

Jakub Židoň, tel: 224 995 340, jzidon@csas.cz; Petr Bártek, tel: 224 995 227, pbartek@csas.cz;
Radim Kramule, tel 224 995 213, Ján Hájek, CFA, tel: 224 995 324

10.5.2007

Český akciový trh

- Nová cílová cena u společnosti Komerční Banka
- Pohled na tržní prostředí cigaret v ČR ve vztahu k PM ČR
- CME zveřejnilo výsledky za Q1 2007

Zahraniční akcie

- Agora, polská hvězda v českých očích

| Akcie | Kurz (Kč) 30.4.2007 | Roční cílová cena (Kč) | Investiční doporučení (datum zveřejnění) | Oček. výnos p.a. | Komentář |
|--|------------------------|---------------------------------|---|------------------------|--|
| Investiční doporučení pro český akciový trh | | | | | |
| CME | 1 874 | 97,8 USD | akumulovat (31.1.07) | 10.4% | Výsledky za Q1 2007 pod očekáváním trhu (především kvůli operacím na Ukrajině), ale zveřejněné celoroční prognózy dávají jasný signál, že i v letošním roce si společnost připsá dvouciferný růst svých výsledků. |
| ČEZ | 1 010 | 989 | Držet (22.11.06) | -3.7% | Stát sice ještě nezačal privatizovat, ale ČEZ již svoje akcie nakupuje, což si odsouhlasil na VH. Tam se také projednávala navržená 20Kč dividenda, která implikuje dividendový výnos 2%. A to není mnoho. Vzhledem k tomu, že akvizičních příležitostí bude v budoucnu ubývat, můžeme se postupem času dočkat i mnohem vyšších dividendových výnosů. |
| Telefónica O2 CR | 619.4 | 600 | držet (8.3.07) | -3.7% | Čtvrtletní čísla TO2 potvrdily očekávání dále rostoucího mobilního segmentu, potěšila alespoň stagnace tržeb u pevných linek. Náklady byly zasaženy rozjezdem sítě na Slovensku méně než jsme čekali. I přes dobré výsledky je TO2 nyní oceněna výrazně nad úroveň konkurence, takže potenciál vidíme spíše omezený... |
| Komerční banka | 3 879 | 4 400 | akumulovat (5.5.07) | 13.2% | V květnu jsme zvýšili cílovou pro KB na 4400 Kč a ponechali doporučení akumulovat. Na základě oborového srovnání je KB s P/BV 07e na úrovni 2,6 obchodována s přibližně 30% diskontem vůči průměru (4,2). Diskont je částečně důsledkem výrazně nižšího očekávaného růstu zisku, nicméně si nemyslíme, že je tak velký diskont ospravedlnitelný. |
| Orco | 3 463 | 3 690 | držet (28.3.07) | 7.2% | Orco v dubnu oznámilo akvizici berlínského správce komerčních nemovitostí GSG v hodnotě 400 mil. Eur (v JV s Morgan Stanley). Tato akvizice by podle našich odhadů měla přinést 20% zisk z přecenění, in-line s modelem. Firma by také měla 23. května vstoupit na WSE. Tento timing vzhledem k současnému nepovzbudivému vývoji celého evropského realitního sektoru a k mamutímu 3 mld. Eur úpisu Immoeast považujeme za nešťasný. |
| Philip Morris CR | 10 035 | --- | --- | --- | V dubnu se konala řádná VH, která nepřinesla žádná překvapení a dle očekávání akcionáři odsouhlasili navrhovanou hrubou dividendu ve výši 600 Kč na akcii. |
| Unipetrol | 235.6 | 262 | koupit (20.11.06) | 18.6% | Unipetrol zveřejnil Q1 výsledky, očekáváme meziroční růst tržeb (+16.7%) a čistého zisku (+28.3%). Výsledky by měly být pozitivně ovlivněny lepšími maržemi v petrochemii a rafinérii, nicméně negativně ovlivněny v maloobchodě. Celkově se výhled jeví pozitivní. |
| Zentiva | 1 486 | 1 650 | koupit (16.3.07) | 12.5% | Zentiva navrhla dividendu 11,5 Kč na akcii, což odpovídá výnosu cca 0,8%. To jen ukazuje, že story Zentivy je někde jinde... Od 1Q 07 výsledků (14.5.) očekáváme návrat k bezpečně dvoucifernému růstu zisku, když se poprvé plně projeví přínos akvizice rumunského Sicomedu. |
| Pegas | 820.3 | 806 | akumulovat (1.3.07) | -2.1% | Akcie Pegas zaznamenaly nebyvalý růst od svého uvedení na trh. Zdrojem růstu byl pravděpodobně nákup akcií ze strany Polského fondu ING, který nabyl ke konci dubna 5.11% této společnosti. Další prostor pro růst ceny této akcie v současné době nespátřujeme. |
| ECM | 1 902 | v revizi | v revizi | --- | První zveřejněná NAV na úrovni 52,3 Eur na akcii potvrdilo naše očekávání. Douhodobě je pozitivní potvrzená snaha firmy o větší expanzi do ruských regionů, zatímco krátkodobě pro akcii čekáme spíše negativní dopady očekávaného ředění akcií nebo probíhajícího úpisu Immoeastu. |

Poznámka: Společnost Philip Morris CR Česká spořitelna/Erste bank analyticky zatím nepokrývá. 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 v dubnu znovu na historických hodnotách

První odhad růstu HDP USA za 1. čtvrtletí 2007 naznačil znatelné zpomalení. Odhad analytiků byl na úrovni 1.8%, přičemž oficiální odhad růstu za 2007 dosáhl 1.3%. Je nutné podotknout, že je to pouze prvotní údaj a teprve revize ukáže přesnější obraz kondice americké ekonomiky. Na druhé straně v dubnu proběhla velká část výsledkové sezóny za 1Q 2007 a již více jak polovina společností ze S&P 500 své výsledky oznámila. Průměrný růst zisku S&P 500 za 1Q 2007 dosáhl 7.2%, čímž překonal odhady 6.8%. Společnosti také poskytly své odhady růstu zisku pro 2Q 2007 v průměru na 3.2%, přičemž energetické společnosti předpovídají nejhorsí výsledky (-6%) a průmyslové podniky nejlepší (13%). PX index uzavíral v dubnu na hodnotě 1806.3 a oproti březnovým 1 712.2 povyrostl o 5.50% (minulý měsíc 5,17%), přičemž od počátku roku si index PX připsal již 20.93%.

V dubnu proběhlo několik valných hromad a také rozhodné dny pro výplatu dividend – Orco, ČEZ a Philip Morris ČR se již obchodují bez nároku na dividendu za rok 2006 s tím, že VH schválily dividendy 1 EUR/akcii, 20 Kč/akcii, respektive 600 Kč/akcii. Dále je již odsouhlasena dividendy Komerční Banky ve výši 150 Kč/akcii a rozhodným dnem pro její nárok bude 25. květen.

V dubnu se příliš nedařilo realitním společnostem – ECM skončilo se ztrátou -2.6% oproti minulému měsíci a Orco -2%. Pro ECM to není až tak negativní výsledek, jelikož určitá korekce se po 21.9% růstu z března dala očekávat. Otázkou bude další vývoj těchto dvou titulů, jelikož 2. května začala rakouská developerská společnost Immoeast přijímat nabídky k upsání až 277.9mil nových akcií v očekávané hodnotě 3mld. EUR. Je to největší emise v historii této firmy a pravděpodobně i jedna z největších emisí v historii realitních firem. Lze proto očekávat, že investoři mohou preferovat novou emisi Immoeast s určitým diskontem než akcie za tržní ceny ostatních středoevropských realitních firem. Nepatrný pokles si ještě připsalo CME (-0.7%). Největšími růstovými akciemi v dubnu byly trochu překvapivě Telefónica O2 CR (13%) a Pegas Nonwovens (15.2%).

Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

| | Index / akcie (Kč) | | % změna za | | |
|------------------|--------------------|---------|------------|--------|--------|
| | 30.4.07 | 30.3.07 | 1M | 3M | r.2007 |
| PX | 1806.3 | 1712.2 | 5.5% | 8.6% | 13.7% |
| CME | 1874.0 | 1888.0 | (0.7%) | 0.1% | 28.2% |
| Telefónica O2 CR | 619.4 | 548.3 | 13.0% | 17.4% | 30.1% |
| ČEZ | 1010.0 | 940.9 | 7.3% | 9.7% | 5.2% |
| Erste Bank | 1663.0 | 1636.0 | 1.7% | (1.0%) | 3.9% |
| Komerční banka | 3879.0 | 3645.0 | 6.4% | 20.4% | 25.2% |
| ECM | 1902.0 | 1953.0 | (2.6%) | 29.8% | 32.9% |
| Orco | 3463.0 | 3535.0 | (2.0%) | 6.2% | 25.7% |
| Pegas | 820.3 | 712.3 | 15.2% | 8.7% | 9.5% |
| Philip Morris ČR | 10035.0 | 9640.0 | 4.1% | (9.6%) | (7.4%) |
| Unipetrol | 239.3 | 235.6 | 1.6% | 1.7% | 2.1% |
| Zentiva | 1486.0 | 1443.0 | 3.0% | 14.3% | 17.2% |

Duben zaznamenal první pokles v objemu obchodování od začátku roku a oproti březnu poklesla aktivita o 24%. V meziročním srovnání však obchodování vzrostlo o téměř 40% (duben 2006 55mld Kč). Celkový objem obchodování v průběhu dubna dosáhl 76.95mld Kč (v březnu 101,2 mld. Kč, v únoru 89mld Kč a v lednu 71,3 mld Kč). V dubnu bylo 20 burzovních dnů a průměrný denní objem činil 3,8 mld. Kč. Z jednotlivých titulů byly stabilně nejobchodovatelnější akcie ČEZu, kterých se zobchodovalo dohromady za 25,3 mld. Kč a představovaly 32,8% objemu obchodů (poměrně výrazný pokles oproti minulému měsíci s 39.9%). Na 2.-4. místě se v dubnu seřadily akcie Telefónica O2 s 13.1mld Kč, KB s 11.6mld Kč a Zentivy s 10.8mld Kč. Poslední tři místa si opět vyhradily Pegas s 2mld Kč, ECM s 1.7mld Kč a Philip Morris CR s 1.2mld Kč. Průměrné denní obchody s akciemi ČEZ činily 1 263 mil. Kč a s PM ČR 58 mil. Kč.

Tabulka: Objemy obchodování

| | duben 2007 | | březen 2007 | |
|------------------|--------------------------|-------------------|--------------------------|-------------------|
| | objemy obchodů (mld. Kč) | % z celk. obchodů | objemy obchodů (mld. Kč) | % z celk. obchodů |
| ČEZ | 25.3 | 32.8 | 40.3 | 39.8 |
| Telefónica O2 CR | 13.1 | 17.1 | 7.3 | 7.3 |
| Komerční banka | 11.6 | 15.1 | 9.9 | 9.8 |
| Zentiva | 10.8 | 14.1 | 19.2 | 19.0 |
| Erste Bank | 4.9 | 6.3 | 9.5 | 9.4 |
| Orco | 2.3 | 3.0 | 4.3 | 4.2 |
| CETV | 2.2 | 2.8 | 3.5 | 3.4 |
| Unipetrol | 2.0 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| Pegas | 2.0 | 2.5 | 0.9 | 0.9 |
| ECM | 1.7 | 2.2 | 2.6 | 2.6 |
| Philip Morris CR | 1.2 | 1.5 | 1.1 | 1.1 |

100 dnů vládní koalice

Událostí dubna bylo zajisté zadržení R. Krejčíře v JAR. Určitě pozitivní body pro našeho ministra vnitra, ale jeho osobní zásluha je přinejmenším sporná. V posledních dnech proběhla v médiích zpráva, že Krejčíř nejspíše požádá v JAR o politický azyl. Zjevně se mu domů nechce a z příkladu V. Koženého se ho tady asi ještě hodně dlouho nedočkáme, jestli vůbec někdy stane před naší justicí.

Jinak vláda neudělala v dubnu nic co by mělo fundamentální dopad na český akciový trh.

Philip Morris ČR – další složitý rok pro tohoto dominantního hráče

Minulý měsíc zveřejnil PM ČR své konsolidované a nekonsolidované výsledky za rok 2006. Tyto výsledky byly jedny z nejhorších v historii firmy, což se také projevilo na ceně akcií. Valná hromada v dubnu schválila navrhovanou hrubou dividendu 600Kč na akcii, která představuje, stejně jako v minulosti, 100% výplatní poměr nekonsolidovaného zisku.

Špatné výsledky lze především přičíst silnému konkurenčnímu prostředí na trhu cigaret. PM ČR ztrácel od vstupu ČR do EU na své dominantní pozici, kdy za dva roky poklesl jeho tržní podíl z okolo 80% na 62% v roce 2006. Důvodem bylo, že otevřením hranic bylo zrušeno 55% importní clo a zahraniční výrobci, jako BAT nebo Imperial Tobacco, mohli snadno vstupovat na domácí trh a konkurovat především cenou.

Dalším neméně důležitým faktorem bylo postupné zvyšování spotřební daně jak v ČR, tak na Slovensku. Obě země se zavázaly, že zvýší spotřební daň z cigaret na minimálně 64 EUR na 1000ks. ČR se zavázalo splnit tuto hranici k 1.1.2008 a Slovensko o rok později. S růstem daně samozřejmě rostla i maloobchodní cena a spotřebitelé začaly substituovat středně drahé a drahé cigarety za levnější až super levné značky. Avšak v tomto segmentu cigaret je PM ČR mnohem slabší, což mělo negativní dopad na jeho tržní podíl. Růst spotřeby levných značek a změna prodejního portfolia přinesla pokles průměrných marží a ziskovosti PM ČR.

Tvrký konkurenční boj vyústil k masivnímu předzásobení kolků v roce 2006 a částečně se tomu děje i v roce 2007. Výrobci cigaret chtěli udržet své dosažené tržní podíly a proto nikdo nechtěl zdražovat jako první. Důsledkem je, že zvýšení spotřební daně v dubnu 2006 se do cen promítlo až koncem roku. Spotřebitelé neměli čas na přizpůsobení se výraznému zvýšení maloobchodních cen (cca 20%) z minulého roku a nyní je čeká po půl roce další významné zdražení (opět okolo 20%). Lze tedy předpokládat, že rok 2007 bude pro PM ČR opět velmi složitý. Dle zkušeností ze zahraničí by celková poptávka po cigaretách měla klesnout (my odhadujeme pokles o 7%) a spotřebitelé budou nadále hledat levnější druhy cigaret. To samozřejmě podpoří i snahu o nelegální prodej.

Dle našich propočtů, které jsou založeny na zveřejněných sazbách spotřební daně a odhadech daně na rok 2008 a zveřejněných plánovaných cenách cigaret PM ČR, by se přes pokles spotřeby měly průměrné marže zvýšit. Očekáváme tedy, že přes nižší prodej se PM ČR podaří dosáhnout o něco málo lepších výsledků než letos. Bude ovšem záležet na mnoha faktorech od jaké míry se situace na trhu vyvine a jak v ní PM ČR obtočí. Dlouhodobější výhled slibuje postupné zlepšení hospodaření firmy od roku 2008. Věříme, že PM ČR bude schopen zvyšovat průměrné marže skrze mírné zvyšování maloobchodních cen. Navíc lze očekávat, že spotřebitelé se s růstem životní úrovně budou postupně navracet ke středně drahým a drahým značkám, které mají vyšší marže než značky levné. Rok 2007 by mohl být zajímavý pro opětivý návrat do dlouhých pozic v této společnosti.

V současné době připravujeme nový report na společnost PM ČR a plánujeme jeho zveřejnění do konce května.

CME: Q1 výsledky pod očekáváním, výhled na 2007 lepší

Společnost CME zveřejnila výsledky za první kvartál a zároveň letos poprvé nastínila svoje plány na celý rok. Začneme prvním čtvrtletím, CME oznámilo lepší než očekávané tržby ve výši 147.9 mil. USD (oproti našemu očekávání 145 mil. USD). EBITDA a EBIT byly pod naší předpovědí a očekáváním trhu (EBITDA 40.1 mil. USD oproti našemu očekávání 46.5 mil. USD). Horší než očekávaná čísla vznikla díky nepředvídaným ztrátám na Ukrajině, zatímco Česká republika (zisk na úrovni EBITDA +100% meziročně), Rumunsko (+30.3%) a Slovensko byly hlavními tahouny. Na úrovni čistého zisku CME opět zveřejnilo ztrátu 0.3mil. USD. Ta byla zapříčiněna kursovými ztrátami způsobenými tím, že CME má dluh denominovaný v eurech a výsledky zveřejňuje v dolarech, takže ke konci období vždy dluh přepočítá a rozdíl jde do výsledovky. Za výraznými kursovými ztrátami tak stojí depreciace amerického dolaru. Na druhou stranou, pokud by dolar začal posilovat, CME by díky této položce vykazovalo vysoký zisk. Co z toho tedy plyne? U společností typu CME doporučujeme sledovat zisk pouze po úroveň EBIT, níže už je pak ovlivňován výsledkem finančního hospodaření, který může dost výrazně

zkreslovat čísla a leckdy „neoprávněně“, protože se jedná pouze o účetní položku.

Vraťme se ještě k segmentovaným výsledkům podle jednotlivých zemí. Jak jsme zmiňovali, tahounem růstu CME byla hlavně Česká republika, respektive TV Nova. V meziročním srovnání vypadají čísla imponantně, ale optimismus by měl být trochu mírněn faktem, že začátek loňského roku výrazně oslabilo pozice TV Nova kvůli změně cenové strategie (CME zvedlo ceny za reklamu a rozhodlo se neprodávat dopředu veškerý reklamní čas) a úspěchům největšího konkurenta TV Prima ve druhé polovině 2005. Nově zvolená strategie se posléze ukázala jako úspěšná a i sledovanost Novy se vrátila na úroveň roku 2005. Rumunsko těží z vysokého růstu HDP, spotřeby domácností, který se projevuje v růstu reklamního trhu. A Slovenská Markíza se veze na stejné vlně úspěchů jako TV Nova a rovněž se projevují první synergické efekty. Co se stalo na Ukrajině? Ukrajina nepřijemně překvapila čísla, které byly ovlivněny cenovou válkou na tamním trhu (nižší tržby) a také robustní inflace ceny programových práv za ruskou produkci. Inu, nedostatek kvalitních ruských producentů vykonal své. CME bude do budoucna usilovat o koupi vlastní producentské společnosti a snažit se tak postupně snižovat tuto inflaci.

CME také zveřejnila roční předpověď svých výsledků, která je nad konsensem trhu. Nové cílové rozpětí pro celoroční tržby a zisku na úrovni EBITDA byla stanovena na 764-784 USD a 296-306 mil. USD respektive. Naše vlastní odhady jsou 723 USD (7.0 % pod novou předpovědí společnosti) a 280 mil. USD (7.5 % pod očekáváním CME). Pokud bychom náš model přizpůsobili těmto očekáváním, roční cílová cena by vzrostla přes 100 USD, takže se v dohledné době dá očekávat revize naší prognózy. Přes lehce negativní výsledky za 1Q bychom doporučili se zaměřit spíše na celoroční zveřejněné odhady CME, které jsou pro akcie společnosti pozitivní.

NAV u ECM v souladu s naším očekáváním

ECM v dubnu poprvé oficiálně zveřejnila čistou hodnotu aktiv, NAV byla 195 mil. Eur, resp. 52,3 Eur na akcii. Po upravení o 127 tis. akcií dodatečně vydaných v lednu by NAV byla 201 mil. Eur / 52,1 Eur na akcii, což odpovídá našemu odhadu 52 Eur na akcii. ECM také oznámila, že toto číslo znamená nárůst NAV meziročně o 199%. Firma použila výpočet NAV v souladu s naším očekáváním: K celkovému vlastnímu jmění je zpět přidána hodnota odložených daňových závazků (nebudou v budoucnu realizovány) a tzv. nezapočítané zisky z přecenění (tj. rozdíl mezi odhadovanou tržní a účetní hodnotou nemovitostí ECM). Souběžně s NAV zveřejněné auditované výsledky za rok 2006 potvrdily předběžná čísla. Celkově se výsledky ECM výrazněji lišily od našich odhadů pouze u příspěvku nově konsolidovaného facility managementu, který byl lepší než jsme čekali. Na úrovni rozvahy pak firma drží velké množství cash, což jí dává flexibilitu pro chystané nové akvizice.

Více informací přinesl konferenční hovor po výsledcích, kde firma mj. potvrdila pozitivní výhled pro dva regulatorně citlivé projekty: Povolení pro rezidenční/hotelový projekt City Epoque se očekává tento měsíc. ECM se stala 100% majitelem retailového projektu v ruské Ryazani a dohodla pro něj spolupráci s německou ECE Hamburg, stavební povolení se očekává ve 4q 07. Firma má nyní tři nové projekty ve fázi due diligence, takže od ECM očekáváme oznámení několika nových projektů ve 2H 07. To je pozitivní pro naši valuaci, když jsme původně čekali nové projekty až v roce 2008. Z akvizičních plánů firma komunikovala výrazné zaměření na ruské (obchodní centra) a české regiony, sonduje také možnosti expanze do Polska, Rumunska, Slovenska a na

Ukrajinu. Důraz na Rusko vnímáme vzhledem k velmi nízkým úrovním penetrace a silné místní ekonomice pozitivně.

Na druhou stranu výsledky nenaznačily s výjimkou povolení pro City Epoque žádné "breaking news" pro nejbližší období. Vzhledem k aktuální ceně akcií také můžeme očekávat vydání 1,7 mil. ks nových akcií (45%) v důsledku uplatnění warrantů (strike 22 Eur) – krátkodobě tedy očekáváme negativní vliv výrazného ředění. ECM se také v současnosti obchoduje s P/NAV 07e na 1,05 mírně nad úrovní nejbližšího konkurenta Orca (0,99). Do třetice pak nelze zapomenout na možný krátkodobý negativní vliv právě probíhající emise akcií největší středo a východoevropské realitní společnosti Immoeast v objemu 3 mld. Eur (tržní kapitalizace ECM je 250 mil. Eur, Orca 990 mil. Eur...).

O hospodářské výsledky, reportované NAV za rok 2006 a také o poslední příznivý vývoj realitního trhu v ČR se chystáme aktualizovat náš model a mezitím dáváme naše dlouhodobé doporučení i cílovou cenu pro ECM do revize.

Zvýšená cílová cena pro KB – solidní růst, nízké riziko

V květnu jsme zvýšili cílovou pro KB na 4400 Kč a ponechali doporučení akumulovat. Na základě oborového srovnání je KB s P/BV 07e na úrovni 2,6 obchodována s přibližně 30% diskontem vůči průměru. Diskont je částečně důsledkem výrazně nižšího očekávaného růstu zisku (pro 2007 očekáváme +10% na 10 mld. Kč), nicméně si nemyslíme, že je tak velký diskont ospravedlnitelný.

Loňský rok čistý zisk KB sice skončil s poměrně slabým jednociferným růstem, po očistění o jednorázový nárůst nákladů rizika (tj. rezerv k úvěrům) a o jednorázové marketingové a IT náklady by byl růst přibližně 18%. V nejbližším roce očekáváme nadále solidní růst základních příjmů z úroků hlavně díky rostoucímu podílu výnosnějších retailových úvěrů v portfoliu, celému sektoru by také měl pomoci očekávaný nárůst úrokových sazeb. Oživení růstu očekáváme díky cross selingu s nedávno koupenou MPSS také od příjmů z poplatků. Ten by měl v následujících pěti letech přinést 1,5 mld. Kč dodatečných příjmů. Náklady rizika by po loňském nárůstu měly zůstat na přibližně 45 bps, zatímco mírně zvýšené náklady očekáváme u mezd a také kvůli rozšiřování počtu poboček.

Celkově od KB neočekáváme žádná ohromující čísla ale výkonnost bude v následujících čtvrtletích solidní.

Výsledková sezóna za 1Q 2007 pokračuje v květnu

3. května již zveřejnila výsledky za 1Q 2007 společnost CME, 11.5. zveřejní výsledky Komerční Banka, 14.5. Zentiva, 15.5. Unipetrol, 17.5. ČEZ., 30.5. Orco a Pegas a 31.5. ECM.

U KB lze očekávat růst čistého zisku o 3% na 2,5 mld. Kč, což je stále ještě slabý údaj hlavně vzhledem k nárůstu nákladů rizika. Důležitější ale bude, zda banka potvrdí oživení u výnosů z poplatků (očekáváme +5,8%). Reakci předpokládáme jednoduchou: Lepší zisk rovná se růst, horší zisk pak pokles. Od zisku se totiž odvíjí dividendy...

U Zentivy očekáváme 17% meziroční růst čistého zisku na 598 mil. Kč díky růstu tržeb v Rumunsku a oživení v ČR (hlavně díky nízké základně z loňska). Vzhledem k nedávné rallye po oznámení akvizice v Turecku je ale není krátkodobý potenciál vysoký.

Unipetrol je z jedné z firem, která by mohla při výsledcích příjemně překvapit. Výsledky potáhnou hlavně vysoké

petrochemické a také rostoucí rafinérské marže. Unipetrol zveřejní výsledky 15. května.

ČEZ zveřejňuje svoje výsledky 17. května a žádná velká překvapení se čekat nedají. Pokud tedy bereme 25% meziroční nárůst zisku jako „normál“. V porovnání s loňským prvním čtvrtletím jsou zahrnuty výsledky elektráren Elcho a Skawina v Polsku a Varna v Bulharsku. K tomu si připočtete zhruba 17% růst velkoobchodních cen elektřiny (další zlepšení marží) a růst je na světě. Každopádně všechny tyto faktory by již měly být v ceně akcie.

Pro Pegas to bude první čtvrtletní zveřejňování výsledků od vstupu na burzu. Neočekáváme nějaké výraznější překvapení s tím, že celkový výhled na rok 2007 se příliš neliší od roku 2006. Je to způsobeno především téměř 100% vytižeností všech linek u společnosti Pegas a žádnou novou kapacitou v tomto roce. Proto pokud by nějaké překvapení bylo, tak lze očekávat, že by bylo negativní a pravděpodobně by souviselo s nějakou dlouhodobější odstávkou linky nebo snížením vytiženosti linek. Pro pozitivní překvapení v současné době Pegas příliš prostoru nemá.

Od výsledků ECM za 1Q 07 nelze čekat výrazné impulzy. Srovnatelná data za loňský rok chybí a firma se ani nechystá zveřejnit odhad NAV. Poté, co po zveřejnění NAV (in line) výrazně odklesala ale může jít o dobrou spekulaci na překvapení.

Akcie - základní informace

| | CME | Telefónica O2 CR | ČEZ | Erste Bank | Komerční banka | Orco Prop. Group | Philip Morris CR | Unipetrol | Zentiva | ECM | Pegas nonnov. |
|--------------------------|---------------|------------------|---------------|--------------|------------------|------------------|--------------------------|--------------|----------------|---------------|--------------------|
| Doporučení | akumulovat | držet | držet | – | akumulovat | držet | – | držet | koupit | v revizi | akumulovat |
| 12-měs. cílová cena (Kč) | 98,7 USD | 600 | 989 | – | 4 400 | 3 690 | – | 262.00 | 1 650 | v revizi | 806 |
| Cena (Kč) (9.5.) | 1 950 | 601.5 | 1080.0 | 1 654 | 3 885 | 3 368 | 10 485 | 242.9 | 1461.0 | 1860.0 | 796.0 |
| Roční min (Kč) | 1 158 | 417.2 | 565.5 | 1130 | 2 815 | 2 044 | 8 873 | 156.8 | 843.0 | 1837.0 | 708.1 |
| Roční max (Kč) | 1 999 | 622.8 | 1080.0 | 1 711 | 4 131 | 3 706 | 12 751 | 258.6 | 1548.0 | 2058.0 | 826.0 |
| Tržní kapital. (mld. Kč) | 78.4 | 193.7 | 639.5 | 506.6 | 147.7 | 24.1 | 28.8 | 44.0 | 55.7 | 7.2 | 7.3 |
| 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% | 42.0% |
| Free float (%) | 71.3% | 30.6% | 32.4% | 64.5% | 40% | 78.5% | 22.4% | 37% | 56.3% | 45.0% | 56.0% |

CME (USD; US GAAP; konsolidováno)

Telefónica O2 CR (Kč; IFRS; konsolid.)

ČEZ (Kč; IFRS; konsolidováno)

Pegas (EUR; IFRS; konsolidováno)

| | 2005 | 2006 | 2007e | 2005 | 2006 | 2007e | 2005 | 2006 | 2007e | 2006 | 2007e |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|-------|-------|
| Tržby (mil.) | 401.0 | 604.0 | 734.6 | 61 156 | 61 311 | 61 928 | 125 083 | 159 608 | 162 459 | 120.9 | 123.4 |
| EBITDA (mil.) | 157.9 | 218.8 | 272.0 | 27 240 | 27 906 | 27 393 | 50 157 | 64 328 | 74 360 | 42.1 | 42.7 |
| EBIT (mil.) | 52.6 | 140.7 | 236.9 | 9 432 | 11 160 | 11 939 | 29 420 | 40 116 | 50 236 | 29.9 | 30.6 |
| Čistý zisk (mil.) | 42.5 | 20.2 | 146.4 | 6 249 | 8 020 | 8 891 | 21 452 | 28 846 | 35 189 | 20.7 | 20.4 |
| Zisk na akcii (x) | 1.1 | 0.5 | 3.9 | 19.4 | 24.9 | 27.6 | 36.2 | 48.7 | 59.4 | 2.2 | 2.2 |
| Dividenda (x) | 0 | 0 | 0 | 0.0 | 45.0 | 50 | 17.0 | 20.0 | 29.0 | – | – |
| Marže EBITDA (%) | 39.4% | 36.2% | 37.0% | 44.5% | 45.5% | 44.2% | 40.1% | 40.3% | 45.8% | 34.8% | 34.6% |
| Marže EBIT (%) | 13.1% | 23.3% | 32.2% | 15.4% | 18.2% | 19.3% | 23.5% | 25.1% | 30.9% | 24.7% | 24.8% |
| P/E | 82.9 | 175.2 | 24.0 | 100.5 | 24.2 | 21.8 | 29.8 | 22.2 | 18.2 | 12.7 | 12.9 |
| EV/EBITDA | 21.3 | 15.2 | 12.2 | 6.8 | 6.6 | 6.7 | 13.8 | 10.5 | 9.1 | – | – |

Philip Morris CR (Kč, IFRS, konsolid.)

Unipetrol (Kč, IFRS, konsolidováno)

Zentiva (Kč, IFRS, konsolidováno)

| | 2004 | 2005 | 2006e | 2005 | 2006 | 2007e | 2005 | 2006p | 2007e |
|-------------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Tržby (mil.) | 12 223 | 11 790 | 9 867 | 80 946 | 94 591 | 80 942 | 11 839 | 14 003 | 18 608 |
| EBITDA (mil.) | 5 278 | 4 348 | 3 195 | 9 505 | 7 601 | 9 993 | 3 240 | 4 173 | 5 852 |
| EBIT (mil.) | 4 866 | 3 790 | 2 813 | 5 279 | 3 565 | 5 835 | 2 578 | 3 303 | 4 126 |
| Čistý zisk (mil.) | 4 410 | 2 730 | 2 135 | 3 429 | 1 621 | 4 296 | 1 878 | 2 203 | 2 698 |
| Zisk na akcii (x) | 1 606 | 994 | 778 | 18.9 | 8.9 | 23.7 | 49.2 | 57.8 | 70.7 |
| Dividenda (x) | 1 606 | 1 606 | 1 112 | 0 | 0 | 0 | – | – | – |
| Marže EBITDA (%) | 43.2% | 36.9% | 32.4% | 11.7% | 8.0% | 12.3% | 27.4% | 29.8% | 31.4% |
| Marže EBIT (%) | 39.8% | 32.1% | 28.5% | 6.5% | 3.8% | 7.2% | 21.8% | 23.6% | 22.2% |
| P/E | 6.5 | 10.5 | 13.5 | 12.8 | 27.2 | 10.3 | 29.7 | 25.3 | 20.7 |
| EV/EBITDA | 5.4 | 5.5 | 7.2 | – | 4.8 | 4.8 | 17.8 | 13.8 | 9.9 |

Erste Bank (EUR, IFRS, konsolid.)

Komerční banka (Kč, IFRS, konsolid.)

| | 2005 | 2006 | 2007e | 2005 | 2005 | 2007e |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Celková aktiva (mil.) | 152 660 | 181 703 | 175 349 | 493 738 | 549 236 | 604 921 |
| Čisté provoz.výnosy (mil.) | 4 329 | 4 694 | 5 844 | 24 734 | 26 653 | 28 997 |
| Provozní zisk (mil.) | 1 653 | 1 811 | 2 332 | 12 035 | 13 608 | 14 823 |
| Čistý zisk (mil.) | 712 | 932 | 1 131 | 8 960 | 9 120 | 10 820 |
| Zisk na akcii (x) | 2.32 | 3.04 | 3.69 | 235.7 | 239.9 | 284.7 |
| Dividenda (x) | 0.5 | 0.55 | 0.58 | 100 | 250 | 230 |
| Čistá úroková marže | 2.08% | 2.08% | 2.08% | 3.1% | 3.2% | 3.2% |
| ROE | 19.0% | 19.0% | 13.0% | 19.5% | 19.5% | 14.8% |
| P/E | 25.4 | 19.4 | 16.0 | 16.5 | 16.2 | 13.6 |
| P/BV | 4.4 | 2.3 | 2.4 | 2.9 | 2.9 | 2.6 |

Orco (EUR, IFRS, konsolidováno)

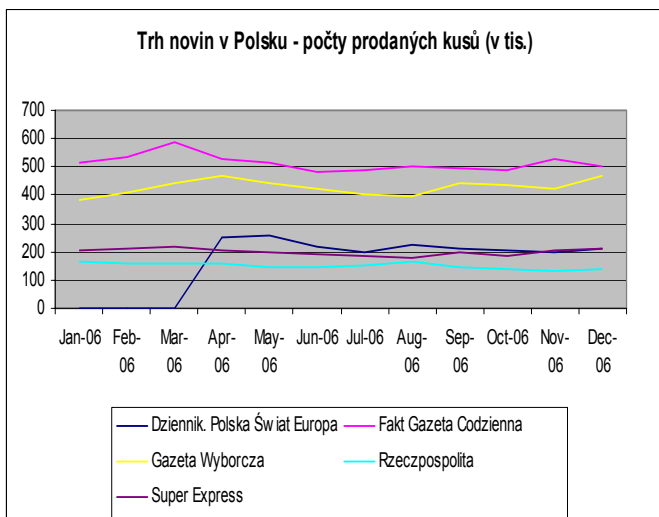
ECM (EUR, IFRS, konsolidováno)

| | 2004 | 2005 | 2006e | 2004 | 2005 | 2006e |
|----------------------------|-------|------|-------|-------|------|-------|
| Tržby (mil.) | 70.7 | 51.3 | 151.0 | 9.7 | 33.2 | 34.8 |
| EBITDA (mil.) | 36.0 | 79.0 | 106.5 | 8.4 | 31.2 | 13.6 |
| EBIT (mil.) | 31.2 | 76.9 | 103.5 | 7.7 | 30.4 | 12.9 |
| Čistý zisk (mil.) | 18.7 | 56.3 | 69.4 | 3.6 | 20.6 | 19.2 |
| Zisk na akcii (x) (ředěný) | 2.62 | 7.87 | 9.71 | 0.93 | 5.33 | 4.96 |
| Dividenda (x) | 0.4 | 0.5 | 0.8 | – | – | – |
| Marže EBITDA (%) | 50.9% | 154% | 71% | 86.6% | 94% | – |
| Marže EBIT (%) | 44.1% | 150% | 69% | 79.4% | 92% | 37% |
| NAV / akcii (€) | 34.6 | 49.7 | 92.0 | – | – | 54.0 |
| Cena / NAV | 3.48 | 2.42 | 1.31 | – | – | 1.23 |

Agora – polský „top pick“ očima Čecha

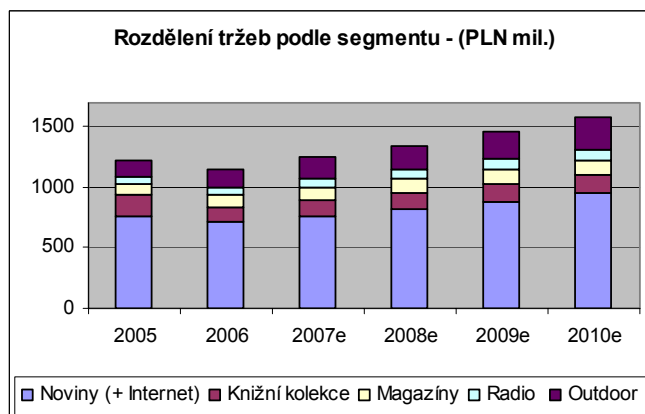
Pojďme se dnes trochu blíže podívat na polskou mediální společnost Agora, kterou ne jeden Polák považuje téměř za národní poklad. Zkuste před nimi říct: „Agora je na prodej“ a zakáží Vám přístup do země. Proto se ani impozantnímu růstu cen akcií za poslední půlrok nelze divit. Co za tím stálo a hlavně co s Agorou bude dál?

Agora, jakožto mediální společnost, se soustředí hlavně na trh novin (připomeňme asi nejznámější polský „quality“ deník Gazeta Wyborcza), jež tvoří zhruba 65% příjmů společnosti, z čehož 80% tvoří příjmy z reklamy a zbytek tržby za prodané výtisky. Poláci tyto noviny mají velmi rádi, dostanou totiž v jednom balíku zprávy téměř odevšad a o všem (ten pakl jednoho výtisku se rovná zhruba dvou-týdennímu sběru jedné českých novin). A s jejich láskou nezamával ani loňský vstup novin (Dziennik) společnosti Axel Springer. Teda, dopad na příjmy to v první polovině roku 2006 mělo velký, ale od 4.čtvrtletí se potvrdilo to, že na mediálním trhu obecně existují „vysoké bariéry“ vstupu. Agora vyhrála cenovou válku a počet prodaných výtisků se ustálil na předloňské úrovni. Po propadu ceny akcie během roku 2006 tak Agora vlastně v posledním půlroce „pouze“ dorovnávala ztráty.



I když se letos mluví o vstupu dalšího nového deníku na trh (Polskapresse přetáhla několik zkušených novinářů a chystá se začít vydávat od druhé poloviny roku), Agora je již relativně v klidu. Vstup nového deníku je spojen s výraznými hlavně marketingovými náklady a ty se může dovolit pouze silný nadnárodní vlastník typu Axel Springer. Tudíž výrazného poklesu tržeb či podílu se letos obávat nemusíme. Odpověď na první otázku máme, pojďme na druhou.

Agora se nepohybuje pouze na trhu novin, ale je také aktivní na trhu „outdoorové“ reklamy, Internetu (gazeta.pl), časopisů a rovněž vlastní několik rádií. V posledních letech spustila v rámci novinového prodeje také prodej kolekcí knížek, DVD, atd. Rozdělení tržeb uvádíme v následující tabulce.



Zdroj: Agora, Erste Bank odhady

Co se nám na Agoře moc nelíbí, je fakt, že i když reklamní trh v Polsku má být v budoucnu silně rostoucí (sama Agora pro letošek očekává 10% růst), tak hlavní zdroj příjmů společnosti – noviny – by měl růst „jen“ o 3%. Outdoor by měl sice růst o více jak 18% (ostatní kolem 10%), stále by to ještě nestačilo pokrýt případný pokles na novinovém trhu. Rovněž fakt, že Agora nevlastní žádnou televizi (příjmy televizního reklamního trhu rostou zhruba o 11-12% ročně, tvoří zhruba polovinu z 6.5mld. polských zlotých velikosti trhu s reklamou), jí v našich očích moc nepřidává. V porovnání s jinými mediálními společnostmi na tomto trhu – CME a TVN (polská televizní společnost) tak něco schází. Tyto dvě společnosti hodnotíme jako typicky „růstové“, Agora spíše jako „hodnotovou“. To znamená, že je více náchylná na výkyvy a doporučení k nákupu přicházejí většinou po výraznějších poklesech cen akcií.

Agora je na současných úrovních relativně drahá, obchoduje se s mírou přemii vůči některým mediálním společnostem (hlavně na úrovni P/E ukazatele) a navíc se očekává „jen“ třetinový růst oproti televizním společnostem. Restrukturalizační program, který společnost spustila před dvěma roky už je podle nás rovněž více méně zahrnut v ceně akcie, proto bychom nedoporučovali Agoru nakupovat na současných cenách kolem PLN 42.5. (i když se už možná kvůli tomu nikdy do Polska nepodíváme). Na druhou stranu, ceny pod PLN 40 mohou být zajímavou příležitostí k nákupu, protože akcie Agory nabízejí zajímavou alternativu k „věčně rostoucím“ titulům CME nebo TVN. Agora je totiž „cashově“ bohatá společnost, která pokud nenajde vhodné příležitosti k růstu, může začít vyplácet zajímavé dividendy...

| | Price 10/05/07 | Mcap (EURbn) 10/05/07 | P/E e2007 | P/E e2008 | EV/ Sales e2007 | EV/ Sales e2008 | EV/ EBITDA e2007 | EV/ EBITDA e2008 | EBITDA margin e2007 | EBITDA margin e2008 |
|-----------------------|-------------------|-----------------------------|--------------|--------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|---------------------------|---------------------------|
| AGORA | 42.3 | 2.3 | 31.0 | 19.5 | 1.7 | 1.7 | 13.2 | 11.0 | 13.2% | 15.5% |
| CME | 92.9 | 3.8 | 22.4 | 18.9 | 5.0 | 4.6 | 13.2 | 14.0 | 37.8% | 33.1% |
| DOGAN | | | | | | | | | | |
| GAZETECILIK | 5.0 | 0.4 | 66.4 | 43.6 | 1.3 | 1.2 | 30.9 | 27.8 | 4.2% | 4.3% |
| EDIPRESSE | 602.0 | 0.7 | 15.0 | 14.2 | 1.1 | 1.1 | 8.8 | 8.3 | 12.3% | 13.3% |
| FUTURE HURRIYET | 43.5 | 0.1 | 15.4 | 12.9 | 1.0 | 0.0 | 12.5 | 0.0 | 8.0% | 43.0% |
| GAZET. | 3.7 | 1.5 | 10.9 | 9.3 | 1.7 | 1.7 | 6.2 | 5.9 | 27.9% | 29.3% |
| WEGENER | 19.1 | 0.9 | 17.7 | 15.4 | 1.5 | 1.5 | 10.2 | 9.5 | 15.2% | 16.2% |
| LAMBRAKIS | | | | | | | | | | |
| PRESS | 2.6 | 0.2 | 8.8 | 3.3 | 1.0 | 1.0 | 22.1 | 19.6 | 4.7% | 4.9% |
| TVN | 26.0 | 9.0 | 29.6 | 21.9 | 6.9 | 6.1 | 18.9 | 15.7 | 36.8% | 38.5% |
| median for peer group | | | 17.7 | 15.4 | 1.5 | 1.5 | 13.2 | 11.0 | 13.2% | 16.2% |

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

| Země | Akcie | Poslední kurz | EPS 06 | Konsensuální odhady I/B/E/S | | | | Oček. růst EPS 06/08 | Vůči 52-týdennímu | | Rozptyl odhadů EPS07 | | | | |
|-----------------|-------------------------------|---------------|--------|-----------------------------|---------------|--------|-------------|----------------------|-------------------|---------------|----------------------|--------------|------------|---------------|---------------|
| | | | | EPS 07 | Změna za 1M | P/E 07 | EPS 08 | | Změna za 1M | P/E 08 | Minimu | Maximu | SD | Min. | Max. |
| Česká republika | Telefonica O2 CR | 601.9 | 24.9 | 31.9 | 1.6% | 18.9 | 32.6 | 2.6% | 18.4 | 14.5% | 56.4% | -4.1% | 23% | 26.3 | 52.4 |
| | ČEZ | 1080.0 | 46.8 | 60.7 | 0.3% | 17.8 | 71.6 | -0.7% | 15.1 | 23.7% | 109.4% | 0.0% | 5% | 52.6 | 64.4 |
| | Komerční banka | 3885 | 239.9 | 263.9 | -0.8% | 14.7 | 286.2 | -1.0% | 13.6 | 9.2% | 43.3% | -6.8% | 3% | 248.5 | 274.8 |
| | Philip Morris CR | 10485 | 710.7 | 628.8 | -14.3% | 16.7 | 572.6 | -12.7% | 18.3 | -10.2% | 21.1% | -27.5% | 10% | 585.3 | 672.4 |
| | Unipetrol | 242.9 | 17.5 | 20.0 | 2.1% | 12.1 | 22.9 | 0.1% | 10.6 | 14.4% | 67.5% | -7.3% | 17% | 16.3 | 23.7 |
| | Zentiva | 1461.0 | 57.9 | 71.1 | -0.5% | 20.5 | 89.0 | 0.1% | 16.4 | 24.0% | 82.4% | -7.0% | 4% | 67.6 | 76.1 |
| | | | | | | 17.3 | | 15.2 | 18.2% | | | | | | |
| Maďarsko | Ecis | 19790 | 1469 | 1771 | -0.7% | 11.2 | 2025 | 0.0% | 9.8 | 17.4% | 1.0% | -42.5% | 22% | 1136.8 | 2300.9 |
| | FHB | 2275 | 125 | 110 | 0.0% | 20.6 | 119 | 0.0% | 19.2 | -2.6% | 167.6% | -1.1% | 12% | 97.2 | 129.2 |
| | Magyar Telecom | 1045 | 74 | 76 | -0.3% | 13.8 | 83 | 0.4% | 12.5 | 6.5% | 38.0% | -2.6% | 8% | 66.2 | 85.0 |
| | MOL | 22575 | 3480 | 2226 | 0.0% | 10.1 | 2203 | 1.0% | 10.2 | -20.4% | 38.0% | -2.6% | 13% | 1567.3 | 2669.8 |
| | OTP | 9777 | 723 | 778 | 0.2% | 12.6 | 874 | 0.6% | 11.2 | 10.0% | 27.5% | -13.1% | 3% | 739.0 | 827.6 |
| | Gedeon Richter | 37145 | 2797 | 2257 | -3.7% | 16.5 | 2628 | -2.2% | 14.1 | -3.1% | 91.0% | -2.4% | 13% | 1731.5 | 2914.7 |
| | | | | | | 12.1 | | 11.3 | -6.1% | | | | | | |
| duální listing | Bank Austria | 135.9 | 2.50 | 2.46 | -4.6% | 55.2 | 2.84 | -1.3% | 47.9 | 6.6% | 50.4% | -6.3% | 17% | 2.21 | 3.10 |
| | Erste Bank | 59 | 2.96 | 3.89 | 0.1% | 15.2 | 4.70 | 0.2% | 12.5 | 26.1% | 51.1% | -4.1% | 5% | 3.67 | 4.64 |
| | Raiffeisen Bank | 104.52 | 4.17 | 5.52 | 2.5% | 18.9 | 7.03 | 2.3% | 14.9 | 29.8% | 88.7% | -13.3% | 4% | 5.10 | 6.00 |
| | Orco Property Group | 120 | 12.58 | 8.02 | -6.5% | 15.0 | 9.06 | 2.5% | 13.2 | -15.1% | 69.1% | -10.4% | 59% | 4.69 | 11.34 |
| | Central European Media Ent. | 92.89 | 0.62 | 2.84 | -2.1% | 32.7 | 4.14 | 3.7% | 22.4 | 158.4% | 81.1% | -4.2% | 14% | 2.62 | 3.45 |
| | Central Eur. Distribution Co. | 32.7 | 1.25 | 1.63 | 2.7% | 20.1 | 2.07 | 4.0% | 15.8 | 28.8% | 73.1% | -4.7% | 10% | 19.05 | 24.99 |

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, zmíněné poznámky platí i pro tabulky na následujících dvou stranách.

Tabulková část – Polsko a Rusko

| Země | Akcie | Konsenzuální odhady I/B/E/S | | | | | | | | Oček. růst | Vůči 52-týdennímu | | Rozptvl odhadů EPS07 | | |
|--------|-----------------------|-----------------------------|--------|--------|-------------|--------|--------|-------------|--------|------------|-------------------|--------|----------------------|-------|-------|
| | | Poslední kurz | 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. |
| Polsko | Aora | 42.25 | 0.59 | 1.21 | 0.0% | 34.8 | 1.36 | -0.8% | 31.0 | 51.5% | 54.2% | -15.3% | 33% | 0.79 | 1.85 |
| | Bank BPH | 1016.50 | 44.15 | 52.74 | 4.4% | 19.3 | 55.03 | 2.3% | 18.5 | 11.6% | 71.7% | -7.2% | n.m. | 8.54 | 8.54 |
| | Bank Pekao | 269.30 | 10.72 | 12.42 | 3.1% | 21.7 | 14.46 | 4.8% | 18.6 | 16.1% | 74.3% | -3.3% | 7% | 45.71 | 56.44 |
| | BZ WBK | 286.00 | 10.39 | 12.64 | 2.2% | 22.6 | 14.67 | 1.3% | 19.5 | 18.8% | 85.1% | -10.3% | 5% | 11.25 | 13.03 |
| | BRE Bank | 504.00 | 14.27 | 21.47 | 2.0% | 23.5 | 22.45 | 1.8% | 22.4 | 25.4% | 217.0% | -3.9% | 5% | 12.16 | 13.46 |
| | Svanity | 95.50 | 5.40 | 4.40 | -37.1% | 21.7 | 6.25 | -9.6% | 15.3 | 7.5% | 2.5% | -25.7% | 8% | 1.53 | 1.84 |
| | Echo Investment | 105.00 | 6.56 | 8.09 | 0.0% | 13.0 | 7.78 | 0.0% | 13.5 | 8.9% | 86.3% | -11.9% | 10% | 7.51 | 8.67 |
| | GTC | 46.60 | 2.94 | 4.40 | 2.5% | 10.6 | 5.85 | 0.8% | 8.0 | 40.9% | 127.3% | -19.2% | 5% | 4.19 | 4.72 |
| | Grupa Kety | 213.50 | 9.77 | 11.64 | 0.0% | 18.3 | 12.88 | 0.0% | 16.6 | 14.8% | 86.5% | -1.2% | 4% | 10.90 | 12.15 |
| | Grupa Lotos | 45.50 | 6.28 | 5.31 | -0.5% | 8.6 | 4.77 | -0.8% | 9.5 | -12.8% | 18.2% | -20.6% | 20% | 3.68 | 6.26 |
| | KGHM | 112.00 | 16.93 | 15.73 | -1.2% | 7.1 | 12.30 | -2.9% | 9.1 | -14.8% | 49.1% | -18.2% | 14% | 12.30 | 19.35 |
| | LPP | 1754.00 | 28.81 | 50.05 | 0.0% | 35.0 | 59.44 | 0.0% | 29.5 | 43.6% | 269.3% | -14.4% | 17% | 44.13 | 55.97 |
| | Netia | 3.86 | -0.98 | 0.08 | 0.0% | 48.3 | 0.15 | 0.0% | 25.7 | #NUM! | 4.9% | -31.1% | n.m. | 0.08 | 0.08 |
| | Opoczno | 57.30 | 0.93 | 2.29 | 0.0% | 25.0 | 3.31 | -4.0% | 17.3 | 89.0% | 110.7% | -4.0% | 27% | 1.86 | 2.72 |
| | Orbis | 81.75 | 1.71 | 3.35 | 0.1% | 24.4 | 3.94 | 3.0% | 20.7 | 51.8% | 112.3% | -13.9% | 32% | 2.14 | 4.19 |
| | PBG | 419.00 | 4.32 | 7.41 | 7.3% | 56.5 | 11.58 | 15.1% | 36.2 | 63.6% | 249.8% | -4.3% | 12% | 6.73 | 8.42 |
| | PGNiG | 4.36 | 0.20 | 0.25 | 2.9% | 17.7 | 0.28 | 4.5% | 15.4 | 18.7% | 40.2% | -9.2% | 19% | 0.19 | 0.33 |
| | PGF | 84.15 | 5.16 | 5.34 | 0.0% | 15.8 | 5.91 | 0.0% | 14.3 | 7.0% | 44.3% | -9.2% | 0% | 5.33 | 5.35 |
| | PKN | 47.60 | 5.45 | 5.52 | 4.8% | 8.6 | 5.43 | -0.1% | 8.8 | -0.2% | 16.9% | -26.2% | 23% | 4.00 | 8.97 |
| | PKO BP | 50.35 | 2.12 | 2.39 | 2.1% | 21.0 | 2.77 | 3.9% | 18.2 | 14.3% | 59.3% | -3.4% | 6% | 2.13 | 2.62 |
| | Prokom | 152.40 | 6.33 | 7.86 | -8.1% | 19.4 | 9.00 | -8.3% | 16.9 | 19.2% | 29.2% | -15.0% | 13% | 6.96 | 8.91 |
| | Asseco Poland | 83.00 | 2.50 | 2.46 | -4.6% | 33.7 | 2.84 | -1.3% | 29.2 | 6.6% | 144.1% | -2.4% | 34% | 3.33 | 5.47 |
| | TPSA | 22.45 | 1.50 | 1.75 | -1.5% | 12.8 | 1.89 | -0.7% | 11.9 | 12.3% | 27.6% | -17.3% | 9% | 1.59 | 2.14 |
| | TVN | 26.00 | 0.68 | 0.88 | -5.9% | 29.6 | 1.19 | -6.4% | 21.9 | 32.5% | 59.5% | -11.2% | 17% | 0.64 | 1.05 |
| | | | | | | 15.7 | | | 14.8 | 10.3% | | | | | |
| Rusko | Baltika Brewery | 47.75 | 2.76 | 3.37 | 0.8% | 14.2 | 3.46 | 5.3% | 13.8 | 12.1% | 42.1% | -2.4% | 28% | 2.13 | 4.63 |
| | Cherepovets Severstal | 13.90 | 1.27 | 1.53 | 1.3% | 9.1 | 1.58 | -6.1% | 8.8 | 11.5% | 39.7% | -4.5% | 17% | 1.06 | 1.89 |
| | Evraz Group | 36.10 | 3.94 | 4.67 | 6.4% | 7.7 | 4.26 | 4.6% | 8.5 | 3.9% | 90.0% | -1.1% | 18% | 2.86 | 5.52 |
| | Gazprom | 38.65 | 0.90 | 1.00 | -1.1% | 9.7 | 1.09 | -2.1% | 8.8 | 10.2% | 19.5% | -27.2% | 16% | 0.64 | 1.23 |
| | Lukoil | 77.20 | 9.06 | 8.81 | -2.6% | 8.8 | 8.31 | -3.5% | 9.3 | -4.2% | 24.7% | -19.6% | 17% | 6.90 | 12.53 |
| | Norilsk Nickel | 200.00 | 25.70 | 32.21 | 5.6% | 6.2 | 25.70 | 6.5% | 7.8 | 0.0% | 119.8% | -3.1% | 24% | 15.61 | 40.59 |
| | MTS | 55.25 | 3.15 | 4.58 | 0.0% | 12.1 | 5.05 | 0.4% | 10.9 | 26.6% | 112.5% | -9.6% | 9% | 3.52 | 5.24 |
| | Novatek | 5.27 | 0.18 | 0.22 | -12.2% | 24.4 | 0.29 | -15.3% | 18.4 | 26.1% | 62.7% | -20.8% | 28% | 0.15 | 0.28 |
| | Novolipetsk | 2.67 | 0.32 | 0.26 | 3.2% | 10.5 | 0.25 | 0.0% | 10.6 | -10.4% | 48.3% | -14.4% | 17% | 0.18 | 0.30 |
| | Rostelcom | 9.05 | 0.25 | 0.18 | 0.3% | 51.5 | 0.18 | -3.8% | 49.9 | -15.0% | 208.9% | -8.6% | 15% | 0.13 | 0.20 |
| | Seventh Continent | 29.25 | 0.95 | 1.18 | -0.9% | 24.9 | 1.50 | -2.0% | 19.4 | 25.9% | 67.1% | -0.3% | 23% | 0.85 | 1.82 |
| | Surutneftegaz | 1.28 | 0.13 | 0.10 | -0.3% | 12.2 | 0.11 | 0.0% | 11.8 | -8.5% | 22.6% | -30.0% | 32% | 0.05 | 0.16 |
| | Tatneft | 4.77 | 0.52 | 0.53 | 3.1% | 9.0 | 0.44 | 0.6% | 10.8 | -7.6% | 36.3% | -21.8% | 7% | 0.47 | 0.57 |
| | Unified Energy | 1.31 | 0.03 | 0.04 | -5.4% | 31.3 | 0.05 | -5.9% | 24.5 | 39.4% | 142.5% | -10.4% | 37% | 0.02 | 0.06 |
| | Vimpelcom | 102.87 | 3.98 | 6.19 | 1.1% | 16.6 | 7.40 | 2.3% | 13.9 | 36.3% | 174.3% | -2.9% | 10% | 5.47 | 7.96 |
| | | | | | | 10.5 | | | 10.2 | 5.6% | | | | | |

Tabulková část – Turecko

| Země | Akcie | Poslední kurz | Konsenzuální odhady I/B/E/S | | | | | | | | Oček. růst EPS 06/08 | Vůči 52-týdennímu | | Rozptýlení 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 Saqlik | 16.20 | 0.27 | 0.48 | 45.7% | 33.5 | 0.60 | 13.7% | 26.9 | 48.3% | 28.6% | -11.0% | 8% | 0.45 | 0.53 | |
| | Adana Cimento | 8.30 | 1.11 | 1.21 | 6.3% | 6.8 | 1.33 | 20.9% | 6.2 | 9.2% | 71.0% | -12.2% | 19% | 0.94 | 1.48 | |
| | Akbank | 9.20 | 0.67 | 0.94 | 1.9% | 9.8 | 1.08 | -0.4% | 8.5 | 27.0% | 65.8% | -14.0% | 22% | 0.66 | 1.46 | |
| | Akcansa Cimento | 8.85 | 0.77 | 0.77 | -0.1% | 11.6 | 0.88 | -4.2% | 10.1 | 7.1% | 85.9% | -21.0% | 14% | 0.63 | 1.01 | |
| | Aksa | 3.76 | 0.82 | 0.35 | 10.4% | 10.6 | 0.33 | -2.0% | 11.5 | -36.9% | 78.1% | -13.5% | 13% | 0.32 | 0.39 | |
| | Aksiortta | 6.90 | 0.24 | 0.28 | -4.8% | 24.6 | 0.34 | -3.6% | 20.1 | 18.6% | 96.0% | -12.7% | 28% | 0.21 | 0.42 | |
| | Anadolu Cam | 5.10 | 0.24 | 0.36 | 2.9% | 14.2 | 0.44 | 6.5% | 11.6 | 34.7% | 22.6% | -22.1% | 22% | 0.28 | 0.53 | |
| | Anadolu Efes | 48.00 | 2.38 | 2.89 | 2.9% | 16.6 | 3.32 | 2.1% | 14.5 | 18.0% | 50.0% | -12.3% | 9% | 2.55 | 3.39 | |
| | Arçelik | 10.80 | 0.81 | 0.98 | 4.3% | 11.0 | 1.13 | 2.8% | 9.6 | 18.1% | 39.4% | -9.2% | 15% | 0.64 | 1.14 | |
| | Beko Elektronik | 1.77 | -0.36 | -0.08 | -371.0% | -23.5 | 0.13 | -4.8% | 13.2 | #NUM! | 7.3% | -34.9% | -410% | -0.76 | 0.16 | |
| | Brisa Bridgestone | 75.50 | 5.25 | 5.96 | -12.0% | 12.7 | 6.20 | -3.8% | 12.2 | 8.7% | 51.0% | -21.4% | 28% | 4.80 | 7.13 | |
| | Cimsa Cimento | 10.00 | 1.06 | 1.22 | 5.2% | 8.2 | 1.25 | -2.1% | 8.0 | 8.6% | 80.2% | -13.0% | 22% | 0.89 | 1.82 | |
| | Denizbank | 13.80 | 1.08 | 0.97 | 4.7% | 14.2 | 1.32 | 0.0% | 10.4 | 10.4% | 38.0% | -23.3% | 19% | 0.85 | 1.10 | |
| | Doğan Yavin | 4.94 | 0.06 | 0.29 | 16.1% | 16.9 | 0.25 | 0.5% | 19.9 | 100.7% | 23.5% | -35.8% | 24% | 0.22 | 0.40 | |
| | Eczacıbaşı Ilac | 6.00 | 0.17 | 0.25 | 0.0% | 24.3 | 0.34 | -24.8% | 17.6 | 41.0% | 127.3% | -15.5% | 25% | 0.22 | 0.35 | |
| | Enka Insaat | 19.50 | 0.97 | 1.14 | 2.7% | 17.1 | 1.23 | 6.6% | 15.9 | 12.4% | 121.6% | -14.1% | 29% | 0.87 | 1.97 | |
| | Ereğli Demir | 14.90 | 1.19 | 1.37 | 13.1% | 10.9 | 1.83 | 7.1% | 8.2 | 23.7% | 140.3% | -6.9% | 35% | 0.22 | 2.14 | |
| | Finansbank | 5.90 | 0.59 | 0.46 | -9.0% | 12.9 | 0.55 | -9.2% | 10.7 | -3.8% | 22.4% | -11.3% | 21% | 0.35 | 0.58 | |
| | Ford Otomotiv | 12.10 | 1.43 | 1.29 | -0.1% | 9.3 | 1.48 | 2.1% | 8.2 | 1.9% | 42.4% | -11.7% | 16% | 0.87 | 1.68 | |
| | Fortis Bank | 2.13 | 0.08 | 0.13 | -16.3% | 15.9 | 0.16 | -27.1% | 13.3 | 46.3% | 76.7% | -29.0% | 14% | 0.12 | 0.15 | |
| | Sabancı Holdings | 6.15 | 0.37 | 0.51 | -0.5% | 12.1 | 0.54 | -6.5% | 11.4 | 21.6% | 64.4% | -9.6% | 20% | 0.34 | 0.65 | |
| | Hurriyet | 3.66 | 0.25 | 0.27 | -5.7% | 13.3 | 0.34 | -9.8% | 10.7 | 16.8% | 43.0% | -30.9% | 22% | 0.19 | 0.44 | |
| | KOC Holdings | 6.65 | 0.44 | 0.61 | -8.1% | 10.9 | 0.84 | -1.4% | 7.9 | 39.0% | 53.2% | -11.9% | 39% | 0.30 | 0.99 | |
| | Migros | 16.30 | 0.45 | 0.86 | -1.6% | 19.0 | 0.96 | -2.2% | 17.0 | 46.6% | 58.3% | -16.4% | 18% | 0.58 | 1.04 | |
| | Petrol Ofisi | 6.40 | 0.56 | 0.65 | -0.4% | 9.8 | 0.77 | -0.6% | 8.3 | 17.3% | 59.2% | -24.7% | 20% | 0.44 | 0.87 | |
| | Tofas | 6.10 | 0.16 | 0.20 | 1.5% | 30.0 | 0.56 | 0.0% | 10.9 | 85.1% | 125.9% | -5.4% | 31% | 0.08 | 0.35 | |
| | Trakva Cam | 4.12 | 0.45 | 0.42 | 0.3% | 9.7 | 0.53 | 1.4% | 7.7 | 8.6% | 41.9% | -13.0% | 16% | 0.34 | 0.58 | |
| | Tupras | 30.75 | 2.88 | 3.41 | 1.3% | 9.0 | 3.85 | -0.2% | 8.0 | 15.6% | 38.5% | -5.4% | 8% | 2.96 | 3.96 | |
| | Turk Demir Dokum | 11.40 | 1.26 | 1.31 | -1.5% | 8.7 | 1.51 | 3.0% | 7.5 | 9.6% | 16.9% | -20.3% | 17% | 1.04 | 1.52 | |
| | Turk Ekonomi Bankasi | 24.30 | 1.40 | 2.00 | 9.6% | 12.2 | 2.63 | 12.8% | 9.2 | 37.0% | 131.4% | -15.5% | 15% | 1.66 | 2.34 | |
| | Turkcell | 7.80 | 0.56 | 0.76 | 6.4% | 10.2 | 0.87 | 1.9% | 9.0 | 24.1% | 47.2% | -5.5% | 40% | 0.53 | 1.62 | |
| | Turkive Garanti | 6.75 | 0.51 | 0.87 | 32.0% | 7.8 | 0.79 | -4.0% | 8.5 | 25.0% | 98.5% | -12.3% | 20% | 0.62 | 1.09 | |
| | Isbank | 6.35 | 0.40 | 0.61 | -1.4% | 10.4 | 0.73 | -2.8% | 8.7 | 34.7% | 41.1% | -21.3% | 12% | 0.50 | 0.74 | |
| | Turk Sise Cam | 5.15 | 0.47 | 0.53 | -0.8% | 9.7 | 0.65 | 0.9% | 8.0 | 17.2% | 48.0% | -17.6% | 14% | 0.43 | 0.67 | |
| | Vakifbank | 3.86 | 0.31 | 0.39 | 2.6% | 10.0 | 0.45 | 1.7% | 8.6 | 20.6% | 47.9% | -11.8% | 9% | 0.33 | 0.44 | |
| | Vestel Elek | 3.50 | 0.02 | 0.62 | 9.4% | 5.6 | 1.03 | 0.0% | 3.4 | 616.8% | 23.2% | -30.0% | 36% | 0.45 | 0.95 | |
| | Yapi Kredi Bank | 2.94 | 0.17 | 0.26 | 8.6% | 11.4 | 0.33 | 7.8% | 9.0 | 38.0% | 47.7% | -13.5% | 32% | 0.12 | 0.35 | |
| | | | | | | 11.1 | | | 9.5 | 23.1% | | | | | | |

KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

| | Společnost | Událost |
|--------------------|------------|--|
| Květen 2007 | | |
| 3.5. | CME | Výsledky za 1Q 2007 |
| 11.5. | KB | Výsledky za 1Q 2007 |
| 14.5. | Zentiva | Výsledky za 1Q 2007 |
| 15.5. | Unipetrol | Konsolid. a nekonsolid. výsledky za 1Q 2007 |
| 17.5. | ČEZ | Výsledky za 1Q 2007 |
| 30.5. | Orco | Výsledky za 1Q 2007 |
| 30.5. | Pegas | Výsledky za 1Q 2007 |
| 31.5. | Pegas | Auditované výsledky 2006 |
| 31.5. | ECM | Nekons. výsledky za 1Q 2007 |
| 31.5. | Erste bank | Řádná VH |
| Červen 2007 | | |
| 5.6. | Erste | Ex-dividend za rok 2006 |
| 6.6. | Erste | Výplatní den dividendy |
| 6.6. | Zentiva | Řádná VH, rozhodnutí o dividendě za 2006 (návrh 11.5 Kč) |
| 18.6. (odhad) | Zentiva | Ex-dividend 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 akcii 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. Prognózaná 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. Prognózaná 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 | 16.3.07 | 1 650 | koupit |
| 18.10.06 | 989 | koupit | 7.11.06 | 1 460 | akumulovat |
| 1.8.06 | 962 | koupit | 10.8.06 | 1 390 | akumulovat |
| 29.5.06 | 962 | koupit | 12.5.06 | 1 410 | akumulovat |
| 3.2.06 | 893 | koupit | 20.3.06 | 1 390 | akumulovat |
| 6.12.05 | 873 | akumulovat | 14.11.05 | 1 315 | akumulovat |

| Telefónica O2 ČR | | | Unipetrol | | |
|------------------|------------------|------------|-----------|------------------|------------|
| Datum | Cílová cena (Kč) | Doporučení | Datum | Cílová cena (Kč) | Doporučení |
| 8.3.07 | 600 | držet | 20.11.06 | 262 | koupit |
| 25.9.06 | 550 | koupit | 10.7.06 | 251 | koupit |
| 4.5.06 | 608 | koupit | 22.2.06 | 261 | prodat |

| Komerční banka | | | Orco | | |
|----------------|------------------|------------|---------|------------------|------------|
| Datum | Cílová cena (Kč) | Doporučení | Datum | Cílová cena (Kč) | Doporučení |
| 5.5.07 | 4400 | akumulovat | 28.3.07 | 3 690 | držet |
| 27.3.06 | 3 800 | akumulovat | 21.4.06 | 108.8 (€) | akumulovat |

| CME | | | ECM | | |
|---------|-------------------|------------|-----------|------------------|------------|
| Datum | Cílová cena (USD) | Doporučení | Datum | Cílová cena (Kč) | Doporučení |
| 31.1.07 | 98 | akumulovat | 15.2.2007 | 1914 | kupovat |
| 3.2.06 | 68 | koupit | | | |

| Pegas | | |
|----------|------------------|------------|
| Datum | Cílová cena (Kč) | Doporučení |
| 1.3.2007 | 806 | akumulovat |

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 veřejně 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 (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 |
| Pegas | 4, 5 |
| ECM | 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

| | SPAD9 | SPAD9 se vztahem k EBG |
|------------|-------|---------------------------|
| Kupovat | 33% | 20% |
| Akumulovat | 33% | 60% |
| Držet | 33% | 20% |
| Redukovat | 0% | 0% |
| Prodávat | 0% | 0% |

KONTAKTY

[HTTP://WWW.CSAS.CZ/ANALYZA](http://www.csas.cz/analyza)

| | | | |
|---|---------------------------|-------------------|--|
| Odbor Ekonomické a strategické analýzy | | | |
| Ředitel odboru, investiční strategie | Viktor Kotlán | +420/224 995 217 | vkotlan@csas.cz |
| Makro tým (Střední Evropa) | Mária Fehérová | +420/224 995 232 | mfeherova@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 |
| Makro tým (ČR), team-leader | David Navrátil | +420/224 995 439 | dnavratil@csas.cz |
| Akciový tým (CEE Real Estate) | Petr Bártek | +420/224 995 227 | pbartek@csas.cz |
| Akciový tým (svět) | Ján Hájek | +420/224 995 324 | janhajek@csas.cz |
| Akciový tým (ČR) | Radim Kramule | +420/224 995 213 | rkramule@csas.cz |
| Akciový tým (ČR, CEE Media), team-leader | Jakub Židoň | +420/224 995 340 | zidon@csas.cz |
| Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování | | | |
| Ředitel úseku | Petr Witowski | +420/224 995 800 | pwitowski@csas.cz |
| | Robert Novotný | +420/224 995 148 | movotny@csas.cz |
| Odbor Obchody treasury – ředitel odboru | Libor Vošický | +420/224 995 592 | lvosicky@csas.cz |
| Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru | Pavel Křivonožka | +420/224 995 565 | pkrivonozka@csas.cz |
| Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru | Daniel Drahotský | +420/224 995 178 | dprehotsky@csas.cz |
| Odbor Proprietary trading | Dušan Vaškovic | +420/224 995 417 | dvaskovic@csas.cz |
| Úsek Investiční bankovnictví | | | |
| Ředitel úseku | Jan Brabec | +420/224 995 816 | jbrabec@csas.cz |
| | Jiří Hrbáček | +420/224 995 836 | jhrbacek@csas.cz |
| Odbor Primární emise | Alice Racková | +420/224 995 197 | arackova@csas.cz |
| Odbor Finanční instituce – ředitel odboru | Jana Daňková | +420/224 995 128 | jandankova@csas.cz |
| Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru | 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 | Guenter Artner | +43 501 00 115 23 | guenter.artner@erstebank.at |
| akcie – sektor ropa, plyn | Tamás Pletser | +361 235 51 33 | tpletser@erstebank.com |
| akcie – sektor bankovnictví | Guenter Hohberger | +43 501 00 173 54 | guenter.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 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 |