

Třicetník - květen '07

České veřejné finance aneb držme palce reformě

1.6.2007

Opakování - matka moudrosti, nebo házení hrachu na zed? Problémy českých veřejných financí nejsou ničím novým. Pravidelně se tak opakují výzvy volající po změně, a to od vládních, opozičních či nezávislých ekonomů i od mezinárodních institucí. Problém českých rozpočtů nyní pojmenovala i Evropská komise ve svém hodnocení konvergenčního programu.

EK kritizovala Českou republiku, že nesměřuje ke snížení schodku veřejných rozpočtů pod 3,0 procenta HDP. Kritika je to určitě oprávněná, což ostatně přiznalo české ministerstvo financí i premiér Topolánek. MF odhaduje, že se deficit vládního sektoru v letošním roce vyhoupne na 4,0 procenta HDP z 3,5 procenta v minulém roce. V konvergenčním programu se přitom ČR zavázala, že letos schodek nepřekročí 3,3 procenta hrubého domácího produktu.

Problém je tedy pojmenován a vláda správně identifikovala i jeho příčiny. V první řadě jde o vývoj běžných výdajů rozpočtu, zejména trend mandatorních výdajů. Podle vládních odhadů by bez reformy už v roce 2009 byl nárok na povinné výdaje větší než příjmy.

Vládní reforma veřejných financí, jejíž první část směřuje do Sněmovny, se však zaměřuje především na příjmy s důrazem na daňovou reformu. Daně ve srovnání s mandatorními výdaji nepředstavují vážnější problém, o to více překvapují ostré diskuse v rámci koalice o tom, jak nízká a jak rovná bude nová daň.

První část reformy je na výdajové straně rozpočtu mírná, měla by posloužit ke krátkodobé stabilizaci rozpočtů, avšak dlouhodobá udržitelnost přípustných schodků (pod 3 procenta HDP), či dokonce vyrovnaných rozpočtů chce něco víc. V první řadě důchodovou reformu. Vedle zvyšování věku pro odchod do důchodu je třeba nastartovat financování důchodů prostřednictvím penzijních fondů, aby byl systém méně citlivý na nepříznivé demografické změny.

Přečtěte si prosím důležité upozornění na konci tohoto reportu.



ECONOMICS

David Marek
hlavní ekonom
E-mail: marek@patria.cz
Telefon: +420 221 424 115

Tomáš Vlk
ekonom
E-mail: vlk@patria.cz
Telefon: +420 221 424 139

EQUITY RESEARCH

Robert Keller
hlavní analytik
E-mail: keller@patria.cz
Telefon: +420 221 424 136

Bohumil Trampota
analytik
E-mail: trampota@patria.cz
Telefon: +420 221 424 149

Jan Krejčí
analytik
E-mail: jan.krejci@patria.cz
Telefon: +420 221 424 163

Patria Finance, a.s.
Jungmannova 24, 110 00 Praha 1
www.patria.cz


PATRIA PLUS
Váš online informační zdroj

Stárnutí populace sice skrze současný krátkodobý baby-boom není vnímáno jako velký problém, v delším období se však financování penzí bez reforem neobejde a jejich oddalování jen vyvolá potřebu radikálnějších změn.

Zdravotnictví se v první části reformy dočkalo změn, které by měly omezit nadměrné využívání zdravotní péče, prostor pro další zefektivňování systému je ale stále značný. Útesem, na který by mohla reforma zdravotnictví narazit, jsou ale poplatky za návštěvu lékaře. Původní návrh se začíná drolit, a to ještě nedorazil do parlamentu.

Jak už bylo řečeno, „batoh“ směřující do Sněmovny je jen první část reformy veřejných financí – aspoň to říká vláda.

Lze ho chápat jako kompromis, který má za úkol otestovat sílu pozice koalice v Parlamentu. V tomto světle se nelze příliš divit, že reforma není nijak radikální a snaží se, aby si pokud možno nikdo nepohoršil. I tento kompromis ale vyvolal odmítavý postoj nejen u opozice, ale také mezi členy vládní koalice.

Důležitost první části reformy netkví jen v tom, že krátkodobě stabilizuje rozpočty. Podstatnější je, že její osud rozhodne o tom, jestli přijdou další kroky, a zřejmě i o budoucnosti současné vlády. Pád kabinetu, předčasné volby a (za současných preferencí) výhled dalších nekonečných povolebních vyjednávání rozhodně není to, co by českým veřejným financím prospělo.

Průmyslová výroba

Průmyslová produkce se v březnu meziročně zvýšila o 12,7 procenta. Zatímco údaje o celkové dynamice průmyslové výroby jsou mírně překvapivé, její skladba naplnila očekávání. Tahounem průmyslu je nyní výroba elektrických a optických přístrojů a zařízení (+29 procent). Zde se do objemu produkce promítá investiční aktivita v posledních letech.

Díčí data z databázi zahraničního obchodu ukazují, že jde zejména o výrobu telekomunikačních zařízení a výpočetní techniky. Teplá zima podpořila stavební výrobu, a tedy i produkci stavebních hmot a materiálů, která se skrývá v kategorii výroba ostatních nekovových minerálních výrobků (+28,6 procenta). Nejvýraznějšího zvýšení výroby ovšem v březnu dosáhly rafinerie (+39,2 procenta). Za celý letošní rok očekáváme zvýšení objemu průmyslové produkce zhruba o 10 procent.

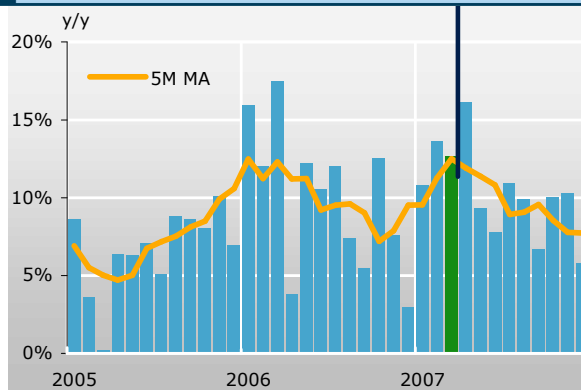
Maloobchodní tržby

Maloobchodní tržby se v březnu meziročně zvýšily o 10,5 procenta a potvrdily nebývalou kondici domácí poptávky. Březnové výsledky nepodpořily ani vyšší počet pracovních/obchodních dnů ani Velikonoce. Březen měl o jeden pracovní den méně než stejný měsíc loňského roku.

Ke zvýšení tržeb v reálných i nominálních číslech došlo ve všech sledovaných segmentech maloobchodního prodeje. Největší nával zákazníků hlásí prodejny elektroniky, elektrospotřebičů, nábytku a dalšího vybavení domácnosti (+22,2 procenta). V těsném závěsu zůstal prodej textilu a obuvi (+21,1 procenta).

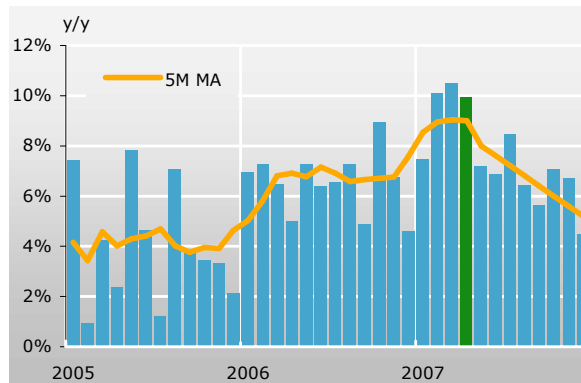
Kde hledat příčiny „nákupní horečky“? Faktor číslo jedna: příjmy domácností, kde se promítá zrychlení růstu mezd a snížení nezaměstnanosti. Faktor číslo dvě: nízké úrokové sazby a levné dluhové financování spotřebních výdajů. Objem spotřebitelských půjček se v březnu meziročně zvýšil o více než 24 procent. Faktor číslo tři: pozitivní fiskální impuls čili štedrá sociální politika. Přestože ekonomika cválá tryskem vpřed a nezaměstnanost klesá, objem veškerých sociálních dávek byl letos v 1. čtvrtletí o 3,2 procenta vyšší než loni. Rozpočtová politika by přitom měla fungovat přesně opačně, zpomalovat poptávku, když ekonomika rychle roste a naopak.

PRŮMYSLOVÁ VÝROBA



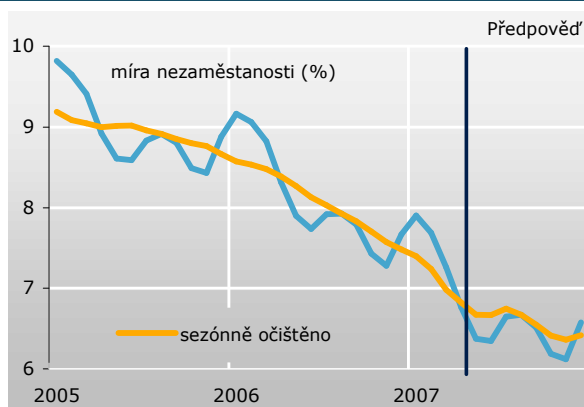
Zdroj: ČSÚ, Patria Finance

MALOOBCHODNÍ TRŽBY



Zdroj: ČSÚ, Patria Finance

NEZAMĚŠTNANOST



Zdroj: MPSV, Patria Finance

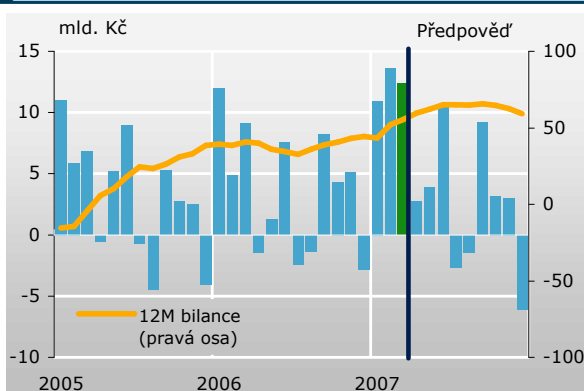
Nezaměstnanost

Počet nezaměstnaných v dubnu klesl na 402.932 osob a míra nezaměstnanosti se snížila na 6,8 procenta. Nezaměstnanost klesla na nejnižší hodnotu za posledních několik let, i když je mírně horší, než jsme pro duben čekali. Na vině může být slabší efekt náběhu sezónních stavebních prací - ty díky letošní mírné zimě mohly probíhat bez výrazného omezení.

Spolu s poklesem nezaměstnanosti ubývá i lidí pobírajících příspěvek v nezaměstnanosti a tím i vyplácená podpora. Naproti tomu však dál roste průměrná podpora na jednoho nezaměstnaného, která se dostala na 5.543 korun. Meziročně si tak nezaměstnaní průměrně polepšili o 10,6 procenta. Pro srovnání průměrné mzdy nyní rostou asi sedmiprocentním tempem.

V ekonomice dál rosti počet volných pracovních míst, který dosáhl téměř 114 tisíc. Tvorba pracovních míst je spojena s rychlým ekonomickým růstem a bude přispívat ke snižování počtu nezaměstnaných v dalších měsících. I pro květen tedy očekáváme podobný pokles nezaměstnanosti jako v dubnu.

OBCHODNÍ BILANCE



Zdroj: ČSÚ, Patria Finance

Zahranिční obchod

Obchodní bilance dosáhla v březnu přebytku 12,4 miliardy korun po kladném saldu 13,6 miliardy v únoru. Vývoz se meziročně zvýšil o 13 procent, dovoz stoupl o 11,8 procenta. Vyššího přebytku zahraniční obchod v březnu ještě nikdy nedosáhl. Pomohly k tomu zejména vývoz strojů a dopravních prostředků a příznivé ceny v zahraničním obchodu.

Osud zahraničního obchodu v současnosti ovlivňují především firmy vyrábějící automobily, výpočetní techniku a telekomunikační zařízení. Díky nim se vývoz strojů a dopravních prostředků v březnu meziročně zvýšil o 15,1 miliardy (15 procent). Do těchto oborů se v minulých letech koncentrovaly zahraniční investice a dnes přináší své ovoce.

Březnovému saldu zahraničního obchodu pomohl pokles cen ropy a zemního plynu. Hodnota dovozu ropy se tak meziročně snížila o 3,9 procenta, dovoz plynu se snížil o 23,8 procenta. Spotřebu plynu i pohonných hmot pomohly snížit také příznivé klimatické podmínky.

Spotřebitelské ceny

Index spotřebitelských cen se v dubnu zvýšil o 0,7 procenta a meziroční inflace se posunula na 2,5 procenta z březnových 1,9 procenta. O inflační překvapení se v dubnu postaraly ceny potravin.

Potraviny jsou životně důležité nejen pro člověka ale také inflaci. Svou vahou ve spotřebním koši mají ve vlnku největší vliv na index spotřebitelských cen. A v dubnu jej plně využily. Ceny potravin stouply o 1,6 procenta a na zvýšení indexu spotřebitelských cen se podílely více než třetinou.

Již čtyři měsíce je na předních příčkách inflační hitparády tabák. Loňské zvýšení sazeb spotřebních daní totiž začalo působit na inflaci až letos.

V dubnu pohonné hmoty v průměru zdražily o 4,3 procenta. Důvod je nasnadě: průměrná cena ropy (Brent) byla v dubnu o 8,7 procenta vyšší než její průměrná cena v březnu. Alespoň částečně korigovala vyšší ceny ropy silnější koruna.

Produkční ceny

Index cen průmyslových výrobců se v dubnu zvýšil o 0,6 procenta a meziroční inflace měřená tímto indexem stoupla o 0,1 procentního bodu na 3,7 procenta. Ceny průmyslových výrobců zůstaly ve vleku stoupajících cen ropy a kovů.

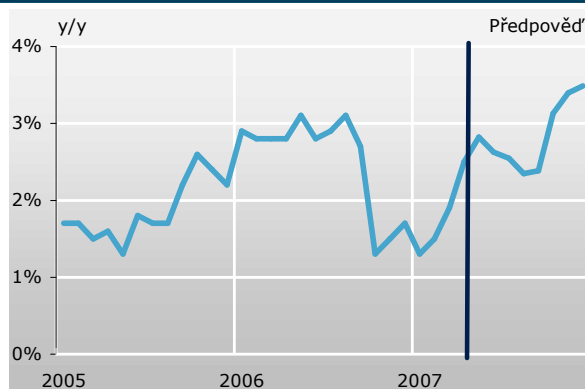
Průměrná cena ropy (Brent) činila v březnu 62,1 dolaru za barel, v dubnu již 67,5 dolaru za barel. Koruna sice mírně posílila k dolaru, tažení ropy ale přemoci nedokázala. Výsledkem je zvýšení cen v odvětví koksování a rafinování ropy o 6,1 procenta.

Vytrvalým tempem stoupají již více než rok ceny kovů a kovových výrobků. V dubnu se zvýšily o 0,6 procenta. I zde se jedná o globální tendenci, k níž přispívá konjunktura světové ekonomiky.

Třetím do počtu jsou potravinářské výrobky. Jejich ceny v dubnu stouply o 0,4 procenta. Vzhledem k předchozímu vývoji cen zemědělských výrobců nejde o žádné překvapení.

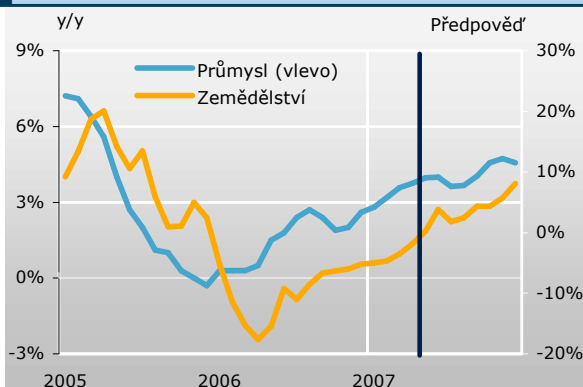
Inflace ve výrobních cenách dosahuje hodnot, které představují riziko pro vývoj spotřebitelských cen. Očekáváme, že ke konci roku by mohla inflace v průmyslových produkčních cenách atakovat čtyřprocentní hranici.

SPOTŘEBITELSKÉ CENY



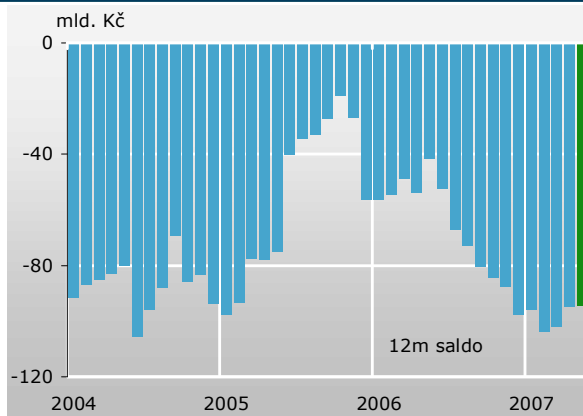
Zdroj: ČSÚ, Patria Finance

PRODUKČNÍ CENY



Zdroj: ČSÚ, Patria Finance

STÁTNÍ ROZPOČET



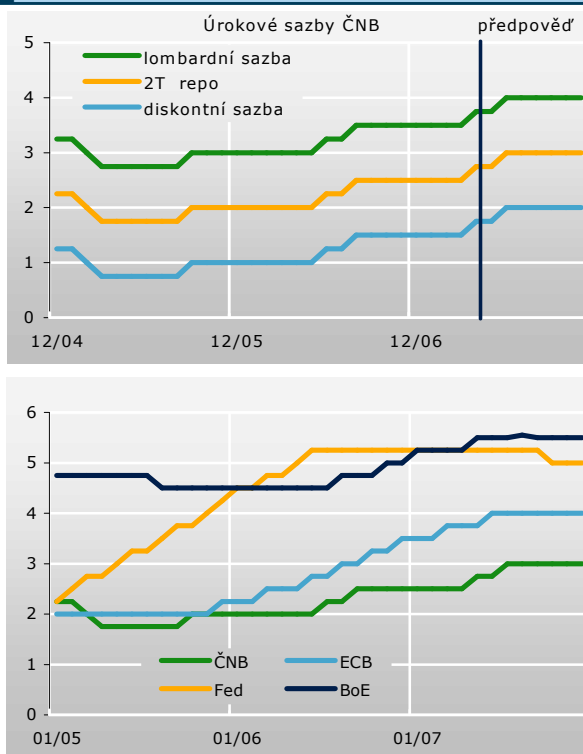
Zdroj: MF, Patria Finance

Fiskální politika

Schodek státního rozpočtu se v květnu prohloubil na 26 miliard korun ze 17 miliard ke konci dubna. Dvanácti měsíční rozpočtový deficit dosáhl 111,4 miliardy korun, což je nejvíce v české historii. Příjmy meziročně stouply o 1,3 procenta, výdaje se zvýšily o 4,8 procenta. Výdaje na sociální dávky meziročně stouply o 9,3 procenta v důsledku zvýšení rodičovského příspěvku a příspěvku na bydlení. Do vývoje státních financí se tak letos promítají opatření přijatá před loňskými parlamentními volbami. Opticky by mohlo v příštích měsících státní rozpočet vylepšit čerpání prostředků z rezervních fondů jednotlivých resortů. V těchto fondech zbývá několik miliard převedených z loňského rozpočtu.

Vláda schválila návrh reformy veřejných financí. Balík reformních zákonů by měla začít Poslanecká sněmovna projednávat na příští schůzi, která začíná v úterý 5. června.

MĚNOVÁ POLITIKA



Zdroj: ČNB, Patria Finance

Měnová politika

ČNB na svém květnovém jednání zvýšila úrokové sazby o 25 bodů. Jde o očekávaný krok. Centrální banka vyššími sazbami reaguje na riziko akcelerace inflace růstem domácí poptávky.

Evropská centrální banka v květnu sazby neměnila. Hlavní sazba zůstává na 3,75 procenta. Ani zde nešlo o překvapení. Nadále vše nasvědčuje tomu, že termín dalšího utážení měnové politiky bude červen. Navíc vzrostla pravděpodobnost, že po červnu ECB zvýší sazby ještě jednou.

Americký Fed ponechal sazby na stávajících úrovních. Hlavní sazba zůstává na 5,25 procenta. Hlavní starostí Fedu je inflace, rizika pro růst se snížila. V dohledné době zřejmě Fed ke snížení sazeb nepřistoupí.

Polská centrální banka v květnu sazby po dubnovém zvýšení nechala beze změny. 2T repo činí 4,25 procenta.

Slovenská centrální banka rovněž sazby ponechala na stávajících úrovních, tedy 4,25 procenta. Opět šlo o očekávaný výsledek.

A do třetice i maďarská MNB v květnu ponechala sazby beze změny. Část trhu počítala se snížením sazeb, ale to se nakonec odkládá.

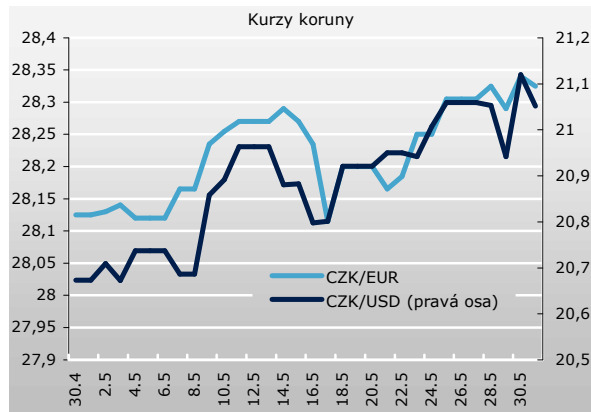
Devizový trh

Květen byl pro českou měnu slabým měsícem. Z hladiny 28,15 koruna spadla nad 28,30 CZK/EUR. Domácí zprávy devizovým trhem nijak zvlášť nehýbaly a koruně trochu pomohlo až zvýšení sazeb ČNB v samém závěru měsíce. Jeho vliv se však podle našeho názoru ještě projeví.

Koruna zaznamenala posun v reakci na změny přístupu investorů k riziku. Zatímco v dřívějších měsících šla koruna proti rizikovým aktivům, postupně se tento vztah oslabil a na konci května koruna pohyb rizikových aktiv nebo měn v regionu prakticky ignorovala. Jde o důsledek očekávání vyšších korunových sazeb, které snižují atraktivitu koruny jako měny k financování.

Koruna k dolaru rovněž oslabil a z 20,70 sestoupila na hladinu 21,00 CZK/USD. Pohyb koruny byl umocněn posílením dolaru na trhu USD/EUR.

DEVIZOVÝ TRH



Zdroj: ČNB, Patria Finance

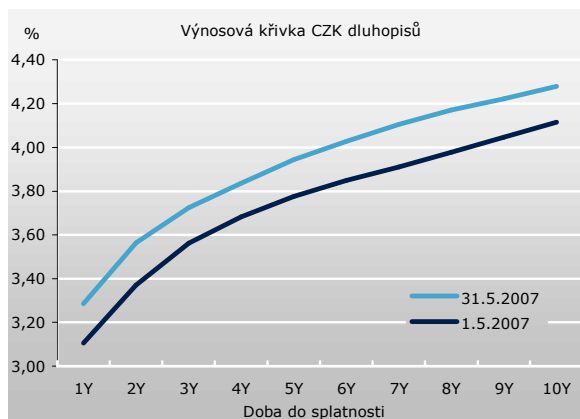
Trh s dluhopisy

Výnosová křivka českých dluhopisů se za poslední měsíc posunula vzhůru cca o 20 bazických bodů po celé délce. Začátek měsíce byl přitom ve znamení poklesu výnosů.

České dluhopisy následovaly vyspělé trhy, kde se projevil odklon investorů od pevně úročených aktiv. Růstu výnosové křivky pak napomáhala také zvyšující se pravděpodobnost květnového utážení měnové politiky ČNB.

V aukci bylo státního dluhopisu 3,55%/2012 prodáno za 6 miliard korun z celkové nabídky 7 miliard. Poptávka byla dostatečná, důvodem neupsání celého objemu byla cena.

DLUHOPISOVÝ TRH



Zdroj: Reuters

ČESKÁ EKONOMIKA: ZÁKLADNÍ DATA

Česká republika: Základní makroekonomická data

Obyvatelstvo: 10,2 mil.

HDP na osobu (2006): 13 804 USD

meziroční růst,

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	poslední období		2007F
HDP, mld. CZK, běžné ceny	2352	2464	2577	2781	2970	3204	839	X.-XII. '06	3529
HDP, mld. USD, běžné ceny	61,8	75,3	91,3	121,6	124,0	141,7	38,6	X.-XII. '06	168,8
HDP, reálný růst, %	2,5	1,9	3,6	4,2	6,1	6,1	5,8	X.-XII. '06	5,7
Průmyslová výroba, reálný růst, %	6,7	1,9	5,5	9,6	6,7	9,7	12,7	III. '07	10,3
Stavební výroba, reálný růst, %	9,6	2,5	8,9	9,7	4,2	6,6	26,4	III. '07	7,5
Maloobchodní tržby, reálný růst, %	4,5	3,0	4,9	2,5	4,0	6,4	10,5	III. '07	7,6
Míra nezaměstnanosti, konec obd., % [†]	8,9	9,8	10,3	9,5	8,9	7,7	6,8	IV. '07	6,6
Spotřebitelské ceny, prům. růst, %	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,2	posl. 12 měs.	2,5
Spotřebitelské ceny, konec obd., %	4,1	0,6	1,0	2,8	2,2	1,7	2,5	IV. '07	3,5
Ceny prům. výrobců, prům. růst, %	2,9	-0,5	-0,3	5,7	3,1	1,6	2,6	posl. 12 měs.	3,9
Ceny prům. výrobců, konec obd., %	0,8	-0,7	0,9	7,7	-0,3	2,6	3,7	IV. '07	4,6
Růst průměrné mzdy, %	8,5	7,3	6,6	6,6	5,3	6,5	6,2	X.-XII. '06	8,2
Běžný účet, mld. Kč	-124	-136	-161	-167	-77	-134	-50	X.-XII. '06	-123
v % HDP	-5,3	-5,5	-6,2	-6,0	-2,6	-4,2	-4,2	posl. 12 měs.	-3,5
Obchodní bilance, mld. Kč, cel. stat.	-117	-71	-70	-26	39	44	12,4	III. '07	59
Bilance služeb, mld. Kč, plat.bil.	58,0	21,9	13,2	12,5	20,3	12,5	1,2	X.-XII. '06	15,9
Finanční účet, mld. Kč, plat. bil.	173	348	157	184	155	112	45	X.-XII. '06	105
v % HDP	7,3	14,1	6,1	6,6	5,2	3,5	3,5	posl. 12 měs.	3,0
Přímé zahr. investice v ČR, mld. Kč	215	278	59	128	279	135	37	X.-XII. '06	175
v % HDP	9,1	11,3	2,3	4,6	9,4	4,2	4,2	posl. 12 měs.	5,0
Hrubá vnější zadluženost, mld. USD	22,4	27,0	34,9	45,2	46,5	58,3	58,3	XII. '06	64,0
v % vývozu zboží a služeb	55	59	62	52	52	55	52	XII. '06	48
v % HDP	35	33	35	36	38	38	38	XII. '06	38
Oficiální devizové rezervy, mld. USD	14,5	23,7	27,0	28,4	29,5	32,0	32,1	IV. '07	33,0
v měsících dovozu zboží a služeb	4,1	6,1	5,5	4,4	4,1	3,7	4,3	IV. '07	3,0
Státní rozpočet, mld. CZK, vč. důch. úč	-64,3	-45,5	-106,5	-69,0	-61,1	-97,3	-26,0	V. '07	-91,3
Deficit veřejného sektoru*, v % HDP	-5,7	-6,8	-6,6	-2,9	-3,5	-2,9	-2,9	XII. '06	-4,2
Státní dluh, mld. CZK	345	396	493	593	691	803	812	III. '07	903
v % HDP	14,7	16,1	19,1	21,3	23,3	25,0	25,0	III. '07	25,6
Růst peněžní zásoby, konec obd., %	13,0	3,5	6,9	4,4	8,0	7,8	11,4	IV. '07	9,2
2-týdenní repo sazba, konec obd., %	4,75	2,75	2,00	2,50	2,00	2,50	2,75	V. '07	3,00
3M PRIBOR, prům. za obd., %	5,18	3,55	2,28	2,36	2,01	2,30	2,76	V. '07	2,91
3M PRIBOR, konec obd., %	4,62	2,59	2,09	2,56	2,17	2,55	2,84	V. '07	3,13
CZK/EUR, prům. za obd.	34,1	30,8	31,8	30,7	29,8	28,3	28,23	V. '07	28,0
CZK/EUR, konec obd.	32,0	31,6	32,4	30,5	29,0	28,0	28,34	V. '07	27,7
CZK/USD, průměr za obd.	38,0	32,7	28,2	22,9	24,0	22,6	20,89	V. '07	20,9
CZK/USD, konec obd.	36,3	30,1	25,7	22,4	24,6	21,7	21,12	V. '07	20,7

* od roku 2004 počítáno podle jiné metodologie

** očištěný o čisté půjčky a dotace transformačním institucím

Zdroj: ČSÚ, ČNB. Předpověď: Patria Finance

PŘEDPOVĚDI EKONOMICKÝCH UKAZATELŮ NA PŘÍŠTÍ MĚSÍC

	Zveřejněno	Období	Prognóza	Předchozí období	
Hrubý domácí produkt, y/y, %	8.6.	Q1/07	6,7	Q4/07	5,9
Průmyslová výroba, y/y, %	12.6.	04/07	16,0	03/07	12,7
Maloobchodní tržby, y/y, %	18.6.	04/07	10,0	03/07	10,5
Nezaměstnanost, %	8.6.	05/07	6,4	04/07	6,8
Spotřebitelské ceny, m/m, %	8.6.	05/07	0,8	04/07	0,7
Spotřebitelské ceny, y/y, %	8.6.	05/07	2,8	04/07	2,5
Ceny prům. výrobců, m/m, %	14.6.	05/07	0,5	04/07	0,6
Ceny prům. výrobců, y/y, %	14.6.	05/07	4,0	04/07	3,8
Obchodní bilance, mld. Kč	6.6.	04/07	3,0	03/07	12,4

KBC Securities NV

Havenlaan 12
Avenue du Port
1080 Brussels
Belgium
regulovaná CBFA

KBC Securities French Branch

Le Centorial
18, rue du Quatre Septembre
75002 Paris
France
regulovaná AMF

KBC Securities NV Polish Branch

Kredyt Bank SA
ul. Chmielna 85/87
00-805 Warsaw
Poland
regulovaná CBFA

Patria Finance, a.s.

Jungmannova 24
110 00 Praha 1
Czech Republic
regulovaná ČNB

KBC Financial Products USA Inc.

140 East 45th Street
2 Grand Central Tower
NY 10017-3144 New York, USA
regulovaná NASD

KBC Financial Products UK Limited

111 Old Broad Street
London
UK
regulovaná FSA

KBC Securities Hungarian Branch

Vigadó tér 1
1051 Budapest
Hungary
regulovaná HFSA

Swiss Capital SA

Clucerului Street 55, apt. 12
Bukurest - Sektor 1
Romania

Právnícké osoby: Tento dokument je vydán v České republice společností Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria“), licencovaným obchodníkem s cennými papíry, regulovaným Českou národní bankou a členem Burzy cenných papírů Praha a.s., nicméně může být uveřejněn též jinými právníckými osobami mimo území České republiky tvořící s Patrii koncern ve smyslu ustanovení § 66a zákona č. 519/1991 Sb., obchodní zákoník (dále jen „propojené osoby“). Patria vykonává integrované investiční bankovníctví a poskytuje investiční služby.

Kompenzace analytiků: Analytici, kteří připravují akciové analýzy jsou zaměstnanci Patrie nebo zaměstnanci s ní propojených osob. Analytici připravující akciové analýzy, jsou odpovědní za přípravu této zprávy a jsou odměňováni dle různých kritérií, včetně kvality a přesnosti rozborů, spokojenosti klientů, konkurenčních faktorů a celkové ziskovosti Patrie, což zahrnuje i zisky odvozené od tržeb z investičního bankovníctví. Žádná část odměn těchto analytiků nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními doporučeními nebo názory vyjádřenými v těchto analýzách.

Vysvětlení uvedených doporučení: Patria nebo s ní propojené osoby používají následující formu doporučení: Koupit - předpokládá se zhodnocení o 10 a více procent; Držet - celková návratnost se předpokládá mezi +10 % a -10 %; Prodat - předpokládá se, že celková návratnost klesne o 10 % nebo více.

Metoda oceňování: Při přípravě publikace a vydávání doporučení používá Patria a/nebo s ní propojené osoby následující metodu oceňování: Discounted Cash Flow (DCF) a porovnání ve skupině srovnatelných společností. Výhodou metody DCF je, že jsou propočítány budoucí finanční výsledky, naopak nevýhodou tohoto modelu je, že prognóza budoucích finančních výsledků je ovlivněna vlastním úsudkem analytika. Porovnání ve skupině srovnatelných společností je více nezávislé na úsudku analytika, ale je obvykle založeno na současných finančních výsledcích, které se mohou od výsledků budoucích lišit.

Přehled změn stupně investičního doporučení a cenového cíle během posledních 12 měsíců týkající se předmětného finančního nástroje je uveřejněn způsobem umožňujícím dálkový přístup na internetové adrese http://www.patria.cz/akcie_cr/analyzy.asp.

Konflikt zájmů: Patria a/nebo s ní propojené osoby uskutečňují a vyhledávají možnosti k realizaci obchodů se společnostmi, které jsou zmiňovány v analytických rozbořech. Investoři by tedy měli brát na zřetel fakt, že Patria a/nebo s ní propojené osoby mohou mít konflikt zájmů, který může ovlivnit objektivitu této analýzy. Naše vlastní obchodní a investiční oddělení mohou realizovat investiční rozhodnutí, která jsou nekonsistentní s doporučeními nebo názory vyjádřenými v tomto rozboru. Patria a/nebo propojené osoby, přidružené organizace, členové statutárních orgánů, ředitelé

a zaměstnanci mohou, mimo akciových analytiků, čas od času projevit zájem o investiční nástroje jakékoliv společnosti nebo jakéhokoliv emitenta, jehož se informace uveřejněné v tomto dokumentu týkají a/nebo nezaručují, že na základě zde uvedených informací s těmito investičními nástroji neobchodovali na svůj vlastní účet, a/nebo dále nezaručují, že na základě zde uvedených informací s těmito investičními nástroji neobchodovali na svůj vlastní účet ještě před zveřejněním tohoto dokumentu. Patria, stejně jako s ní propojené osoby a osoby, které k nim mají právní nebo faktický vztah, včetně členů statutárních orgánů, vedoucích zaměstnanců anebo jiných zaměstnanců, mohou obchodovat s investičními nástroji či uskutečňovat jiné investice a obchody s nimi související a mohou je v rozhodné době nakupovat anebo prodávat, nebo k nákupu anebo prodeji nabízet, ať již jako komisionář, zprostředkovatel či v jiném právním postavení, na veřejném trhu či jinde. Naši makléři a ostatní zaměstnanci mohou poskytovat ústní nebo písemný komentář k trhu nebo obchodní strategie našim klientům a našemu vlastnímu oddělení obchodování, které odráží názory jež jsou v rozporu s názory vyjádřenými v tomto rozboru. Investoři by měli tuto zprávu považovat pouze za jeden z několika faktorů při svém investičním rozhodování. Investiční analýzy a doporučení vydávané Patrii a/nebo s ní propojenými osobami byly připraveny v souladu s pravidly chování a interními předpisy pro zvládání konfliktů zájmů ve spojení s investičními rozbořmi. Pravidla Patrie zakazují jejím analytikům a členům jejich domácností vlastnit cenné papíry jakékoliv společnosti, která spadá do oblasti působení daného analytika. Analytici mají dále zakázáno účastnit se získávání klientů pro oblast investičního bankovníctví.

Zvláštní regulační prohlášení vzhledem ke společnosti v této zprávě zmiňované („emitent“) jsou následující:

Patria a/nebo s ní propojené osoby:

- působí jako tvůrce trhu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
- obvykle zajišťují likviditu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
- předpokládají, že obdrží nebo mají v úmyslu obdržet od emitenta kompenzaci za služby investičního bankovníctví;
- nemají přímý ani nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta přesahující pět procent¹;
- v posledních dvanácti měsících nebyli vedoucím manažerem nebo spoluvědomcem manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- nemá s emitentem uzavřeno dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení;
- neumožnili emitentovi přístup k tomuto rozboru před jeho rozšířením.

Seznam smluv o poskytování investičních služeb uzavřených s emitentem během posledních 12 měsíců je uveřejněn způsobem umožňujícím dálkový přístup na internetové adrese http://www.patria.cz/akcie_cr/analyzy.asp.

KBC Securities NV

Havenlaan 12
Avenue du Port
1080 Brussels
Belgium
regulovaná CBFA

KBC Securities French Branch

Le Centorial
18, rue du Quatre Septembre
75002 Paris
France
regulovaná AMF

KBC Securities NV Polish Branch

Kredyt Bank SA
ul. Chmielna 85/87
00-805 Warsaw
Poland
regulovaná CBFA

Patria Finance, a.s.

Jungmannova 24
110 00 Praha 1
Czech Republic
regulovaná ČNB

KBC Financial Products USA Inc.

140 East 45th Street
2 Grand Central Tower
NY 10017-3144 New York, USA
regulovaná NASD

KBC Financial Products UK Limited

111 Old Broad Street
London
UK
regulovaná FSA

KBC Securities Hungarian Branch

Vigadó tér 1
1051 Budapest
Hungary
regulovaná HFSA

Swiss Capital SA

Clucerului Street 55, apt. 12
Bukurest - Sektor 1
Romania

Všeobecné informace: Informace zde uveřejněné jsou získávány z několika důvěryhodných zdrojů. Přesto, že byl tento dokument připravován v dobré víře, nemůže Patria a s ní propojené osoby přijmout odpovědnost a zaručit úplnost nebo přesnost informací zde uvedených s výjimkou údajů vztahujících se k Patrii a přidruženým společnostem. Tento dokument sděluje názor Patrie nebo s ní propojených osob ke dni zveřejnění a může být změněn bez předchozího upozornění. Úspěšné investice v minulosti neindikují příznivé výsledky do budoucna. Tento analytický rozbor poskytuje pouze obecné informace. Tento dokument nepředstavuje v žádném případě nabídku k nákupu či prodeji investičních nástrojů. Cenné papíry, finanční nástroje nebo strategie zde zmíněné nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení zde uvedené neberou v úvahu situaci jednotlivých klientů, jejich finanční situaci, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní cenné papíry, finanční nástroje nebo strategie konkrétním klientům. Tento dokument má sloužit profesionálním či sofistikovaným a odborně zdatným investorům, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí bez nepřiměřeného spoléhání na zde uvedené informace. Tito investoři jsou povinni o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů zde uvedených rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace. Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství o vhodnosti investic do jakýchkoli cenných papírů, jiných investic nebo investičních strategií zmíněných nebo doporučených v této zprávě a měl by být srozuměn s tím, že budoucí vyhlídky nemusí být realizovány. Hodnota či cena jakýchkoli zde uvedených investic se může měnit. V souladu s tím mohou investoři získat prostředky menší než byla jejich původní investice. Úspěšné investice v minulosti nezaručují příznivé výsledky do budoucna. Hodnota či příjem z jakýchkoli zde uvedených investic se může měnit anebo být ovlivněna změnami směnných kurzů.

Plánovaná frekvence aktualizací: Patria a/nebo s ní propojené osoby zajišťují pravidelnou aktualizaci informací o společnostech/odvětvích založenou na specifickém vývoji nebo oznámení, podmínkách na trhu nebo jakémkoliv veřejně dostupné informaci.

Jurisdikce mimo Českou republiku: Distribuce tohoto dokumentu veřejnosti na území mimo Českou republiku může být omezena právními předpisy příslušné země. Osoby, do jejichž dispozice se tento dokument dostane, by se tedy měly řádně informovat o existenci takového omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země. Tato publikace nesmí být zasílána nebo distribuována, přímo či nepřímo, do Japonska nebo osobám v Japonsku žijícím. Ve Spojených státech je tato publikace distribuována americkým občanům společností KBC Financial Products USA Inc., která zároveň přebírá odpovědnost za její obsah. Objednávky jakýchkoli cenných papírů zmiňovaných na tomto místě kterýmkoliv americkým investorem by měly být podány u KBC Financial Products USA Inc.

a nikoliv u některé ze zahraničních poboček. Tato publikace je distribuována ve Spojeném království Velké Británie a Severního Irsku nebo ze Spojeného království Velké Británie a Severního Irsku pouze osobám, které jsou osobami autorizovanými nebo osobami vyňatými ve znění zákona Financial Services and Markets Act 2000 nebo jakákoliv podaná objednávka ve smyslu tohoto zákona nebo investičním profesionálům podle definice v odst. 19 zákona Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 a není určena nebo distribuována nebo předána, přímo či nepřímo, jakékoliv jiné skupině osob. Tato publikace je v Kanadě určena pouze pro distribuci penzijním fondům, vzájemným fondům, bankám, manažerům správy aktiv a pojišťovacím společnostem.

© Copyright 2007 Patria Finance, a.s.: Všechna práva vyhrazena. Tato zpráva slouží výhradně klientům Patrie a bez předchozího písemného souhlasu nemůže být celá nebo její část v jakékoliv podobě a jakýmkoliv způsobem reprodukována, distribuována nebo publikována. Jakékoliv neautorizované použití nebo zveřejnění je zakázáno. Obdržení a přečtení této zprávy znamená Váš souhlas nedistribuuovat, nepředávat nebo nezveřejňovat jiným osobám obsah, názory, závěry nebo informace v této zprávě obsažené (včetně všech investičních doporučení, odhadů nebo cílových cen) bez toho, aby předtím Patria tyto informace sama zveřejnila.

¹⁾ Pokud byla tato zpráva vydána k nebo po patnáctém dnu v měsíci, odráží vlastnický stav k posledního dne předchozího měsíce. Zprávy vydané před patnáctým dnem v měsíci odráží vlastnický stav ke konci druhého měsíce předcházejícího dni vydání zprávy.