

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

7.8.2007
Srpen

Český akciový trh

- Aktualizace reportu na TO2 CR (necháváme doporučení držet a zvyšujeme 12M cílovku na 620Kč)
- Červenec znamenal rozjezd pololetní výsledkové sezóny: KB, CME a Zentiva jsou již venku
- Cena 60eur za MWh na rok 2009 na PXE oproti 54,55eur v Německu...je v tom ALE háček!

Zahraniční akcie

- Aktualizace dat

| Akcie | Kurz (Kč) 3.8.2007 | Roční cílová cena (Kč) | Investiční doporučení (datum zveřejnění) | Oček. výnos p.a. | Komentář |
|----------------------------------------------------|-----------------------|---------------------------------|---------------------------------------------------|------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Investiční doporučení pro český akciový trh | | | | | |
| CME | 1 918 | 97,8 USD | akumulovat (31.1.07) | 7,1% | 2Q výsledky lehce negativní díky problémům na Ukrajině. Digitalizace by měla být do 10/2010, přičemž Nova má dostat jednu licenci jako bonus za vypnutí analogu. Reklama má v omezené míře zůstat na ČT. Vláda má rozhodnout o novele v září - lehce pozitivní pro CME. CME dokoupila 20% v TV Markíza a nyní má 100%, v souladu s LT strategií – neutrální |
| ČEZ | 1 076 | 1 045 | držet (8.6.07) | (3,4%) | Finanční ředitel p. Vobořil prohlásil, že plánovaný zisk ČEZ pro rok 2007 bude pro společnost výzvou. Dále MUS a E.ON oznámili, že chtějí postavit 1200MW elektrárnu, přičemž ČEZ dříve jednal o podobné výstavbě v Počeradech. Obě zprávy se tak jeví negativně pro ČEZ. Jinak buyback stále pokračuje a prodej balíku státu zatím v nedohlednu |
| Telefónica O2 CR | 584 | 620 | držet (31.7.07) | 6,2% | Vydali jsme nový report se zvýšenou cílovkou na 620 Kč, ale doporučením stále držet. Výsledky v něčem lepší, v něčem horší, ale hlavně jsou zde i levnější telekomy (tedy ve Střední Evropě) |
| Komerční banka | 4 096 | 4 400 | akumulovat (5.5.07) | 9,7% | Komerční banka reportovala pololetní zisk s opticky vysokým 15% růstem. Po očištění o jednorázové položky ale zbývá zase jen náš starý známý lehce rostoucí titul se solidní dividendou (potvrzujeme akumulovat). |
| Orco | 2 929 | 3 690 | držet (28.3.07) | 39,3% | CFO Orca v rozhovoru pro Thomson nevypadal zrovna optimisticky, když řekl, že věří na konci roku v růst NAV a potvrdil 10% zvýšení výhledu tržeb. Popravdě jsme si to přeložili jako profit warning na 1H 07. I přesto v pololetí očekáváme asi 5% nárůst NAV. Navíc při pohledu na P/NAV a velký akviziční apetit Orca (hlavně v Rusku) máme docela chuť zvýšit doporučení. |
| Philip Morris CR | 10 086 | 9 655 | redukovat (12.6.07) | (4,9%) | PM CR vyzval zájemce o svůj nepoužívaný areál v Novém Jičíně, aby do 22.8. podali nabídky. Jedná se o areál 37,7tis m2 a odhadujeme, že by prodejní cena mohla dosáhnout 100mil. Kč (cca 37Kč/akcii). Lehce pozitivní, pokud by PM CR ještě letos zrealizoval. |
| Unipetrol | 292,6 | 262 | koupit (20.11.06) | (34,1 %) | Unipetrol oznámil fúzi Chemopetrolu a Unipetrol Rafinerie do Unipetrol RPA, mělo by přinést 100milionové úspory. Unipetrol hledá akviziční příležitosti v chem. prům. a distribuci poh. hmot, 1H by mělo být z hlediska výsledků dobré. Stále vnímáme Unipetrol pozitivně... |
| Zentiva | V revizi | V revizi | V revizi | -- | Zentiva zveřejnila výsledky za 2Q v souladu se svými předběžnými odhady z července při varování o zisku. Zentivě se především nedaří v ČR a má problémy i v Rumunsku. Ostatní země zaznamenávají růst. Po výrazném oslabení o cca 17% by akcie mohly mírně ožít. |
| Pegas | 770 | 849 | držet (3.7.07) | 11,1% | Pamplona kompletně exitovala z Pegasu, největším akcionářem tak je fond Templeton ze skupiny Franklin Resources s 9,2%. V Pegasu tak nastává vláda managementu bez strategického investora, což se jeví lehce negativně, neboť může chybět určitý vizionářský pohled |
| ECM | 1 703 | 2 160 | koupit (14.6.07) | 30,7% | ECM sice oznámila novou strategii a objem chystaných projektů v souladu s naším očekáváním, naznačila ale vyřešení problému s akciovými opcemi. Krátkodobě bude záležet na vývoji celého sektoru a také na 1H 07 výsledcích (kde jsme docela optimističtí) |

Poznámka: Roční cílová cena = cílová cena v horizontu 12 měsíců od datu vydání investičního doporučení (viz závorka v následujícím sloupci). Očekávaný výnos p.a. se počítá jako ANUALIZOVANÝ podíl roční cílové ceny a aktuální ceny akcie. Aktualizace se vztahuje k horizontu mezi dneškem a uplynutím 12M horizontu od vydání investičního doporučení.

ČESKÁ REPUBLIKA

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

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

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

Český akciový trh

Červenec: dlouho očekávaná korekce přišla ze zámoří

Konec července přinesl mírnou korekci na pražské burze, kdy si index PX meziměsíčně pohoršil o 3,73% a končil na 1789,8 bodech. Meziročně je však stále o 24,63% v plusu. Mírný pokles pokračuje i začátkem srpna, ale zatím se zdá, že se index PX drží. Volatilita vzrostla a rozdíl mezi měsíčním minimem (1 764,7) a maximem (1903,8) je 139b. Hlavním zdrojem poklesu byl opět výprodej v USA, který negativně dopadl na světové burzy. Za problémy v USA stojí již delší dobu problémy v realitním sektoru, který se rozlil částečně i na finanční sektor tím, jak určité deriváty (navázané na hypotéky) ztrácejí na svých hodnotách. V USA také zároveň proběhla hlavní část výsledkové sezóny za 2Q 07 a firmám se stále daří – zisky firem S&P 500 rostly v průměru o 7%, oproti očekávání 4,1%. Nicméně obavy investorů z možných následků rozliší problémů realitního sektoru do jiných odvětví a také na spotřebu domácností zatím trhy brzdí a jakákoliv špatná zpráva má na trhy negativní dopad. Očekáváme proto, že určitá nervozita na trzích v následujících dnech, či týdnech ještě potrvá.

Mezi největšími propadáky července byly Zentiva, Orco, PM ČR a CME. Je třeba podotknout, že padala vesměs celá burza. K tomu navíc vydala varování ohledně plánovaných zisků firma Zentiva. Zároveň vydala předběžné odhady výsledků za 2Q a připsala si tak největší ztrátu (-16,9%). ČEZ (-1,8%) a Orco (-13,6%) vesměs naznačily, že by výsledky za 2007 nemusely být tak dobré, jak jsme v minulosti byli zvyklí (nižší růst zisků). Oba realitní tituly (ECM a Orco) opět navázaly na své ztráty z minulých měsíců a jejich konsolidaci lze očekávat až při celosvětovém zlepšení výhledů na sektor realit. Každopádně z fundamentálního hlediska jsou tyto společnosti momentálně podhodnoceny a očekáváme jejich růst. Meziměsíčně se do plusu dostaly pouze dvě akcie a to Komerční Banka (3,6%) a Unipetrol (2,4%). Unipetrol se pravděpodobně nedostal do červených z důvodu velkého růstu na začátku července, kdy překonal 300Kč a proto se ho korekce v meziměsíčních číslech zdánlivě nedotkla. Obdobně to bylo i s KB, která navíc zveřejnila výsledky za 2Q 07 mírně nad očekáváním trhu.

Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

| | Index / akcie (Kč) | | % změna za | | |
|------------------|--------------------|---------|------------|---------|--------|
| | 31.7.2007 | 29.6.07 | 1M | 3M | r.2007 |
| PX | 1789.8 | 1859.1 | (3.7%) | (0.9%) | 12.6% |
| CME | 1918.0 | 2063.0 | (7.0%) | 2.3% | 31.2% |
| Telefónica 02 CR | 584.0 | 596.3 | (2.1%) | (5.7%) | 22.7% |
| ČEZ | 1076.0 | 1096.0 | (1.8%) | 6.5% | 12.1% |
| Erste Bank | 1552.0 | 1667.0 | (6.9%) | (6.7%) | (3.1%) |
| Komerční banka | 4096.0 | 3954.0 | 3.6% | 5.6% | 32.2% |
| ECM | 1703.0 | 1820.0 | (6.4%) | (12.3%) | 19.0% |
| Orco | 2929.0 | 3389.0 | (13.6%) | (15.4%) | 6.3% |
| Pegas | 770.0 | 809.0 | (4.8%) | (6.3%) | 2.8% |
| Philip Morris ČR | 10086.0 | 11050.0 | (8.7%) | 0.5% | (7.0%) |
| Unipetrol | 292.6 | 285.8 | 2.4% | 22.3% | 24.9% |
| Zentiva | 1198.0 | 1442.0 | (16.9%) | (19.4%) | (5.5%) |

V červenci, přes „prázdninový“ režim, stoupla aktivita na PSE, kdy se zobchodovalo akcií celkem za 83mld. Kč. Meziměsíčně tak aktivita vzrostla o 19,9%. Je nutné dodat, že tento růst je třeba především přičíst posledním červencovým dnům, kdy se díky korekci objemy obchodů výrazně znásobily (např. 27.7. se za jeden den zobchodovalo akcií za více než 10mld Kč). Poslední tři měsíce se pak obchodovalo následovně: červen 69,8mld Kč, květen 83,2mld Kč a duben 76.95mld Kč. V červenci bylo 20 burzovních dnů a průměrný denní objem činil 4,15 mld. Kč. Z jednotlivých titulů byly stabilně nejobchodovatelnější akcie ČEZu, kterých se zobchodovalo dohromady za 34 mld. Kč (mírný nárůst oproti minulému měsíci) a představovaly 40,1% objemu obchodů. 2.-4. místě se v červnu seřadily akcie Zentivy s 10,5mld Kč (hlavně díky varování o zisku), Komerční Banka s 9,8mld Kč a Erste Bank s 8,6mld Kč. Poslední tři místa obsadily CETV s 1,6mld Kč, ECM s 1,1mld Kč a Philip Morris CR s 0,8mld Kč. Nebývale velký objem obchodů zaznamenal Pegas (až 4x násobek obvyklého objemu), ale to především díky exitu Pamplony (43% podíl), která podíl rozprodala institucionálním investorům skrze zrychlené bookbuilding. Průměrné denní obchody s akciemi ČEZ činily 1,7 mld. Kč a s PM ČR 40 mil. Kč.

Tabulka: Objemy obchodování

| | Červenec 2007 | | Červen 2007 | |
|------------------|--------------------------|-------------------|--------------------------|-------------------|
| | objemy obchodů (mld. Kč) | % z celk. obchodů | objemy obchodů (mld. Kč) | % z celk. obchodů |
| ČEZ | 34,0 | 40,1 | 29,9 | 42,9 |
| Zentiva | 10,5 | 12,4 | 7,7 | 11,0 |
| Komerční banka | 9,8 | 11,6 | 6,8 | 9,8 |
| Erste Bank | 8,6 | 10,1 | 7,1 | 10,2 |
| Telefónica 02 CR | 8,5 | 8,5 | 7,4 | 10,6 |
| Orco | 3,5 | 4,1 | 2,6 | 3,8 |
| Pegas | 3,4 | 4,1 | 0,7 | 1,0 |
| Unipetrol | 2,9 | 3,4 | 3,2 | 4,6 |
| CETV | 1,6 | 1,9 | 2,7 | 3,8 |
| ECM | 1,1 | 1,3 | 1,1 | 1,6 |
| Philip Morris CR | 0,8 | 1,0 | 0,5 | 0,7 |

Bloomberg také nedávno zveřejnil statistiku objemu obchodů na evropských burzách za 1H 2007. Ty v průměru rostly o desítky procent až na pražskou burzu (plus 2% y/y), navzdory bohatnutí občanů a růstu úspor. PSE (17,4mld eur) byla v minulosti leaderem v CEE v objemech obchodování, ale od roku 2005 se propadla na současné 4. místo za Vídeň (47,95mld eur), Varšavu (32,9mld eur) a Budapešť (17,8mld eur). Lze to částečně vysvětlit prakticky žádnými IPO v ČR a také minulým, překotným růstem. Investoři se samozřejmě poohlíží po trzích dále na východ, které nabízí v současnosti vysoké výnosy a také množství kótovaných firem. Vlastovkou na lepší časy PSE by mohlo být oznámení záměru vstoupit na burzu společnosti AAA Auto a spekuluje se i o OKD.

Politika: kromě několika fotek z dovolených našich politických špiček, klid před bouří...

Asi nejdůležitější událostí v politice s vlivem na akciové trhy, přesněji CME, bylo v červenci postoupení návrhu digitalizace (digitalizace od 10/2010, reklama zůstává na ČT) k jednání vlády od legislativní rady vlády, která by mohla rozhodnout pravděpodobně v září. Po prázdninách by se pak měly znovu rozběhnout kola jednání o připravovaných reformách veřejných financí a také již i reformě zdravotnictví (Zentiva).

Je libo hlas po drátě? TO2: Držet, cíl 620 Kč

Po pololetních výsledcích jsme zvýšili naši 12M cílovou cenu pro Telefónicu O2 ČR ze 600Kč na 620Kč/akcii a potvrdili doporučení "držet". Výsledky poměrně solidně překonaly naše očekávání a příjemně překvapil hlavně zastavený pokles tržeb u pevných linek - lví podíl na výsledku pevných linek má ale nedávno získaný kontrakt od státu, což není úplně to, kvůli čemu bysme tančili. V odhadech jsme tak zpomalili očekávaný pokles tržeb u pevných linek z -5.3% na -1,6%. Pozitivní je i přes počáteční ztrátu vysoký počet (455 tisíc) zákazníků u nově otevřené pobočky na Slovensku. Na druhou stranu jsme kvůli nižšímu růstu v SMSkách a spol. snížili odhady růstu mobilního segmentu. Hlavní zásluhu na zvýšeném odhadu EPS tak má náš pozitivnější náhled na objem investic/odpisů – Slovensko, zdá se, nebude příliš investičně nákladné.

Při pohledu na srovnání s CEE konkurencí jsou ale dobré výsledky TO2 více než započítány v ceně. P/E 20,3 proti průměru 14,7x na 2007 – O.K., Telefonica v nejbližších třech letech vypadá jako nejlépe zajištěná proti poklesu pevných linek. Ale P/E 2009 na 16,6 proti průměru 12,4x již ukazuje, že to s tím náskokem není až tak slavné... TO2 prostě nyní těží z očekávání dividendy a možná také prodeje některých aktiv, dlouhodobě ale tady větší potenciál nevidíme.

ECM ladí mířidla a chce se vypořádat s warranty

Dva zajímavé momenty připravilo investorům tento měsíc ECM. Dlouho očekávané zveřejnění nové strategie ukázalo snahu firmy o expanzi do Polska, Rumunska a na Ukrajinu. Podíl zmíněných tří zemí nepřesáhne 30% portfolia, 25% by mělo zůstat v Rusku a zbytek v ČR. Firma také zveřejnila, že má v současnosti blízko dokončení akvizice v celkové hrubé hodnotě (tj. hodnota projektu po dokončení) cca 800 mil. Eur. Nejvíce se firma bude soustředit na polská regionální města, kde chce stavět kancelářské projekty a také nadstandardní byty. Celkově pro nás zveřejněná strategie nepřinesla významnější překvapení, když všechny zmíněné segmenty a regiony jsou asi to nejméně atraktivní co lze dnes v CEE nalézt – lze tedy očekávat, že ECM bude i do budoucna přinášet vysoké IRR nad 25%. Oznámený objem projektové pipeline je také přibližně v souladu s naším, nutno říci optimistickým, výhledem investic na příští tři roky (doba od akvizice projektu po jeho dokončení). Dopad oznámené strategie na ocenění je tedy víceméně neutrální. Co vnímáme mírně negativně je fakt, že ECM od svého uvedení na burzu stále ještě žádný z plánovaných projektů nedotáhla k finálnímu podpisu.

Na druhou stranu firma přinesla velmi povzbudivé informace ohledně jednoho velkého strašáka, což je 1,7mil. ks akciových opcí vydaných ještě před IPO. Nejdříve majoritní vlastníci ECM a zároveň vlastníci velkého množství těchto opcí oznámili, že v nejbližší době nebude opce uplatňovat – tj. krátkodobě nehrozí velké ředění NAV nebo nové akcie na trhu. Následně pak firma po výrazném poklesu akcií oznámila, že se pokusí tyto opce z trhu odkoupit a zrušit je. Pokud by se to ECM povedlo, pak by to při současném kursu znamenalo o téměř deset procent vyšší NAV než je naše současné očekávání na konec roku (61,5 Eur).

Náš výhled na výsledky za první pololetí (28. srpna) je díky vysokým očekávaným ziskům z přecenění developerských projektů příznivý. ECM např. nedávno dohodlo prodej projektu City Deco za cenu o více než 15% vyšší než naše původní odhady. Předpokládáme tedy za 1H zhruba dvouciferný růst NAV oproti hodnotě z konce roku. Zůstáváme tak na tento titul, i přes současnou medvědí náladu na realitních titulech, pozitivní.

Pegas: samovláda managementu po odchodu Pamplony...

Rychlý odchod Pamplony z firmy Pegas byl pro nás do určité míry překvapením. Domnívali jsme se, že Pamplona tak učiní nejdříve po spuštění nové, 8. linky v říjnu. Dalším překvapením byla 100% úspěšnost prodeje celého 43% balíku Pegasu v zrychleném bookbuildingu za cenu 780Kč/akcii (v té době asi o 20Kč méně než se akcie prodávaly na burze). Zájemci byli z řad institucionálních investorů a největším investorem v Pegasu se stal fond Templeton (nepřímá dcera společnosti Franklin Resources) s 9,21% podílem na základním kapitálu.

Dá se říci, že s odchodem Pamplony se kormidla ujal management Pegasu. Co se řízení firmy týká, tak jej považujeme za vysoce kvalifikovaný a schopný, ale máme určité obavy o to, kdo převezme roli vizionáře a стратега v dlouhodobém horizontu. Z hlediska budoucí, možná i mezinárodní expanze, by Pegasu strategický partner chybět mohl. Ve střednědobém horizontu vidíme Pegas pozitivně, jelikož hlavní investiční plány jsou již připravené (instalace 8. linky v říjnu a plán na linku 9. v horizontu 2 let), ale v delším období bychom rádi viděli mezi akcionáři strategičtějšího partnera Pegasu, než jen institucionální fondy.

CME: 2Q výsledky - růst zisků v ČR, problémy na Ukrajině

Výsledky CME za 2Q byly nad očekáváním trhu, ale pod našimi odhady co se provozní části a čistého zisku týká. Pět ze šesti trhů, kde CME působí, zaznamenaly rekordní výsledky, jak bylo vidět i na růstu EBITDA meziročně o 38%. Nicméně výsledky na Ukrajině byly daleko pod odhady.

Hlavními důvody problémů na Ukrajině jsou rostoucí náklady na vysílací práva převážně ruských filmů, které jsou zde velmi populární. Navíc největší konkurent CME, společnost Inter, údajně razantně snížil ceny za reklamu, aby nalákal inzerenty a získal větší tržní podíl. Generální ředitel CME p. Garin řekl, že výhled výsledků na rok 2007 na Ukrajině je zatím nejasný a bude také dosti záviset na výsledku parlamentních voleb v září.

CME zároveň upravilo výhled výsledků z května na celý rok 2007, kdy rozšířilo cílové pásma pro tržby na 760-790mil. USD (původně 764-784mil) a EBITDA na 280-306mil. USD (původně 296-306mil). Společnost chce tak zahrnout větší riziko a nejistotu ohledně operací na Ukrajině.

Další události, které mají vliv na CME, byly: odkoupení zbývajících 20% v TV Markíza za cca 76mil. USD (neutrální pro CME, jelikož cena odpovídá trhu); očekávání růstu cen TV reklamy v ČR v roce 2007 o 20% podle Media Research agentury, což je v souladu s našimi odhady (mírně pozitivní) a postoupení návrhu (v souladu s očekáváním...digitalizace do října 2010) digitalizace vysílání v ČR vládě (od legislativní rady vlády).

Celkově vzato byly výsledky CME neutrální až lehce negativní a budou mít lehce negativní dopad na naši plánovanou aktualizaci cílové ceny a doporučení. Nicméně dynamika růstu tržeb a zisku zůstává silná a nemění náš dlouhodobý pozitivní výhled na společnost.

Zentiva: propadák měsíce po vydání varování o zisku

Zentiva vydala v pátek 27.7. oznámení o varování zisku za 2Q 2007. Akcie tak nabraly směr dolů a odepsaly si za jeden den přes 16%. Nedávno pak Zentiva zveřejnila své výsledky za 2Q, které byly v souladu s vydaným varováním a předběžnými čísly.

Tržba vzrostly meziročně o 4.7 % na 3.4 miliard Kč, EBIT spadl meziročně o 38.2 % na 349.9 mil. Kč a čistý příjem poklesl o 18 % na 312.4 mil. Kč. Špatné výsledky byly způsobeny hlavně díky zhoršujícímu se cenovému prostředí na svém největším trhu v České republice, kde tržby Zentivy meziročně lehce poklesly (navzdory růstu objemu prodeje v ČR v 1H). Zentiva tento pokles připisuje novým vyhláškám ministra Julínka, které prý cenově zvýhodňují zahraniční výrobce. Dalším důvodem jsou rostoucí marketingové náklady a také jednorázové odpisy nesplacených pohledávek v Rumunsku. Ukazuje se, že především nárůstem pohledávek krytý rychlý růst místního trhu nemůže trvat donekonečna a spoléhání výrobců na zásah státu bylo asi krátkozraké. Zentiva je tak nucena tyto pohledávky odepisovat (řádově za 1H za 200mil. Kč)

Podle slov generálního ředitele pana Michala, je prognóza společnosti poněkud méně dynamická, než bylo dříve oznámeno a kromě toho společnost zredukovala svůj roční výhled organického růstu tržeb v roce 2007 z 10 % na 7-8%, zatímco se očekává mírné snížení marží na 15%. Z toho nám vyplývá, že management letos neočekává žádný organický růst zisku! Konsolidace turecké akvizice by měla přidat nějaké 3 miliardy Kč do tržeb za 2H, ale vliv na zisk bude zatím nulový až záporný. Počítá se však s tím, že turecká dcera bude mít v budoucnu mnohem důležitější význam a pozitivní vliv na výsledky. Zentiva se chce hlavně zaměřit na východ (jako je Rumunsko, Ukrajina, Turecko), kde očekává silnější růst tržeb než v České republice (zde naopak očekává stagnaci).

Zentiva je také údajně ve sporu ohledně loni prodaných pozemků v Rumunsku. Co se týče možných souvisejících jednorázových nákladů, tak informací je prozatím minimálně a nezbyvá než vyčkat.

Myslíme si, že dlouhodobý výhled na Zentivu je pozitivní. V kratším horizontu bude záležet jak rychle začlení Zentiva turecké operace do své skupiny a jak se vyrovná s cenovou erozí v ČR a jednorázovými náklady v Rumunsku. Pro výraznější růst ceny akcií v současnosti prostor nevidíme a určitou hranici možného růstu vidíme v současnosti cenu okolo 1300Kč/akcii.

PM ČR: 1H výsledky na obzoru...jak nás asi překvapí?

PM ČR zveřejňuje své výsledky pouze na půlroční bázi, navíc nezveřejňuje jakékoliv výhledy ohledně svého hospodaření, proto očekávané výsledky za 1H koncem srpna budou pro všechny zajímavé. Odhadujeme, že konsolidované tržby dosáhnou 4,4mld Kč (y/y -8,9%), EBITDA 1,3mld Kč (y/y -21%), EBIT 1,1mld Kč (y/y -23,8%) a čistý zisk 0,86mld Kč (y/y -21,7%). Odhadujeme, že výsledky budou negativně ovlivněny zvyšováním spotřební daně na tabák a tvrdému konkurenčním prostředím na českém trhu. Samozřejmě vzhledem k nedostatku informací, mohou být výsledky překvapivě negativně, stejně jako pozitivně.

Navíc Altria, matka koncernu kam Philip Morris CR spadá, ve své pololetní zprávě uvedla, že tržní podíl PM CR v České republice vzrostl ve 2Q o 3,1% na 60,4% díky nové zásobovací politice. Zatímco prodeje cigaret PM CR poklesly ve 2Q 07 o 22,7% a celková spotřeba v ČR poklesla o 26,6% díky růstu spotřebních daní. Mezičtvrtletní růst tržního podílu mohl být způsoben změnou zásobovací politiky, každopádně 60,4% je v souladu s našim očekáváním 60,8% za celý rok 2007. Pokles prodeje o 22,7% je vyšší než naše očekávání na rok 2007 (pokles zhruba o 11%). Nejdůležitějším údajem je však masivní pokles celkové spotřeby v ČR o 26,6%, jelikož očekáváme za celý rok pokles o zhruba 12%. Domníváme se však, že celoroční údaje se více přiblíží našim

odhadům, ale situace na trhu se v současnosti zdá mnohem složitější, než jsme očekávali a zdá se, že podporují náš negativní pohled na PM ČR.

Koncem července PM ČR požádal případné zájemce, aby zaslali své nabídky na odkup nepoužívaného areálu PM ČR v Novém Jičíně a to do 22.srpna. Jedná se o průmyslový areál v blízkosti centra o rozloze 37,7tis m2 a jeho cenu odhaduje na 100mil. Kč. Pokud by PM ČR prodej zrealizoval ještě letos, tak by očekávaný výnos představoval přibližně 36Kč na akcii a byl by mírně pozitivní pro PM ČR.

Celkově vzato se domníváme, že dostupné údaje potvrzují klesající spotřebu v ČR a další substituci k levným značkám. Naš negativní odhad vývoje trhu by se tak mohl naplnit a PM ČR vykázat v roce 2007 jeden z nejhorších výsledků hospodaření ve své historii.

ČEZ a elektřina: 60 Eur za 1 MW na 2009 – co s tím?

Tak se nám rozjela energetická burza a nutno podotknout, že první týdny ukázaly jakou roli může v budoucnu hrát při cenotvorbě. Poslední červencový týden se začalo obchodovat s (již v minulém měsíčníku popisovaném) složeném kontraktu na celé roky 2008 a 2009. Kdo si mezi koncem července a srpna bude chtít koupit elektřinu za podle nás příznivou „zafixovanou“ cenu 50.4 EUR za MWh na rok 2008, koupí si zároveň (ale za „floatovou“ cenu) kontrakt na celý rok 2009. A zájem o tento produkt byl relativně velký, jen první den se prodalo téměř 2 procenta roční kapacity!!! Pokud to takhle půjde dál, může opravdu burza fungovat jako věrohodný cenový katalyzátor. Na druhou stranu stále máme na paměti, že lákavě vypadá hlavně zafixovaná cena na rok 2008. A co až se koncem srpna začne obchodovat i s "dvaosmičkou" na základě poptávky a nabídky.

Pár slov ještě k ceně futures na 2009. Cena se v prvních dnech dostala až na téměř 60 Eur za MWh (teď mě tak napadlo, píše o cenách, ale nikde jsem ještě nepoznámel, že se jedná o velkoobchodní ceny elektřiny, tudíž dostat se k maloobchodní ceně je potřeba ještě něco přihodit), ale je potřeba k tomu přidat komentář, jak se trh k této ceně dostal. Je totiž zvláštní, že cena za rok 2009 je vyšší než 2008, když např. cena futures na ropu je s každým rokem nižší. Zaprvé, je potřeba se podívat do sousedního Německa, vzít ceny futures na rok 2008 a 2009 a sečíst je (v eurech za MWh 56,45 a 55,45 respektive). Od těch zhruba 112 Eur se odečte zafixovaná cena na rok 2008 v ČR (50,4 Eur/MWh) a abychom se dostali k té hranici 60 Eur, zbývá nám ještě odečíst ceny přeshraničních profilů na příští dva roky. Jednoduše tedy zjistíme, že trh očekává pokles cen přeshraničních profilů s Německem v následujících dvou letech na 1,6 Eur (tedy cca 0,8 Eur/rok). Pro letošek platí cena 5,5 Eur. Osobně si myslím, že ceny profilů půjdou dolů, ale poněkud pomaleji, takže cena elektřiny kolem 60 Eur se mi zdá trochu vysoká. V podstatě ale cena složeného kontraktu (50,4 + 60) podle očekávání kopíruje ceny v Německu (56,45 + 55,45). Znovu opakuji, více napoví až "rozštěpení" složeného produktu.

Vyšší růst KB díky přecenění akvizic

Po několika čtvrtletích slabého růstu Komerční banka ve 2Q 07 reportovala růst zisku o 15%/y na 2,78 mld. Kč, což bylo 9% nad našim odhadem a 10% nad konsensem. Hlavním důvodem bohužel byly jednorázové zisky z přecenění nedávno získaných podílů v Modré Pyramidě (nyní KB vlastní 100% MPSS) a také vymizení jednorázových nákladů z loňského roku. Čistý úrokový příjem a čistý příjem z poplatků rostly meziročně jen o několik

procent – zatímco objemy hypoték dál rostou o 34%, úroková marže se v 1Q vydala na jih a ve 2Q se jen částečně spravila. U příjmů z poplatků proti masivním diskontům na podporu úvěrů nepomáhá ani rostoucí cross-selling se sestrami a dceřinkami. Náklady pak zatím (po očištění) rostou mírně nad příjmy, nejvíc přitom opravné položky k retailovým úvěrům...

Ve druhém pololetí ale díky růstu sazeb ČNB můžeme očekávat oživení úrokové marže a také Modrá Pyramida bude dál podporovat růst. Náš výhled na dividendu se tak drží okolo 170 Kč (DY 4,3%) a s každým dalším hikem ČNB můžeme počítat s lepším krátkodobým růstem. Dlouhodobě pak bude zajímavé sledovat, jestli KB svými mohutnými kampaněmi v oblasti hypoték zvýší svůj tržní podíl nebo jen donutí zbytek trhu ke snížení marží...

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 | držet | držet | -- | akumulovat | držet | -- | držet | koupit | akumulovat | akumulovat |
| 12-měs. cílová cena (Kč) | 98,7 USD | 620 | 1045 | -- | 4 400 | 3 690 | -- | 262.00 | 1 650 | 2 160 | 806 |
| Cena (Kč) (6.8.) | 1 758 | 582.0 | 1074.0 | 1 512 | 3 907 | 2 895 | 9 860 | 285.3 | 1237.0 | 1634.0 | 760.5 |
| Roční min (Kč) | 1 253 | 437.3 | 742.2 | 1276 | 3 076 | 2 364 | 8 873 | 184.7 | 1107.0 | 1623.0 | 760.1 |
| Roční max (Kč) | 2 163 | 622.8 | 1142.0 | 1 741 | 4 249 | 3 706 | 12 201 | 309.0 | 1548.0 | 1831.0 | 824.5 |
| Tržní kapital. (mld. Kč) | 70.7 | 187.5 | 635.9 | 463.1 | 148.5 | 20.7 | 27.1 | 51.7 | 47.2 | 6.3 | 7.0 |
| 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 | Templeton - Franklin R. |
| %podíl hl. akcionáře | 19.4% | 69.4% | 67.6% | 30.5% | 60% | 21.5% | 77.6% | 63% | 24.9% | 55.0% | 9.2% |
| Free float (%) | 71.3% | 30.6% | 32.4% | 64.5% | 40% | 78.5% | 22.4% | 37% | 56.3% | 45.0% | 88.8% |

| | 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 | 74.7 | 158.0 | 21.6 | 90.6 | 23.4 | 21.1 | 29.6 | 22.1 | 18.1 | 12.1 | 12.3 |
| EV/EBITDA | 21.3 | 15.2 | 12.2 | 6.8 | 6.6 | 6.7 | 13.7 | 10.5 | 9.1 | -- | -- |

| | Philip Morris CR (Kč, IFRS, konsolid.) | | | Unipetrol (Kč, IFRS, konsolidováno) | | | Zentiva (Kč, IFRS, konsolidováno) | | |
|-------------------|----------------------------------------|--------|-------|-------------------------------------|--------|--------|-----------------------------------|--------|--------|
| | 2005 | 2006 | 2007e | 2005 | 2006 | 2007e | 2005 | 2006p | 2007e |
| Tržby (mil.) | 11 790 | 10 031 | 8 900 | 80 946 | 94 591 | 80 942 | 11 839 | 14 003 | 18 608 |
| EBITDA (mil.) | 4 348 | 2 963 | 2 345 | 9 505 | 7 601 | 9 993 | 3 240 | 4 173 | 5 852 |
| EBIT (mil.) | 3 790 | 2 597 | 1 997 | 5 279 | 3 565 | 5 835 | 2 578 | 3 303 | 4 126 |
| Čistý zisk (mil.) | 2 730 | 1 906 | 1 487 | 3 429 | 1 621 | 4 296 | 1 878 | 2 203 | 2 698 |
| Zisk na akcii (x) | 994 | 694 | 542 | 18.9 | 8.9 | 23.7 | 49.2 | 57.8 | 70.7 |
| Dividenda (x) | 1 606 | 600 | 502 | 0 | 0 | 0 | -- | -- | -- |
| Marže EBITDA (%) | 36.9% | 29.5% | 26.3% | 11.7% | 8.0% | 12.3% | 27.4% | 29.8% | 31.4% |
| Marže EBIT (%) | 32.1% | 25.9% | 22.4% | 6.5% | 3.8% | 7.2% | 21.8% | 23.6% | 22.2% |
| P/E | 9.9 | 14.2 | 18.2 | 15.1 | 31.9 | 12.0 | 25.1 | 21.4 | 17.5 |
| EV/EBITDA | 5.5 | 7.8 | 9.8 | -- | 4.8 | 4.8 | 15.2 | 11.8 | 8.4 |

| | Erste Bank (EUR, IFRS, konsolid.) | | | Komerční banka (Kč, IFRS, konsolid.) | | |
|----------------------------|-----------------------------------|---------|---------|--------------------------------------|---------|---------|
| | 2005 | 2006 | 2007e | 2005 | 2006 | 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 | 23.2 | 17.7 | 14.6 | 16.6 | 16.3 | 13.7 |
| P/BV | 4.0 | 2.1 | 2.2 | 3.0 | 2.9 | 2.6 |

| | Orco (EUR, IFRS, konsolidováno) | | | ECM (EUR, IFRS, konsolidováno) | | |
|-------------------------|---------------------------------|-------|-------|--------------------------------|-------|-------|
| | 2005 | 2006p | 2007e | 2005 | 2006p | 2007e |
| Tržby (mil) | 50.3 | 171.8 | 263.6 | 0.6 | 6.3 | 11.1 |
| Zisk z přecenění nem. | 79.0 | 120.0 | 118.5 | 31.7 | 8.1 | 149.4 |
| Zisk z prodeje nem. | 2.4 | 0.0 | 39.1 | 1.1 | -0.4 | 29.2 |
| EBIT (mil.) | 76.9 | 123.8 | 197.3 | 30.4 | 9.4 | 152.0 |
| Čistý zisk (mil.) | 56.3 | 89.7 | 141.1 | 20.6 | 18.8 | 108.5 |
| Zisk na akcii (x) | 7.87 | 12.55 | 19.74 | 5.33 | 4.86 | 28.09 |
| Dividenda (x) | 0.4 | 0.5 | 0.8 | -- | -- | -- |
| Marže EBIT (%) | 58% | 42% | 47% | 91% | 67% | 80% |
| Marže čistého zisku (%) | 43% | 31% | 34% | 62% | 134% | 57% |
| NAV / akcii (€) | 50.0 | 92.0 | 120.0 | -- | 54.0 | 61.5 |
| Cena / NAV | 2.07 | 1.12 | 0.86 | -- | 1.08 | 0.95 |

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

| Země | Akcie | Poslední kurz | EPS 06 | Konsensuální odhady V/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 | 586.1 | 24.9 | 31.4 | -0.7% | 18.6 | 31.7 | -2.2% | 18.5 | 12.8% | 36.3% | -6.6% | 25% | 25.5 | 52.4 |
| | ČEZ | 1095.0 | 46.8 | 60.6 | 0.4% | 18.1 | 75.8 | 1.3% | 14.4 | 27.3% | 53.6% | -4.9% | 6% | 52.6 | 67.2 |
| | Komerční banka | 4008 | 239.9 | 263.1 | 0.0% | 15.2 | 288.3 | 0.0% | 13.9 | 9.6% | 31.2% | -6.2% | 3% | 239.2 | 274.8 |
| | Philip Morris CR | 9999 | 710.7 | 560.9 | 0.0% | 17.8 | 551.6 | 0.0% | 18.1 | -11.9% | 15.5% | -18.4% | 4% | 540.5 | 585.3 |
| | Unipetrol | 288.0 | 17.5 | 23.6 | 0.5% | 12.2 | 27.2 | -1.0% | 10.6 | 24.7% | 59.6% | -7.1% | 14% | 18.1 | 26.4 |
| | Zentiva | 1252.0 | 57.9 | 68.4 | -1.4% | 18.3 | 84.9 | -2.2% | 14.7 | 21.1% | 14.9% | -20.3% | 4% | 65.1 | 73.2 |
| | | | | | | 17.3 | | | 14.8 | 20.4% | | | | | |
| Maďarsko | Egis | 22400 | 2169 | 1054 | -6.1% | 21.3 | 1537 | -3.5% | 14.6 | -15.8% | 19.1% | -31.0% | 9% | 906.4 | 1148.6 |
| | FHB | 2180 | 111 | 119 | 0.0% | 18.3 | 124 | 0.0% | 17.6 | 5.8% | 69.1% | -7.0% | 14% | 97.2 | 129.2 |
| | Magyar Telecom | 947 | 74 | 75 | -0.8% | 12.7 | 83 | -0.4% | 11.4 | 6.2% | 15.5% | -11.7% | 9% | 64.4 | 83.7 |
| | MOL | 28175 | 3480 | 2241 | -0.2% | 12.6 | 2141 | -1.2% | 13.2 | -21.6% | 15.5% | -11.7% | 9% | 1876.8 | 2658.0 |
| | OTP | 10120 | 723 | 779 | 0.0% | 13.0 | 885 | 0.0% | 11.4 | 10.7% | 49.8% | -6.7% | 3% | 750.7 | 828.9 |
| | Gedeon Richter | 37570 | 2797 | 2000 | -6.6% | 18.8 | 2416 | -5.9% | 15.6 | -7.1% | 69.8% | -7.7% | 11% | 1711.7 | 2431.9 |
| | | | | | | 13.3 | | | 12.5 | -7.2% | | | | | |
| duální listina | Bank Austria | 143.51 | 7.61 | 8.54 | 0.0% | 16.8 | 9.26 | 0.0% | 15.5 | 10.3% | 42.7% | -2.0% | 17% | 2.21 | 3.10 |
| | Erste Bank | 54.5 | 2.96 | 3.87 | -0.3% | 14.1 | 4.68 | -0.3% | 11.6 | 25.8% | 21.8% | -11.4% | 6% | 3.67 | 4.64 |
| | Raiffeisen Bank | 110.81 | 4.17 | 5.48 | 0.0% | 20.2 | 7.05 | 0.0% | 15.7 | 30.0% | 67.6% | -10.6% | 4% | 5.10 | 6.00 |
| | Orco Property Group | 104.62 | 12.58 | 5.19 | -0.8% | 20.2 | 6.16 | -1.2% | 17.0 | -30.0% | 26.0% | -21.9% | 83% | 1.70 | 11.34 |
| | Central European Media Ent. | 84.54 | 0.62 | 2.80 | -0.9% | 30.2 | 4.05 | 3.5% | 20.9 | 155.4% | 50.3% | -17.3% | 7% | 2.62 | 2.99 |
| | Central Eur. Distribution Co. | 38.51 | 1.25 | 1.66 | 0.3% | 23.2 | 2.11 | 3.8% | 18.3 | 29.9% | 85.3% | -7.8% | 13% | 19.05 | 26.03 |

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 | Poslední kurz | Konsenzuální 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 | Aora | 41.05 | 0.59 | 1.42 | 6.6% | 29.0 | 1.60 | 5.5% | 25.6 | 64.4% | 49.8% | -17.7% | 26% | 1.00 | 1.85 | |
| | Bank BPH | 935.00 | 44.15 | 53.15 | 0.0% | 17.6 | 54.28 | 0.0% | 17.2 | 10.9% | 26.2% | -14.6% | n.m. | 8.54 | 8.54 | |
| | Bank Pekao | 251.10 | 10.72 | 12.54 | 0.0% | 20.0 | 14.44 | 0.0% | 17.4 | 16.1% | 35.7% | -9.8% | 8% | 45.71 | 57.56 | |
| | BZ WBK | 257.50 | 10.39 | 12.93 | 0.4% | 19.9 | 14.88 | 0.2% | 17.3 | 19.6% | 41.5% | -19.3% | 3% | 11.92 | 13.03 | |
| | BRE Bank | 501.50 | 14.27 | 22.49 | 0.3% | 22.3 | 24.56 | 1.2% | 20.4 | 31.2% | 140.0% | -9.8% | 5% | 11.92 | 13.79 | |
| | Svanitv | 69.50 | 1.48 | 3.33 | 0.0% | 20.9 | 6.22 | 0.0% | 11.2 | 104.8% | 5.2% | -45.9% | 6% | 1.57 | 1.76 | |
| | Echo Investment | 97.00 | 6.56 | 7.51 | 0.0% | 12.9 | 8.22 | 0.0% | 11.8 | 12.0% | 61.4% | -18.6% | n.m. | 7.51 | 7.51 | |
| | GTC | 43.15 | 3.40 | 4.42 | 0.3% | 9.8 | 5.05 | -20.8% | 8.5 | 21.9% | 66.6% | -25.2% | 5% | 4.18 | 4.71 | |
| | Grupa Kety | 191.50 | 9.52 | 11.20 | -2.8% | 17.1 | 12.83 | -1.6% | 14.9 | 16.1% | 41.3% | -21.8% | 5% | 10.77 | 11.91 | |
| | Grupa Lotos | 52.80 | 5.86 | 5.47 | 3.7% | 9.6 | 4.94 | 3.3% | 10.7 | -8.1% | 37.1% | -11.7% | 11% | 4.62 | 6.19 | |
| | KGHM | 119.70 | 16.93 | 16.62 | 2.4% | 7.2 | 12.76 | 0.0% | 9.4 | -13.2% | 52.5% | -10.3% | 17% | 12.30 | 20.84 | |
| | LPP | 2090.00 | 23.97 | 59.34 | 0.0% | 35.2 | 76.02 | 0.0% | 27.5 | 78.1% | 294.3% | -18.8% | 22% | 44.13 | 68.79 | |
| | Netia | 4.21 | -0.98 | -0.08 | 0.0% | n.m. | -0.11 | 0.0% | n.m. | -67.2% | 14.4% | -23.5% | -283% | -0.24 | 0.08 | |
| | Opoczno | 49.93 | 0.93 | 2.23 | 0.0% | 22.4 | 3.51 | 0.0% | 14.2 | 94.8% | 56.0% | -16.4% | 17% | 1.96 | 2.50 | |
| | Orbis | 72.50 | 2.06 | 3.34 | 0.0% | 21.7 | 3.93 | 0.0% | 18.5 | 38.0% | 61.1% | -23.7% | 32% | 2.12 | 4.19 | |
| | PBG | 364.00 | 4.50 | 7.46 | 0.0% | 48.8 | 11.65 | 0.0% | 31.3 | 60.8% | 126.7% | -16.9% | 11% | 6.88 | 8.42 | |
| | PGNiG | 5.01 | 0.21 | 0.28 | -5.4% | 18.2 | 0.30 | -3.8% | 16.8 | 19.7% | 61.1% | -12.6% | 25% | 0.22 | 0.39 | |
| | PGF | 101.50 | 5.04 | 5.59 | 1.5% | 18.2 | 6.74 | 1.4% | 15.1 | 15.7% | 66.4% | -19.1% | 8% | 5.33 | 6.08 | |
| | PKN | 55.40 | 5.45 | 5.11 | 0.0% | 10.8 | 5.42 | 0.8% | 10.2 | -0.3% | 36.1% | -9.5% | 26% | 2.77 | 8.97 | |
| | PKO BP | 54.35 | 2.12 | 2.50 | 0.0% | 21.7 | 2.85 | 0.0% | 19.0 | 16.0% | 53.5% | -8.3% | 8% | 2.27 | 2.80 | |
| Prokom | 155.00 | 6.33 | 7.86 | 0.0% | 19.7 | 9.00 | 0.0% | 17.2 | 19.2% | 31.4% | -13.6% | 13% | 6.96 | 8.91 | | |
| Assec Poland | 86.00 | 2.80 | 2.50 | 0.0% | 34.4 | 3.00 | 0.0% | 28.7 | 3.5% | 129.9% | -6.5% | n.m. | 3.33 | 3.33 | | |
| TPSA | 21.50 | 1.50 | 1.61 | -6.6% | 13.4 | 1.77 | -4.3% | 12.1 | 8.8% | 12.3% | -20.8% | 8% | 1.41 | 1.83 | | |
| TVN | 23.30 | 0.79 | 0.95 | 3.8% | 24.4 | 1.25 | 4.7% | 18.6 | 26.4% | 15.9% | -20.4% | 10% | 0.80 | 1.05 | | |
| | | | | | | | | 15.7 | | 14.9 | 9.9% | | | | | |
| Rusko | Baltika Brewery | 47.60 | 2.76 | 2.69 | 0.0% | 17.7 | 2.73 | 2.3% | 17.4 | -0.4% | 29.5% | -4.8% | 17% | 2.17 | 3.36 | |
| | Cherepovets Severstal | 17.40 | 1.27 | 1.71 | 6.1% | 10.2 | 1.68 | 1.4% | 10.4 | 14.8% | 61.1% | -3.9% | 21% | 2.86 | 5.97 | |
| | Evraz Group | 52.50 | 3.94 | 4.95 | 3.4% | 10.6 | 4.90 | 1.9% | 10.7 | 11.4% | 155.5% | -0.9% | 4% | 0.94 | 1.05 | |
| | Gazprom | 43.31 | 0.91 | 0.98 | 4.2% | 11.0 | 1.10 | 4.2% | 9.8 | 9.7% | 29.1% | -11.3% | 5% | 7.80 | 9.19 | |
| | Lukoil | 78.30 | 9.06 | 8.72 | 2.0% | 9.0 | 8.17 | 2.6% | 9.6 | -5.1% | 11.9% | -14.9% | 9% | 30.39 | 46.35 | |
| | Norilsk Nickel | 214.90 | 26.50 | 40.95 | 6.1% | 5.2 | 33.49 | 9.7% | 6.4 | 12.4% | 91.9% | -5.0% | 5% | 4.31 | 5.16 | |
| | MTS | 62.73 | 3.15 | 4.74 | 0.0% | 13.2 | 5.31 | 0.1% | 11.8 | 29.8% | 87.9% | -10.9% | 20% | 0.15 | 0.26 | |
| | Novatek | 5.30 | 0.18 | 0.21 | 0.8% | 24.8 | 0.27 | -0.5% | 19.9 | 21.6% | 17.8% | -20.3% | 13% | 0.26 | 0.40 | |
| | Novolipetsk | 3.19 | 0.32 | 0.35 | 4.4% | 9.2 | 0.33 | 5.1% | 9.8 | 1.7% | 73.4% | -8.9% | 15% | 0.13 | 0.20 | |
| | Rostelcom | 9.45 | 0.25 | 0.17 | 0.0% | 54.1 | 0.17 | -5.6% | 54.2 | -16.7% | 105.3% | -4.5% | 17% | 0.68 | 1.30 | |
| | Severth Continent | 25.35 | 0.97 | 1.02 | -8.1% | 24.7 | 1.35 | -2.8% | 18.8 | 18.1% | 16.8% | -13.6% | 15% | 1.17 | 2.03 | |
| | Surgutneftegaz | 1.14 | 0.08 | 0.11 | 1.4% | 10.2 | 0.11 | 0.5% | 10.3 | 16.1% | 9.2% | -29.3% | 28% | 0.06 | 0.16 | |
| | Tatneft | 4.90 | 0.56 | 0.54 | -2.7% | 9.1 | 0.51 | 5.0% | 9.6 | -4.2% | 27.1% | -18.4% | 10% | 0.48 | 0.65 | |
| | Unified Energy | 1.37 | 0.07 | 0.03 | 4.8% | 40.1 | 0.04 | -11.9% | 32.1 | -24.0% | 98.6% | -6.5% | 73% | 0.01 | 0.09 | |
| Vimpelcom | 105.45 | 3.98 | 6.28 | 0.2% | 16.8 | 7.84 | 0.7% | 13.4 | 40.4% | 119.6% | -11.1% | 11% | 4.50 | 7.51 | | |
| | | | | | | | | 11.1 | | 10.7 | 7.2% | | | | | |

Tabulková část – Turecko

| Země | Akcie | Poslední kurz | EPS 06 | Konsenzuální 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. |
| Turecko | Acibadem Saglik | 9.00 | 0.16 | 0.24 | -6.2% | 37.3 | 0.37 | -30.4% | 24.4 | 52.8% | 32.3% | -13.5% | 1% | 0.24 | 0.24 |
| | Adana Cimento | 8.90 | 1.06 | 1.22 | 0.9% | 7.3 | 1.23 | 1.3% | 7.2 | 7.8% | 36.5% | -9.2% | 16% | 0.90 | 1.45 |
| | Akbank | 8.45 | 0.53 | 0.78 | 2.3% | 10.8 | 0.88 | 2.3% | 9.6 | 28.3% | 53.1% | -16.7% | 14% | 0.62 | 1.05 |
| | Akcansa Cimento | 9.70 | 0.77 | 0.79 | -1.2% | 12.3 | 0.92 | 1.7% | 10.5 | 9.8% | 47.0% | -4.0% | 14% | 0.60 | 0.96 |
| | Aksa | 3.72 | 0.56 | 0.33 | 0.0% | 11.2 | 0.31 | 0.0% | 11.9 | -25.1% | 63.8% | -14.4% | 11% | 0.31 | 0.36 |
| | Aksiqorta | 8.50 | 0.24 | 0.28 | 1.6% | 30.7 | 0.33 | 2.7% | 26.0 | 16.3% | 80.9% | -10.5% | 25% | 0.20 | 0.42 |
| | Anadolu Cam | 5.35 | 0.24 | 0.36 | 5.5% | 15.1 | 0.43 | 0.7% | 12.3 | 34.0% | 13.8% | -18.3% | 18% | 0.29 | 0.49 |
| | Anadolu Efes | 51.00 | 2.38 | 2.83 | 2.1% | 18.0 | 3.21 | 1.0% | 15.9 | 16.0% | 41.7% | -12.8% | 10% | 2.44 | 3.49 |
| | Arcelik | 10.20 | 0.81 | 1.01 | 4.8% | 10.1 | 1.15 | 4.1% | 8.8 | 19.4% | 31.6% | -17.1% | 19% | 0.73 | 1.44 |
| | Beko Elektronik | 1.82 | -0.74 | -0.10 | -16.1% | n.m. | 0.16 | 10.4% | 11.6 | #NUM! | 11.0% | -22.6% | -261% | -0.62 | 0.15 |
| | Brisa Bridgestone | 81.50 | 5.63 | 5.47 | -3.6% | 14.9 | 7.20 | 11.6% | 11.3 | 13.1% | 29.4% | -15.1% | 23% | 4.57 | 6.37 |
| | Cimsa Cimento | 9.75 | 1.12 | 1.61 | 15.7% | 6.1 | 1.21 | -5.9% | 8.1 | 3.7% | 27.5% | -10.6% | 25% | 0.91 | 2.10 |
| | Denizbank | 13.40 | 1.08 | 0.90 | -2.4% | 14.9 | 0.99 | -20.4% | 13.5 | -4.2% | 20.7% | -25.6% | n.m. | -- | -- |
| | Doqan Yavin | 5.45 | 0.07 | 0.24 | -11.6% | 22.4 | 0.25 | 3.7% | 21.4 | 85.5% | 36.3% | -16.2% | 14% | 0.22 | 0.27 |
| | Eczacibasi Ilac | 5.20 | 0.20 | 0.25 | 0.0% | 21.1 | 0.32 | 1.8% | 16.4 | 26.5% | 48.6% | -26.8% | 24% | 0.22 | 0.34 |
| | Enka Insaat | 15.40 | 0.65 | 0.69 | -6.9% | 22.5 | 0.78 | -1.4% | 19.7 | 9.8% | 120.0% | -7.8% | 12% | 0.55 | 0.81 |
| | Eregli Demir | 9.45 | 0.41 | 0.86 | 6.6% | 11.0 | 0.99 | -2.3% | 9.5 | 56.3% | 147.7% | -9.1% | 16% | 0.61 | 1.04 |
| | Finansbank | 5.35 | 0.53 | 0.52 | 21.4% | 10.4 | 0.64 | 31.8% | 8.3 | 10.3% | 24.3% | -9.9% | 32% | 0.40 | 0.63 |
| | Ford Otomotiv | 12.70 | 1.43 | 1.26 | -1.7% | 10.1 | 1.41 | -1.9% | 9.0 | -0.6% | 34.4% | -7.3% | 10% | 1.02 | 1.53 |
| | Fortis Bank | 2.88 | 0.08 | 0.14 | 0.0% | 20.1 | 0.17 | 0.0% | 17.3 | 49.0% | 107.6% | -6.5% | n.m. | 0.14 | 0.14 |
| | Sabancı Holdings | 7.00 | 0.27 | 0.47 | 2.0% | 14.9 | 0.53 | 3.2% | 13.2 | 39.4% | 48.9% | -14.1% | 20% | 0.31 | 0.62 |
| | Hurriyet | 3.78 | 0.25 | 0.24 | -0.9% | 15.8 | 0.32 | 0.7% | 11.8 | 13.1% | 18.9% | -17.8% | 20% | 0.17 | 0.33 |
| | KOC Holdings | 5.80 | 0.44 | 0.51 | 9.6% | 11.4 | 0.58 | 2.5% | 10.0 | 14.5% | 61.3% | -10.8% | 23% | 0.34 | 0.72 |
| | Miaros | 20.60 | 0.45 | 0.86 | 7.7% | 23.9 | 1.04 | 5.9% | 19.8 | 52.7% | 74.6% | -8.4% | 14% | 0.64 | 1.04 |
| | Petrol Ofisi | 6.00 | 0.47 | 0.53 | -4.5% | 11.3 | 0.62 | -2.6% | 9.7 | 14.9% | 75.9% | -1.6% | 32% | 0.35 | 0.87 |
| | Tofas | 5.80 | 0.16 | 0.21 | -6.4% | 27.7 | 0.57 | 0.0% | 10.2 | 86.3% | 57.6% | -15.9% | 30% | 0.13 | 0.32 |
| | Trakya Cam | 4.82 | 0.49 | 0.43 | 3.7% | 11.1 | 0.51 | 0.7% | 9.5 | 1.5% | 37.7% | -6.4% | 21% | 0.32 | 0.64 |
| | Tupras | 30.75 | 2.88 | 3.50 | 1.4% | 8.8 | 3.75 | 4.5% | 8.2 | 14.1% | 38.5% | -15.2% | 15% | 2.14 | 4.39 |
| | Turk Demir Dokum | 9.15 | 0.76 | 1.03 | 8.2% | 8.9 | 1.14 | 1.7% | 8.0 | 22.7% | 10.9% | -23.2% | 19% | 0.85 | 1.24 |
| | Turk Ekonomi Bankasi | 19.00 | 1.07 | 1.50 | 4.9% | 12.7 | 1.90 | 5.2% | 10.0 | 33.3% | 94.0% | -18.1% | 8% | 1.30 | 1.59 |
| | Turkcell | 9.40 | 0.56 | 0.89 | 19.3% | 10.5 | 1.02 | 25.6% | 9.2 | 34.8% | 50.4% | -5.1% | 54% | 0.62 | 2.24 |
| | Turkiye Garanti | 8.55 | 0.51 | 0.87 | 4.4% | 9.9 | 0.77 | -3.6% | 11.1 | 23.0% | 104.5% | -12.3% | 25% | 0.53 | 1.12 |
| | Isbank | 6.90 | 0.40 | 0.55 | -0.3% | 12.5 | 0.69 | 0.8% | 10.0 | 31.0% | 26.3% | -12.7% | 20% | 0.42 | 0.69 |
| | Turk Sise Cam | 5.85 | 0.47 | 0.51 | 2.2% | 11.6 | 0.62 | 7.2% | 9.4 | 14.7% | 34.8% | -10.0% | 11% | 0.43 | 0.60 |
| | Vakifbank | 3.90 | 0.31 | 0.38 | 0.4% | 10.4 | 0.44 | 3.6% | 8.9 | 19.0% | 29.2% | -12.6% | 9% | 0.32 | 0.44 |
| | Vestel Elek | 3.18 | 0.02 | 0.68 | 0.0% | 4.7 | 0.98 | 0.0% | 3.3 | 598.6% | 4.6% | -24.3% | 47% | 0.45 | 0.90 |
| | Yapi Kredi Bank | 3.70 | 0.16 | 0.26 | 5.1% | 14.2 | 0.33 | 8.1% | 11.3 | 41.6% | 64.1% | -12.3% | 19% | 0.21 | 0.36 |
| | | | | | | 12.2 | | | 10.7 | 25.0% | | | | | |

KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

| | Společnost | Událost |
|----------------------|------------------|-----------------------------------------------------|
| Červenec 2007 | | |
| 2.7. | ECM | Konsolidované výsledky 2006 - auditované |
| 4.7. | Zentiva | Rozhodný den pro výplatu dividend (11.5Kč na akcii) |
| 11.7. | Zentiva | Začátek vyplácení dividend |
| 26.7. | Telefónica O2 ČR | Výsledky 1H 2007 |
| 31.7. | Erste | Výsledky 1H 2007 |
| Srpen 2007 | | |
| 1.8. | ČEZ | Počátek výplaty dividend za 2006 ve výši 20 Kč |
| 2.8. | CME | 2Q 2007 výsledky |
| 3.8. | Komerční Banka | 2Q 2007 výsledky konsolidované |
| 6.8. | Zentiva | 2Q 2007 výsledky |
| 13.8. | Unipetrol | 2Q 2007 výsledky konsolidované a nekonsolidované |
| 15.8. | ČEZ | 2Q 2007 výsledky konsolidované |
| 28.8. | ECM | 2Q 2007 výsledky konsolidované |
| 30.8. | Orco | 2Q 2007 výsledky |
| 30.8. | Pegas Nonwovens | 2Q 2007 výsledky |
| 31.8. | Komerční Banka | Pololetní zpráva |
| 31.8. | Unipetrol | Pololetní zpráva |
| 27-31.8. (exp) | Philip Morris ČR | 2Q 2007 výsledky |

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 akcii, 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 akcii 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 |
| 8.6.2007 | 1 045 | držet | 25.5.07 | 1 760 | koupit |
| 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 |
| 31.7.2007 | 620 | držet | 20.11.06 | 262 | koupit |
| 8.3.07 | 600 | držet | 10.7.06 | 251 | koupit |
| 25.9.06 | 550 | koupit | 22.2.06 | 261 | prodat |
| 4.5.06 | 608 | koupit | | | |

| 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 | 14.6.2007 | 2160 | akumulovat |
| 3.2.06 | 68 | koupit | 15.2.2007 | 1914 | kupovat |

| Pegas | | | Philip Morris CR | | |
|----------|------------------|------------|------------------|------------------|------------|
| Datum | Cílová cena (Kč) | Doporučení | Datum | Cílová cena (Kč) | Doporučení |
| 3.7.2007 | 849 | držet | 12.6.2007 | 9 655 | redukovat |
| 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 spoluvědučím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem |
| (6) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu jinou smlouvu o poskytování investičních služeb |
| (7) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení. |

| Emitent | Střet zájmu (uved'te zde číselné označení příslušného typu střetu zájmu) |
|------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| CETV | 4, 5 |
| ČEZ | 3, 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

| | SPAD10 | SPAD se vztahem k EBG |
|------------|--------|--------------------------|
| Kupovat | 20% | 0% |
| Akumulovat | 30% | 40% |
| Držet | 40% | 60% |
| Redukovat | 10% | 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 | rnovotny@csas.cz |
| Odbor Obchody treasury – ředitel odboru | Libor Vošický | +420/224 995 592 | lvosicky@csas.cz |
| Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru | Pavel Křivonozka | +420/224 995 565 | pkrivonozka@csas.cz |
| Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru | Daniel Drahotský | +420/224 995 178 | ddrahotsky@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 | Guenther Artner | +43 501 00 115 23 | guenther.artner@erstebank.at |
| akcie – sektor stavebnictví | Franz Hoerl | +43 501 00185 06 | franz.horl@erstebank.at |
| akcie – sektor bankovnictví | Guenther Hohberger | +43 501 00 173 54 | guenther.hohberger@erstebank.at |
| akcie – sektor bankovnictví | Angelika Zwerenz | +43 501 00 119 03 | angelika.zwerenz@erstebank.at |
| akcie – sektor telekomunikace | Vera Sutedja | +43 501 001 1905 | MariaVeronika.Sutedja@erstebank.at |
| akcie – sektor farmacie | Vladimíra Urbánková | +420 224 995 940 | urbankovav@ersteinet.cz |
| akcie – sektor IT | Daniel Lion | +43 501 00 174 20 | daniel.lion@erstebank.at |
| akcie – sektor strojírenství | Gerald Walek | +43 501 00 163 60 | gerald.walek@erstebank.at |
| akcie – sektor doprava | Martina Pasching | +43 501 00 119 13 | Martina.pasching@erstebank.at |
| akcie – sektor pojišťovnictví | Christoph Schultes | +43 501 00 163 14 | christoph.schultes@erstebank.at |
| Brokerjet | On-line obchodování s CP | +420 222 004 444 | www.brokerjet.cz |