

| Globální akciový trh |

Special report

Dividendoví aristokrati na výsluní



Josef Němý, CFA
(420) 222 008 560
josef_nemy@kb.cz



Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz

V britském referendu zvítězili zastánci opuštění Evropské unie. To přineslo na trhy zvýšenou volatilitu a zároveň nervozitu ohledně budoucího vývoje. Zda na trzích zavládne opět klid, bude do jisté míry záviset i na postoji centrálních bank. Dá se očekávat, že trhy budou zásobovat dodatečnou likviditou, naopak se zpříšňováním měnových podmínek pospíchat nebudou. To s sebou ponese tlak na výnosy státních dluhopisů a tržní úrokové sazby. Již tak dlouhé období nízkých úrokových sazeb bude zřejmě ještě delší, což může být nepříznivou zprávou pro výkonnost investorských portfolií. **Alternativou mohou být akcie velkých firem, které nabízejí stabilní nebo rostoucí dividendový výnos.** Výprodeje z konce minulého týdne tak mohou být zajímavou investiční příležitostí k nákupu těchto instrumentů. A právě těmto dividendovým titulům se věnujeme v našem mimořádném reportu.

Naším hlavním kritériem byla dlouhodobá udržitelnost dividend. Níže vybrané značky dokázaly v posledních 15 letech až na drobné výjimky pravidelně zvyšovat své dividendy, a to v průměru o 11,6 % ročně. Průměrný očekávaný dividendový výnos této šestice je nyní 4,4 % oproti 3,9 %, který nabízí tržní index Stoxx 600.

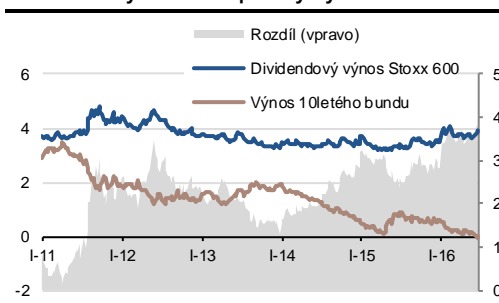


Současný stav dividendám nahrává

Nízké úrokové sazby dividendám pomáhají.

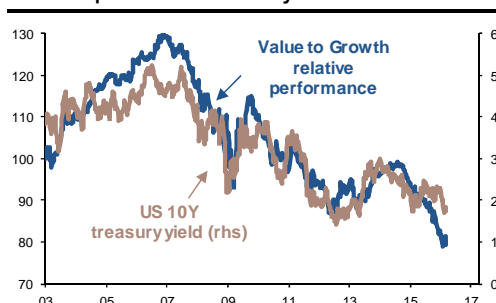
Úzký vztah mezi vývojem úrokových sazeb a cenou akcie můžeme hledat přinejmenším ve dvou rovinách. První z nich je přes oceňovací modely, kdy budoucí odhadované cashflow se diskontují úrokovou mírou k současné hodnotě, druhou pak přes náklady financování. V obou případech nižší sazby znamenají vyšší cenu akcií. Zajímavý je pohled na graf vpravo, kde lze vidět úzkou vazbu mezi výnosem 10letého amerického dluhopisu a relativní výkonností hodnotových akcií vůči růstovým. V období poklesu sazeb se dařilo spíše růstovým akciím, když tyto firmy obecně více investují a jsou zadluženější, a proto jejich citlivost je na pohyb úrokových sazeb vyšší. Výraznější pokles sazeb již nečekáme a naopak od konce letošního roku by mohlo začít docházet k jejich růstu v souvislosti s utahováním měnové politiky v USA. **Z toho by měly více těžit akcie společností, které mají již svůj největší investiční cyklus za sebou a zaměřují se na výplatu stabilních dividend či odkup akcií.**

Dividendový vs. dluhopisový výnos



Zdroj: Bloomberg

Prostor pro růst hodnotových akcií

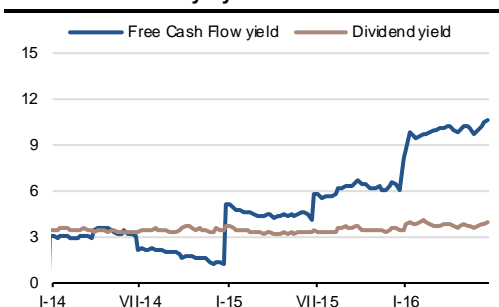


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research / Economists, The Big Picture – Springtime for value

Dostatek volných prostředků umožňuje výplatu vyšších dividend.

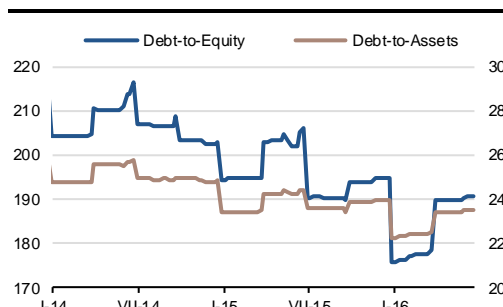
I z pohledu podnikových fundamentů se zdá, že firmy by měly být schopny vyplácet vyšší dividendy než v minulosti. Jeden ze zajímavých ukazatelů je free-cash-flow yield. Free cash flow jsou zbývající volné prostředky po realizovaných kapitálových výdajích. Tato hotovost může být využita na zvýšení dividend, odkup akcií, rozvoj organického růstu anebo akvizice. Následující levý graf ukazuje, že v rámci evropského indexu Stoxx 600 od roku 2015 tento ukazatel převyšuje dividendový výnos a v letošním roce dále vzrostl. Přitom však volné cash flow neroste na úkor zvyšujícího se zadlužení, když je patrné, že ukazatele zadluženosti se v rámci 600 evropských firem snižují. **Hromadící se hotovost na účtech firem tak představuje další zdroj možného vyššího návratu kapitálu akcionářům.**

FCF a dividendový výnos v rámci Stoxx 600



Zdroj: Bloomberg

Zadluženost firem v indexu Stoxx 600



Firmy stabilně zvyšující vyplácené dividendy dlouhodobě překonávají zbytek trhu.

Výběr atraktivních dividendových titulů

V této analýze jsme brali v potaz především kritérium dlouhodobé udržitelnosti dividend. Dobrým vodítkem je v tomto ohledu historie výplat dividend (viz box níže). Samozřejmě jsou důležité i budoucí vyhlídky jednotlivých firem a atraktivita ocenění jejich akcií. Proto jsme vybírali pouze mezi akciemi, pro které má Société Générale nákupní doporučení (v současné době asi 250 převážně evropských titulů).

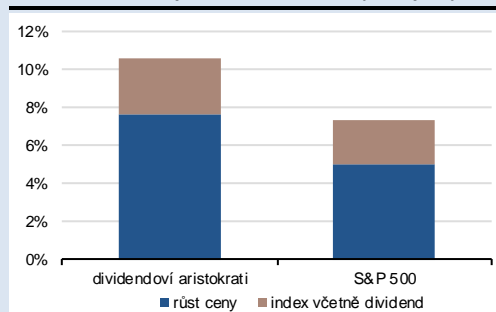
BOX: Dividendoví aristokrati

Jako tzv. dividendoví aristokrati jsou označovány firmy, které důsledně dodržují progresivní dividendovou politiku a navýšily dividendu v každém z posledních 25 let. **Ve Spojených státech dividendoví aristokrati dlouhodobě překonávají zbytek trhu**, jak ukazují grafy níže. Index S&P 500 Dividend Aristocrats obsahuje 50 titulů, mimo jiné akcie Coca-Cola, McDonald's nebo Wal-Mart. Roční výnos tohoto indexu v posledních 10 let překonal 10 % p.a. (včetně vyplacených dividend) oproti cca 7 % celkového ročního výnosu tržního indexu.

Vývoj indexů za posledních 10 let



Růst indexů za posledních 10 let (v % p.a.)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Jako velmi atraktivní dividendové tituly vidíme akcie BAE Systems, BMW, British American Tobacco, Chevron, Munich Re a Roche.

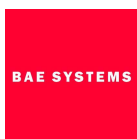
Pro výběr jsme zvažovali akciové tituly doporučené SG k nákupu, které nabízí dividendový výnos nejméně 3 % (aktuálně něco přes 100 firem). Z důvodu menšího okruhu kandidátů (výše zmíněný index dividendových aristokratů vybírá ze všech pěti set členů amerického indexu S&P 500) jsme zvolili o něco volnější kritérium v oblasti minulých výplat dividend. Nejvíce jsme preferovali společnosti, které pravidelně zvyšovaly dividendu v posledních 15 letech nebo ji alespoň co nejdéle držely na stejné úrovni.

Vybrali jsme 6 velmi atraktivních dividendových titulů, které ukazuje tabulka níže. Tyto firmy dokázaly v posledních 15 letech až na drobné výjimky pravidelně zvyšovat své dividendy, a to v průměru o 11,6 % ročně. Průměrný očekávaný dividendový výnos této šestice je nyní 4,4 % oproti 3,9 %, který nabízí tržní index Stoxx 600. Většina těchto firem se navíc pyšní poměrně nízkým zadlužením.

Náš výběr atraktivních dividendových titulů

společnost	dividendový výnos		dividendy posl. 15 let		růst dividend 2006-15 p.a.	zadlužení	
	očekávaný	prům.10 let	růst	bez poklesu		ND/EBITDA	P/E
BAE Systems	4,4%	4,4%	14	15	7,3%	0,8	12,5
BMW	5,0%	2,6%	12	14	17,5%	2,3	6,9
British American Tobacco	3,7%	4,3%	15	15	12,6%	3,0	18,9
Chevron	4,1%	3,3%	15	15	9,4%	2,3	81,5
Munich Re	5,6%	4,9%	11	15	10,3%	-	9,9
Roche	3,5%	3,3%	15	15	12,5%	0,7	16,4
náš výběr*	4,4%	3,8%	13,7	14,8	11,6%	1,8	14,5
STXE 600 € Pr	3,9%	3,6%	-	-	-	5,4	14,9

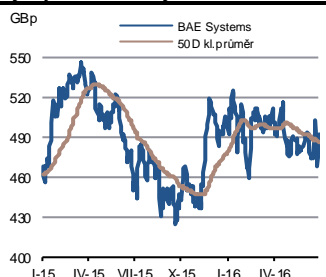
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka. *u P/E uvádíme medián jednotlivých hodnot, u ostatních kritérií průměr



BAE Systems

■ BAE Systems je třetí největší zbrojní firma na světě. Společnost se sídlem v Británii vznikla fúzí zbrojního koncernu British Aerospace (BAE) a výrobce lodí a elektroniky Marconi Electronic Systems. Z domácího trhu pochází jen asi 23 % tržeb společnosti, téměř 40 % tržeb je z USA, významným odběratelem je také Saúdská Arábie.

Vývoj akcií BAE Systems



Zdroj: Bloomberg

■ **Hospodaření a dividendová politika:** Za posledních 15 let nezvýšilo BAE Systems svou celoroční dividendu jen jednou, a to v roce 2003 (roční dividendu je vyplácena ve dvou částkách). Firmě se daří udržovat stabilní zisky i kladný volný cash flow. Firma obvykle vyplácí něco přes polovinu upraveného čistého zisku, dividendový výnos dlouhodobě přesahuje 4 %.

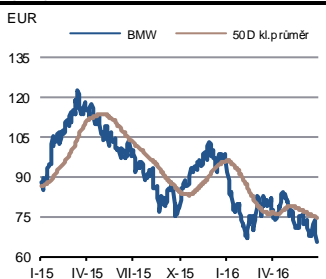
■ **Výhled hospodaření:** Dobrou předvídatelnost výsledků hospodaření podporují dlouhodobé kontrakty i očekávání zvýšených výdajů USA na obranu v letech 2016-17. Akcie by nyní měly těžit z oslabení britské libry vůči dolaru. V následujících letech čeká SG pokračování pozvolného růstu dividend.



BMW

■ Bayerische Motoren Werke AG je německým výrobcem automobilů a motocyklů. Společnost letos slaví 100 let své existence a pod jejími křídly najdeme i značky Mini nebo Rolls-Royce. Pětinu tržeb tvoří finanční služby, 78 % prodeje aut a zbývající dvě procenta připadají na motocykly.

Vývoj akcií BMW



Zdroj: Bloomberg

■ **Střednědobá strategie firmy:** Kromě upevnění svého postavení na trhu luxusních automobilů BMW plánuje v následujících pěti letech rozvoj ve třech hlavních oblastech. (1) V oblasti **digitalizace** chce dále investovat do „aut bez řidiče“, (2) v otázce životního prostředí bude pokračovat ve vývoji **hybridních automobilů** a (3) na straně **výrobních procesů** plánuje představit novou platformu, v rámci které bude využívat a sdílet stejné komponenty pro více modelových řad.

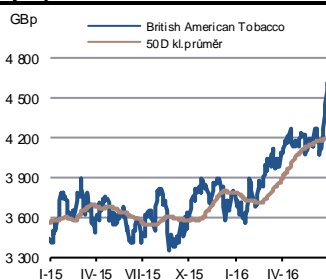
■ **Výsledky hospodaření:** BMW se dlouhodobě daří zvyšovat čistý zisk a tvořit volné cash flow. To umožňuje společnosti vyplácet každý rok vyšší a vyšší dividendu. Dividenda by měla růst i v následujících letech. Průměrný dividendový výnos za posledních 10 let činil 2,6 % (za rok 2015 3,3 %). SG předpokládá jeho růst až k 5 %.



British American Tobacco

■ British American Tobacco (BAT) je druhá největší tabáková firma na světě. Společnost byla založena v roce 1902 a její produkty se prodávají ve více než 200 zemích světa. Největšími trhy jsou Brazílie, Rusko, Kanada, Austrálie a Jihoafrická republika; dohromady ale přinášejí jen něco málo přes třetinu tržeb.

Vývoj akcií BAT



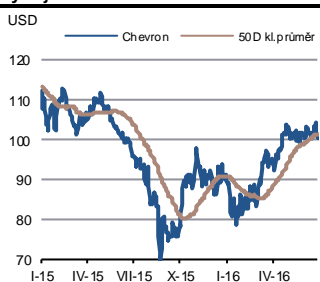
Zdroj: Bloomberg

■ **Výsledky hospodaření a dividendová politika:** Dividendy BAT nepřetržitě rostou od roku 2000 (roční dividendu je vyplácena ve dvou částkách), a to průměrným tempem skoro 13 % ročně. Rostoucí trend má i hospodaření společnosti, v posledních 10 letech se zisky zvyšují zhruba o 10 % p.a. Firma dokázala meziročně navýšit své zisky například i v krizových letech 2007-08.

■ **Názor SG:** Akcie BAT patří mezi tituly, kterým pomáhá oslabení britské libry v reakci na Brexit (firma účtuje v GBP, prakticky všechny zisky ale jsou mimo Británii). Výhodou na nynějších turbulentních trzích je i defenzivní charakter (beta tabákového sektoru okolo 0,6). Akcie BAT byly proto čerstvě zařazeny na tzv. Premium List, tj. na seznam nejvíce doporučovaných akciových titulů analytiky Sociétés Générale.



Vývoj akcií Chevronu



Zdroj: Bloomberg

Chevron

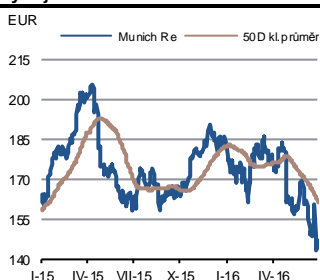
Nadnárodní organizace Chevron působí v oboru energetického průmyslu a podniká ve více než 180 zemích světa ve všech oblastech spojených s ropou, zemním plynem a geotermální energií. Zabývá se vyhledáváním ložisek, těžbou, zpracováním, přepravou i prodejem. Společnost se chce zaměřovat dále na rozšiřování nalezišť a posilovat svoje postavení napříč všemi oblastmi. Investice by měly rovněž plynout do výzkumu a rozvoje řešení pro efektivní využívání obnovitelných zdrojů.

■ **Ropný trh:** Příchodem nových břidlicových nalezišť došlo na ropném trhu k výraznému přebytku nabídky nad poptávkou, což se projevilo v hlubokém propadu ceny ropy. Situace na ropném trhu se ale již začíná narovnávat díky omezování produkce v nákladnějších nalezištích a rovněž čekáme pozitivní příspěvek ze strany poptávky. Během následujících pěti let očekáváme růst ceny ropy (Brent) k hranici 75 USD/barel.

■ **Dividendová politika:** Chevron v minulosti pravidelně zvyšoval dividendu. Vzhledem k cenám ropy by se její výše měla v následujících letech stabilizovat. Dividendový výnos by měl udržet nad hranicí 4 %.



Vývoj akcií Munich Re



Zdroj: Bloomberg

Munich Re

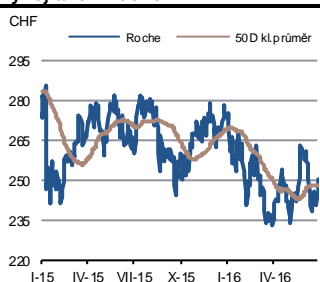
■ Die Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG (zkráceně Münchener Rück nebo Munich Re) je jednou z největších světových zajišťoven. Firma byla založena již v roce 1880 a v současné době je aktivní v oblastech pojištění, zajištění a správy majetku. Zajištění tvoří asi 60 % tržeb a přes 80 % provozního zisku.

■ **Výplaty akcionářům:** Poslední snížení dividendy nastalo v roce 1998. Dividenda na akcii přitom v čase značně roste: z 0,51 EUR za rok 1995, přes 3,1 EUR za rok 2005 až na 8,25 EUR za loňský rok. Velmi vstřícnou politiku vůči akcionářům dokumentuje i velmi časté provádění zpětných odkupů. Počet akcií firmy tak za posledních 10 let klesl z 228 mil. na necelých 163 mil., tj. téměř o 30 %.

■ **Dopad Brexitu na sektor:** SG věří, že Brexit nebude mít téměř žádný přímý dopad na byznys pojišťoven a zajišťoven. Hrozí jen nepřímé dopady na pojišťovací sektor přes případný propad cen akcií, dluhopisů nebo některých měn. Celý sektor ale v posledních letech radikálně snížil svou rizikovost, když např. v roce 2000 činily akcie asi 30 % investic pojišťoven a nyní jen asi 6 %. Expozice zajišťoven na Británii je o něco vyšší (v případě Munich Re asi desetina vybraného pojistného), celý subsektor je ale defenzivnější, protože zajišťovny jsou vystaveny menšímu riziku z kolísání cen na finančních trzích než pojišťovny.



Vývoj akcií Roche



Zdroj: Bloomberg

Roche

■ Roche patří mezi vedoucí společnosti v oblasti zdravotnického výzkumu. Jejimi dvěma hlavními divizemi jsou farmaceutické produkty a diagnostické metody. Své uplatnění firma nachází při léčbě pacientů s onkologickými a autoimunitními chorobami, a dále v oblasti virologie a transplantací medicíny. Roche je také světovým leaderem v oblasti in vitro diagnostiky a histologické diagnostiky zhoubných onemocnění.

■ **Aktuální situace:** Roche těží z výrazných bariér pro vstup potenciálního konkurenta do farmaceutického průmyslu. Rizikem je však rozvoj biosimilárních léků, které jsou uváděny na trh po vypršení patentu originálních biologických léků. Ohromné investice do výzkumu by však měly vést k vývoji nových a účinnějších léků. Aktuálním je Gazyva určený k léčbě jednoho z druhů rakoviny krve, který úspěšně prošel dalším kolem testování a bude postoupen ke schválení regulátorům.

■ **Výsledky hospodaření a dividendy:** Roche vykazuje dlouhodobý růst tržeb i provozního zisku. Aktuální dividendový výnos dosahuje 3 %, SG očekává jeho růst ke 4 %.

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Ekonomové



Viktor Zeisel
(420) 222 008 523
viktor_zeisel@kb.cz

Akčioví analytici



Josef Němý, CFA
(420) 222 008 560
josef_nemy@kb.cz



Marek Dřimal
(420) 222 008 598
marek_drimal@kb.cz



David Kocourek
(420) 222 008 569
david_kocourek@kb.cz



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz



Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Hlavní ekonom SG Poland



Jaroslaw Janecni
(48) 225 284 162
jaroslaw.janecni@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank



Evgeny Koshelev
(7) 495 725 5637
ekoshelev@mx.rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG

Florian Libocor
(40) 213 016 869
florian.libocor@brd.ro

Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG



Carmen Lipara
(40) 213 014 370
carmen.lipara@brd.ro

Ekonom

Simona Tamas
(40) 213 014 472
simona.tamas@brd.ro

Akčiový analytik



Laura Simon, CFA
(40) 213 014 370
laura.simon@brd.ro

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonomka výzkumu globální ekonomiky



Michala Marcussen
(44) 20 7676 7813
michala.marcussen@sgcib.com

Eurozóna



Anatoli Annenkov
(44) 20 7762 4676
anatoli.annenkov@sgcib.com



Michel Martinez
(33) 1 4213 3421
michel.martinez@sgcib.com



Yacine Rouimi
(33) 1 42 13 84 04
yacine.rouimi@sgcib.com



Yvan Mamalet
(44) 20 7762 5665
yvan.mamalet@sgcib.com

Severní Amerika



Aneta Markowska
(1) 212 278 66 53
aneta.markowska@sgcib.com



Omair Sharif
(1) 212 278 48 29
omair.sharif@sgcib.com



Brian Hilliard
(44) 20 7676 7165
brian.hilliard@sgcib.com



Dev Ashish
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.com

Asia a Pacifik



Klaus Baader
(852) 2166 4095
klaus.baader@sgcib.com



Wei Yao
(852) 2166 5437
wei.yao@sgcib.com



Takuji Aida
(81) 3 5549 5187
takuji.aida@sgcib.com



Kiyoko Katahira
(81) 3 5549 5190
kiyoko.katahira@sgcib.com

Korea



Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@sgcib.com



Kunal Kumar Kundu
(91) 80 6716 8266
kunal.kundu@sgcib.com



Vaibhav Tandon
(91) 80 6731 9449
vaibhav.tandon@sgcib.com

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



Patrick Legland
(33) 1 42 13 97 79
patrick.legland@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



Vincent Chaigneau
(44) 20 7676 7707
vincent.chaigneau@sgcib.com

Dluhopisový trh



Bruno Braizinha
(1) 212 278 5296
bruno.braizinha@sgcib.com



Frances Cheung, CFA
(852) 2166 5437
frances.cheung@sgcib.com



Jean-David Ciroteau
(33) 1 42 13 72 52
jean-david.ciroteau@sgcib.com



Cristina Costa
(33) 1 58 98 51 71
cristina.costa@sgcib.com



Rahul Desai
(44) 20 7676 7904
rahul.desai@sgcib.com



Jorge Garayo
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.com



Ciaran O'Hagan
(33) 1 42 13 58 60
ciaran.ohagan@sgcib.com



Shakeeb Hulikatti
(91) 80 2802 4380
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



Adam Kurpiel
(33) 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@sgcib.com



Vedoucí strategie US sazeb
Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



Jason Simpson
(44) 20 7676 7580
jason.simpson@sgcib.com



Marc-Henri Thoumin
(44) 20 7676 7770
marc-henri.thoumin@sgcib.com

Měnové kurzy



Jason Daw
(65) 63267890
jason.daw@sgcib.com



Alvin T. Tan
(44) 20 7676 7971
alvin-t.tan@sgcib.com



Olivier Korber (Derivatives)
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



Guy Stear
(33) 1 41 13 63 99
guy.stear@sgcib.com



Amit Agrawal
(91) 80 6758 4096
amit.agrawal@sgcib.com



Régis Chatellier
(44) 20 7676 7354
regis.chatellier@sgcib.com



Jason Daw
(65) 6326 7890
jason.daw@sgcib.com



Roxana Hulea
(44) 20 7676 7433
roxana.hulea@sgcib.com



Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.com



Frances Cheung, CFA
(852) 2166 5437
frances.cheung@sgcib.com

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázáni při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícimu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>