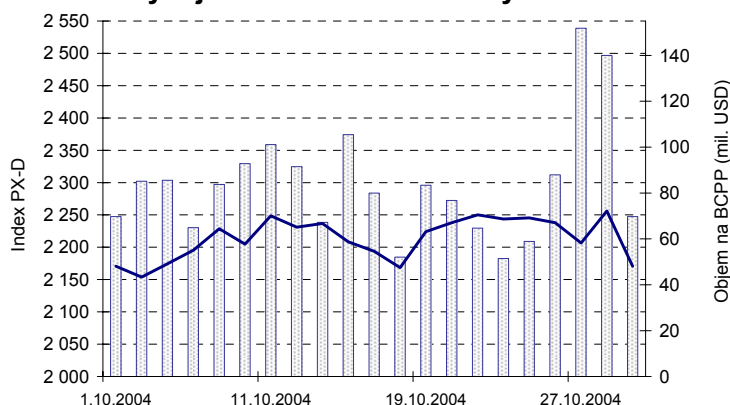


# Měsíční přehled akciového trhu

## LISTOPAD

	Závěrečná hodnota	Změna za měsíc	Změna za rok
PX-50	911,9	+4,2%	+45,9%
PX-D	2256,2	+3,7%	+44,8%
<i>Mld. USD</i>	Trh	PX-50	PX-D
Objem	1,72	1,72	1,72
Tržní kap.	35,4	34,1	27,7

### Vývoj indexu PX-D za minulý měsíc



- Český akciový trh v říjnu meziměsíčně vzrostl o 4,2 %, měřeno indexem PX-50, který na konci měsíce uzavřel na hodnotě 911,9 bodů. V dolarovém vyjádření index posílil o 7,3 % a je nyní o 45,9 % silnější než před rokem.
- Celkový objem obchodů na BCPP v říjnu meziměsíčně stoupl o 13,2 % na 1,72 mld. USD. Průměrný objem obchodů v říjnu dosáhl 75,9 mil. USD oproti zářijovým 70,3 mil. USD a 12-měsíčnímu dennímu průměru 68,9 mil. USD.
- Vývoj akcií ČT bude pravděpodobně ovlivněn očekáváním dalších detailů týkajících se rozhodnutí vlády o způsobu prodeje státního podílu ve společnosti a následně samotnou zvolenou formou. Prodej státního podílu přes kapitálové trhy považujeme v současné době za pravděpodobnější. Vláda by měla učinit konečné rozhodnutí 15. listopadu.
- Evropská komise má do konce listopadu rozhodnout o privatizaci Unipetrolu. Komise se v první řadě zaměří na to, jestli PKN neobdržela ve své nabídce státní podporu. Původně měla komise rozhodnout do konce října, zpoždění je způsobeno tím, že PKN podala potřebnou dokumentaci později, než se předpokládalo.
- Podle ČEZu by měl vítěz tendru na privatizaci dvou rumunských distributorů (Electrica Moldova a Electrica Oltenia) být znám během listopadu. Protože nabídky podaly pouze ČEZ a E.ON, domníváme se, že šance ČEZu na vítězství jsou vysoké. Na základě omezeného množství informací o obou společnostech bychom byly spokojeni s nabídkou ČEZu, která by výrazněji nepřekročila 100 mil. EUR.
- Erste Bank zveřejní 12. listopadu své výsledky za 9M 2004, které by měly potvrdit trend z 1. pololetí, tj. silný růst ve střední Evropě a zlepšení hospodaření v Rakousku.

Tomáš Gatěk 221 424 209

gatek@patria.cz

Emilia Zampieri 221 424 212

zampieri@patria.cz

Analýzy, předpovědi a doporučení společnosti Patria Finance, a.s. včetně komentářů k nejaktuálnějším událostem na finančních trzích publikujeme na internetové adrese

[www.patria.cz](http://www.patria.cz)

S otázkami ohledně této či jiných publikací Patria Research kontaktujte

<b>Analýzy akciového trhu</b> 221 424 111	Tomáš Gatěk Emilia Zampieri
--	--------------------------------

Pro obchodování s cennými papíry kontaktujte

<b>Obchodování s akciemi</b> <b>(institucionální klienti)</b> 221 424 216	Milan Procházka Viktor Reischig
---	------------------------------------

<b>Patria Direct</b> <b>(privátní klienti)</b> 221 424 242	Oldřich Pavlovský Roman Koděra Vladimír Vávra Petr Žabža
--	---

<b>Proprietary trading</b> 221 424 215	Silvio Kotarac Dimitri Chalvatsiosis
---	---

Informace ohledně dalších produktů či aktivit společnosti vám poskytnou

<b>Generální ředitel</b> 221 424 111	Michael Jasanský
---	------------------

<b>Firemní finance</b> 221 424 111	Tomáš Klápště
---------------------------------------	---------------

*Uzávěrka: 3. listopad 2004*

## Obsah

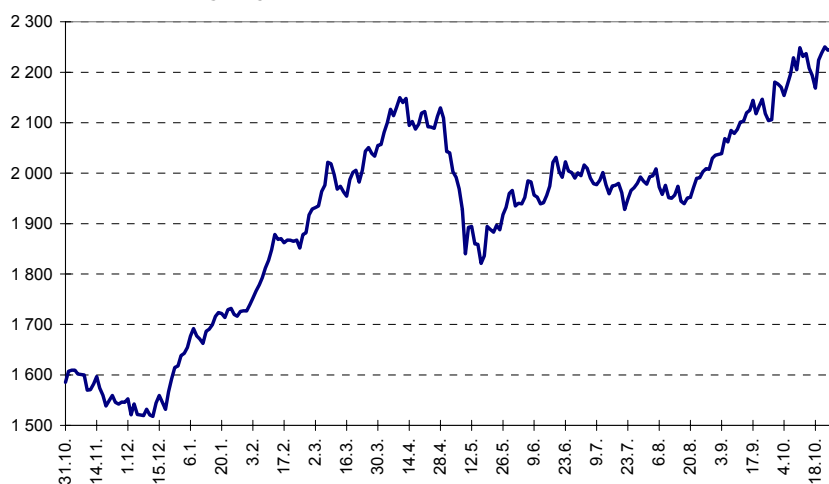
Měsíční vývoj akciového trhu.....	2
Očekávané události .....	4
PX-50 index .....	5
PX-D index .....	6
Doporučení Patria.....	7
Porovnání měsíčního vývoje cen.....	7
Blue chip tituly.....	8
České radiokomunikace .....	8
Český Telecom.....	10
ČEZ .....	12
Erste Bank .....	14
Komerční banka .....	16
Philip Morris ČR.....	18
Unipetrol .....	20
Zentiva .....	22
Seznam sledovaných společností .....	25
Seznam použitých zkratk a termínů.....	25

## Měsíční vývoj akciového trhu

**Index PX-50 v říjnu posílil o 4,2 %**

Český akciový trh v říjnu meziměsíčně posílil o 4,2 %, měřeno indexem PX-50, který na konci měsíce uzavřel na hodnotě 911,9 bodu. Nejlikvidnější tituly obchodované v systému SPAD vzrostly o 3,7 %, index PX-D tak uzavřel na 2 256,2 bodech. V dolarovém vyjádření indexy posílily o 7,3 % resp. 6,8 %. Index PX-50 je nyní v korunovém vyjádření o 45,9 % silnější než před rokem.

Vývoj PX-D za posledních 12 měsíců



Pramen: BCPP, Patria Finance

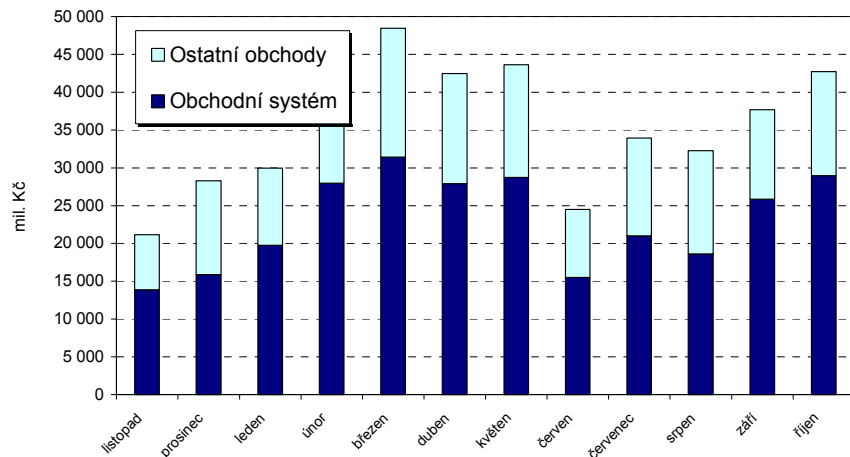
### Vývoj trhu

	Hodnota 29.10.2004	1 měsíc		1 rok		od 30.12.2003	
		Kč	USD	Kč	USD	Kč	USD
Index PX-50	911,9	4,2%	7,3%	45,9%	62,1%	38,4%	45,6%
Index PX-D	2 256,2	3,7%	6,8%	44,8%	60,9%	37,3%	44,5%

**Objem obchodů v říjnu stoupl o 13,2 %**

Celkový objem obchodů na BCPP v říjnu meziměsíčně stoupl o 13,2 % na 42,7 mld. Kč (1,7 mld. USD). Průměrný denní objem dosáhl 75,9 mil. USD oproti 70,3 mil. USD v září a v porovnání s průměrem za posledních 12 měsíců ve výši 68,9 mil. USD.

**Měsíční objemy**



Pramen: BCPP, Patria Finance

**Tržní kapitalizace a objemy obchodů**

	Počet akcií	Tržní kapitalizace		% z celkové kapitalizace	Objem obchodů		% z celkového objemu
		mld. Kč	mil. USD		mld. Kč	mil. USD	
<b>Celkový trh</b>	62	877	35 419	100	42,7	1 725	100,0
<b>Tituly PX-50</b>	16	845	34 131	96	42,7	1 725	100,0
<b>Tituly PX-D</b>	7	687	27 753	78	42,7	1 725	100,0

Poznámka: Objemy obchodů jsou pouze za říjen; Tržní kapitalizace je k 29.10.2004; CZK/USD = 24,76

## Očekávané události

### Listopad

- 3.11. **ČEZ: Slovenský ministr hospodářství má informovat vládu o pokroku v jednání s Enelem**
- 5.11. Obchodní bilance za září - Patria odhaduje: +4 mld. Kč
- 8.11. Nezaměstnanost v říjnu - Patria odhaduje: 9,8 %  
Spotřebitelské ceny v říjnu - Patria odhaduje: +0,3 % meziměs.; +3,2 % meziroč.
- 9.11. **Unipetrol: Konsolidované výsledky za 9M 2004 podle CAS**  
Stavební výroba v září
- 11.11. **T-Mobile ČR: výsledky za 9M 2004 podle německého GAAP**  
Průmyslová výroba v září - Patria odhaduje: +10 % meziroč.
- 12.11. **Erste Bank: Konsolidované výsledky za 9M 2004 podle IFRS**  
PPI v říjnu - Patria odhaduje: +0,7 % meziměs.; +8,1 % meziroč.
- 15.11. Platební bilance za září - Patria odhaduje: deficit běžného účtu CZK 12bn
- 18.11. Maloobchodní tržby v září - Patria odhaduje: +1,5 % meziroč.
- 21.11. **ČEZ: Slovenská vláda projedná smlouvu o prodeji podílu v SE do 21. listopadu**
- 25.11. Zasedání bankovní rady ČNB, úrokové sazby na programu jednání
- 30.11. Průměrná mzda ve 3. čtvrtletí 2004 - Patria odhaduje: +7 % nomin.; +3,6 % reál.  
**Evropská komise má rozhodnout o schválení akvizice Unipetrolu do konce října**  
**ČEZ: Konsolidované výsledky za 9M 2004 podle IFRS**

### Prosinec

- 6.12. Platební bilance za 3. čtvrtletí  
Obchodní bilance za říjen
- 8.12. Nezaměstnanost v listopadu  
Spotřebitelské ceny v listopadu
- 10.12. HDP za 3. čtvrtletí  
Průmyslová výroba v září  
Stavební výroba v říjnu
- 13.12. Platební bilance v říjnu
- 14.12. Produkční ceny v listopadu
- 16.12. Maloobchodní tržby v říjnu

*Pramen: Patria Finance*

**PX-50 Tržní kapitalizace a objemy obchodů**

Titul	Cena	Vývoj	PX-50	Tržní kap.		Objemy obchodů	
	29.10.2004	1 měsíc	váha	mil. Kč	mil. USD	mil. Kč	mil. USD
1 Erste Bank	1 095	3,0%	5,4%	264 380	10 678	2 250	91
2 ČEZ	274	5,6%	28,5%	162 207	6 551	12 181	492
3 Komerční banka	3 114	10,0%	20,8%	118 363	4 780	11 383	460
4 Český Telecom	324	-3,9%	18,3%	104 454	4 219	11 486	464
5 Philip Morris ČR	14 490	-2,7%	4,9%	39 781	1 607	1 928	78
6 Česká pojišťovna	14 700	17,5%	5,3%	50 162	2 026	6	0
7 Zentiva	624	8,9%	4,2%	23 812	962	2 507	101
8 Unipetrol	92	6,6%	2,9%	16 665	673	813	33
9 České radiokomunikace	440	0,7%	2,4%	13 596	549	152	6
10 Severomor. energetika	3 316	0,5%	1,3%	11 296	456	0	0
11 Severočeské doly	1 499	-0,1%	2,0%	13 243	535	1	0
12 OKD	401	4,1%	1,6%	9 744	394	0	0
13 Severočeská energetika	2 500	0,0%	0,9%	8 133	329	1	0
14 Sokolovská uhelná	840	7,7%	0,9%	5 558	225	2	0
15 Severočeská energetika	1 984	10,2%	0,5%	2 750	111	0	0
16 Paramo	701	-4,0%	0,2%	932	38	0	0

Poznámka: Objemy obchodů jsou za měsíc říjen; tržní kap. k 29.10.2004; CZK/USD = 24,76

**PX-50 Valuace**

Titul	EPS			Růst EPS			P/E		
	2003	2004 odh.	2005 odh.	2003	2004 odh.	2005 odh.	2003	2004 odh.	2005 odh.
Erste Bank	46,4	67,0	80,7	38,2%	44,3%	20,5%	23,6	16,3	13,6
ČEZ	10,0	9,2	11,5	-29,6%	-8,6%	25,9%	27,3	29,9	23,8
Komerční banka	228,1	218,1	219,0	-4,0%	-4,4%	0,4%	13,7	14,3	14,2
Český Telecom	-5,5	14,0	12,8	n.m.	n.m.	-8,8%	n.m.	23,1	25,3
Philip Morris ČR	1 593,9	1 771,7	1 748,4	6,1%	11,2%	-1,3%	9,1	8,2	8,3
Česká pojišťovna	901,4	967,1	1 040,3	-24,0%	7,3%	7,6%	16,3	15,2	14,1
Zentiva	30,8	36,9	44,7	48,9%	20,1%	21,0%	20,3	16,9	14,0
Unipetrol	0,5	3,9	4,9	-86,2%	695,9%	26,0%	189,5	23,8	18,9
České radiokomunikace	56,5	54,3	50,5	3615,0%	-3,9%	-7,0%	7,8	8,1	8,7
Severomor. energetika	202,8	120,1	140,6	-14,5%	-40,8%	17,1%	16,3	27,6	23,6
Severočeské doly	146,5	140,6	126,4	34,4%	-4,0%	-10,1%	10,2	10,7	11,9
OKD	20,1	19,1	18,1	1,9%	-4,9%	-5,2%	20,0	21,0	22,1
Severočeská energetika	98,4	162,0	162,0	-49,4%	64,7%	0,0%	25,4	15,4	15,4
Sokolovská uhelná	72,8	69,8	62,7	62,3%	-4,1%	-10,2%	11,5	12,0	13,4
Severočeská energetika	354,2	396,8	432,8	61,0%	12,0%	9,1%	5,6	5,0	4,6
Paramo	-106,8	45,1	50,4	n.m.	n.m.	11,7%	n.m.	15,5	13,9
<b>Vážený průměr</b>	-	-	-	<b>-9,5%</b>	<b>0,8%</b>	<b>8,7%</b>	<b>19,5</b>	<b>20,6</b>	<b>18,8</b>

Poznámka: Ukazatel průměrného P/E se nepočítá ze záporných čísel a čísel větších než 100; hodnoty platí k 29.10.2004

## PX-D Tržní kapitalizace a objemy obchodů

Titul	Cena		Vývoj 1 měsíc	PX-D váha	Tržní kap.		Objemy obchodů	
	29.10.2004				mil. Kč	mil. USD	mil. Kč	mil. USD
Erste Bank	1 095		3,0%	34,0%	264 380	10 678	2 250	90,9
ČEZ	274		5,6%	23,6%	162 207	6 551	12 181	492,0
Komerční banka	3 114		10,0%	17,2%	118 363	4 780	11 383	459,7
Český Telecom	324		-3,9%	15,2%	104 454	4 219	11 486	463,9
Philip Morris ČR	14 490		-2,7%	4,0%	39 781	1 607	1 928	77,9
Zentiva	624		8,9%	3,5%	23 812	962	2 507	101,3
Unipetrol	92		6,6%	2,4%	16 665	673	813	32,8
České radiokomunikace	440		0,7%	0,0%	13 596	549	152	6,1
<b>PX-D</b>	<b>2 256</b>		<b>3,7%</b>	<b>100%</b>	<b>743 257</b>	<b>30 018</b>	<b>42 700</b>	<b>1 724,6</b>

Poznámka: Objemy obchodů jsou za měsíc říjen; tržní kap. k 29.10.2004; CZK/USD = 24,76

## PX-D Valuace

Titul	EPS			Růst EPS			P/E		
	2003	2004 odh.	2005 odh.	2003	2004 odh.	2005 odh.	2003	2004 odh.	2005 odh.
Erste Bank	46,4	67,0	80,7	38,2%	44,3%	20,5%	23,6	16,3	13,6
ČEZ	10,0	9,2	11,5	-29,6%	-8,6%	25,9%	27,3	29,9	23,8
Komerční banka	228,1	218,1	219,0	-4,0%	-4,4%	0,4%	13,7	14,3	14,2
Český Telecom	-5,5	14,0	12,8	n.m.	n.m.	-8,8%	n.m.	23,1	25,3
Philip Morris ČR	1 593,9	1 771,7	1 748,4	6,1%	11,2%	-1,3%	9,1	8,2	8,3
Zentiva	30,8	36,9	44,7	48,9%	20,1%	21,0%	20,3	16,9	14,0
Unipetrol	0,5	3,9	4,9	-86,2%	695,9%	26,0%	189,5	23,8	18,9
České radiokomunikace	56,5	54,3	50,5	3615,0%	-3,9%	-7,0%	7,8	8,1	8,7
<b>Vážený průměr</b>	-	-	-	<b>5%</b>	<b>30%</b>	<b>12%</b>	<b>17,9</b>	<b>20,1</b>	<b>17,8</b>

Titul	P/CE			P/BV			ROE		
	2003	2004 odh.	2005 odh.	2003	2004 odh.	2005 odh.	2003	2004 odh.	2005 odh.
Erste Bank	n.m.	n.m.	n.m.	3,0	2,6	2,2	13,4%	16,9%	17,7%
ČEZ	6,8	7,0	7,0	1,1	1,1	1,0	4,0%	3,6%	4,4%
Komerční banka	n.m.	n.m.	n.m.	2,9	2,8	2,5	22,7%	20,0%	18,6%
Český Telecom	3,8	4,1	4,3	1,2	1,2	1,2	-1,8%	5,0%	4,8%
Philip Morris ČR	8,2	7,5	7,6	3,4	3,2	3,3	37,9%	40,5%	39,2%
Zentiva	13,5	13,1	10,8	9,9	3,7	2,6	45,0%	31,9%	22,0%
České radiokomunikace	4,7	5,0	5,4	1,0	0,9	0,8	14,3%	12,1%	10,1%
Unipetrol	4,0	3,7	3,5	0,6	0,6	0,5	0,3%	2,4%	3,0%
<b>Vážený průměr</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>13,2%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,0%</b>

Titul	EV/EBITDA			EV/Tržby			Dividendový výnos		
	2003	2004 odh.	2005 odh.	2003	2004 odh.	2005 odh.	2003 odh.	2004 odh.	2005 odh.
Erste Bank	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	4,3%	1,8%	2,2%
ČEZ	7,8	8,0	7,8	2,3	2,8	2,8	2,9%	3,5%	3,3%
Komerční banka	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	6,4%	2,0%	2,5%
Český Telecom	6,1	4,6	4,3	2,8	2,1	2,0	5,2%	9,0%	13,6%
Philip Morris ČR	6,0	5,6	5,9	2,7	2,5	2,6	10,9%	12,2%	12,1%
Zentiva	10,3	9,2	7,9	3,0	2,4	2,1	0,0%	1,2%	5,7%
České radiokomunikace	11,2	11,3	11,6	5,9	5,7	5,6	0,0%	0,0%	0,0%
Unipetrol	7,2	5,7	5,4	0,5	0,6	0,5	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Vážený průměr</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>5,0%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,7%</b>

Poznámka: Ukazatel průměrného P/E se nepočítá ze záporných čísel a čísel větších než 100; průměrné ukazatele P/CE a EV/EBITDA též neobsahují záporné hodnoty a čísla větší než 50; hodnoty platí k 29.10.2004

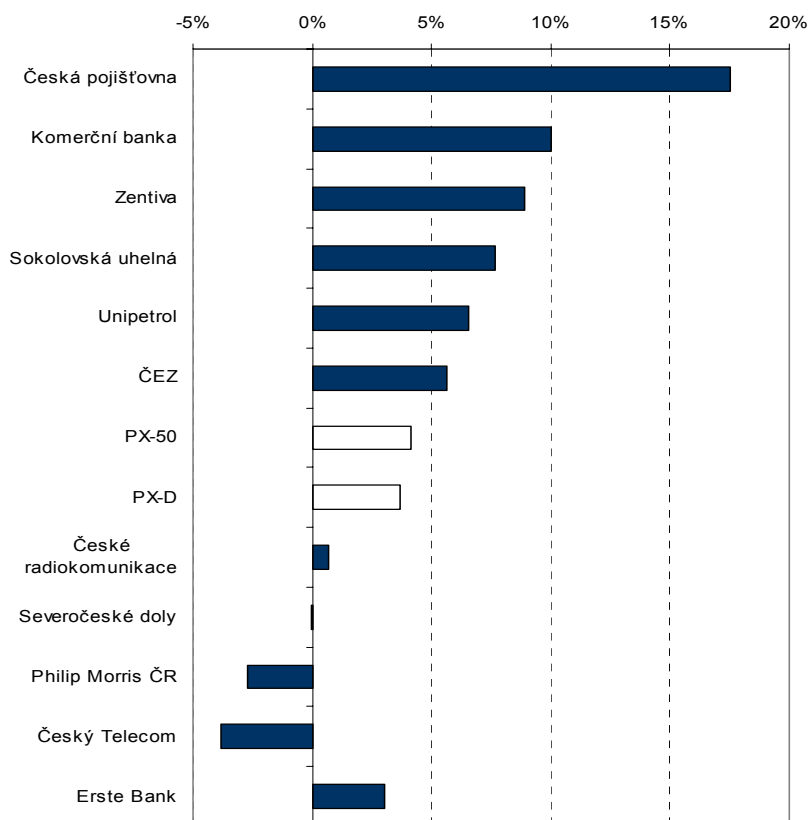


## Doporučení Patria

	Koupit	Držet	Prodat
České radiokomunikace			X
Český Telecom	X		
ČEZ			
Erste Bank		X	
Komerční banka		X	
Philip Morris ČR			X
Unipetrol			
Zentiva	X		

Zdroj: Patria Finance

## Porovnání měsíčního vývoje cen



Pramen: Patria Finance, BCPP

# České radiokomunikace

# Prodat

RKOMsp.PR CSRD CD

## Cena

29.10.2004

440 Kč

## Vývoj 1 měsíc

1 rok

od 31.12.03

Tržní kap. (mil. Kč)  
(mil. USD)

Likvidita (tis. Kč)  
(tis. USD)

Aktuální počet akcií

Free float

Analytik

Tomáš Gatěk



VALUACE		2002	2003	2004e	2005e
Tržní násobky	P/E	289,3	7,8	8,1	8,7
	P/CE	10,5	4,7	5,0	5,4
	EV/EBITDA	16,9	11,2	11,3	11,6
	EV/Tržby	5,6	5,9	5,7	5,6
	P/BV	1,2	1,0	0,9	0,8
	Dividenda (Kč/akcii)	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendový výnos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Roční růst	EPS	-94,2%	3615,0%	-3,9%	-7,0%
	CEPS	-40,8%	123,8%	-6,4%	-8,0%
	EBITDA	-7,4%	43,1%	-4,7%	-6,1%
	Tržby	-10,8%	-8,8%	-2,2%	-1,3%
3-letý průměrný růst	EPS	00-02	01-03	02-04	03-05
	CEPS	-57,4%	-50,9%	27,5%	221,4%
	EBITDA	-6,9%	-43,1%	7,4%	24,5%
	Tržby	-2,2%	14,1%	8,1%	8,6%
FINANČNÍ VÝSLEDKY		2002	2003	2004e	2005e
Výsledovka (mil. Kč)	Tržby	2 370	2 162	2 115	2 088
	EBITDA	789	1 129	1 076	1 010
	Provozní zisk	-464	-38	47	82
	Zisk před zdaněním	-830	-37	47	83
	Čistý zisk bez menš. por	47	1 746	1 678	1 561
Čistý zisk	47	1 746	1 678	1 561	
Rozvaha (mil. Kč)	Aktiva celkem	11 922	13 485	15 020	16 578
	Oběžná aktiva	965	1 463	1 943	2 329
	Stálá aktiva	10 957	12 022	13 077	14 249
	Pasiva celkem	11 922	13 485	15 020	16 579
	Cizí zdroje	616	428	286	283
	Menšinové vlastní jmění	0	0	0	0
Vlastní jmění	11 306	13 057	14 734	16 296	
Marže	EBITDA marže	33,3%	52,2%	50,9%	48,4%
	EBIT marže	-19,6%	-1,8%	2,2%	3,9%
	Hrubá zisková marže	-35,0%	-1,7%	2,2%	4,0%
	Čistá zisková marže	2,0%	80,8%	79,3%	74,8%
Rentabilita	ROE	0,4%	14,3%	12,1%	10,1%
	ROA	0,3%	13,7%	11,8%	9,9%
	ROCE	0,4%	14,2%	12,1%	10,1%
Zadluženost	Čistý dluh/Vlastní jmění	-2,4%	-7,1%	-10,0%	-11,4%
	Úrokové krytí	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

Poznámka 1: Likvidita je počítána jako průměrný denní objem obchodů na BCPP. Počítá se jako suma aritmetických průměrů denních objemů v obchodním systému a v denních objemů ostatních obchodů za posledních 30 dnů.

Poznámka 2: Výše zmíněné tržní násobky jsou počítány na základě výsledků Českých Radiokomunikací podle IFRS, které zohledňují zisky T-Mobile ČR pouze na úrovni čistého zisku. Při stanovení fundamentální hodnoty těchto akcií se však přikládáme k metodě diskontovaného cash-flow.

## České radiokomunikace

### **Nabídka odkupu akcií platí do 30. listopadu**

Nabídka na odkup akcií Českých radiokomunikací za cenu 440 Kč na akcii bude platná do 30. listopadu. Připomínáme, že mimořádná valná hromada Čra odsouhlasila stažení akcií z trhu na svém jednání 15. října. Komise pro cenné papíry schválila nabídku odkupu akcií Čra v pátek 29. října.

### **Čra vykázaly za 9M2004 provozní ztrátu**

České radiokomunikace zveřejnily své nekonsolidované výsledky za 9M 2004 podle CAS. Výsledky byly ovlivněny vyšší DPH, silnými konkurenčními tlaky na telekomunikačním trhu a také zrušením řady radiových frekvencí. Stabilní tržby za přenos televizního signálu a zvýšené tržby z nově zavedených datových, internetových a hlasových služeb limitovaly tempo poklesu celkových tržeb Čra. Čra oznámily provozní ztrátu ve výši 71 mil. Kč ve srovnání se ziskem 14 mil. Kč ve stejném období loňského roku. Připomínáme, že majoritní vlastník Čra, jímž je společnost Bivideon (vlastní 94% podíl), podal na Komisi pro cenné papíry žádost o schválení odkupu akcií za cenu 440 Kč na akcii, která následuje jednání mimořádné valné hromady, jež odsouhlasila stažení akcií Čra z obchodování.

### **Čra zveřejnily konsolidované výsledky za 1H04**

České radiokomunikace zveřejnily své konsolidované výsledky za 1. pololetí roku 2004 podle IFRS. Tržby klesly meziročně o 3,9% na 1 081 mil Kč. Čistý zisk dosáhl 823 mil. Kč, což je o 2,5% méně než v 1. pololetí roku 2003. Připomínáme, že BCPP rozhodla o stažení akcií z obchodování v systému SPAD ke 23. září.

### **Čra se údajně zajímají o maďarskou Antenna Hungaria**

České radiokomunikace se údajně zajímají o koupi majoritního podílu v maďarské vysílací společnosti Antenna Hungaria. Podobné informace se již v minulosti objevily; na základě relativně velkého potenciálu Čra vytvářet volný peněžní tok v krátko- a střednědobém horizontu, jsou akvizice zřejmou strategickou volbou.

# Český Telecom

## Koupit

SPTTsp.PR SPTT CD

### Cena

29.10.2004

324 Kč

Vývoj 1 měsíc

-5,5%

1 rok

18,1%

od 31.12.03

11,3%

Tržní kap. (mil. Kč)

104 454

(mil. USD)

4 219

Likvidita (tis. Kč)

514 064

(tis. USD)

20 762

Aktuální počet akcií

322 089 900

Free float

49%

Analýtik

Tomáš Gatěk



VALUACE		2002	2003	2004e	2005e
Tržní násobky	P/E	24,4	n.m.	23,1	25,3
	P/CE	4,5	3,8	4,1	4,3
	EV/EBITDA	4,3	6,1	4,6	4,3
	EV/Tržby	2,1	2,8	2,1	2,0
	P/BV	0,9	1,2	1,2	1,2
	Dividenda (Kč/akcii)	57,5	17,0	29,2	44,0
	Dividendový výnos	17,7%	5,2%	9,0%	13,6%
Roční růst	EPS	-29,6%	n.m.	n.m.	-8,8%
	CEPS	0,0%	19,4%	-8,1%	-5,1%
	EBITDA	-3,7%	-8,9%	19,1%	-1,5%
	Tržby	-5,4%	-2,6%	20,4%	-0,6%
3-letý průměrný růst	EPS	00-02	01-03	02-04	03-05
	CEPS	-11,5%	n.m.	-9,4%	-1,2%
	EBITDA	5,7%	9,8%	3,1%	1,4%
	EBITDA	0,5%	-3,7%	1,4%	2,2%
FINANČNÍ VÝSLEDKY		2002	2003	2004e	2005e
Výsledovka (mil. Kč)	Tržby	52 856	51 476	61 966	61 579
	EBITDA	26 150	23 814	28 351	27 932
	Provozní zisk	7 088	-5 539	7 274	7 907
	Zisk před zdaněním	6 110	-6 667	6 789	6 526
	Čistý zisk bez menš. pod	4 327	-1 749	4 523	4 121
	Čistý zisk	4 276	-1 780	4 521	4 121
Rozvaha (mil. Kč)	Aktiva celkem	156 351	154 706	142 193	131 163
	Oběžná aktiva	25 141	15 107	17 129	19 432
	Stálá aktiva	131 210	139 599	125 064	111 731
	Pasiva celkem	156 351	154 706	142 193	131 163
	Cizí zdroje	45 034	64 549	52 991	47 258
	Menšinové vlastní jmění	45	9	9	9
	Vlastní jmění	111 272	90 148	89 193	83 895
Marže	EBITDA marže	49,5%	46,3%	45,8%	45,4%
	EBIT marže	13,4%	-10,8%	11,7%	12,8%
	Hrubá zisková marže	11,6%	-13,0%	11,0%	10,6%
	Čistá zisková marže	8,2%	-3,4%	7,3%	6,7%
Rentabilita	ROE	4,0%	-1,7%	5,0%	4,8%
	ROA	2,7%	-1,1%	3,0%	3,0%
	ROCE	4,3%	-0,5%	4,5%	5,0%
Zadluženost	Čistý dluh/Vlastní jmění	6,0%	44,5%	28,0%	19,8%
	Úrokové krytí	4,8	-5,1	6,1	5,1

Poznámka: Likvidita je počítána jako průměrný denní objem obchodů na BCPP. Počítá se jako suma aritmetických průměrů denních objemů v obchodním systému a denních objemů ostatních obchodů za posledních 30 dnů.

## Český Telecom

### ČT zveřejnil výsledky svého hospodaření za 9M 2004

Hospodářské výsledky ČT za 9M 2004 jsou lehce pod očekáváním trhu na úrovni tržeb a zisku, ačkoliv zisk na úroveň EBITDA byl v souladu s predikcemi trhu. Výsledky jsou silně ovlivněny 100% konsolidací Eurotelu. Pozitivně hodnotíme silný růst tržeb v oblasti datových a internetových služeb (+16 % meziroč.), které tak částečně kompenzují pokles tržeb z provozování pevných linek (-5% meziroč.). Zaměření ČT na snižování nákladů pomáhá společnosti dosáhnout nadprůměrné EBITDA marže (48 %). Eurotel nadále zaznamenává vysoké tržby. Kladně hodnotíme i schopnost ČT generovat silné cash flow (+44 % meziroč.). Čistý zisk byl pozitivně ovlivněn daňovým kreditem v souvislosti s říjnovou výplatou dividendy ve výši 17 Kč na akcii ČT.

Poměr capex/tržby dosáhl 7,4 %, což naznačuje, že cíl managementu ČT dosáhnout za celý rok 2004 12 %, může být dosažitelný. Free cash flow se zvýšil o 44,3 % y/y na 14,5 mld. Kč.

IFRS kons. (Kč mil.)	9M 2004	9M 2003	změna	Konsensus
Tržby	46 528	37 519	24 ,0%	46 600
EBITDA	22 491	18 243	23 ,3%	22 500
EBIT	6 935	4 236	63 ,7%	n/a
Čistý zisk	4 509	3 700	21 ,9%	4 600

### Privatizační komise doporučuje prodej ČT přes trh

Fond národního majetku oznámil, že na základě doporučení privatizačního poradce (CSFB/ČS) doporučuje privatizační komise způsob prodeje 51% státního podílu v ČT přes kapitálové trhy. Konečné rozhodnutí učiní vláda. Podle ministra informatiky, Vladimíra Mlynáře, by vláda měla učinit rozhodnutí do měsíce, tj. na konci listopadu.

### Patria zvýšila doporučení pro akcie ČT na "koupit"

Na základě revidovaných projekcí Patria zvýšila cílovou cenu akcií ČT na 402 Kč z původních 330 Kč a doporučení na "koupit" z původního "držet". Vyšší tržní hodnota odráží náš optimistický pohled na silný fundament ČT a pravděpodobnost výplat dividend nad rámec schválené dividendové politiky. Na základě našich analýz dvou zvažovaných privatizačních metod (vyhlášení tendru, prodej přes kapitálové trhy), zvyšující se pravděpodobnosti transakce přes kapitálové trhy a tržní ceny ČT spolu s relativním srovnáním akcií ČT s akcemi evropských telekomunikačních společností, investice do akcií ČT nabízí potenciální zhodnocení minimálně 17 %, a je tedy důvodem pro naše doporučení koupě akcií.

### ČT byl zpět zařazen do CESI Indexu, KB byla naopak vyloučena

Český Telecom byl zpět zařazen do Central European Stock Indexu (CESI) v Budapešti s platností od 2. listopadu, zatímco Komerční banka byla z indexu odstraněna. Zahnutí ČT do indexu může být pro titul pozitivní, protože investoři, kteří investují do indexových produktů, budou muset zahrnout akcie ČT do svých portfolií. Opak platí pro KB.

# ČEZ

CEZPsp.PR CEZ CD

**Cena** **259 Kč**  
30.9.2004

Vývoj 1 měsíc 27,0%  
1 rok 92,4%  
od 31.12.03 78,0%

Tržní kap. (mil. Kč) 153 560  
(mil. USD) 6 019

Likvidita (tis. Kč) 589 014  
(tis. USD) 23 088

Aktuální počet akcií 592 210 843  
Free float 32%

**Alytik** **Tomáš Gatěk**



VALUACE		2002	2003	2004e	2005e
Tržní násobky	P/E	18,2	25,9	28,3	22,5
	P/CE	7,6	6,5	6,6	6,6
	EV/EBITDA	8,2	7,4	7,7	7,5
	EV/Tržby	3,4	2,2	2,7	2,6
	P/BV	1,1	1,0	1,0	1,0
	Dividenda (Kč/akcii)	4,5	8,0	9,5	9,0
	Dividendový výnos	1,7%	3,1%	3,7%	3,5%
Roční růst	EPS	-7,7%	-29,6%	-8,6%	25,9%
	CEPS	9,7%	17,6%	-2,5%	0,0%
	EBITDA	-4,4%	9,3%	15,0%	1,0%
	Tržby	-0,9%	52,6%	-3,2%	1,2%
3-letý průměrný růst	EPS	00-02	01-03	02-04	03-05
	CEPS	17,9%	-6,4%	-15,9%	-6,8%
	EBITDA	13,9%	12,6%	8,0%	4,7%
	EBITDA	8,2%	4,5%	6,3%	8,3%
FINANČNÍ VÝSLEDKY		2002	2003	2004e	2005e
Výsledovka (mil. Kč)	Tržby	55 578	84 816	82 060	83 014
	EBITDA	22 975	25 111	28 872	29 160
	Provozní zisk	11 254	7 500	11 126	13 076
	Zisk před zdaněním	11 796	6 659	8 320	13 354
	Čistý zisk bez menš. pod	8 421	6 451	5 742	7 144
	Čistý zisk	8 421	5 932	5 420	6 824
Rozvaha (mil. Kč)	Aktiva celkem	231 465	274 143	291 430	291 457
	Oběžná aktiva	15 353	19 700	41 558	42 088
	Stálá aktiva	216 112	254 443	249 872	249 369
	Pasiva celkem	231 465	274 143	291 430	291 457
	Cizí zdroje	87 790	116 563	132 915	131 422
	Menšinové vlastní jmění	0	7 893	4 446	4 766
Vlastní jmění	143 675	149 687	154 069	155 269	
Marže	EBITDA marže	41,3%	29,6%	35,2%	35,1%
	EBIT marže	20,2%	8,8%	13,6%	15,8%
	Hrubá zisková marže	21,2%	7,9%	10,1%	16,1%
	Čistá zisková marže	15,2%	7,6%	7,0%	8,6%
Rentabilita	ROE	6,0%	4,4%	3,8%	4,6%
	ROA	3,7%	2,6%	2,0%	2,5%
	ROCE	4,9%	4,4%	4,1%	4,3%
Zadluženost	Čistý dluh/Vlastní jmění	24,9%	21,8%	45,0%	42,6%
	Úrokové krytí	19,3	4,4	4,0	4,8

Poznámka: Likvidita je počítána jako průměrný denní objem obchodů na BCPP. Počítá se jako suma aritmetických průměrů denních objemů v obchodním systému a denních objemů ostatních obchodů za posledních 30 dnů.

## ČEZ

### ČEZ zveřejnil výsledky za 9M 2004

Nekonsolidované výsledky ČEZu za 9M 2004 podle CAS, které odráží výsledek hospodaření odvětví výroby elektrické energie (hlavní součást celkové hodnoty ČEZu), byly na úrovni tržeb a na provozní úrovni nad naším i tržním odhadem. Čistý zisk byl lehce nad odhadem naším i predikcí trhu. Tržby byly pozitivně ovlivněny zvyšujícími se domácími cenami elektřiny a vyšším objemem prodané elektrické energie, který kompenzoval nižší objemy exportu. Tržby na provozní úrovni byly pozitivně ovlivněny vyšším výnosem z MWh i zvýšenou provozní efektivitou, která vyrovnala vyšší odpisy kvůli otevření druhého bloku jaderné elektrárny Temelín.

Hrubý zisk společnosti byl ovlivněn jednorázovými položkami a prodejem některých minoritních podílů. Přímé srovnání pod úrovni EBIT není příliš relevantní, protože finanční zisk a daně z příjmu v roce 2003 byly zkreslené prodejem 66% podílu v přenosové soustavě ČEPS v roce 2003. Čistý zisk za 9M 2004 rovněž zahrnuje jednorázový příjem z prodeje 34% podílu v ČEPS a Pražské energetice.

CAS, mil. Kč	9M2004	9M2003	% změna	Konsensus
Tržby	45 760	39 386	16,2%	45 300
EBIT	8 360	6 326	32,2%	8 100
Čistý zisk	9 950	13 679	-27,3%	9 900
EPS	16,81	23,11	-27,3%	16,72

### ČEZ by se měl změnit na holdingovou společnost

ČEZ by se měl změnit na holdingovou společnost s deseti dceřinými společnostmi za účelem zefektivnění a zlepšení poskytovaných služeb, což by podle generálního ředitele ČEZu mělo vést k úsporám v řádu miliard korun. Mluvčí ČEZu uvedl, že společnost má rovněž v plánu radikálně snížit počet zaměstnanců o tisíce lidí. V souladu s nařízeními EU je ČEZ zavázán oddělit distribuci od prodejní činnosti u všech regionálních distribučních společností s platností od 1. ledna 2007, což by mělo vést k jednorázovým nákladům ve výši 1-2 mld. Kč.

### Mládek se opět vyslovil pro prodej 16% podílu v ČEZu

Ekonomický poradce premiéra, Jan Mládek, uvedl, že vláda by neměla privatizovat státní podíl v ČEZu do roku 2010. Nicméně, po restrukturalizaci ČEZu může vláda prodat 16% podíl ve společnosti, a to buď přes kapitálové trhy nebo formou tendru. Poradce Mládek neuvědnil podrobnější časový rozvrh, ale dodal, že v současné době ohledně prodeje podílu probíhají jednání, ovšem žádné rozhodnutí nebylo učiněno. Mládek se již v minulosti několikrát vyslovil pro prodej 16% podílu. Na druhou stranu ministerstvo průmyslu a obchodu spolu s ministerstvem financí neočekávají prodej celého státního podílu v ČEZu ani prodej pouze 16% podílu do roku 2006.

### Akviziční plány ČEZu

ČEZ podal 18. října nabídku na rumunské distributory elektrické energie Electrica Moldova a Electrica Oltenia. Údajně pouze ČEZ a německý E.On podaly konečné nabídky, což zvyšuje šance ČEZu na vítězství. Vítěz by měl být znám do konce roku. Na základě omezených informací, které jsou k dispozici, bychom byli spokojeni s nabídkou ČEZu nepřevyšující výrazněji 100 mil. EUR. Ředitel ČEZu pro akvizice, Vladimír Schmalz, uvedl, že ČEZ má v úmyslu zúčastnit se tendru v plánované privatizaci bulharských výrobních kapacit (TEC Varna, TEC Rousse and TEC Bobovdol). ČEZ se také velmi zajímá o akvizice v Polsku, a to jak na poli výroby elektrické energie, tak i distribuce. V. Schmalz dále hovořil o zájmu ČEZu na ruském energetickém systému, jakmile se rozdělí národní energetický gigant RAO UES.

# Erste Bank

# Držet

ERST.VI EBS AV

**Cena** **1 095 Kč**  
29.10.2004

Vývoj 1měsíc 3,0%  
1 rok 46,6%  
od 31.12.03 37,2%

Tržní kap. (mil. Kč) 264 380  
(mil. USD) 10 678

Likvidita (tis. Kč) 117 868  
(tis. USD) 4 760

Aktuální počet akcií 241 442 892  
Free float 60%

Analytik **Tomáš Gatěk**



VALUACE		2002	2003	2004 odh.	2005 odh.
Tržní násobky	P/E	8,1	5,9	16,3	13,6
	P/Provozní zisk	1,8	1,6	5,7	5,1
	P/BV	0,8	0,7	2,6	2,2
	Dividendový výnos	11,3%	13,7%	5,8%	7,0%
Roční růst	EPS	-3,7%	38,2%	-63,9%	20,5%
	Provozní zisk na akcii	35,7%	15,8%	-72,7%	16,7%
3-letý průměrný růst	EPS	00-02	01-03	02-04	03-05
		4,6%	15,6%	-21,7%	-15,6%
	Provozní zisk na akcii	33,4%	34,7%	-24,6%	-28,3%
3-letý průměr	ROE	11,7%	12,3%	14,0%	16,0%
FINANČNÍ VÝSLEDKY		2002	2003	2004 odh.	2005 odh.
Výsledovka (mil. EUR)	Čisté úrokové výnosy	2 463	2 587	2 702	2 859
	Provozní zisk	1 143	1 337	1 472	1 639
	Tvorba ROP	406	406	414	449
	Zisk před zdaněním	665	762	1 012	1 103
	Čistý zisk bez menš. pod.	513	537	801	882
	Čistý zisk	255	353	513	618
Rozvaha (mil. EUR)	Aktiva celkem	121 222	128 575	138 823	147 581
	Úvěry klientům	61 452	64 994	69 863	75 165
	Cizí zdroje	116 017	122 905	132 257	140 437
	Vklady klientů	61 308	64 839	67 846	71 918
	Podřízený dluh	3 387	3 538	3 301	3 301
	Menšinové vlastní jmění	2 723	2 879	3 298	3 411
	Vlastní jmění	2 481	2 791	3 269	3 733
Rentabilita	ROE	11,6%	13,4%	16,9%	17,7%
	ROA	0,2%	0,3%	0,4%	0,4%
Úvěrové portfolio	Podíl klasif. úvěrů (3-5)	-	-	-	-
	OP a rezervy/Hrubé úvěry	4,6%	4,1%	4,0%	4,0%
Ostatní ukazatele	Čistá úroková marže	2,8%	2,4%	2,3%	2,3%
	Čisté úrokové výnosy/ Provozní výnosy	68,9%	68,1%	65,8%	65,0%
	Čisté poplatky a provize/ Provozní výnosy	26,4%	26,3%	28,8%	29,5%
	Náklady/Výnosy (uprav.)	68,0%	64,8%	64,2%	62,7%
	Náklady/Prům. aktiva	2,3%	1,9%	1,9%	1,9%
	Tvorba ROP/Prům. úvěry	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%
	Úvěry klientům/Aktiva	50,7%	50,5%	50,3%	50,9%
	Vklady klientů/Aktiva	50,6%	50,4%	48,9%	48,7%
	Vlastní jmění/Aktiva	2,0%	2,2%	2,4%	2,5%

Poznámka: Likvidita je počítána jako průměrný denní objem obchodů na BCPP. Počítá se jako suma aritmetických průměrů denních objemů v obchodním systému a denních objemů ostatních obchodů za posledních 30 dnů.



## Erste Bank

### Česká spořitelna zveřejnila výsledky za 9M 2004

Česká spořitelna (z 98% vlastněná Erste Bank) oznámila výsledky nekonsolidovaného a neauditovaného hospodaření za 9M2004 podle českých účetních standardů CAS. Čisté úrokové výnosy byly pozitivně ovlivněny růstem objemu poskytnutých úvěrů, a to zejména hypoték a spotřebních úvěrů. Větší počet transakcí vedl k růstu příjmů z poplatků a provizí. Celkové provozní náklady zůstaly meziročně relativně nezměněny, a to i přes vyšší DPH a odvody do Fondu pojištění vkladů. Provozní zisk se meziročně zvýšil o 29 % na 7,7 mld. Kč, což je mírně pod naším odhadem. Čistý zisk vzrostl o 3 % oproti stejnému období loňského roku na 5,73 mld. Kč a mírně tak zaostal za naší projekci. Trh se ovšem na tato zveřejněná data příliš nezaměřuje, důležité konsolidované výsledky hospodaření budou zveřejněny 12. listopadu.

CAS, nekons. (mld. Kč)	9M04	y/y změna	Patria odhad
Čistý úrokový výnos	11,6	10%	11,9
Příjmy z poplatků a provizí	5,7	7%	5,9
Celkové provozní výnosy	18,8	11%	19,0
Celkové provozní náklady	11,1	1%	11,1
provozní zisk	7,7	29%	7,9
Čistý zisk	5,73	3%	5,99

### EK nenalezla prvky státní pomoci v privatizaci Postabank

Evropská komise uvedla, že v privatizaci Postabank, 100% vlastněnou Erste Bank, nenalezla žádné prvky státní pomoci. Evropská komise nicméně stále přezkoumává jeden bod, který poskytuje ochranu před rizikem neznámých soudních sporů, které by pocházely z jednání banky v minulosti. Evropská komise v současnosti přezkoumává, jestli je tato část slučitelná s jejími směrnicemi týkajícími se restrukturalizace a pomoci.

# Komerční banka

# Držet

BKOMsp.PR KOMB CD

**Cena** **3 114 Kč**

29.10.2004

Vývoj 1měsíc 9,3%  
1 rok 32,3%  
od 31.12.03 28,8%

Tržní kap. (mil. Kč) 118 363  
(mil. USD) 4 780

Likvidita (tis. Kč) 506 765  
(tis. USD) 20 467

Aktuální počet akcií 38 009 852

Free float 40%

Analytik **Tomáš Gatěk**



VALUACE		2002	2003	2004 odh.	2005 odh.
Tržní násobky	P/E	13,1	13,7	14,3	14,2
	P/Provozní zisk	11,8	11,8	11,3	10,5
	P/BV	3,3	2,9	2,8	2,5
	Dividendový výnos	1,3%	6,4%	2,0%	2,5%
Roční růst	EPS	210,8%	-4,0%	-4,4%	0,4%
	Provozní zisk na akcii	13,3%	0,0%	4,9%	7,2%
3-letý průměrný růst	EPS	00-02	01-03	02-04	03-05
	Provozní zisk na akcii	n.m.	n.m.	41,9%	-2,7%
3-letý průměr	ROE	13,8%	21,7%	24,1%	20,3%
	ROA	2,1%	1,9%	1,8%	1,7%
FINANČNÍ VÝSLEDKY		2002	2003	2004 odh.	2005 odh.
Výsledovka (mil. Kč)	Čisté úrokové výnosy	12 691	12 166	12 599	13 228
	Provozní zisk	10 023	10 024	10 513	11 298
	Tvorba ROP	-1 758	-2 427	-724	146
	Zisk před zdaněním	11 781	12 896	1 189	11 402
	Čistý zisk bez menš. pod.	9 120	8 730	8 357	8 394
	Čistý zisk	9 026	8 669	8 291	8 323
Rozvaha (mil. Kč)	Aktiva celkem	446 092	456 663	472 223	507 557
	Úvěry klientům	122 978	132 988	147 959	161 703
	Cizí zdroje	410 494	415 016	429 880	459 229
	Vklady klientů	341 708	341 708	374 302	394 465
	Podřízený dluh	3 720	0	0	0
	Menšinové vl. jmění	232	246	254	319
	Vlastní jmění	35 366	41 401	42 090	48 009
Rentabilita	ROE	29,9%	22,6%	19,9%	18,5%
	ROA	2,1%	1,9%	1,8%	1,7%
Úvěrové portfolio	Podíl klasif. úvěrů (3-5)	18,9%	4,0%	7,5%	7,5%
	OP a rezervy/Hrubé úvěry	12,3%	4,0%	4,6%	4,0%
Ostatní ukazatele	Čistá úroková marže	3,3%	3,1%	3,0%	2,9%
	Čisté úrokové výnosy/ Provozní výnosy	48,9%	54,0%	54,6%	54,1%
	Čisté poplatky a provize/ Provozní výnosy	33,1%	40,3%	41,1%	41,4%
	Náklady/Výnosy	61,4%	55,5%	54,5%	53,8%
	Náklady/Prům. aktiva	3,6%	2,8%	2,7%	2,7%
	Tvorba ROP/Prům. úvěry	-1,4%	-1,9%	-0,5%	0,1%
	Úvěry klientům/Aktiva	27,6%	29,1%	31,3%	31,9%
	Vklady klientů/Aktiva	76,6%	74,8%	79,3%	77,7%
	Vlastní jmění/Aktiva	7,9%	9,1%	8,9%	9,5%

Poznámka: Likvidita je počítána jako průměrný denní objem obchodů na BCPP. Počítá se jako suma aritmetických průměrů denních objemů v obchodním systému a denních objemů ostatních obchodů za posledních 30 dnů.

## Komerční banka

### KB zveřejnila výsledky za 9M 2004 v souladu s očekáváním trhu

Komerční banka zveřejnila své nekonsolidované IFRS výsledky za 9M 2004, které byly v souladu s očekáváním trhu na všech úrovních, ale lehce pod naším očekáváním na úrovni čistého zisku. Pozitivně lze hodnotit růst v kategorii čisté úrokové výnosy a silný růst v segmentu hypoték a spotřebitelských úvěrů.

Celkové výnosy meziročně vzrostly o 3,5 % na 16,83 mld. Kč, čemuž pomohlo nedávné dvojí zvýšení úrokových sazeb o 25 bps ČNB a rovněž zvyšující se objem půjček poskytovaných KB. Celkový objem úvěrového portfolia vzrostl o 13,2% y/y. Silný růst zaznamenaly hypotéky (41 %), spotřebitelské úvěry (17 %) a půjčky malým a středním podnikům (47 %). Čistý příjem z úroků vzrostl meziročně o 5,4 % zatímco příjem z poplatků a provizí stoupl o 1,9 %. Čistá úroková marže vzrostla na 3,2% z 3,0%.

Provozní náklady se zvýšily o 2,6 % meziročně kvůli vyšší DPH, vyšším odvodům do Fondu pojištění vkladů a zvýšeným odpisům (10,3 %) spojených s investicemi do informačních technologií. Negativní dopad těchto nákladů byl částečně kompenzován nižšími náklady na zaměstnance (-3,2 %), zejména 11% snížením stavu v ústředí KB. Poměr náklady/výdaje se lehce zhoršil, za 9M 2004 dosáhl 52,1 % (za 9M 2003 byl 51,7 %). Čistý příjem banky vzrostl meziročně o 6 % na 5,64 mld. Kč.

IFRS nekons. (Kč mil.)	9M 2004	9M 2003	změna	Konsensus
Čistý úrokový výnos	9 387	8 902	5,4%	9 380
Celkové tržby	16 827	16 257	3,5%	16 830
Provozní náklady	8 767	8 546	2,6%	8 760
Čistý zisk	5 641	6 003	-6,0%	5 721

### KB zahájila prodej majetkového pojištění Allianz

Komerční banka zahájila prodej produktů majetkového pojištění společnosti Allianz (např. pojištění domácnosti a pojištění motorových vozidel) za účelem rozšíření nabídky svých služeb a zvýšení tržeb.

Poté, co KB prodala svou dceřinou společnost, CAC Leasing, v červenci 2003, postrádala banka ve svém portfoliu nabídku majetkových pojištění. Tento krok vnímáme jako pozitivní pro KB, protože rozšíří portfolio služeb (a vyrovná tak možnou konkurenční nevýhodu nekompletní nabídky), což by mělo mít pozitivní vliv na celkové tržby banky. Rozšířená nabídka služeb by také měla pomoci KB přilákat nové klienty a zvýšit loajalitu současných zákazníků.

# Philip Morris ČR

# Prodat

TABKsp.PR TABAK CD

**Cena** **CZK 15 945**

29.10.2004

Vývoj 1 měsíc -3,8%  
1 rok 1,5%  
od 31.12.03 -7,9%

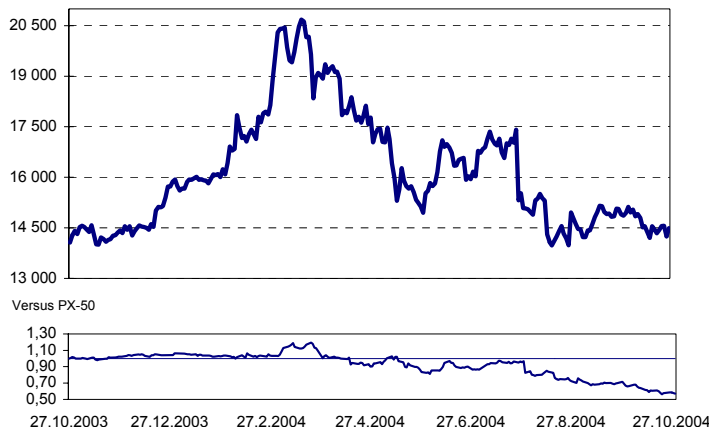
Tržní kap. (mil. Kč) 39 781  
(mil. USD) 1 607

Likvidita (tis. Kč) 86 919  
(tis. USD) 3 510

Aktuální počet akcií 2 745 386

Free float 22%

**Alytik** **Tomáš Gatěk**



VALUACE		2002	2003	2004e	2005e
Tržní násobky	P/E	9,6	9,1	9,1	9,1
	P/CE	8,6	8,2	8,2	8,2
	EV/EBITDA	6,3	6,0	6,0	6,0
	EV/Tržby	2,6	2,7	2,7	2,7
	P/BV	3,5	3,4	3,4	3,4
	Dividenda (Kč/akcii)	1 448	1 575	1 772	1 748
Dividendový výnos		10,0%	10,9%	10,9%	10,9%
Roční růst	EPS	11,2%	6,1%	11,2%	-1,3%
	CEPS	10,8%	4,2%	10,2%	-1,2%
	EBITDA	6,5%	5,0%	6,3%	-3,6%
	Tržby	0,2%	-3,5%	5,0%	-2,8%
3-letý průměrný růst	EPS	01-02	01-03	02-04	03-05
	CEPS	12,1%	10,1%	9,4%	5,2%
	EBITDA	11,1%	8,7%	8,3%	4,3%
FINANČNÍ VÝSLEDKY		2002	2003	2004e	2005e
Výsledovka (mil. Kč)	Tržby	15 281	14 748	15 479	15 043
	EBITDA	6 229	6 542	6 954	6 704
	Provozní zisk	5 711	6 078	6 486	6 236
	Zisk před zdaněním	5 991	6 287	6 727	6 468
	Čistý zisk bez menš. pod	4 128	4 376	4 866	4 802
Čistý zisk	4 126	4 376	4 864	4 800	
Rozvaha (mil. Kč)	Aktiva celkem	16 429	19 573	17 076	16 955
	Oběžná aktiva	13 251	16 581	14 276	14 155
	Stálá aktiva	3 025	2 906	2 800	2 800
	Pasiva celkem	16 429	19 573	17 078	16 955
	Cizí zdroje	5 082	7 803	4 786	4 734
Menšinové vlastní jmění	8	8	12	11	
Vlastní jmění	11 339	11 762	12 280	12 210	
Marže	EBITDA marže	40,8%	44,4%	44,9%	44,6%
	EBIT marže	37,4%	41,2%	41,9%	41,5%
	Hrubá zisková marže	39,2%	42,6%	43,5%	43,0%
	Čistá zisková marže	27,0%	29,7%	31,4%	31,9%
Rentabilita	ROE	37,6%	37,9%	40,5%	39,2%
	ROA	25,7%	24,3%	26,6%	28,2%
	ROCE	37,6%	37,9%	40,5%	39,2%
Zadluženost	Čistý dluh/Vlastní jmění	-3,7%	-2,5%	-4,2%	-4,2%
	Úrokové krytí	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

Poznámka: Likvidita je počítána jako průměrný denní objem obchodů na BCPP. Počítá se jako suma aritmetických průměrů denních objemů v obchodním systému a denních objemů ostatních obchodů za posledních 30 dnů.

## Philip Morris ČR

### **Prodej Marlboro roste v regionu střední a východní Evropy**

Mateřská společnost Philip Morris ČR, Altria Group, zveřejnila své výsledky za 3. čtvrtletí 2004. Čistý zisk meziročně vzrostl o 6,3 % na 2,6 mld. USD, zatímco management zúžil svůj odhad EPS na rok 2004 na částku v horním rozmezí 4,55-4,60 USD. Prodeje vzrostly o 5,1 %. Celkový prodej značky Marlboro vzrostl ve 3. čtvrtletí meziročně o 1,1 % díky vyššímu prodeji ve většině regionů. Prodeje značky Marlboro stoupl v regionu střední Evropy meziročně o 8,7 %. Podíl Marlboro na trhu vzrostl v řadě zemí včetně České republiky. Objem stoupl ve střední Evropě (také na Slovensku) meziročně o 22,5 % a o 9,8 % po vyloučení vlivu akvizic.

### **Vláda schválila zvýšení spotřební daně na cigarety**

Vláda odsouhlasila na svém jednání návrh zákona o zvýšení spotřební daně z cigaret od dubna 2005 a dále pak v lednu 2006. V roce 2005 by se daň měla zvýšit na 0,60 Kč na cigaretu plus 0,24% z maloobchodní ceny cigarety ze současných 0,48 Kč a 0,23%. Dále by se měla zvýšit minimální daň na cigaretu ze současných 0,94 Kč na 1,13 Kč v roce 2005 a 1,36 Kč v roce 2006. Do roku 2007 by spotřební daň měla tvořit 57% z maloobchodní ceny cigaret. Daň by neměla klesnout pod 60 EUR za 1 000 kusů cigaret, tento limit by přitom měl vzrůst o dalších 4 EUR v roce 2008. Tuto zprávu vnímáme jako neutrální, neboť zvýšení daně se očekává již dlouho a je v souladu s našimi předpoklady.

# Unipetrol

## Bez doporučení

UNPEsp.PR UNIP CD

### Cena

29.10.2004

92 Kč

### Vývoj 1 měsíc

1 rok

od 31.12.03

Tržní kap. (mil. Kč)  
(mil. USD)

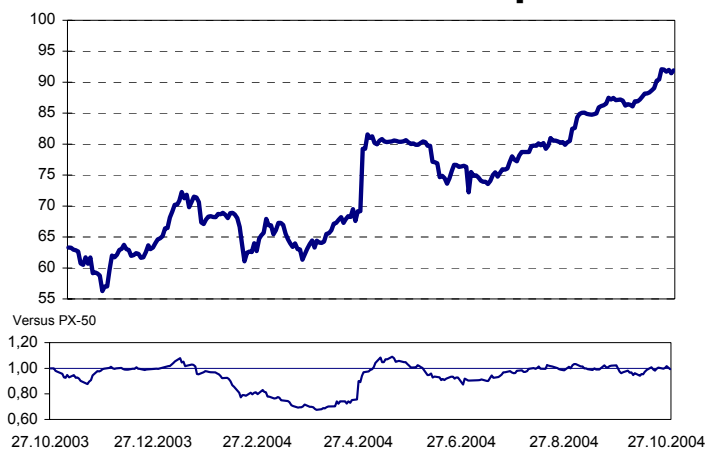
Likvidita (tis. Kč)  
(tis. USD)

Aktuální počet akcií

Free float

Analytik

Tomáš Gatěk



VALUACE		2002	2003	2004e	2005e
Tržní násobky	P/E	26,2	189,5	-	-
	P/CE	3,7	4,0	-	-
	EV/EBITDA	9,9	7,2	-	-
	EV/Tržby	0,7	0,5	-	-
	P/BV	0,6	0,6	-	-
	Dividenda (Kč/akcii)	0,0	0,0	-	-
	Dividendový výnos	0,0%	0,0%	-	-
Roční růst	EPS	-71,3%	-86,2%	-	-
	CEPS	-19,4%	-8,0%	-	-
	EBITDA	-41,7%	18,2%	-	-
	Tržby	-24,5%	11,5%	-	-
3-letý průměrný růst		<b>00-02</b>	<b>01-03</b>	<b>02-04</b>	<b>03-05</b>
	EPS	-30,9%	-69,9%	-	-
	CEPS	0,0%	-12,2%	-	-
	EBITDA	-14,5%	-18,5%	-	-
FINANČNÍ VÝSLEDKY		2002	2003	2004	2005
Výsledovka (mil. Kč)	Tržby	61 073	68 103	-	-
	EBITDA	4 063	4 802	-	-
	Provozní zisk	253	734	-	-
	Zisk před zdaněním	-31	-406	-	-
	Čistý zisk bez menš. pod	401	-237	-	-
	Čistý zisk	635	88	-	-
Rozvaha (mil. Kč)	Aktiva celkem	68 456	70 903	-	-
	Oběžná aktiva	17 597	21 949	-	-
	Stálá aktiva	50 328	48 081	-	-
	Pasiva celkem	68 456	70 903	-	-
	Cizí zdroje	38 829	41 566	-	-
	Menšinové vlastní jmění	1 003	581	-	-
	Vlastní jmění	28 624	28 756	-	-
Marže	EBITDA marže	6,7%	7,1%	-	-
	EBIT marže	0,4%	1,1%	-	-
	Hrubá zisková marže	-0,1%	-0,6%	-	-
	Čistá zisková marže	0,7%	-0,3%	-	-
Rentabilita	ROE	1,4%	-0,8%	-	-
	ROA	0,5%	-0,3%	-	-
	ROCE	3,0%	1,9%	-	-
Zadluženost	Čistý dluh/Vlastní jmění	82,8%	62,2%	-	-
	Úrokové krytí	0,2	0,6	-	-

Poznámka 1: Likvidita je počítána jako průměrný denní objem obchodů na BCPP. Počítá se jako suma aritmetických průměrů denních objemů v obchodním systému a denních objemů ostatních obchodů za posledních 30 dnů.

Poznámka 2: Zisk před zdaněním a čistý zisk jsou očištěny o pasivní konsolidační rozdíl

## Unipetrol

### Hlavní dceřiné společnosti Unipetrolu zveřejnily své výsledky za 9M 2004

Hlavní dceřiné společnosti Unipetrolu zveřejnily své výsledky za 9M 2004, které předčily naše očekávání na provozní úrovni, na úrovni čistých zisků byly neurální. Meziroční srovnání většiny dceřiných společností skupiny Unipetrol je ovlivněno (i) změnami tržními podmínkami (zvláště vývoj trhu s ropou se současným dopadem na příslušná odvětví trhu a (ii) zvýšenou provozní efektivitou v některých z dceřiných společností ovlivněnou (iii) novým provozním modelem České rafinérské (z 51% vlastněná Unipetrolelem), pro kterou Unipetrol rafinérie (100% vlastněná Unipetrolelem) vykonává prodejní a marketingovou činnost od srpna 2003. Výsledky mají význam především pro ty investory, kteří nechtějí využít po-privatizační opce odkupu akcií. Jelikož nevyužití možnosti odkupu souvisí se spekulací na restrukturalizaci společnosti jak z hlediska provozního tak i majetkového ze strany PKN, zveřejněné výsledky budou mít omezený význam i pro tyto investory.

Nekonsolidované CAS (Kč mil.)

<b>Chemopetrol</b>	<b>9M 2004</b>	<b>9M 2003</b>	<b>%změna</b>	<b>9M04e</b>
Tržby	19 456	13 674	42%	18 811
EBIT	1 622	280	479%	1 815
Hrubý zisk	1 033	-211	n.m.	1 016
<b>Benzina</b>				
Tržby	14 979	12 215	23%	13 707
EBIT	84	150	-44%	-79
Hrubý zisk	-243	-174	39%	-389
<b>Paramo</b>				
Tržby	6 130	3 796	61%	5 433
EBIT	274	61	349%	242
Hrubý zisk	206	35	490%	147
<b>Uni rafinerie</b>				
Tržby	43 076	6 271	587%	43 787
EBIT	295	105	181%	198
Hrubý zisk	359	106	239%	196
<b>Kaucuk</b>				
Tržby	7 578	5 942	28%	7 148
EBIT	305	115	166%	340
Hrubý zisk	158	18	756%	179
<b>Ceska raf.</b>				
Tržby	6 329	28 026	-77%	6 552
EBIT	408	711	-43%	497
Hrubý zisk	36	523	-93%	422
<b>Spolana</b>				
Tržby	3 638	3 505	4%	3 641
EBIT	99	-296	-133%	164
Hrubý zisk	11	-459	-102%	75

### EK má posoudit nabídku PKN do konce listopadu

Polská PKN Orlen podala žádost o schválení své nabídky na privatizaci Unipetrolu Evropské komisi. Doposud PKN vedla předběžná jednání s Evropskou komisí ohledně všech informací a dokumentů potřebných k vyhodnocení své nabídky na koupi podílu v Unipetrolu. Očekáváme, že Evropská komise rozhodne o nabídce do konce listopadu, neboť předběžná jednání by měla vyjasnit všechny nejistoty, které by se v ní vyskytly. Nicméně termín schválení se může prodloužit v případě, že komise nalezne v nabídce nesrovnalosti.

# Zentiva

# Koupit

ZNTVsp.PR ZEN CD

## Cena

29.10.2004

**CZK 624**

Vývoj 1 měsíc

10,2%

1 rok

-

od 31.12.04

-

Tržní kap. (mil. Kč)  
(mil. USD)

23 812  
962

Likvidita (tis. Kč)  
(tis. USD)

123 802  
5 000

Aktuální počet akcií

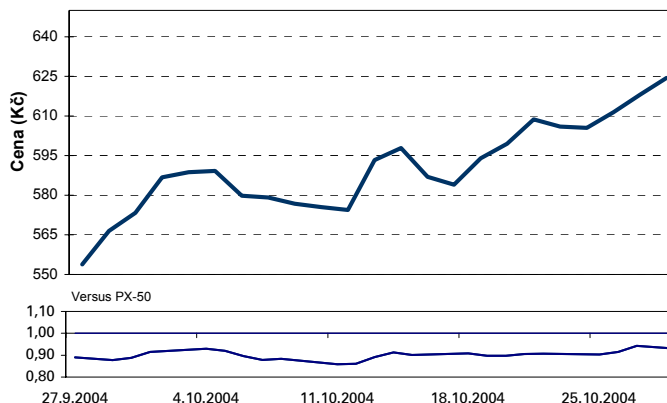
38 136 230

Free float

32%

Analytik

Tomáš Gatěk



VALUACE		2002	2003	2004e	2005e
Tržní násobky	P/E	30,2	20,3	16,9	14,0
	P/CE	20,1	13,5	13,1	10,8
	EV/EBITDA	14,6	10,3	9,2	7,9
	EV/Tržby	4,5	3,0	2,4	2,1
	P/BV	12,6	9,9	3,7	2,6
	Dividenda (Kč/akcii)	0,0	0,0	0,0	35,7
	Dividendový výnos	0,0%	0,0%	1,2%	5,7%
Roční růst	EPS	-	48,9%	20,1%	21,0%
	CEPS	-	40,5%	50,1%	59,8%
	EBITDA	-	41,7%	4,3%	12,5%
	Tržby	-	26,5%	37,8%	9,7%
3-letý průměrný růst	EPS	-	-	-	-
	CEPS	-	-	-	-
	EBITDA	-	-	-	-
	Tržby	-	-	-	-
FINANČNÍ VÝSLEDKY		2002	2003	2004	2005
Výsledovka (mil. Kč)	Tržby	5 940	7 517	10 357	11 359
	EBITDA	1 819	2 193	2 687	3 022
	Provozní zisk	1 523	1 828	2 184	2 446
	Zisk před zdaněním	1 081	1 747	2 116	2 463
	Čistý zisk bez menš. pod.	614	1 124	1 468	1 757
	Čistý zisk	607	1 084	1 409	1 704
Rozvaha (mil. Kč)	Aktiva celkem	5 386	8 715	9 433	11 367
	Oběžná aktiva	2 770	5 167	5 688	6 362
	Stálá aktiva	2 459	3 548	3 745	5 014
	Pasiva celkem	5 386	8 875	9 613	11 581
	Cizí zdroje	3 905	5 910	2 572	1 866
	Menšinové vlastní jmění	29	557	616	668
	Vlastní jmění	1 452	2 408	6 425	9 047
Marže	EBITDA marže	30,6%	26,8%	25,9%	26,6%
	EBIT marže	25,6%	22,1%	21,1%	21,5%
	Hrubá zisková marže	18,2%	18,2%	20,4%	21,7%
	Čistá zisková marže	10,3%	11,7%	14,2%	15,5%
Rentabilita	ROE	53,8%	46,8%	31,9%	22,0%
	ROA	11,2%	7,6%	7,6%	8,0%
	ROCE	20,8%	15,9%	16,3%	15,4%
Zadluženost	Čistý dluh/Vlastní jmění	191,9%	150,3%	1,9%	-9,0%
	Úrokové krytí	4,9	8,2	43,7	n.m.



## Zentiva

### Zentiva oznámila silné výsledky za 9M 2004

Výsledky Zentivy byly lepší než očekávání na všech úrovních, a to díky vyšším tržbám. Celkové tržby meziročně vzrostly o 13,1 % taženy silným růstem v kategorii léčiv (+12,9 % meziročně) a 12,1% meziročnímu růstu po vyloučení jednorázového vlivu 71 mil. Kč spojených s prodejem know-how na Slovensku z důvodu nařízení antimonopolního úřadu. V souladu se strategií Zentivy vzrostly tržby z prodeje značkových přípravků o 14,1 % y/y. Podíl tržeb patnácti nejprodávanějších značkových farmaceutik na celkových tržbách vzrostl na 38 % z původních 30 %. Tento trend vnímáme pozitivně, neboť značkové farmaceutické přípravky obvykle poskytují vyšší marži. Tržby na hlavních prodejních trzích Zentivy, v ČR a na Slovensku, se vyvíjely v souladu s vývojem celého trhu; tj. v ČR nárůst o 10,3 % a na Slovensku pokles o 2,5 % meziročně. Tržby v ČR byly podpořeny především tržbami z léčiv na předpis. Tržby na Slovensku byly ovlivněny negativním dopadem zdravotní reformy ke konci roku 2003, nicméně podle managementu se situace na Slovensku stabilizuje. Dopad zdravotní reformy byl částečně kompenzován i restrukturalizací portfolia Zentivy, a to zaměřením se na propagaci nových značek. Tržby v Polsku a Rusku zaznamenaly silný růst o 153 % meziročně, resp. 56,7 % meziročně, což je v souladu s našimi projekcemi. Tržby z API (aktivní látky) klesly meziročně o 31,8 %, což odráží zvýšenou výrobu API pro vlastní použití. Hrubá marže Zentivy zůstala nadále silná (+61,7 %), nicméně mírně pod našim odhadem (+62,6 %). Hrubý zisk byl pozitivně ovlivněn modernizací sortimentu, zvýšenými tržbami z výrobků poskytujících vyšší marže, lepší vyjednávací pozicí v oblasti nákupu surovin včetně vlastní produkce API. V souladu s expanzí Zentivy na nové trhy (Rusko, Polsko), vzrostly náklady na prodej a marketing o 17,9 % meziročně a tvořily 16,8 % tržeb, což je nicméně méně než jsme očekávali. Náklady na výzkum a vývoj zůstaly relativně beze změny, zatímco administrativní a ostatní náklady byly ovlivněny jednorázovými náklady na IPO ve výši 87 mil. Kč. Nicméně EBIT marže vzrostla o 25,5 % z původních 24,9 %. Čistý zisk byl pozitivně ovlivněn nižšími úrokovými náklady díky snížení dluhu díky příjmům z IPO a refinancování některých úvěrů s vysokým úrokem půjčkami s nižším úrokem. Efektivní daňová sazba dosáhla 33,1 % ve srovnání s 36,1 % za 9M 2003 díky nižšímu efektivní dani v České republice, na Slovensku a v Polsku a vyššímu podílu zisku, který pochází z trhů s nižší sazbou daně.

IFRS kons., (mil. Kč)	9M2004	Změna	Konsensus
Tržby	7 840	13%	7 600
EBIT	2 000	39%	1 900
Čistý zisk	1 190	38%	1 100

### Zentiva se stala součástí CTXEUR Indexu

Zentiva byla zařazena do indexu CTXEUR s váhou přibližně 4%. Ačkoliv zahrnutí Zentivy do indexu bylo již nějakou dobu známo, může mít na vývoj akcií společnosti pozitivní vliv, neboť portfoliovím investoři, kteří investují do indexových produktů, budou muset zahrnout akcie Zentivy do svých portfolií.

## Seznam sledovaných společností

<i>Společnost</i>	<i>Strana</i>
Ceské radiokomunikace	8
Ceský Telecom	10
CEZ	12
Erste Bank	14
Komerční banka	16
Philip Morris CR	18
Unipetrol	20
Zentiva	22

## Seznam použitých zkratk a termínů

<b>EPS</b>	Čistý zisk / Počet akcií
<b>P/E</b>	Cena akcie / EPS
<b>CEPS</b>	(Čistý zisk + Odpisy) / Počet akcií
<b>P/CE</b>	Cena akcie / CEPS
<b>SPS</b>	Tržby / Počet akcií
<b>P/S</b>	Cena akcie / SPS
<b>BVPS</b>	Účetní hodnota vlastního jmění / Počet akcií
<b>P/BV</b>	Cena akcie / BVPS
<b>EBIT</b>	Provozní zisk
<b>EBITDA</b>	Provozní zisk + Odpisy
<b>EV</b>	Tržní kapitalizace + Čistý dluh
<b>EBITDA marže</b>	Zisk před úroky, zdaněním a odpisy jako % celkových tržeb
<b>Provozní marže</b>	Provozní zisk jako % celkových tržeb
<b>Hrubá marže</b>	Hrubý zisk jako % celkových tržeb
<b>Čistá marže</b>	(Čistý zisk + Menš. hosp. výsledek) jako % celkových tržeb
<b>ROA</b>	(Čistý zisk + Menš. hosp. výsledek) / Celková aktiva
<b>ROE</b>	(Čistý zisk + Menš. hosp. výsledek) / (Vlastní jmění+ Menš. vlastní jmění)
<b>ROCE</b>	(Čistý zisk + Menš. hosp. výsl. + Úrokové náklady) / (Vlastní jmění+ Menš. vl. jm. + Úroč. dluh)
<b>Čistý dluh</b>	Úročený dluh - Hotovost
<b>Úrokové krytí</b>	Provozní zisk / úrokové náklady
<b>Úvěry klientům</b>	Úvěry klientům brutto – Specifické rezervy
<b>Čistá úroková marže</b>	Čisté úrokové výnosy / Úročená aktiva
<b>Náklady / Výnosy</b>	Provozní náklady / Provozní výnosy
<b>Tvorba ROP</b>	Tvorba rezerv a opravných položek
<b>Klasifikované úvěry</b>	Úvěry klasifikované jako nestandardní, pochybné a ztrátové
<b>Rezervy / Klas. úvěry</b>	(Všeobecné rezervy + Specifické rezervy) / Klasifikované úvěry
<b>ČOJ</b>	Čisté obchodní jmění
<b>Diskont</b>	(ČOJ na akcii – Tržní cena akcie) / ČOJ na akcii
<b>Div. výnos</b>	Dividenda na akcii/ Tržní cena akcie

Patria Finance, a. s.  
Škrétova 12  
120 00 Praha 2  
Tel.: 221 424 111  
Fax: 221 424 222

Patria Direct, a. s.  
Škrétova 12  
120 00 Praha 2  
Tel.: 221 424 254  
Fax: 221 424 179  
[www.patria-direct.cz](http://www.patria-direct.cz)

Patria Online, a. s.  
Škrétova 12  
120 00 Praha 2  
Tel.: 221 424 332  
[www.patria.cz](http://www.patria.cz)

## Člen skupiny KBC Banking & Insurance Group



Tento dokument je vydán v České republice společností Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria“), obchodníkem s cennými papíry a členem Burzy cenných papírů Praha a.s. Mimo území České republiky může být uveřejněn též jinými společnostmi s Patrií hospodářsky či organizačně spojenými. Patria a s ní hospodářsky či organizačně spojené společnosti mohou být majitelem, obchodovat či jinak nakládat s cennými papíry jakékoli společnosti, jíž se informace uveřejněné v tomto dokumentu týkají, a nezaručují, že na základě zde uvedených informací s těmito cennými papíry neobchodovaly na svůj vlastní účet.

Patria a s ní hospodářsky či organizačně spojené společnosti nevylučují, že poskytovaly, případně stále poskytují financování nebo další služby pro jakoukoli společnost, jíž se informace uveřejněné v tomto dokumentu týkají, a dále nevylučují, že v tomto dokumentu nejsou obsaženy veškeré jim dostupné informace.

Patria, stejně jako s ní hospodářsky či organizačně spojené společnosti a osoby, které k nim mají vztah, včetně členů statutárních orgánů, vedoucích zaměstnanců anebo jiných zaměstnanců mohou obchodovat s cennými papíry či uskutečňovat jiné investice a obchody s nimi související, a mohou je v dané 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.

Tento dokument nepředstavuje v žádném případě nabídku k nákupu či prodeji cenných papírů ani výzvu k uskutečnění jiného obchodu či investice. Patria a s ní hospodářsky či organizačně spojené společnosti nezaručují jeho přesnost či úplnost. Uživatel by si měl před realizací obchodu či investice vždy obstarat nezávislé a odborné posouzení a nespolehat se pouze na informace zde uvedené. Tento dokument sděluje názor Patrie nebo s ní hospodářsky či organizačně spojené společnosti ke dni zveřejnění a může být změněn bez předchozího upozornění. Žádná část tohoto dokumentu nesmí být bez předchozího písemného souhlasu Patrie reprodukována, distribuována či publikována.

Tento dokument má sloužit výhradně profesionálním 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 cenných papírů zde uvedených rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a vlastní právní, daňové a finanční situace. 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. Tento dokument není určen pro soukromé zákazníky a nesmí jim být distribuován.

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.