MOODY'S
INVESTORS SERVICE

ANALÝZA

Liberecký kraj

Česká republika

Obsah:

UDĚLENÝ RATING 1
ZÁKLADNÍ UKAZATELE 1
ZDŮVODNĚNÍ UDĚLENÉHO RATINGU 1
PODROBNÉ ZDŮVODNĚNÍ UDĚLENÉHO RATINGU 2
VÝSTUP Z BODOVACÍ KARTY BCA 6
O MOODY'S RATINGU MÍSTNÍCH A REGIONÁLNÍCH SAMOSPRÁV 6
FAKTORY RATINGU 8
PŘÍLOHA I: FINANČNÍ UKAZATELE 9
PŘÍLOHA II: DEFINICE HODNOCENÍ NA DLOUHODOBÉ NÁRODNÍ RATINGOVÉ STUPNICI 12
SOUVISEJÍCÍ DOKUMENTY MOODY'S 14

Kontakty:

PRAHA +420.224.222.929

Ivan Kuvík +420.221.666.321
Associate Analyst
ivan.kuvik@moodys.com

Gjorgji Josifov +420.221.666.340
Assistant Vice President – Analyst
gjorgji.josifov@moodys.com

LONDON +44.20.7772.5454

David Rubinoff +44.20.7772.1398
Managing Director – Sub Sovereigns
david.rubinoff@moodys.com

Tato analýza poskytuje podrobné vysvětlení ratingu Libereckého kraje a doporučuje se číst ji ve spojitosti s nejaktuálnějším Výrokem o ratingu a s relevantními ratingovými informacemi, které je možné nalézt na stránkách společnosti Moody's.

Udělený rating

Kategorie	Moody's Rating
Výhled	Stabilní
Národní rating subjektu	Aa1.cz

Základní ukazatele

(K 31. prosinci)	2007	2008	2009	2010	2011
Čistý přímý a nepřímý dluh/Provozní příjmy (%)	14,6	17,3	15,4	13,0	11,9
Dluhová služba/Celkové příjmy (%)	1,2	1,3	3,6	1,9	1,2
Hrubý provozní výsledek/Provozní příjmy (%)	13,1	13,3	5,3	7,8	6,5
Saldo rozpočtu/Celkové příjmy (%)	0,4	-3,5	-2,8	11,6	-1,2
Provozní dotace/Provozní příjmy (%)[1]	97,7	97,0	97,6	96,8	94,3
Kapacita samofinancování [2]	1,0	0,8	0,8	1,0	0,9
Kapitálové výdaje/Celkové výdaje (%)	14,7	17,7	14,0	8,4	8,4

[1] Provozní dotace = provozní transfery + sdílené daně ; [2] Kapacita samofinancování = (hrubý provozní výsledek + kapitálové příjmy) / kapitálové výdaje

Zdůvodnění uděleného ratingu

Národní rating Libereckého kraje Aa1.cz zohledňuje řadu faktorů, zejména dosavadní konzervativní přístup při sestavování rozpočtu, což odráží jeho téměř vyrovnané hospodaření (před financováním). Rating také reflektuje stabilní a relativně nízkou zadluženost kraje a jeho zvladatelnou dluhovou službu, i když se v blízké době čeká mírné zvýšení.

Rating rovněž zohledňuje finanční náročnost kapitálových výdajů plánovaných ve střednědobém výhledu a dopad nejistého vývoje příjmů ze sdílených daní v příštích dvou letech na finanční situaci kraje. Ratingové hodnocení zůstává i nadále omezeno systémem financování samospráv v České republice (ČR), který je charakteristický nízkou flexibilitou rozpočtu.

Agentura Moody's hodnotí na národní ratingové stupnici tři regionální samosprávy, všechny na úrovni Aa1.cz.

Silné stránky

Mezi silné stránky Libereckého kraje patří:

» Dosavadní konzervativní přístup k řízení rozpočtu odrážející se ve vyrovnaných rozpočtech.

» Stabilní, relativně nižší zadluženost a dobře zvladatelná dluhová služba.

Slabé stránky

Mezi slabé stránky kraje patří:

» Slabší provozní výsledky v posledních třech letech, které se ve střednědobém horizontu pravděpodobně výrazně nezlepší.

» Omezená flexibilita na straně příjmů a rigidita provozních výdajů.

Ratingový výhled

Výhled ratingu je stabilní.

Co by mohlo rating – ZVÝŠIT

Trvalé zlepšení provozních výsledků a celkového hospodaření kraje, společně se stabilní úrovní zadluženosti by mohly mít pozitivní dopad na rating.

Co by mohlo rating – SNÍŽIT

Trvalý propad provozních výsledků kraje nebo náhlé prohloubení rozpočtového deficitu spojené s výrazným nárůstem zadluženosti by mohly mít negativní vliv na ratingové hodnocení.

Podrobné zdůvodnění uděleného ratingu

Rating Libereckého kraje odráží aplikaci Metodiky společné platební neschopnosti (Joint-Default Analysis, JDA) pro hodnocení regionálních a místních samospráv společnosti Moody's. V souladu s touto metodikou Moody's nejprve stanoví základní úvěrové hodnocení (Baseline Credit Assessment, BCA) subjektu a pak zohlední pravděpodobnost podpory ze strany vlády v případě akutního nedostatku likvidity.

Základní úvěrové hodnocení

BCA Libereckého kraje na stupni a3 se opírá o následující faktory:

Finanční pozice a výsledky hospodaření

V roce 2011 došlo k mírnému zhoršení provozních výsledků Libereckého kraje na 6,5 % provozních příjmů z 7,8 % v roce 2010. Důvodem mírného poklesu byl jen 2,4% nárůst provozních příjmů, který nepokryl 3,8% zvýšení provozních výdajů. Nárůst provozních příjmů a výdajů byl způsoben zejména úpravou způsobu nákupu energií, který je od roku 2011 centralizován v účetnictví kraje. Pouze zanedbatelný nárůst příjmů ze sdílených daní, které kraji poskytují nejvíc flexibility, navíc nestačil na kompenzaci mírně vyšších výdajů na mzdy a provozní dotace. Nicméně, hrubé provozní výsledky (HPV) kraje jsou blízko průměru českých krajských samospráv hodnocených agenturou Moody's a poskytují dostatečný prostor pro krytí jeho dluhové služby.

V roce 2012 očekáváme, že se HPV Libereckého kraje bude pohybovat v rozmezí 7 - 8 % provozních příjmů. I když je přístup kraje k řízení rozpočtu obezřetný a odhady budoucích příjmů spíše konzervativní, očekávaná stagnace příjmů v nejbližších dvou letech kraji neposkytne dostatečný prostor pro dosažení provozních přebytků z let 2007 a 2008.

Vedení kraje se snaží udržet vyrovnaný rozpočet před financováním. V roce 2010 kraj hospodařil s přebytkem před financováním na úrovni 11,6 % celkových příjmů, to však bylo způsobeno především přijetím investiční dotace (6 % celkových příjmů) na dosud nezrealizované projekty, která je zatím stále součástí hotovostních rezerv kraje. Kvůli prodlevám v implementaci investičních projektů se kapitálové výdaje snížily v roce 2010 na 8,4 % celkových výdajů. Tempo realizace investičních projektů dosáhlo v roce 2011 rovněž 8,4 %, což vedlo k bezmála vyrovnanému hospodaření na konci roku. Investiční výdaje se v roce 2012 mírně zvýší v důsledku vyššího čerpání prostředků z úvěru na rekonstrukci mostů, který byl uzavřen v roce 2010 (viz Dluhový profil). S přihlédnutím na možnou implementaci zatím nerealizovaných projektů tato skutečnost pravděpodobně povede k mírnému rozpočtovému deficitu i v roce 2012 (před financováním). Vzniklý deficit bude krytý z již zmíněných úvěrových prostředků a hotovostí. Investiční výdaje kraje z velké části směřují do dopravní infrastruktury, školských zařízení, nemocnic a objektů poskytujících sociální služby.

Liberecký kraj si i nadále udržuje komfortní hotovostní rezervy, jejichž objem v roce 2011 dosáhl 16 % provozních příjmů. Je však nutné podotknout, že většina hotovostních rezerv je určena k financování již naplánovaných projektů. Nicméně hotovostní rezervy jsou dostačující na krytí možných výpadků v peněžním toku.

Dluhový profil

Zadluženost Libereckého kraje je relativně nízká. V roce 2011 zadluženost klesla na 12 % z 13 % dosažených v roce 2010 a 15 % v roce 2009, což je mírně pod celorepublikovým krajským průměrem.

Vedení kraje v roce 2010 podepsalo kontrakt na úvěr ve výši 500 milionů Kč za účelem financování rekonstrukce mostů. Úvěr byl v roce 2011 čerpán jen z malé části (13 milionů Kč), což bylo převáženo splátkami již stávajících úvěrů a výsledkem byl pokles dluhu kraje na konci roku. Vedení kraje předpokládá, že tento úvěr do konce roku 2012 načerpá zhruba do výše 100 milionů Kč, nebo 2 % provozních příjmů. Tím se zadluženost kraje nepatrně zvýší na 14 % provozních příjmů. Podle smluvních podmínek budou prostředky z úvěru k dispozici do listopadu 2013. Pokud by byl úvěr v příštím roce načerpán v plné výši, zadluženost kraje by mírně vzrostla na stále zvladatelných 18 % provozních příjmů. Moody's podotýká, že při současném tempu realizace investic je tento scénář nepravděpodobný. Vedení kraje nebude usilovat o prodloužení lhůty čerpání tohoto úvěru. Kraj navíc neplánuje čerpat žádné nové úvěry. Proto neočekáváme, že by kraj ve střednědobém výhledu zvýšil svoji zadluženost nad úroveň zaznamenanou v roce 2008.

Čistý přímý dluh Libereckého kraje na konci roku 2011 dosáhl 776 milionů Kč. Zhruba 90 % dluhu tvořil dlouhodobý úvěr určený k financování modernizace regionální silniční sítě. Úvěr je splácen postupně a bude plně uhrazen v roce 2026. Zbytek tvoří převzatý úvěr ze zrušené příspěvkové organizace se splatností v roce 2014. Liberecký kraj nemá skoro žádný nepřímý dluh.

Vedení kraje dosud nemělo problém s řízením dluhu. Je to zejména díky dlouhodobé a umořovací struktuře hlavních úvěrů, odkladu splátek a nepřítomnosti měnového rizika. Dluhová služba dosáhla svého maxima v roce 2009 na úrovni 4 % provozních příjmů kraje, kdy byla splacena poslední směnka vydaná v roce 2005. Od té doby se dluhová služba stabilizovala kolem 2 % provozních příjmů a neměla by se výrazně měnit, což je přijatelná zátěž pro krajský rozpočet.

Faktory správy a řízení

Úroveň správy a řízení kraje je dobrá, a je v souladu s ostatními kraji v České republice. Kraj dlouhodobě udržuje poměrně konzervativní fiskální politiku. Komplexní a transparentní finanční výkaznictví včetně rozpočtového výhledu na dva roky, který stručně nastiňuje očekávaný vývoj rozpočtu, přispívá k dobrému řízení rozpočtu. Zkušenosti kraje s řízením dluhu jsou, podle Moody's, poměrně omezené s ohledem na nepříliš složitou strukturu a celkovou výši zadluženosti (stejně jako u většiny ostatních českých krajů).

Ekonomická základna

Liberecký kraj leží v severní části České republiky, co do počtu obyvatel je druhým nejmenším krajem v ČR a zaujímá pouze 4 % území republiky. Liberecký kraj je typický vysokou zaměstnaností v průmyslu a stavebnictví, zejména pak v odvětvích zpracovatelského průmyslu s úzkou vazbou na výrobu automobilů, ve strojírenství a výrobě a zpracování plastů. Tradiční textilní a sklářský průmysl postupně ztratil svůj význam.

Důsledkem ekonomické recese vzrostla míra nezaměstnanosti v Libereckém kraji ze 6 % v roce 2008 na více než 10 % v roce 2009, tj. nad celorepublikový průměr 9 %. S nastolením pomalého ekonomického oživení se trh práce zotavoval jen pomalým tempem. Na konci roku 2011 dosáhla míra nezaměstnanosti v kraji 9,4 %, což bylo stále nad celorepublikovým průměrem 8,6 %. V letošním roce se česká ekonomika opětovně dostala do recese, což vedlo k nárůstu nezaměstnanosti na 9,6 % na konci září 2012. Do konce roku ještě očekáváme stagnaci nebo mírné zhoršení na trhu práce, jelikož se ekonomický růst českému hospodářství s vysokou pravděpodobností vyhne.

Počet obyvatel kraje od roku 2005 narostl, zejména v důsledku pozitivního migračního salda a mírného přirozeného přírůstku. Na druhé straně se podíl populace v produktivním věku v posledních letech snižuje. Dlouhodobé pokračování tohoto trendu může vyvolat tlak v krajském rozpočtu, hlavně na straně výdajů.

Moody's považuje vliv místní ekonomiky na bonitu kraje za omezený. V institucionálním a finančním rámci, ve kterém regionální a místní samosprávy v ČR působí, výkonnost lokální ekonomiky neovlivňuje přímo jejich rozpočty. Rozpočty těchto subjektů se odvíjejí téměř výhradně od vývoje národní ekonomiky jako celku. Z tohoto důvodu jsou příjmy kraje závislé zejména na příjmech ze sdílených daní a vládních transferů.

Prostředí působnosti

Prostředí, v němž působí české regionální a místní samosprávy, je charakteristické pro rozvíjející se tržní ekonomiky zemí OECD. V porovnání s průměrem těchto ekonomik se přitom ČR vyznačuje relativně vysokým HDP na hlavu, mírnou volatilitou HDP a poměrně vysokým indexem vládní efektivity vydávaném Světovou bankou. Z kombinace těchto charakteristik vyplývá nízké systémové riziko, což reflektuje A1 rating ČR.

Institucionální rámec

Krajské samosprávy v České republice vznikly v roce 2000. Způsob financování základních kompetencí krajů a struktura jejich rozpočtů se ustálily a je nepravděpodobné, že by v blízké době došlo k jejich zásadním změnám. Avšak úsporná opatření, která zavedla centrální vláda jako reakci na dluhovou krizi v eurozóně, a zhoršující se výhled ekonomiky budou mít dopad na regionální a místní samosprávy.

I když české kraje vyšly z globální finanční krize (2009) v relativně dobré kondici, jejich rozpočty zůstávají pod tlakem v důsledku zvyšující se nejistoty v příjmech v souvislosti se změnami v dani z přidané hodnoty (DPH) a dani z příjmů fyzických osob (DPFO) a s úpravou podílu krajů na sdílených daních s účinností od roku 2012. Legislativní změny v kombinaci se zpomalujícím

se hospodářským růstem pravděpodobně omezí očekávaný růst příjmů v roce 2012 a 2013. Bonita českých územních samospráv bude do budoucna záviset na jejich schopnosti přizpůsobit se nízkému očekávanému růstu příjmů a udržet pod kontrolou růst zadluženosti navzdory přetrvávajícím potřebám investic do infrastruktury.

Provozní příjmy krajů se téměř výhradně skládají z transferů (62 % v roce 2011) a ze sdílených daní (35 %). K rozhodnutí o poskytnutí a výši státní dotace dochází na vládní úrovni a proces jejího využití je úzce monitorován. Sdílené daně jsou určovány státem a rozdělovány bez jakékoliv návaznosti na hospodářskou výkonnost daného kraje. Jsou naopak výhradně navázané na vývoj národní ekonomiky jako celku. Přes existující snahy nahradit některé transfery sdílenými daněmi, je nepravděpodobné, že by krajům byly dány jakékoli pravomoci umožňující jim přímo ovlivňovat výši svých daňových příjmů.

Stejná nepružnost panuje i na straně výdajů a omezuje schopnost krajů regulovat jejich strukturu a růst. Přibližně 67 % provozních výdajů bylo v roce 2011 (rozhodující podíl tvoří výdaje na školství) financováno ze státních transferů a šlo především o nedávno přenesené kompetence, u kterých je velmi obtížné rychle snížit výdaje nebo je restrukturalizovat. Je však na každé krajské samosprávě, zda dokáže zvýšit efektivnost výkonu služeb, které poskytuje a to prostřednictvím regulace růstu provozních výdajů, např. reorganizací úřadu a struktury svých příspěvkových organizací, personálními změnami, omezením poskytovaných grantů apod. Kraje také mohou snížit své kapitálové výdaje, které v roce 2011 tvořily 13 % jejich celkových výdajů. Některé investiční výdaje však postrádají potřebnou flexibilitu. Například je vyloučena manipulace s investicemi spolufinancovanými fondy EU a transfery od státu, jelikož nemohou být použity na jiné účely, než na které byly poskytnuty. Navíc musí být vráceny příslušnému orgánu, nedojde-li k jejich využití.

Přímý dluh krajů je nízký (14 % provozních příjmů v roce 2011), a to i přes omezenou flexibilitu jejich rozpočtů. Nicméně zadlužení krajů se pravděpodobně zvýší v důsledku potřeby financovat rozsáhlé investiční projekty a přispívat na spolufinancování projektů podporovaných z fondů EU.

Zohlednění mimořádné podpory

Moody's se ve svém hodnocení přiklání ke střední pravděpodobnosti mimořádné podpory ze strany vlády, přičemž zohledňuje úsilí centrální vlády o posílení odpovědnosti a samostatnosti českých krajů. Ve vztahu ke krajům dává vláda přednost spíše neintervenční politice, jak o tom svědčí i skutečnost, že vůči nim uplatňuje pouze všeobecný kontrolní dohled. Riziko, že by v souvislosti s hospodařením konkrétního kraje mohlo dojít k poškození reputace českého státu a jeho vlády, považujeme za velmi mírné, a to s ohledem na nízkou zadluženost krajů, kterou tvoří spíše bankovní úvěry.

Moody's dále stanovila velmi vysokou míru závislosti platební neschopnosti mezi kraji a státem, a to s ohledem na silnou závislost na zdrojích centrální vlády, ať již v podobě sdílených daní, které jsou určovány a vybírány celostátně a následně přerozdělovány na základě zákona, či v podobě dotací ze státního rozpočtu.

Výstup z bodovací karty BCA

V případě Libereckého kraje vygenerovala bodovací karta BCA hodnocení (viz níže) na úrovni 5 (ekvivalentní hodnotě a1), ve srovnání s BCA na úrovni 7 (ekvivalentní hodnotě a3) uděleného ratingovým výborem. Dvoustupňový rozdíl mezi hodnotou udělenou ratingovým výborem a referenční hodnotou vygenerovanou bodovací kartou reflektuje přesvědčení Moody's, že bodovací karta podhodnocuje systémové riziko České republiky v sekci „Prostředí působnosti".

Bodovací karta BCA (BCA Scorecard) - nástroj, který využívá ratingový výbor k hodnocení úvěrové a finanční důvěryhodnosti krajských a místních samospráv - obsahuje soubor kvalitativních a kvantitativních ukazatelů, na jejichž základě se stanoví hodnoty základního úvěrového hodnocení. Ukazatele zachycené na bodovací kartě poskytují dobrý statistický odhad pro posouzení síly subjektu jako takového. Všeobecně platí, že u subjektů s nejlepším hodnocením generovaným bodovací kartou se dá očekávat udělení vyššího ratingu. Odhadnutá základní úvěrová hodnocení vygenerovaná bodovací kartou však nenahrazují závěry ratingového výboru ohledně jednotlivých BCA a bodovací karta není maticí, která by automaticky udělovala nebo měnila tato hodnocení. Výsledky, které poskytuje bodovací karta, mají navíc jistá omezení: vzhledem k využívání historických dat se dívají do minulosti, zatímco ratingové hodnocení představuje názor na finanční sílu subjektu v současnosti a s výhledem do budoucna. K tomu přistupuje skutečnost, že omezený počet proměnných obsažených v bodovací kartě nemůže plně obsáhnout šíři a hloubku naší analýzy.

O Moody's ratingu místních a regionálních samospráv

Národní a mezinárodní ratingy

Národní ratingové stupnice Moody's (NRS) jsou vyjádřením relativní bonity emitentů a emisí příslušné země, a tím umožňují účastníkům trhu lépe rozlišit relativní rizika. NRS se odlišují od globálních ratingových stupnic v tom, že nejsou navzájem srovnatelné v celém spektru hodnocených subjektů agenturou Moody's. NRS jsou navzájem srovnatelné pouze v rámci jedné země. NRS jsou označované indexem „.nn", který naznačuje příslušnost k relevantní zemi, jako je tomu v případě indexu „.cz" pro Českou republiku. Bližší informace o přístupu Moody's k národním ratingovým stupnicím jsou zveřejněné v publikaci „Mapping Moody's National Scale Ratings to Global Scale Ratings" vydané v říjnu 2012.

Mezinárodní rating Moody's udělovaný subjektům a emisím v místní měně umožňuje investorům porovnat úvěrovou a finanční důvěryhodnost subjektu/emise se všemi ostatními na světě spíše než pouze v jedné zemi. Toto mezinárodní hodnocení zahrnuje všechna rizika vztahující se k dané zemi, včetně možné volatility ve vývoji její národní ekonomiky.

Stropy jednotlivých zemí pro závazky v cizí měně

Moody's stanoví strop pro dluhopisy a směnky v cizí měně každé zemi (nebo samostatné měnové oblasti) v níž se nacházejí hodnocené subjekty. Tento strop obecně vyjadřuje nejvyšší možný rating, který může být udělen cenným papírům denominovaným v cizí měně, které vydává subjekt podléhající měnové suverenitě dané země nebo oblasti. Ve většině případů je tento strop stejný jako rating, který byl (nebo by mohl být) udělen dluhopisům dané vlády v cizí měně. Mohou se ovšem vyskytnout i ratingy, které převyšují strop dané země, a to v případě cenných papírů splňujících zvláštní podmínky, které jim zajišťují nižší riziko platební neschopnosti, než vyjadřuje udělený strop. Tyto zvláštní podmínky mohou být spojeny buď s postavením a charakteristikou subjektu nebo se vztahují k pohledu Moody's na pravděpodobné kroky příslušné vlády během případné krize cizí měny.

Základní úvěrové hodnocení

Základní úvěrové hodnocení (Baseline credit assessment – BCA) odpovídá vlastní finanční síle dané samosprávy bez zohlednění mimořádných dotací nebo transferů od podporující vlády (státu). Smluvní vztahy a jakékoliv pravidelné dotační vztahy se státem jsou zohledněny v BCA, a proto je považujeme za součást hodnocení vlastní finanční síly dané samosprávy.

Stupně BCA jsou vyjádřeny v alfanumerickém formátu s malými písmeny, které odpovídají alfanumerickým ratingovým stupňům na globální stupnici.

Mimořádná podpora

Mimořádná podpora je definována jako souhrn opatření, která by přijala podporující vláda, aby zabránila platební neschopnosti místní samosprávy. Tato podpora může mít různé podoby – od formální záruky až po přímou finanční výpomoc či zprostředkování jednání s věřiteli za účelem snadnějšího přístupu k finančním zdrojům. Mimořádná podpora je popisována jako "nízká" (0 – 30 %), "střední" (31 – 50 %), "vysoká" (51 – 70 %), "velmi vysoká" (71 – 95 %), nebo jako "plná podpora" (96 – 100 %).

Závislost platební neschopnosti

Závislost platební neschopnosti odráží pravděpodobnost, že kreditní profily dvou provázaných subjektů nemusí být stoprocentně sladěny. Tato neúplná korelace, pokud k ní dojde, způsobuje výrazné odlišnosti, které mohou zásadně změnit výsledek vzájemné závislosti platební neschopnosti. Je zřejmé, že pokud rizika platební neschopnosti dvou provázaných subjektů plně nekorelují, riziko současné platební neschopnosti je menší než to, že se v platební neschopnosti ocitne jeden ze subjektů sám.

V aplikaci analýzy společné platební neschopnosti na místní a regionální samosprávy vyjadřuje koncept společné platební neschopnosti, do jaké míry jsou místní samosprávy a vláda, která je podporuje, společně citlivé na negativní okolnosti vedoucí k platební neschopnosti. Protože kapacita vyššího stupně správy (vlády) poskytnout samosprávnému celku mimořádnou podporu a předejít tak jeho platební neschopnosti je vždy odvislá od solventnosti obou subjektů, platí, že čím větší je vzájemná závislost základního rizika platební neschopnosti, tím nižší je přínos ze vzájemné podpory. Ve většině případů mají blízké ekonomické vazby, překrývající se daňová základna a těsně provázané fiskální procesy mezi různými úrovněmi správy za následek střední až velmi vysoký stupeň vzájemné závislosti platební neschopnosti.

Závislost platební neschopnosti je popisována jako "nízká" (0 – 30 %), "střední" (31 – 50 %), "vysoká" (51 – 70 %), nebo "velmi vysoká" (71 – 100 %).

Faktory ratingu

Liberecký kraj

Základní úvěrové hodnocení Bodovací karta – 2010	Hodnota	Body	Váhy dílčích faktorů	Dílčí faktory celkem	Váhy pro rozvíjející se země	Celkem
Faktor 1: Prostředí působnosti						
HDP na osobu (parita kupní síly, USD)	24 766	6	50,0 %			
Volatilita HDP (%)	4,0	3	25,0 %	4,50	60,0 %	2,70
Efektivita vlády (Index Světové banky)	1,01	3	25,0 %			
Faktor 2: Institucionální rámec						
Předvídatelnost, stabilita, schopnost reagovat	7,5	7,5	50,0 %			
Fiskální stabilita A	15	15	16,7 %	10,01	10,0 %	1,00
Fiskální stabilita B	15	15	16,7 %			
Fiskální stabilita C	7,5	7,5	16,6 %			
Faktor 3: Finanční postavení a výkonnost						
Splátky úroků/provozní příjmy (%)	0,4	1	33,3 %			
Saldo rozpočtu/celkové příjmy (%)	5,3	3	33,3 %	4,33	7,5 %	0,33
Hrubý provozní výsledek/provozní příjmy (%)	7,9	9	33,3 %			
Faktor 4: Profil zadluženosti						
Čistý přímý a nepřímý dluh/provozní příjmy (%)	13,2	1	50,0 %			
Přímý dluh splatný do 1 roku/přímý dluh (%)	8,0	1	25,0 %	1,50	7,5 %	0,11
Trend vývoje čistého přímého dluhu/provozní příjmy	-5,3	1	25,0 %			
Faktor 5: Faktory správy a řízení						
Řízení rozpočtu	1	1	40,0 %			
Investiční strategie a řízení dluhu	7,5	7,5	20,0 %			
Transparentnost a poskytování informací (A)	1	1	15,0 %	2,30	7,5 %	0,17
Transparentnost a poskytování informací (B)	1	1	15,0 %			
Institucionální kapacita	1	1	10,0 %			
Faktor 6: Ekonomická základna						
Krajské HDP na osobu (parita kupní síly, USD) - odhad	18 847	9	100,0 %	9,00	7,5 %	0,68
Celkový počet bodů						**5**

Příloha I: Finanční ukazatele

Liberecký kraj

v mil. Kč	2007 skut.	%	2008 skut.	%	2009 skut.	%	2010 skut.	%	2011 skut.	%
FINANČNÍ UKAZATELE										
Celkové příjmy [1]	5 915		6 188		6 598		7 229		6 558	
Celkové výdaje [2]	5 893		6 403		6 785		6 392		6 637	
PROVOZNÍ P ŘÍJMY										
Daňové příjmy	2 221	*38, 4*	2 388	*39, 3*	2 107	*34, 2*	2 169	*34,2*	2 184	*33,6*
Sdílené daně	2 213	*38, 3*	2 381	*39, 2*	2 101	*34, 1*	2 163	*34,1*	2 178	*33,5*
Daň z příjmů fyzických osob	599	*10, 4*	565	*9, 3*	520	*8, 4*	527	*8,3*	546	*8,4*
Daň z příjmů právnických osob	642	*11, 1*	747	*12, 3*	525	*8, 5*	518	*8,2*	484	*7,4*
DPH	972	*16, 8*	1 068	*17, 6*	1 057	*17, 1*	1 118	*17,6*	1 149	*17,7*
Ostatní daňové příjmy a poplatky	8	*0, 1*	7	*0, 1*	6	*0, 1*	5	*0,1*	5	*0,1*
Transfery	3 433	*59, 4*	3 517	*57, 9*	3 914	*63, 5*	3 980	*62,7*	3 951	*60,8*
Nedaňové příjmy	125	*2, 2*	174	*2, 9*	143	*2, 3*	197	*3,1*	362	*5,6*
Provozní příjmy celkem	**5 779**	***100, 0***	**6 080**	***100, 0***	**6 164**	***100, 0***	**6 346**	***100,0***	**6 497**	***100,0***
PROVOZNÍ VÝDAJE										
Personální výdaje	146	*2, 9*	170	*3, 2*	181	*3, 1*	195	*3,3*	202	*3,3*
Nákup zboží a služeb	169	*3, 4*	184	*3, 5*	213	*3, 7*	314	*5,4*	503	*8,3*
Poskytnuté transfery	4 682	*93, 2*	4 882	*92, 6*	5 379	*92, 2*	5 322	*90,9*	5 352	*88,1*
Úroky	19	*0, 4*	33	*0, 6*	45	*0, 8*	21	*0,4*	15	*0,2*
Ostatní	7	*0, 1*	2	*0, 0*	17	*0, 3*	0	*0,0*	5	*0,1*
Provozní výdaje celkem [3]	**5 024**	***100, 0***	**5 272**	***100, 0***	**5 836**	***100, 0***	**5 852**	***100,0***	**6 077**	***100,0***
Provozní výsledek bez dluhové služby	774		841		373		515		436	
Hrubý provozní výsledek [4]	755		808		328		494		421	
Čistý provozní výsledek [5]	702		758		135		374		356	

Liberecký kraj

v mil. Kč	2007 skut.	%	2008 skut.	%	2009 skut.	%	2010 skut.	%	2011 skut.	%
KAPITÁLOVÉ PŘÍJMY										
Příjmy z prodeje majetku	39	*28,3*	15	*14,0*	1	*0,2*	5	*0,6*	14	*23,9*
Investiční dotace	86	*63,5*	85	*78,5*	432	*99,5*	848	*96,0*	46	*76,1*
Ostatní	11	*8,2*	8	*7,5*	1	*0,3*	30	*3,4*	0,0	*0,0*
Kapitálové příjmy celkem	**136**	***100,0***	**108**	***100,0***	**434**	***100,0***	**883**	***100,0***	**60**	***100,0***
KAPITÁLOVÉ VÝDAJE										
Investiční nákupy a související výdaje [6]	158	*18,2*	432	*38,2*	675	*71,2*	279	*51,6*	308	*54,9*
Nákup akcií a majetkových podíl ů	1	*0,1*	0	*0,0*	0	*0,0*	0	*0,0*	7	*1,2*
Investiční transfery [7]	706	*81,3*	699	*61,8*	253	*26,7*	261	*48,4*	245	*43,8*
Ostatní	3	*0,4*	0	*0,0*	20	*2,1*	0	*0,0*	0	*0,0*
Kapitálové výdaje celkem	**869**	***100,0***	**1 131**	***100,0***	**949**	***100,0***	**540**	***100,0***	**560**	***100,0***
Kapitálový deficit/p řebytek	-733		-1 023		-514		343		-500	
SALDO ROZPOČTU	22		-215		-186		837		-79	
UKAZATELE ZADLUŽENOSTI										
VÝVOJ ZADLUŽENOSTI										
Přijaté úvěry a návratné finanční výpomoci	337		327		90		0		13	
Splátky jistiny a finan čních výpomocí [8]	52		49		193		119		65	
Změna zadluženosti [9]	**285**		**278**		**-103**		**-119**		**-52**	
CELKOVÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ [10]	306		62		-289		717		-131	
CELKOVÝ DLUH										
PŘÍMÝ DLUH										
Přímý dluh	772	*91,4*	1 050	*99,7*	947	*99,8*	828	*99,1*	776	*100,0*
NEPŘÍMÝ DLUH										
Poskytnuté záruky	73	*8,6*	4	*0,3*	2	*0,2*	7	*0,9*	0	*0,0*
Ostatní	0	*0,0*	0	*0,0*	0	*0,0*	0	*0,0*	0	*0,0*
CELKOVÝ PŘÍMÝ A NEPŘÍMÝ DLUH	**845**	***100,0***	**1 053**	***100,0***	**949**	***100,0***	**835**	***100,0***	**776**	***100,0***
ČISTÝ PŘÍMÝ A NEPŘÍMÝ DLUH	**845**	***100,0***	**1 053**	***100,0***	**949**	***100,0***	**835**	***100,0***	**776**	***100,0***

Liberecký kraj

	2007 skut.	2008 skut.	2009 skut.	2010 skut.	2011 skut.
ZÁKLADNÍ UKAZATELE					
ROZPOČTOVÉ UKAZATELE					
Míra růstu celkových příjmů [1] (%)	1,9	4,6	6,6	9,6	-9,3
Míra růstu celkových výdajů [2] (%)	1,5	8,6	6,0	-5,8	3,8
Celkové příjmy na obyvatele v Kč	13 630	14 259	15 205	16 432	14 906
Celkové výdaje na obyvatele v K č	13 581	14 755	15 634	14 530	15 086
Celk.daňové příjmy/celk.příjmy (%)	37,5	38,6	31,9	30,0	33,3
Běžné přijaté dot./celkové příjmy (%)	96,9	96,7	97,7	96,7	94,2
Celk. poskytnuté dot./celk. výdaje (%)	91,4	87,2	83,0	87,3	84,3
Fin. deficit/přebytek v % celk. příjmů	0,4	-3,5	-2,8	11,6	-1,2
PROVOZNÍ ROZPO ČET					
Běžné příjmy/celkové příjmy (%)	97,7	98,3	93,4	87,8	99,1
Běžné výdaje/celkové výdaje (%)	85,3	82,3	86,0	91,6	91,6
Daňové příjmy/provozní příjmy (%)	38,4	39,3	34,2	34,2	33,6
Běžné dotace/provozní příjmy (%)	97,7	97,0	97,6	96,8	94,3
Poskytnuté b ěžné dotace/provozní výdaje (%)	93,2	92,6	92,2	90,9	88,1
Provozní výsledek bez dluhové služby/provoz. p říjmy (%)	13,4	13,8	6,1	8,1	6,7
Hrubý provoz.výsledek/provoz.p říjmy (%)	13,1	13,3	5,3	7,8	6,5
Čistý provozní výsledek/provozní příjmy (%)	12,2	12,5	2,2	5,9	5,5
Finanční deficit/přebytek/provozní příjmy (%)	0,4	-3,5	-3,0	13,2	-1,2
KAPITÁLOVÝ ROZPO ČET					
Kapitálové příjmy/celkové příjmy (%)	2,3	1,7	6,6	12,2	0,9
Kapitálové výdaje/celkové výdaje (%)	14,7	17,7	14,0	8,4	8,4
Investiční dotace/kapitálové p říjmy (%)	63,5	78,5	99,5	96,0	76,1
Čistý provozní výsledek/kapitálové výdaje (%)	80,8	67,1	14,3	69,3	63,6
ZADLUŽENOST					
Míra růstu čistého přímého a nepřímého dluhu (%)	37,0	24,7	-9,9	-12,0	-7,1
Čistý přímý a nepřímý dluh na obyvatele v Kč	1 947	2 427	2 186	1 691	1 844
Čistý přímý a nepřímý dluh/ provozní příjmy (%)	14,6	17,3	15,4	13,2	-6,2
Čistý přímý a nepřímý dluh/ hrubý provozní výsledek (v letech)	1	1	3	2	2
Míra růstu splátek úroků (%)	293,5	73,6	36,5	-54,1	-29,0
Splátky úroků/ provozní příjmy (%)	0,3	0,5	0,7	0,3	0,2
Míra růstu dluhové služby (%)	59,4	15,3	188,7	-41,0	-43,4
Dluhová služba/ provozní p říjmy (%)	1,2	1,4	3,9	2,2	1,2
Přijaté úvěry/ čistý přímý a nepřímý dluh (%)	43,7	31,1	9,5	0,0	1,7
Přijaté úvěry/ splátky jistiny (%)	643,7	663,3	85,6	0,0	20,3
Přijaté úvěry/ kapitálové výdaje (%)	38,8	28,9	9,5	0,0	2,3
Splátky jistiny/ hrubý provozní výsledek (%)	6,9	6,1	32,0	24,2	15,4

POZN.:
[1] Bez přijatých úvěrů
[2] Bez splátek jistiny
[3] Bez splátky úvěru převzatého od příspěvkové organizace Nemocnice Liberec a bez dotace PO Krajská správa silnic na opravy silnic financované z úvěru
[4] Po splátkách úroků
[5] Po splátkách jistiny a úroků
[6] Bez splátky směnek
[7] Včetně dotace PO Krajská správa silnic na opravy silnic financované z úvěru
[8] Včetně splátky směnek a splátky úvěru převzatého od zrušené příspěvkové organizace Nemocnice Liberec
[9] Přijaté úvěry - splátky jistiny
[10] Celkové příjmy - celkové výdaje (včetně úvěrů)

Příloha II: Definice hodnocení na dlouhodobé národní ratingové stupnici

Definice jednotlivých stupňů ratingu jsou uvedeny s modifikátorem ".nn" značícím příslušnou zemi, v případě ČR například Aaa.cz.

Aaa.nn - Subjekty nebo emise s maximální schopností splácet své závazky v porovnání s ostatními subjekty v dané zemi.
Aa.nn - Subjekty nebo emise s velmi vysokou schopností splácet své závazky v porovnání s dalšími subjekty v dané zemi.
A.nn - Subjekty nebo emise s nadprůměrnou schopností splácet své závazky v porovnání s dalšími subjekty v dané zemi.
Baa.nn - Subjekty nebo emise s průměrnou schopností splácet své závazky v porovnání s dalšími subjekty v dané zemi.
Ba.nn - Subjekty nebo emise s podprůměrnou schopností splácet své závazky v porovnání s dalšími subjekty v dané zemi.
B.nn - Subjekty nebo emise se slabou schopností splácet své závazky v porovnání s dalšími subjekty v dané zemi.
Caa.nn - Spekulativní subjekty nebo emise s velmi slabou schopností splácet své závazky v porovnání s dalšími subjekty v dané zemi.
Ca.nn - Velmi spekulativní subjekty nebo emise s extrémně slabou schopností splácet své závazky v porovnání s dalšími subjekty v dané zemi.
C.nn - Extrémně spekulativní subjekty nebo emise s nejslabší schopností splácet své závazky v porovnání s dalšími subjekty v dané zemi.

Pozn.: Společnost Moody's využívá numerické modifikátory 1, 2 a 3 pro každý stupeň všeobecné ratingové kategorie od Aa po Caa. Modifikátor 1 naznačuje, že závazek je hodnocený v horní části dané kategorie ratingu, modifikátor 2 vyjadřuje střední hodnocení a modifikátor 3 hodnocení ve spodní části dané kategorie.

Modifikátory zemí pro národní ratingové stupnice

Modifikátory používané pro označení jednotlivých zemí v národních ratingových stupnicích jsou:
.bo Bolívie
.br Brazílie
.cz Česká republika
.mx Mexiko
.ru Rusko
.sk Slovensko
.tr Turecko
.tw Tchaj-wan
.ua Ukrajina
.uy Uruguay
.za Jižní Afrika

Dlouhodobá národní ratingová stupnice platná pro Českou republiku

Globální Ratingová Stupnice	Dlouhodobá Národní Ratingová Stupnice
A1 a vyšší	Aaa.cz
A2	Aa1.cz
A3	Aa1.cz
Baa1	Aa2.cz
Baa2	Aa2.cz
Baa3	Aa3.cz
Ba1	A1.cz
Ba2	A2.cz
Ba3	A3.cz
B1	Baa1.cz
B2	Baa2.cz až Baa3.cz
B3	Ba1.cz
Caa1	Ba1.cz až Ba2.cz

Související dokumenty Moody's

Metodologie:

» The Application of Joint Default Analysis to Regional and Local Governments, prosinec 2008 (99025)

» Local and Regional Governments Outside the US, květen 2008 (107844)

» Mapping Moody's National Scale Ratings to Global Scale Ratings, říjen 2012 (146019)

Zprávu je možné prohlédnout kliknutím na příslušný odkaz. Všechny informace jsou aktuální k datu publikování příslušné zprávy, dostupná může být i aktuálnější verze. Ne všichni klienti mají přístup ke všem zprávám.

Číslo publikace: 147641

Autor
Ivan Kuvík

Senior Production Associate
Judy Torre

© 2012 Moody's Investors Service, Inc. a/nebo jeho nositelé licencí a pobočky (společně dále jen „MOODY'S"). Všechna práva vyhrazena.

UVĚROVÉ RATINGY JSOU AKTUÁLNÍ NÁZORY MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC.'S („MIS") NA PŘÍSLUŠNÁ BUDOUCÍ UVĚROVÁ RIZIKA SUBJEKTŮ, NA UVĚROVÉ ZÁVAZKY NEBO DLUHY NEBO DLUHOVÉ CENNÉ PAPÍRY. MIS DEFINUJE UVĚROVÉ RIZIKO JAKO RIZIKO, KDY SUBJEKT NESPLNÍ SVÉ SMLUVNÍ, FINANČNÍ ZÁVAZKY V OKAMŽIKU SPLATNOSTI A DÁLE JE VYSTAVEN JAKÉKOLIV ODHADOVANÉ FINANČNÍ ZTRÁTĚ V PŘÍPADĚ NEZAPLACENÍ. UVĚROVÉ RATINGY SE NETÝKAJÍ JAKÝCHKOLIV JINÝCH RIZIK, VČETNĚ, ALE BEZ OMEZENÍ: RIZIKA LIKVIDITY, RIZIKA TRŽNÍ HODNOTY NEBO CENOVÉ VOLATILITY. UVĚROVÉ RATINGY NEJSOU VÝPOVĚDI O SOUČASNÉM NEBO HISTORICKÉM FAKTU. UVĚROVÉ RATINGY NEPŘEDSTAVUJÍ INVESTIČNÍ NEBO FINANČNÍ RADU A UVĚROVÉ RATINGY NEJSOU DOPORUČENÍ K NÁKUPU, PRODEJI NEBO K DRŽENÍ URČITÝCH CENNÝCH PAPÍRŮ. UVĚROVÉ RATINGY NEKOMENTUJÍ VHODNOST INVESTICE PRO URČITÉHO INVESTORA. MIS VYDÁVÁ SVÉ UVĚROVÉ RATINGY S OČEKÁVÁNÍM A PŘEDPOKLADEM, ŽE KAŽDÝ INVESTOR SI PROVEDE SVOU VLASTNÍ STUDII A ZHODNOCENÍ KAŽDÉHO CENNÉHO PAPÍRU, JEHOŽ NÁKUP, DRŽENÍ NEBO PRODEJ ZVAŽUJE.

VŠECHNY INFORMACE OBSAŽENÉ DÁLE JSOU CHRÁNĚNY ZÁKONEM, VČETNĚ, ALE BEZ OMEZENÍ, AUTORSKÉHO PRÁVA, A ŽÁDNÁ Z TĚCHTO INFORMACÍ NESMÍ BÝT KOPÍROVÁNA NEBO JINAK REPRODUKOVÁNA, PŘESKUPOVÁNA, DÁLE PŘEDÁVÁNA, PŘEVÁDĚNA, ŠÍŘENA, DISTRIBUOVÁNA NEBO DÁLE PRODÁVÁNA NEBO UKLÁDÁNA PRO NÁSLEDNÉ POUŽITÍ K JAKÉMUKOLIV TAKOVÉMU ÚČELU, CELKOVĚ NEBO ČÁSTEČNĚ, V JAKÉKOLIV PODOBĚ ČI JAKÝMKOLIV ZPŮSOBEM NEBO JAKÝMKOLIV PROSTŘEDKEM, JAKOUKOLIV OSOBOU BEZ PŘEDCHOZÍHO PÍSEMNÉHO SOUHLASU MOODY'S. Všechny informace zde obsažené získala MOODY'S ze zdrojů, které považuje za přesné a spolehlivé. Vzhledem k možnosti lidských nebo mechanických chyb a také dalších faktorů, jsou nicméně všechny informace zde obsažené poskytovány „JAKO TAKOVÉ" bez jakékoliv záruky. MOODY'S používá veškeré možné nástroje a prostředky k tomu, aby informace používané k udělení ratingu byly dostatečně kvalitní a z ověřených zdrojů považovaných za spolehlivé včetně, pokud je možné, nezávislých zdrojů mimo klienta, nicméně MOODY'S není auditorem a proto neověřuje, neauditue a ani nemůže nezávisle ověřit každou informaci obdrženou v průběhu ratingového procesu. MOODY'S nebude v žádném případě zodpovědná jakékoliv osobě nebo subjektu za (a) jakoukoliv ztrátu nebo poškození celkově nebo částečně způsobené, vyplývající z nebo vztahující se k chybě (z nedbalosti nebo jinak) nebo k jiné okolnosti nebo nepředvídané okolnosti pod kontrolou nebo mimo kontrolu MOODY'S nebo jakýchkoliv jejích ředitelů, vedoucích, zaměstnanců nebo agentů v souvislosti s obstaráním, sběrem, sestavením, analýzou, interpretací, sdělením, publikací nebo poskytnutím jakékoliv takové informace, nebo (b) jakékoliv přímé, nepřímé, zvláštní, následné, kompenzační nebo náhodné škody jakékoliv povahy (mimo jiného včetně ušlého zisku), i když MOODY'S dostane informaci předem, že je zde možnost takových škod, vyplývajících z použití nebo nemožnosti použití takové informace. Ratingy, zprávy, finanční analýzy, projekce a další připomínky, pokud nějaké existují, představující část informace zde obsažené, musí být vykládány pouze jako vyjádření názorů a nikoliv jako prohlášení faktu nebo doporučení k nákupu, prodeji nebo držení jakéhokoliv cenného papíru. Každý uživatel informace obsažené dále si musí provést svou vlastní studii a vyhodnocení každého cenného papíru, jehož nákup, držení nebo prodej zvažuje. MOODY'S NEPOSKYTUJE ŽÁDNOU ZÁRUKU, VYJÁDŘENOU NEBO IMPLIKOVANOU, OHLEDNĚ PŘESNOSTI, VČASNOSTI, KOMPLETNOSTI, PRODEJNOSTI NEBO ZPŮSOBILOSTI K JAKÉMUKOLIV ÚČELU TAKOVÉHO RATINGU NEBO JINÉHO NÁZORU ČI INFORMACE POSKYTNUTÉ MOODY'S V JAKÉKOLIV PODOBNĚ ČI JAKÝMKOLIV ZPŮSOBEM.

MIS, uvěrová ratingová agentura zcela vlastněná společností Moody's Corporation („MCO"), zde uvádí, že většina emitentů dluhových cenných papírů (včetně korporátních a municipálních obligací, dluhopisů, dlužních úpisů a obchodních papírů) a přednostních cenných papírů hodnocených MIS odsouhlasila před pověřením provedení jakéhokoliv ratingu, že zaplatila MIS za jeho hodnocení a ratingové služby poplatky v řádu od 1 500 USD až zhruba do 2 500 000 USD. MCO a MIS také udržují politiky a postupy pro zajištění nezávislosti ratingů a ratingových procesů MIS. Informace ohledně některých spojení, které mohou existovat mezi řediteli MCO a hodnocenými subjekty, a mezi subjekty, které mají ratingy od MIS a také veřejně oznámily SEC zájem v oblasti vlastnictví v MCO větší než 5 %, jsou každý rok zveřejněny na www.moodys.com v části „Vztahy s akcionáři - Corporate Governance — Politika pro propojení ředitelů a akcionářů."

Jakékoliv publikování tohoto dokumentu v Austrálii je činěno tamější kanceláří MOODY'S, a to Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657, která vlastní licenci Australských Finančních Služeb číslo 336969. Tento dokument by měl být předkládán pouze „institucionálním klientům" ve znění odstavce 761G Obchodního zákoníku z roku 2001. V případě otevírání tohoto dokumentu z Austrálie, prezentujete tímto společnosti MOODY'S, že jste anebo že k danému dokumentu přistupujete jako zástupce „institucionálního klienta" a že vy osobně ani společnost, kterou zastupujete, přímo či nepřímo nerozšiřuje tento dokument nebo jeho obsah „retailovým investorům" ve smyslu odstavce 761G Obchodního zákoníku z roku 2001.

Bez ohledu na předcházející, úvěrové ratingy udělované Moody's Japan K.K. ("MJKK") od 1. října 2010 dále jsou současnými názory MJKK na relativní budoucí dluhové riziko subjektů, dluhových závazků a dluhu podobných cenných papírů. V těchto případech se má za to, že „MIS" je v předchozích dokumentech nahrazeno „MJKK".

MJKK je dceřinná společnost plně vlastněná Moody's Group Japan G.K., která je stoprocentní dcerou Moody's Overseas Holdings Inc. plně vlastněnou MCO.

Tento úvěrový rating je názorem na bonitu emitenta nebo jeho dluhového závazku a není názorem na bonitu jeho akcií nebo na bonitu jeho cenných papírů dostupných drobným investorům. Pro drobného investora by mohlo být nebezpečné udělat jakékoliv investiční rozhodnutí na základě uděleného úvěrového ratingu. V případě jakýchkoliv pochybností, kontaktujte vašeho finančního poradce nebo zprostředkovatele.

MOODY'S
INVESTORS SERVICE