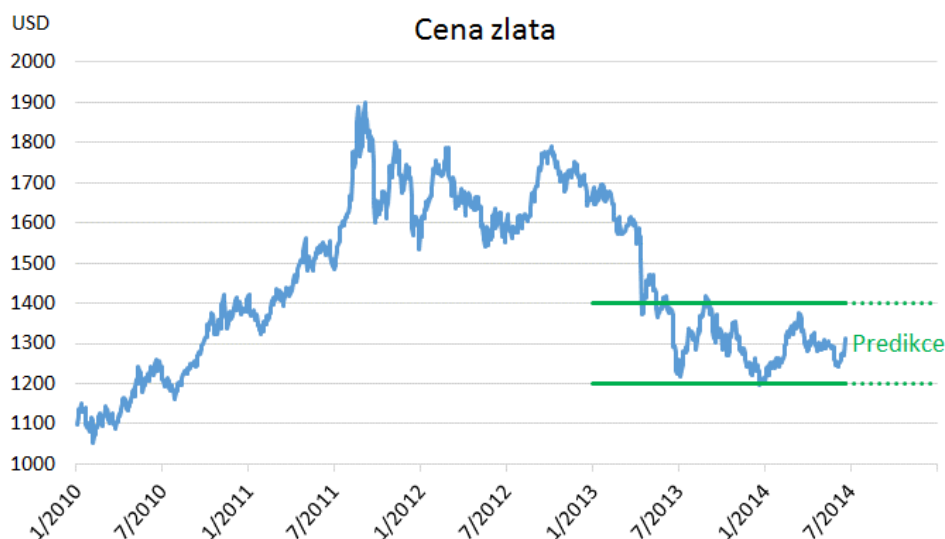


Zlato

Změna trendu není na obzoru

Tomáš Menčík, CFA
 Analytik
 mencik@cyrrus.cz
 +420 538 705 718
 25. 6. 2014

Zlato prochází od roku 2013 korekcí v historii nevídaných rozměrů. Od začátku roku 2013 klesla cena o 32 % a podporu zatím nachází na ceně 1200 USD za unci. V této analýze pokrýváme vývoj zlata v roce 2013 a během letošního roku. Identifikovali jsme 10 nejvýznamnějších faktorů, které aktuálně dopadají nebo mají potenciál dopadat na tržní cenu. Na základě těchto faktorů jsme dospěli k závěru, že nejpravděpodobnější varianta vývoje ceny zlata během letošního roku je v pásmu 1200 – 1400 USD, tedy pokračující boční trend. Proti prorůstovým faktorům, mezi které patří poptávka z Číny a od centrálních bank působí negativní vlivy, například postupné ukončování kvantitativního uvolňování v USA či pokračující preference rizikových aktiv. Je třeba upozornit na to, že jak uvádíme níže, síla závislosti ceny zlata na jednotlivých faktorech se v čase mění, proto je třeba přihlížet spíše k poslednímu vývoji, než analyzovat dlouhou historii.



Bloomberg, Cyrrus, a.s.

Faktory ovlivňující cenu zlata v roce 2014

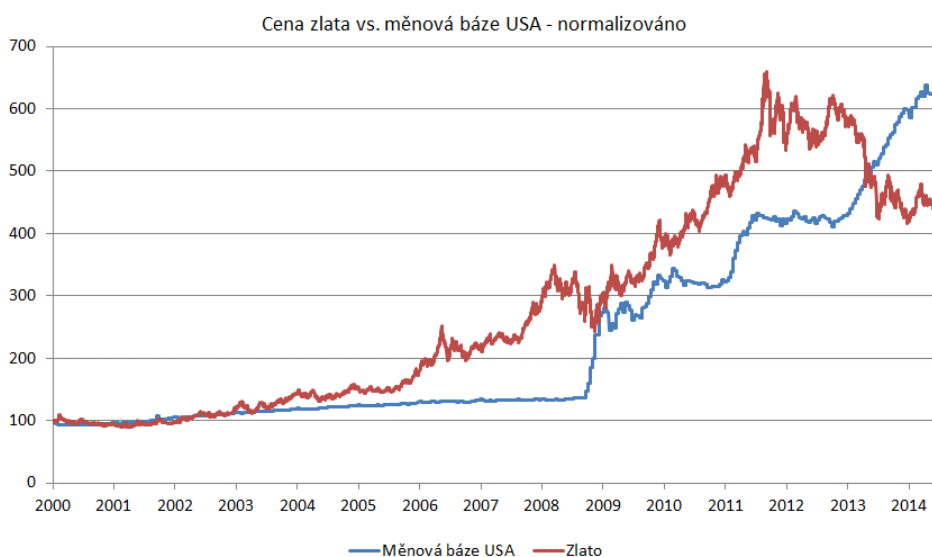
Faktor	Očekávaný dopad na cenu zlata
Měnová politika	↓
Nedůvěra v drahé kovy	→
Vývoj akciových trhů	↘
Čína	↗
Geopolitický vývoj	→
Inflace	↘
Investiční poptávka	→
Náklady na těžbu	→
Centrální banky	↑
EUR/USD	↘

Výhled na zbytek roku 2014

Kurzotvorné faktory

1) Pokračování postupného poklesu tempa uvolňování měnové politiky a její následné utahování

Tento faktor bude působit ještě několik let. Podle vyjádření představitelů americké centrální banky začnou růst úrokové sazby pravděpodobně ve 2Q 2015. Uťahování měnové politiky obecně působí negativně pro drahé kovy, neboť se zdražují peníze a to obecně působí negativně pro drahé kovy.



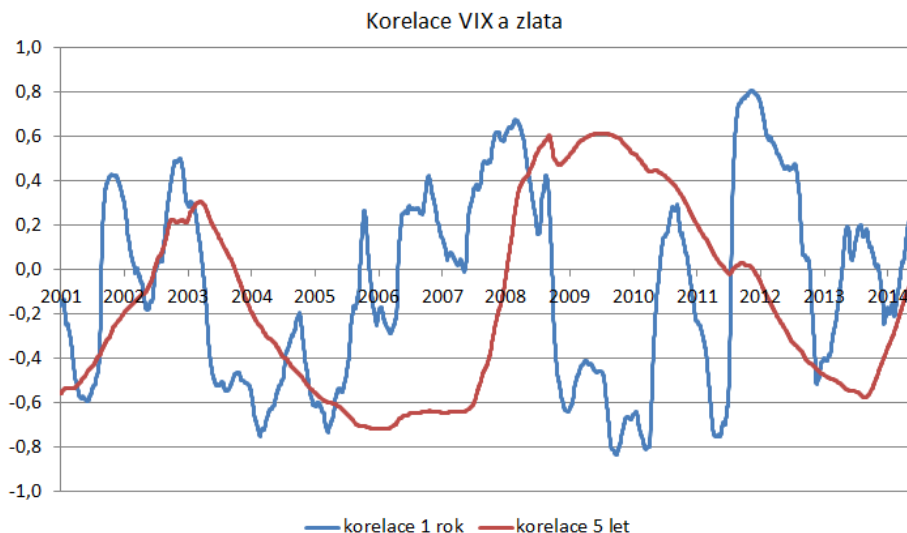
Bloomberg, Cyrrus, a.s.

Z grafu výše je patrné, že závislost ceny zlata na měnové bázi je poměrně silná (od roku 2000 korelace 0,88), nicméně od roku 2013 se závislost změnila na negativní (korelace -0,82). Může se jednat o očekávání budoucnosti bez kvantitativního uvolňování, na což už se investoři mohli předem připravit, nicméně historická zkušenost a data chybí.

Očekávaný dopad na cenu zlata: ↓

2) Nedůvěra v drahé kovy

V roce 2014 se nedůvěra v drahé kovy neprojevuje zdaleka tak výrazně, jako v roce 2013. To neznamena, že se nemůže vrátit, ale mimo jiné i návrat investorů v 1Q do ETF ukazuje, že alespoň na čas se dokáže zlato dostat zpět do oblíbenosti investorů. 2Q 2014 se ale dostalo opět do trendu roku 2013. To ale spíše ovlivňuje situace na Ukrajině a růst akciových trhů (substituční efekt) než zvýšená nedůvěra v drahé kovy.



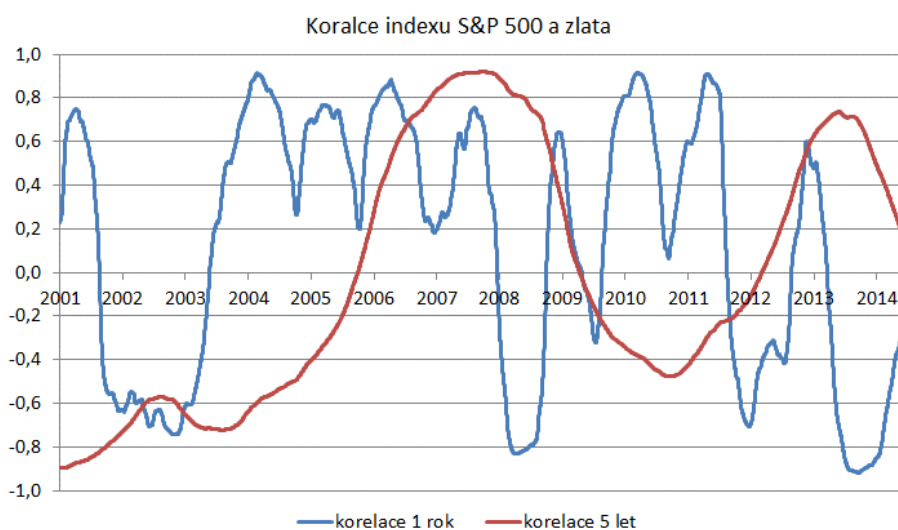
Bloomberg, Cyrrus, a.s.

Index VIX sice nesouvisí přímo s nedůvěrou v drahé kovy, spíše je ukazatelem obecné nejistoty investorů z budoucna. Graf výše neukazuje na silnou závislost mezi indexem nejistoty VIX a cenou zlata.

Očekávaný dopad na cenu zlata: →

3) Vývoj akciových trhů

Příklon investorů k rizikovým aktivům (tedy v období růstu akciových trhů) obvykle vede k nižší preferenci drahých kovů – alespoň tak se chovají trhy a zlato od roku 2013. Před rokem 2013 bylo ale několikaleté období růstu jak zlata, tak i akciových trhů. Z toho plyne, že z dlouhodobého pohledu nelze usuzovat, jaká závislost bude v budoucnu. Vzhledem ke kondici globální ekonomiky, příchozím makrodatům a výsledkům firem je na místě spekulovat s vyšší pravděpodobností na pokračující růst akciových trhů než na jejich pokles. Za těchto okolností a s přihlédnutím k vývoji v posledních čtvrtletích je pravděpodobné, že by mohla negativní korelace mezi zlatem a akciemi ještě nějakou dobu přetrvávat.



Bloomberg, Cyrrus, a.s.

Korelace mezi indexem S&P 500 a cenou zlata je z grafu výše velmi cyklická a nelze ani jednoznačně určit, jestli je dlouhodobě kladná nebo záporná.

Očekávaný dopad na cenu zlata: ↘

4) Vývoj čínské ekonomiky

V průběhu roku 2013 čínská ekonomika výrazně zpomalovala a existovaly obavy, že by růst pro rok 2014 mohl spadnout až pod 7%. Vzhledem k tomu, že Čína je největším spotřebitelem zlata na světě, měli investoři pádné důvody obávat se poklesu tamní poptávky zejména po fyzickém zlatě. Dosavadní vývoj v roce 2014 ale ukazuje, že Čína s největší pravděpodobností dosáhne růstu velmi blízkého cíli 7,5 % a podaří se tak vyhnout se hard landingu a nastartovat dlouhodobě udržitelný růst na podobných úrovních. Z tohoto pohledu vnímáme potenciál čínské poptávky po zlatě jako nezanedbatelný. Jak ale popisujeme dále v textu, čínská poptávka je velmi citlivá na spotové ceny.

Očekávaný dopad na cenu zlata: ↗

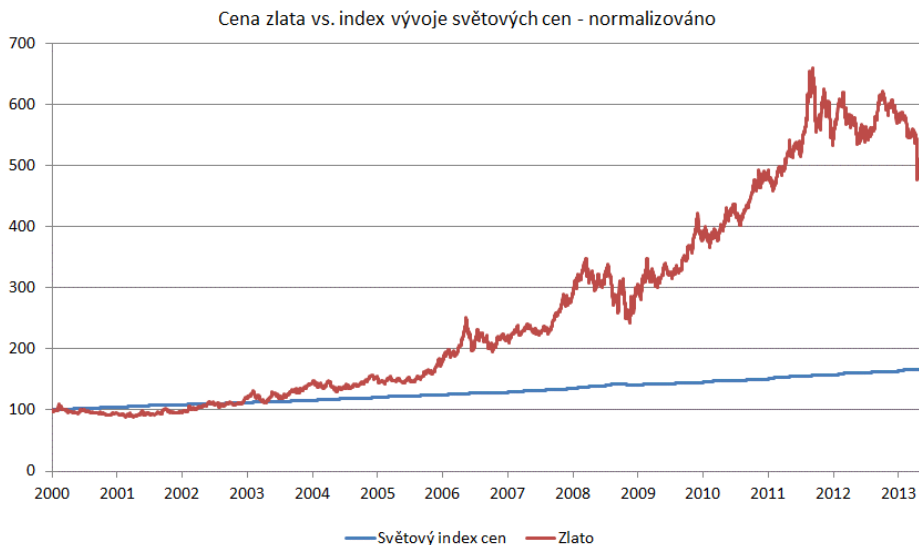
5) Geopolitický vývoj

Situace na Ukrajině není ani zdaleka vyřešená, ale zdá se, že investoři už si „navykli“ na tamní napětí a nevěnují mu přehnanou pozornost. Novým ložiskem napětí se stal Irák, kde tamní náboženské skupiny bojují o vliv nad územím a ropnými rafineriemi. Vzhledem k nízké pravděpodobnosti, že by tento konflikt mohl přerůst i za hranice Iráku je na místě neočekávat významný dopad na akciové trhy, tedy na cenu zlata (alespoň do doby, než dlouhodobý konflikt bude dlouhodobě držet cenu ropy vysoko a to se přeneso do nižší ziskovosti firem). Na druhou stranu vícero ložisek geopolitického napětí (Ukrajina, Irák, Lybie) by mělo být pro investory stále varováním.

Očekávaný dopad na cenu zlata: →

6) Očekávaná inflace

Očekávaná inflace je dlouhodobě velmi silný faktor při rozhodování o (ne)vstupu do zlata. Vzhledem k tomu, že centrálním bankám se v mnoha případech stále nedaří boj o zvýšení inflace, případně například v Evropě stále ECB bojuje, aby inflace přestala klesat, pak hrozba vysoké inflace pravděpodobně nebude faktorem, který povede investory houfně k nákupům zlata.



Bloomberg, Cyrrus, a.s.

Jak ukazuje graf, cena zlata rostla v historii relativně výrazně více než inflace. Cena zlata by ale měla reagovat spíše na očekávanou inflaci, u níž neexistuje dostatečně dlouhá časová řada, aby to šlo prokázat. Velmi problematické by bylo stanovit časový horizont očekávání. Například v aktuální době je racionální očekávat, že inflace v horizontu 2 let bude stále velmi nízká, v delším horizontu by měla růst. Současná nízká cena zlata tak spíše odpovídá krátkodobému očekávání nízké inflace, nicméně do ceny vstupuje dalších mnoho faktorů. Nelze tedy jednoznačně říci, jestli a nakolik je cena zlata závislá na očekávané inflaci.

Očekávaný dopad na cenu zlata: ↘

7) Investiční poptávka

Vzhledem k tomu, že propad ceny zlata se v roce 2014 zastavil (alespoň co se týče tempa a razance poklesu) zejména kvůli ustání prodejů ETF navázaných na zlato, je vidět, že investiční poptávka se stabilizovala, resp. panika (na čas?) skončila. 2Q 2014 sice opět ukazuje na mírný pokles zlata v ETF fondech, nízká cena by ale mohla poptávku znovu obnovit. Navíc na vývoji ceny grafu je vidět, že úroveň 1200 USD za unci zastavuje výprodeje ETF pozic. Tedy to je úroveň, která se zdá být pro investiční zlato zlomovou cenou pro návrat do pozic. To sice není dogma a nemusí to platit i v budoucnu, ale posledních 12 měsíců je takové chování investorů velmi zřetelné.

Očekávaný dopad na cenu zlata: →

8) Náklady na těžbu

Vzhledem k tomu, že celkové náklady na těžbu se po očištění dostaly na úroveň 1200 USD a jsou na této úrovni již 2 roky, zdá se tato úroveň jako silná rezistence pro cenu zlata. Nabídka zlata je z 69 % tvořena nově vytěženým zlatem – je to tedy nadmíru důležitá složka nabídky a její výpadek by mohl trh se zlatem „rozhodit“. Je pravděpodobné, že investoři započítávají informace o nákladech na vytěženou unci zlata a dost možná s touto úrovní souvisí roční rezistence ceny zlata.



Bloomberg, Cyrrus, a.s., GFMS Gold Survey 2014

I přes výše řečené neznámá, že průměrné náklady na těžbu nemohou klesnout dále. Těžařské firmy reagují na nízkou cenu zlata restrukturalizací jednotlivých dolů, což může vést k poklesu průměrných nákladů. Obecně ale lze říci, že by ceny zlata neměla dlouhodobě klesnout pod průměrné náklady na těžbu.

Očekávaný dopad na cenu zlata: →

9) Aktivita centrálních bank rozvojových trhů

Centrální banky tvoří asi 11 % z celkové poptávky po zlatě. Zejména v rozvojových zemích je patrný trend diverzifikace státních rezerv směrem s vyššímu podílu zlata. V 1Q například Irák zvýšil rezervy o 36 tun, Rusko o 6 tun a Kazachstán o 5 tun.

Očekávaný dopad na cenu zlata: ↑

10) EUR/USD

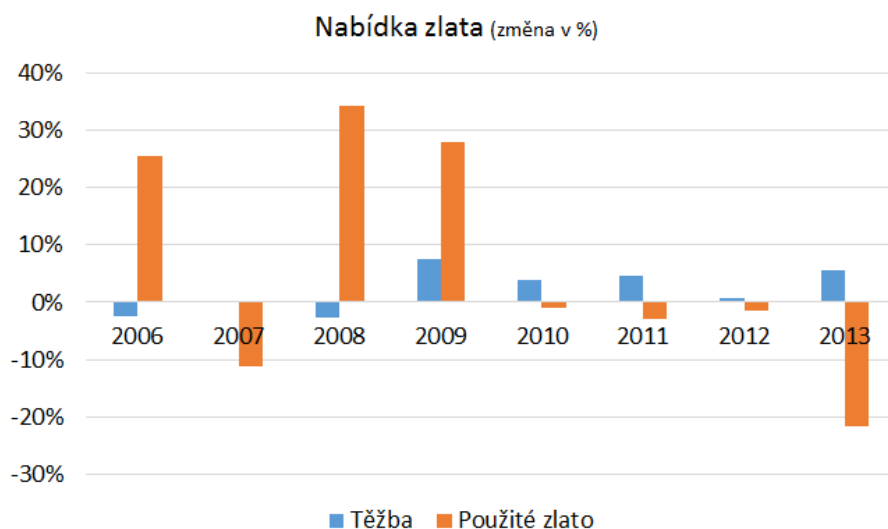
Eurodolar a obecně síla amerického dolaru vůči ostatním měnám je důležitým faktorem ovlivňujícím cenu zlata. Čím silnější dolar, tím dražší je unce zlata v ostatních měnách. Vzhledem k tomu, že měnová politika americké centrální banky směřuje k postupnému utahování, za jinak stejných okolností by to mělo vyvolat tlak na posilování dolaru.

Očekávaný dopad na cenu zlata: ↘

Celkově hodnotíme výhled zlata v horizontu konce roku 2014 jako neutrální. Podle našeho názoru je pravděpodobné pokračování bočního trendu v pásmu 1200 – 1400 USD s tím, že 1200 USD za unci se aktuálně jeví jako vhodný okamžik pro vstup do dlouhé pozice a 1400 USD jako vstup krátké pozice.

Nabídka zlata

Data o nabídce bývají zpožděná a bývají zveřejňována s kvartální frekvencí¹. V roce 2013 zůstaly trendy v podstatě beze změny, i když došlo k jejich akceleraci. Nabídka recyklovaného zlata je velmi citlivá na cenu zlata. Při klesající ceně nemají lidé takovou ochotu zlaté šperky, přibory či mince prodávat a tedy dávat znovu do oběhu. To je vidět i na příkladu roku 2013, kdy nabídka použitého zlata klesla o 21,7 % při poklesu cena zlata o 14,5 %. Při stávající nízké ceně je nepravděpodobné, že by nabídka použitého zlata výrazně vzrostla.



GFMS Gold Survey 2014, Cyrrus, a.s.

Nejvýznamnější podíl v nabídce zlata má nově vytěžené zlato (71 %)². Jeho objem vzrostl v roce 2013 meziročně o 6 %, což jde proti logice nižší těžby při nižších cenách zlata. Důvodem je postupný náběh nových dolů, jejichž zprovoznění nějakou dobu trvá. Doly těsně před otevřením investoři preferují dokončit a zprovoznit (například doly v Dominikánské republice či Kanadě), naopak přípravy dolů v rané fázi jsou obvykle v nedávné době ukončovány či odsouvány více do budoucna. Z toho plyne, že ještě v roce 2014 by měla být nabídka nové těžby na podobných nebo mírně vyšších úrovních jako letos, následně by ale měla stagnovat či klesat s tím, jako bude klesat počet nově otevřených dolů (za předpokladu, že nedojde k významnému nárůstu ceny zlata).

Faktorem, který bude při nízkých cenách limitovat omezování produkce, by měla být úporná snaha těžařských firem o zvyšování efektivity těžby a snižování nákladů. Tento trend je patrný již několik kvartálů a ani v 1Q 2014 tomu nebylo jinak. Více o nákladech v samostatné kapitole.

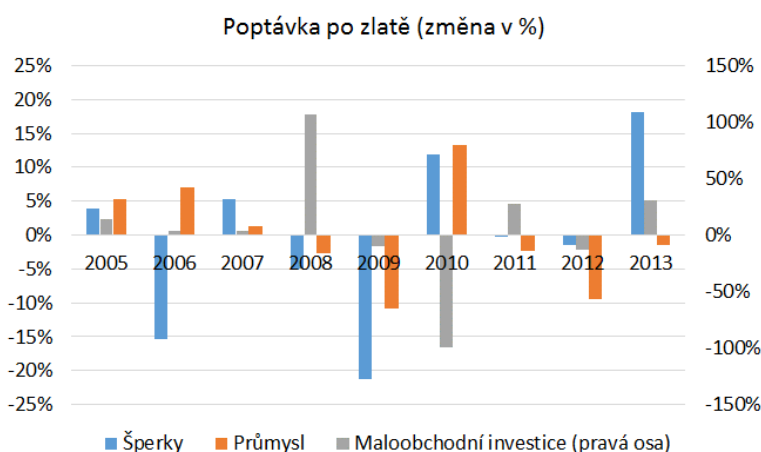
¹ World Gold Council

² GFMS Gold Survey 2014

Poptávka po zlatě

Rok 2013 byl charakteristický vysokou poptávkou po fyzickém zlatě (zejména cihlách a špercích) a nízkou poptávkou po investičním zlatě. Hlavním důvodem byla nízká cena zlata, která iniciovala nákupy zejména v asijských zemích a na Blízkém východě, kde zlaté šperky mají dlouhou tradici.

Čína se stala poprvé v historii největším producentem šperků. Tamní meziroční produkce dosáhla 46% růstu a s 871 tunami předstihla do té doby vedoucí Indii, která se potýká s vládními restrikcemi při importu a slabou tamní měnou, která zdražuje zlato v domácím vyjádření. Vysoká produkce značí, jak velká byla poptávka po špercích v nejlidnatější zemi světa. To jen pro ilustraci, jak důležité je analyzovat poptávku po špercích zejména v Číně - šperky tvořily v roce 2013 48 % fyzické poptávky (2012 46 %).

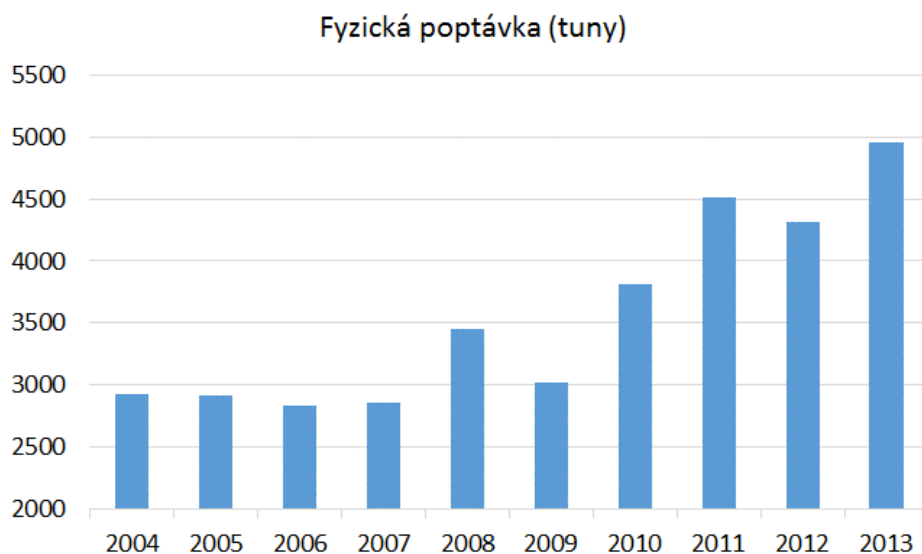


GFMS Gold Survey 2014, Cyrrus, a.s.

Poptávka z průmyslu mírně klesá již třetím rokem v souvislosti s omezenější poptávkou z dentálního a elektronického průmyslu, kde je zlato nahrazováno levnějšími kovy či slitinami (v elektronice například mědí). Podíl na celkové fyzické poptávce činil v roce 2013 jen 8 % (2012 10 %).

Ze zlatých investičních nástrojů se nejvíce dařilo zlatým cihličkám, u kterých vzrostla poptávka o 33 % opět z důvodu nízké spotové ceny zlata, a hlavní část poptávky představovaly asijské země v čele s Čínou. Celá Asie tvoří 77 % celkové poptávky po zlatých cihlách.

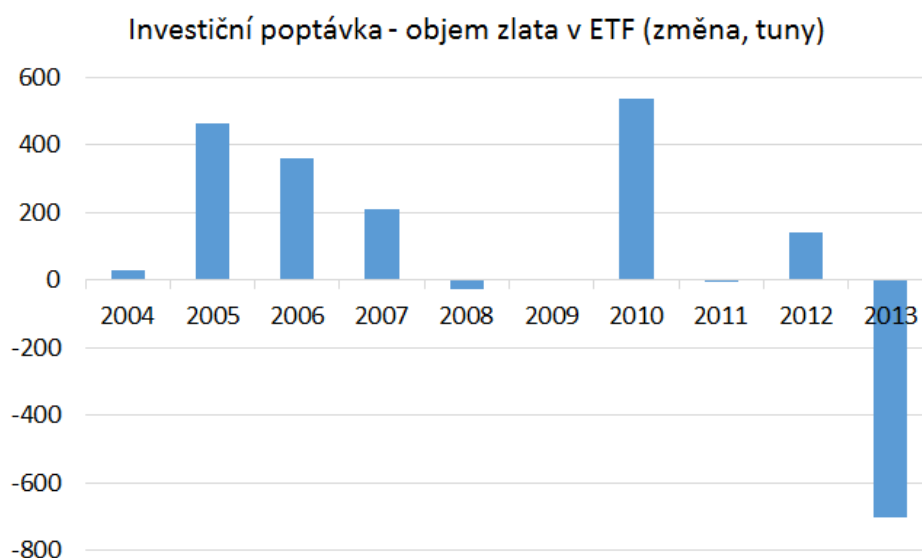
Celková fyzická poptávka rostla meziročně o 15 % na 4,96 tisíc tun a předčila nabídku o 703 tun. Potud pozitivní zprávy.



GFMS Gold Survey 2014, Cyrrus, a.s.

Investiční poptávka s výjimkou investic do fyzického zlata byla ale velmi nízká a převážila tak růst poptávky po fyzickém zlatě. ETF fondy a burzy prodaly v roce 2013 téměř 1000 tun investičního zlata, což ve výsledku vedlo k přebytku na trhu se zlatem 277 tun, což vysvětluje tlak na pokles ceny zlata.

Zejména investoři do ETF panicky zareagovali na vývoj spotové ceny zlata a houfně prodávali svoje pozice. Objem zlata v ETF se v roce 2013 snížil o 33%.



GFMS Gold Survey 2014, Cyrrus, a.s.

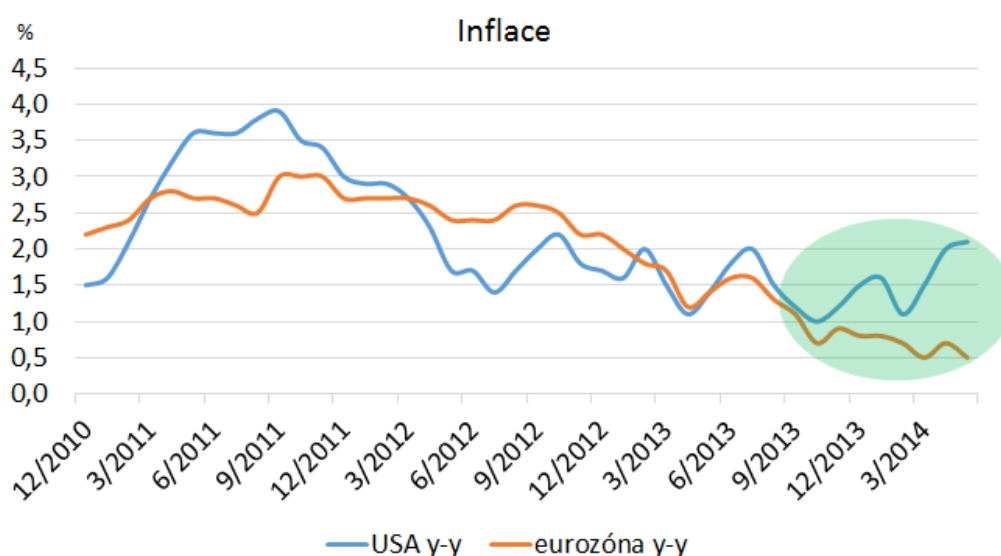
Nejdůležitější důvody poklesu spotové ceny zlata v roce 2013

- Obecná nedůvěra ve drahé kovy
- Zpomalující QE
- Příklon investorů k rizikovým aktivům (akcie)
- Velmi nízká a stále klesající inflace
- Pomalý růst čínské ekonomiky

Co ještě platí v roce 2014 + nové faktory v 1Q 2014

- Obecná nedůvěra ve drahé kovy – ne že by se navrátila důvěra, ale to co se dělo v minulém roce už není aktuální. Nyní jsou investoři spíše ve „wait and see“ rozpoložení.
- Zpomalující QE – stále platí ve stejné míře jako v loňském roce. Je to jeden z nejdůležitějších faktorů, proč vidíme pravděpodobnost významného růstu ceny zlata jako nízkou.
- Příklon investorů k rizikovým aktivům (akcie) – Akciové trhy jsou na maximech a většina investorů si nechce nechat „ujet vlak“. Proto naskakují do akcií a zlato jako útěk do bezpečí není momentálně tématem.
- Velmi nízká a stále klesající inflace – stále platí, i když například v USA je mírně na vzestupu. Na druhou stranu ECB stále neúspěšně bojuje s klesající inflací v eurozóně.
- Pomalý růst čínské ekonomiky – tento faktor postupně snižuje svůj význam s tím, jak se čínská ekonomika stabilizuje. Sice na nižších úrovních, ale přece jen poslední měsíce ukazují na jistou stabilizaci, která vyústí spíše v soft landing než hard landing.

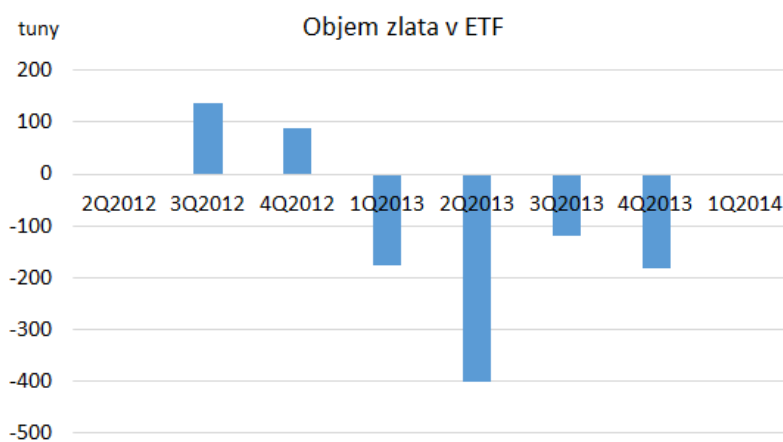
Velkým tématem ovlivňujícím čím dál více cenu zlata je stále nízká a mnohde i klesající inflace. S tou bojuje zejména Evropa, ale ani v USA nejsou inflační obavy na místě. A právě vysoká inflace je dlouhodobě vnímána jak velmi silné lákadlo pro vstup do zlaté investice. V aktuálních podmínkách je ale obava z vysoké inflace nerelevantní a minimálně o několik let předčasná.



Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Dalším tématem, které letos v 1Q ovlivnilo ceny zlata, byla rusko-ukrajinská krize, která ve světě vyvolala nejistotu a investoři se částečně v menší míře do zlata jako bezpečného přístavu začali vracet. Toto téma ovšem není dlouhodobé, nicméně další podobná témata se mohou postupem času opět objevovat (například napětí v Iráku, Libyi apod.). Tyto události budou ovlivňovat v největší míře poptávku po investičním zlatu, neboť to je nejlepším a nejrychlejším způsobem, jak utéci do bezpečí. Poptávka po fyzickém spotřebním zlatě na podobné události reaguje jen málo, když hlavním driverem je primárně cena. Navíc 55 % poptávky vzniká v Indii a Číně, kde poptávka souvisí spíše s kulturními a historickými tradicemi a růstem bohatství než s vnímáním rizika.

V současné době má největší kurzotvorný dopad na tržní cenu zlata poptávka po investičním zlatu. V porovnání se 4Q 2013 bylo v 1Q patrné, že investoři do ETF, kteří nejvíce a nejrychleji reagují na globální rizika nákupem či prodejem zlata, přestali s výprodeji. V 1Q byla čistá bilance toků zlata z a do ETF nulová, tedy přiteklo a oteklo stejný objem zlata. To je po všech čtvrtletích loňského roku velká změna (1Q 2013 -176 tun, 2Q -402 tun, 3Q -102 tun, 4Q -181 tun).



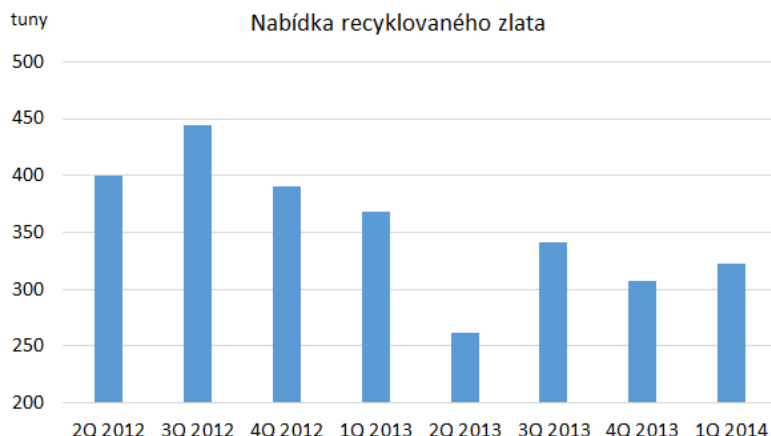
Zdroj: Cyrrus, World Gold Council

Proti tomu šla ale poptávka po investičním fyzickém zlatě (cihly, pruty...) poklesem na 282 tun (-25 % q-q, -40 % y-y). To lze přičítat mírnému obratu v ceně zlata, vybírání zisků a vyčkávání na další vývoj ceny. Pokles se projevil zejména v zemích, kde jsou retailoví investoři velmi citliví na cenu: Čína, Indie, Thajsko, Turecko.

Nabídka 1Q 2014

Pokračoval trend náběhu produkce v nově otevřených dolech, když nejvýznamnějším přispěvatelem „nového“ zlata byla Kanada.

Nabídka recyklovaného zlata mírně vzrostla v porovnání se 4Q 2013 v souvislosti s dočasným napětím v rozvojových trzích (nedůvěra investorů, která se projevila jak na akciových, tak i na měnových trzích). Během těchto období roste v rozvojových zemích tzv. „distressed sellig“, tedy prodávání pod tlakem.

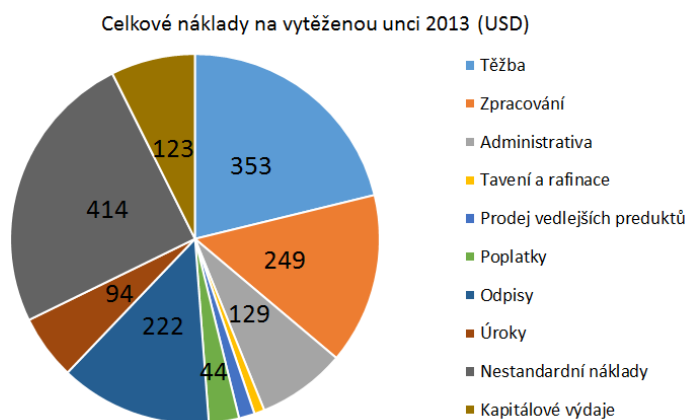


Zdroj: Cyrrus, World Gold Council

Náklady na těžbu

Náklady na těžbu jsou naprosto zásadní pro dlouhodobou schopnost těžařských firem zlato těžit. Pokud by se dostali na dlouho pod náklady těžby, mohli by důl zavřít. Tím by poklesla nabídka a cena zlata by měla teoreticky (za jinak stejných okolností) vzrůst zpět nad náklady.

Náklady důlních společností se počítají na několika úrovních, nicméně z pohledu udržitelnosti hospodaření je nejlepším ukazatelem tzv. All-in-costs zahrnující všechny provozní opakované i jednorázové náklady, nepřímé náklady a investice nutné na zachování provozu. V roce 2013 dosáhly tyto náklady 1620 USD za unci. To je o 210 USD více než byla průměrná cena v roce 2013 a o 420 USD více než činila závěrečná cena roku 2013. V tomto kontextu se jeví další pokračování těžařů zlata jako ekonomicky neracionální. Do nákladů za rok 2013 je ale nutné zohlednit jednorázové odpisy mnoha dolů v souvislosti s poklesem ceny zlata a tedy přepočítáním ekonomicky vytěžitelných zásob. Bez těchto jednorázových položek by průměrné náklady v roce 2013 činily 1206 USD za unci v porovnání s 1182 USD za unci (také očištěno) v roce 2012 – tedy „pouze“ 2% nárůst.



Zdroj: GFMS Gold Survey 2014, Cyrrus, a.s.

Náklady na vytěženou unci tedy po očištění meziročně téměř stagnovaly, což je důsledkem poklesu mzdových nákladů a naopak růstem některých dalších nákladových složek (služby od dodavatelů, energie, odpisy, ...). Z těchto čísel plyne, že průměrné náklady na vytěženou unci zlata jsou na úrovni, od které se v posledním roce odráží tržní cena zlata.

Věděli jste, že...

- nejvíce zásob zlata z centrálních bank drží ta americká a je to zhruba osmkrát více jak čínská centrální banka?
- americká centrální banka drží 72 % rezerv ve zlatě?
- třetina celkové nabídky zlata na trhu pochází z recyklace zlata?
- Čína předběhla Indii a stala se tak největším producentem tohoto kovu?
- v Evropě je 6x vyšší poptávka po zlatých cihlách oproti USA, ale menší než v Číně?
- celkovou fyzickou poptávku po zlatě tvoří z 50 % Čína a Indie?
- nejvíce ražební zemí zlatých mincí je Turecko a Čína je na druhém místě?
- v pětiletém průměru tvoří poptávka po špercích 48 % celkové poptávky po zlatě?
- celková poptávka po zlatě v 1. čtvrtletí 2014 tvořila téměř 1 bilión korun?
- poptávka po zlatých cihlách a mincích vzrostla od roku 2004 o 400 %?

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Investiční strategie, ČEZ, NWR
Jiří Šimara	Brno	simara@cyrrus.cz	Utility, automobilky, ocelárny, těžba
Tomáš Menčík, CFA	Brno	mencik@cyrrus.cz	Banky, technologie, telekomy, komodity

Trading & Sales:

Dušan Jilčík	Brno	jilcik@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Tomáš Machalický	Brno	machalicky@cyrrus.cz
------------------	------	--

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jiří Běhal	Brno	behal@cyrrus.cz

Výhrada (disclaimer):

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a.s., obchodníkem s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):

Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické zpravodajství je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

BRNO
Veveří 111 (Platinum)
616 00 Brno
Tel.: +420 538 705 711

PRAHA
Radlická 14, Anděl Park
150 00 Praha 5, Smíchov
Tel.: +420 221 592 361