

Únor 2007

Měsíční strategie

Akcie

Český akciový trh

- Burza překonává rekordní hodnoty
- Nový report na CME – očekáváme růst
- ORCO – značný růst NAV/akcii

Zahraniční akcie

- Nové konsensuální odhady pro rok 2008 v tabulkové části pro střední a východní Evropu

Ekonomické a strategické analýzy

<http://www.csas.cz/analyza>

Email: research@csas.cz, Tel: +420 224 995 177

Uzávěrka: 6. února 2007

Důležitá upozornění k investičním doporučením a kontakty viz poslední strany publikace.

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ PRO ČESKÝ AKCIOVÝ TRH

Jakub Židoň, tel: 224 995 340, jzidon@csas.cz; Petr Bártek, tel: 224 995 227, pbartek@csas.cz; Radim Kramule, tel 224 995 213

Koncem ledna jsme vydali nový report na CME s doporučením akumulovat a cílovou cenou 97,8 USD.

Akcie	Kurz (Kč) 31.1.2007	Roční cílová cena (Kč)	Investiční doporučení (datum zveřejnění)	Oček. výnos p.a.	Komentář
ČESKÉ AKCIE (Kč)					
CME	1 873	97,8 USD	akumulovat (31.1.07)	14.3%	Naše nové doporučení akumulovat, roční cílová cena téměř 100 amerických dolarů...nemohl ten rok začít pro CME lépe, že? Trhem teď hýbe snaha některých poslanců protlačit návrhy na ponechání reklamního času na ČT.
ČEZ	920,5	989	držet (22.11.06)	8.3%	Relativně klidný měsíc zpestřily jen předpovědi některých lidí, že „teplá“ zima bude mít negativní dopad na výsledky ČEZu (jen co to vyřkli, napadl sníh). Postupem času přijdou na řadu otázky spojené s budoucí výrobní kapacitou (jádro vs. biopaliva, atd.)
Telefónica O2 CR	527,8	550	koupit (25.9.06)	5.7%	Slovenská dcera české Telefonica O2 ČR podle odhadů má až 600 tisíc možných klientů, kteří vyjádřili předběžný zájem o její služby. To by bylo nad očekávání, ale nechme se o tom opravdu přesvědčit.
Komerční banka	3 221	3 800	akumulovat (27.3.06)	76.3%	Komerční banka plánuje otevřít investiční fond v hodnotě 360 mil. USD, aby ušetřila náklady při nakupování dluhopisů... jinými slovy se u KB v lednu nic důležitého nestalo. Koncem února očekáváme i díky plné konsolidaci Modré Pyramidy solidní 4Q 06 výsledky a pak už jen čekání na dividendy (budou, nebudou?).
Orco	3 260	v revizi	v revizi	---	Orco koncem měsíce zveřejnilo hodnotu NAV za rok 2006 na úrovni 92 eur na akcii a dokázalo tak překonat naše očekávání 89,5 eur i očekávání trhu (80 až 90 eur/akcii). Trh samozřejmě pozitivní překvapení okamžitě započítal, i když možná růstu více pomohl oznámený prodej hotelového řetězce OHC. Ten přinese cca 100 mil. eur zisku – výsledky za 1Q 07 tedy neukážou výrazný růst NAV, ale pro změnu silnou výsledovku.
Philip Morris CR	11 095	---	---	---	Zajímavý trik s předzásobením by Philipu Morris CR mohl pomoci udržet (nebo možná částečně zvýšit) současný tržní podíl. Ale konkurence si stěžuje, že to nebyl vůbec fér krok, tak uvidíme.
Unipetrol	235	262	koupit (20.11.06)	12.7%	Kaučuk prodán a z našeho pohledu za velice férovou cenu. Taktéž plány na další expanzi, kapitálové výdaje a dokonce možné dividendy posunuly akcii blíže k naší cílové ceně. Ovšem s žalobami ze strany minoritních akcionářů ještě asi konec není.
Zentiva	1 300	1460	akumulovat (7.11.06)	14.4%	1. dubna vstoupí v platnost nová vyhláška, která sníží úhrady za některé zastaralé léky a zároveň zvyšuje úhrady za moderní léky. Celkové úhrady za léky mají letos zůstat nezměněny (35mld Kč).
Pegas	747,3	---	---	---	Spol. zatím analyticky nepokrýváme, stane se tak až po uplynutí „black-out“ (konec února). Koncem ledna oznámil p. Bogdan (GR) plány do budoucna, nepřinesl ale žádné novinky oproti minulosti.
ECM	1 473	---	---	---	Nováček ECM v lednu získal kvalitního nájemce Generali pro jednu ze chystaných budov v projektu CITY. Důležitější ale bude zveřejnění NAV (snad v polovině února). Po IPO je ECM kapitálově relativně silná, takže by se také slušelo oznámit nový projekt...

Poznámka: Společnost Philip Morris CR Česká Spořitelna/Erste bank analyticky zatím nepokrývá. Titul Pegas Nonwovens s.a. začneme pokrývat a komentovat po skončení blackoutu. Roční cílová cena = cílová cena v horizontu 12 měsíců od datumu vydání investičního doporučení (viz závorka v následujícím sloupci).

Očekávaný výnos p.a. se počítá jako ANUALIZOVANÝ podíl roční cílové ceny a aktuální ceny akcie. Anualizace se vztahuje k horizontu mezi dneškem a uplynutím 12M horizontu od vydání investičního doporučení.

ČESKÁ REPUBLIKA

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

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

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

ČESKÝ AKCIOVÝ TRH

Pražská burza na rekordních hodnotách

Pražská burza si v lednu zřejmě vzala příklad z rekordně teplého počasí a dosáhla na nejlepší hodnoty ve své historii. První polovina ledna však naznačovala poněkud odlišný scénář, kdy nejvíce propadl ČEZ, pravděpodobně důsledkem vybírání zisků, a vzhledem ke své váze na obchodování stáhl celý index PX. Pražská burza ale ke konci ledna výrazně přidala a díky dobrým ekonomickým výhledům jak české ekonomiky, tak jednotlivých firem zamířila k novým rekordům. Hlavními událostmi tohoto měsíce je začátek obchodování s novými futures a udělení licence energetickému trhu. Za prvé od 29. ledna se rozrostla nabídka pražské burzy o tříměsíční a šestiměsíční kontrakty na emisi ČEZ a ERSTE BANK v elitním segmentu SPAD. Druhá novinka se týká nově vznikajícího energetického trhu pražské burzy. Udělení licence od MPO bylo očekávané a nic tedy nebrání, aby se podle plánu začalo v červnu obchodovat na burze s elektřinou. Dle informací od firmy ČEZ, nabídne ČEZ ze začátku zhruba 20% své produkce, ale očekává se, že svou produkci nabídnou i jiné firmy (např. E.ON, či RWE). Ministr průmyslu, p. Říman, navíc navrhnul, aby se celá nebo alespoň většina produkce elektřiny obchodovala na komoditním trhu již počátkem roku 2008.

Největší růst zaznamenaly akcie CME, které si připsaly úctyhodných 28.1%. Velmi se dařilo i akciím realitní společnosti Orco s 18.3% a Telefónice O2 s 10.9%. Celá burza by povyroستla ještě na vyšší hodnoty nebýt ČEZu, který jako jediný z velkých titulů ztratil 4.1% a svou váhou zbrzdil index PX. Oba dva nové tituly SPADu Pegas a ECM spíše stagnovaly, investoři pravděpodobně čekají na nové informace a impulzy, které naznačí další vývoj ceny těchto akcií. U společnosti Pegas skončí období black-out 25.2. Nejvyšší závěrečná hodnota indexu PX byla 25.1. na úrovni 1675,4.

Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

	Index / akcie (Kč)		% změna za		
	31.1.07	29.12.06	1M	3M	r.2006
PX	1663,4	1588,9	4,7%	8,1%	9,3%
CME	1873,0	1462,0	28,1%	14,5%	30,5%
Telefónica O2 CR	527,8	476,0	10,9%	13,9%	(0,2%)
ČEZ	920,5	960,0	(4,1%)	5,7%	13,3%
Erste Bank	1679,0	1601,0	4,9%	11,9%	28,3%
Komerční banka	3221,0	3099,0	3,9%	(6,1%)	(6,2%)
ECM	1473,0	1432,0	2,9%	n.a.	n.a.
Orco	3260,0	2755,0	18,3%	20,7%	50,6%
Pegas	747,3	753,0	(0,8%)	n.a.	n.a.
Philip Morris ČR	11095,0	10840,0	2,4%	(5,0%)	(39,3%)
Unipetrol	235,4	234,3	0,5%	14,4%	(20,4%)
Zentiva	1300,0	1268,0	2,5%	3,3%	10,9%

Lednové objemy obchodování na pražské burze povyroستly oproti minulému měsíci. Vzhledem k vánočním svátkům by to nebylo až tak překvapivé, ale objemy obchodů v lednu byly i vyšší než v říjnu, či listopadu. Doufejme tedy, že investoři již přišli na chuť investování do akcií a objemy se i nadále budou zvyšovat. Celkový objem obchodování v průběhu ledna dosáhl 71.3 mld. Kč (v prosinci 58.9 mld. Kč, v listopadu 67.9 mld Kč a v říjnu to bylo 67.3 mld. Kč). V lednu se obchodovalo 22 burzovních dnů a průměrný denní objem činil 3.2 mld. Kč. Z jednotlivých titulů byly nejobchodovatelnější tradičně akcie ČEZu, kterých se zobchodovalo dohromady za 27.5 mld. Kč a představovaly velmi solidních 38% objemu obchodů. Tituly na 2.-4. místě jsou již několik měsíců neměnné, tentokrát byla druhým nejobchodovatelnějším titulem Komerční banka, až za ní skončila Telefonica O2 CR a Zentiva. Na opačném konci tabulky se nově ocitly tituly Pegas a ECM, čímž z posledního místa odsunuli Philip Morris CR (3. od konce). Po vcelku úspěšném začátku po IPO jsou Pegas a ECM do jisté míry zklamáním. Jejich denní objemy v Praze dosahovaly v lednu v průměru „pouhých“ 35 – 42 mil. Kč.

Tabulka: Objemy obchodování

	leden 2007		prosinec 2006	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČEZ	27.5	38.6	23.1	39.3
Komerční banka	9.5	13.3	7.1	12.0
Telefónica O2 CR	8.5	11.9	7.5	12.7
Zentiva	7.5	10.5	5.3	9.0
Erste Bank	6.2	8.7	4.3	7.3
CETV	3.9	5.5	1.6	2.6
Orco	3.2	4.5	1.8	3.1
Unipetrol	2.4	3.3	1.8	3.1
Philip Morris CR	1.0	1.4	0.7	0.4
ECM	0.9	1.3	2.6	4.5
Pegas	0.7	1.1	3.4	5.7

Vichřice, teplo a dva neposlušni poslanci z ČSSD

Pan Melčák a pan Pohanka, oba poslanci ČSSD, svojí nepřítomností při hlasování o důvěře umožnili vznik třibarevné vládě v čele s M. Topolánkem. Samotnému hlasování o důvěře předcházela mnohahodinový maratón spíše osobních názorů a komentářů z řad KSČM a ČSSD na výše zmiňované poslance, ale i jiná víceméně nepolitická témata. Naštěstí vzhledem k tomu, že toto hlasování bylo naplánované na pátek 19.1. a koalice prohlásila, že v poslanecké sněmovně stráví i víkend, se hlasování uskutečnilo ještě týž den. Poslanci v poměru 100:97 (jeden hlas nebyl platný) umožnili po 8 měsíčním patu vznik nové vládě. Plány nové vlády jsou na jejím začátku jako obvykle směle a odvážné – zásadní reforma zdravotnictví, reforma penzijního systému, rovná daň na úrovni 17-19%, zrušení 15% daně z dividend, či zrušení majetkových daní. Teprve politická realita a všudypřítomná politická lobby tyto plány usměrní a zreviduje. Každopádně jakékoliv razantní kroky je potřeba uskutečnit co nejdříve.

Na přelomu ledna a února se uskutečnila konference v Paříži na téma globálního oteplování. Závěr? s 90% jistotou se

planeta otepluje na základě činnosti člověka, počínaje průmyslovou revolucí z 18. století. Ve 21. století může vzrůst průměrná teplota až o 6,4°C a hladina moří až o 58cm s tím, že roztaje většina polárních ledovců, zvýší se počet extrémních klimatických jevů a tak podobně. Leden roku 2007 jako by tento nezadržitelný proces v ČR symbolizoval – rekordní teploty (+) opakovaně padaly a vichřice o síle orkánu pustošila lesy, domy a stavení, přičemž na Sněžce byla naměřena největší rychlost větru vůbec. A tak se ptáme z jakého důvodu ještě u několika málo světových vůdců přetrvává skepse a pokrytectví vůči oteplování? Neměli bychom přestat diskutovat a začít jednat? Budeme muset čekat až do doby, kdy náklady na odstraňování škod převýší průmyslové výnosy? Jediné „zvrhlé“ pozitivum lze uvažovat o snížení spotřeby tepla a energií.

Náš další komentář politického dění se týká referenda. Referendum v historii ČR je doposud jev ojedinělý. Bohužel v poslední době často navrhovaný, jak v otázkách ústavy EU, tak v souvislosti s plánem radarové základny USA v ČR. Obě záležitosti jsou velmi strategické a běžný občan těžko posoudí skutečné přínosy a hrozby těchto strategických rozhodnutí. Je proto na výsost populistické, aby politik přenechával svěřenou moc k rozhodování na něčem tak manipulovatelném jako je referendum.

Naštěstí akciový trh se ukázal jako velmi rezistentní vůči dění na politickém poli a ani 8 měsíční vakuum trh nepoznamenalo. Vzhledem ke světové propojenosti finančních trhů, se odvíjí dění pražské burzy spíše na základě vývoje v USA a Evropě.

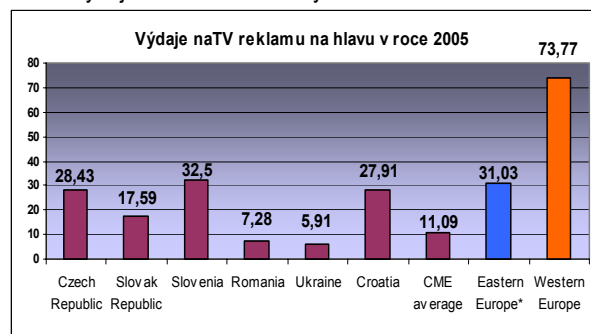
CME – nový favorit na burze aneb proč máme druhou nejvyšší cílovou cenu na trhu?

Již jsme zde zmínili, že jsme na konci ledna vydali nový report na CME a znovu tak začali pokrývat tuto mediální společnost. I přes růst ceny akcií na začátku tohoto roku, stále doporučujeme akcie „akumulovat“ s roční cílovou cenou 97.8 amerických dolarů (cílovku uvádíme v USD, protože společnost zveřejňuje v této měně výsledky a i my v ní máme postavenou valuaci; pokud tedy chce někdo cílovou cenu převést na Kč, doporučujeme přepočítat podle na příští rok očekávaného kursu CZK/USD, což je dnes zhruba 20.2). V následujících řádcích se pokusíme nastínit důvody, které nás vedly k tomu, že jsme stanovili jednu z nejvyšších cílových cen na trhu a proč je náš dlouhodobý výhled na společnost pozitivní.

Začneme tím, co vlastně tvoří příjmy společnosti: téměř ze sta procent se jedná o příjmy z prodeje reklamního času. Vzhledem k tomu, že výdaje firem na reklamu v čase rostou (a růst budou), můžeme hned na úvod poznamenat, že CME je z našeho pohledu typicky „růstová akcie“. Tento fakt je navíc umocněn ještě tím, že CME vlastní televize v šesti zemích Střední a Východní Evropy (kromě TV Nova a TV Galaxie Sport v České republice ještě stanice v Rumunsku, na Ukrajině, Chorvatsku, Slovensku a Slovinsku), kde je mnohem nižší úroveň výdajů na reklamu na hlavu (na obyvatele) oproti západoevropským zemím. Ale pojďme hezky popořadě a odpovíme si na otázky „co jsou hlavní motory růstu“ a „jaká jsou rizika“?

My vidíme zejména tři hlavní zdroje růstu v budoucnosti: **konvergenční příběh, akviziční politiku a začínající restrukturalizaci**. Tyto faktory budou stát za dalším růstem společnosti a taktéž podporovat rostoucí marže. **1) konvergenční příběh**. Jak jsme již poznamenali, existuje úzká korelace mezi vývojem HDP (respektive spotřebou domácností) a vývojem příjmů z reklamy. Vzhledem k tomu, že u všech zemích, kde je CME aktivní, se všeobecně předpokládají podstatně vyšší růsty než v zemích Západní Evropy, proces dohánění je tedy zřejmý. Výdaje na reklamu navíc porostou ještě rychleji než samotné HDP, protože jak vidíme na grafu dole, prostor pro růst je stále dostatečný. Zejména Ukrajina a Rumunsko budou v tomto směru tahouny růstu.

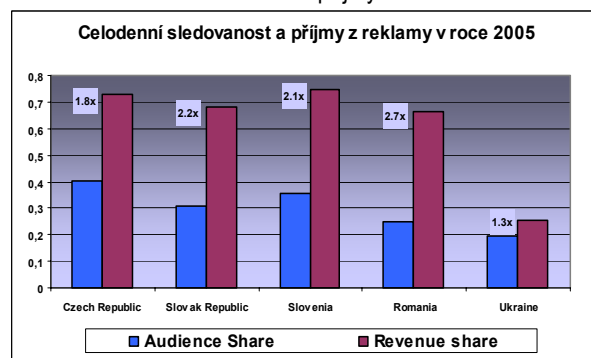
Graf – Výdaje na reklamu na obyvatele v roce 2005



Zdroj: CME

Proč zrovna CME bude tolik participovat na očekávané konvergenci, je jasnější při pohledu na následující graf. V něm se porovnává celodenní podíl sledovanosti a podíl na příjmech z reklamy (tzv. power ratio), kde vyšší druhé zmiňované číslo vyjadřuje schopnost stanice „přetavit“ sledovanost v peníze. A CME jak vidno se to daří. Navíc, to co vám pomůže udržet vysokou sledovanost, je vlastní výroba pořadů, což je silná stránka v podstatě všech televizí CME (podíl vlastní tvorby v hlavním vysílacím čase se pohybuje téměř u všech stanic nad 40%, v ČR dokonce 53%).

Graf – Celodenní sledovanost a příjmy z reklam v roce 2005



Zdroj: CME

Ještě je potřeba zmínit relativně vysoký podíl reklamních příjmů televizí na celkových reklamních příjmech ve Střední a Východní Evropě (televizní stanice samozřejmě soupeří s jinými druhy médií jako jsou internet, noviny, atd.). Vzhledem k tomu, že na západě je podíl televizí nižší, předpokládáme i v těchto zemích postupný pokles v průměru k zhruba 50%. Současný vyšší podíl je dán faktem, že před

rokem 1989 prakticky žádný reklamní trh neexistoval a tak nejjednodušší bylo po revoluci oslovit diváky přes televizi.

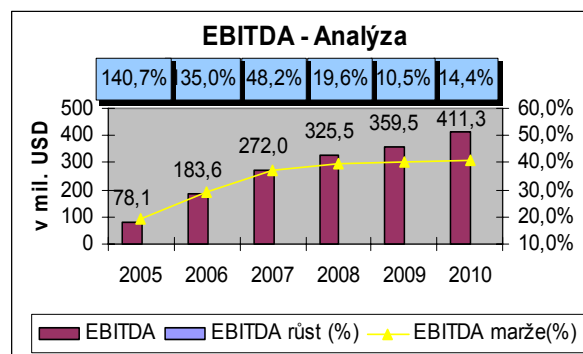
2) akviziční politika společnosti. Ještě všichni máme dobře na paměti problémy kolem vlastnictví TV Nova. CME nejdříve licenci vlastnilo, pak o ni přišlo, následně bylo státem odškodněno, aby si nakonec podíl ve svém současném klenotu koupilo zpět (rok 2005). My si myslíme, že po dokoupení části podílu ve slovenské TV Markíza, zvýšení podílu v ukrajinské TV Studio 1+1 a výše zmíněná akvizice TV Nova prozatím „vyčerpala“ apetit společnosti po rychlém dynamickém růstu. Rok 2007 tak vidíme spíše jako rok organického růstu. Na druhou stranu nevyključujeme spuštění dalších kanálů v jednotlivých zemích nebo koupi menší stanice (zejména na Ukrajině). Největším trhem, který na jednu stranu skýtá netušené možnosti, ale na druhou stranu také spoustu rizik, je Rusko. CME zatím nemá v plánu vstoupit na tento trh, ale ten předpokládaný rapidní růst příjmu z reklam jistě za zmínku stojí. Na závěr jen poznamenejme, že společnost nehodlá jít cestou nákupu minoritních podílů (což by vysvětlovalo nepodání nabídky na 25% podíl v Polsatu) a bude se tak v následujícím roce soustředit hlavně na konsolidace současného stavu.

3) Restrukturalizační příběh právě začíná. Třetím možným katalyzátorem růstu jsou plány lépe využít synergických efektů mezi českými a slovenskými stanicemi a nová strategie spuštěná v ČR, která postupně začíná nést ovoce. Od prvních dvou zdrojů růstu se tento liší tím, že ani tak nepodporuje růst společnosti (růst tržeb), jako spíše růst marží (růst ziskovosti). Nová strategie by měla odstranit konkurenci mezi Novou a Markízou a lépe využít blízkosti jazyků a zvyků.

Co na společnosti hodnotíme velmi pozitivně, je cenová strategie spuštěná v ČR. Bývalý majitel TV Nova (finanční skupina PPF) se spíše soustředil na boj s největším konkurentem TV Prima o podíl na sledovanosti a prodával maximum tzv. GRP (Gross Rating Points, stanice se zaváže k určité sledovanosti a tyto „body“ pak kupují jednotliví inzerenti) a ceny za reklamu byly léta víceméně stabilní. Cílem nové strategie je podle nás prodávat zhruba 75% GRP za vyšší ceny (řádově o 15%-20%) a zbytek si nechat pro výjimečné události typu masivní reklamy ve stylu bublin (viz Telefonica O2 CR apod.).

V neposlední řadě bude mít na společnost pozitivní vliv její strategie spuštěná původně v Rumunsku, kde CME založila nové televizní kanály s velmi nízkými náklady. Umožňuje to relativně velká zásoba pořadů, která se postupem času nashromáždila (televize vždy kupují nejen jeden film, ale celý balík obsahující některé seriály, filmy apod.). Další kanál, kde tyto „zbývající“ pořady budou vysílány, je tak veden třeba pouze šesti zaměstnanci. V souvislosti s nástupem digitální televize lze očekávat, že tato strategie bude uplatněna i v jiných zemích.

Graf – Analýza zisku na úrovni EBITDA



Zdroj: naše odhady

Nicméně musíme poukázat i na určitá rizika, která se v tomto byznysu objevují. Za prvé se jedná o silnou závislost na vývoji Hrubého domácího produktu, respektive růstu spotřeby. Naše prognóza je postavena na odhadech našich makroanalytiků v jednotlivých zemích a při zhoršeném očekávání tak jednoduše může ke snížení očekávaného růstu společnosti. Jakékoli „ochlazení“ ekonomik, kde se CME pohybuje povede ke zhoršení našeho výhledu. Za druhé, televize bojují s ostatními médii o co největší porci z pomyslného koláče na trhu s reklamními příjmy. Televize bude stále nejvýznamnějším médiem, ale jejich váha na trhu s příjmy z reklam může klesat rychleji než čekáme (třeba na úkor internetu). Vyšší konkurence by měla samozřejmě negativní dopad na finance společnosti. Jako poslední, ale rozhodně ne nejmenší riziko vnímáme fakt, že i po vstupu některých zemích do EU (Ukrajina a Chorvatsko jsou navíc stále mimo) se jedná o regulační odvětví, do kterého může výrazně zakročit stát. Všechny země, kde je CME aktivní, mají společný způsob rozdělování licencí k vysílání, o čemž rozhodují „státem řízení“ regulátoři. I když se CME zatím nestalo, že by některá z televizí neobdržela licenci, do budoucna se to samozřejmě vyloučit nedá. Současné licence vyprší mezi lety 2010 až 2019. Další problémy z části „regulovaného“ odvětví může přinést nástup digitalizace. Tento příběh jsme vám ostatně popisovali v průběhu loňského roku. Co asi nejvíc nyní CME zajímá, je snaha některých poslanců protlačit návrh na ponechání reklamního času v ČT. To by mělo negativní vliv na akcie CME i na naši valuaci (předpokládáme, že TV Nova si s TV Primou rozdělí balík peněz na reklamu, který po České televizi zbude), ale zatím pro to není dostatečně silná podpora.

Suma sumárum, náš výhled na společnost je do budoucna pozitivní. Otázkou zůstává, nakolik jsou současné ceny pro investory atraktivní, proto by jsme lidem radili, v duchu našeho doporučení, „akumulovat“ na příznivějších cenách.

ORCO: NAV a jiné výsledky

92 EUR na akcii a meziroční růst o 85% je summary nejvíce sledovaného ukazatele NAV (t.j. čistá tržní hodnota aktiv po odečtení dluhu) u realitního investora a developera Orca. I když ještě čekáme na „vnitřnosti“ tohoto ocenění, hlavní determinanty růstu jsou jasné: Výrazné přecenění aktiv získaných v roce 2006, t.j. především německého developera Vítterra, pozemku a kanceláří v Bubnech (Praha) a také přecenění dokončené kancelářské budovy Luxembourg

Plaza. I když nepochybujeme o schopnosti managementu přinášet akcionářům akvizice nadprůměrně zvyšující hodnotu, nelze asi vysoké okamžité přecenění Viterry (o 32%) nebo pozemku v Bubnech považovat za konzervativní. Zatímco přecenění na tržní hodnotu má principiálně znamenat přecenění aktiv na cenu realizovatelnou při okamžitém prodeji, stále častější praxí ve střední Evropě je ocenit aktiva na předpokládanou prodejní cenu v budoucnosti. Reportované NAV pak, pokud nepředpokládáme další akvizice s dalším přeceněním, téměř odpovídá hodnotě NAV za několik let (pokud se trh vyvine podle prognózy). Tento způsob při ocenění částečně využívá i DTZ pro portfolio Orca. To hlavní, za co tedy nyní u Orca platíme prémii nad NAV je důvěra v jeho management, že získá další finance na budoucí akvizice s přidanou hodnotou.

Jedním z finančních zdrojů, které si Orco začátkem roku zajistilo, jsou prostředky z prodeje jeho hotelového řetězce. Orco jej prodává za celkem 171 mil. EUR, což by podle našeho odhadu mělo stačit na investice alespoň do poloviny roku. Tento krok je určitě jedním z těch s přidanou hodnotou. Orco s výrazným ziskem okolo 100 mil. EUR prodává hotelový řetězec trpící nízkou obsazeností a záporným provozním hospodařením. Realizovaný hrubý výnos u této transakce odhadujeme na něco málo přes 8%, což odpovídá podmínkám na trhu. Výrazný další pokles požadovaného výnosu u tohoto portfolia už čekat nelze a Orco navíc nemůže hotelové portfolio podle současných účetních pravidel přeceňovat a reportovat tak zisky z přecenění (které jsou více sexy než pouhý růst tržeb). To na druhou stranu povede k vysokému jednorázovému zisku z prodeje v 1Q 07. Takže první důvod k prémii nad NAV je na světě. Určitě nelze zapomínat i na stále probíhající program vydávání akcií PACEO (už samotná emise akcií s premií nad NAV zvyšuje hodnotu NAV pro zbývajících akcionářů). Zdá se tedy, že loňské news flow může i letos pokračovat.

A co dodat k současně s NAV oznámeným nižším předpokládaným tržbám za rok 2007 (snížení odhadu z 328 mil. EUR na 223 mil. EUR)? Prodej hotelového portfolia na tom má vinu asi 33 mil. EUR, zbytek se podle CFO Vobruby vztahuje k českému developmentu. V letošním roce budou na katastrech asi pořádné fronty. Developeri totiž hnali poptávku strašením z možného růstu DPH na rezidenční výstavbu od 1.1.2008. I když zvýšení asi nepřijde (resp. jen z 5% na cca 7% v případě zvýšení nižší sazby DPH navrhované vládou), drtivá většina rezidenčních projektů má plánované dokončení před koncem roku 2007. Pro Orco to není výrazný problém – velká část projektů už je prodána a zálohové platby jsou na účtech. Navíc většina developerů se proti zvýšení DPH smluvně pojistila. Horší zprávy by mohly přijít až v roce 2008, kdy u OPG předpokládáme v ČR prodej více než tisíce bytů, přitom na konec roku 2007 a začátek 2008 očekáváme po současném boomu určité ochlazení poptávky...

V současnosti pracujeme na novém doporučení pro Orco, kde budou všechny uvedené události započítány.

Akcie - základní informace

	CME	Telefónica O2 CR	ČEZ	Erste Bank	Komerční banka	Orco Prop. Group	Philip Morris CR	Unipetrol	Zentiva	ECM	Pegas nonwov.
Doporučení	akumulovat	akumulovat	držet	--	akumulovat	akumulovat	--	držet	akumulovat	--	--
12-měs. cílová cena (Kč)	98,7 USD	550	989	--	3 800	3 122	--	262,00	1 420	--	--
Cena (Kč) (5.2.)	1 904	538,5	940,8	1 697	3 272	3 388	11 538	245,3	1308,0	1466,0	723,0
Roční min (Kč)	1 158	417,2	565,5	1130	2 815	2 044	8 873	156,8	843,0	1396,0	723,0
Roční max (Kč)	1 930	542,5	1010,0	1 711	3 642	3 388	18 583	295,1	1328,0	1482,0	769,6
Tržní kapital. (mld. Kč)	76,6	173,4	557,0	519,8	124,4	24,2	31,7	44,5	49,9	5,7	6,7
Počet kótovaných akcií	33 257 994	322 089 890	592 088 461	306 291 852	38 009 852	5 736 149	1 913 698	181 334 764	38 136 230	3 862 500	9 229 400
Celkový počet akcií	40 224 527	322 089 900	592 088 461	306 291 852	38 009 852	7 149 284	2 745 386	181 334 764	38 136 230	3 862 500	9 229 400
Hlavní akcionář	Ronald Lauder	Telefónica	FNM	AVS	Société Générale	Orco Holding	Philip Morris Holland BV	PKN Orlen	Sanofi-Aventis	Milan Janků	Pamplona Cap. Inv.
%podíl hl. akcionáře	19,4%	69,4%	67,6%	30,5%	60%	21,5%	77,6%	63%	24,9%	55,0%	45,0%
Free float (%)	71,3%	30,6%	32,4%	64,5%	40%	78,5%	22,4%	37%	56,3%	45,0%	52,0%

CME (USD; US GAAP; konsolidováno)

Telefónica O2 CR (Kč; IFRS; konsolid.)

ČEZ (Kč; IFRS; konsolidováno)

Pegas (EUR; IFRS; konsolidováno)

	2005	2006e	2007e	2004	2005	2006e	2004	2005	2006e	2005	2006e
Tržby (mil.)	401,0	623,8	734,6	61 783	61 156	61 160	100 165	125 083	148 829	109,5	121,4
EBITDA (mil.)	78,1	183,6	272,0	29 461	28 501	27 705	37 539	50 157	66 255	40,7	41,6
EBIT (mil.)	52,6	148,7	236,9	8 616	9 432	10 130	19 155	29 420	42 354	30,8	30,8
Čistý zisk (mil.)	42,6	84,3	146,4	5 867	6 249	7 346	13 059	21 452	29 879	26,6	16,3
Zisk na akcii (x)	1,0	2,1	3,6	18,2	19,4	22,8	22,1	36,2	50,5	2,9	1,8
Dividenda (x)	0	0	0	17,0	45,0	0	9,0	17,0	19,0	--	--
Marže EBITDA (%)	19,5%	29,4%	37,0%	47,7%	46,6%	45,3%	37,5%	40,1%	44,5%	37,2%	34,3%
Marže EBIT (%)	13,1%	23,8%	32,2%	13,9%	15,4%	16,6%	19,1%	23,5%	28,5%	28,1%	25,4%
P/E	87,3	41,6	24,3	--	27,8	23,6	--	26,0	18,6	9,0	14,6
EV/EBITDA	48,0	20,8	13,6	--	--	6,8	--	12,1	8,8	--	--

Philip Morris CR (Kč, IFRS, konsolid.)

Unipetrol (Kč, IFRS, konsolidováno)

Zentiva (Kč, IFRS, konsolidováno)

	2004	2005	2006e	2004	2005	2006e	2004	2005	2006e
Tržby (mil.)	12 223	11 790	9 867	86 251	80 946	93 926	10 674	11 839	14 968
EBITDA (mil.)	5 278	4 348	3 195	11 804	9 051	8 974	3 092	3 240	4 455
EBIT (mil.)	4 866	3 790	2 813	5 806	5 279	5 014	2 531	2 578	3 374
Čistý zisk (mil.)	4 410	2 730	2 135	3 634	3 429	1 439	1 613	1 878	2 255
Zisk na akcii (x)	1 606	994	778	20,04	18,9	7,9	42,3	49,2	59,1
Dividenda (x)	1 606	1 606	1 112	0	0	0	8,0	--	--
Marže EBITDA (%)	43,2%	36,9%	32,4%	13,7%	11,2%	9,6%	29,0%	27,4%	29,8%
Marže EBIT (%)	39,8%	32,1%	28,5%	6,7%	6,5%	5,3%	23,7%	21,8%	22,5%
P/E	7,2	11,6	14,8	12,2	13,0	30,9	30,9	26,6	22,1
EV/EBITDA	6,0	5,5	7,2	5,1	--	4,8	16,1	16,0	--

Erste Bank (EUR, IFRS, konsolid.)

Komerční banka (Kč, IFRS, konsolid.)

	2004	2005	3Q 2006e	2004	2005	3Q 2006e
Celková aktiva (mil.)	139 812	152 660	162 569	448 294	493 738	511 729
Čisté provoz.výnosy (mil.)	4 049,0	4 329	3 511	22 717	23 409	18 350
Provozní zisk (mil.)	1 454,1	1 653	1 399	10 929	11 798	9 855
Čistý zisk (mil.)	520,8	712	649	9 299	9 148	6 313
Zisk na akcii (x)	1,70	2,32	2,12	244,6	240,7	166,1
Dividenda (x)	0,38	0,5	0,55	200	100	250
Čistá úroková marže	2,18%	2,08%	2,08%	3,0%	3,1%	3,2%
ROE	17,0%	19,0%	13,0%	22,1%	19,5%	14,8%
P/E	35,6	26,1	28,6	13,4	13,6	19,7
P/BV	5,4	4,5	2,7	2,8	2,5	2,4

Orco (EUR, IFRS, konsolidováno)

ECM (EUR, IFRS, konsolidováno)

	2004	2005	2006e	2004	2005	2006e
Tržby (mil.)	70,7	51,3	151,0	92,0	9,3	--
EBITDA (mil.)	36,0	79,0	106,5	8,4	31,2	--
EBIT (mil.)	31,2	76,9	103,5	7,7	30,4	--
Čistý zisk (mil.)	18,7	56,3	69,4	3,5	20,7	--
Zisk na akcii (x) (ředěný)	2,62	7,87	9,71	0,91	5,36	#HODNOTA!
Dividenda (x)	0,4	0,5	0,8	--	--	--
Marže EBITDA (%)	50,9%	154%	71%	9,1%	335%	#HODNOTA!
Marže EBIT (%)	44,1%	150%	69%	8,4%	327%	#HODNOTA!
NAV / akcii (€)	34,6	49,7	92,0	--	--	--
Cena / NAV	3,50	2,44	1,32	#HODNOTA!	#HODNOTA!	#HODNOTA!

STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Ján Hájek, CFA, t:224 995 324, janhajek@csas.cz

Nové konsenzuální odhady pro rok 2008 v tabulkové části pro střední a východní Evropu

V tomto čísle měsíční akciové strategie jsme posunuli sledované období o jeden rok, tj. nově budeme sledovat vývoj analytických odhadů pro rok 2007 a 2008. V průběhu února začíná výsledková sezóna za rok 2006 a lze předpokládat, že výsledky za tento rok už nebudou mít až takový vliv na pohyb akciových kurzů a mnohem větší váhu při rozhodování investorů budou mít prognózy managementů a odhady analytiků pro další dva roky. Ještě než dojde k oznámení loňských výsledků (a tudíž i pevnému nastavení výchozí srovnávací úrovně = rok 2006, pro výpočty v našich tabulkách), můžeme se podívat na největší rozdíly v očekávané fundamentální výkonnosti jednotlivých trhů a akcií. V následující tabulce naleznete srovnání očekávaných průměrných ročních růstů EPS pro období 2005-07 a 2006-08. Je zřejmé, že u všech trhů jsou aktuální očekávání průměrného růstu EPS pro roky 2006-08 nižší než v současném dvouletém cyklu 2005-07, což lze vysvětlit hlavně tím, že analytici jsou při stanovování svých prvních odhadů zpravidla konzervativní. V současném cyklu 2005-07 už analytici měli příležitost zvýšit své odhady pro rok 2007 s tím jak společnosti prezentovali lepší než očekávané výsledky v průběhu roku 2006, zatímco v případě nového cyklu 2006-08 dobré výsledky za rok 2006 spíše zvyšují počáteční srovnávací úroveň.

Tabulka: Srovnání očekávaných průměrných ročních růstů EPS jednotlivých trhů.

	P/E		prům. roční růst EPS	
	P/E07e	P/E08e	2005/07	2006/08
Česká republika	15,5	13,5	24,8%	16,8%
Maďarsko	10,9	10,2	4,1%	1,7%
Polsko	15,6	15,1	9,5%	5,3%
Rusko	11,6	11,1	14,2%	4,2%
Turecko	10,9	9,2	33,8%	17,1%

Zdroj: Bloomberg, Thomson Financials, analýza ČS

Při pohledu na jednotlivé společnosti stojí za to se zastavit u dvou skupin: u společností u kterých se v letech 2006-08 očekává výrazný růst ziskovosti (tj. v odhadech je již zakomponované výrazně pozitivní očekávání ohledně budoucí ziskovosti), resp. u společností, u kterých se očekává pokles, příp. nízký růst ziskovosti (velmi nízké očekávání). Ačkoliv není pravidlem, že by společnosti, u kterých se očekává výrazný nárůst ziskovosti, nemohli tato očekávání ještě překonat, má druhá skupina akcií přece jenom jistou výhodu v nastavení nízké laťky. Je však nutné míru očekávání srovnávat také s úrovní relativního ocenění. V následujících dvou tabulkách naleznete společnosti s nejvyšším, resp. nejnižším očekávaným průměrným růstem EPS v letech 2006-08.

Tabulka: Společnosti s nejvyšším očekávaným průměrným růstem EPS v letech 2006-08.

	P/E		prům. roční růst EPS	
	P/E07e	P/E08e	2005/07	2006/08
CME	31,1	21,1	58,3%	115,7%
Tofas	28,4	9,6	-15,3%	108,2%
Dogan Yayin	23,4	22,3	233,3%	76,8%
Agora	33,5	30,8	-26,0%	64,7%
PBG	43,0	29,5	40,7%	52,5%
Opoczno	14,5	12,1	29,5%	47,9%
Vestel Elek	6,0	4,7	9,4%	41,1%
Yapi Kredi Bank	11,1	8,2	n.m	37,5%

Zdroj: Bloomberg, Thomson Financials, analýza ČS

Tabulka: Společnosti s nejnižším očekávaným průměrným růstem EPS v letech 2006-08.

	P/E		prům. roční růst EPS	
	P/E07e	P/E08e	2005/07	2006/08
Aksa	33,5	10,7	n.m.	-34,4%
KGHM	5,5	7,3	19,6%	-19,7%
Grupa Lotos	9,2	11,0	-27,2%	-19,0%
Severstal	9,0	9,9	-22,0%	-10,5%
Norilsk Nickel	7,3	9,0	49,2%	-9,8%
Novolipetsk	10,4	10,5	4,1%	-9,5%
MOL	9,0	9,3	-2,3%	-9,1%
Philip Morris	16,8	17,0	-17,0%	-6,5%

Zdroj: Bloomberg, Thomson Financials, analýza ČS

Poslední dva statické „screeningy“ nových dat, které vám v tomto měsíčníku nabídnu, jsou následující dvě tabulky se společnostmi s nejvyšší, resp. nejnižší úrovní očekávaného relativního ocenění P/E pro rok 2008.

Tabulka: Společnosti s nejnižším očekávaným průměrným růstem EPS v letech 2006-08

	P/E		prům. roční růst EPS	
	P/E07e	P/E08e	2005/07	2006/08
Netia	61,3	32,7	-28,4%	n.m.
Agora	33,5	30,8	-26,0%	64,7%
PBG	43,0	29,5	40,7%	52,5%
UES	34,2	28,2	-5,9%	21,3%
TVN	30,0	23,8	18,3%	26,3%
Dogan Yayin	23,4	22,3	233,3%	76,8%
Softbank	21,7	21,6	31,6%	8,1%
CME	31,1	21,1	58,3%	115,7%

Zdroj: Bloomberg, Thomson Financials, analýza ČS

Tabulka: Společnosti s nejvyšším očekávaným průměrným růstem EPS v letech 2006-08

	P/E		prům. roční růst EPS	
	P/E07e	P/E08e	2005/07	2006/08
Vestel Elek	6,0	4,7	9,4%	41,1%
Petrol Ofisi	7,0	6,1	17,9%	31,7%
Tupras	7,6	6,8	15,8%	10,6%
KGHM	5,5	7,3	19,6%	-19,7%
Eregli Demir	14,6	7,6	91,3%	17,6%
Koc Holdings	9,0	7,6	16,9%	31,4%
Cimsa Cimento	8,9	7,7	8,9%	10,6%
Turk Sise Cam	10,2	7,7	n.m	20,3%

Zdroj: Bloomberg, Thomson Financials, analýza ČS

Důležité upozornění: Ján Hájek, CFA má hlavní pracovní úvazek jako investiční manažer v Investiční společnosti České spořitelny, která je dceřinou společností České spořitelny. Tento komentář, ani žádná jeho část, ani přímo, ani nepřímo nedává konkrétní investiční doporučení pro jednotlivé akcie nebo jednotlivé akciové trhy.

Tabulková část – Česká republika, Maďarsko a zahraniční akcie s duálním listingem

Země	Akcie	Poslední kurz	Konsensuální odhady I/B/E/S								Oček. růst	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS07		
			EPS 06	EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08	Změna za 1M	P/E 08	EPS 06/08	Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.	
Česká republika	Telefonica O2 CR	544.5	26.1	29.4	-0.3%	18.6	31.8	1.7%	17.1	10.4%	41.5%	-0.6%	11%	22.9	33.0	
	ČEZ	946.0	47.3	60.8	1.5%	15.6	72.0	3.9%	13.1	23.4%	83.4%	-6.6%	6%	52.6	65.7	
	Komerční banka	3314	238.2	263.6	0.5%	12.6	285.6	0.8%	11.6	9.5%	22.2%	-9.6%	5%	238.2	284.7	
	Philip Morris CR	11510	773.7	686.1	0.0%	16.8	675.9	0.0%	17.0	-6.5%	32.9%	-38.4%	11%	634.0	738.2	
	Unipetrol	247.5	20.4	21.1	-3.2%	11.8	22.8	0.6%	10.9	5.8%	70.7%	-17.2%	18%	16.3	25.2	
	Zentiva	1314.0	58.0	71.3	-0.9%	18.4	85.5	-1.0%	15.4	21.3%	64.0%	-4.1%	5%	67.8	76.6	
						15.5			13.5	16.8%						
Maďarsko	Borsodchem	2935	202	247	1.9%	11.9	259	0.0%	11.3	13.2%	43.2%	-1.8%	9%	223.3	269.1	
	Egis	24425	2050	2005	-0.3%	12.2	2191	-6.6%	11.1	3.4%	15.1%	-31.2%	8%	1687.4	2177.0	
	FHB	2000	123	124	0.0%	16.2	139	0.0%	14.3	6.6%	135.3%	-4.8%	17%	105.1	157.2	
	Gedeon Richter	39300	2778	2592	-6.0%	15.2	2967	-6.6%	13.2	3.3%	14.7%	-22.6%	11%	2059.3	2914.7	
	Magyar Telecom	995	76	80	0.2%	12.4	92	-0.7%	10.9	9.5%	31.4%	-7.3%	13%	66.2	93.2	
	MOL	20620	2685	2297	-5.1%	9.0	2218	-3.7%	9.3	-9.1%	16.5%	-22.7%	4%	1734.9	2834.1	
	OTP	8645	700	780	0.8%	11.1	873	1.3%	9.9	11.7%	68.8%	-4.8%	9%	739.0	839.3	
						10.9			10.2	1.7%						
duální listing	Bank Austria	130.5	8.35	8.82	0.0%	14.8	9.76	0.0%	13.4	8.1%	44.5%	-4.0%	5%	8.54	9.30	
	Erste Bank	60.19	2.95	3.83	0.2%	15.7	4.65	0.2%	12.9	25.5%	54.1%	-1.8%	6%	3.61	4.64	
	Raiffeisen Bank	119.2	4.05	5.51	1.2%	21.6	7.00	4.9%	17.0	31.4%	115.2%	-1.1%	9%	4.73	6.69	
	Orco Property Group	121.7	12.21	12.46	0.0%	9.8	14.32	12.1%	8.5	8.3%	71.5%	-0.2%	n.m.	12.46	12.46	
	Central European Media Ent	86.61	0.89	2.78	0.2%	31.1	4.10	-1.3%	21.1	115.1%	68.8%	-4.2%	15%	2.22	3.45	
	Central Eur. Distribution Co.	29.37	1.28	1.66	-1.0%	17.7	2.27	-5.4%	12.9	33.0%	55.5%	-5.2%	6%	1.57	1.77	

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

Tabulková část – Polsko a Rusko

Země	Akcie	Poslední kurz	Konsensuální odhady I/B/E/S								Oček. růst EPS 06/08	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS07		
			EPS 06	EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08	Změna za 1M	P/E 08	Minimu		Maximu	SD	Min.	Max.	
Polsko	Agora	40.96	0.49	1.22	-0.2%	33.5	1.33	1.5%	30.8	64.7%	49.5%	-35.5%	21%	0.79	1.65	
	Bank BPH	1070.00	43.71	48.34	-2.6%	22.1	54.00	-6.8%	19.8	11.2%	80.7%	-2.3%	14%	35.94	55.37	
	Bank Pekao	268.00	10.46	11.81	1.4%	22.7	13.12	0.4%	20.4	12.0%	73.5%	0.0%	6%	10.58	12.89	
	BZ WBK	265.00	10.25	11.81	4.5%	22.4	13.12	3.7%	20.2	13.1%	86.6%	-2.6%	6%	10.93	12.94	
	BRE Bank	415.20	13.43	20.05	5.4%	20.7	20.51	2.3%	20.2	23.6%	161.1%	-2.3%	12%	18.19	24.80	
	Computerland	122.10	5.40	6.50	0.0%	18.8	7.26	9.7%	16.8	15.9%	37.8%	-5.0%	24%	5.03	8.51	
	Echo Investment	117.00	7.01	7.51	0.0%	15.6	8.22	0.0%	14.2	8.3%	153.0%	-1.6%	n.m.	7.51	7.51	
	GTC	49.50	3.14	4.14	1.9%	11.9	4.94	-15.9%	10.0	25.4%	141.5%	-9.6%	9%	3.70	4.58	
	Grupa Ketr	196.00	9.78	11.80	0.6%	16.6	13.33	2.0%	14.7	16.8%	75.0%	-4.9%	4%	11.00	12.15	
	Grupa Lotos	46.20	6.39	5.02	-3.6%	9.2	4.20	-1.1%	11.0	-19.0%	17.0%	-22.9%	19%	3.52	6.26	
	KGHM	89.25	18.94	16.36	-10.2%	5.5	12.20	1.3%	7.3	-19.7%	34.0%	-34.9%	19%	11.38	20.55	
	LPP	919.00	26.64	40.66	0.0%	22.6	50.16	0.0%	18.3	37.2%	93.5%	-0.6%	9%	36.98	44.13	
	Netia	4.90	0.00	0.08	0.0%	61.3	0.15	-350.0%	32.7	#DIV/0!	19.5%	-15.5%	n.m.	0.08	0.08	
	Opoczno	44.00	1.67	3.03	8.3%	14.5	3.64	0.0%	12.1	47.9%	61.8%	-7.4%	30%	1.86	3.80	
	Orbis	81.20	1.64	1.90	0.0%	42.7	2.60	0.0%	31.2	25.9%	126.8%	-7.8%	20%	1.47	2.14	
	PBG	297.00	4.32	6.90	16.1%	43.0	10.06	17.7%	29.5	52.5%	187.3%	-1.3%	4%	6.73	7.08	
	PGNiG	4.02	0.20	0.24	1.4%	16.9	0.27	3.2%	14.9	16.3%	29.3%	-2.7%	21%	0.19	0.33	
	PGF	76.00	5.16	5.36	0.0%	14.2	5.95	0.0%	12.8	7.4%	30.4%	-15.6%	0%	5.35	5.37	
	PKN	47.89	5.82	5.55	-3.5%	8.6	5.66	-1.4%	8.5	-1.4%	9.6%	-29.1%	14%	4.33	6.51	
	PKO BP	48.15	2.05	2.30	1.4%	20.9	2.61	2.3%	18.4	13.0%	52.4%	-3.0%	5%	2.12	2.47	
Prokom	169.70	7.45	8.59	-8.7%	19.8	9.10	-0.4%	18.6	10.6%	43.8%	-5.4%	17%	6.96	9.79		
Softbank	63.05	2.50	2.90	-6.2%	21.7	2.92	-5.1%	21.6	8.1%	85.4%	-9.9%	17%	2.33	3.49		
TPSA	26.23	1.50	1.81	-1.7%	14.5	1.88	-2.1%	13.9	12.2%	49.0%	-3.4%	10%	1.60	2.14		
TVN	26.95	0.71	0.90	-0.8%	30.0	1.13	-1.9%	23.8	26.3%	65.3%	-8.0%	20%	0.64	1.05		
						15.6			15.1	5.3%						
Rusko	Baltika Brewery	46.00	2.26	3.15	2.0%	14.6	3.54	2.0%	13.0	25.0%	36.9%	0.0%	18%	2.31	3.66	
	Cherepovets Severstal	12.80	1.62	1.42	-0.3%	9.0	1.30	11.0%	9.9	-10.5%	28.6%	-12.0%	15%	1.06	1.82	
	Evraz Group	29.77	3.44	3.24	-4.4%	9.2	2.83	0.0%	10.5	-9.4%	56.7%	-0.8%	23%	2.00	3.76	
	Gazprom	43.80	0.89	0.97	4.6%	11.3	1.08	6.6%	10.2	10.3%	35.4%	-18.3%	16%	0.64	1.23	
	Lukoil	83.20	8.83	8.55	-1.0%	9.7	8.31	0.5%	10.0	-3.0%	34.4%	-13.3%	8%	7.63	9.59	
	Norilsk Nickel	183.00	24.90	25.23	10.3%	7.3	20.26	10.8%	9.0	-9.8%	123.2%	0.0%	23%	15.61	35.50	
	MTS	55.26	3.31	4.22	-0.2%	13.1	4.62	0.1%	12.0	18.1%	112.5%	-5.5%	15%	2.93	4.98	
	Novatek	5.80	0.21	0.25	0.0%	23.0	0.35	4.1%	16.7	28.8%	100.0%	-12.8%	1%	0.25	0.26	
	Novolipetsk	2.60	0.30	0.25	0.0%	10.4	0.25	0.0%	10.5	-9.5%	46.9%	0.0%	17%	0.18	0.30	
	Rostelcom	8.06	0.16	0.17	0.0%	48.8	0.17	0.0%	46.8	2.1%	250.4%	-0.7%	23%	0.08	0.20	
	Seventh Continent	26.00	0.93	1.19	14.0%	21.9	1.31	0.1%	19.8	19.1%	48.6%	-4.4%	29%	0.85	1.82	
	Suratneftegaz	1.28	0.13	0.12	-10.7%	11.0	0.12	-10.4%	10.6	-4.3%	20.3%	-31.1%	41%	0.06	0.22	
	Tatneft	4.45	0.53	0.55	-0.9%	8.1	0.49	-6.9%	9.0	-3.6%	27.1%	-30.5%	15%	0.47	0.70	
	Unified Energy	1.21	0.03	0.04	0.0%	34.2	0.04	0.0%	28.2	21.3%	152.5%	0.0%	47%	0.01	0.06	
	Vimpelcom	87.48	4.23	5.72	6.0%	15.3	6.56	2.1%	13.3	24.6%	133.3%	-1.3%	10%	4.91	6.52	
						11.6			11.1	4.2%						

Tabulková část – Turecko

Země	Akcie	Poslední kurz	Konsensuální odhady I/B/E/S							Oček. růst EPS 06/08	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS07		
			EPS 06	EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08	Změna za 1M	P/E 08		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Turecko	Acibadem Saalik	14.50	0.28	0.39	-9.1%	36.7	NA				23.9%	-19.4%	30%	0.31	0.48
	Adana Cimento	8.60	1.04	1.03	-9.4%	8.4	1.10	0.0%	7.8	3.0%	77.1%	-6.6%	11%	0.85	1.14
	Akbank	9.50	0.73	0.89	-2.5%	10.6	1.09	-4.1%	8.7	22.4%	71.2%	-15.9%	12%	0.73	1.03
	Akcansa Cimento	9.20	0.84	0.78	1.3%	11.8	0.94	1.0%	9.8	6.2%	93.3%	-17.9%	14%	0.63	1.00
	Aksa	3.82	0.83	0.11	-40.6%	33.5	0.36	40.2%	10.7	-34.4%	81.0%	-12.1%	n.m.	0.34	0.34
	Aksiortta	5.95	0.28	0.33	0.4%	17.9	0.37	1.0%	16.2	14.8%	69.0%	-21.7%	20%	0.24	0.43
	Anadolu Cam	5.95	0.40	0.41	-1.9%	14.7	0.57	0.0%	10.4	20.1%	43.0%	-16.2%	22%	0.31	0.57
	Anadolu Efes	46.25	2.58	2.98	-1.5%	15.5	3.17	-0.8%	14.6	10.8%	44.5%	-9.8%	8%	2.52	3.40
	Arcelik	9.70	1.03	1.00	-4.0%	9.7	1.14	-3.2%	8.5	4.9%	25.2%	-26.5%	16%	0.73	1.21
	Beko Elektronik	1.89	-0.35	-0.03	37.7%	-60.8	0.15	0.0%	12.6	#NUM!	11.8%	-40.2%	-553%	-0.34	0.17
	Brisa Bridgestone	90.50	5.83	7.39	-2.6%	12.3	NA				81.0%	-17.0%	37%	5.43	9.34
	Cimsa Cimento	9.45	1.00	1.07	-0.9%	8.9	1.22	-1.5%	7.7	10.6%	70.3%	-19.9%	4%	1.01	1.12
	Denizbank	12.80	0.94	0.93	-0.1%	13.7	0.94	0.0%	13.6	0.0%	28.0%	-20.0%	12%	0.79	1.10
	Doqan Yavin	5.20	0.07	0.22	0.2%	23.4	0.23	0.0%	22.3	76.8%	30.0%	-33.8%	25%	0.17	0.30
	Eczacibasi Ilac	5.35	0.25	0.33	0.0%	16.2	0.37	0.0%	14.3	21.4%	102.7%	-4.5%	n.m.	0.33	0.33
	Enka Insaat	15.40	1.00	1.14	0.7%	13.5	1.17	4.8%	13.2	8.4%	93.7%	-4.3%	34%	0.94	2.09
	Eregli Demir	10.70	1.02	0.73	1.5%	14.6	1.42	-9.8%	7.6	17.6%	72.6%	-3.6%	45%	0.22	1.02
	Finansbank	5.00	0.63	0.56	-1.0%	9.0	0.64	0.1%	7.9	0.6%	7.9%	-21.2%	19%	0.44	0.76
	Ford Otomotiv	13.50	1.30	1.31	4.2%	10.3	1.53	11.2%	8.8	8.3%	58.8%	-4.9%	20%	0.92	1.86
	Fortis Bank	2.16	0.12	0.16	-7.3%	13.5	0.22	-9.5%	9.6	39.3%	79.2%	-28.0%	29%	0.13	0.21
	Sabancı Holdingas	6.05	0.41	0.54	0.4%	11.3	0.61	0.1%	9.9	22.3%	61.8%	-16.7%	17%	0.41	0.68
	Hurrivet	4.50	0.29	0.29	-5.4%	15.5	0.34	-1.8%	13.4	7.1%	75.8%	-24.4%	15%	0.22	0.37
	KOC Holdingas	6.25	0.48	0.70	-5.9%	9.0	0.83	-1.9%	7.6	31.4%	44.0%	-17.7%	32%	0.32	1.00
	Migros	18.00	0.63	0.99	4.9%	18.3	1.10	2.5%	16.3	32.4%	74.8%	-7.7%	16%	0.71	1.14
	Petrol Ofisi	5.04	0.48	0.72	-7.8%	7.0	0.83	-3.9%	6.1	31.7%	25.4%	-44.3%	38%	0.32	1.30
	Tofas	5.70	0.14	0.20	1.5%	28.4	0.59	1.2%	9.6	108.2%	111.1%	-7.3%	38%	0.09	0.37
	Trakya Cam	4.32	0.44	0.40	-4.6%	10.8	0.51	7.2%	8.5	6.7%	48.8%	-15.0%	19%	0.27	0.53
	Tupras	26.75	3.22	3.53	-0.1%	7.6	3.94	-0.6%	6.8	10.6%	20.5%	-15.1%	11%	3.11	4.47
	Turk Demir Dokum	11.80	1.18	1.37	4.7%	8.6	1.48	0.0%	8.0	12.2%	24.2%	-17.5%	11%	1.20	1.55
	Turk Economi Bankasi	18.30	1.66	1.84	-8.6%	9.9	2.28	-16.3%	8.0	17.2%	74.3%	-23.7%	7%	1.70	2.00
	Turkcell	7.75	0.69	0.75	-5.3%	10.3	0.96	-3.1%	8.1	18.2%	46.2%	-12.0%	49%	0.53	1.69
	Turkive Garanti	5.70	0.51	0.58	-1.3%	9.8	0.68	-3.8%	8.4	15.5%	67.6%	-8.8%	7%	0.51	0.63
	Isbank	7.20	0.55	0.68	-2.5%	10.7	0.71	-6.3%	10.1	13.7%	60.0%	-23.1%	19%	0.53	0.97
	Turk Sise Cam	5.70	0.51	0.56	-0.9%	10.2	0.74	-4.6%	7.7	20.3%	63.8%	-13.6%	15%	0.45	0.67
	Vakifbank	3.88	0.33	0.40	-6.7%	9.8	0.46	-7.9%	8.5	18.3%	48.7%	-17.6%	11%	0.34	0.49
	Vestel Elek	3.76	0.41	0.62	1.0%	6.0	0.81	3.8%	4.7	41.1%	32.4%	-37.3%	20%	0.48	0.78
	Yapi Kredi Bank	2.98	0.19	0.27	-2.0%	11.1	0.36	0.0%	8.2	37.5%	49.7%	-12.9%	22%	0.21	0.35
						10.9			9.2	17.1%					

KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

	Společnost	Událost
ÚNOR 2007		
22.2.	Telefónica O2 ČR	Výsledky za rok 2006
22.2.	ČEZ	Výsledky za rok 2006 (předběžný termín)
28.2.	ČEZ	Nekonsolidované a konsolidované výsledky 1Y/2006
28.2.	KB	Nekonsolidované a konsolidované výsledky 1Y/2006
28.2.	Erste Bank	Předběžné výsledky za 1Y/2006
BŘEZEN 2007		
1.3.	Unipetrol	Konsolidované a nekonsolidované výsledky 4Q 2006
5.3.	Zentiva	Předběžné výsledky za rok 2006
23.3.	Erste Bank	Výroční zpráva 2006
29.3.	Orco	Výsledky za rok 2006

DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ

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

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

Stupeň investičního doporučení u akciových titulů. Cílové ceny pro 12-měsíční horizont 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 společností, které vycházejí nepravidelně a odrážejí aktuální dění v daném oboru nebo pokrývané společnosti. Přehled vydaných investičních doporučení za uplynulých 12 měsíců shrnuje tabulka 1.

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

ČEZ			Zentiva		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
22.11.06	989	držet	7.11.06	1 460	akumulovat
18.10.06	989	koupit	10.8.06	1 390	akumulovat
1.8.06	962	koupit	12.5.06	1 410	akumulovat
29.5.06	962	koupit	20.3.06	1 390	akumulovat
3.2.06	893	koupit	14.11.05	1 315	akumulovat
6.12.05	873	akumulovat	5.10.05	1 270	akumulovat

Česky Telecom			Unipetrol		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
25.9.06	550	koupit	20.11.06	262	koupit
4.5.06	608	koupit	10.7.06	251	koupit
16.9.05	496	akumulovat	22.2.06	261	prodat

Komerční banka			Orco		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení
27.3.06	3 800	akumulovat	21.4.06	109	akumulovat

CME		
Datum	Cílová cena (USD)	Doporučení
31.1.07	98	akumulovat
3.2.06	68	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 uzavřeno jinou smlouvu o poskytování investičních služeb
(7) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřeno dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení.

Emitent	Sřet zájmu (uvedte zde číselné označení příslušného typu střetu zájmu)
CETV	4, 5
ČEZ	4, 6
Komerční banka	4
ORCO	4, 5
Philip Morris ČR	4
Teléfonica O2 Czech Republic	4
Unipetrol	4
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 (SPAD7).

Tabulka 3

	SPAD7	SPAD7 se vztahem k EBG
Kupovat	29%	0%
Akumulovat	57%	67%
Držet	14%	33%
Redukovat	0%	0%
Prodávat	0%	0%

KONTAKTY[HTTP://WWW.CSAS.CZ/ANALZYA](http://www.csas.cz/analzya)

Odbor Ekonomické a strategické analýzy			
Ředitel odboru, investiční strategie	Viktor Kotlán	+420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
Sazby, měna a makro (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Sazby, měna a makro (ČR)	David Navrátil	+420/224 995 439	dnavrati@csas.cz
Sazby, měna a makro (Střední Evropa)	Mária Fehérová	+420/224 995 232	mfehérova@csas.cz
Sazby, měna a makro (svět)	Mártin Lobotka	+420/224 995 192	mlobotka@csas.cz
Analýza akcií (ČR)	Jakub Židoň	+420/224 995 340	jzidon@csas.cz
Analýza akcií (ČR)	Petr Bártek	+420/224 995 227	pbartek@csas.cz
Analýza akcií (ČR)	Radim Kramule	+420/224 995 213	rkramule@csas.cz
Analýza akcií (svět)	Jan Hájek	+420/224 995 324	janhajek@csas.cz
<hr/>			
Úsek Treasury			
Ředitel úseku	Pavel Kráčmar	+420/224 995 889	pkracmar@csas.cz
<hr/>			
Odbor Obchodování			
Ředitel odboru	Robert Novotný	+420/224 995 148	movotny@csas.cz
Devizové trhy	<u>Jan Strakoš</u>	+420/224 995 579	jstrakos@csas.cz
	Viktor Mikulecký	+420/224 995 586	vmikulecky@csas.cz
	Adam Vencel	+420/224 995 580	avencel@csas.cz
Peněžní trhy	Marek Ratkovský	+420/224 995 451	mratkovsky@csas.cz
	Jaroslav Jiskra	+420/224 995 576	jjiskra@csas.cz
Dluhopisy a úrokové deriváty	Elena Stupková	+420/224 995 574	estupkova@csas.cz
	<u>Radek Prokop</u>	+420/224 995 570	rprokop@csas.cz
	David Sládeček	+420/224 995 570	dsladecsek@csas.cz
	Petr Kašpar	+420/224 995 139	pkaspar@csas.cz
Obchodování na vlastní účet	<u>Jan Došek</u>	+420/224 995 450	jdosek@csas.cz
	Dušan Vaškovic	+420/224 995 417	dvaskovic@csas.cz
	Petr Šolín	+420/224 995 840	psolin@csas.cz
	Martin Urban	+420/224 995 554	murban@csas.cz
<hr/>			
Odbor Kapitálové trhy a finanční instituce			
Ředitel odboru	Jan Brabec	+420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
	Jana Daňková	+420/224 995 128	jandankova@csas.cz
	Pavel Bříza	+420/224 995 176	pbriza@csas.cz
	Karin Minichbauer	+420/224 995 106	kminichbauer@csas.cz
	Markéta Muhlhoferová	+420/224 995 204	mmuhlhoferova@csas.cz
	Petr Musil	+420/224 995 102	pmusil@csas.cz
	Alice Racková	+420/224 995 197	arackova@csas.cz
<hr/>			
Úsek Prodej produktů FT			
Ředitel úseku	Petr Witowski	+420/224 995 800	pwitowski@csas.cz
Co-head Corporate Finance services	Jiří Hrbáček	+420/224 995 836	jhrbacek@csas.cz
<hr/>			
Odbor Prodej produktů Treasury			
Ředitel odboru	Libor Vošický	+420/224 995 592	lvosicky@csas.cz
Large Corporations & Financial institutions	<u>Zuzana Rezková</u>	+420/224 995 573	zrezkova@csas.cz
	Tomáš Píček	+420/224 995 511	tpicek@csas.cz
	Vít Horník	+420/224 995 530	vhornik@csas.cz
SME	Petra Gorgošová	+420/224 995 503	pgorgosova@csas.cz
	Lukáš Macháček	+420/224 995 500	lmachacek@csas.cz
	Richard Matyščák	+420/224 995 575	rmatyscak@csas.cz
	Tomáš Vender	+420/224 995 584	tvender@csas.cz
<hr/>			
Odbor Prodej produktů kapitálového trhu			
Ředitel odboru	Pavel Křivonožka	+420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz
Akcie	<u>Michal Března</u>	+420/224 995 523	mbrezna@csas.cz
	Pavel Krabička	+420/224 995 411	pkrabicka@csas.cz
	Michal Řízek	+420/224 995 537	mrizek@csas.cz
	Jiří Šmehlík	+420/224 995 510	jsmehlik@csas.cz
Dluhopisy	<u>Ondřej Čech</u>	+420/224 995 577	ocech@csas.cz
	Pavel Zdichynec	+420/224 995 405	pzdichynec@csas.cz
	Milan Bartoš	+420/224 995 562	mbartos@csas.cz
<hr/>			
Odbor správa aktiv			
Ředitel odboru	Daniel Drahotský	+420/224 995 178	ddrahotsky@csas.cz
	Petr Holeček	+420/224 995 453	pholecek@csas.cz
	Martin Řezáč	+420/224 995 936	marezac@csas.cz
	Marcel Kostovski	+420/224 995 358	mkostovski@csas.cz
	Tomáš Kroužel	+420/224 995 935	tkrouzel@csas.cz
<hr/>			
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 ropa, plyn	Tamás Pletser	+361 235 51 33	tpletser@erstebank.com
akcie – sektor bankovníctví	Guenther Hohberger	+43 501 00 173 54	guenther.hohberger@erstebank.at
akcie – sektor bankovníctví	Angelika Zwerez	+43 501 00 119 03	angelika.zwerez@erstebank.at
akcie – sektor telekomunikace	Andras Szalkai	+361 235 5134	andras.szalkai@erstebank.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+420 224 995 940	urbankovav@erstebank.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 pojišťovnictví	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	christoph.schultes@erstebank.at
<hr/>			
Brokerjet	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	www.brokerjet.cz