

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

6.3.2008  
Březen

### Český akciový trh

- Výsledková sezóna v plném proudu (ČEZ, CME, KB, TO2 a Unipetrol zveřejnily již výsledky)
- Nové reporty na ČEZ, CME a ECM

### Zahraníční akcie

- Podívali jsme se na relativní ocenění vybraných světových indexů a také jsme zaktualizovali tabulky zahraniční sekce s odhady na 2008 a 2009

Akcie	Kurz (Kč) 29.2.2008	Roční cílová cena (Kč)	Investiční doporučení (datum zveřejnění)	Oček. výnos p.a.	Komentář
<b>Investiční doporučení pro český akciový trh</b>					
CME	1601,0	92,6 USD	Redukovat (27.2.08)	-4,1%	Vydali jsme nové doporučení na CME Redukovat, s 12M cílovou cenou USD 92,6. Důvodem jsou především krátkodobá rizika. CME také zveřejnilo výsledky za 2007, přičemž tržby byly lepší než očekáváním.
ČEZ	1 232,0	1255	Držet (14.2.08)	1,9%	Výsledky ani nepřekvapily, ani nepotěšily, prostě se tentokrát kvůli poměrně aktuální revizi očekávání (konec prosince) daly očekávat. Výhled na rok 2008 rovněž potvrzen, takže snad jen připomeneme, že jsme v únoru vydali nový report na ČEZ s roční cílovou cenou 1 255 Kč a doporučením držet.
Telefónica O2 CR	521,5	650	Akumulovat (2.11.07)	36,4%	TO2 hlavně díky rozpouštění odložených daní překonala s 30% růstem zisku odhady trhu, navíc si snížením emisního ážia umožnila vyplatit 50Kč dividendu – tedy mírně nad oficiální konsensus. Do příštího roku můžeme čekat další solidní nárůst zisku z titulu nižších odpisů a stabilní dividendu. Zdá se, že stabilnější akcie snad na BCPP v současnosti není, mezi SVE telekomy pak TO2 vyniká.
Komerční banka	4069,0	4 400	Akumulovat (5.5.07)	45,0%	Komerční banka za 4Q 07 reportovala solidní výsledky, které byly opět podpořeny růstem sazeb ČNB a také jednorázovým rozpouštěním rezerv. Dividenda 180 Kč na akcii neznámá žádné překvapení, takže u KB můžeme dál spekulovat na možnou nabídku převzetí při změně majoritního vlastníka...
Orco	1 723,0	V revizi	V revizi	–	Společnost se nyní zaměřuje na bezrizikové doplňování portfolia svých Endurance fondů a snaží se refinancovat pomocí prodeje některých „maturovaných“ aktiv – to není zrovna sexy. Buyback ve výši 15 mil. EUR také není žádným driverem. Na konci března se snad dozvíme více jak o vývoji NAV (i výši tzv. čistého NAV), tak o plánech společnosti. Do té doby se držíme vyčkávací taktiky.
Philip Morris CR	7206,0	8 800	Držet (6.12.07)	28,8%	Žádné významné zprávy. Náš scénář pro PM ČR zůstává nezměněn – výsledky za 2007 mohou být lepší než se všeobecně čeká (předzásobení před koncem roku), ale o to horší pak pravděpodobně budou v 1. půli 2008. Stále je tu možnost, že PM Int. místní pobočku delistuje z burzy.
Unipetrol	283,1	367	Koupit (1.10.07)	50,3%	Na druhé pololetí roku 2007 bude chtít Unipetrol asi rychle zapomenout, protože se kvůli odstávkám výrazně „prodražilo“. Na druhou stranu, pokud půjde vše jen o málo hůře než jako v prvním pololetí loňského roku, máme se na co těšit. První vlašťovky zlepšení se ale objeví až před výsledky za první čtvrtletí (zhruba za dva měsíce).
Zentiva	914,0	1 090	Akumulovat (13.11.07)	27,3%	Zentiva zveřejní výsledky 10. března. Tržby vzrostly o 34% díky turecké dceři, ale trh čeká pokles zisku o 30%, díky operacím v ČR a Rumunsku. Domníváme se, že ještě nějakou dobu potrvá, než Zentiva zkonsoliduje své operace (Turecko, ČR, Rumunsko) a proto doporučujeme nadále opatrný přístup.
Pegas	657,0	V revizi	V revizi	–	Výsledky budou zveřejněny 19. března a lehce pozitivní dopad by měla mít nová linka. Pegas nicméně nadále doplácí na negativní sentiment světových burz, i když negativní dopad jakékoliv krize na hospodaření firmy je prakticky vyloučen. Hygienické potřeby se spotřebovávají prostě nepřestanou...
ECM	879,1	1 380	Koupit (28.2.08)	57,0%	Cílovou cenu na akcie ECM jsme kvůli současným zadřeným zdrojům financování snížili o 27%, trh ale podle nás svou reakcí na „credit crunch“ v Západní Evropě přehnal - doporučení zvyšujeme na koupit. U ECM v nejbližších dvou letech nečekáme téměř žádné nové projekty, nicméně v případě úspěšného dokončení těch současných je podle nás hodnota společnosti výrazně nad aktuálním kursem.
AAA Auto	22,5	---	---	---	AAA nesplnila své cíle pro rok 2007, vydala oznámení o očekávané ztrátě a nakonec vykázala ztrátu 4,7mil. EUR. Hlavním důvodem je příliš rychlá expanze a propad prodejů aut. Odhad na celý rok 2008 společnost AAA ještě nezveřejnila, jelikož čeká až na výsledky za 1Q 2008. Další pokles nevyvlučen!
VIG	1 417,0	72 EUR	koupit (23.11.07)	37,9%	Dvě lehce pozitivní zprávy o startu zajišťovacího businessu v ČR a o chystaném vstupu nového investora do Rakouských Aerolinií (VIG zde má finanční podíl) byly vyváženy obnoveným negativním sentimentem na finanční instituce kvůli pokračujícím odpisům aktiv v Západní Evropě a v USA...

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. Anualizace 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](mailto:jizdon@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)

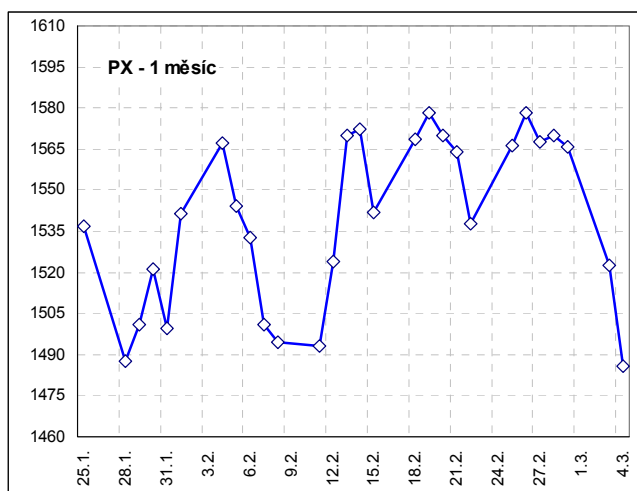
Lenka Slámová, tel: 224 995 289, [islamova@csas.cz](mailto:islamova@csas.cz)

### Český akciový trh

#### Únor: ospalý měsíc po zběsilem lednu

V únoru Pražská burza jakoby vyspávala divoký lednový flám. Objemy obchodů byly oproti lednu poloviční, index PX více méně stagnoval (přidal 4,4 %), což je ve srovnání s lednovým propadem o 17,4 % nádherné číslo. Vezmeme si to postupně. Index PX tedy za únor posílil o 4,4 % a jeho hodnota z 1 499,6 bodů vzrostla na 1 566 bodů. Maxima dosáhl index 19.2., kdy byla hodnota indexu 1 578,3, minima pak 11.2., kdy index klesl na 1 492,3 bodu. V porovnání se světovými indexy si PX vedl dobře, americký Dow Jones index ztratil v únoru 1,7 %, evropský Nasdaq Composite spadl o 3,7 %. Všeobecně se ale dá říci, že trhy po celém světě v únoru spíše stagnovaly.

Graf: Vývoj indexu PX za poslední měsíc



Nejziskovějšími akciemi byly v únoru akcie ECM, které posílily o 11,6 %. Na druhém místě se umístily akcie Komerční banky, které získaly 8,4 %. Podobně se dařilo i akciím Erste Bank, které přidaly 7,2 %.

Tabulka: Vývoj indexů a cen akcií

	Index / akcie (Kč)		% změna za		
	29.2.2008	31.1.2008	1M	3M	r.2008
PX	1566,0	1499,6	4,4%	5,4%	(13,7%)
CME	1601,0	1596,0	0,3%	15,2%	(24,0%)
Telefónica O2 CR	521,5	503,3	3,6%	2,0%	(4,3%)
ČEZ	1232,0	1181,0	4,3%	4,0%	(9,5%)
Erste Bank	972,0	906,5	7,2%	7,9%	(25,3%)
Komerční banka	4069,0	3754,0	8,4%	5,6%	(6,9%)
ECM	879,1	788,0	11,6%	1,2%	(26,1%)
Orco	1723,0	1709,0	0,8%	4,7%	(20,4%)
Pegas	657,0	673,5	(2,4%)	2,1%	(10,1%)
Philip Morris ČR	7206,0	7441,0	(3,2%)	0,4%	(9,2%)
Unipetrol	283,1	288,0	(1,7%)	5,0%	(16,1%)
Zentiva	914,0	908,5	0,6%	8,0%	(6,0%)
AAA Auto	22,1	29,9	(26,4%)	(60,4%)	(50,3%)
VIG	1417,0	--	--	--	--

Dále se dařilo akciím ČEZ (+4,3 %), TO2 CR (+3,6 %), méně pak akciím Orco (+0,8 %), Zentiva (+0,6 %) a CME (+0,3 %), které spíše stagnovaly. Naopak nejvíce ztrácely akcie AAA Auto (-26,4 %) (které jsme od IPO ještě neviděli růst), mírně klesly i akcie Philip Morris CR (-3,2 %), Pegas (-2,4 %) a Unipetrol (-1,7 %).

Objemy obchodů byly v únoru podprůměrné, zobchodovalo se dohromady za 60 mld. Kč, což je oproti minulému měsíci pokles o 50%. Majitele změnilo celkem 64,5 milionů ks akcií. V únoru se obchodovalo 21 obchodních dní, na jeden obchodní den tedy průměrně připadá objem obchodů ve výši 2,86 mld. Kč. Podíl jednotlivých titulů na celkovém obchodování zůstal v podstatě nezměněný, tradičně nejvíce se obchodovaly akcie ČEZu (v celkovém objemu za 24,3 mld. Kč). V únoru ČEZ odkoupil dalších 2,5 milionu svých akcií. Co do objemu obchodování následují akcie Komerční banky (9,5 mld. Kč), TO2 CR (8,4 mld. Kč) a Erste Bank (7,2 mld. Kč). Ostatní se na objemu obchodování podílely méně než 10 %. Tradičně nejméně se obchodovaly akcie AAA Auto, a to v objemu necelých 73 mil. Kč. Dokonce i nově obchodované akcie Vienna Insurance Group (VIG) se obchodovaly více (za 145 mil. Kč).

Tabulka: Objemy obchodování

	Únor 2008		Leden 2008	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČEZ	24,3	40,49	57,2	44,91
Komerční banka	9,5	15,91	22,0	17,28
Telefónica O2 CR	8,4	13,98	14,0	10,97
Erste Bank	7,2	12,04	13,8	10,79
Zentiva	3,8	6,34	5,1	4,03
Unipetrol	2,5	4,24	6,4	4,98
CME	2,0	3,37	2,8	2,19
Orco	1,0	1,65	2,6	2,05
ECM	0,4	0,61	1,7	1,35
Pegas	0,4	0,59	1,0	0,76
Philip Morris CR	0,2	0,40	0,7	0,55
VIG	0,1	0,24	--	--
AAA Auto	0,1	0,12	0,2	0,13

#### Politický přehled

Únor nabídl poměrně mnoho zajímavého i na naší politické scéně – diskuze ohledně návratu předsedy KDU do vlády, plánované zrušení víz do USA, k tomu přiblížení podepsání dohody o radaru nebo znovu zvolení prezidenta Klause. Ale pro akciové trhy jsou zajímavé možná dvě diskuze – snahy o zrušení některých skupin poplatníků ve zdravotnictví (Zentiva) a návrhy některých poslanců pro snížení povinného sociálního pojištění (celý trh). Nicméně dopad těchto potenciálních změn na akciový trh je z našeho pohledu pouze okrajový.

Každopádně zákon ohledně omezení kouření v restauračních zařízeních opět nebyl dotážen a tak si výrobci tabákových produktů mohou zatím oddechnout.

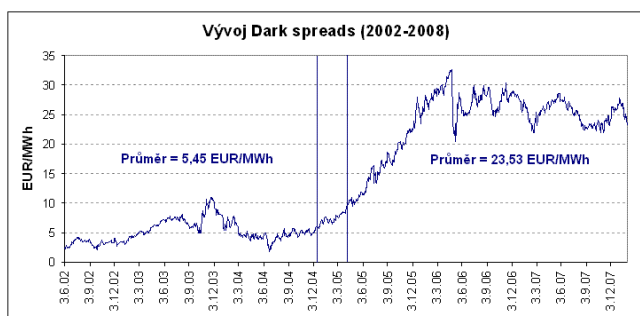
## ČEZ – už zase ty povolenky!

Není tomu tak dávno, co jsme se dlouze rozepisovali o dopadu „krácení“ emisních povolenek na hospodaření ČEZu během druhého alokačního období (2008-12). Po letech přebytku mezi lety 2005-7 se čeká, že ČEZ bude s emisními povolenkami počínaje letošním rokem takzvané „krátký“ (bude je muset dokupovat), protože současný příděl zhruba 34,2 mil. povolenek nebude stačit na odhadovanou výrobu 34,0 TWh z uhelných elektráren. Na jednu vyrobenou MWh v uhelných elektrárnách je v případě ČEZu potřeba totiž zhruba 1,08 povolenky (drtivá většina je hnědouhelných, kde ten přepočítávací poměr je 1,2, u černouhelných je to 0,96). S tím, jak se postupně bude zvyšovat využitelnost Temelína, bude podle našeho názoru mírně klesat výroba z uhlí, ale jedna velká hrozba bude stále přetrvávat...

...Evropská komise předložila návrh na zpoplatnění povolenek pro výrobce elektřiny od roku 2013, od roku 2020 by za povolenky měli platit všichni ostatní. Když se bavíme o druhém alokačním období, máme na mysli stamilionové náklady/výnosy z nedostatku/přebytku povolenek. Ale pokud mluvíme o třetím období (počínaje rokem 2013), je nasnadě dost možná také jednorázové zvýšení nákladů o desítky miliard korun. Jak je to možné? Z logiky věci by si výrobci elektřiny mohli o cenu povolenky zvýšit cenu elektřiny, ale problém je v tom, že podle našich výpočtů cena elektřiny již z 80 % cenu povolenky zahrnuje. A tak si to kromě těch zbývajících 20 % budou muset „vzít“ do svých marží, které by tedy od roku 2013 měly výrazněji klesnout (EBITDA marže na 35 %, což je dlouhodobý průměr sektoru). Nový návrh EK by tedy měl stabilizovat a vyrovnat situaci na trhu, protože třeba ve Španělsku se již za povolenky platit musí, v Německu z 30%, naproti tomu ve většině ostatních zemích jsou alokovány zdarma.

Důvodem našeho „přesvědčení“, že cena elektřiny již ze zhruba 80% obsahuje cenu povolenky, je vývoj tzv. dark-spreads (ukazatel ziskovosti výroby elektřiny z uhelných elektráren, kdy se od ceny elektřiny v Eurech za MWh odečtou náklady na palivo- uhlí, dopravu a další marginální náklady). Před rokem 2005 se pohyboval pod 5 Eury za MWh, během roku 2005 (kdy se fakticky začalo s emisními povolenkami obchodovat) se vyšplhal přes 20 Eur/MWh a v současnosti se pohybuje pod 30 Eury za MWh. Jiný důvod pro tento růst než „povolenka“ nás nenapadá.

Graf: Vývoj tzv. dark-spreads v období 2002-2008



„Existenci“ povolenky v ceně elektřiny byla nepřímou potvrzena i nejnovější situací na polském trhu, kde velkoobchodní ceny elektřiny vylétly na začátku roku o 300 % z původních zhruba 20 EUR/MWh, poté se situace trochu zklidnila a cena se ustálila na 50 EUR/MWh. A důvod? Podle ČEZu (na tiskové konferenci po výsledcích za celý rok 2007) to bylo právě zohlednění mj. i povolenek do cen elektřiny.

Když už jsme u těch výsledků, žádné velké překvapení se nekonalo, protože ČEZ na tiskovce před Vánoci zaktualizoval svoje odhady na celý rok, a tak se s podobnými výsledky již více-méně počítalo dopředu. Rovněž potvrdil i svoje odhady na rok 2008, které jsou zhruba o 3-4 % pod našimi předpoklady a 2 % pod odhadem trhu.

Všechny tyto výše uvedené problémy, faktory jsme zohlednili v naší nové prognóze na ČEZ, kterou jsme vydali 14. února s roční cílovou cenou 1 255Kč a doporučením držet. Z krátkodobého hlediska bude mít na ČEZ pozitivní dopad zvýšení námi projektované ceny elektřiny na následující roky na 60 Eur/MWh, zvýšení využitelnosti Temelína (narozdíl od loňska očekáváme jen dvě dlouhodobější odstávky) a zrušení 10% akcií nakoupených ČEZem v posledním roce. Naproti tomu, v dlouhodobém horizontu očekáváme negativní dopad z nového návrhu EK o emisních povolenkách. Jinými slovy, DRŽTE se!

## CME – výsledky v souladu s očekáváním, nové doporučení

Koncem února jsme vydali nový report a doporučení na společnost CME. **Doporučení jsme snížili z Akumulovat na Redukovat, přičemž jsme snížili 12M cílovou cenu z 97,8 na 92,6 USD.** Hlavní důvody pro snížení doporučení jsou spojeny s aktuálními krátkodobými riziky, jako jsou problémy na Ukrajině nebo obavy o ekonomický vývoj v Rumunsku.

Operace na Ukrajině by měly být hlavním zdrojem růstu CME v dlouhém období. Nicméně v roce 2007 CME čelilo na Ukrajině cenové erozi příjmů z reklamy z důvodu zvýšené konkurence a poklesu sledovanosti (částečně z důvodu horšího programového mixu). CME se tak rozhodlo plně ovládnout místní dceřinou společnost a nedávno oznámilo zvýšení vlastnického podílu z 60% na 90%, s opcí na koupi zbylého 10% podílu. Cena za tento 30% minoritní podíl by měla, podle vedení společnosti, dosáhnout zhruba 220mil. USD (tedy zhruba 35x násobek 2007 ukrajinského EBITDA). CME chtělo původně tuto akvizici financovat z vlastních zdrojů, ale rozhodla se pro emisi dluhopisů za 435mil. USD. Na tuto zprávu trh reagoval negativně, jelikož dluhopisy mají zakomponovanou možnost konverze za akcie při ceně nad USD 151. Dle našeho názoru pokles o 8% byl přehnaný, jelikož odhadované zředení akcií by nemělo přesáhnout 3%.

I přes relativně vysokou cenu tohoto minoritního podílu (**nutnost navýšit výrazně CAPEX v 2008 s negativním dopadem na valuaci a zvýšení zadluženosti**), se domníváme, že v dlouhém období je to pro CME dobré rozhodnutí. Každopádně krátkodobě tyto zprávy, spolu s problémy se sledovaností na Ukrajině, mohou působit na cenu akcií negativně. V poslední řadě nesmíme ani zapomenout na obavy makro-ekonomů ohledně vývoje ekonomiky v Rumunsku (25% tržeb CME). Tyto krátkodobé faktory nás vedly ke změně doporučení na Redukovat.

CME také v únoru zveřejnilo výsledky za celý rok 2007, které dopadly následovně: tržby dosáhly 840mil. USD (naš odhad 806,7, trh 813,3), provozní zisk 206 mil. USD (naš odhad 227,2, trh 222,5) a čistý zisk 88,6mil. USD (naš odhad 64,2, trh 63,9). Rádi bychom podotkli, že růst tržeb byl především způsoben růstem výdajů na reklamu v celém regionu, ale také z části slabým dolarem. Tržby předčily naše očekávání o 4%, což není nijak dramatické. Pokud se zaměříme na nákladovou stranu, tak lze podotknout, že rostly náklady prakticky ve všech položkách, přičemž největší nárůst zaznamenaly výdaje na produkci a programy (330mil USD oproti našemu odhadu 299mil). Celkově vzato, pokud vezmeme v potaz jednorázové položky, tak výsledky byly více méně v souladu s našim a tržním odhadem. Nejvíce zarážející položkou byl růst výdajů na produkci a programy, který vykompenzoval větší nárůst tržeb. Pokud se podíváme na nejposlednější vývoj ceny CME k 82USD za akcii, tak se domníváme, že je to cena již odpovídající i naší valuaci (12M cíl 92,6USD).

## Meziroční skok v zisku KB, žádné překvapení u dividendy

Komerční banka ve čtvrtém čtvrtletí dosáhla nečekaně rychlý růst čistého zisku o 29% y/y na 3,1 mld. Kč. To, že o 15% překonala očekávání trhu, bylo částečně způsobeno jednorázovým rozpouštěním rezervy 200 mil. Kč na soudní spory. Bez toho náklady rizika rostly mírně nad růstem čistých úrokových příjmů (15% y/y vs. 13% y/y). Celoročně bance pomohla hlavně loňská akvizice podílu v Modré Pyramidě a rostoucí sazby ČNB. Na čtvrtletní bázi byly výsledky taženy růstem úrokových příjmů u depozit (+11% q/q) díky dalším 25bp zvýšení sazeb ČNB. Naproti tomu 5% q/q nárůst objemů úvěrů nedokázal kompenzovat nižší marže. Čistý úrokový příjem tak u úvěrů klesnul o 4% q/q. Vedle příjmů z depozit byl dalším driverem zisku i relativně pomalý nárůst provozních nákladů (zde ale hraji podstatnou roli klesající odpisy).

Vedle výsledků, které považujeme za mírně pozitivní, je hlavní informací navrhovaná dividendy 180 Kč na akcii (dividendový výnos cca 4,4%). Banka tedy zachovala výplatní poměr 61% čistého zisku tak, aby poměr Tier 1 zůstal blízko 10%. Oznámená dividendy je v souladu s naším očekáváním. Ohledně výhledu CEO banky Goutard řekl, že růst očištěného zisku (o jednorázové položky) o 10-12% ročně by byl dobrý, což je také v souladu s naší projekcí pro 2008. Komerční banka se nyní obchoduje na P/BV kolem 3,1 při ROE 22,5%.

## Dividendy i zisk TO2 nad (oficiálním) konsensem

Jako jeden z mála telekomů ve střední Evropě byla Telefónica CZ schopná reportovat růst tržeb (2,8% y/y). Jednak jí pomáhá nyní již vysoký podíl mobilní divize (52%), která stále zvyšuje tržby z datových služeb a počty SMS, za druhé jí ale také pomáhá prudký nárůst výnosů z IT služeb díky letos získané státní zakázce. Nárůst v IT stojí za 1,8% celkových tržeb! Naproti tomu náklady na slovenský start-up stlačily růst EBITDA zisku na nulu. Stará známá písnička o nízkých investicích a tedy i odpisech a o klesajících finančních nákladech díky silnému cash flow a téměř nulovému zadlužení ale opět (ještě s jednorázovým rozpouštěním odložených daní) zařídily růst čistého zisku o vysokých 30% y/y.

Vzhledem k lehké čitelnému hospodaření se veškeré spekulace trhu zaměřují na silné cash flow společnosti, které je důvodem pro vysoké dividendy nebo zpětný odkup akcií – CEO společnosti totiž řekl, že firma nyní nevidí žádné akviziční cíle. Telefónica si cestu pro 50 Kč dividendu (dividendový výnos vysokých 9,7%) z právního hlediska umožnila snížením emisního ážia a podle náznaků od společnosti (a naší kalkulace zisku pro rok 2008) můžeme se zhruba stejnou sumou počítat i příští rok. Management vyloučil možnost dodatečné dividendy za rok 2007 i zpětný odkup akcií. Ten podle nás nedává žádný smysl pro majoritního vlastníka: Nepřinese mu žádné cash flow a navíc by ho mohl vzhledem k nízkému free float TO2 CZ dotlačit až k povinné nabídce odkupu minorit...

Z dlouhodobého pohledu je ale zajímavé podívat se na konkurenci v ČR. I když má síť 3G u T-Mobile zatím jen omezené pokrytí na největší města, ukazuje se, že z hlediska tržeb je to slušný driver. Tržby největšího konkurenta v roce 2007 rostly o 9,9% a jsou již nyní na úrovni bývalého Eurotelu. Předpokládáme, že ve chvíli, kdy se podaří dobře pokrýt dálnici D1, má tento produkt slušnou šanci získat část dosavadních zákazníků značně pomalejšího CDMA u TO2. No, TO2 má stále prostor ke snižování nákladů, takže mezi veřejně obchodovanými telekomy v CEE zůstává naším top pick.

## ECM – naše sázka na riziko

Developeři ve Východní Evropě, především ti menší a více zadlužení, nyní mají kvůli kreditní krizi na západních trzích horší přístup k

dluhovému financování. Banky zvyšují rizikové prémie a snižují poměr poskytovaného dluhu k hodnotě nemovitosti na 70% z 85%+ před půl rokem (zdroj: JLLS). Pro ECM tato situace znamená hledání dodatečných zdrojů nezajištěného kapitálu za podmínek, kdy například emise nezajištěných dlouhodobých dluhopisů je téměř vyloučena. Nicméně, pokud se ECM najít zdroje podaří, odhadujeme pouze asi 3% zvýšení investičních nákladů z titulu kreditní krize. Věříme, že ECM díky svým zkušenostem z doby před IPO dokáže úspěšně dokončit všechny stávající projekty. Vzhledem k tomu, že firma by neměla v letech 2008-09 produkovat žádné hmotné vlastní jmění (pokud neprodá své investiční portfolio), očekáváme nyní pro nejbližší dva roky pouze velmi malé množství nových projektů. Expanze by měla začít znovu v roce 2010, kdy ECM dokončí většinu současných projektů.

Předpokládáme, že kreditní krize také kvůli nižší likviditě reálních aktiv (a relativně vysoké nabídce nových projektů) povede k mírnému růstu výnosů z nájemného na domácím trhu ECM v ČR. Na druhou stranu ekonomické fundamenty na všech trzích ECM zůstávají silné a také očekáváme pokračující růst hodnoty jejich projektů v Rusku a v Číně. Očekávané marže pro budoucí projekty jsme vzhledem k nižším maržím na projektech oznámených ve druhém pololetí 2007 (23%) a vzhledem k horšímu výhledu domácího trhu snížili ze 29% na 18% v roce 2008 a na 15% později.

Náš odhad reportovaného NAV (čistá hodnota aktiv) pro rok 2007 jsme nechali prakticky beze změny na 62,1 EUR/akcii. I když ve 4Q 07 očekáváme výrazné ředění NAV z důvodu provedené výměny akciových opcí, také očekáváme značné zisky z přecenění posledních zahraničních projektů. Pro rok 2008 ale předpokládáme, že zahraniční projekty nedokážou plně vyrovnat pokles hodnoty projektů v ČR a očekáváme mírný pokles NAV na 58,7 EUR/akcii. Střednědobý výhled NAV jsme pak snížili o 4-8% kvůli očekávaným nižším maržím na současných i budoucích projektech a kvůli očekávanému nízkému objemu nových projektů ve 2008-09.

Vzhledem k tomu, že poměr P/BV mírně nad úroveň 1,1 de facto znamená, že aktuální kurs započítává jen velmi nízkou pravděpodobnost úspěšného dokončení stávajících projektů ECM (development dělá 52% aktiv firmy), myslíme si, že trh přeceňuje dopady kreditní krize na trhy Východní Evropy a na schopnost ECM dokončit stávající projekty. Za použití diskontace NAV odhadujeme, že hodnota ECM při započítání pouze stávajících projektů je 47 EUR/akcii. Při započítání dlouhodobých růstových očekávání stanovujeme za použití modelu desetiletého růstu NAV (CAGR NAV 12,7% vs. COE 12,3%) naši dvanáctiměsíční cílovou cenu na 52,6 EUR/1380Kč na akcii. Vzhledem k aktuálnímu kurzu (56% potenciál k 27.2.08) zvyšujeme naše doporučení na akcie ECM z Akumulovat na Koupit. Naše doporučení je založeno na plně zřetěženém NAV upraveném o tzv. developer's profit (pro 2007 očekáváme 44,4 EUR/akcii) – předpokládáme, že společnost by za současné situace snížené likvidity reálních aktiv nemusela být schopna při prodeji rozestavěných projektů tuto část NAV realizovat.

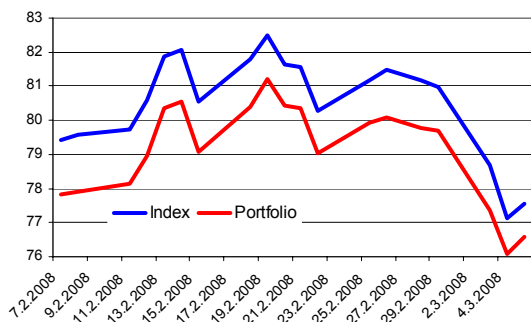
Naše ocenění již zahrnuje očekávaný rychlý růst stavebních nákladů, nárůst nákladů na financování v roce 2008, slabý výhled českého trhu a prakticky žádnou expanzi v nejbližších dvou letech. Co není započítáno, je „worst case“ scénář případného nuceného prodeje projektů nebo výrazné zpomalení růstu rozvíjejících se ekonomik. Vůči našemu ocenění tedy vidíme spíše potenciál směrem nahoru než naopak.

## Unipetrol - komentář k výsledkům

Unipetrol byl rovněž mezi českými "blue-chipovými" společnostmi, které v únoru zveřejnily hospodářské výsledky. Jako den a noc by se daly hodnotit první a druhé pololetí roku 2007. Za první Unipetrol zveřejnil provozní zisk 4,55 mld. Kč, ve druhém na provozní úrovni skončil téměř ve ztrátě. Na tom je krásně vidět, čeho je Unipetrol schopen při "plném" výkonu a za velmi příznivých petrochemických marží a naopak, jak krutý dopad nakonec měly odstávky, které se protáhly déle, než kdokoli z nás předpokládal. Loňský rok je již za námi, co čekat od toho letošního? Unipetrol oznámil, že očekává provozní zisk na úrovni loňských 4,7 mld. Kč a vyděsil tím tak drtivou většinu analytiků, protože ti (včetně nás) v průměru očekávají mnohem vyšší provozní zisk v řádu kolem 7,5 mld. Kč. Kde se vzal ten rozdíl? Za prvé, je třeba říct, že výše zmíněný zisk je postaven na business plánu společnosti, které obvykle bývají nastaveny níže, takže se nedá hovořit o reálném odhadu na letošní rok. Za druhé, je to prý velmi konzervativní předpověď, která počítá s nižšími maržemi a nižší produkcí pro tento rok. Je to škoda, protože pokud se podaří úspěšně instalovat nové chladicí zařízení, odstávky by letos měly být minimální a rovněž výhled na marže zůstává poměrně pozitivní. To by pak Unipetrol mohl zveřejnit ještě lepší provozní zisk než loňských (o dopad ostávek) očištěných 7,1 mld. Kč a potvrdil by tak postavení námi nejvíce preferované společnosti v sektoru ropa a plyn.

## Modelové portfolio ČS

Poté, co jsme minulý měsíc výrazně „zamíchali“ vahami v našem portfoliu (částečně v důsledku zařazení titulu Vienna Insurance) jsme dosáhli poměrně výrazné 0,8% outperformance proti benchmarku. Jako správné se ukázalo zvýšení váhy ECM i snížení Orca a Unipetrolu. Nicméně hlavně kvůli nepříznivým makrodatům přicházejícím koncem února z USA nakonec benchmark i naše portfolio skončilo proti poslednímu vydání mírně v záporu (-2,3%, resp. -1,6%). Celkově jsme od založení o 1,0% pod výkonností benchmarku.



Zdroj: Česká spořitelna

U Unipetrolu po velmi špatných výsledcích v posledním kvartále roku 2007 (zapříčiněným delšími než očekávanými odstávkami a trochu slabšími petrochemickými maržemi) očekáváme první trochu více optimistické informace až koncem dubna, kdy by mělo být zveřejněno něco více k hospodaření na začátku roku 2008. Proto v našem portfoliu relativně snižujeme váhu Unipetrolu z 10,6% na 9,5%, t.j. jen mírně nad benchmark.

Na začátku března jsme se rozhodli dát Pegas do revize, jelikož se nedomníváme, že by Pegas měla nějak výrazněji ovlivnit současná krize na finančním a realitním trhu, ale cena akcie v poslední době výrazně klesala. Z tohoto důvodu zůstáváme optimisty ohledně budoucího růstu ceny akcií společnosti Pegasu a proto i zvedáme jeho váhu v našem portfoliu ze 7,6% na 10% (převažujeme proti benchmarku).

Vzhledem k tomu, že negativní sentiment na finanční instituce stále není u konce a VIG má vzhledem k fundamentu o něco nižší potenciál než Pegas, rozhodli jsme se na zvýšení váhy Pegasu „sebrat“ část převážení VIG (z 10,6% na 9,5%). Ovšem očekávané dobré výsledky za 4Q 07 (27.3.) by měly zajistit i u tohoto titulu slušnou výkonnost.

Nové váhy portfolia a benchmarku po zařazení VIG a provedených změnách jsou následující:

Titul	Aktuální kurz	Aktuální váha	Poslední změna	Váha v indexu
CEZ	1 193	7,6%	7.2.2008	9,1%
CME	1 390	5,6%	7.2.2008	9,1%
ECM	868	13,2%	7.2.2008	9,1%
Komerční banka	3 939	9,4%	7.2.2008	9,1%
Orco Property Group	1 627	8,9%	7.2.2008	9,1%
Pegas	649	10,0%	5.3.2008	9,1%
Philip Morris CR	7 200	4,8%	7.2.2008	9,1%
Telefonica O2 CR	519	13,3%	7.2.2008	9,1%
Unipetrol	274	9,5%	5.3.2008	9,1%
Zentiva	830	7,8%	7.2.2008	9,1%
VIG	1 340	9,5%	5.3.2008	9,1%
Cash	--	0,4%	5.3.2008	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	redukovat	akumulovat	držet	--	akumulovat	v revizi	držet	koupit	akumulovat	koupit	v revizi
12-měs. cílová cena (Kč)	92,6 USD	650	1255	--	4 400	v revizi	8 800	367	1 090	1 380	v revizi
<b>Cena (Kč) (5.3.)</b>	<b>1 388</b>	<b>521.5</b>	<b>1194.0</b>	<b>938</b>	<b>3 934</b>	<b>1 638</b>	<b>7 151</b>	<b>274.0</b>	<b>828.5</b>	<b>856.6</b>	<b>644.0</b>
Roční min (Kč)	1 388	450.5	846.7	883	3 210	1 518	6 685	230.2	815.8	788.0	639.6
Roční max (Kč)	2 213	622.8	1423.0	1 741	4 509	3 576	11 251	343.8	1548.0	914.0	681.2
Tržní kapital. (mld. Kč)	58.7	168.0	707.0	287.3	149.5	17.2	19.6	49.7	31.6	3.6	5.9
Počet kótovaných akcií	42 274 852	322 089 890	592 088 461	306 291 852	38 009 852	10 477 507	1 913 698	181 334 764	38 136 230	4 252 500	9 229 400
Celkový počet akcií	42 274 852	322 089 900	592 088 461	306 291 852	38 009 852	10 477 507	2 745 386	181 334 764	38 136 230	4 252 500	9 229 400
Hlavní akcionář	Ronald Lauder	Telefónica	FNM	AVS	Société Générale	Orco Holding	Philip Morris Holland BV	PKN Orlen	Sanofi-Aventis	Milan Janků	Templeton - Franklin R.
%podíl hl. akcionáře	19.4%	69.4%	67.6%	30.5%	60%	21.5%	77.6%	63%	24.9%	50.0%	9.2%
Free float (%)	71.3%	30.6%	32.4%	64.5%	40%	78.5%	22.4%	37%	56.3%	50.0%	88.8%

CME (USD; US GAAP; konsolidováno)

Telefónica O2 CR (Kč; IFRS; konsolid.)

ČEZ (Kč; IFRS; konsolidováno)

Pegas (EUR; IFRS; konsolidováno)

	2006	2007	2008e	2005	2006	2007e	2006	2007	2008e	2006	2007e
Tržby (mil.)	604.0	840.0	961.1	61 156	61 311	61 928	159 608	174 632	191 490	120.9	123.4
EBITDA (mil.)	218.8	264.3	342.7	27 240	27 906	27 393	64 328	75 326	88 940	42.1	42.7
EBIT (mil.)	140.7	206.0	302.2	9 432	11 160	11 939	40 116	53 215	63 913	29.9	30.6
Čistý zisk (mil.)	20.2	88.6	211.4	6 249	8 020	8 891	28 846	41 643	48 123	20.7	20.4
Zisk na akcii (x)	0.5	2.1	5.0	19.4	24.9	27.6	48.7	70.6	90.3	2.2	2.2
Dividenda (x)	0	0	0	0.0	45.0	50	20.0	37.0	49.0	--	--
Marže EBITDA (%)	36.2%	31.5%	35.7%	44.5%	45.5%	44.2%	40.3%	43.1%	46.4%	34.8%	34.6%
Marže EBIT (%)	23.3%	24.5%	31.4%	15.4%	18.2%	19.3%	25.1%	30.5%	33.4%	24.7%	24.8%
P/E	160.7	40.5	19.0	71.5	20.9	18.9	24.5	16.9	13.2	11.5	11.7
EV/EBITDA	15.2	16.9	13.5	6.8	6.6	6.7	10.5	9.6	7.3	--	--

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	2006	2007
Tržby (mil.)	11 790	10 031	8 861	80 946	94 591	80 942	11 839	14 003	18 608	348.4	470.1
EBITDA (mil.)	4 348	2 963	2 328	9 505	7 601	9 993	3 240	4 173	5 852	14.9	4.6
EBIT (mil.)	3 790	2 597	1 960	5 279	3 565	5 835	2 578	3 303	4 126	12.6	0.7
Čistý zisk (mil.)	2 730	1 906	1 474	3 429	1 621	4 296	1 878	2 203	2 698	7.1	-4.9
Zisk na akcii (x)	994	694	537	18.9	8.9	23.7	49.2	57.8	70.7	0.1	-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%	4.3%	1.0%
Marže EBIT (%)	32.1%	25.9%	22.1%	6.5%	3.8%	7.2%	21.8%	23.6%	22.2%	3.6%	0.1%
P/E	7.2	10.3	13.3	14.5	30.7	11.6	16.8	14.3	11.7	252.3	-365.5
EV/EBITDA	5.5	5.3	6.7	--	4.8	4.8	10.4	8.0	5.7	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	16.1	12.3	10.2	16.7	16.4	13.8
P/BV	2.8	1.4	1.5	3.0	2.9	2.6

Orco (EUR, IFRS, konsolidováno)

ECM (EUR, IFRS, konsolidováno)

	2005	2006	2007e	2005	2006	2007e
Tržby (mil)	50.3	172.9	270.4	0.6	6.3	13.1
Zisk z přecenění nem.	79.0	145.9	198.0	31.7	8.1	47.1
Zisk z prodeje nem.	2.4	0.0	24.0	1.1	0.1	3.5
EBIT (mil.)	76.9	134.2	245.7	30.4	9.4	22.8
Čistý zisk (mil.)	56.3	96.7	130.7	20.6	18.8	19.3
Zisk na akcii (x)	5.37	12.70	13.05	4.84	6.10	4.80
Dividenda (x)	0.4	1.0	0.8	--	--	--
Marže EBIT (%)	58%	42%	50%	91%	65%	36%
Marže čistého zisku (%)	43%	30%	27%	62%	130%	30%
NAV / akcii (€)	50.0	99.4	104.0	--	52.3	62.1
Cena / NAV	1.31	0.66	0.63	--	0.66	0.55

## SVĚT

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

### Pohled na relativní ocenění vybraných burzovních indexů

V této části se zaměříme na relativní ocenění vybraných světových burz a indexů (USA, Německo, Francie, UK, Rakousko, ČR, Maďarsko, Polsko a Turecko). Pro jednoduchost vycházíme z ukazatele P/E (cena indexu dělená odhadovaným ziskem, váženého podle váhy jednotlivých titulů) pro jednotlivé indexy, který nejlépe, dle našeho názoru, zobrazuje relativní ocenění.

Níže uvedená tabulka shrnuje aktuální hodnotu P/E a odhadované P/E (odhadované zisky za 1rok). Aktuálně „nejdražší“ burzou je americké S&P s hodnotou 19,6, následovanou pražským PX s 13,4. Ostatní sledované burzy se pohybují okolo hodnot P/E 11-12, přičemž turecký ISE je suverénně „nejlevnější“ s P/E 9,4. Pro zajímavost jsme uvedli i hodnotu „aktuálního P/E T-1“ přesně před rokem v ten samý den. Všechny burzy byly relativně dražší, než dnes. Důležitějším ukazatelem je odhadované P/E (odhadované zisky na 2008). Opět nejhůře dopadá USA a nejlépe turecký ISE.

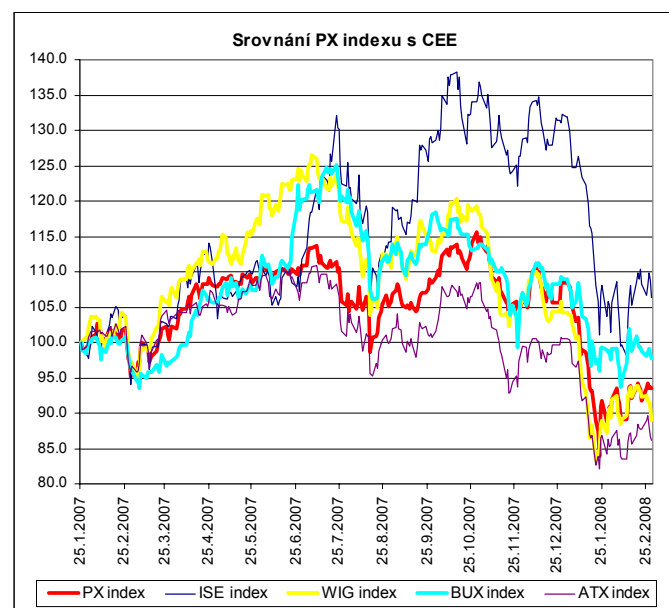
**P/E tabulka 29.2.2008**

Jméno indexu	Země	aktuální P/E	odhadované P/E	"aktuální P/E T-1"	"odhadované P/E T-1"
PX index	ČR	13.4	12.0	18.9	15.4
S&P	USA	19.6	13.7	17.2	15.1
DAX	Německo	11.6	10.8	13.8	13.1
CAC	Francie	11.1	10.5	14.7	12.7
FTSE	UK	11.7	11.3	16.3	12.4
ISE	Turecko	9.4	9.4	11.6	11.1
WIG	Polsko	11.3	12.7	17.2	17.0
BUX	Maďarsko	11.2	10.7	9.4	11.3
ATX	Rakousko	13.3	10.6	16.0	13.8
<b>median Z.Svět</b>		<b>11.7</b>	<b>11.1</b>	<b>15.5</b>	<b>12.9</b>
<b>median CEE</b>		<b>11.3</b>	<b>10.7</b>	<b>16.0</b>	<b>13.8</b>

**Zdroj: Bloomberg**

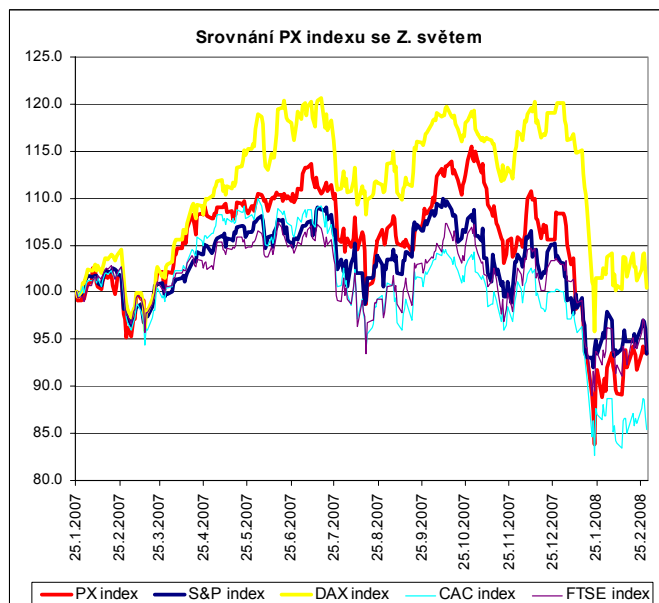
V následujících čtyřech grafech srovnáváme vývoj ceny indexů za poslední rok a vývoj odhadovaného ukazatele P/E za poslední rok.

První graf srovnává index PX s okolními indexy SVE, které jsou přepočteny k hodnotě 100. Z grafu je patrné, že nejlépe se stále daří tureckému ISE, které je jediné nad úrovní před rokem.



**Zdroj: Bloomberg**

Obdobně jsme srovnali index PX s vyspělými trhy. Z grafu je patrná silná korelace mezi indexy, přičemž německý DAX je stále nad úrovní v minulém roce a CAC nejnižší. Relativně dost oslabil v porovnání se světem i index PX.



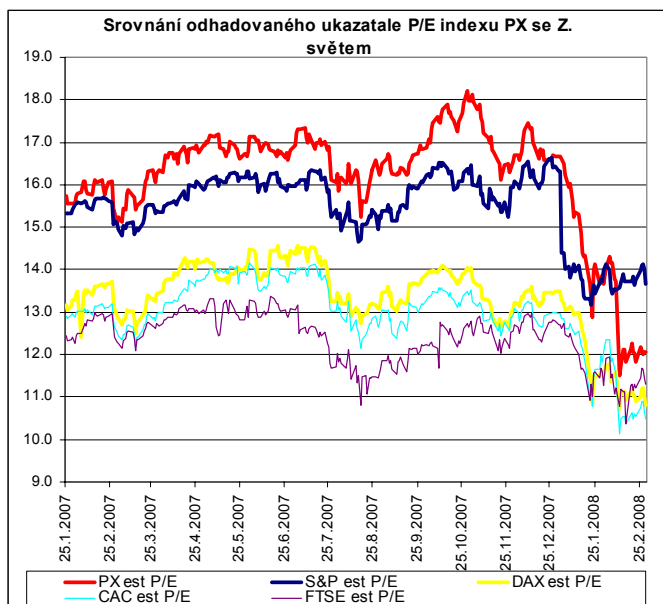
**Zdroj: Bloomberg**

Odhadovaný ukazatel P/E se dostal v poslední době u všech sledovaných indexů SVE za poslední rok na nejnižší úroveň. Souvisí to s velkými výprodeji, které provází všechny světové burzy od konce roku 2007. Jak jsme již zmiňovali turecký ISE vychází „nejlevnější“, přičemž polské WIG jako nejdražší.



**Zdroj: Bloomberg**

Obdobně jsme srovnali i ukazatele odhadovaného P/E pro index PX a vyspělých trhů, což zobrazuje náš poslední graf. Nejvíce poklesu zaznamenal za poslední dobu index PX, nejdražší zůstává americký S&P, ostatní vybrané indexy jsou na podobných úrovních.



se tabulky „zelenají“, což znamená zvyšování odhadů oproti minulému měsíci.

Zdroj: Bloomberg

## A co říci na závěr?

Především díky výprodejům na světových burzách relativní ocenění všech vybraných indexů pokleslo. Jeden z nejvíce klesal index PX, který se tak dostal na přijatelnější úroveň s porovnáním s okolním světem.

Zajímavým poznatkem je fakt, že se výrazně snížil rozdíl mezi relativním oceněním indexů vyspělých ekonomik, kde medián aktuálního P/E činí 11,7 oproti 11,3 u indexů SVE a tak se může v současnosti region SVE považovat za atraktivnější (u odhadovaného P/E je opět ocenění na straně SVE s 10,7 oproti 11,1 u Z. světa). Ještě před rokem byl medián aktuálního P/E u Z. světa 15,5 a u SVE 16,0.

Je třeba podotknout, že region SVE je všeobecně považován za region s vyšší růstovou dynamikou místních firem (zisků, tržeb) a proto je u něj i dlouhodobě určitá prémie v relativním ocenění. To, že se tento ukazatel P/E otočil ve prospěch SVE mohlo způsobit několik faktorů:

- Burzy SVE klesaly více, než západní svět
- Odhady současných a budoucích zisků u regionu SVE nebyly tolik revidovány směrem dolů
- Odhady zisků firem z vyspělých trhů byly sníženy relativně více (v očekávání recese USA).

My se domníváme, že u regionu SVE nebude potřeba nijak výrazně snižovat odhady růstu zisků pro následující období, ale ceny firem vesměs všude klesaly. Proto se domníváme, že region SVE v současnosti nabízí opravdu výhodnější relativní ocenění, než vyspělé trhy a doporučujeme se na region SVE více zaměřit.

Nelze však nedodat, že v případě jakékoliv výraznější krize (recese USA nebo dokonce globální), by pravděpodobně region SVE dále utrpěl ztráty, jelikož v dobách recese mají investoři tendenci „utíkat“ do tzv. „safe havens“ (klidných přístavů), za což se považují burzy vyspělých ekonomik a především USA.

## Aktualizace tabulek regionu podle Thomson Financials (ČR a SVE):

V tomto vydání jsme také zaktualizovali tabulky na následujících tří stranách, které se týkají odhadů vybraných finančních indikátorů hlavních společností v regionu SVE. Posunuli jsme odhady o rok dopředu – tedy P/E pro 2008 a 2009. Doporučujeme novým údajům věnovat zvýšenou pozornost, jelikož většina společností již reportovala čísla a analytici tak často měnili svoje odhady. Co lze říci je, že vesměs



## Tabulková část – Česká republika, Maďarsko

Země	Akcie	Poslední kurz	Konsensuální odhady I/B/E/S							Oček. růst	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS08		
			EPS07	EPS08	Změna za 1M	P/E08	EPS09	Změna za 1M	P/E09		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Česká republika	Telefonica CZ CR	520.0	32.2	33.8	0.7%	15.4	36.7	-0.7%	14.2	6.7%	18.5%	-17.1%	10%	28.1	42.3
	QWE	1383.4	34.6	69.4	0.5%	19.9	84.3	-3.5%	16.4	56.1%	12.5%	-33.0%	12%	3.4	5.0
	ČEZ	1194.0	72.9	85.9	3.9%	13.9	94.7	3.1%	12.6	14.0%	45.6%	-16.8%	10%	62.6	101.1
	ECM	860.0	198.4	270.2	-26.8%	3.2	194.1	-18.4%	4.4	-1.1%	19.4%	-58.5%	65%	2.9	16.6
	Erste Bank	934.4	94.0	113.1	-0.4%	8.3	136.0	0.1%	6.9	20.3%	10.1%	-39.2%	6%	4.2	5.3
	Komerční banka	3920.0	294.3	310.4	0.6%	12.6	328.1	0.9%	11.9	5.6%	26.0%	-21.9%	8%	272.5	356.9
	Orco Property Group	1672.9	200.4	226.5	56.8%	7.4	386.2	35.9%	4.3	38.8%	18.4%	-47.7%	53%	5.7	12.5
	Pecas Nonwovens	640.0	50.9	86.8	0.0%	7.4	79.5	0.0%	8.1	25.0%	3.1%	-24.5%	6%	3.2	3.6
	Philip Morris CR	715.1	579.3	515.7	-6.3%	13.9	626.6	1.1%	11.4	4.0%	19.2%	-36.7%	28%	284.3	656.9
	Unipetrol	271.0	21.4	26.9	-3.2%	10.1	26.2	8.1%	10.4	10.6%	26.0%	-21.9%	29%	17.2	36.9
	Zentiva	820.0	42.4	54.3	1.3%	15.1	67.6	0.1%	12.1	26.3%	4.6%	-47.8%	22%	35.4	83.3
Maďarsko	Egis	18200	931	1503	4.7%	12.1	1750	4.5%	10.4	37.1%	4.0%	-24.8%	13%	1282.6	1954.4
	H-B	1538	98	105	-1.1%	14.6	115	-1.6%	13.4	7.9%	3.9%	-34.4%	15%	90.6	135.4
	Maver Telecom	827	58	78	-1.7%	10.5	82	-4.2%	10.1	19.3%	4.6%	-22.7%	12%	64.3	96.2
	MCL	23000	2433	2310	-2.3%	10.0	2140	-0.7%	10.7	-6.2%	4.6%	-22.7%	16%	1874.9	3303.2
	OTP	6829	793	896	1.5%	7.6	1005	-1.6%	6.8	12.6%	15.8%	-25.8%	13%	746.1	1246.3
	Gedeon Richter	36980	1798	2309	-5.1%	16.0	2773	-2.9%	13.3	24.2%	2.5%	-37.7%	7%	2025.4	2562.9

**Všechny následující tabulky - zdroj: Thomson Financial, Bloomberg, Poznámky k tabulkám: Konsensuální odhady EPS pro roky 2008 a 2009** – silně zelené zvýraznění = očekávaný meziroční růst EPS o 20 a více procent, slabě zelené zvýraznění = očekávaný meziroční růst EPS o 10-20%, **Změna za 1M** (=změna 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 07/09** (= 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 07	Konsenzuální odhady I/B/F/S						Oček. růst	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS08		
				EPS 08	Změna za 1M	P/E 08	FPS 09	Změna za 1M	P/E 09		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Polsko	Aora	42.99	1.82	2.24	3.8%	19.2	2.72	9.3%	15.8	22.1%	9.7%	-25.9%	10%	1.98	2.73
	Asseco	86.25	2.30	2.87	-2.6%	30.1	3.25	-6.0%	26.6	18.7%	10.0%	-53.9%	8%	2.67	3.10
	Bank Pekao	175.90	12.18	15.35	0.8%	11.5	17.31	0.4%	10.2	19.2%	6.3%	-36.8%	8%	13.15	18.19
	BZ WBK	164.00	13.61	14.77	-4.7%	11.1	16.37	-5.0%	10.0	9.6%	3.4%	-48.6%	9%	12.51	17.77
	BRE Bank	362.00	23.68	30.98	4.6%	11.7	32.57	-1.6%	11.1	17.3%	4.5%	-41.1%	14%	24.95	36.11
	Central Eur. Distribution Co.	53.16	1.69	2.33	1.9%	22.8	2.72	0.0%	19.6	26.8%	113.3%	-15.0%	7%	2.08	2.54
	Echo Investment	6.41	1.70	2.29	0.0%	2.8	3.75	0.0%	1.7	48.7%	20.3%	-44.9%	7%	2.08	2.54
	GTC	32.20	2.97	4.12	-1.6%	7.8	10.16	19.5%	3.2	84.8%	2.7%	-44.1%	n.m.	2.29	2.29
	Grupa Kety	117.00	10.67	12.01	-3.2%	9.7	14.12	-0.4%	8.3	15.0%	4.3%	-52.2%	22%	3.18	5.33
	Grupa Lotos	33.11	5.69	4.36	-5.1%	7.6	4.13	2.0%	8.0	-14.8%	1.7%	-44.6%	5%	11.26	12.40
	KGHM	109.80	18.99	15.60	-5.8%	7.0	12.99	0.4%	8.5	-17.3%	34.9%	-24.3%	19%	3.31	5.50
	LPP	2199.50	88.39	112.79	5.6%	19.5	132.66	8.0%	16.6	22.5%	131.5%	-18.8%	25%	7.49	21.72
	Netia	3.80	-0.33	-0.12	-33.3%	n.m.	-0.05	-37.8%	n.m.	n.m.	11.4%	-21.6%	7%	105.69	126.91
	Opoczno	36.50	2.33	3.46	-8.9%	10.6	4.61	0.0%	7.9	40.7%	4.0%	-38.9%	-217%	-0.37	0.15
	Orbis	56.90	3.22	3.99	0.1%	14.3	4.72	-7.1%	12.0	21.1%	18.5%	-38.8%	20%	2.45	4.07
	PBG	294.00	7.56	11.50	-2.0%	25.6	15.81	-4.0%	18.6	44.7%	21.5%	-32.9%	41%	2.11	5.76
	PGNIG	4.54	0.34	0.30	2.5%	15.2	0.35	-1.0%	13.1	1.6%	20.4%	-25.6%	6%	10.85	12.24
	PGF	74.85	6.09	6.55	0.0%	11.4	7.53	0.0%	9.9	11.2%	10.1%	-40.3%	19%	0.25	0.41
	PKN	38.50	5.43	5.04	-7.8%	7.6	5.16	-3.3%	7.5	-2.6%	3.6%	-37.1%	9%	6.13	6.97
	PKO BP	42.38	2.90	3.17	-0.7%	13.4	3.56	-1.2%	11.9	10.7%	9.7%	-28.5%	19%	3.08	6.97
	Prokom	123.10	7.49	9.41	1.0%	13.1	10.70	0.0%	11.5	19.5%	23.0%	-29.5%	9%	2.81	3.90
	Sianity	67.60	-6.30	1.88	102.8%	35.9	4.13	19.4%	16.4	n.m.	13.9%	-26.5%	18%	7.96	11.26
	TPSA	22.00	1.62	1.75	-0.6%	12.6	1.85	-1.6%	11.9	7.1%	10.1%	-12.9%	65%	0.64	3.56
	TVN	22.68	0.70	1.24	-0.6%	18.3	1.40	-0.6%	16.2	41.3%	16.3%	-19.3%	10%	1.46	2.25
						11.5			10.1	10.9%					
Rusko	Baltika Brewery	47.00	3.26	3.73	-1.6%	12.6	4.14	-1.9%	11.3	12.7%	9.3%	-7.8%	8%	3.52	3.94
	Cherepovets Severstal	26.25	2.05	2.30	-2.6%	11.4	2.41	2.8%	10.9	8.4%	115.2%	-2.1%	15%	6.69	10.33
	Evrast Group	98.50	6.95	8.26	4.5%	11.9	8.24	7.4%	12.0	8.9%	232.8%	0.0%	11%	1.05	1.50
	Gazprom	51.30	1.01	1.31	-0.1%	9.8	1.43	0.8%	9.0	19.0%	53.0%	-14.9%	16%	6.90	12.12
	Lukoil	72.60	10.16	9.91	5.7%	7.3	9.61	6.0%	7.6	-2.8%	13.0%	-24.2%	19%	26.63	51.57
	Norilsk Nickel	300.50	40.34	35.13	-4.4%	8.6	32.38	-5.5%	9.3	-10.4%	83.6%	-4.2%	7%	5.33	7.03
	MTS	82.22	5.33	6.49	0.6%	12.7	7.50	-1.0%	11.0	18.6%	68.6%	-22.3%	15%	0.23	0.35
	Novatek	7.62	0.24	0.30	0.0%	25.8	0.35	0.0%	21.9	20.4%	62.1%	-12.4%	5%	0.41	0.47
	Novolipetsk	4.60	0.38	0.44	1.5%	10.4	0.44	3.8%	10.5	7.6%	89.3%	-4.2%	27%	0.12	0.26
	Rostelcom	11.70	0.18	0.18	0.0%	64.8	0.24	0.0%	48.8	14.3%	46.8%	-5.6%	22%	0.83	1.66
	Seventh Continent	23.70	1.05	1.16	-3.2%	20.4	1.60	-3.0%	14.8	23.7%	1.9%	-19.3%	10%	2.06	2.72
	Surutneftegaz	0.89	0.12	0.11	0.2%	8.5	0.10	-3.4%	8.9	-7.3%	3.2%	-35.1%	41%	0.06	0.19
	Tatneft	6.25	0.71	0.67	0.7%	9.3	0.69	0.5%	9.1	-1.5%	55.1%	-3.8%	9%	0.61	0.76
	Unified Energy	1.14	0.03	0.03	0.0%	44.0	0.03	0.0%	33.4	10.0%	14.7%	-17.0%	92%	0.00	0.06
	Vimpelcom	34.98	1.46	2.07	0.9%	16.9	2.56	2.4%	13.6	32.5%	120.2%	-23.1%	8%	1.84	2.36
						10.7			10.2	9.3%					

## Tabulková část – Turecko

Země	Akcie	Poslední kurz	EPS.07	Konsenzuální odhady I/B/E/S						Oček. růst EPS.07/09	Vůči 52-týdennímu		Rozptyl odhadů EPS08		
				EPS.08	Změna za 1M	P/E.08	EPS.09	Změna za 1M	P/E.09		Minimu	Maximu	SD	Min.	Max.
Turecko	Acibadem Sadlik	8.60	0.20	0.28	-5.2%	31.1	0.33	-17.8%	26.1	29.5%	21.1%	-17.3%	25%	0.21	0.35
	Adana Cimento	6.05	1.24	0.98	-7.0%	6.1	0.93	-9.8%	6.5	-13.4%	21.0%	-39.8%	18%	0.70	1.21
	Akbank	6.25	0.68	0.86	-5.0%	7.3	0.96	-1.5%	6.5	19.1%	1.6%	-44.2%	15%	0.70	1.12
	Akanssa Cimento	5.40	0.97	0.86	1.1%	6.3	0.97	10.0%	5.6	0.0%	10.2%	-48.6%	29%	0.56	1.40
	Aksa	1.84	0.11	0.19	0.0%	9.5	0.52	0.0%	3.5	122.1%	1.7%	-57.6%	53%	0.12	0.27
	Aksiortta	5.55	0.38	0.36	4.1%	15.3	0.46	21.0%	12.2	8.8%	16.8%	-41.6%	25%	0.22	0.48
	Anadolu Cam	2.94	0.26	0.28	11.0%	10.5	0.35	38.8%	8.4	15.4%	39.4%	-8.1%	31%	0.16	0.46
	Anadolu Efes	12.30	0.83	0.92	0.4%	13.4	1.13	-0.1%	10.8	16.6%	22.6%	-19.6%	17%	0.62	1.25
	Arcelik	6.70	0.66	0.92	-10.6%	7.3	1.15	-8.4%	5.8	32.2%	3.9%	-45.5%	25%	0.42	1.35
	Beko Elektronik	0.99	-0.17	-0.11	-28.2%	n.m.	0.21	0.0%	4.7	n.m.	2.1%	-53.5%	-226%	-0.33	0.17
	Brisa Bridgestone	66.50	6.74	8.30	19.4%	8.0	n.a.	n.m.	n.m.	n.a.	2.3%	-30.7%	n.m.	8.30	8.30
	Cimsa Cimento	7.15	1.90	0.97	-7.1%	7.4	0.96	-9.7%	7.4	-28.8%	17.2%	-34.4%	13%	0.79	1.16
	Denizbank	9.05	1.08	1.21	0.0%	7.5	1.42	0.0%	6.4	14.8%	5.2%	-49.7%	n.m.	1.21	1.21
	Doçan Yavin	2.80	1.04	0.14	-38.6%	20.7	0.28	-17.1%	10.1	-48.4%	0.7%	-53.3%	131%	-0.20	0.32
	Eczacıbasi Ilac	4.36	0.27	0.34	7.3%	13.0	0.27	0.0%	16.1	0.4%	14.7%	-38.6%	44%	0.24	0.51
	Enka Insaat	17.70	0.79	0.91	2.9%	19.5	1.10	4.9%	16.1	18.4%	68.0%	-14.5%	10%	0.82	1.10
	Eređli Demir	8.80	0.96	1.00	0.0%	8.8	1.43	-7.3%	6.1	22.2%	31.2%	-26.7%	27%	0.76	1.60
	Finansbank	4.98	0.57	0.64	20.4%	7.8	0.76	23.5%	6.6	15.5%	13.2%	-16.1%	n.m.	0.64	0.64
	Ford Otomotiv	12.00	1.33	1.51	-0.3%	8.0	1.60	3.2%	7.5	9.5%	11.1%	-16.7%	14%	1.14	1.86
	Fortis Bank	1.59	0.22	0.33	0.0%	4.8	0.37	0.0%	4.3	29.7%	5.3%	-48.4%	n.m.	0.33	0.33
	Sabancı Holdinas	5.35	0.53	0.64	11.8%	8.3	0.79	13.0%	6.8	22.0%	11.5%	-34.4%	15%	0.43	0.78
	Hurivet	2.84	0.27	0.31	0.2%	9.2	0.39	2.3%	7.3	20.5%	3.6%	-35.7%	20%	0.23	0.40
	KOC Holdinas	4.46	0.90	0.68	9.3%	6.5	0.77	5.7%	5.8	-7.4%	6.2%	-34.9%	24%	0.55	1.01
	Mıros	19.70	0.97	1.14	-1.9%	17.2	1.42	-0.7%	13.9	21.1%	26.7%	-16.2%	22%	0.80	1.79
	Petrol Ofisi	5.65	0.70	0.68	2.6%	8.3	0.80	9.8%	7.1	6.6%	27.8%	-13.1%	20%	0.55	0.90
	Tofas	5.40	0.26	0.69	14.3%	7.8	0.93	16.7%	5.8	91.3%	16.1%	-21.7%	36%	0.50	1.39
	Trakva Cam	2.29	0.36	0.36	-2.9%	6.4	0.40	0.4%	5.8	4.4%	11.2%	-28.5%	13%	0.26	0.40
	Tuoras	29.75	4.32	4.15	-0.7%	7.2	4.39	0.0%	6.8	0.8%	13.3%	-17.9%	17%	3.17	5.70
	Turk Demir Dokum	9.45	1.10	1.15	10.4%	8.2	n.a.	n.m.	n.m.	n.a.	11.2%	-8.5%	n.m.	1.15	1.15
	Turk Economi Bankasi	1.84	0.20	0.30	-3.9%	6.1	0.40	-6.3%	4.6	40.5%	1.1%	-45.5%	33%	0.19	0.40
	Turkcell	12.00	0.72	0.98	-11.6%	12.3	1.14	-2.2%	10.5	26.2%	75.2%	-13.7%	16%	0.65	1.14
	Turkiye Garanti	6.90	1.10	1.01	-3.5%	6.8	1.17	-3.3%	5.9	3.2%	34.0%	-38.4%	14%	0.84	1.32
	Isbank	5.35	0.62	0.75	-0.6%	7.1	0.87	1.8%	6.1	18.9%	2.9%	-38.5%	12%	0.62	1.00
	Turk Sise Cam	1.82	0.26	0.27	-1.6%	6.9	0.32	2.4%	5.7	11.1%	17.4%	-37.2%	14%	0.21	0.31
	Vakifbank	2.88	0.41	0.46	-2.1%	6.3	0.53	6.3%	5.4	14.5%	9.1%	-37.9%	17%	0.35	0.60
	Vestel Elek	2.01	0.32	-0.71	3400.4%	n.m.	0.27	0.0%	7.6	-8.5%	10.4%	-50.2%	n.m.	-0.71	-0.71
	Yapi Kredi Bank	2.64	0.26	0.34	-3.4%	7.7	0.43	-4.4%	6.2	29.0%	8.2%	-42.6%	16%	0.28	0.46
						8.9		7.5		13.9%					

## KALENDÁŘ OČEKÁVANÝCH UDÁLOSTÍ

	Společnost	Událost
<b>Březen 2008</b>		
6.3.	ECM	Předběžné výsledky za rok 2007
10.3.	Zentiva	Předběžné výsledky za rok 2007
19.3.	Pegas	Předběžné výsledky za rok 2007
26.3.	ECM	NAV, auditované výsledky za 2007
27.3.	Orco	Výsledky za rok 2007
27.3.	VIG	Předběžné výsledky za rok 2007
28.3.	Erste	Výroční zpráva
<b>Duben 2008</b>		
3.4.	Orco	Prezentace výsledků za rok 2007
16.4.	VIG	Čistá hodnota aktiv a budoucí očekávané zisky
22.4.	AAA Auto	Auditované výsledky za 2007 a výroční zpráva
23.4.	Unipetrol	Auditované výsledky za 2007
24.4.	Zentiva	Tržby za 1Q 2008
24.4.	TO2	Valná hromada 2008
29.4.	KB	Výsledky za 1Q a valná hromada
30.4.	Zentiva	Výroční zpráva 2007
30.4.	Unipetrol	Výroční zpráva 2007
30.4.	Pegas	Auditované výsledky za 2007 a výroční zpráva 2007
30.4.	Erste	Výsledky za 1Q 2008

## DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ

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

*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
14.2.08	1 255	držet	13.11.07	1 090	akumulovat
8.6.07	1 045	držet	16.8.07	1 520	koupit
22.11.06	989	držet	25.5.07	1 760	koupit
18.10.06	989	koupit	16.3.07	1 650	koupit
1.8.06	962	koupit	7.11.06	1 460	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
27.2.08	93	redukovat	28.2.08	1 380	kupovat
31.1.07	98	akumulovat	1.10.07	1 880	akumulovat
3.2.06	68	koupit	14.6.07	2 160	akumulovat
			15.2.07	1 914	kupovat

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

VIG		
Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení
23.11.07	72	kupovat

*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 útvaru 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, 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	30%	20%
Akumulovat	30%	20%
Držet	30%	40%
Redukovat	10%	20%
Prodávat	0%	0%

## KONTAKTY

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

<b>Odbor Ekonomické a strategické analýzy</b>			
Ředitel odboru, investiční strategie	<b>David Navrátil</b>	+420/224 995 439	<a href="mailto:dnavratil@csas.cz">dnavratil@csas.cz</a>
Makro tým (Střední Evropa)	Mária Hermanová (Fehérová)	+420/224 995 232	<a href="mailto:mhermanova@csas.cz">mhermanova@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>
Akciový tým (CEE Real Estate)	Petr Bártek	+420/224 995 227	<a href="mailto:pbartek@csas.cz">pbartek@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>
<b>Úsek Finanční trhy – prodej a obchodování</b>			
Ředitel úseku	<b>Petr Witowski</b>	+420/224 995 800	<a href="mailto:pwitowski@csas.cz">pwitowski@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchody treasury – ředitel odboru</b>	<b>Robert Novotný</b>	+420/224 995 148	<a href="mailto:rnovotny@csas.cz">rnovotny@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchody na kapitálových trzích – ředitel odboru</b>	<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 – ředitel odboru</b>	<b>Pavel Křivonožka</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>
<b>Úsek Investiční bankovnictví</b>			
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 – ředitel odboru</b>	Alice Racková	+420/224 995 197	<a href="mailto:arackova@csas.cz">arackova@csas.cz</a>
<b>Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru</b>	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>
<b>Erste Bank Vídeň – Global Macro &amp; CEE Equity</b>			
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	Guenther 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	Gunter Hohberger	+43 501 00 173 54	<a href="mailto:gunter.hohberger@erstebank.at">gunter.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>
akcie – broker	Michal Tobiáš	+420 224 995 491	<a href="mailto:michal.tobias@brokerjet.cz">michal.tobias@brokerjet.cz</a>
akcie – broker	Jan Korb	+420 224 995 490	<a href="mailto:jan.korb@brokerjet.cz">jan.korb@brokerjet.cz</a>