při výrazně nižších maržích. Dle očekávání příjmy ze spravování fondu nerostou a Orco bylo nuceno snížit své odhady na rok 2008 z 30 na 20mil EUR (dosažitelná úroveň z našeho pohledu). Finanční výsledek dosáhl -29mil EUR, což je v souladu s odhady a převážně způsoben přeceněním warrantů a konvertibilních dluhopisů na základě poklesu ceny akcií (nepeněžní náklad).

Celkově vzato reportovaná čísla spolu s poklesem prodejů bytových jednotek jsou jednoznačně negativním překvapením a negativní reakce trhu na sebe nenechala dlouho čekat. My hodnotíme výsledky jako lehce negativní, kdy velmi solidní marže z residenčních tržeb (prodeje by měly vzrůst ve 2. a 3.Q) byly vyváženy poklesem marží z pronájmu. Je ale také nutno podotknout, že prodej aktiv z Endurance fondů postupuje zatím pomalu a **Orco bude muset najít kupce k uskutečnění programu prodeje aktiv, který je klíčový pro cash flow (peněžní toky) společnosti.**

Pegas: výsledky za 1Q bez překvapení

Pegas reportoval koncem května výsledky za 1Q 2008, **kdy tržby meziročně vzrostly o 20,5% na 37,8mil EUR (spuštění nové linky), EBITDA (zisk před daněmi, úroky a odpisy) meziročně poklesl o 3,7% na 10,5mil EUR (pokles marží).** Čistý zisk se naopak meziročně téměř ztrojnásobil a dosáhl 11,6mil EUR (vliv silné koruny a revaluace dluhu). Je třeba zdůraznit, že čistý zisk u Pegasu kolísá z důvodu FX přecenění a nepeněžním vlivům. Je tedy třeba hledět spíše na provozní úroveň, která jasně naznačila, že přes růst tržeb rostly o něco více i náklady a **EBITDA marže tak klesla z 34,7% na 27,8% (vstupy meziročně vzrostly o 34%).** Naše odhady, spolu s odhady trhu za 1Q 08, se nelišily nijak výrazně na žádné úrovni výsledků.

Výsledky tedy jednoznačně potvrdily očekávaný scénář poklesu marží, jelikož cenová vyjednávání z konce roku 2007 přinesla tlak na pokles cen a navíc proti Pegasu šly další nepříznivé faktory – silná koruna (negativní dopad na náklady v Kč a přepočteny do EUR, navíc přes 90% příjmů je v eurech), růst nákladů (cena elektřiny, drahá ropa a PP/PE vstupy) a v neposlední řadě zpoždění v očekávané změně prodejního mixu (více komoditních netkaných textilií oproti speciálním produktům).

Management společnosti při prezentaci těchto výsledků zdůraznil následující:

- **potvrdil svůj výhled na rok 2008** z února, přičemž tržby by měly dosáhnout 147,6-152,5mil EUR (náš odhad 148,9), EBITDA 40,4-41,9mil EUR (náš odhad 42,4) a CAPEX 18mil EUR (náš odhad 18,3mil)
- **očekává růst kapacity netkaných textilií ve svém segmentu mezi 2008-9 o 39kt/rok**, přičemž poptávka by měla růst o 28-30kt/rok (rozdíl by měl být absorbován nižší účinností)
- 40% plánované nové kapacity by mělo být dodáno novými společnostmi na trhu netkaných textilií (méně zkušeností, delší doba na rozběh)
- **výraznější zvýšení podílů speciálních produktů lze očekávat až od roku 2009-10**
- management navrhne **dividendu ve výši 0,84EUR/akcii**
- projekt 9. linky a investiční podpory čeká na schválení

Celkově vzato nic nového Pegas neprezentoval a výsledky odpovídaly našim odhadům. Navíc situace na trhu netkaných textilií je nadále komplikovaná (mírný převis nabídky). Lze tedy čekat další tlak na marže, čemuž lze účinně zabránit pouze změnou produkčního mixu směrem k technologicky pokročilým textiliím (Pegas avizuje rok 2009-

10). Vzhledem k daným okolnostem ponecháváme doporučení Držet a 12M cílovou cenu 505Kč.

AAA Auto: problémy na trhu ojetých vozů setrvávají i v 1Q 08

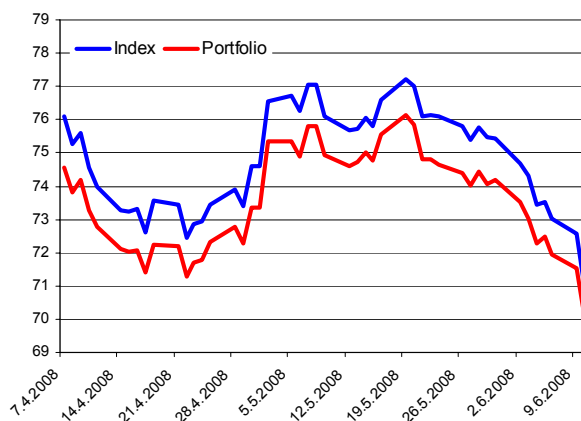
Áčka reportovaly výsledky za 1Q 08 na konci května, přičemž tržby dosáhly 115mil EUR, EBITDA -3,69mil EUR, provozní zisk -5,07mil EUR a čistá ztráta -5,28mil EUR. Hlavní body aktuální situace okolo Áček lze zhruba shrnout následovně:

- hlavní trh AAA (ČR) nadále vykazoval v 1Q 08 slabé výsledky, přičemž poptávka po ojetých vozech byla slabá i v jiných státech SVE (důvody lze spatřovat v posilujících měnách, importech ze zahraničí, či vysokých cenách benzínu)
- vedení se chce v roce 2008 zaměřit především na restrukturalizaci (snížení nákladů, zlepšení procesů, propuštění až 1000 zaměstnanců, či uzavření některých poboček).
- Jedna z cest zlepšení ekonomických ukazatelů by mohla vést i skrze **zmenšení velikosti poboček, či otevření specializovaných center na novější vozy.**
- AAA plánuje prodat některá fixní aktiva (zdroje financí) a jít cestou pronájmů (větší flexibilita)
- CAPEX (kapit. výdaje) by měl být poměrně nízký
- Vedení očekává, že se **kumulativně za rok 2008 dostane na úroveň EBITDA do černého**
- **Rok 2008 = restrukturalizace, snižování nákladů, nízký CAPEX a snaha o navrácení se k černým číslům**

Áčka reportovala opět ztrátu, ale čísla byla nakonec o něco málo lepší, než čekal trh. Pokud bychom se podívali na mezičtvrtletní srovnání, pak po finanční stránce došlo k určitému zlepšení (ne tolik na straně výnosů, ale především na straně nákladů). **Vedení se rozhodlo bojovat s aktuální situací poklesu prodejů právě skrze provozní náklady**, ale jejich další snižování může být pro společnost náročné (zaměstnanci dostanou na starost více úkolů/práce). Domníváme se však, že je to nejlepší cesta, jak se skutečně vrátit do černého. V současné době nic nenasvědčuje tomu, že by se prodeje ojetých vozů měly navrátit k úrovni z roku 2007 (silná koruna, Shenghenský prostor a neomezené dovozy ojetin ze Západní Evropy). **Implementace úsporných opatření se může protáhnout, a proto se domníváme, že titul bude i nadále velmi volatilní (citlivý na informace ohledně úspěchu / neúspěchu restrukturalizace).**

Modelové portfolio ČS

Druhá polovina května se nese ve znamení výprodejů na Pražské burze a proto portfolio i index klesaly (trend pokračuje i začátkem června). Oproti minulému měsíci se naše portfolio přiblížilo indexu a v současnosti stojí 0,9% pod benchmarkem. Lze těžko odhadovat kam až výprodeje povedou (měly by benefitovat defenzivní tituly), ale aktuálně žádná tvrdá data nenaznačují, proč tak akcie klesají (teoreticky slabší růst reálného HDP v ČR – očekává se okolo 4%).



Zdroj: Česká spořitelna

Tento měsíc jsme změnilí váhu u třech titulů – Orca, ECM a PM CR. Realitní tituly jsou aktuálně silně pod prodejním tlakem a klesají relativně nejvíce oproti ostatním titulům. Z fundamentálního hlediska nám stále připadají podhodnocené, ale to již nejméně posledních 4-6 měsíců. Faktem zůstává, že obě dvě realitky reportovaly poměrně slabá čísla za 1Q a pro své budoucí fungování potřebují prodat část svého investičního portfolia nebo získat dodatečný kapitál (složitá situace na kreditním i akciovém trhu).

Váhu ECM jsme tedy snížili 2,2 pp na váhu benchmarku (tedy 9,1%) a Orco jsme naopak zvýšili blíže k benchmarku z 7,1% na 8,1%. Stále se domníváme, že obě dvě realitní společnosti tuto složitou situaci ustojí a případný pokles čisté hodnoty aktiv by stále byl výrazně nad současnou hodnotou na burze. Nicméně časování trhu je v tomto období složité a tudíž volíme neutrálnější přístup.

Nejvíce podvážený titul, PM ČR, jsme se rozhodli zvýšit z 4,3% na 6,9%, jelikož si myslíme, že aktuální cena je již příznivá pro postupné zvyšování pozic u tohoto defenzivního titulu (aktuální dividendový výnos je přes 16%). Nevylučujeme v krátkém období další tlak na pokles ceny (očekávání špatných výsledků v 1H 2008), ale z delšího období se nám aktuální cena zdá atraktivní.

Titul	Aktuální kurz	Aktuální váha	Poslední změna	Váha v indexu
CEZ	1 300	9.0%	7.2.2008	9.1%
CME	1 550	6.9%	7.2.2008	9.1%
ECM	680	9.1%	7.2.2008	9.1%
Komerční banka	4 006	10.4%	7.2.2008	9.1%
Orco Property Group	1 051	8.1%	7.5.2008	9.1%
Pegas	442	7.5%	5.3.2008	9.1%
Philip Morris CR	5 289	6.9%	7.2.2008	9.1%
Telefonica O2 CR	504	13.2%	7.5.2008	9.1%
Unipetrol	273	10.4%	5.3.2008	9.1%
Zentiva	1 022	8.8%	2.4.2008	9.1%
VIG	1 142	9.0%	5.3.2008	9.1%
Cash	--	0.7%	2.4.2008	0.0%

Zdroj: Česká spořitelna, a.s.

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 nonnov.
Doporučení	redukovat	koupit	držet	--	akumulovat	v revizi	držet	koupit	akumulovat	koupit	držet
12-měs. cílová cena (Kč)	92,6 USD	700	1255	--	4 400	v revizi	8 800	358	1 120	1 380	505
Cena (Kč) (10.6.)	1 550	503.4	1299.0	1 079	4 004	1 049	5 255	272.7	1022.0	682.6	441.8
Roční min (Kč)	1 297	450.5	995.6	883	3 210	1 049	5 255	245.6	807.5	682.6	441.8
Roční max (Kč)	2 213	613.3	1423.0	1 741	4 509	3 576	11 050	343.8	1442.0	855.0	507.2
Tržní kapital. (mld. Kč)	65.5	162.1	769.1	341.3	152.2	11.0	14.4	49.4	39.0	2.9	4.1
Počet kótovaných akcií	42 274 852	322 089 890	592 088 461	316 288 945	38 009 852	10 477 507	1 913 698	181 334 764	38 136 230	4 252 500	9 229 400
Celkový počet akcií	42 274 852	322 089 900	592 088 461	316 288 945	38 009 852	10 477 507	2 745 386	181 334 764	38 136 230	4 252 500	9 229 400
Hlavní akcionář	Ronald Lauder	Telefónica	FNM	AVS	Société Générale	Orco Holding	Philip Morris Holland BV	PKN Orlen	Sanofi-Aventis	Milan Janků	Templeton - Franklin R.
%podíl hl. akcionáře	19.4%	69.4%	67.6%	30.5%	60%	21.5%	77.6%	63%	24.9%	47.0%	9.2%
Free float (%)	71.3%	30.6%	32.4%	64.5%	40%	78.5%	22.4%	37%	56.3%	53.0%	88.8%

CME (USD; US GAAP; konsolidováno)

Telefónica O2 CR (Kč; IFRS; konsolid.)

ČEZ (Kč; IFRS; konsolidováno)

Pegas (EUR; IFRS; konsolidováno)

	2006	2007	2008e	2006	2007	2008e	2006	2007	2008e	2007	2008e
Tržby (mil.)	604.0	840.0	961.1	61 311	63 033	64 076	159 608	174 632	191 490	122.0	159.4
EBITDA (mil.)	218.8	264.3	342.7	27 906	28 033	27 635	64 328	75 326	88 940	38.5	53.9
EBIT (mil.)	140.7	206.0	302.2	11 160	13 598	14 454	40 116	53 215	63 913	26.2	40.4
Čistý zisk (mil.)	20.2	88.6	211.4	8 020	10 386	10 919	28 846	41 643	48 123	22.1	33.0
Zisk na akcii (x)	0.5	2.1	5.0	24.9	32.2	33.9	48.7	70.6	90.3	2.4	3.6
Dividenda (x)	0	0	0	45.0	50	50	20.0	37.0	49.0	--	--
Marže EBITDA (%)	36.2%	31.5%	35.7%	45.5%	44.5%	43.1%	40.3%	43.1%	46.4%	31.6%	33.8%
Marže EBIT (%)	23.3%	24.5%	31.4%	18.2%	21.6%	22.6%	25.1%	30.5%	33.4%	21.5%	25.3%
P/E	181.6	45.8	19.0	62.2	48.1	14.8	26.7	18.4	14.4	7.4	4.9
EV/EBITDA	15.2	16.9	13.5	5.1	5.1	5.2	10.5	9.6	7.3	9.5	6.9

Philip Morris CR (Kč, IFRS, konsolid.)

Unipetrol (Kč, IFRS, konsolidováno)

Zentiva (Kč, IFRS, konsolidováno)

AAA Auto (EUR; IFRS; konsolidováno)

	2005	2006	2007e	2006	2007	2008e	2006	2007	2008e	2006	2007
Tržby (mil.)	11 790	10 031	8 861	93 698	88 779	81 270	14 003	16 670	21 251	348.4	470.1
EBITDA (mil.)	4 348	2 963	2 328	7 816	9 165	13 558	4 173	3 557	4 884	14.9	4.6
EBIT (mil.)	3 790	2 597	1 960	3 780	4 847	9 023	3 303	2 170	3 083	12.6	0.7
Čistý zisk (mil.)	2 730	1 906	1 474	1 693	1 299	6 693	2 203	1 412	1 811	7.1	-4.9
Zisk na akcii (x)	994	694	537	9.3	7.2	36.9	57.8	37.0	47.5	0.1	-0.1
Dividenda (x)	1 606	600	498	0	0	0	9.5	11.5	13.0	--	--
Marže EBITDA (%)	36.9%	29.5%	26.3%	8.3%	10.3%	16.7%	29.8%	21.3%	23.0%	4.3%	1.0%
Marže EBIT (%)	32.1%	25.9%	22.1%	4.0%	5.5%	11.1%	23.6%	13.0%	14.5%	3.6%	0.1%
P/E	5.3	7.6	9.8	29.2	38.1	7.4	4.7	7.4	21.5	173.1	-250.8
EV/EBITDA	5.5	3.5	4.5	10.1	8.8	5.3	8.6	15.1	11.2	13.3	--

Erste Bank (EUR, IFRS, konsolid.)

Komerční banka (Kč, IFRS, konsolid.)

	2005	2006	2007	2006	2007	2008e
Celková aktiva (mil.)	152 660	181 703	200 519	598 089	661 819	710 111
Čisté provoz.výnosy (mil.)	4 329	4 694	6 190	26 421	29 665	30 663
Provozní zisk (mil.)	1 653	2 003	2 548	14 021	16 107	16 887
Čistý zisk (mil.)	712	932	1 175	9 211	11 225	11 114
Zisk na akcii (x)	2.25	2.95	3.71	242.3	295.3	292.4
Dividenda (x)	0.5	0.55	0.65	250	150	230
Čistá úroková marže	2.08%	2.08%	2.08%	3.2%	3.2%	3.2%
ROE	19.0%	15.4%	14.3%	18.1%	22.2%	19.3%
P/E	19.2	14.6	11.6	16.5	13.6	13.7
P/BV	3.3	1.7	1.8	3.0	2.7	2.4

Orco (EUR, IFRS, konsolidováno)

ECM (EUR, IFRS, konsolidováno)

	2006	2007	2008e	2006	2007	2008e
Tržby (mil)	172.9	299.2	324.5	6.3	15.0	16.2
Zisk z přecenění nem.	145.9	147.4	272.6	8.1	64.1	60.8
Zisk z prodeje nem.	0.0	0.0	0.0	0.1	4.0	2.4
EBIT (mil.)	134.2	177.1	299.1	9.4	29.5	61.9
Čistý zisk (mil.)	96.7	87.5	159.0	18.8	25.8	27.1
Zisk na akcii (x)	12.70	8.35	15.18	6.10	6.40	6.37
Dividenda (x)	1.0	1.4	1.2	--	--	--
Marže EBIT (%)	42%	40%	50%	65%	36%	78%
Marže čistého zisku (%)	30%	20%	27%	130%	31%	34%
NAV / akcii (€)	77.9	91.7	--	52.3	57.4	58.7
Cena / NAV	0.54	0.46	--	0.52	0.48	0.47

Tabulková část – Česká republika, Maďarsko

Země	Akcie	Konsenzuální odhad / P/E/S									Oček. růst	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS08		
		Poslední kurz	EPS07	EPS08	Změna za 1M	P/E08	EPS09	Změna za 1M	P/E09	EPS07/09		Minimu	Maximu	SD	Mn.	Max.
Česká republika	Telefonica CZ CR	504.2	32.2	34.1	-0.9%	14.8	36.6	-0.3%	13.8	6.5%	14.9%	-18.0%	11%	28.1	42.4	
	QWE	1582.6	33.4	60.6	4.0%	26.1	81.0	-7.1%	19.5	55.7%	33.2%	-20.6%	17%	2.7	4.7	
	ČEZ	1308.0	72.9	86.3	-0.7%	15.2	98.6	2.4%	13.3	16.3%	32.0%	-8.9%	7%	74.0	101.1	
	ECM	705.0	167.8	240.7	0.0%	2.9	231.9	0.0%	3.0	17.6%	2.9%	-62.2%	92%	3.0	20.0	
	Erste Bank	1069.9	92.3	109.2	0.6%	9.8	134.6	0.4%	7.9	20.8%	28.4%	-28.7%	4%	4.1	4.9	
	Komerční banka	4049.0	294.3	315.3	1.3%	12.8	337.4	1.2%	12.0	7.1%	13.7%	-22.3%	7%	276.2	356.9	
	Orco Property Group	1079.0	198.1	205.0	0.0%	5.3	313.5	0.0%	3.4	25.8%	0.7%	-64.9%	43%	5.7	12.5	
	Pecas Nonwovens	438.0	58.9	66.6	0.0%	6.6	63.7	0.0%	6.9	4.0%	0.7%	-48.3%	23%	2.2	3.6	
	Philio Morris CR	542.0	578.5	530.9	-2.7%	10.2	630.2	0.0%	8.6	4.4%	2.3%	-51.2%	20%	370.8	597.3	
	Unipetrol	269.5	21.4	24.2	-4.7%	11.1	24.2	-1.8%	11.1	6.3%	13.7%	-22.3%	23%	17.7	31.8	
	Zentiva	1024.0	43.2	50.2	-1.7%	20.4	61.6	-2.4%	16.6	19.4%	31.3%	-29.3%	21%	39.4	77.1	
						13.1			11.3	15.9%						
Maďarsko	Egis	1605.5	93.1	148.3	-0.6%	10.8	172.9	-1.2%	9.3	36.3%	2.9%	-33.0%	12%	1282.6	1973.0	
	H-B	112.5	9.4	10.7	2.7%	10.5	11.9	-10.3%	9.5	12.4%	2.3%	-51.5%	9%	80.4	106.0	
	Maxxar Telecom	76.7	5.8	7.9	-0.6%	9.8	8.2	-1.5%	9.4	18.9%	1.2%	-23.8%	11%	64.3	96.2	
	MCL	2176.0	243.3	235.6	1.7%	9.2	221.6	0.4%	9.8	-4.6%	1.2%	-23.8%	17%	1729.9	3303.2	
	OTP	652.6	79.3	89.1	-2.6%	7.3	99.5	0.2%	6.6	12.0%	10.5%	-29.8%	12%	746.1	1246.3	
	Gedeon Richter	3345.0	179.8	230.8	0.7%	14.5	268.9	-0.2%	12.4	22.3%	5.2%	-40.5%	6%	2025.4	2562.9	
							9.0			8.6	6.7%					

Všechny následující tabulky - zdroj: Thomson Financial, Bloomberg, Poznámky k tabulkám: Konsenzuální odhady EPS pro roky 2008 a 2009 – silně zelené zvýraznění = očekávaný meziroční růst EPS o 20 a více procent, slabě zelené zvýraznění = očekávaný meziroční růst EPS o 10-20%, **Změna za 1M** (=změna konsenzuálních odhadů EPS pro roky 2008 a 2009 za poslední měsíc) – silně červené zvýraznění = snížení konsenzuálního odhadu EPS o 10 a více procent, slabě zelené zvýraznění = zvýšení konsenzuálního odhadu EPS o 5-10%, silně zelené zvýraznění = zvýšení konsenzuálního odhadu EPS o 10 a více procent, **Oček. Růst EPS 07/09** (= průměrný růst EPS v letech 2007-09) – silně zelené zvýraznění = průměrný růst EPS vyšší než 20%, **Vůči 52-týdennímu minimu/maximu** – silně červené zvýraznění = akcie se obchoduje maximálně o 10% níže než je její 52-týdenní maximum, silně zelené zvýraznění = akcie se obchoduje maximálně o 10% výše než je její 52-týdenní minimum, **Rozptyl odhadů – SD** (= procentuální směrodatná odchylka od průměrného odhadu) – silně zelené zvýraznění = odchylka větší než 10% (v případě ruských a tureckých akcií větší než 20%), n.m. – existuje pouze 1 analytický odhad EPS, **Min.** (=minimální odhad vstupující do výpočtu konsenzuálních odhadů) – silně červené zvýraznění = minimální odhad je o více než 15% (v případě ruských a tureckých akcií o více než 20%) nižší než konsenzuální odhad, **Max.** (=maximální odhad vstupující do výpočtu konsenzuálních odhadů) – silně zelené zvýraznění = maximální odhad je o více než 15% (v případě ruských a tureckých akcií o více než 20%) vyšší než konsenzuální odhad, zmíněné poznámky platí i pro tabulky na následujících dvou stranách.

Tabulková část – Polsko a Rusko

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS 07	Konsenzuální odhady I/B/F/S						Oček. růst EPS 07/09	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS08		
				EPS 08	Změna za 1M	P/E 08	EPS 09	Změna za 1M	P/E 09		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Polsko	Aora	34.00	1.82	2.15	-0.6%	15.8	2.67	-1.4%	12.8	20.9%	1.5%	-41.4%	15%	1.64	2.73
	Asseco	77.00	3.53	3.70	3.2%	20.8	3.94	3.0%	19.6	5.6%	4.8%	-57.9%	18%	2.83	4.35
	Bank Pekao	179.30	12.18	15.27	-0.6%	11.7	16.87	-2.8%	10.6	17.7%	10.0%	-34.0%	6%	14.35	17.42
	BZ WBK	158.60	13.43	13.94	-0.2%	11.4	15.56	-0.2%	10.2	7.6%	5.0%	-49.1%	9%	11.70	16.23
	BRE Bank	385.00	23.68	32.07	-0.1%	12.0	33.46	0.6%	11.5	18.9%	18.1%	-37.3%	14%	21.21	36.11
	Central Eur. Distribution Co.	70.48	1.69	2.44	1.4%	28.8	3.13	5.9%	22.5	36.1%	114.5%	-3.9%	9%	2.08	2.72
	Echo Investment	5.88	0.77	1.14	0.0%	5.2	3.00	0.0%	2.0	97.8%	10.3%	-47.9%	n.m.	1.14	1.14
	GTC	36.83	3.85	3.12	0.0%	11.8	7.95	0.0%	4.6	43.6%	17.5%	-35.6%	27%	2.13	4.21
	Grupa Kety	111.20	10.60	11.33	-0.9%	9.8	12.73	-1.6%	8.7	9.6%	3.8%	-54.6%	7%	10.40	12.40
	Grupa Lotos	31.20	6.72	4.54	7.9%	6.9	3.95	0.6%	7.9	-23.3%	0.5%	-47.8%	14%	3.49	5.41
	KGHM	99.00	18.99	16.03	0.3%	6.2	14.23	3.1%	7.0	-13.4%	21.6%	-31.7%	5%	15.04	17.51
	LPP	2171.00	79.02	108.20	-2.7%	20.1	134.65	-1.5%	16.1	30.5%	25.5%	-19.8%	12%	96.32	134.55
	Netia	3.12	-0.69	-0.08	0.0%	n.m.	-0.15	15.8%	n.m.	n.m.	2.6%	-35.7%	-323%	-0.36	0.15
	Orbis	54.50	3.35	3.45	-3.1%	15.8	3.69	0.0%	14.8	4.9%	13.5%	-35.9%	39%	2.11	5.32
	PBG	300.50	7.72	11.50	0.0%	26.1	15.81	0.0%	19.0	43.2%	24.2%	-26.7%	6%	10.85	12.24
	PGNiG	3.85	0.21	0.28	-11.1%	13.8	0.32	-6.0%	11.9	23.5%	4.1%	-36.9%	30%	0.12	0.39
	PGF	64.80	5.92	6.56	0.0%	9.9	7.53	0.0%	8.6	12.7%	0.0%	-48.3%	9%	6.15	6.97
	PKN	38.55	5.43	4.63	0.1%	8.3	4.61	-1.4%	8.4	-7.9%	9.5%	-37.0%	22%	3.07	6.97
	PKO BP	46.40	2.90	3.31	2.5%	14.0	3.77	3.1%	12.3	13.9%	20.1%	-21.7%	10%	2.81	3.90
	Sianity	62.60	-6.00	2.40	0.0%	26.0	4.00	0.0%	15.7	n.m.	4.3%	-31.2%	52%	0.64	4.00
	TPSA	20.08	1.62	1.76	2.3%	11.4	1.85	1.9%	10.8	7.1%	0.8%	-20.5%	5%	1.65	1.91
	TVN	17.39	0.70	1.17	-6.2%	14.9	1.36	-5.6%	12.8	38.9%	2.2%	-35.0%	10%	1.00	1.36
						11.5			10.1	10.9%					
Rusko	Baltika Brewery	43.50	3.46	3.46	0.0%	12.6	4.47	0.0%	9.7	13.6%	1.6%	-14.7%	18%	3.02	3.90
	Cherepovets Severstal	24.50	1.92	2.70	-0.2%	9.1	2.98	-1.0%	8.2	24.5%	92.2%	-12.5%	12%	8.35	13.05
	Evraz Group	109.00	6.70	10.73	10.5%	10.2	11.13	14.7%	9.8	28.9%	205.3%	-17.0%	12%	1.11	1.78
	Gazprom	56.80	1.01	1.47	6.5%	9.7	1.77	4.9%	8.0	32.5%	52.5%	-9.4%	28%	7.95	20.59
	Lukoil	102.00	11.48	13.96	13.6%	7.3	13.43	8.5%	7.6	8.1%	58.8%	-9.9%	7%	27.78	36.59
	Norilsk Nickel	273.50	39.81	32.33	-7.3%	8.5	32.02	-4.0%	8.5	-10.3%	44.9%	-13.6%	9%	5.33	8.06
	MTS	84.84	5.25	6.44	0.6%	13.2	7.28	-1.2%	11.7	17.7%	57.2%	-19.8%	15%	0.31	0.46
	Novatek	8.45	0.25	0.38	15.3%	22.3	0.52	14.9%	16.2	44.0%	71.9%	-7.1%	16%	0.37	0.66
	Novolipetsk	4.80	0.38	0.54	5.1%	8.9	0.59	14.2%	8.1	25.5%	82.9%	-9.4%	32%	0.12	0.26
	Rostelcom	12.40	0.22	0.17	5.0%	71.1	0.28	11.8%	45.0	13.0%	40.1%	-0.3%	18%	0.83	1.55
	Seventh Continent	27.90	1.39	1.18	-1.2%	23.6	1.56	-1.1%	17.9	6.0%	22.6%	-2.1%	16%	1.94	3.30
	Suraufneftegaz	1.18	0.13	0.12	0.1%	10.0	0.12	8.1%	10.1	-5.6%	36.9%	-13.9%	26%	0.08	0.18
	Tatneft	7.78	0.78	0.95	8.5%	8.2	0.92	4.2%	8.4	8.6%	69.1%	-2.9%	23%	0.72	1.33
	Unified Enerav	1.02	0.03	0.05	51.5%	21.1	0.04	33.3%	22.8	28.6%	20.4%	-24.7%	49%	0.03	0.08
	Vimpelcom	31.25	1.44	2.06	2.0%	15.2	2.48	0.3%	12.6	31.1%	73.5%	-31.3%	12%	1.67	2.76
						10.1			9.0	19.5%					

Tabulková část – Turecko

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS.07	Konsensuální odhady I/B/E/S						Oček. růst EPS.07/09	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS08		
				EPS.08	Změna za 1M	P/E.08	EPS.09	Změna za 1M	P/E.09		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Turecko	Acibadem Sadlik	8.25	0.13	0.16	-26.2%	51.6	0.45	0.0%	18.3	83.3%	16.2%	-18.3%	13%	0.14	0.18
	Adana Cimento	4.38	1.33	1.04	-0.5%	4.2	1.08	-3.3%	4.0	-9.8%	0.5%	-56.4%	28%	0.70	1.69
	Akbank	5.15	0.68	0.76	-5.3%	6.8	0.89	-2.9%	5.8	14.2%	1.0%	-54.0%	10%	0.68	0.91
	Akansan Cimento	4.48	0.97	0.81	-0.6%	5.5	0.92	-1.4%	4.9	-2.8%	0.4%	-57.3%	26%	0.61	1.40
	Aksa	2.04	0.11	0.20	0.0%	10.2	0.52	0.0%	3.9	114.9%	21.4%	-49.3%	57%	0.12	0.28
	Aksiortta	5.05	0.38	0.34	-4.0%	14.8	0.38	-15.2%	13.1	0.7%	6.5%	-46.8%	30%	0.21	0.48
	Anadolu Cam	2.70	0.22	0.30	2.8%	9.0	0.36	-5.3%	7.5	26.8%	28.0%	-15.6%	32%	0.16	0.45
	Anadolu Efes	12.00	0.83	0.90	2.8%	13.4	1.11	-3.1%	10.8	15.4%	19.6%	-21.6%	12%	0.56	1.03
	Arcelik	5.04	0.40	0.63	-5.1%	8.0	0.78	-3.5%	6.5	40.4%	2.9%	-58.3%	40%	0.28	1.31
	Beko Elektronik	0.71	-0.56	-0.15	-10.5%	n.m.	0.02	n.m.	38.7	n.m.	1.4%	-66.7%	-90%	-0.34	-0.04
	Brisa Bridgestone	55.00	7.88	8.45	-9.7%	6.5	8.88	37.6%	6.2	6.1%	3.8%	-36.8%	n.m.	8.45	8.45
	Cimsa Cimento	4.64	2.33	0.94	-13.7%	4.9	0.99	-0.2%	4.7	-34.8%	0.9%	-57.4%	20%	0.72	1.33
	Denizbank	7.20	1.08	1.21	0.0%	6.0	1.42	0.0%	5.1	14.8%	5.1%	-52.6%	n.m.	1.21	1.21
	Doçan Yavin	1.96	1.01	0.09	-19.6%	23.0	0.19	-5.5%	10.3	-56.7%	1.6%	-67.3%	195%	-0.20	0.21
	Eczacıbasi Ilac	4.02	2.47	0.80	73.6%	5.0	0.46	0.0%	8.7	-56.9%	12.9%	-36.2%	21%	0.66	0.99
	Enka Insaat	14.40	0.62	0.73	5.1%	19.7	0.87	2.1%	16.6	18.0%	60.0%	-9.4%	10%	0.63	0.88
	Ereli Demir	8.40	0.59	0.82	7.6%	10.2	1.17	7.4%	7.2	40.5%	66.9%	-9.3%	16%	0.64	1.03
	Finansbank	4.86	0.57	0.59	-7.8%	8.2	0.90	18.4%	5.4	25.7%	10.5%	-17.6%	n.m.	0.59	0.59
	Ford Otomotiv	10.60	1.38	1.59	5.7%	6.7	1.68	5.5%	6.3	10.2%	5.0%	-26.4%	16%	1.28	2.13
	Fortis Bank	1.15	0.22	0.30	-9.1%	3.8	0.49	32.4%	2.3	49.2%	1.8%	-62.7%	n.m.	0.30	0.30
	Sabancı Holdinas	4.08	0.54	0.65	3.7%	6.2	0.76	-1.5%	5.4	18.9%	1.0%	-49.9%	11%	0.55	0.78
	Hurivet	1.86	0.22	0.24	-2.2%	7.9	0.31	-12.6%	5.9	18.9%	1.1%	-56.5%	12%	0.21	0.29
	KOC Holdinas	3.28	0.91	0.55	-10.4%	5.9	0.66	-10.2%	4.9	-14.7%	3.1%	-44.9%	14%	0.43	0.67
	Migros	20.50	0.95	1.15	-0.6%	17.8	1.37	1.3%	14.9	20.4%	19.7%	-12.8%	13%	0.95	1.49
	Petrol Ofisi	5.70	0.63	0.64	-2.9%	8.9	0.79	4.0%	7.2	11.8%	29.0%	-12.3%	23%	0.42	0.90
	Tofas	4.06	0.35	0.64	4.1%	6.4	0.74	1.0%	5.5	45.0%	1.0%	-41.2%	17%	0.49	0.89
	Trakva Cam	1.83	0.36	0.30	-14.3%	6.1	0.37	-9.0%	4.9	1.5%	12.3%	-42.9%	20%	0.22	0.38
	Tuoras	29.75	5.18	4.29	0.9%	6.9	4.52	-3.7%	6.6	-6.6%	13.3%	-16.8%	17%	3.21	6.00
	Turk Demir Dokum	9.50	-0.11	0.78	-1.6%	12.2	0.37	0.0%	25.4	n.m.	9.8%	-15.9%	83%	0.32	1.23
	Turk Economi Bankasi	1.21	0.19	0.25	-5.5%	4.8	0.28	-11.8%	4.3	23.5%	2.5%	-64.1%	21%	0.17	0.33
	Turkcell	8.75	0.72	1.00	-3.0%	8.7	1.10	-4.5%	8.0	23.7%	10.1%	-37.1%	11%	0.84	1.16
	Turkiye Garanti	3.34	0.65	0.55	-4.9%	6.1	0.66	-4.6%	5.1	0.8%	6.9%	-49.4%	11%	0.46	0.68
	Isbank	4.72	0.62	0.71	-1.1%	6.6	0.82	-4.3%	5.7	15.6%	1.7%	-45.7%	14%	0.52	1.00
	Turk Sise Cam	1.57	0.29	0.26	-3.9%	6.1	0.33	-0.5%	4.7	6.8%	2.6%	-45.9%	21%	0.16	0.32
	Vakifbank	1.96	0.41	0.42	-6.4%	4.7	0.50	-4.5%	3.9	9.9%	1.6%	-57.8%	13%	0.34	0.53
	Vestel Elek	2.06	0.01	-0.26	-1.7%	n.m.	-0.01	-88.8%	n.m.	n.m.	35.5%	-49.0%	-269%	-0.75	0.23
	Yapi Kredi Bank	2.74	0.25	0.30	0.2%	9.1	0.38	-0.3%	7.2	22.7%	12.3%	-40.4%	10%	0.26	0.36
						8.0			6.7	9.7%					

KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

	Společnost	Událost
Červen 2008		
5.6.	Zentiva	Valná hromada
16.6.	Pegas	Valná hromada
23.6.	NWR	NWR bude začleněno do indexu PX s váhou 10,94%
Červenec 2008		
4.7.	Zentiva	Rozhodný den pro dividendy
18.7.	Zentiva	Začátek výplaty dividend
22.7.	Zentiva	Tržby za 1. pololetí 2008
24.7.	TO2 CR	Výsledky za 1H 2008
30.7.	Erste bank	Výsledky za 1H 2008

DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ

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

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

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

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

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

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

ČEZ			Zentiva		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
14.2.08	1 255	držet	26.3.08	1 120	akumulovat
8.6.07	1 045	držet	13.11.07	1 090	akumulovat
22.11.06	989	držet	16.8.07	1 520	koupit
18.10.06	989	koupit	25.5.07	1 760	koupit
1.8.06	962	koupit	16.3.07	1 650	koupit

Telefónica O2 ČR			Unipetrol		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
27.5.08	700	koupit	17.3.08	358	koupit
11.3.08	700	koupit	1.10.07	367	koupit
2.11.07	650	akumulovat	20.11.06	262	koupit
31.7.07	620	držet	10.7.06	251	koupit
8.3.07	600	držet	22.2.06	261	prodat

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

CME			ECM		
Datum	Cílová cena (USD)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
27.2.08	93	redukovat	28.2.08	1 380	kupovat
31.1.07	98	akumulovat	1.10.07	1 880	akumulovat
3.2.06	68	koupit	14.6.07	2 160	akumulovat
			15.2.07	1 914	kupovat

Pegas			Philip Morris CR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
25.4.08	505	držet	6.12.07	8 800	držet
3.7.07	849	držet	12.6.07	9 655	redukovat
1.3.07	806	akumulovat			

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

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

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

Tabulka 2

Typ střetu zájmu
(1) ČS a/nebo propojená osoba má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta větší než 5 %
(2) emitent má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu ČS a/nebo propojené osoby větší než 5 %
(3) ČS a/nebo propojená osoba má jiný významný finanční zájem ve vztahu k emitentovi
(4) ČS a/nebo propojená osoba je tvůrcem trhu nebo osobou jinak zajišťující likviditu ve vztahu k finančním nástrojům vydaným emitentem
(5) ČS a/nebo propojená osoba byla v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem
(6) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu jinou smlouvu o poskytování investičních služeb
(7) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení.

Emitent	Střet zájmu (uved'te zde číselné označení příslušného typu střetu zájmu)
AAA Auto	4
CETV	4
ČEZ	4, 5, 6
ECM	4
Komerční banka	4
NWR	4, 5
ORCO	4
Pegas	4
Philip Morris ČR	4
Teléfonica O2 Czech Republic	4, 6
Unipetrol	4, 6
VIG	3, 4, 5
Zentiva	4

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

Tabulka 3

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

KONTAKTY

[HTTP://WWW.CSAS.CZ/ANALYZA](http://www.csas.cz/analiza)
Odbor Ekonomické a strategické analýzy

Ředitel odboru, investiční strategie

David Navrátil

+420/224 995 439

dnavratil@csas.cz

Makro tým (Střední Evropa)

Mária Hermanová (Fehérová)

+420/224 995 232

mhermanova@csas.cz

Makro tým (ČR)

Martin Lobotka

+420/224 995 192

mlobotka@csas.cz

Makro tým (USA, EMU)

Luboš Mokráš

+420/224 995 456

lmokras@csas.cz

Akciový tým (CEE Real Estate)

Petr Bártek

+420/224 995 227

pbartek@csas.cz

Akciový tým (ČR)

Lenka Slámová

+420/224 995 289

lslamova@csas.cz

Akciový tým (ČR, CEE Media)

Radim Kramule

+420/224 995 213

rkramule@csas.cz

Akciový tým (ČR, CEE Oil & gas), team-leader

Jakub Židoň

+420/224 995 340

jzidon@csas.cz**Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování**

Ředitel úseku

Petr Witowski

+420/224 995 800

pwitowski@csas.cz

Odbor Obchody treasury – ředitel odboru

Robert Novotný

+420/224 995 148

rnovotny@csas.cz

Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru

Libor Vošický

+420/224 995 592

lvosicky@csas.cz

Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru

Pavel Křivonožka

+420/224 995 565

pkrivonozka@csas.cz

Odbor Proprietary trading

Daniel Drahotský

+420/224 995 178

ddrahotsky@csas.cz

Oddělení Debt Capital markets - ředitel

Dušan Vaškovic

+420/224 995 417

dvaskovice@csas.cz

Tomáš Černý

+420/224 995 197

tcerny@csas.cz

Alice Racková

+420/224 995 197

arackova@csas.cz

Jolana Jarušková

+420/224 995 205

jjaruskova@csas.cz**Úsek Investiční bankovnictví**

Ředitel úseku

Jan Brabec

+420/224 995 816

jbrabec@csas.cz

Odbor Primární emise

Jiří Hrbáček

+420/224 995 836

jhrbacek@csas.cz

Odbor Finanční instituce – ředitel odboru

Alice Racková

+420/224 995 197

arackova@csas.cz

Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru

Jana Daňková

+420/224 995 128

jandankova@csas.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

Guenther Artner

+43 501 00 115 23

guenther.artner@erstebank.at

akcie – sektor stavebnictví

Franz Hoerl

+43 501 00185 06

franz.horl@erstebank.at

akcie – sektor bankovnictví

Guenther Hohberger

+43 501 00 173 54

guenther.hohberger@erstebank.at

akcie – sektor bankovnictví

Angelika Zwerenz

+43 501 00 119 03

angelika.zwerenz@erstebank.at

akcie – sektor telekomunikace

Vera Sutedja

+43 501 001 1905

MariaVeronika.Sutedja@erstebank.at

akcie – sektor farmacie

Vladimíra Urbánková

+420 224 995 940

urbankovav@ersteinet.cz

akcie – sektor IT

Daniel Lion

+43 501 00 174 20

daniel.lion@erstebank.at

akcie – sektor strojírenství

Gerald Walek

+43 501 00 163 60

gerald.walek@erstebank.at

akcie – sektor doprava

Martina Pasching

+43 501 00 119 13

Martina.pasching@erstebank.at

akcie – sektor pojišťovnictví

Christoph Schultes

+43 501 00 163 14

christoph.schultes@erstebank.at**Brokerjet**

On-line obchodování s CP

+420 222 004 444

www.brokerjet.cz

akcie – broker

Jan Korb

+420 224 995 490

jan.korb@brokerjet.cz