

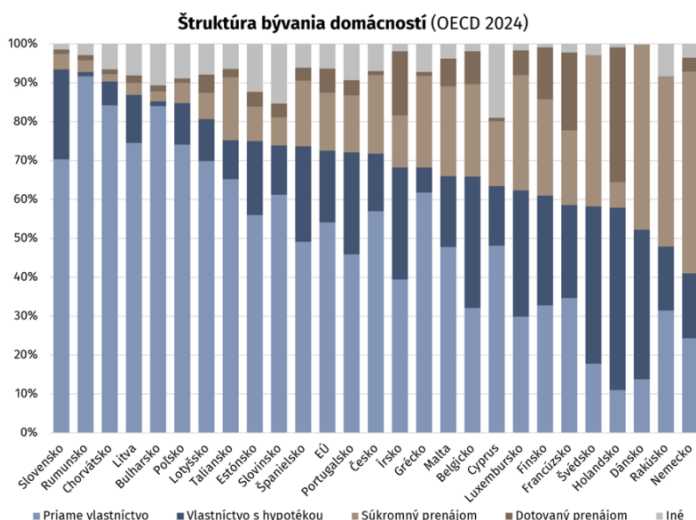
Dostupnosť vlastníckeho bývania na Slovensku

Vlastnícke bývanie je na Slovensku čoraz nedostupnejšie bežným domácnostiam. Ako sa vyvíjala dostupnosť vlastníckeho bývania za posledných 20 rokov? Cena lítia opäť rastie v dôsledku nedostatku v dodávateľskom reťazci a opätovného oživenia dopytu. Kórejský index KOSPI narástol o výrazné percentá, pričom láka čoraz viac zahraničných investorov. Ako dopadne situácia s Hormuzom, ak dôjde k iránsko-americkému prímeriu? Pomohla 23% daň stabilizovať verejné financie Slovenska? Ako sa v roku 2025 vyvíjal organizovaný cestovný ruch na Slovensku? Čím boli ovplyvnené regionálne rozdiely v jeho tržbách?



Vývoj vlastníckeho bývania na Slovensku je výsledkom historickej transformácie, ktorá po roku 1989 zásadne zmenila chápanie bývania. Kým v socialistickom období bolo bývanie vnímané predovšetkým ako univerzálna sociálna služba zabezpečovaná štátom, podnikmi alebo družstvami, po páde režimu sa postupne premenilo na trhovú komoditu a nástroj súkromnej majetkovej akumulácie. Masová privatizácia štátnych a družstevných bytov, často za ceny výrazne nižšie než ich trhovú hodnotu, vytvorila štruktúru, v ktorej sa vlastníctvo nehnuteľnosti stalo dominantnou a spoločensky preferovanou formou bývania. V roku 1991 tvorili nájomné a družstevné byty takmer polovicu bytového fondu, po transformácii sa Slovensko zaradilo medzi krajiny s mimoriadne vysokým podielom vlastníckeho bývania. Od roku 2011 sa podiel

bytov v súkromnom vlastníctve udržiava nad hranicou 90 %, čo potvrdzuje, že vlastníctvo sa stalo nielen ekonomickou stratégiou, ale aj symbolom stability, istoty a sociálneho statusu.



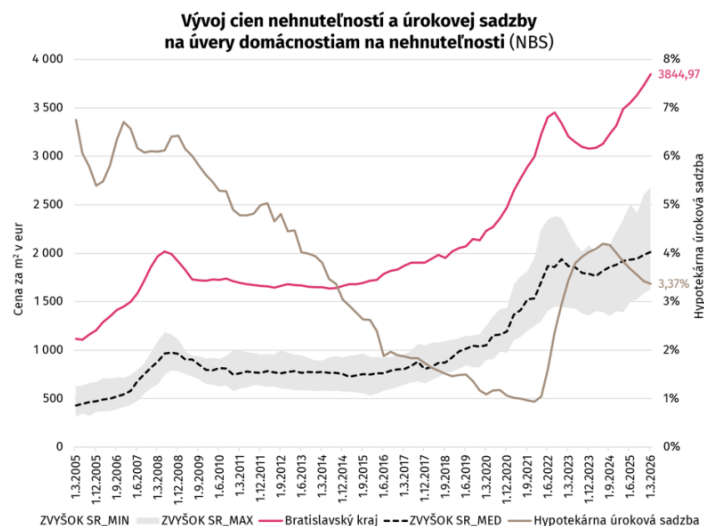
V roku 2024 až 70,3 % slovenských domácností priamo vlastnilo nehnuteľnosť a ďalších 23,2 % splácalo hypotéku, čo spolu predstavovalo 93,5 % vlastníckeho bývania. Naopak, súkromný nájom tvoril len 4,0 % a dotovaný nájom iba 1,1 %, čo je v ostrom kontraste s Nemeckom, Rakúskom či Holandskom, kde je nájomné bývanie bežnou alternatívou. Slovenský model síce poskytuje mnohým domácnostiam majetkovú stabilitu, najmä pri nezaťaženom vlastníctve, no zároveň vytvára silnú zraniteľnosť pre tých, ktorí si vlastníctvo nemôžu dovoliť. Nájomné bývanie zostáva skôr vynúteným riešením než slobodnou voľbou, čo prehľbuje sociálne rozdiely medzi vlastníckymi a domácnosťami vytlačenými na okraj trhu.

Vývoj dostupnosti vlastníckeho bývania na Slovensku

Model vlastníckeho bývania sa ešte posilnil po vstupe Slovenska do Európskej únie a po prijatí eura v roku 2009, keď stabilnejšie makroekonomické prostredie, nižšie úrokové sadzby a dostupnejšie úvery podporili hypotekárne financovanie. Slovensko sa tak stalo „národom vlastníkov“, no zároveň aj krajinou rastúcej zadlženosti domácností, na čo reagovala NBS reguláciami poskytovania úverov pre domácnosti počnúc rokom 2014.

Z hľadiska cenového vývoja nehnuteľností je dominantným rysom slovenského trhu hlboká regionálna asymetria. Bratislavský kraj vystupuje ako špecifický trh, ktorý si počas celého sledovaného obdobia udržiava výrazný predstih pred zvyškom Slovenska. Kým mediánová hodnota ostatných krajov SR prekonalala hranicu 1000 eur/m² až v roku 2020, v Bratislave sa ceny

na tejto úrovni pohybovali už na začiatku v roku 2005. Divergencia cenovej úrovne medzi hlavným mestom a regiónmi sa v relatívnom vyjadrení postupom času zmiernila, najvýraznejšie pri korekcií v rokoch 2023/2024, avšak opätovné uvoľňovanie úverových podmienok opäť otvára nožnice medzi ekonomickým centrom a zvyškom Slovenska.

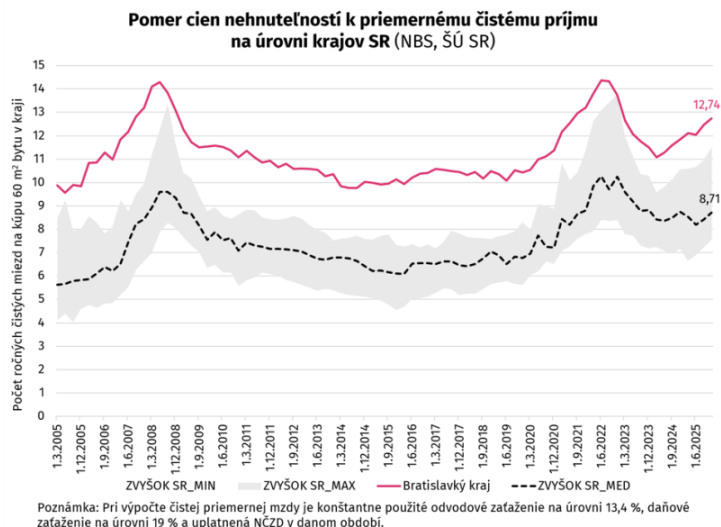


Cenovo-príjmová zložka dostupnosti bývania

Jedným z najpoužívanějších relatívnych ukazovateľov dostupnosti bývania je pomer cien nehnuteľností k príjmu domácností (Price to income ratio). Tento ukazovateľ sa môže používať ako s hrubým príjmom pri medzinárodnom porovnávaní, tak aj s čistým príjmom pri regionálnom porovnávaní, najmä ak daňové zaťaženie je neproporčné. Pri výpočte sme použili sezónne očistené priemerné mzdy v danom kraji SR a vypočítali priemerný čistý príjem pri odvodovom zaťažení 13,4 %, daňovom zaťažení 19 % a uplatnením NČZD. Následne sme porovnali tieto hodnoty s cenovou úrovňou nehnuteľností v danom kraji v prepočte na byt v rozlohe 60 m². Výsledky naznačujú, že ceny nehnuteľností v bratislavskom kraji sú dlhodobo drahšie oproti zvyšku Slovenska, hoci priemerný čistý príjem v bratislavskom kraji činil v poslednom kvartáli 2025 1463 eur mesačne, zatiaľ čo medián priemernej čistej mzdy zvyšku Slovenska dosiahol úroveň 1129 eur mesačne. Odôvodnenie spočíva v investičnom dopyte a koncentrácii bonitných jednotlivcov, ktorí nespádajú do príjmových štatistík zo závislej činnosti.

Ku koncu roka 2025 sa trh nehnuteľností na Slovensku javí mierne drahší ako je historický priemer. V prípade bratislavského kraja stojí priemerný byt o rozlohe 60 m² 12,74 čistých priemerných ročných platov, pričom priemer násobku za posledných 20 rokov sa pohybuje na úrovni 11,3. Podobne aj zvyšok Slovenska pociťuje mierne náročnejšiu dostupnosť kúpy nehnuteľnosti pri pomere 8,71-násobku čistých ročných príjmov oproti historickému priemeru

7,48. Príjem domácnosti však nie je jediným vstupom k odhadu dostupnosti bývania a rovnako dôležitú úlohu zohráva aj úroková miera na úvery pre domácnosti a makroekonomické prostredie.



Môžeme pozorovať, že pred finančnou krízou v roku 2007 a po zotavení z pandémie COVID-19 v roku 2021 sa trh nehnuteľností na Slovensku prehrial a ceny nehnuteľností vzrástli na vyššie násobky čistých príjmov domácnosti. Naopak po finančnej kríze nastalo obdobie nízkeho ekonomického rastu a inflácie, pri ktorom ceny nehnuteľností jednu dekádu stagnovali a príjmy dobehli ich cenovú úroveň. Dnes však pozorujeme opätovnú akceleráciu cien nehnuteľností v prostredí 4-percentnej inflácie, pričom rast miezd oneskorene reaguje na cenovo-príjmovú dostupnosť bývania.

Úverovo-regulačná zložka dostupnosti bývania

Úverový trh na Slovensku sa za posledné roky stal jedným z kľúčových kanálov, cez ktoré sa formuje dostupnosť vlastníckeho bývania. Keďže približne 90 % domácností býva vo vlastnom, hypotéky priamo prepájajú realitný trh, finančnú stabilitu bánk a majetkovú situáciu domácností. NBS preto postupne od roku 2014 zaviedla súbor makroprudenciálnych pravidiel, ktoré majú zabrániť nadmernému zadlžovaniu.

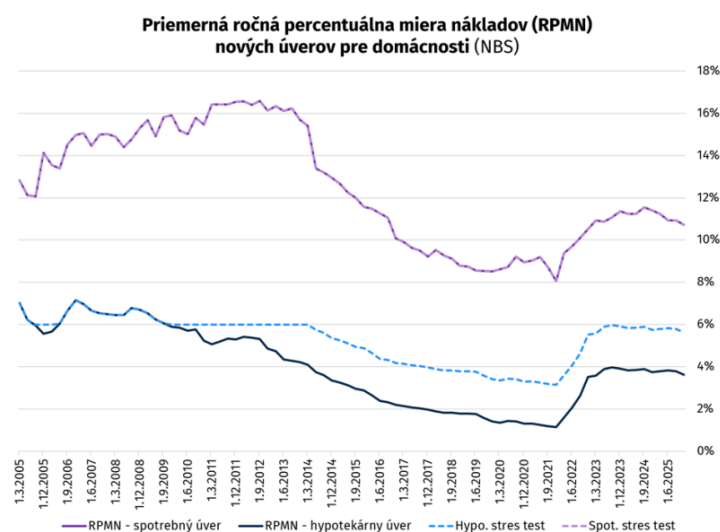
Prvým z nich je LTV, teda pomer úveru k hodnote zakladanej nehnuteľnosti. Štandardný limit je dnes 80 %, čo znamená, že pri kúpe bytu za 150 000 EUR môže hypotéka dosiahnuť najviac 120 000 EUR a domácnosť musí mať aspoň 30 000 EUR vlastných zdrojov. Výnimku tvorí 20 % úverov, pri ktorých môže LTV dosiahnuť 80 až 90 %.

Druhým významným ukazovateľom je DTI, teda pomer celkového dlhu domácnosti k jej ročnému

čistému príjmu. Jeho cieľom je obmedziť situácie, keď si domácnosti berú úvery výrazne nad rámec svojej dlhodobej príjmovej kapacity. Základný limit je od tretieho kvartálu 2018 nastavený na 8-násobok ročného čistého príjmu. Pri domácnosti s čistým mesačným príjmom 2 000 EUR, teda ročne 24 000 EUR, by maximálny celkový dlh predstavoval 192 000 EUR. Pravidlá sú prísnejšie pri starších dlžníkoch, ktorých splatnosť úveru presahuje vek 65 rokov dlžníka; napríklad pri 50-ročnom dlžníkovi môže limit klesnúť na 5,5-násobok príjmu a pri osobách nad 60 rokov až na hodnotu 3-násobku.

Tretím pilierom regulácie je DSTI, ktorý sleduje schopnosť domácnosti splácať úvery z mesačného príjmu. Splátky všetkých úverov môžu od roku 2020 tvoriť najviac 60 % čistého príjmu po odpočítaní životného minima. Do výpočtu sa nezahrňa len splátka novej hypotéky, ale aj existujúce úvery, kreditné karty, prečerpania a ďalšie záväzky. Tento ukazovateľ tak neobmedzuje len celkový objem dlhu, ale aj mesačnú záťaž domácnosti. Regulácia však obsahuje aj výnimky: banky môžu pri 5 % úverov povoliť DSTI v pásme 60 až 70 %, pri nízko zadlžených domácnostiach (celkový dlh nižší ako jeden čistýročný príjem) môže ukazovateľ dosiahnuť až 100 %.

Štvrtým prvkom je stres test úrokovej sadzby, ktorý preveruje, či by domácnosť zvládla splácať úver aj po zdražení financovania. Pri posudzovaní hypotéky sa štandardne simuluje nárast úrokovej sadzby o 2 percentuálne body, najviac však do úrovne 6 %, a to pri splatnosti 30 rokov. Do výpočtu DSTI sa následne berie vyššia splátka, či už reálna alebo simulovaná. Pri fixácii úroku na viac ako 10 rokov sa testuje nárast len o 1 percentuálny bod a pri fixácii počas celej splatnosti sa úrokový šok neposudzuje. Regulácia tak chráni finančnú stabilitu, no zároveň sprísňuje vstup domácností do vlastníckeho bývania.



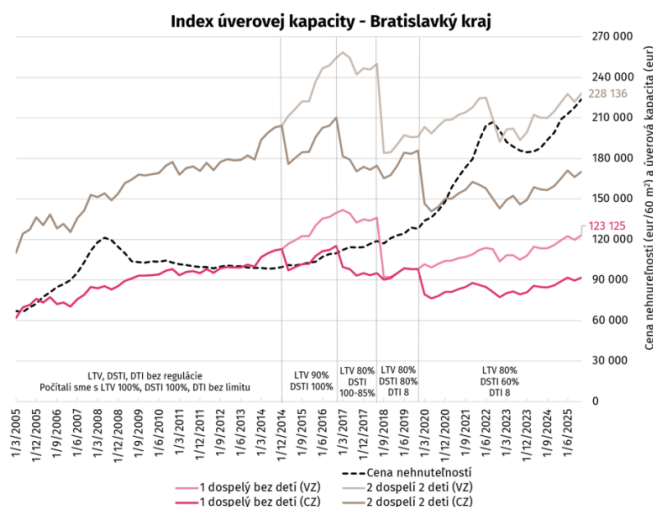
Ročná percentuálna miera nákladov (RPMN) nových úverov pre domácnosti vyjadruje celkovú

cenu úveru, keďže okrem úrokovej sadzby zahŕňa aj poplatky a povinné poistenie. Tieto vedľajšie náklady priamo nevstupujú do výpočtu limitu DSTI, no komerčné banky ich zohľadňujú pri posudzovaní celkových mesačných výdavkov a reálnej finančnej rezervy domácnosti. Hoci NBS vyžaduje testovať limit DSTI (maximálne 60 % z disponibilného príjmu) výhradne na základe simulovanej splátky istiny a úroku zvýšenej o povinný stres test, pre zjednodušenie a zohľadnenie variability dodatočných nákladov sme pri orientačnom výpočte úverovej kapacity pracovali priamo s ukazovateľom RPMN.

V období 2014-2021 sme pozorovali výrazne uvoľnené úverové podmienky pre domácnosti, keď klesal odhadovaný stres test hypotekárnej úrokovej sadzby od 6 % až ku 3 % v rokoch 2020/2021. Zároveň aj RPMN spotrebných úverov klesla v tomto období približne o 5 percentuálnych bodov z úrovne nad 14 % ku 9 %. NBS však práve v tomto období postupne zavádzala proticyklické makroprudenciálne obmedzenia poskytovania úverov za účelom ochrany finančných inštitúcií a schladenia dopytu po nehnuteľnostiach.

Hypotéky nie sú to čo bývali

Z odhadovaného indexu úverovej kapacity domácností vyplýva, že do roku 2016 si aj jednotlivec s priemernou mzdou dokázal zabezpečiť priemerný byt vo výmere 60 m² v bratislavskom kraji výhradne z cudzích zdrojov (CZ) kombináciou hypotéky a spotrebného úveru. Následné zavádzanie limitov DSTI a DTI v rokoch 2017-2020 sprísnilo objem maximálneho zadlženia domácností na úroveň, kde aj štvorčlenná domácnosť s dvomi priemernými príjmami bez vlastných zdrojov od roku 2021 nedosiahne na kúpu priemerného bytu vo výmere 60 m². Úverová kapacita domácností pri financovaní nehnuteľnosti cudzími zdrojmi sa nachádza úrovniach z roku 2009, hoci ceny nehnuteľností sú dnes v bratislavskom kraji dvojnásobne vyššie.



Za predpokladu použitia vlastných zdrojov (20 % z ceny nehnuteľnosti) dosiahol jednotlivec v roku 2025 s priemernou mzdou na hypotéku v maximálnom objeme približne 123 tisíc eur, pričom musel disponovať rezervami približne 30 tisíc eur. Za cenu 153 tisíc eur sa nachádzali v ponuke byty v bratislavskom kraji v rozlohe okolo 40 m². Štvorčlenná rodina s dvomi priemernými príjmami má vyššiu kúpnu silu a zvýhodňuje ju aj fakt, že životné minimum na druhú dospelú osobu v domácnosti je nižšie približne o 86 eur. Takáto domácnosť dosiahla ku koncu roka 2025 na hypotéku v objeme približne 228 tisíc eur, pričom musela disponovať vlastnými zdrojmi v objeme 57 tisíc eur, čo činí spolu 285 tisíc eur.

Z prehľadu bratislavského realitného trhu v Q4 2025 vyplýva, že priemerná cena trojizbového bytu v novostavbách pri priemernej výmere 75,3 m² sa pohybovala na úrovni 387 455 eur. Cenovo boli dostupné pre modelovú štvorčlennú domácnosť akurát dvojizbové byty v novostavbách s priemernou výmerou 52,4 m² pri cene 272 537 eur, pričom stále potrebovala približne 44,5 tisíc eur vlastných zdrojov, nehovoriac o priestorovom uskromnení. Bežné domácnosti v bratislavskom kraji sú pri obstožnom priemernom príjme odkázané na roky hromadenia vlastných zdrojov, finančnú pomoc rodičov a neúprosných kompromisov, či už v podobe bytových rozmerov alebo vzdialenosti od hlavného mesta. V tejto súvislosti pozorujeme nárast dopytu po bývaní v okolí Bratislavy. Nie je to však o preferencii, ale prevažne ide o finančnú nedostupnosť vlastníckeho bývania priamo v Bratislave.

Záver

Zavedenie makroprudenciálnych pravidiel zo strany NBS prinieslo na realitný trh horkosladký výsledok. Hoci primárny cieľ ochrániť bankový sektor pred masovým zlyhávaním úverov a stabilizovať finančný systém bol úspešne splnený, tlak na pokles cien nehnuteľností sa v prostredí dlhodobu nízkyh úrokových sadzieb nedostavil. Limity ako LTV a DSTI nedokázali zastaviť zdražovanie bytov, no namiesto toho preukázateľne vytvorili prísnu bariéru vstupu na trh vlastného bývania. Opatrenia najviac zasiahli mladých ľudí a nízkopríjmové domácnosti bez rodinného zázemia, ktoré nedokázali vygenerovať potrebných 20 % vlastných zdrojov z ceny kupovanej nehnuteľnosti. Naopak, trh začal priťahovať bonitným klientom a hotovostným investorom, čo len prehĺbilo medzigeneračnú majetkovú nerovnosť a odkázalo tisíce rodín na drahé komerčné podnájmy. Akceptácia faktu, že plošná regulácia vytvorila zo štartovacieho bývania luxus, napokon viedla aj samotnú NBS k ohláseniu zmien. Pripravované uvoľnenie LTV limitu na 90 % pre ľudí kupujúcich svoje prvé bývanie je jasným dôkazom toho, že doterajšia línia síce ochránila finančné inštitúcie, no vážne poškodila sociálnu dostupnosť vlastníckeho bývania (fw).

Cena lítia opäť rastie z obáv nedostatku v dodávateľskom reťazci

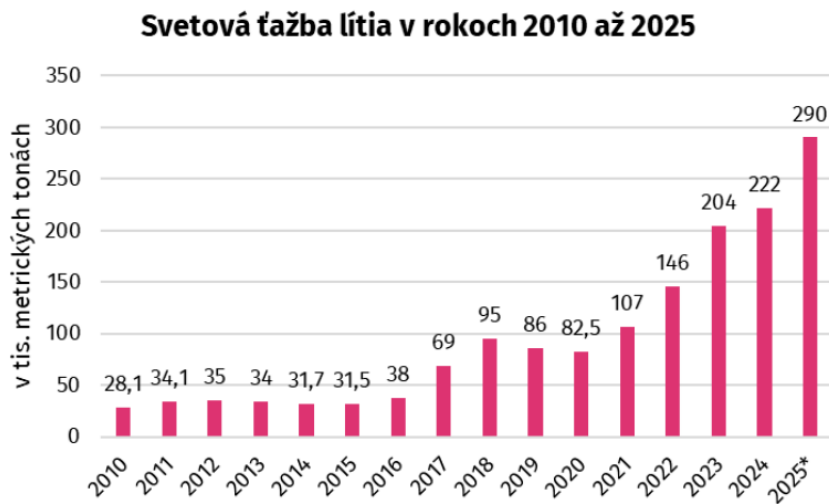
Keď sa pozrieme na cenový vývoj lítia od roku 2020, môžeme pozorovať, že trh s lítiom prežil už niekoľko významných šokov. Primárnym šokom bolo covidové obdobie, keď rastúci dopyt po elektrických autách (EV), následný rast batériovej infraštruktúry a postupné zvyšovanie štrukturálneho deficitu, ktorý v roku 2022 dosiahol až úroveň 24 tis. ton, spôsobili rast cien lítia. Cena lítia od roku 2020 až do vrcholu v roku 2022 vzrástla prakticky 11,7-násobne, a to takmer na 82 tis. USD/t. Po následnom výraznom raste cien sa produkcia lítia stabilizovala, čo spôsobilo výrazné štrukturálne prebytky na trhu. Nasledoval tak pád ceny, ktorá sa v roku 2025 stabilizovala na úrovni 10 tis. USD/t. Aktuálne však cena lítia od konca roka 2025 opäť narastá a dnes dosahuje hodnotu na úrovni 26,3 tis. USD/t. Primárne dôvody rastu ceny lítia možno pripísať zhoršujúcemu sa stavu dodávateľského reťazca, ako aj zvyšovaniu štrukturálneho deficitu, ktorý by mal podľa odhadov v roku 2026 dosiahnuť približne 1,5 až 22 tis. ton.



Zdroj: Bloomberg Terminal

Čo sa týka produkcie lítia, tá sa mnohonásobne zvýšila. Od roku 2020 narástla o necelých 252 %, pričom v roku 2025 dosiahla produkciu až 290 tisíc ton. Ťažba lítia prebieha primárne v Austrálii a Čile, ktoré spoločne tvoria približne 57,8 % celosvetovej ťažby lítia. Väčšina lítia sa však dováža do Číny, kde sa zo spoduménu (rudy s obsahom lítia) alebo zo soľanky (lítia zo solných roztokov) rafinuje čisté lítium. Čína sa na rafinácii lítia podieľa až 73 % celosvetovej produkcie. Ďalšou oblasťou, v ktorej Čína dominuje, je výroba batériových článkov. Tie predstavujú hlavný zdroj dopytu po lítiu, keďže tvoria až 87 % jeho celosvetového využitia. V Číne sa teda vyrába až 78 % celosvetovej produkcie batériových článkov. Dopyt po lítiu je preto významne ovplyvnený produkciou v Číne a najmä dvoma nasledujúcimi trendami: rastúcim predajom elektromobilov a výstavbou batériovej infraštruktúry. Práve tá bola v poslednom období kľúčovým faktorom

výrazného rastu dopytu po lítiu, a to aj z dôvodu výstavby dátových centier v USA a Číne koncom roka 2025. Dopyt sa totiž sústreďoval najmä na záložné batériové systémy.



Zdroj: Statista 2026, Doris Dokua Sasu

V predchádzajúcom období, keď ceny lítia klesali v dôsledku štrukturálneho prebytku, nízke ceny výrazne obmedzovali ťažbu lítia. Odložených bolo až 13 projektov ťažby z hornín (predstavuje nákladnejší spôsob získavania lítia) prevažne v Austrálii a Číle. Tým sa z trhu odstránilo približne 150 tisíc ton lítia z budúcej produkcie.

Čínski ťažiarci mali pritom výrazne nižšie náklady, na úrovni 4,2 – 5,5 tisíce USD za tonu, čo im umožňovalo v roku 2025 dlhšie udržiavať cenu lítia na nižších úrovniach.

Nízke ceny lítia, tak boli do veľkej miery podporené práve produkciou čínskych ťažiarov.

V aktuálnej situácii sa rast ceny lítia prejavil aj na raste cien akcií významných ťažiarov lítia, ako sú americký Albemarle, čilský SQM, čínsky Ganfeng či medzinárodný Rio Tinto. Ich akcie tak už nateraz zaceňujú vyššie ceny lítia, porovnateľné s koncom roka 2021, keď ceny lítia prekročovali 30 tisíc USD za tonu. Americký Albemarle pociťuje zvýšený dopyt po lítiu najmä zo strany batériových systémov, keďže tento segment v USA v roku 2025 medziročne vzrástol takmer o 90 %, predovšetkým vďaka rozvoju dátových centier. Globálna spoločnosť Rio Tinto následne investovala v roku 2025 do Arcadium Lithium v Argentíne, pričom celková produkčná kapacita by mala do roku 2028 dosiahnuť až 200 tisíc ton. Argentínsky región by sa tak mohol

stať významnou oblasťou ťažby lítia, hoci Argentína v súčasnosti tvorí iba približne 7,6 % celosvetovej produkcie.



Čínski spracovatelia lítiovej rudy investujú primárne do Afriky, najmä do krajín ako Zimbabwe či Namíbia, aby znížili svoju závislosť od austrálskych dodávok. Aj tento región však môže spôsobovať výpadky v dodávateľskom reťazci pre Čínu. Vo februári 2026 totiž Zimbabwe pozastavilo export lítia do Číny, čo predstavovalo takmer 15 % čínskeho importu spoduménu. Aj toto bol jeden z faktorov, prečo dochádza k rastu cien lítia, a to v dôsledku obmedzení importu do čínskeho regiónu. V súčasnej situácii sa odhaduje, že ceny lítia prekročia hranicu 30 tis. USD/t, či už vďaka obmedzeniam importu do Číny, alebo výraznému rastu dopytu zo strany dátových centier. To bude vytvárať tlak na štruktúru trhu, ktorý by sa v tomto roku mohol opäť dostať do výrazného štrukturálneho deficitu. (mmm)

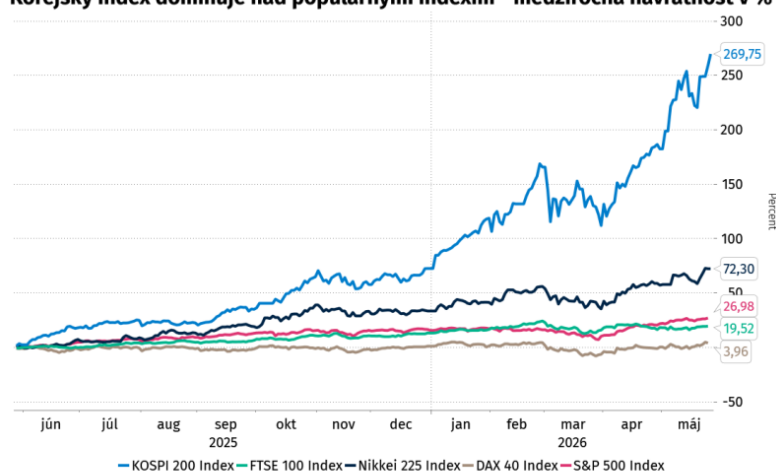
Kórejský index KOSPI dominuje nad bežne populárnymi indexmi

V aktuálnej situácii AI boomu rastú nielen akcie rôznych tvorcov AI modelov či očakávané IPO spoločností OpenAI alebo Anthropic. Primárne rastú aj akcie výrobcov logických a pamäťových čipov, ktorí zásobujú celý tento investičný trend potrebnou výpočtovou technikou. Dôsledky tohto výrazného investičného trendu môžeme vidieť nielen na raste cien jednotlivých akcií, ale aj na celkových indexoch. Práve tu dominuje kórejský index KOSPI 200, ktorý sleduje 200 najväčších spoločností v Južnej Kórei. Čo sa týka medziročnej návratnosti, narástol takmer o 270 %, pričom pri porovnaní s japonským indexom Nikkei 225 išlo len o 72,3 %, americkým indexom S&P 500 o 27 %, britským indexom FTSE 100 o 19,5 % a v neposlednom rade nemeckým indexom DAX 40 len o 4 %. Dôvod, prečo sa práve index KOSPI medziročne zväčšil takmer 3,7-násobne,

možno prisudzovať dvom spoločnostiam. Sú nimi Samsung a SK Hynix, ktoré sú výrobcami pamäťových čipov a spoločne tvoria približne 68 % celosvetovej výroby pamäťových čipov (o situácii na trhu s pamäťovými čipmi sme písali už v BWR 6).

Takto veľmi koncentrovaná výroba a rastúci dopyt po čipoch zo strany hyperscalerov spôsobili razantný rast cien akcií. Medziročne Samsung narástol približne o 470 % a SK Hynix už o viac ako 1 000 %. To spôsobilo výrazný rast nielen ceny indexu, ale aj nárast koncentrácie práve do týchto dvoch titulov. Len na začiatku roka 2026 tvorila ich koncentrácia 38,7 %, pričom za necelých päť mesiacov narástla až o 12,8 p. b. na hodnotu 51,5 %.

Kórejský index dominuje nad populárnymi indexmi - medziročná návratnosť v %



BENCONT
INVESTMENTS

Ostatné tituly v indexe sú menej významné a aktuálne nehrajú výraznú rolu pri súčasnom pohybe indexu. Vidieť to môžeme aj na rozdiely v koncentrácii nasledujúcich titulov, pričom treťou najväčšou spoločnosťou v indexe je SK Square len s podielom 2,64 %, nasledovaná Hyundai Motor Company s 2,42 % a v neposlednom rade LG Energy Solution s 1,74 %.

Keď sa pozrieme na dnešnú valuáciu indexu, môžeme vidieť, že podľa ukazovateľa P/E (pomery cien akcií a zisku na akciu), dosahuje necelý 20-násobok.

Je to výrazne viac než v predchádzajúcom období, pričom 20-ročný priemer sa pohyboval na úrovni okolo 9,9.

Takúto vysokú valuáciu index zažil naposledy v roku 1998. Keď sa však pozrieme na odhady na nasledujúce dva roky, môžeme vidieť, že podľa forwardového P/E sa už valuácia indexu

znižuje a na rok 2027 možno predpokladať P/E na úrovni okolo 6,6. Hlavnými dôvodmi sú práve očakávanie rastu zisku, pričom do roku 2027 by mal zisk Samsungu a SK Hynix narásť o neuveriteľných viac než 350 %. Netreba zabúdať, že aj keď sa KOSPI aktuálne pohybuje na vysokých valuáciách, stále je to výrazne menej než v prípade amerických indexov S&P 500 na úrovni 27,4-násobku alebo Nasdaq 100 na úrovni okolo 33,4-násobku.

Vývoj ukazovateľa P/E za posledné obdobie a prognóza na nasledujúce dva roky:

	2022	2023	2024	2025	Aktuálny stav	2026 (odhad)	2027 (odhad)
KOSPI index	8,59	17,44	10,97	15,67	20,14	8,54	6,6
Samsung E.	6,86	36,84	10,75	18,23	24,5	7,29	5,58
SK Hynix	23,13	0	6,05	10,51	20,97	7,94	5,73

Zdroj: Bloomberg terminal

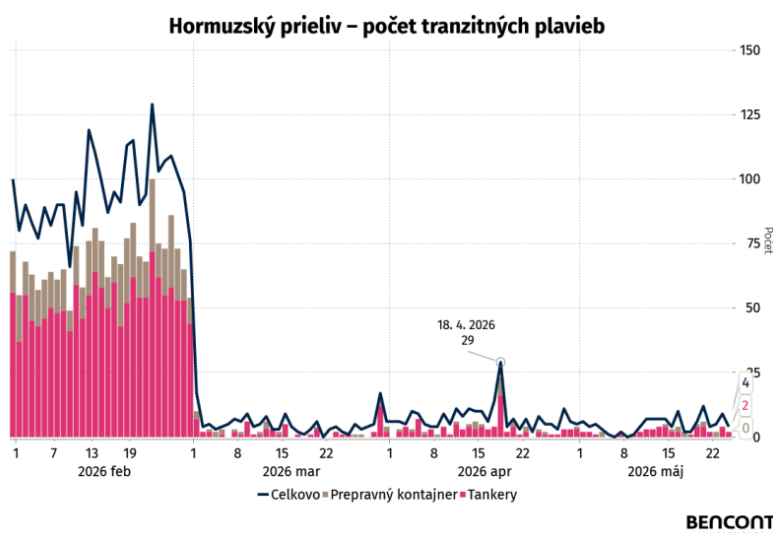
Všetko nateraz závisí od toho, či dopyt po pamäťových čipoch zostane taký silný, ako sa očakáva v najbližších dvoch rokoch. Pri aktuálnom roku sa očakáva, že zisky práve týchto dvoch titulov by mali tvoriť až 70,7 % celkových ziskov indexu. Práve tu zostáva otázkou, či sa nakoniec naplní prognóza, že dopyt je udržateľný. V takom prípade sa index aj pri dnešných rastúcich cenách javí ako podhodnotený. Ak však dôjde k spomaleniu rastu alebo k obratu cyklu u rôznych hyperscalerov, index sa nachádza na úrovniach, pri ktorých by mohlo dôjsť k výraznej korekcii. Takýto vývoj môže nastať napríklad v dôsledku znižovania kapitálových výdavkov hyperscalerov. Ďalším rizikom je započítanie skutočných nákladov AI modelov do cien pre zákazníkov, čo by mohlo znížiť dopyt zo strany spotrebiteľov.

V neposlednom rade rastúce zisky týchto výrobcov pamäťových čipov spôsobili aj niekoľko protestov samotných zamestnancov týchto spoločností. V prípade Samsungu sa na protestoch zúčastnilo dokonca až 48-tisíc zamestnancov. Napokon sa do rokovaní medzi firmami a odbormi zapojili aj štátne orgány, ktoré stabilizovali situáciu, a nakoniec došlo k dohode. Až 60 % z celkového počtu zamestnancov dostane ročný bonus vo výške 370-tisíc USD, pričom pri spoločnosti SK Hynix pôjde až o 477-tisíc USD. Dôvod, prečo sa práve Samsung stal primárnym terčom odborových protestov, možno vysvetliť aj tým, že v minulom roku tržby spoločnosti dosiahli takmer 12 % HDP Južnej Kórei. (mmm)

Ako sa vyrieši konflikt s Hormuzom?

Vojna medzi Iránom a USA už prekročila tretí mesiac, pričom v posledných dvoch týždňoch došlo k viacerým významným udalostiam. Dňa 23. mája sa USA a Irán približovali k dohode o opätovnom otvorení Hormuzského prielivu. Súčasťou dohody o neútočení malo byť

aj predĺženie prímeria o 30 až 60 dní, počas ktorých by prebiehali rokovania o jadrovej dohode. Následne však došlo k rokovaniam medzi Izraelom a USA, počas ktorých zostala otázka bezpečnosti Izraela voči Iránu nedostatočne zastúpená. V nasledujúcich dňoch prezident Trump vyhlásil, že mierovú dohodu s Iránom nebude urýchľovať. Irán sa v rámci čiastočného zmiernenia napätia rozhodol opätovne otvoriť Hormuzský prieliv pre spriatelene krajiny. V stredu 27. mája prešlo cez prieliv v priebehu 24 hodín približne 23 lodí. Podobná situácia nastala už v apríli, keď bol Hormuzský prieliv takisto dočasne otvorený na jeden deň a tranzit tankerov dosiahol úroveň približne 29 plavidiel. K 28. máju sa však situácia opäť zhoršila, keď sa obnovili raketové a dronové útoky medzi bojujúcimi stranami. Tým sa zvýšilo napätie v regióne a vyjednávací proces sa prakticky vrátil na úroveň zo začiatku konfliktu, pričom medzi bojujúcimi stranami dochádza k opätovnej eskalácii.

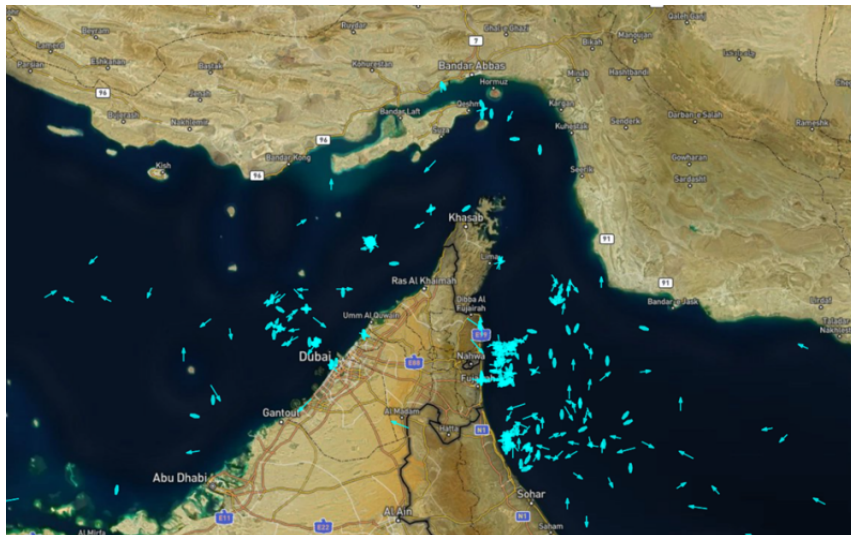


Jednotlivé mierové podmienky bojujúcich strán je dosť ťažké sklbiť a práve tu dochádza k najvýznamnejším nezhodám:

Zatiaľ čo **Irán** požaduje, aby Hormuzský prieliv zostal pod koordináciou iránskeho vplyvu, vrátane taríf vo výške 2 mil. USD za bezpečný prechod tankerov, zároveň žiada úplné stiahnutie amerických síl z oblasti Blízkeho východu. Medzi ďalšie iránske požiadavky patrí kompenzácia vo výške 270 mld. USD, akceptovanie obohacovania uránu, ako aj uvoľnenie zmrazených aktív v hodnote približne 100 až 120 mld. USD.

USA naopak požadujú zníženie obohacovania uránu na úroveň 3,67 %, a to výlučne na účely jadrovej energetiky, nie na výrobu jadrových zbraní. Ďalej požadujú otvorenie Hormuzského prielivu bez iránskej kontroly, zastavenie útokov na energetickú infraštruktúru krajín Blízkeho východu a v neposlednom rade aj obmedzenie iránskeho programu balistických rakiet.

Mapka zobrazujúca situáciu v Hormuzskom prielive – väčšina tankerov vyčkáva pred vstupom do Perzského zálivu:



Zdroj: Bloomberg Map

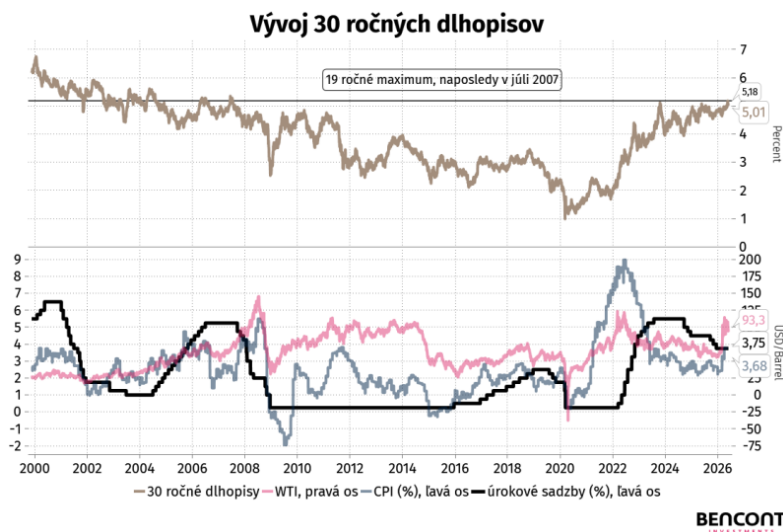
V USA sa v prípade prezidenta Trumpa opäťovne vytráca podpora zo strany bežných Američanov. Čím dlhšie vojna trvá, tým výraznejšie sa zhoršuje jeho popularita. Zatiaľ čo na začiatku marca nesúhlasilo s vojnou približne 47 % obyvateľstva, v súčasnosti tento podiel dosahuje už 58,8 %. To spôsobuje nielen zhoršovanie popularity vlády, ale aj pokles preferencií republikánov pred nasledujúcimi primárkami v USA.

Jedným z možných scenárov vývoja konfliktu je, že dôjde k erózii mierových rokovaní, pričom medzi bojujúcimi stranami budú naďalej prebiehať čiastočné útoky na infraštruktúru. V Iráne však nedôjde k zmene režimu a Hormuzský prieliv by bol formálne otvorený. USA by však naďalej pokračovali v blokade tankerov smerujúcich do Iránu, čím Iránu doteraz spôsobili ušlé príjmy vo výške takmer 4,8 mld. USD.

Ďalším možným scenárom je vojenská dominancia USA, ktorým by sa napokon podarilo oslabiť iránske sily na takú úroveň, že by už neboli schopné opäťovne zasahovať do oblasti Hormuzského prielivu. Tento scenár je však do istej miery podobný situácii počas Suezskej krízy v roku 1956, keď síce Británia vojensky zvíťazila nad Egyptom, no z geopolitického hľadiska sa musela stiahnuť. Suezský prieplav napokon pripadol Egyptu, pričom príjmy z prepravných taríf tvorili až 2,6 % HDP celej krajiny. Podobný vývoj je možný aj v tomto prípade. Rozdiel však spočíva v tom, že Irán nie je jedinou krajinou, ktorá obmýva časť Hormuzského prielivu. Tým pádom vzniká otázka regionálnej nadvlády nad touto strategickou časťou územia. (mmm)

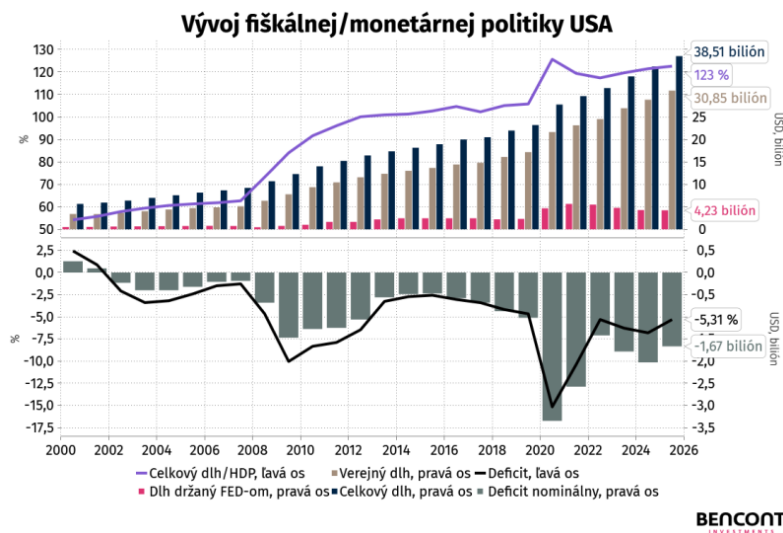
Rastúce výnosy na dlhopisovom trhu

V utorok 19. mája 2026 prekročili výnosy amerických 30-ročných štátnych dlhopisov kľúčovú úroveň 5,18 %, ktorú naposledy zaznamenali pred 19 rokmi v roku 2007, tesne pred vypuknutím globálnej finančnej krízy. Situácia si preto vyžaduje vysvetlenie, čo má vtedajší vývoj spoločné so súčasným stavom.



V roku 2007 sa výnosy 30-ročných dlhopisov pohybovali na vysokých úrovniach okolo 5,18 % najmä z dvoch dôvodov: vyššej inflácie, ktorá v priemere od svojich miním z roku 2002 po maximá z roku 2008 dosahovala 2,93 %, teda nad inflačným cieľom FED-u. Kvôli vyššej inflácii musel FED držať základnú úrokovú sadzbu na vyššej úrovni, ktorá v tom období predstavovala 5,25 %. Táto situácia vyzerá veľmi podobne ako v súčasnosti, keď vidíme takisto akcelerujúcu infláciu, no zatiaľ žiadne zvyšovanie sadzieb. Inflácia v roku 2007 bola ťahaná najmä globálnymi dopytovými šokmi po komoditách, keď rozvíjajúce sa trhy pre vysoký dopyt po ropu vytlačili ceny WTI z úrovne 54,51 USD v januári 2007 až na hodnotu 133,88 USD v júni 2008. V dnešnom svete sme takisto svedkami rastúcich cien ropy, no rozdiel je v tom, že v súčasnosti ide o ponukové šoky. Najväčší rozdiel medzi týmito obdobiami spočíva v sektorovom vnímaní rizika. Zatiaľ čo v roku 2007 trh ešte naplno nenaceňoval prichádzajúcu globálnu krízu, v súčasnosti je rast výnosov dlhodobých dlhopisov spojený najmä s fiškálnou nezodpovednosťou samotných vlád. Vlády po celom svete vykazujú v dobrých časoch čoraz vyššie deficity, znižujú dane a zvyšujú celkový pomer zadlženia k HDP. Na rok 2026 sa odhaduje deficit v USA na úrovni 5,8 % HDP, pričom dlh držaný verejnosťou (investori, banky, poisťovne, centrálné banky) dosahuje 101

% a celkové zadlženie USA je na úrovni 123 % HDP. Rozdiel 22-percentuálnych bodov je dlh medzi federálnymi vládami jednotlivých štátov. Pomerná časť celkového dlhu je držaná na súvahe centrálnej banky, ktorá od predkrízového obdobia takisto prešla štrukturálnou zmenou. Kým súvaha FED-u sa počas roka 2007 pohybovala na úrovni okolo 900 miliárd USD, v súčasnosti, po rokoch kvantitatívneho uvoľňovania, sú celkové aktíva centrálnej banky na úrovni vyše 6 700 miliárd USD. Dnes teda FED drží približne 11 % z celkového dlhu vo výške 39 biliónov USD a približne 13 % z verejného dlhu. Zatiaľ čo pred krízou držal približne 8,7 % federálneho dlhu. Súčasná situácia je preto zmesou faktorov, ktoré spájajú menové a fiškálne zlyhania posledných rokov, za ktoré si trh vyžaduje vyššiu cenu.



Vyššie dlhodobé výnosy sa premietajú aj do hypotekárneho trhu. Americké 30-ročné hypotéky sú však viac naviazané na trh s hypotekárnymi záložnými listami (MBS) a rizikovú prémie voči štátnym dlhopisom než priamo na samotný 30-ročný výnos. Sadzby na hypotékach sa takisto pohybujú okolo hodnôt z roku 2007, sú však nižšie ako po pandémii, keď v októbri 2023 dosiahli svoje maximum na úrovni 7,79 %. Situácia pri 10-ročných dlhopisoch, ktoré sa používajú ako benchmark, už nie je taká pesimistická. Tieto cenné papiere nesú aktuálne nižší výnos na úrovni 4,56 % oproti októbri 2023, keď dosahoval 4,98 %. Najdôležitejší rozdiel spočíva v tom, že 10-ročné dlhopisy sú viac ovplyvňované menovými rozhodnutiami a očakávaným vývojom úrokových sadzieb. Situácia však nie je najkritickejšia na úrovni štátnych dlhopisov, hoci im ratingové agentúry znížili hodnotenie z ratingu AAA na AA+ pre vysoké zadlženie a rastúce úrokové náklady. Nebezpečenstvo číha skôr na úrovni korporátneho dlhu. Ten nie je rizikový preto, že by firmám hrozila vlna bankrotov, ale pre nízku prémie, ktorú si trh za tento dlh vyžaduje. Priemerné výnosy korporátnych dlhopisov sa v súčasnosti pohybujú okolo 5,3 %, čo

môže na prvý pohľad vyzeráť atraktívne, avšak veľkú časť tohto výnosu tvorí bezriziková štátna zložka. Riziková prémie dosahuje len 0,74 %, čo je historicky najnižšia úroveň od apríla 2000. Tento ukazovateľ sa týka najmä najkvalitnejších korporátnych dlhopisov (investment grade). Rozdiel pri rizikovejších dlhopisoch, tzv. „high yield“, predstavuje 2,74 %, no stále ide o jedny z historicky najnižších úrovní, nižšie boli už len v roku 2007. Prémia sa správa tak, akoby riziko medzi štátnymi a korporátnymi dlhopismi neexistovalo. To v minulosti predznamenávalo nebezpečný scenár spojený s explozívnym nárastom prémie pri následnom precenení trhu. Je pozoruhodné sledovať tento vývoj v dnešnom prostredí, keď súvahy veľkých technologických firiem vyzerajú veľmi zdravo, no ich celkové zadĺženie pre výstavbu dátových centier prudko akceleruje. Len za prvý štvrťrok emitovali veľké technologické spoločnosti dlh v objeme 115 miliárd USD, pričom za celý rok 2025 to bolo len 70 miliárd USD. Veľké technologické spoločnosti sa síce nestávajú rizikovejšími, no významne menia povahu svojho podnikania, ktoré bude silne závislé od investícií do fyzickej infraštruktúry.



Záver

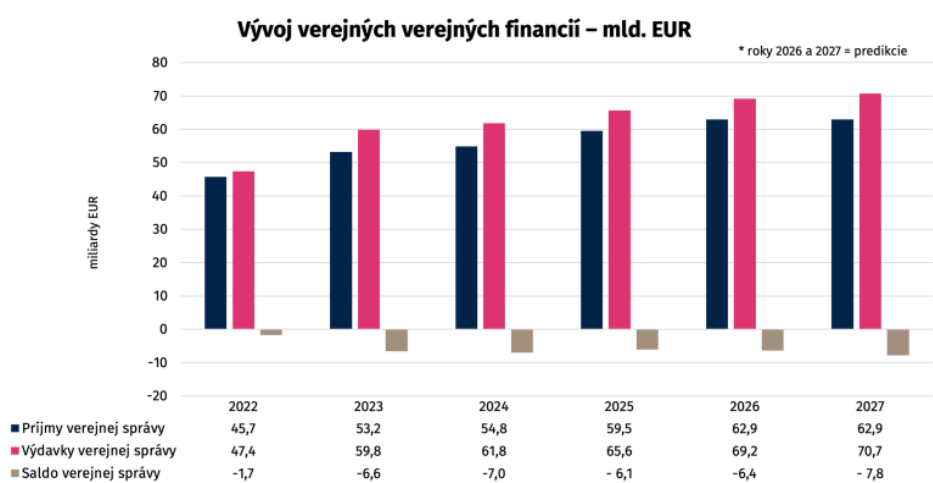
V tomto prípade investori, ktorí priamo nakupujú korporátne dlhopisy, nie sú dostatočne chránení vyšším výnosom oproti bezrizikovej sadzbe. Pri zhoršujúcich sa hospodárskych podmienkach preto môžu zaznamenať významný prepád cien týchto aktív. Pokiaľ by sa situácia zhoršila a výnosy štátnych dlhopisov by pokračovali v raste, pokles cien by zasiahol aj korporátny dlh. Ten by utrpel ďalšie straty v dôsledku nárastu rizikovej prémie. V súčasnosti, pri akcelerujúcej inflácii, je centrálna banka opatrná pri akomkoľvek uvoľňovaní politiky. Ak inflácia zostane nad 2-percentným cieľom, FED nemusí mať dostatok priestoru na znižovanie

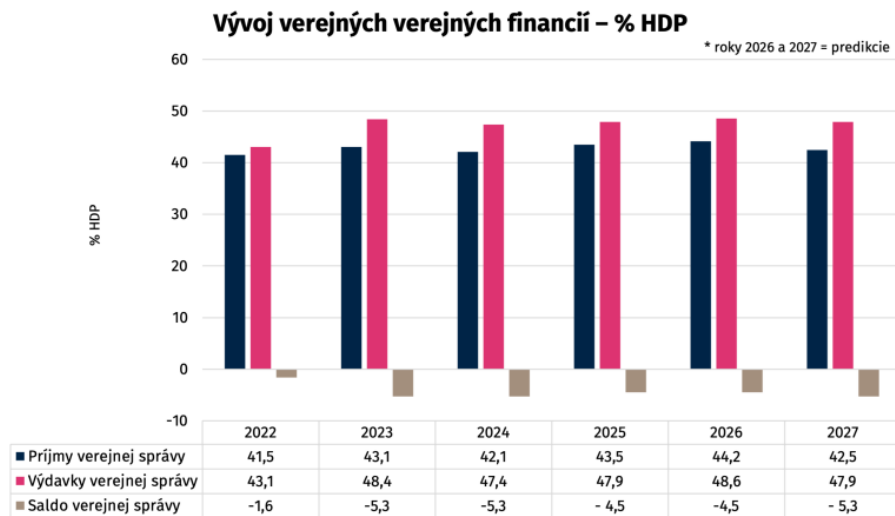
sadzieb tak rýchlo, ako trh očakáva. To by udržalo bezrizikové výnosy na vyšších úrovniach dlhšie a zhoršilo refinančné podmienky pre firmy. Navyše, ak sa situácia natoľko vyostří, že podniky spomalia svoj rast, začnú im stúpať náklady alebo sa celkovo zhorší ekonomické prostredie, riziková prémie prudko narastie. To zasiahne korporátny dlh ešte výraznejšie. V takomto prostredí bude veľmi náročné refinancovať existujúce záväzky, čo môže v systéme spustiť skutočné kreditné riziko. (mš)

Vývoj deficitu a verejného dlhu SR v roku 2025

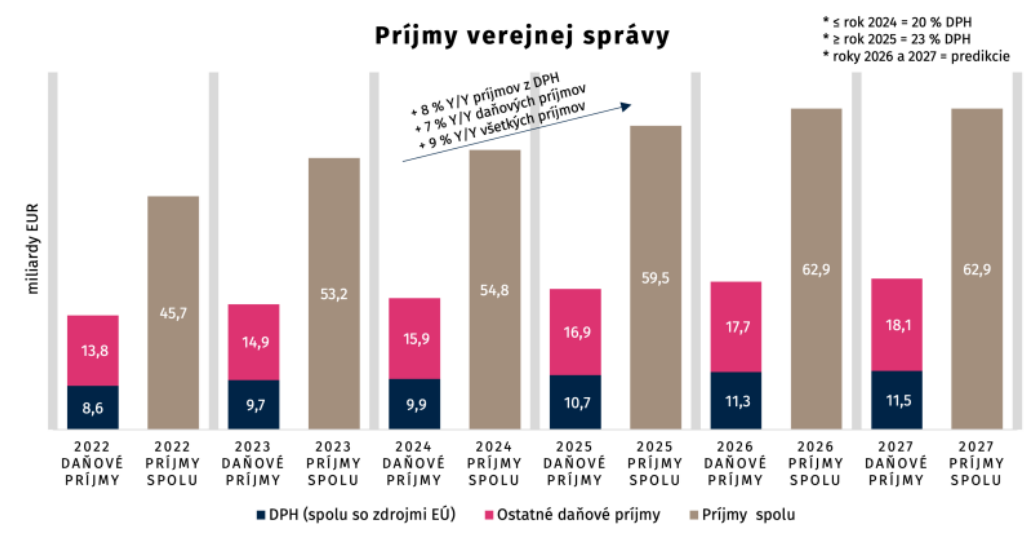
V roku 2025 sa verejné financie Slovenska zlepšili iba čiastočne a väčšina pozitívnych výsledkov bola dosiahnutá najmä zvýšením daňového zaťaženia, nie zásadným znížením výdavkov štátu. Saldo, resp. deficit, verejnej správy dosiahlo 6,1 mld. EUR, čo predstavovalo 4,5 % HDP. V porovnaní s rokom 2024 sa deficit verejnej správy znížil o približne 0,86 mld. EUR. Jeho podiel na HDP zároveň klesol z 5,4 % na 4,5 %.

Na poklese deficitu sa podieľal najmä rýchlejší rast príjmov verejnej správy. Príjmy verejnej správy vzrástli z 54,8 mld. EUR v roku 2024 na 59,5 mld. EUR v roku 2025 (+ 8,6 % Y/Y). Ich podiel na HDP sa zvýšil zo 42,1 % HDP na 43,5 % HDP. Výdavky verejnej správy zároveň vzrástli z 61,8 mld. EUR na 65,6 mld. EUR (+ 6,1 % Y/Y), pričom ich podiel na HDP sa zvýšil zo 47,4 % HDP na 47,9 % HDP.



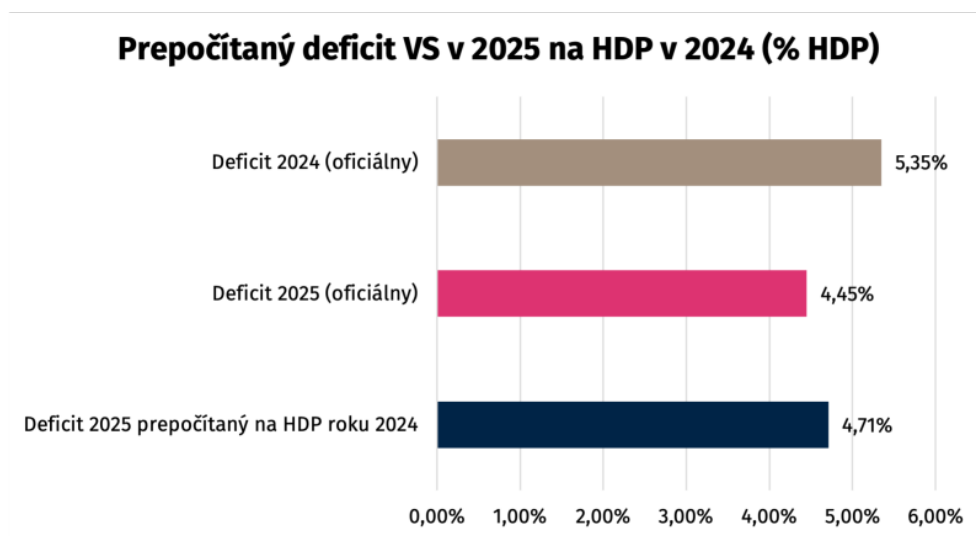


Kľúčovým konsolidačným opatrením bolo zvýšenie základnej sadzby DPH z 20 % na 23 % od januára 2025. Na strane štátu sa opatrenie prejavilo pozitívne – daňové príjmy verejnej správy dosiahli v roku 2025 úroveň 59,5 mld. EUR (+ 7 % Y/Y). Najvýraznejší rast bol zaznamenaný práve pri DPH, a to o 0,8 mld. (+ 8 % Y/Y).



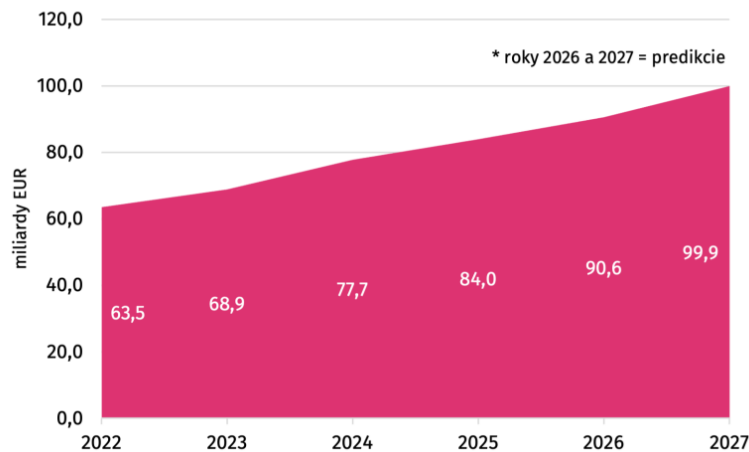
Na prvý pohľad sa deficit verejnej správy výrazne znížil z úrovne 5,35 % HDP v roku 2024 na 4,45

% HDP, čo predstavuje pokles o 0,9 percentuálneho bodu. Časť tohto zlepšenia však vznikla len v dôsledku rastu nominálneho HDP, ktorý sa zvýšil zo 129,5 mld. EUR v roku 2024 na 136,8 mld. EUR v roku 2025. Po prepočítaní deficitu roku 2025 na úroveň HDP z roku 2024 vychádza deficit vo výške 4,71 % HDP, čo znamená, že skutočný deficit znížený na základe zvýšených daňových príjmov predstavuje približne 0,64 percentuálneho bodu. Tento pohľad ukazuje, že síce sa hospodárenie verejnej správy medziročne zlepšilo, časť zmeny bola spôsobená pôsobením vyšším nominálnym HDP.

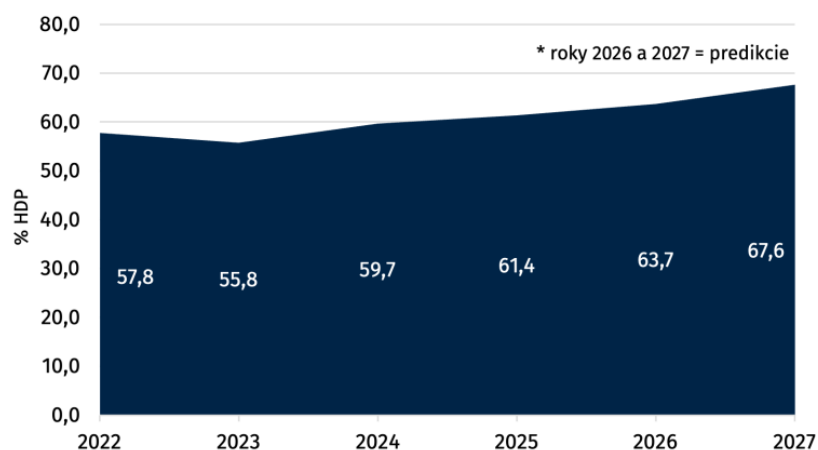


Napriek uvedenému miernemu zlepšeniu salda verejnej správy však nedošlo k stabilizácii verejných financií SR. Hrubý dlh verejnej správy (nahromadené zadĺženie z predchádzajúcich rokov) vzrástol zo 77,73 mld. EUR v roku 2024 na 83,96 mld. EUR v roku 2025 (+ 8 % Y/Y). Podiel dlhu na HDP sa zvýšil z 59,7 % HDP na 61,4 % HDP. V porovnaní s rokom 2022 bol dlh vyšší až o približne 20,4 mld. EUR, čo predstavuje rast o viac ako 32 % za tri roky.

Hrubý dlh verejnej správy – mld. EUR



Hrubý dlh verejnej správy – % HDP



Záver

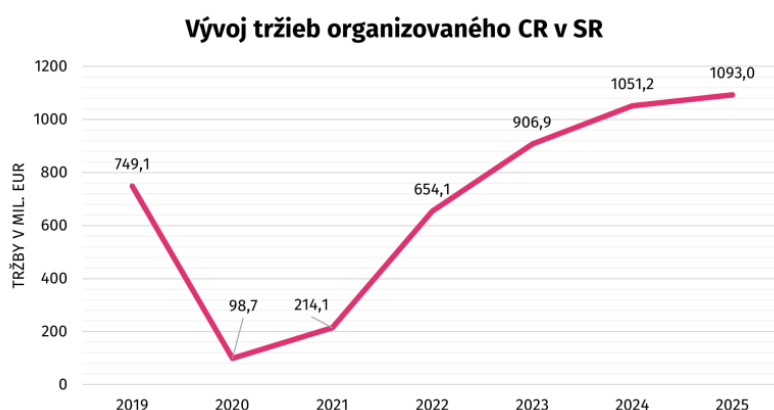
Vývoj verejných financií SR v roku 2025 ukazuje, že konsolidácia založená najmä na vyššom zdanení spotreby mala zmiešaný ekonomický efekt. Zvýšenie základnej sadzby DPH pomohlo zvýšiť príjmy verejnej správy – reálny výnos z DPH dosiahol 10,71 mld. EUR, čo predstavuje medziročný nárast 0,8 mld. EUR (+ 8 % Y/Y), a deficit verejnej správy na podiele HDP klesol o 0,9 percentuálneho bodu. NBS však pôvodne očakávala, že kombinácia rastu ekonomiky a legislatívnych zmien prinesie výnos DPH v hodnote 11,6 mld. EUR (očakávaný medziročný nárast + 1,3 mld. EUR). Skutočný výnos tak zaostal za očakávaniami o 0,89 mld. EUR – najmä v dôsledku slabšieho rastu spotreby domácností a nižšej efektivity výberu DPH.

Vyššia DPH sa zároveň premietla do rastu spotrebiteľských cien, najmä pri potravinách a nealkoholických nápojoch, ktorých ceny vzrástli o 3,1 % medziročne. Rast cien znížil reálnu kúpnu silu domácností, čo sa prejavilo výrazným spomalením konečnej spotreby domácností z 3,8 % v roku 2024 na iba 0,4 % v roku 2025. Slabší domáci dopyt následne ovplyvnil aj výber daňových poplatkov a celkový ekonomický výkon krajiny – rast HDP SR sa spomalil z približne 2 % v roku 2024 na iba 0,7 % v roku 2025. Vyššie daňové príjmy síce krátkodobo zlepšili saldo verejných financií, no zároveň obmedzili spotrebu domácností a neprispeli k stabilizácii rastu verejného dlhu, ktorý medziročne vzrástol z 59,70 % HDP (2024) na 61,39 % HDP (2025). (vv)

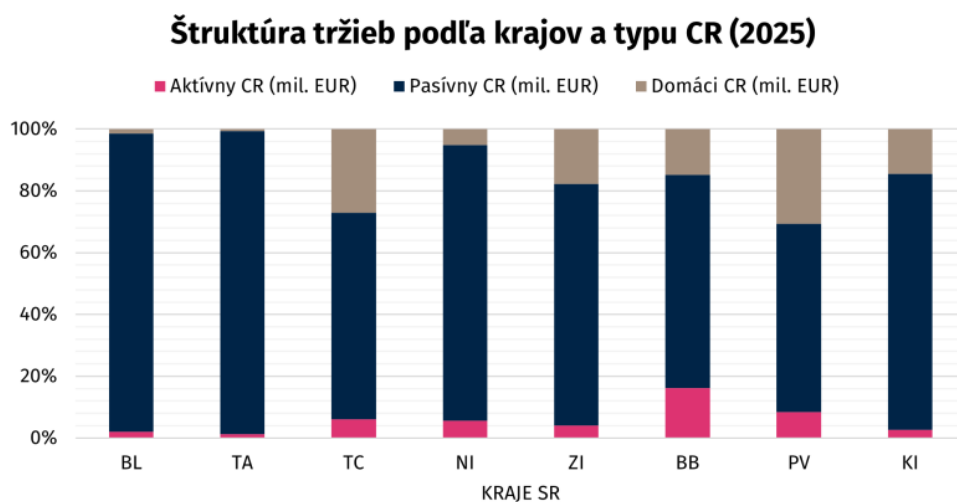
Organizovaný cestovný ruch v SR v roku 2025

Organizovaný cestovný ruch (OCR) v Slovenskej republike dosiahol v roku 2025 celkové tržby 1,09 miliardy EUR, čo predstavuje nárast o takmer 46 % oproti pred-pandemickému roku 2019. V štruktúre tržieb jednoznačne dominuje pasívny cestovný ruch (CR), teda tržby z vycestovania slovenských občanov do zahraničia prostredníctvom cestovných kancelárií, pričom najvyššie tržby generuje Bratislavský kraj. Medzi zahraničnými destináciami si prvú priečku udržalo Turecko, no s medziročným poklesom záujmu, kým Egypt, Taliansko a Bulharsko zaznamenali rast počtu slovenských turistov.

OCR v SR vykazuje od roku 2019 dynamický, no nestabilný vývoj. V roku 2019 dosahovali 749,1 mil. EUR, avšak pandémie COVID-19 zapríčinila prepad na 98,7 mil. EUR v roku 2020 (pokles o 86,8 %). Postupné uvoľňovanie opatrení od roku 2022 odštartovalo oživenie, keď tržby medziročne vzrástli o takmer 205 % na 654,1 mil. EUR. Rastový trend pokračoval nepretržite až do roku 2025, kedy tržby dosiahli 1,093 mld. EUR, teda o 45,9 % viac ako v pred-pandemickom roku 2019.

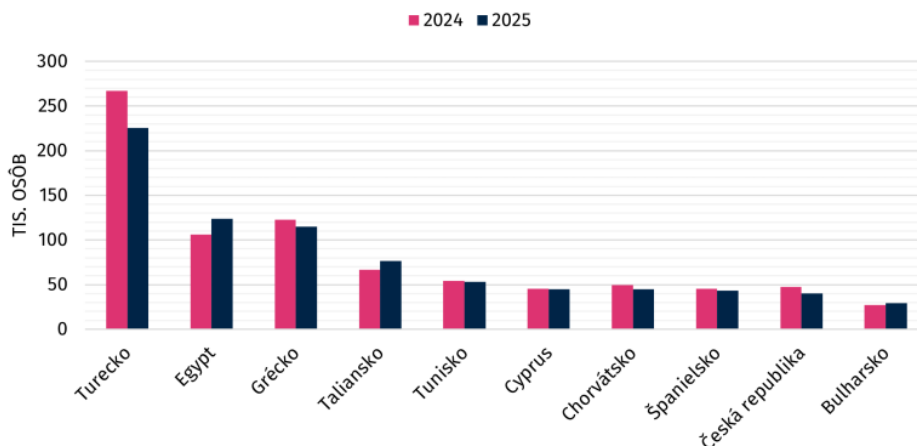


Rozloženie tržieb OCR medzi kraji Slovenska je výrazne nerovnomerný. Iba Bratislavský kraj s tržbami 876,9 mil. EUR tvorí až 80,2 % celoštátnych tržieb, kde dominuje hlavne pasívny CR. Koncentrácia väčšiny z nich v tomto regióne priamo súvisí s najvyššími mzdami, rovnako ako existencia väčšiny cestovných kancelárií priamo v tomto regióne. Opačný model vykazujú Žilinský a Prešovský kraj, kde horské strediská a lyžiarska infraštruktúra posilňujú podiel domáceho CR, teda cestovania slovenských občanov v rámci Slovenska, na 22 %, resp. 37 % tržieb kraja. Aktívny CR tvorený príjmami zahraničných návštevníkov pricestovaných cez slovenské agentúry, zostáva najnižšou položkou v absolútnom pomere, no v prípade Banskobystrického kraja, tvorí až 19 % tržieb, a to hlavne kvôli historickým lokalitám a prírodným atrakciám v kombinácii s nízkymi celkovými tržbami.



Vývoj pasívneho cestovného ruchu naznačuje mierny pokles dopytu, keď počet vycestovaní medziročne klesol o 3,51 % na 1,04 mil., pričom Turecko si síce udržalo pozíciu najnavštevovanejšej destinácie (225,7 tis. osôb), no zaznamenalo výrazný pokles o 15,5 % (-41,4 tis. osôb). Naopak, Egypt (123,8 tis; +16,5 %) a Taliansko (76,6 tis; +15,2 %) časť tohto dopytu absorbovali. Tento vývoj pravdepodobne nesúvisí primárne s výškou tureckej inflácie, ale skôr s rastom cien zájazdov v dôsledku vyšších nákladov cestovných kancelárií (najmä doprava, energie a služby), ktoré sa premietajú do konečných cien pre spotrebiteľa. V kombinácii so zníženou reálnou kúpyschopnosťou slovenských domácností tak dochádza k presunu dopytu smerom k cenovo dostupnejším destináciám, ako sú Egypt či Bulharsko, zatiaľ čo celkové tržby cestovných kancelárií rastú najmä v dôsledku vyšších cien, nie vyššieho objemu klientov.

TOP 10 destinácií pasívneho CR: 2024 vs. 2025



Vývoj OCR potvrdzuje rýchle post-covidové zotavenie, no zároveň odhaľuje silnú závislosť Slovenska od výjazdového cestovného ruchu. Tržby cestovných kancelárií rastú napriek tomu, že bratislavské letisko vybavilo v roku 2023 len 0,33 pasažiera na obyvateľa, zatiaľ čo viedenské zvládlo takmer desaťnásobne viac (3,23). Ďalší rast OCR v roku 2026 však čelí viacerým tlmiacim faktorom: kombinácia geopolitického napätia a vysokých cien energií zvyšuje infláciu, ktorá sa premietá do vyšších cien leteniek a pobytov, pričom nestabilita na Blízkom východe predstavuje dodatočné riziko pre kľúčové destinácie slovenského výjazdového turizmu vrátane Turecka. Oslabená kúpna sila domácností spolu s rastúcimi cenami organizovaných zájazdov vedie k opatrnejšiemu spotrebiteľskému správaniu, pričom časť dopytu sa môže presúvať do domáceho cestovného ruchu nie primárne z dôvodu nižších cien, ale skôr v dôsledku vnímanej bezpečnosti, eliminácie rizík spojených s leteckou dopravou a vyššej flexibility. Napriek tomu však celkové tržby sektora pravdepodobne zostanú pod tlakom, keďže rast cien nie je plne kompenzovaný objemom dopytu. (lg)

Autori:

Analytici:

Ján Vražda (vrazda@bencont.sk)

Zdenko Lauko (lauko@bencont.sk)

Martin Maslan (maslan@bencont.sk)

Junior analytici:

Martin Vražda

Frederik Wiesner

Matej Miroslav Miko

Ladislav Gembeš

Maroš Šery
Valéria Vrábliková

Tento dokument je publikovaný pre spoločnosti skupiny BENCONT, a môže byť reprodukováný a ďalej šírený len s jej písomným súhlasom. Informácie v tomto dokumente boli získané z externých zdrojov, ktoré boli spoločnosťou považované za spoľahlivé.