

Jakub Židoň, tel: 224 995 340, jzidon@csas.cz; Petr Bártek, tel: 224 995 227, pbartek@csas.cz;  
Radim Kramule, tel: 224 995 213, Lenka Slámová, tel: 224 995 289

7.2.2008  
Únor

### Český akciový trh

- **Nový titul na pražské burze – rakouská pojišťovna VIG**
- **Finančníci krouží kolem Zentivy a banky zase kolem SocGen (matky Komerční banky) – co od toho očekávat?**

### Zahraníční akcie

- **Podívali jsme se na trh médií ve vztahu k hospodářskému vývoji a jednotlivým segmentům**

Akcie	Kurz (Kč) 31.1.2008	Roční cílová cena (Kč)	Investiční doporučení (datum zveřejnění)	Oček. výnos p.a.	Komentář
<b>Investiční doporučení pro český akciový trh</b>					
CME	1 596,0	v revizi	v revizi	--	CME oznámilo akvizici minoritního podílu ve své ukrajinské dceři Studio 1+1, za 30% podíl zaplatí zhruba 220mil USD, což cení místní dceru na 33x násobek EBITDA za 2007e. Cena je to vysoká a bude mít negativní dopad na valuaci, ale z dlouhého období je to pro CME určitě pozitivní krok.
ČEZ	1 181,0	v revizi	v revizi	--	I přes stále poměrně vysoké ceny elektřiny, vyhlídky ČEZu už nejsou jen růžové. Na světlo světa se dere návrh EK platit za emisní povolenky, což by třeba v případě ČEZu dělalo náklad navíc kolem 20 mld. Kč. Otázkou by pak bylo, jak velkou část ceny povolenek budou výrobci schopni přenést do cen elektřiny a tedy na zákazníky.
Telefónica O2 CR	503,3	650	akumulovat (2.11.07)	32,0%	Lednový medvědí vítr smetl i takovou defenzivní společnost jakou je TO2. Recese se zdá hrozit v USA čím dále silněji a proto lze čekat, že i investoři začnou více hledět na dividendové společnosti, jakou je TO2. Vzhledem k tomu, že volat asi taky jen tak nepřestaneme, tak lze určitě doporučit pro vstup.
Komerční banka	3 754,0	4 400	akumulovat (5.5.07)	41,6%	Komerční banka nejdříve výrazně spadla v reakci na uklidnění u zbytku bank (její relativní ocenění již nebylo nijak atraktivní). Následně ale pozitivně reagovala na spekulace kolem možného převzetí mateřské SG poté, co ta zjistila ztrátu 5 mld.EUR z derivátových obchodů. KB totiž může těžit z možné povinné nabídky převzetí – očekáváme, že spekulace nějakou dobu vydrží a KB může jít ke 4000 Kč.
Orco	1 709,0	v revizi	koupit (1.10.07)	--	Pokles NAV je tady – CEO Ott odhadl NAV ke konci roku na 104 Eur na akcii (-10%). K tomu ale mohl jednoduchou matematikou přijít každý, kdo se podíval na vývoj akcií dceřinek v Německu a Chorvatsku. Ovšem hlavně oficiální stopnutí další expanze není i přes současné velmi nízké ocenění krátkodobě pozitivní. Radši si počkáme na březnové auditované výsledky...
Philip Morris CR	7 441,0	8 800	držet (6.12.07)	18,3%	Koncern Altria group rozhodl vyčlenit svou mezinárodní tabákovou dceru PM International, která bude od března kotovaná na New Yorkské burze. Teoreticky by tak mohlo dojít k delistování PM ČR z burzy?! Jinak PM ČR vyměnil vedení a údajně má malé zásoby „levných“ cigaret proti konkurenci, tak že rok 2008 může být opět problematický (tlak na marže a tržní podíl).
Unipetrol	288,0	367	koupit (1.10.07)	33,4%	Něco na způsob "profit warning" (varování před zveřejněním výsledků) bylo Unipetrem vydáno v průběhu ledna. Dokonce i čísla na provozní úrovni mohou v posledním kvartále roku 2007 skončit v červeném. A na vině jsou delší než očekávané odstávky, takže krátkodobě být opatrní s nákupy.
Zentiva	908,5	1 090	akumulovat (13.11.07)	21,3%	Kolem Zentivy začali v lednu kroužit jestřábi v podobě finančních skupin PPF a J&T. Co se týká PPF, tak ti již v Zentivě vlastnili dlouhodobě přes 15% a nyní spojili síly s Generali a jejich podíl vzrostl na 19,3%. J&T se přehouplo přes 5%. Relativně nízká cena láká, ale otázka je co Zentiva a výsledky (ČR, Rumunsko)? Doporučujeme při investici do Zentivy nadále opatrnost.
Pegas	673,5	849	držet (3.7.07)	45,3%	Pegas nadále doplácí na negativní sentiment světových burz, i když negativní dopady jakékoliv krize na Pegas je prakticky vyloučený. Hygienické potřeby se jen tak spotřebovávají prostě nepřestanou...
ECM	788,0	v revizi	v revizi	--	ECM na rozdíl od Orca expanzi nestoplo, navíc ukázalo až neuvěřitelnou „schopnost přežít“, i když za cenu výrazně nižších marží (tedy nižší cílovky). Pokud předpokládáme, že se ECM bude i nadále schopno ufinancovat, jeví se nyní jeho menší velikost spíše jako výhoda – jeden dobrý developerský projekt přidá více do NAV. Jeho relativní ocenění je ještě nižší než u Orca!
AAA Auto	29,9	---	---	---	Společnost AAA zaznamenal v lednu silný pokles ceny akcií a nyní se obchoduje zhruba 40% pod svojí upisovací cenou. Ocenění a doporučení na AAA plánujeme již brzy.
VIG	1 412,0	72 EUR	koupit (2.8.07)	46,8%	Nový titul na pražské burze, rakouská pojišťovna VIG, která v tuzemsku vlastní pojišťovnu Kooperativa. Vzhledem k poklesům ve finančním sektoru, došlo i na pojišťovny, a tak VIG naskytá příležitost pro vstup

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

## ČESKÁ REPUBLIKA

Jakub Židoň, tel: 224 995 340, [jzidon@csas.cz](mailto:jzidon@csas.cz)

Petr Bártek, tel: 224 995 227, [pbartek@csas.cz](mailto:pbartek@csas.cz)

Radim Kramule, tel: 224 995 213, [rkramule@csas.cz](mailto:rkramule@csas.cz)

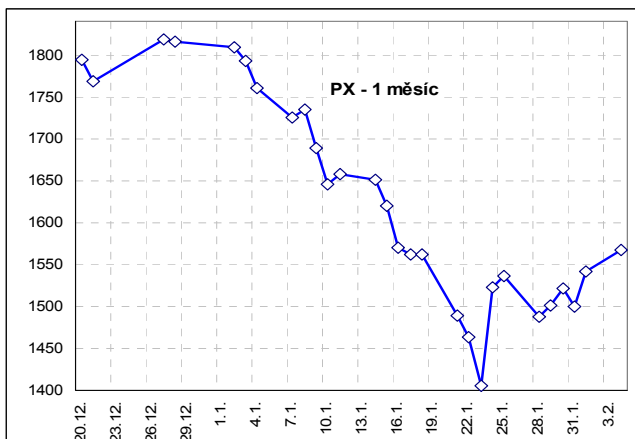
Lenka Slámová, tel: 224 995 289, [lslamova@csas.cz](mailto:lslamova@csas.cz)

## Český akciový trh

### Leden: Rekordní propad akciových trhů

Na leden 2008 nebudou investoři vzpomínat rádi. Pražská burza zažila, stejně jako burzy s cenými papíry v jiných zemích, propad akciových kurzů bez výjimky, většinou v desítkách procent. Index PX klesl za leden o 17,4 %, a jeho hodnota klesla z 1 815,1 bodu na 1 499,6 bodu. Maximální propad burza zažila 21.1. kdy index klesl o 4,62 %, na druhou stranu ale zažila i nejvyšší růst za posledních 15 let, kdy se za jeden den hodnota indexu PX zvýšila o 8,42 %. Ani to ale nepomohlo k vyrovnání ztrát. Pražská burza následuje negativní vývoj na světových trzích, kde panuje obava z recese americké a potažmo světové ekonomiky, a kde se také projevují ohlašované ztráty významných bank způsobené sub-prime krizí.

Graf: Vývoj indexu PX za poslední měsíc



Rozebírat, kterým akciím se dařilo a kterým ne, nemá za současné situace smysl. Už při prvním pohledu na tabulku níže je vidět, že ztrácely všechny akcie bez výjimky.

Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

	Index / akcie (Kč)		% změna za		
	31.1.2008	28.12.2007	1M	3M	r.2008
PX	1499.6	1815.1	(17.4%)	(21.4%)	(17.4%)
CME	1596.0	2106.0	(24.2%)	(26.6%)	(24.2%)
Telefónica O2 CR	503.3	544.8	(7.6%)	(12.7%)	(7.6%)
ČEZ	1181.0	1362.0	(13.3%)	(12.1%)	(13.3%)
Erste Bank	906.5	1301.0	(30.3%)	(40.2%)	(30.3%)
Komerční banka	3754.0	4371.0	(14.1%)	(12.1%)	(14.1%)
ECM	788.0	1203.0	(34.5%)	(49.3%)	(33.7%)
Orco	1709.0	2165.0	(21.1%)	(41.3%)	(21.1%)
Pegas	673.5	750.5	(10.3%)	(11.3%)	(7.8%)
Philip Morris ČR	7441.0	7933.0	(6.2%)	(23.4%)	(6.2%)
Unipetrol	288.0	337.6	(14.7%)	(13.4%)	(14.7%)
Zentiva	908.5	972.0	(6.5%)	(8.9%)	(6.5%)
AAA Auto	29.9	44.4	(32.6%)	(46.2%)	(32.6%)

Nejvíce ztratily akcie ECM, které se propadly o celých 34,6 %, následované akciemi AAA Auto, které klesly o 32,6 % a jejich cena se nyní pohybuje okolo 40 % pod cenou při IPO. Dále o více než 30 %

ztratily akcie Erste Bank, ztráty vyšší než 10 % zaznamenaly akcie společností CME (-24,2 %), Orco (-21,1 %), Unipetrol (-14,7 %), Komerční banka (-14,1 %), ČEZ (-13,3 %), a Pegas (-10,3 %). Nejstabilnější byly akcie Philip Morris, které ztratily „pouze“ 6,2 %, následované Zentivou (-6,6 %) a Telefónica O2 CR (-7,6 %).

V lednu se na burze obchodovalo o sto šest, celkem za 127,4 mld. Kč, což je oproti minulému měsíci (70,9 mld. Kč) nárůst téměř o 80 %. Počet akcií, které změnily majitele, se přiblížil 133 milionům ks. Počet obchodních dnů byl v lednu 22, na jeden den tak průměrně připadá objem obchodů ve výši 5,8 mld. Kč. Nejvíce obchodované byly tradičně akcie společnosti ČEZ, které tvořili 44,9 % z celkového objemu obchodů. Současně 21.1. ČEZ znovu začal odkupovat své vlastní akcie, dohromady jich v lednu odkoupil téměř 1,454 mil. kusů. Dvakrát více než v minulém měsíci se obchodovaly akcie Komerční banky, celkem za 22 mld. Kč. Co do objemu obchodů následují Telefonica O2 CR (14 mld. Kč), Erste Bank (13,8 mld. Kč), podíl ostatních na obchodování byl menší než 10 %. Tradičně nejméně se obchodovaly akcie AAA Auto (v objemu jen 0,2 mld. Kč).

Tabulka: Objemy obchodování

	Leden 2008		Prosinec 2007	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČEZ	57,2	44,91	34,00	47,97
Komerční banka	22,0	17,28	10,1	14,28
Telefónica O2 CR	14,0	10,97	5,4	7,63
Erste Bank	13,8	10,79	8,1	11,45
Unipetrol	6,4	4,98	3,5	4,97
Zentiva	5,1	4,03	4,2	5,93
CME	2,8	2,19	1,8	2,57
Orco	2,6	2,05	1,8	2,53
ECM	1,7	1,35	0,3	0,46
Pegas	1,0	0,76	0,7	0,96
Philip Morris CR	0,7	0,55	0,8	1,17
AAA Auto	0,2	0,13	0,05	0,07

### Politika?...nebo raději jak investovat podle čínských „astrologů“?

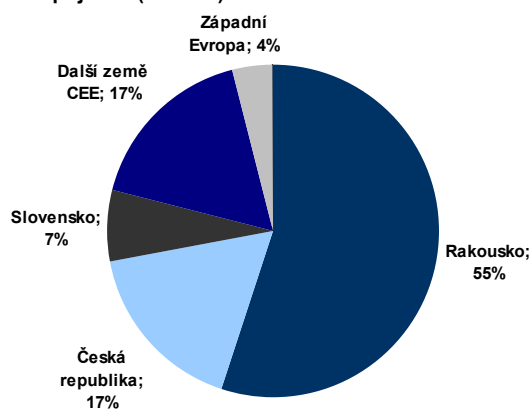
Vrcholeň příprav na volbu nového prezidenta prakticky zmrázilo přijímání nových zákonů. Zajímavé jsou ale snahy poslance Šťastného na úplný zákaz kouření v restauracích, přičemž minulý rok ještě tento poslanec dost pochyboval o jeho přijetí v dolní komoře kvůli neochotě ostatních poslanců, ale údajně je letos situace již více nakloněna tomuto návrhu – nechme se překvapit. Každopádně přijetí případného zákazu kouření by vešlo v platnost tak nejdříve od 1.1.2009, přičemž negativní dopad na celý tabákový trh by byl určitě znatelný (PM ČR).

Mimo politiku nás zaujala zpráva z Reuters, která se zabírala investováním v Číně. Místní investoři, především z Hong Kongu a Singapuru, se horečně obrací k expertům „Feng Shui“, aby jim poradili jak se budou akcie vyvíjet v novém čínském roce, roce krysy. Předpovědi bohužel nevyznívají příliš pozitivně, tedy podle jednoho experta Feng Shui, pana Vincenta Koh, který prohlásil, že „krysa bude ke konci roku více agresivní a její základní element voda zchladí akciové trhy“. Tak jen doufejme, že základní element vody zůstane především v Asii a nech se česká kotlina ohřeje ohněm, který jako základní element podporuje býčí trhy!

## VIG – rakouská pojišťovací skupina nově na pražské burze

Na pražské burze cenných papírů se od 5. února duálně s vídeňskou burzou obchoduje emise akcií VIG - Vienna Insurance Group. Burza stanovila počáteční cenu na 1 393 Kč, po prvním dni obchodování ve SPADu uzavřela na 1 408 Kč. VIG, rakouská pojišťovací skupina působící ve střední a východní Evropě, nabízí široký rozsah produktů a služeb v oblasti životního, neživotního, úrazového a zdravotního pojištění. VIG má více než 20 milionů klientů ve více než 20 zemích. Hlavním cílem společnosti je posilování vedoucího postavení v Rakousku a expanze ve střední a východní Evropě. Na rakouském trhu VIG zaujímá první místo s 24% podílem na trhu, na českém trhu je zastoupena společností Kooperativa a Česká podnikatelská pojišťovna a zaujímá druhé místo s 26% podílem na trhu. Podnikání v regionu CEE se VIG vyplácí, více než 40 % pojistného získává právě z tohoto regionu, současně je v regionu CEE druhou největší pojišťovací skupinou.

### Upsané pojistné (1H2007)



Očekávaný zisk společnosti před zdaněním za rok 2007 společnost odhaduje na 435 mil. EUR, v roce 2008 se očekává nárůst na 530 mil. EUR. Příjmy z pojistného za rok 2006 činily 5,88 mld. EUR, za rok 2007 analytici Erste Bank očekávají 6,84 mld. EUR. Výhledy společnosti jsou velmi dobré, neboť expanze na rozvíjející se trhy východní Evropy přináší výrazný potenciál růstu. Roční nárůsty objemů pojistného se v těchto zemích pohybují v řádech desítek procent (Polsko – roční nárůst 68 %, Rumunsko – roční nárůst 80 %). Vliv současné ekonomické situace v Rumunsku možná způsobí zpomalení nárůstu objemů pojistného, ale vzhledem k tomu, že podíl Rumunska na celkových příjmech z pojistného jsou pouze 4 % (0,24 mld. EUR z celkových 5,8 mld. EUR), cena akcie tím nebude příliš ovlivněna. Nejdůležitějším trhem i nadále zůstává Rakousko. Pokud bychom předpokládali, že se nevyvinuté trhy střední a východní Evropy dostanou na úroveň západní Evropy, je zde potenciál růstu pojistného o více než 25 mld. EUR (ve srovnání se současnými 6 mld. EUR). Dalším potenciálním motorem růstu je podnikání v oblasti zajišťovnictví. VIG uvažuje o zřízení vlastní zajišťovny, která by se zaměřovala na region CEE a sídlila by s největší pravděpodobností v Praze. Další z možností, o které VIG uvažuje je koupě celého nebo minimálně významného podílu v již existující zajišťovně.

Společnost několikrát zdůraznila, že americká sub-prime krize se jí nedotkne, neboť na trhu se sub-prime hypotékami neinvestovala a neinvestovala ani do žádné společnosti, jejíž portfolio by investice do sub-prime hypoték obsahovalo. Stabilitu společnosti potvrzuje také rating od agentury Standard & Poor's, který byl v roce 2007 A+ se stabilním výhledem. Společnost Vienna Insurance Group také pozitivně hodnotí náš analytický tým Erste Bank. V posledním reportu

z 23. listopadu 2007 doporučujeme akcie VIG kupovat, s cílovou cenou 72,0 EUR.

## Zentiva – finančníci krouží blízko

V lednu Zentiva ohlásila dvě změny ve své akcionářské struktuře – finanční skupina J&T přesáhla podíl v Zentivě 5% a v současnosti vlastní zhruba 5.3%. Dále pak PPF oznámilo, že spolu s Generali založila Generali PPF Holding, do kterého obě firmy vložily své podíly v Zentivě (PPF 15.3% a zbytek Generali) a tak podíl na základním kapitálu v Zentivě dosáhl 19.1%. Zbýlé podíly jsou zhruba následující: 24.9% stále drží Sanofi-Aventis, 6% zaměstnanci a vedení a 44.7% je volně na trhu.

Zájem finančníků jako J&T nebo PPF je z hlediska krátkodobých spekulací na cenu Zentiva pozitivní. Lze jen spekulovat, jaké jsou záměry těchto společností se Zentivou, ale pokud by nadále navyšovaly své podíly, tak lze očekávat pozitivní dopad na cenu akcií Zentivy.

Z hlediska fundamentu si nemyslíme, že Zentiva má již to nejhorší za sebou a to především díky zdravotní reformě v ČR, která se může negativně promítnout na hospodaření Zentivy přinejmenším v první polovině roku 2008. Dle našeho názoru zavedení poplatků může znamenat, že pacienti budou méně nakupovat běžné léky, aby se poplatkům maximálně vyhnuli, alespoň v prvních měsících platnosti reformy.

Poslední zajímavou zprávou bylo oznámení vedení Zentivy, že nevyklučuje další akvizice a turecká dcera by měla sloužit jako vstupní brána pro expanzi na ruském trhu (v současnosti zde Zentiva dosahuje podílu 1%). Viděli jsme již několik firem, kterým se ruský trh příliš nevyplatil a větší expanze do Ruska by znamenala výrazné zvýšení rizika. Domníváme se, že Zentiva při svém současném zadlužení (130% dluh vůči VK), může na nějakou výraznou akvizici prozatím zapomenout (tedy pokud neplánuje PPF třeba nějakou finanční injekci).

Celkově vzato připouštíme, že pro krátkodobé spekulace může být Zentiva zajímavá, především ve vztahu k možnému navyšování podílů PPF, či J&T. Z fundamentálního hlediska bychom se vstupem do Zentivy ještě nějakou dobu vyčkali, jelikož první pololetí může být z pohledu Zentivy ještě značně problematické.

## Spekulace na povinný odkup u Komerční banky

Komerční banka tento měsíc silně reagovala na zveřejnění mohutné ztráty 5 mld. EUR z derivátových obchodů u mateřské Sociétés Générale a následnou nutnost posílit kapitálovou přiměřenost SG. Zatímco pro hospodaření společnosti je tato zpráva maximálně neutrální, spíše nic moc, pro cenu jejich akcií to byl výrazně pozitivní impuls.

Důvod je jednoduchý: zatímco okamžité dopady na hospodaření banky v nejbližším čtvrtletí budou nulové, pravděpodobnost buďto (I) prodeje Komerční banky, (II) převzetí mateřské Sociétés Générale nebo (III) výrazného zvýšení dividendového výplatního poměru, mají spekulativní potenciál udržet akcie KB blízko úrovně (diskontovaného) váženého šestiměsíčního průměru (nevážený průměr je nyní cca 4140 Kč). Tento průměr by se totiž aplikoval jako spodní hranice případné povinné nabídky odkupu minoritních vlastníků ze strany nového vlastníka KB a pravděpodobně by se k němu přihlíželo i při převzetí mateřské SG (zde také vzniká povinnost nabídky odkupu minorit KB).

V případě dividend nepředpokládáme nijak mimořádný nárůst. Maximální dividendu je jednoduše limitována požadavkem na

kapitálovou přiměřenost. Teoreticky by maximum podle nás mohlo být kolem 350 Kč/akcii, reálně vidíme zvýšení POR ze 63% na 80% čistého zisku, tj. cca 210 Kč/akcii, dividendový výnos 5.6%. Taková dividenda by nezasáhla do hospodaření KB. Naopak dividenda na hranici možného by kvůli nízké přiměřenosti mohla poškodit schopnost KB dále expandovat v souladu s domácím trhem.

Vzhledem k tomu, že KB je relativně malou dcerou SG (5% čistého zisku před odpisy derivátů), vidíme jako nejpravděpodobnější „cestu“ k povinnému odkupu převzetí samotné SG. Ovšem také prodej KB, která není pro SG nijak strategicky významná, není vyloučen. Spekulace na převzetí tak mohou KB držet na současných úrovních (i výše) po několik dalších měsíců.

## Modelové portfolio ČS

Vzhledem k zařazení nové akcie VIG na pražské burze, jsme tuto společnost zařadili i do našeho portfolio (analyticky pokrýváme v rámci Erste Bank). Doporučení na VIG máme Kupovat, s 12M cílovou cenou 74EUR. Domníváme se, že VIG vzhledem k negativnímu sentimentu ve finančním sektoru, který negativně zasáhl i pojišťovny, odklesala bez většího interního důvodu. VIG tak na současném ocenění nabízí zajímavý růstový potenciál. Nemyslíme si, že by „sub-prime“ krize měla nějaký vážnější dopad na pojišťovny v regionu, VIG se navíc ostře ohradila proti tomu, že by měla v portfoliu nějaké ty „sub-primy“. VIG jsme tudíž převážili nad neutrální hodnotu (9,1%) s podílem na portfoliu 11%.

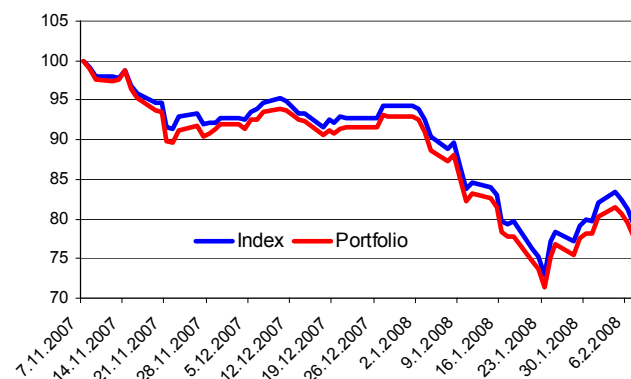
Vzhledem k zařazení VIG do portfolia i do našeho benchmarku jsme museli v portfoliu proporcionálně upravit váhy všech titulů. Z hlediska převážení / podvážení vůči benchmarku jsme ale provedli změny jen u akcií ČEZ, Unipetrolu, ECM, Orca plus samozřejmě zařazení VIG.

Poprvé od startu modelového portfolia jsme se rozhodli zasáhnout do vah realitních titulů. Orco jsme měli původně nejvíce převáženo vůči portfoliu především kvůli očekávání dalších „arbitrážních“ akvizic a růstu hodnoty současných developerských projektů. Také jsme ho považovali za lépe diverzifikované než ECM. Nicméně Orco se nyní výrazně hůře vyrovnává s vysycháním tradičních zdrojů jeho financování (tj. vydávání akcií a dluhopisů), zatímco ECM se pouze „vrátilo“ k financování ze sice dražších, ale stále dostupných zdrojů, jako je např. mezzanin. Zatímco Orco tedy úplně stoplo další expanzi a v rozporu s dřívější strategií chystá prodej některých „maturovaných“ aktiv, ECM v expanzi pokračuje (i když na výrazně nižších maržích). ECM také posledními projekty v Číně, Rusku a v Polsku dohnalo i svoji nevýhodu nižší diverzifikace. Výsledkem je nyní naše očekávání růstu NAV Orca jen v „single digits“ z již sníženého NAV EUR 104/akcii (-10% z 1H 07) očekávaného pro konec roku 2007. U ECM naproti tomu i přes stále závaží ze starých warrantů (výrazně ředící NAV) očekáváme pokračující růst NAV na akcii poblíž 10%. Přitom ECM se obchoduje s P/NAV 07e 0.55 vs. P/NAV 07e Orca 0.63!

I když po posledních propadech považujeme Orco za relativně dobrou příležitost k nákupu, ostatní tituly klesly také a krátkodobé newsflow Orca očekáváme spíše neutrální – váhu Orca tedy snižujeme na benchmark, což je 9,1%. Akcie ECM nyní naopak nabízí jak dobrý newsflow (očekáváme růst NAV za 2007 kolem 14%), tak velmi nízkou cenu – převažujeme poměrně výrazně na 12,5%.

Po oznámení o pokračování odkupů akcií ze strany ČEZu jsme se rozhodli společnosti v našem portfoliu relativně zvýšit váhu na 7,5%. Odkup akcií z krátkodobého hlediska působí pozitivně na cenu akcií. Rovněž hospodářské výsledky budou na meziroční bázi vypadat velmi slušně. Na druhou stranu snižujeme relativní váhu Unipetrolu, protože si myslíme, že zveřejněné výsledky za poslední čtvrtletí roku 2007 (pravděpodobně provozní ztráta) mohou krátkodobě působit negativně

na cenu akcií Unipetrolu. Z dlouhodobého hlediska na Unipetrolu nicméně zůstáváme pozitivní.



Zdroj: Česká spořitelna

Jak benchmark, tak i naše portfolio se ani v lednu nevyvíjely pozitivním směrem a klesly o více než 5%. Naše negativní výkonnost proti benchmarku pak zůstala na úrovni 1,6%. Nové váhy portfolia a benchmarku po zařazení VIG a provedených změnách jsou následující:

Titul	Aktuální kurz	Aktuální váha	Poslední změna	Váha v indexu
CEZ	1 200	7,5%	7.2.2008	9,1%
CME	1 610	6,4%	7.2.2008	9,1%
ECM	836	12,5%	7.2.2008	9,1%
Komerční banka	3 747	8,8%	7.2.2008	9,1%
Orco Property Group	1 680	9,1%	7.2.2008	9,1%
Pegas	654	7,3%	7.2.2008	9,1%
Philip Morris CR	7 200	4,7%	7.2.2008	9,1%
Telefonica O2 CR	488	12,3%	7.2.2008	9,1%
Unipetrol	288	11,0%	7.2.2008	9,1%
Zentiva	930	8,6%	7.2.2008	9,1%
VIG	1 413	11,0%	7.2.2008	9,1%
Cash	--	0,8%	7.2.2008	0,0%

Zásady konstrukce portfolia a srovnávacího benchmarku naleznete zde:

[http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/portfolio\\_2007\\_11\\_29.pdf](http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/portfolio_2007_11_29.pdf)

## Akcie - základní informace

	CME	Telefónica O2 CR	ČEZ	Erste Bank	Komerční banka	Orco Prop. Group	Philip Morris CR	Unipetrol	Zentiva	ECM	Pegas nonwov.
Doporučení	v revizi	akumulovat	v revizi	--	akumulovat	koupit	držet	koupit	akumulovat	v revizi	držet
12-měs. cílová cena (Kč)	v revizi	650	v revizi	--	4 400	129 EUR	8 800	367	1 090	v revizi	849
<b>Cena (Kč) (9.1.)</b>	<b>1 909</b>	<b>546.5</b>	<b>1321.0</b>	<b>1 088</b>	<b>4 215</b>	<b>1 887</b>	<b>7 100</b>	<b>315.0</b>	<b>909.5</b>	<b>969.5</b>	<b>698.1</b>
Roční min (Kč)	1 578	484.7	827.5	1088	3 198	1 887	7 100	220.0	896.7	969.5	692.5
Roční max (Kč)	2 213	622.8	1423.0	1 741	4 509	3 706	11 538	343.8	1548.0	1244.0	750.5
Tržní kapital. (mld. Kč)	76.8	176.0	782.1	333.2	160.2	13.5	19.5	57.1	34.7	3.7	6.4
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	95.2	201.2	27.6	98.4	21.9	19.8	36.5	27.1	22.2	11.9	12.1
EV/EBITDA	21.3	15.2	12.2	6.8	6.6	6.7	16.6	10.5	9.1	--	--

## Philip Morris CR (Kč, IFRS, konsolid.)

## Unipetrol (Kč, IFRS, konsolidováno)

## Zentiva (Kč, IFRS, konsolidováno)

## AAA Auto (EUR; IFRS; konsolidováno)

	2005	2006	2007e	2005	2006	2007e	2005	2006p	2007e	2005	2006
Tržby (mil.)	11 790	10 031	8 861	80 946	94 591	80 942	11 839	14 003	18 608	269.9	348.4
EBITDA (mil.)	4 348	2 963	2 328	9 505	7 601	9 993	3 240	4 173	5 852	8.5	14.9
EBIT (mil.)	3 790	2 597	1 960	5 279	3 565	5 835	2 578	3 303	4 126	6.6	12.6
Čistý zisk (mil.)	2 730	1 906	1 474	3 429	1 621	4 296	1 878	2 203	2 698	2.4	7.1
Zisk na akcii (x)	994	694	537	18.9	8.9	23.7	49.2	57.8	70.7	0.0	0.1
Dividenda (x)	1 606	600	498	0	0	0	--	--	--	--	--
Marže EBITDA (%)	36.9%	29.5%	26.3%	11.7%	8.0%	12.3%	27.4%	29.8%	31.4%	3.1%	4.3%
Marže EBIT (%)	32.1%	25.9%	22.1%	6.5%	3.8%	7.2%	21.8%	23.6%	22.2%	2.4%	3.6%
P/E	7.1	10.2	13.2	16.7	35.2	13.3	18.5	15.7	12.9	774.9	261.9
EV/EBITDA	5.5	5.2	6.7	--	4.8	4.8	11.3	8.8	6.3	--	13.3

## 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	17.9	13.7	11.3	17.9	17.6	14.8
P/BV	3.1	1.6	1.7	3.2	3.1	2.8

## Orco (EUR, IFRS, konsolidováno)

## ECM (EUR, IFRS, konsolidováno)

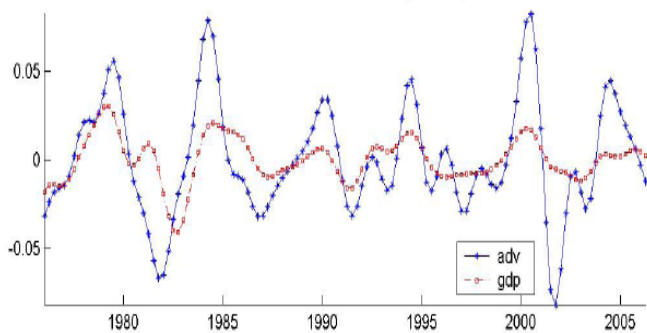
	2005	2006p	2007e	2005	2006p	2007e
Tržby (mil.)	50.3	171.8	263.6	0.6	6.3	11.1
Zisk z přecenění nem.	79.0	120.0	118.5	31.7	8.1	149.4
Zisk z prodeje nem.	2.4	0.0	39.1	1.1	-0.4	29.2
EBIT (mil.)	76.9	123.8	197.3	30.4	9.4	152.0
Čistý zisk (mil.)	56.3	89.7	141.1	20.6	18.8	108.5
Zisk na akcii (x)	7.87	12.55	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	1.45	0.79	0.60	--	0.69	0.60

## SVĚT

Radim Kramule, tel: 224 995 213, [rkramule@csas.cz](mailto:rkramule@csas.cz)

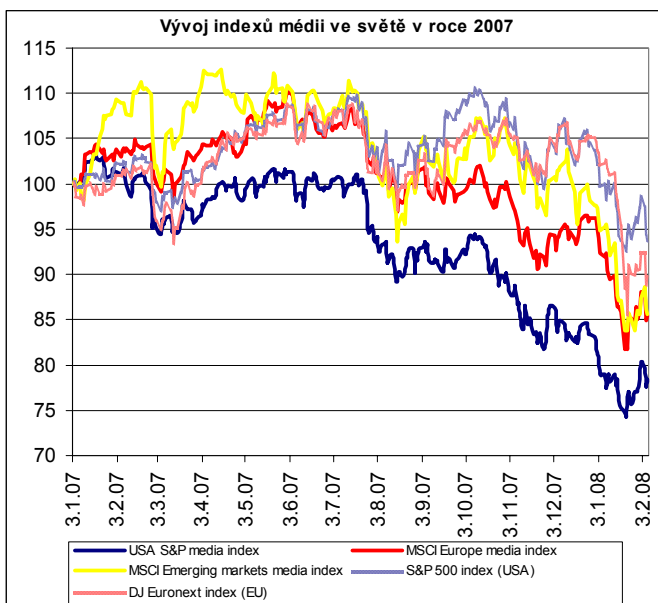
### Se zaměřením na mediální sektor

Sektor médií je do značné míry korelovan s hospodářským cyklem, jelikož při poklesu hospodářské aktivity většinou firmy často utahují kohoutky výdajů na reklamu. Následný negativní dopad na celý segment médií, které jsou čím dál více závislé především na příjmech z reklamy, lze očekávat. Empirické studie dokazují, že volatilita reklamních výdajů je 2-3 vyšší, než je volatilita hospodářského cyklu a tudíž hrozba hospodářského poklesu v USA může silněji zasáhnout segment médií, než segmenty jiné. Tabulka níže ukazuje dynamiku vývoje HDP a reklamních výdajů v USA za posledních 30 let. (červeně HDP, modře reklamní výdaje)



Zdroj: Molinari and Turino (2007, str. 9)

Pokud se zaměříme na vybrané indexy mediálního sektoru ve světě – USA, Evropa a „Emerging markets“ (rozvíjející se trhy), tak nejhůře se v 2007 dařilo mediálním společnostem v USA, kde také nejvíce hrozila a hrozí recese. Zbylé regionální indexy následovaly ten americký až po propuknutí hypoteční krize v USA, kdy se vážněji začalo hovořit o hrozbě rozšíření recese do ostatních regionů. Z grafu je dále patrné, že indexy mediálních společností klesaly více než celé burzy v Evropě a USA. Největší rozdíl je pak patrný u USA.

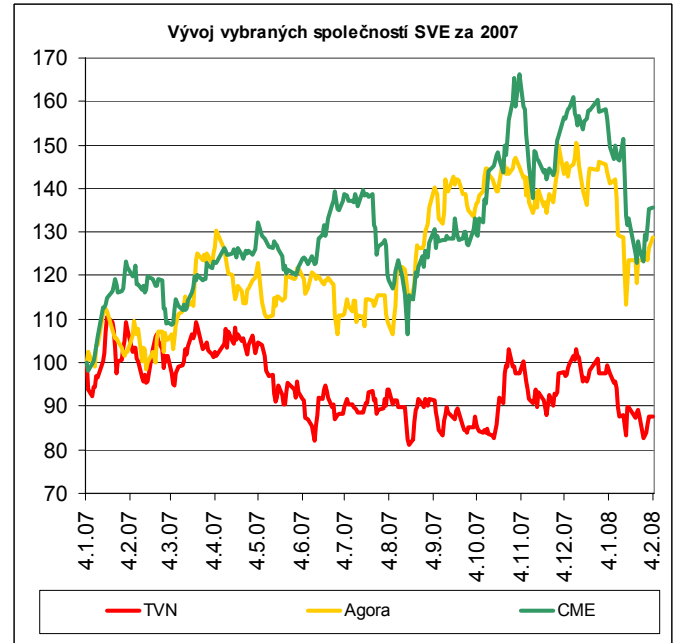


Zdroj: Bloomberg

Alfou omegou mediálního sektoru a jeho blízké budoucnosti bude určitě hospodářský vývoj v USA a jeho dopad na světovou ekonomiku. Pokud by nastal scénář krátkého hospodářského poklesu USA, který i díky

snížování sazeb rychle odezní a ekonomika USA se vrátí k růstu (světová ekonomika nebude výrazněji zasažena), tak by to z našeho pohledu vytvářelo dobrou příležitost pro vstup do sektoru. Nicméně dlouhodobější krize by sice vytvořila také dobrou příležitost (mediální sektor by nadále klesal) pro vstup do sektoru, ale až ke konci takovéto recese. Je těžké odhadnout, kam se sektor v nejbližší době ještě pohne, ale další pokles nejde rozhodně vyloučit (v souvislosti s recesí).

Pokud zůstaneme v regionu SVE, tak především díky odhadovanému růstu místních ekonomik po vstupu do EU, se očekává i dosti výrazný růst výdajů na reklamu. U společností s expozicí na tento region se tudíž očekává i solidní růst tržeb a zisku, což je reflektováno i na vývoji ceny akcií a relativního ocenění (viz graf a tabulka níže).



Zdroj: Bloomberg

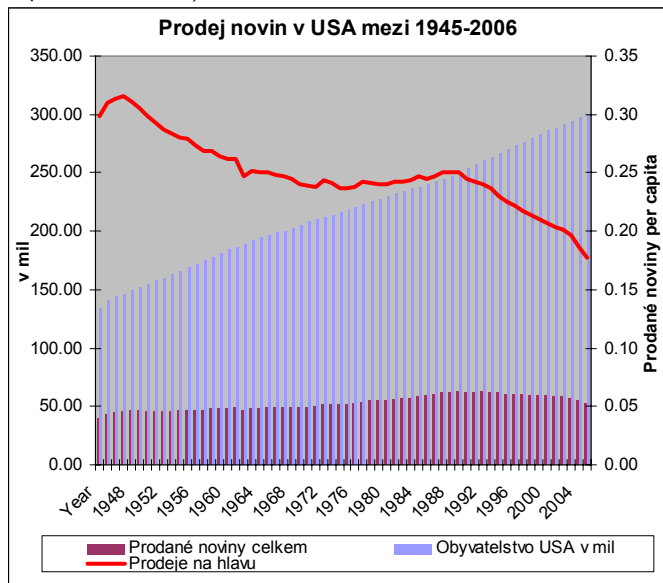
Zdroj: Bloomberg Thomson financials	Čistá marže		P/E		EV/EBITDA		EBITDA marže	
	2007e	2008e	2007e	2008e	2007e	2008e	2007e	2008e
<b>Agora</b>	7.9%	8.7%	25.5	22.1	13.5	12.2	16.0%	16.4%
<b>CME</b>	16.7%	18.8%	29.2	21.1	15.4	11.9	34.0%	34.0%
<b>CTC</b>	29.0%	30.0%	31.2	22.6	12.8	9.5	51.2%	51.8%
<b>TVN</b>	23.4%	25.1%	22.1	17.4	15.2	12.4	35.7%	35.7%
<b>Evr. nakladatelé</b>	8.0%	8.5%	13.6	10.8	11.8	10.4	16.6%	16.9%
<b>Evr. televize</b>	10.1%	10.5%	17.5	15.2	13.5	10.5	18.3%	19.2%

Mediální společnosti v regionu SVE oproti zbytku Evropy jsou v současnosti relativně nejdražší, ale z našeho pohledu je prémie SVE do jisté míry opodstatněná – místní ekonomiky by měly růst o 4 a více procent, podíl výdajů na reklamu na HDP jsou u několika zemí pod úrovní západní Evropy a navíc se domníváme, že případné zpomalení v USA se na region projeví zprostředkovaně v řádu 1-2pb poklesu (s mírně negativním dopadem na zpomalení růstu výdajů na reklamu). Na druhou stranu nelze vyloučit, že případný negativní sentiment na mediální sektor nezasáhne i SVE společnosti. Z našeho pohledu je to celkem pravděpodobné a domníváme se, že pokud by tyto společnosti výrazněji klesaly, tak to vytvoří dobrou příležitost pro vstup do pozic vzhledem k optimistickým dlouhodobým perspektivám.

### A jaké společnosti vybírat?

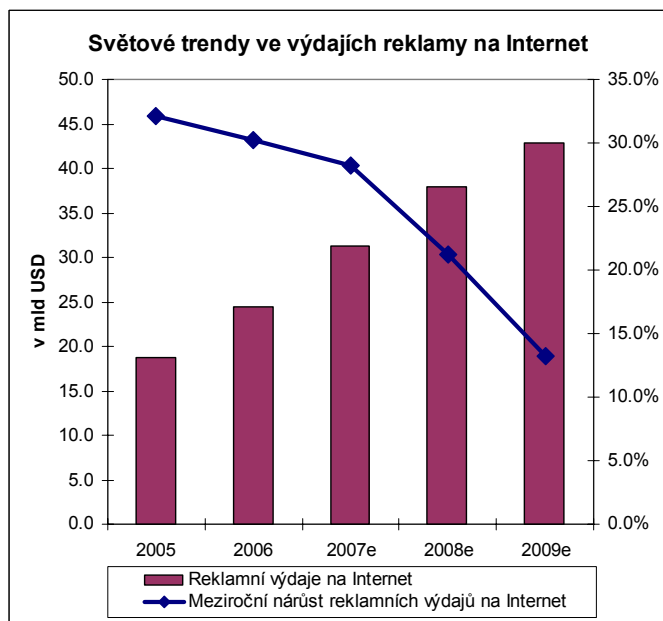
Jako u všech sektorů se i v případě médií vyplatí přistupovat k jednotlivým titulům selektivně. Co se týká dlouhodobých trendů, tak nejméně atraktivním distribučním kanálem se zdají být tištěné noviny a společnosti s expozicí na tento klasický distribuční kanál. Dlouhodobý

trend poklesu „spotřeby“ novin naznačuje následující graf (vývoj v USA za posledních 50. let).



Zdroj: Newspaper association of America

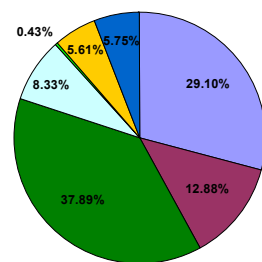
Z grafu je dále vidno, že k poklesu spotřeby novin na hlavu dochází na přelomu 80. let 20. století ke zlomu a jejich spotřeba začíná prudce klesat. Tento jev je z našeho pohledu především způsoben nástupem nových technologií a to především Internetu. Tento nový distribuční kanál je z našeho pohledu právě tím segmentem, který do budoucna poroste nejvíce právě na úkor tištěných novin (v objemu příjmů z reklam). Meziroční nárůsty výdajů na reklamu na Internetu dle odhadů nadále porostou dvojcifernými čísly.



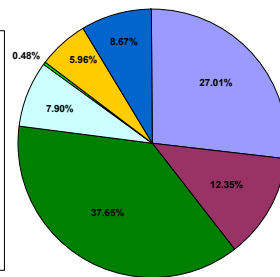
Zdroj: ZenithOptimedia

Mezi další mediální segmenty počítáme – televizi, rádio, časopisy, venkovní reklamu („bill boardy“) a kina. Niže uvedené grafy zachycují odhad vývoje struktury globálních výdajů na reklamu v roce 2006 a 2009. Nejvíce si dle odhadů ZenithOptimedia pohorší segment novin a polepší Internet. Dále se očekává, že si pohorší rádio. Svoji pozici by si měly udržet segmenty televize a časopisů. No a podíl na reklamě se očekává, že vzroste, kromě Internetu, ještě venkovní reklamě a kinům.

Podíly na reklamě jednotlivých médií v roce 2006



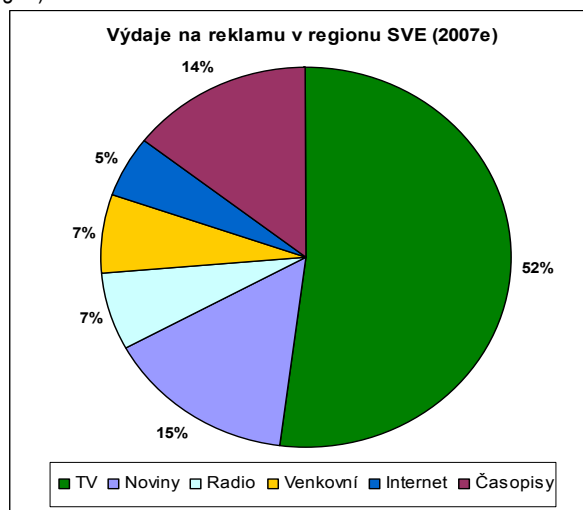
Podíly na reklamě jednotlivých médií v roce 2009



Zdroj: ZenithOptimedia

Z toho nám vyplývá, že více by se mělo dlouhodobě dařit společně s expozicí na segmenty Internetu, venkovní reklamy, ale i televizím a vydavatelům časopisů. Nejmenší dynamika „růstu“ nebo i poklesu lze spíše čekat u vydavatelů tištěných novin a provozovatelů rádií.

Pokud bychom zůstali v regionu SVE, tak je třeba podotknout, že rozložení koláče reklamy je poněkud odlišné od světa, jelikož zde nemají takovou tradici klasická tištěná média, ale spíše televize. Dle našich odhadů je rozložení výdajů na reklamu v regionu SVE následující (viz graf):



Zdroj: odhady Erste Bank

I přes dominantní pozici segmentu televize, neočekáváme, že by televize tuto svou pozici v krátké době ztratila, jelikož TV má obrovskou výhodu ve schopnosti oslovit široké masy. Navíc náklady na TV reklamu na jednoho spotřebitele jsou nižší než třeba u novin. Podobně jako ve světě čekáme do budoucna mírný pokles podílu novin na úkor Internetu.

	TV	Noviny	Rádio	Venkovní	Internet	Časopisy
<b>Agora</b>	--	X	X	X	X	X
<b>CME</b>	X	--	--	--	--	--
<b>CTC</b>	X	--	--	--	--	--
<b>TVN</b>	X	--	--	--	X	--

Z výše zmiňovaného nám vyplývá, že nejlepší expozicí na mediální segmenty v SVE má polské TVN (TV a Internet).

Celkově vzato lze očekávat, že pokud se výrazněji projeví recese v USA, tak odvětví médií bude „trpět“ více, než ostatní hospodářská odvětví. Jelikož jsme zatím někde na začátku nebo uprostřed problémů USA, tak bychom doporučovali se vstupem do sektoru médií ještě vydržet a při případném dalším výraznějším poklesu do sektoru vstoupit.

## Tabulková část – Česká republika, Maďarsko

Země	Akcie	Poslední kurz	Konsensuální odhady V/B/E/S							Oček. růst	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS07		
			EPS 06	EPS 07	Změna za 1M	P/E 07	EPS 08	Změna za 1M	P/E 08		EPS 06/08	Minimu	Maximu	SD	Min.
Česká republika	Telefonica O2 CR	500.0	24.9	31.3	-4.2%	16.0	33.0	-2.4%	15.2	15.0%	13.9%	-20.3%	13%	26.3	43.2
	CME	1639.9	10.9	50.3	-7.2%	32.6	74.2	-1.2%	22.1	161.3%	24.0%	-26.1%	28%	1.3	4.1
	ČEZ	1210.0	46.8	66.2	2.7%	18.3	82.7	2.1%	14.6	33.0%	47.8%	-15.7%	12%	56.3	86.8
	ECM	845.0	106.5	201.5	0.0%	4.2	370.8	29.4%	2.3	86.6%	17.4%	-59.2%	18%	6.4	9.1
	Erste Bank	934.1	75.8	97.2	-0.5%	9.6	116.7	-0.5%	8.0	24.1%	6.4%	-40.7%	3%	3.7	4.0
	Komerční banka	3829.0	239.9	274.6	0.2%	13.9	302.9	0.0%	12.6	12.4%	42.9%	-14.7%	8%	235.7	327.3
	Orco Property Group	1703.8	322.3	119.9	0.0%	14.2	148.0	-20.5%	11.5	-32.2%	17.7%	-50.4%	142%	-2.0	11.3
	Pegas Nonwovens	667.0	63.2	52.2	0.0%	12.8	89.0	0.0%	7.5	18.7%	7.5%	-21.3%	11%	1.8	2.3
	Philip Morris CR	7500	684.2	569.2	-3.2%	13.2	597.7	4.2%	12.5	-6.5%	25.0%	-34.6%	6%	535.9	616.4
	Unipetrol	296.0	17.5	24.5	-3.2%	12.1	29.0	-0.2%	10.2	28.8%	42.9%	-14.7%	19%	18.1	30.9
	Zentiva	929.0	57.9	43.0	-3.7%	21.6	53.9	-4.0%	17.2	-3.5%	18.5%	-40.9%	25%	34.5	71.6
									14.8						
									12.3	23.6%					
Maďarsko	Egis	18650	931	1435	-4.6%	13.0	1675	-8.4%	11.1	34.1%	6.6%	-24.6%	16%	1205.0	1955.2
	FHB	1625	105	109	1.6%	14.9	111	-4.8%	14.7	3.0%	9.8%	-30.6%	19%	78.6	129.2
	Magyar Telecom	853	74	72	2.1%	11.8	80	2.0%	10.6	4.4%	7.8%	-20.3%	12%	57.0	83.2
	MOL	22655	3480	2323	0.5%	9.8	2372	3.0%	9.6	-17.4%	7.8%	-20.3%	14%	1890.6	3080.4
	OTP	7155	723	778	-0.2%	9.2	884	-0.7%	8.1	10.6%	16.2%	-27.0%	6%	720.4	907.2
	Gedeon Richter	37700	2797	2016	1.2%	18.7	2454	0.1%	15.4	-6.3%	2.0%	-34.8%	13%	1711.7	2448.9
									10.5						
									9.6	-4.9%					

**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	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.
Polsko	Aqora	47.00	0.59	1.88	2.9%	25.0	2.16	2.6%	21.7	90.9%	26.2%	-19.0%	5%	1.75	2.07
	Asseco	92.10	2.80	2.30	-4.2%	40.0	2.87	-4.9%	32.1	1.2%	17.5%	-51.4%	7%	2.21	2.49
	Bank Pekao	185.30	10.72	13.10	2.8%	14.1	15.35	0.5%	12.1	19.7%	7.2%	-33.4%	7%	12.50	15.74
	BZ WBK	178.50	10.39	13.87	-0.7%	12.9	15.50	-5.1%	11.5	22.1%	6.9%	-44.0%	5%	12.70	15.40
	BRE Bank	386.20	29.61	33.11	4.7%	11.7	38.14	-5.0%	10.1	13.5%	11.5%	-37.2%	11%	25.56	38.99
	Central Eur. Distribution Co.	55.00	1.25	1.66	-1.1%	33.1	2.28	0.7%	24.1	35.2%	122.6%	-10.0%	9%	1.48	1.80
	Echo Investment	6.34	0.66	1.70	-12.4%	3.7	2.29	3.1%	2.8	87.0%	18.9%	-46.6%	9%	1.48	1.80
	GTC	36.80	3.40	2.89	-4.6%	12.7	4.23	-4.5%	8.7	11.5%	15.0%	-36.2%	n.m.	1.70	1.70
	Grupa Kety	122.00	9.52	10.66	-2.3%	11.4	12.00	-5.4%	10.2	12.3%	4.3%	-50.2%	28%	2.09	3.96
	Grupa Lotos	38.40	5.86	5.60	11.4%	6.9	4.84	9.9%	7.9	-9.1%	11.3%	-35.8%	6%	9.54	11.90
	KGHM	95.45	16.93	19.08	-0.6%	5.0	16.81	-8.5%	5.7	-0.4%	17.3%	-34.2%	18%	4.28	6.93
	LPP	2184.50	23.97	83.99	9.7%	26.0	112.79	5.4%	19.4	116.9%	149.5%	-19.3%	3%	18.50	20.44
	Netia	4.00	-0.98	-0.24	10.6%	-16.4	-0.18	-10.0%	-22.2	-57.1%	17.3%	-18.4%	3%	81.17	88.03
	Opoczno	38.33	-0.19	2.52	5.3%	15.2	3.79	1.8%	10.1	#NUM!	9.2%	-35.8%	-134%	-0.57	0.08
	Orbis	58.90	2.06	2.78	-17.5%	21.2	3.99	-7.7%	14.8	39.0%	22.7%	-38.0%	4%	2.44	2.62
	PBG	276.40	4.50	7.56	1.3%	36.6	11.50	-1.0%	24.0	59.8%	14.2%	-36.9%	36%	1.82	3.99
	PGNiG	4.49	0.21	0.34	10.7%	13.3	0.29	-1.5%	15.6	17.5%	19.1%	-26.4%	2%	7.42	7.66
	PGF	87.40	5.04	5.05	-9.0%	17.3	6.01	-4.6%	14.6	9.2%	28.5%	-30.3%	8%	0.29	0.37
	PKN	43.05	5.45	5.30	2.4%	8.1	5.46	1.0%	7.9	0.1%	8.7%	-29.7%	22%	4.26	5.83
	PKO BP	42.15	2.12	2.65	-2.1%	15.9	3.11	-2.6%	13.5	21.2%	9.1%	-28.9%	15%	3.96	6.43
Prokom	118.00	6.33	7.43	-2.0%	15.9	9.32	0.3%	12.7	21.3%	17.9%	-32.4%	13%	1.73	3.36	
Signity	66.20	1.48	-6.30	8.0%	-10.5	1.36	46.7%	48.6	-4.1%	15.0%	-28.0%	17%	5.79	8.91	
TPSA	22.70	1.74	1.86	-7.7%	12.2	2.06	-5.1%	11.0	8.7%	13.6%	-12.4%	-28%	-8.15	-4.60	
TVN	22.20	0.79	1.00	0.0%	22.3	1.24	-1.5%	17.8	25.9%	13.8%	-21.0%	12%	1.57	2.42	
						12.3			11.3	13.9%					
Rusko	Baltika Brewery	43.00	2.76	3.25	0.0%	13.2	3.72	0.0%	11.6	16.1%	0.0%	-15.7%	3%	3.19	3.36
	Cherepovets Severstal	22.45	1.27	2.01	-0.1%	11.1	2.36	1.4%	9.5	36.4%	87.1%	-9.5%	13%	5.78	9.06
	Evraz Group	76.80	3.94	6.83	2.4%	11.2	7.74	3.7%	9.9	40.1%	159.5%	-14.2%	8%	0.81	1.06
	Gazprom	47.96	0.91	1.00	-1.9%	12.0	1.31	3.2%	9.1	19.8%	43.0%	-20.5%	16%	6.10	11.69
	Lukoil	68.90	9.06	10.05	0.9%	6.9	9.38	3.5%	7.3	1.7%	7.2%	-28.1%	7%	38.05	47.10
	Norilsk Nickel	272.00	26.50	41.11	-1.3%	6.6	36.89	1.2%	7.4	18.0%	75.5%	-13.3%	4%	4.87	5.64
	MTS	80.14	3.15	5.31	2.4%	15.1	6.45	3.0%	12.4	43.1%	76.0%	-24.2%	13%	0.19	0.26
	Novatek	7.00	0.18	0.24	1.7%	29.1	0.30	-0.9%	23.7	28.2%	48.9%	-19.5%	8%	0.35	0.43
	Novolipetsk	3.85	0.32	0.38	1.5%	10.2	0.43	4.7%	8.9	17.0%	58.4%	-11.5%	37%	0.07	0.32
	Rostelcom	11.35	0.25	0.18	0.0%	61.8	0.18	0.0%	62.9	-15.2%	48.4%	-8.5%	19%	0.68	1.44
	Seventh Continent	24.90	0.97	1.05	5.4%	23.8	1.16	-2.6%	21.4	9.6%	3.3%	-15.2%	15%	1.66	2.71
	Suroutneftegaz	0.90	0.08	0.12	-2.8%	7.8	0.10	-1.5%	8.6	12.9%	1.6%	-34.3%	17%	0.09	0.15
	Tatneft	5.00	0.56	0.70	3.4%	7.1	0.67	8.0%	7.5	9.7%	29.9%	-23.1%	15%	0.54	0.80
	Unified Energy	1.07	0.07	0.03	6.2%	38.1	0.03	24.0%	34.5	-35.3%	8.0%	-21.9%	38%	0.01	0.04
	Vimpelcom	33.18	0.80	1.46	1.5%	22.7	2.06	2.7%	16.1	60.7%	120.1%	-27.0%	3%	1.34	1.57
						11.3			9.9	16.1%					

## 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 Saqlik	8.25	0.16	<b>0.21</b>	8.0%	39.9	<b>0.29</b>	<b>-45.5%</b>	28.5	<b>35.3%</b>	21.3%	-20.7%	15%	0.18	0.24
	Adana Cimento	5.75	1.06	<b>1.27</b>	0.1%	4.5	1.04	-0.4%	5.5	-0.8%	15.0%	-42.8%	14%	1.04	1.50
	Akbank	6.90	0.53	<b>0.68</b>	-3.0%	10.2	<b>0.89</b>	0.2%	7.7	<b>29.4%</b>	<b>4.5%</b>	-38.4%	10%	0.56	0.80
	Akcansa Cimento	6.30	0.77	<b>0.91</b>	4.3%	6.9	0.84	-0.8%	7.5	4.5%	28.6%	-40.0%	18%	<b>0.65</b>	<b>1.13</b>
	Aksa	1.91	0.56	0.17	0.0%	11.0	0.19	<b>-34.4%</b>	10.0	-41.6%	<b>5.5%</b>	-56.0%	<b>70%</b>	<b>0.07</b>	<b>0.31</b>
	Aksiortta	5.75	0.24	<b>0.40</b>	2.6%	14.5	0.34	0.0%	16.7	19.1%	21.1%	-39.5%	<b>36%</b>	<b>0.18</b>	<b>0.65</b>
	Anadolu Cam	2.76	0.12	<b>0.26</b>	4.2%	10.7	0.26	<b>6.6%</b>	10.8	<b>47.5%</b>	30.9%	-13.8%	15%	0.21	<b>0.34</b>
	Anadolu Efes	12.70	0.60	<b>0.82</b>	<b>8.3%</b>	15.5	<b>0.90</b>	<b>7.5%</b>	14.1	<b>22.9%</b>	26.6%	-17.0%	19%	<b>0.57</b>	<b>1.13</b>
	Arcelik	6.90	0.81	0.69	<b>-7.8%</b>	10.0	<b>0.97</b>	<b>-5.1%</b>	7.1	9.5%	<b>7.0%</b>	-43.9%	16%	<b>0.54</b>	<b>0.96</b>
	Beko Elektronik	1.02	-0.65	<b>-0.16</b>	<b>-23.0%</b>	n.m.	<b>-0.10</b>	<b>-34.3%</b>	n.m.	-61.3%	<b>1.0%</b>	-52.1%	-126%	-0.42	0.12
	Brisa Bridgestone	68.50	5.63	5.43	-0.1%	12.6	<b>6.82</b>	<b>5.7%</b>	10.0	10.1%	<b>1.5%</b>	-28.6%	<b>31%</b>	<b>4.25</b>	<b>6.61</b>
	Cimsa Cimento	6.80	1.12	<b>1.90</b>	<b>6.1%</b>	3.6	1.04	-2.3%	6.6	-3.9%	11.5%	-37.6%	<b>26%</b>	<b>0.92</b>	<b>2.37</b>
	Denizbank	10.70	1.08	0.90	-2.4%	11.9	<b>0.99</b>	<b>-20.4%</b>	10.8	-4.2%	<b>0.0%</b>	-40.6%	n.m.	1.03	1.03
	Doqan Yavin	3.50	0.07	<b>0.99</b>	1.6%	3.5	0.22	-2.8%	16.1	<b>72.8%</b>	<b>1.7%</b>	-41.7%	15%	<b>0.73</b>	<b>1.27</b>
	Eczacibasi Ilac	4.04	0.20	<b>0.25</b>	0.0%	16.4	<b>0.31</b>	0.0%	13.0	<b>25.3%</b>	<b>6.3%</b>	-43.1%	<b>24%</b>	0.22	<b>0.34</b>
	Enka Insaat	16.80	0.65	<b>0.75</b>	1.6%	22.4	<b>0.87</b>	3.7%	19.3	15.7%	73.8%	-18.8%	13%	0.63	<b>0.93</b>
	Ereqli Demir	7.25	0.41	<b>0.89</b>	0.2%	8.2	<b>1.02</b>	1.2%	7.1	<b>58.2%</b>	26.7%	-39.6%	17%	<b>0.63</b>	<b>1.19</b>
	Finansbank	5.20	0.53	0.42	0.0%	12.3	<b>0.53</b>	0.0%	9.9	-0.2%	20.8%	-12.4%	<b>50%</b>	<b>0.27</b>	<b>0.57</b>
	Ford Otomotiv	11.90	1.43	1.31	1.9%	9.1	<b>1.49</b>	0.8%	8.0	2.2%	10.2%	-17.4%	13%	1.08	<b>1.58</b>
	Fortis Bank	1.62	0.08	<b>0.22</b>	<b>7.7%</b>	7.4	<b>0.33</b>	<b>14.3%</b>	4.9	<b>109.8%</b>	<b>1.3%</b>	-47.4%	n.m.	0.22	0.22
	Sabancı Holdings	5.20	0.27	<b>0.49</b>	-2.2%	10.6	<b>0.57</b>	-0.4%	9.1	<b>44.0%</b>	<b>8.3%</b>	-36.2%	<b>24%</b>	<b>0.28</b>	<b>0.67</b>
	Hurriyet	3.06	0.25	0.27	<b>8.7%</b>	11.4	<b>0.31</b>	<b>-5.9%</b>	10.0	11.4%	<b>1.3%</b>	-31.9%	<b>22%</b>	<b>0.16</b>	<b>0.33</b>
	KOC Holdings	4.48	0.44	<b>0.73</b>	4.5%	6.2	0.62	-2.0%	7.2	18.1%	<b>6.5%</b>	-34.6%	20%	<b>0.50</b>	<b>0.90</b>
	Migros	19.00	0.44	<b>0.93</b>	1.9%	20.4	<b>1.15</b>	0.7%	16.5	<b>61.4%</b>	22.2%	-19.1%	<b>24%</b>	<b>0.72</b>	<b>1.56</b>
	Petrol Ofisi	5.06	0.47	<b>0.57</b>	-3.7%	8.8	<b>0.64</b>	-4.9%	7.9	17.1%	25.8%	-22.2%	<b>28%</b>	<b>0.38</b>	<b>0.87</b>
	Tofas	5.60	0.16	<b>0.25</b>	<b>9.0%</b>	22.3	<b>0.59</b>	<b>5.1%</b>	9.4	<b>90.5%</b>	20.4%	-18.8%	<b>23%</b>	<b>0.15</b>	<b>0.34</b>
	Trakya Cam	2.26	0.31	<b>0.36</b>	<b>8.9%</b>	6.3	0.37	<b>5.6%</b>	6.1	10.2%	<b>9.7%</b>	-29.4%	17%	<b>0.26</b>	<b>0.45</b>
	Tupras	27.75	2.88	<b>4.23</b>	1.9%	6.6	4.18	1.3%	6.6	<b>20.4%</b>	11.0%	-23.4%	17%	<b>3.21</b>	<b>5.38</b>
	Turk Demir Dokum	8.90	0.76	<b>0.95</b>	-0.6%	9.4	1.02	-0.6%	8.7	15.8%	<b>5.7%</b>	-13.9%	19%	0.82	1.07
	Turk Ekonomi Bankasi	2.14	0.13	<b>0.20</b>	<b>-8.5%</b>	10.5	<b>0.31</b>	<b>6.8%</b>	6.9	<b>54.4%</b>	<b>6.3%</b>	-36.6%	11%	0.18	0.24
	Turkcell	10.30	0.56	<b>0.92</b>	<b>8.1%</b>	11.2	<b>1.18</b>	<b>10.0%</b>	8.7	<b>44.8%</b>	54.9%	-25.9%	<b>47%</b>	<b>0.58</b>	<b>1.99</b>
	Turkiye Garanti	7.65	0.51	<b>1.03</b>	<b>5.9%</b>	7.5	1.04	<b>5.7%</b>	7.4	<b>42.9%</b>	57.7%	-31.7%	<b>23%</b>	<b>0.67</b>	<b>1.40</b>
	Isbank	5.80	0.40	<b>0.59</b>	0.9%	9.8	<b>0.77</b>	4.8%	7.6	<b>38.1%</b>	<b>4.5%</b>	-33.3%	13%	<b>0.46</b>	<b>0.72</b>
	Turk Sise Cam	1.65	0.21	<b>0.26</b>	<b>9.7%</b>	6.4	0.27	<b>5.3%</b>	6.0	14.0%	<b>1.2%</b>	-43.1%	18%	<b>0.20</b>	<b>0.32</b>
	Vakifbank	2.92	0.31	<b>0.40</b>	1.8%	7.3	<b>0.47</b>	2.6%	6.2	<b>23.2%</b>	<b>3.5%</b>	-37.1%	13%	0.34	<b>0.52</b>
	Vestel Elek	1.89	0.02	<b>0.37</b>	<b>-29.4%</b>	5.1	-0.01	<b>-101.3%</b>	-159.7	#NUM!	<b>0.5%</b>	-53.2%	<b>30%</b>	<b>0.29</b>	<b>0.45</b>
	Yapi Kredi Bank	2.84	0.16	<b>0.27</b>	-0.4%	10.6	<b>0.35</b>	0.3%	8.1	<b>46.6%</b>	<b>7.8%</b>	-38.3%	12%	<b>0.21</b>	<b>0.33</b>
						9.7			8.6	<b>29.4%</b>					

## KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

	Společnost	Událost
<b>Únor 2008</b>		
14.2.	Zentiva	Oznámení o tržbách za celý rok 2007
21.2.	TO2	Předběžné výsledky za rok 2007
22.2.	TO2	Setkání s analytiky - konference
22.2.	KB	Předběžné výsledky za rok 2007
25.2.	ČEZ	Předběžné výsledky za rok 2007
28.2.	CME	Výsledky za rok 2007
28.2.	AAA Auto	Výsledky za rok 2007
28.2.	Unipetrol	Předběžné výsledky za rok 2007
29.2.	Erste	Předběžné výsledky za rok 2007
<b>Březen 2008</b>		
10.3.	Zentiva	Předběžné výsledky za rok 2007
19.3.	Pegas	Předběžné výsledky za rok 2007
27.3.	Orco	Výsledky za rok 2007
27.3.	VIG	Předběžné výsledky za rok 2007
28.3.	Erste	Výroční zpráva

## 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 *prodat* (pod -10%).

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

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

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

ČEZ			Zentiva		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
8.6.07	1 045	držet	13.11.07	1 090	akumulovat
22.11.06	989	držet	16.8.07	1 520	koupit
18.10.06	989	koupit	25.5.07	1 760	koupit
1.8.06	962	koupit	16.3.07	1 650	koupit
29.5.06	962	koupit	7.11.06	1 460	akumulovat
3.2.06	893	koupit	10.8.06	1 390	akumulovat

Telefónica O2 ČR			Unipetrol		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
2.11.07	650	akumulovat	1.10.07	367	koupit
31.7.07	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	4 400	akumulovat	1.10.07	129 (€)	koupit
27.3.06	3 800	akumulovat	28.3.07	3 690	držet
			21.4.06	108.8 (€)	akumulovat

CME			ECM		
Datum	Cílová cena (USD)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
31.1.07	98	akumulovat	1.10.07	1 880	akumulovat
3.2.06	68	koupit	14.6.2007	2 160	akumulovat
			15.2.2007	1 914	kupovat

Pegas			Philip Morris CR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
3.7.2007	849	držet	6.12.2007	8 800	držet
1.3.2007	806	akumulovat	12.6.2007	9 655	redukovat

*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 (uveďte zde číselné označení příslušného typu střetu zájmu)
CETV	4, 6
ČEZ	4, 5, 6
Komerční banka	4
ORCO	4
Philip Morris ČR	4
Teléfonica O2 Czech Republic	4, 6
Unipetrol	4, 6
Pegas	4, 5
ECM	4, 5
Zentiva	4
AAA Auto	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	33%	20%
Akumulovat	44%	40%
Držet	22%	40%
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	<b>Viktor Kotlán</b>	+420/224 995 217	<a href="mailto:vkotlan@csas.cz">vkotlan@csas.cz</a>
Makro tým (Střední Evropa)	Mária Fehérová	+420/224 995 232	<a href="mailto:mfeherova@csas.cz">mfeherova@csas.cz</a>
Makro tým (ČR)	Martin Lobotka	+420/224 995 192	<a href="mailto:mlobotka@csas.cz">mlobotka@csas.cz</a>
Makro tým (USA, EMU)	Luboš Mokráš	+420/224 995 456	<a href="mailto:lmokras@csas.cz">lmokras@csas.cz</a>
Makro tým (ČR), team-leader	David Navrátil	+420/224 995 439	<a href="mailto:dnavratil@csas.cz">dnavratil@csas.cz</a>
Akciový tým (CEE Real Estate)	Petr Bártek	+420/224 995 227	<a href="mailto:pbartek@csas.cz">pbartek@csas.cz</a>
Akciový tým (svět)	Ján Hájek	+420/224 995 324	<a href="mailto:janhajek@csas.cz">janhajek@csas.cz</a>
Akciový tým (ČR)	Lenka Slámová	+420/224 995 289	<a href="mailto:lslamova@csas.cz">lslamova@csas.cz</a>
Akciový tým (ČR, CEE Media)	Radim Kramule	+420/224 995 213	<a href="mailto:rkramule@csas.cz">rkramule@csas.cz</a>
Akciový tým (ČR, CEE Oil & gas), team-leader	Jakub Židoň	+420/224 995 340	<a href="mailto:jzidon@csas.cz">jzidon@csas.cz</a>

**Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování**

Ředitel úseku	<b>Petr Witowski</b>	+420/224 995 800	<a href="mailto:pwitowski@csas.cz">pwitowski@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchody treasury</b> – ředitel odboru	<b>Robert Novotný</b>	+420/224 995 148	<a href="mailto:rnovotny@csas.cz">rnovotny@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchody na kapitálových trzích</b> – ředitel odboru	<b>Libor Vošický</b>	+420/224 995 592	<a href="mailto:lvosicky@csas.cz">lvosicky@csas.cz</a>
<b>Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty</b> – ředitel odboru	<b>Pavel Krivonožka</b>	+420/224 995 565	<a href="mailto:pkrivonozka@csas.cz">pkrivonozka@csas.cz</a>
<b>Odbor Proprietary trading</b>	<b>Daniel Drahotský</b>	+420/224 995 178	<a href="mailto:ddrahotsky@csas.cz">ddrahotsky@csas.cz</a>
	Dušan Vaškovic	+420/224 995 417	<a href="mailto:dvaskovic@csas.cz">dvaskovic@csas.cz</a>

**Úsek Investiční bankovnictví**

Ředitel úseku	<b>Jan Brabec</b>	+420/224 995 816	<a href="mailto:jbrabec@csas.cz">jbrabec@csas.cz</a>
<b>Odbor Primární emise</b>	<b>Jiří Hrbáček</b>	+420/224 995 836	<a href="mailto:jhrbacek@csas.cz">jhrbacek@csas.cz</a>
<b>Odbor Finanční instituce</b> – ředitel odboru	Alice Racková	+420/224 995 197	<a href="mailto:arackova@csas.cz">arackova@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchodování a distribuce aktiv</b> – ředitel odboru	Jana Daňková	+420/224 995 128	<a href="mailto:jandankova@csas.cz">jandankova@csas.cz</a>
	<b>Jan Brabec</b>	+420/224 995 816	<a href="mailto:jbrabec@csas.cz">jbrabec@csas.cz</a>

**Erste Bank Vídeň – Global Macro & CEE Equity**

Head of Research	<b>Friedrich Mostböck</b>	+43 501 00 119 02	<a href="mailto:friedrich.mostboeck@erstebank.at">friedrich.mostboeck@erstebank.at</a>
Co-Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	<a href="mailto:henning.esskuchen@erstebank.at">henning.esskuchen@erstebank.at</a>
Co-Head of CEE Equities	Guenter Artner	+43 501 00 115 23	<a href="mailto:guenther.artner@erstebank.at">guenther.artner@erstebank.at</a>
akcie – sektor stavebnictví	Franz Hoerl	+43 501 00185 06	<a href="mailto:franz.horl@erstebank.at">franz.horl@erstebank.at</a>
akcie – sektor bankovnictví	Guenter Hohberger	+43 501 00 173 54	<a href="mailto:guenter.hohberger@erstebank.at">guenter.hohberger@erstebank.at</a>
akcie – sektor bankovnictví	Angelika Zwerenz	+43 501 00 119 03	<a href="mailto:angelika.zwerenz@erstebank.at">angelika.zwerenz@erstebank.at</a>
akcie – sektor telekomunikace	Vera Sutedja	+43 501 001 1905	<a href="mailto:MariaVeronika.Sutedja@erstebank.at">MariaVeronika.Sutedja@erstebank.at</a>
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+420 224 995 940	<a href="mailto:urbankovav@ersteinet.cz">urbankovav@ersteinet.cz</a>
akcie – sektor IT	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	<a href="mailto:daniel.lion@erstebank.at">daniel.lion@erstebank.at</a>
akcie – sektor strojírenství	Gerald Walek	+43 501 00 163 60	<a href="mailto:gerald.walek@erstebank.at">gerald.walek@erstebank.at</a>
akcie – sektor doprava	Martina Pasching	+43 501 00 119 13	<a href="mailto:Martina.pasching@erstebank.at">Martina.pasching@erstebank.at</a>
akcie – sektor pojišťovnictví	Christoph Schultes	+43 501 00 163 14	<a href="mailto:christoph.schultes@erstebank.at">christoph.schultes@erstebank.at</a>
<b>Brokerjet</b>	On-line obchodování s CP	+420 222 004 444	<a href="http://www.brokerjet.cz">www.brokerjet.cz</a>