

Pegas Nonwovens

27. listopadu 2014

Rozšířená flash analýza výsledků hospodaření za 3Q 2014

Jiří Šimara

Analytik

simara@cyrrus.cz

+420 538 705 732

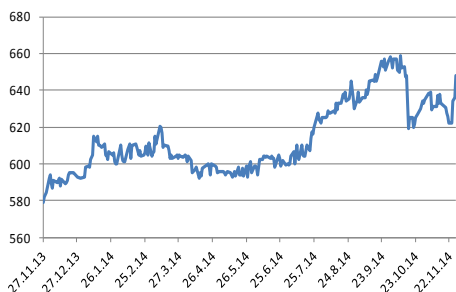
(trís. EUR)	3Q 2014	3Q 2014e	3Q 2013	y/y	9M 2014	9M 2014e	9M 2013	y/y
Výnosy	60 371	56 820	47 942	25,9%	171 786	168 235	146 003	17,7%
EBITDA	11 914	11 377	8 768	35,9%	34 050	33 513	27 935	21,9%
EBITDA marže	19,7%	20,0%	18,3%	+1,4 pb	19,8%	19,9%	19,1%	+0,7 pb
EBIT	8 161	7 707	5 218	56,4%	22 932	22 478	18 631	23,1%
Finanční výnosy/náklady	1 670	966	-1 969	n.a.	-1 422	-2 126	-7 464	-80,9%
<i>Kurzové změny a ostatní fin. výnosy</i>	3 346	3 066	290	1053,8%	4 455	4 175	-3 088	n.a.
<i>Úrokové náklady</i>	-1 676	-2 100	-2 259	-25,8%	-5 877	-6 301	-4 376	34,3%
Zisk před zdaněním	9 831	8 673	3 249	202,6%	21 510	20 352	11 167	92,6%
Čistý zisk pro akcionáře	8 925	7 719	2 327	283,5%	19 458	18 252	9 061	114,7%

Tržní konsensus není k dispozici

Zdroj: Cyrrus, Pegas Nonwovens

Platné investiční doporučení: Držet Cílová cena: 626 CZK

Vývoj akcií Pegas Nonwovens v CZK



➤ Před zahájením dnešního obchodování na BCPP zveřejnil Pegas Nonwovens výsledky hospodaření za letošní 3Q, resp. 9M.

➤ Pozitivního překvapení jsme se přitom dočkali hned na samém horním patře výsledovky. Celkové výnosy realizované za 3Q totiž v meziročním vyjádření vzrostly o takřka 26 % na 60,4 mil. EUR. My jsme přitom v rámci naší predikce, jež zároveň patřila mezi ty nejodvážnější na trhu, očekávali pouze 18,5% y/y růst na 56,8 mil. EUR.

➤ Silnější než očekávané výnosy nejsou zásluhou případně překvapivě vysoké produkce. Za 3Q se sice výroba díky nové lince v Egyptě zvýšila o 9,1 % y/y na 24,7 tun. Růst však byl všeobecně očekáván a splnil i naše predikce. Faktorem, který stojí za tak vysokými výnosy, které dokonce překonaly i velmi silný vývoj z 1Q letošního roku, byl odprodej výrazné části skladových zásob hotových výrobků. Společnost bohužel detailněji nekonkretizovala přesný objem, který byl ze skladů vyprodán.

Základní informace o akcích Pegas Nonwovens

Data ke dni:	27.11.2014
Cena akcie:	648 CZK
Počet vydaných akcií:	9,2 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	6 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	217 mil.
52-week max:	660 CZK
52-week min:	578 CZK
Průměrný denní objem:	4,8 mil. CZK

Sídlo firmy:

Přímětická 86
669 04 Znojmo
Česká republika

Web: www.pegas.cz

ISIN: LU0275164910
WKN: AOLF0M
Bloomberg: PEGAS CP
Reuters: PGNSp.PR

➤ Můžeme tak pouze odhadovat, že mohlo jít až o 1,5 tun produkce, které bude potřeba v následujících kvartálech opět doplnit. K obdobné situaci přitom došlo i v 1Q, což krátkodobě podpořilo tehdejší provozní výkonnost, nicméně v dalším čtvrtletí jsme však viděli negativní dopad nutnosti doplnění skladových zásob v podobě poklesu provozní marže.

➤ Celková spotřeba materiálu a služeb vzrostla za 3Q o 25,6 % y/y na 45,6 mil. EUR. Šlo tedy o mírně pomalejší růst, než jaký byl patrný u celkových výnosů. Příčinou meziročního růstu nákladů je samozřejmě spuštění egyptské výrobní linky. Čtvrtý kvartál letošního roku bude přitom posledním, kdy v meziročním srovnání uvidíme tak citelný vliv egyptského závodu na výsledky Pegas Nonwovens. K jeho plnému spuštění totiž došlo v lednu 2014, což znamená, že srovnávací základna prvního kvartálu 2015 již bude tuto zahraniční expanzi plně reflektovat.

➤ Spotřeba materiálu a služeb je se zhruba 94% podílem na celkových provozních nákladech firmy jednoznačně nejvýznamnější nákladovou položkou. Osobní náklady či ostatní provozní náklady již tedy nemají potenciál výrazněji promluvit do provozní výkonnosti společnosti.

Velmi silné výnosy se promítly i na úroveň EBITDA, která za 3Q vzrostla o 35,9 % y/y na 11,9 mil. EUR. Také EBITDA tedy překonala naše očekávání, i když o poznání mírněji než v případě samotných výnosů. Příčinou je slabší než námi očekávaná marže, již jsme odhadovali na 20 %, avšak realitou bylo 19,7 %. Přesto se ale jedná spíše o nadprůměrnou ziskovost, což je dáno mimo jiné i zvyšováním podílu technologicky vyspělých produktů na celkových tržbách. Konkrétně již takřka 45 % tržeb z celkové produkce určené pro hygienický segment tvoří technologicky pokročilé výrobky. Ještě v 3Q loňského roku byl tento podíl na pouhých 34 %, což je jen důkaz úspěšnosti strategie managementu zaměřit se právě na tento atraktivní segment.

Díky velmi silnému příspěvku EBITDA za 1Q a také 3Q vzrostla celková EBITDA za letošních 9M o 21,9 % y/y na 34,1 mil. EUR, což je růst na samém vrcholu managementem oznámeného celoročního cíle zvýšení EBITDA o 12-22 % y/y. Ještě dle hospodářských výsledků za 1H se přitom zdálo, že celoroční bilance bude spíše kolem dolní meze vytyčeného pásma růstu, a to kvůli relativně slabým výsledkům za 2Q. Výsledky za 9M nás však ujistili v tom, že námi odhadovaný celoroční růst EBITDA o 17,6 % y/y není příliš optimistický, a tak jej nadále ponecháváme v platnosti. Od výsledků za 4Q neočekáváme tak silný růst, jakého jsme byli svědky v 1Q či 3Q. Předpokládáme, že se bude opakovat situace z 2Q a minimálně částečně se bude opět doplňovat sklad s hotovými výrobky, což negativně ovlivní ziskovost. Nepříznivě by zde měla také působit vysoká srovnávací základna z 4Q 2013.

Výše odpisů za 3Q na úrovni 3,8 mil. EUR byla plně v souladu s námi očekávanými 3,7 mil. EUR. V meziročním srovnání nebyl na odpisech patrný výraznější pohyb vzhledem k tomu, že s odepisováním většiny výrobní technologie v Egyptě se začalo již v 3Q13.

Celkový provozní zisk se za uplynulý kvartál díky silné úrovni EBITDA a příznivé srovnávací základně zvýšil o 56,4 % y/y na 8,2 mil. EUR a výrazněji tak překonal naše odhady počítající se 7,7 mil. EUR na této položce.

Velmi zajímavý vývoj byl k vidění na úrovni finančního výsledku hospodaření, který je pravidelně silně ovlivňován přeceněním některých rozvahových položek denominovaných v EUR. Zejména se to týká bankovního dluhu a vnitropodnikových půjček. Kurzové změny a ostatní čisté finanční výnosy dosáhly za 3Q kladné úrovně 3,3 mil. EUR a naplnily tak naše očekávání. Příčinou bylo zejména silné posílení USD oproti EUR, k němuž došlo během 3Q. Díky tomu se směrem nahoru přecenila v EUR vyjádřená dolarová vnitropodniková půjčka egyptskému závodu. Vliv pohybu měnového páru EUR/CZK, na jehož základě se také přeceňují některé účetní položky, byl tentokrát marginální.

Mírně pozitivním překvapením bylo pro nás snížení čistých úrokových nákladů o téměř 26 % y/y na 1,7 mil. EUR při námi očekávaném snížení pouze o 7 % y/y na 2,1 mil. EUR. Příčinou tohoto pohybu byl pokles úrokové sazby z bankovních úvěrů díky zlepšeným ukazatelům zadlužení Pegas Nonwovens. Ukazatel Čistý zisk / EBITDA, jehož vývoj je směrodatný pro určení úrokových marží požadovaných bankami, klesl za 3Q na 3,22 násobek z 3,9 násobku v loňském roce.

Čistý zisk se díky výše zmíněným vlivům (silný růst výnosů, solidní EBITDA marže a zisk z přecenění bilančních položek) takřka ztrojnásobil na 8,9 mil. EUR, což překonalo námi očekávaných 7,7 mil. EUR. Této úrovni hospodářských výsledků u Pegas Nonwovens však nikdy nepřikládáme významnější váhu vzhledem k tomu, že je výrazně ovlivňována právě kurzovými změnami, z nichž je drtivá většina navíc nepeněžního charakteru.

V celkovém souhrnu přinesly hospodářské výsledky spíše pozitivní překvapení. Kromě dobré provozní výkonnosti je potěšující i postupné snižování zadlužení společnosti, kdy se čistý dluh za letošní rok snížil o 7,4 % na 150,4 mil. EUR. Na konferenčním hovoru, který začíná od dnešních 17:00, bude zajímavé sledovat jakékoliv zmínky k další plánované expanzi firmy, a to jak organické tak akviziční. Co se týče druhé výrobní linky v Egyptě, nadále očekáváme její dostavbu během 2H roku 2016. Management si i v dnes zveřejněné tiskové zprávě pochvaloval provoz egyptského závodu, který dle něj splnil očekávání, přičemž jeho provozní parametry jsou obdobné se srovnatelnými linkami v ČR. Oficiálně by však mělo být o další egyptské expanzi rozhodnuto během příštího roku.

Refinancování stávajícího dluhu

Na začátku září informovalo vedení Pegas Nonwovens o svém zájmu refinancovat část bankovních úvěrů prostřednictvím emise korunových dluhopisů. O tomto kroku se přitom mluvilo již v loňském roce, nicméně emise byla odsunuta kvůli násilnostem v Egyptě, které by mohly zbytečně zvyšovat požadované úrokové prémie novými investory. Nyní tyto překážky pominuly, a tak mohl management svůj záměr oprášit a využít velmi příznivé situace na dluhopisovém trhu.

Celkem byly emitovány bondy v hodnotě 2,5 mld. CZK splatné v roce 2018. Tyto prostředky přitom budou použity ke splacení stávajících bankovních úvěrů, čímž nedojde k navýšení čistého dluhu společnosti. Dojde ale ke změně dluhové struktury, kdy dosavadní financování cizím kapitálem obstarávané bankovními půjčkami bude z části nahrazeno korporátními dluhopisy. Dle aktualizované rozvahy zveřejněné k vydání hospodářských výsledků za 9M letošního roku čerpá Pegas Nonwovens dlouhodobé bankovní úvěry v celkovém objemu 125 mil. EUR (tj. zhruba 3,5 mld. CZK).

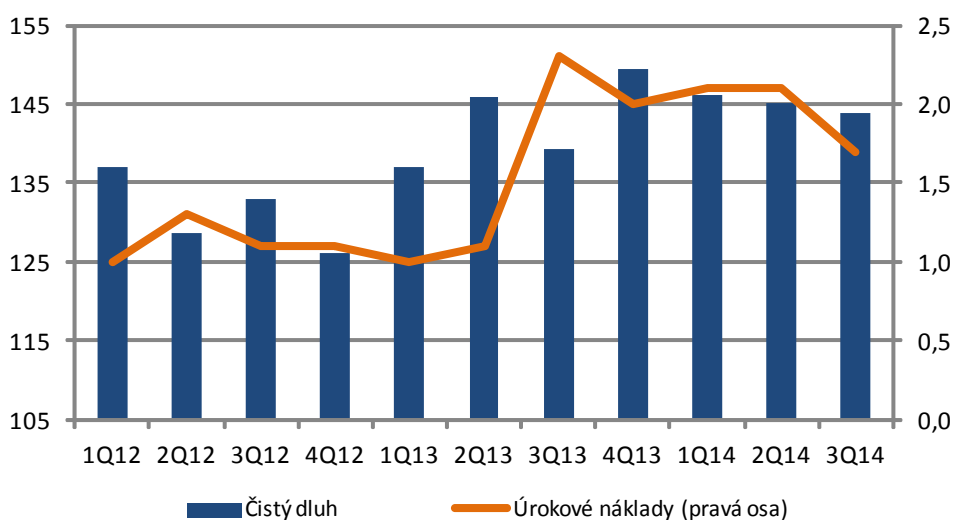
Emise dluhopisů bude mít za následek diversifikaci zdrojů cizího kapitálu. Celkový objem dlouhodobých závazků bude nově rozdělen na 2,5 mld. CZK v dluhopisech a zbylých 1 mld. CZK ve stávajících úvěrových linkách. Klíčovým záměrem vedle diversifikace a zvýšení flexibility financování je ale i snížení úrokových nákladů. Úroková sazba bankovního úvěru není stanovena fixně, ale jako součet krátkodobých sazeb EURIBOR s marží odvislou od vývoje ukazatele Čistý dluh / EBITDA. Dle výroční zprávy za rok 2013 šlo o 3,845 % p.a., což kvůli růstu požadované marže znamenalo navýšení o více než 1 pb z předloňských 2,511 %. Dluhopisy však ponесou roční úrok 2,85 % p.a., což je oproti v současnosti placeným úrokům bance o poznání přívětivější.

Pokud bychom předpokládali, že v letošním roce zůstane úrok z bankovního úvěru na loňských úrovních, tedy na 3,845 % p.a. při zachování objemu dluhu na 125 mil. EUR, pak by díky refinancování prostřednictvím emise dluhopisů mohla firma uspořit takřka 25 mil. CZK (0,9 mil. EUR). Roční úspora se bude samozřejmě měnit v závislosti na tom, jak se budou vyvíjet úrokové sazby požadované bankou a také na tom, jak se bude vyvíjet celkový objem čerpaného úvěru (Pegas Nonwovens může dle svých potřeb využít úvěrového rámce až do 165 mil. EUR). Úspora by se měla s postupem času snižovat spolu s tím, jak se bude snižovat ukazatel Čistý dluh / EBITDA, jímž se řídí rizikové marže požadované bankami. Celkově však refinancování části cizích zdrojů hodnotíme jako správné rozhodnutí, které se pozitivně podepíše na vývoji úrokových nákladů.

Celkový dluh Pegas Nonwovens se v posledních kvartálech kontinuálně zvyšoval kvůli potřebě financování nové výrobní linky v Egyptě. Rostoucí dluh měl přitom přímo úměrný vliv i na vývoj úrokových nákladů. Ty se zvýšily na dvojnásobnou úroveň oproti kvartálům před 3Q 2013. Ve třetím čtvrtletí loňského roku totiž došlo k uvedení do užívání egyptské výrobní linky, což bylo způsobeno ukončením dřívější kapitalizace úrokových nákladů poplatných úvěru na tuto linky přímo do její pořizovací hodnoty.

Čistý dluh narůstal rychleji než EBITDA, což způsobilo růst ukazatele Čistý dluh / EBITDA z hodnoty 2,4 v roce 2009 až na 3,9 v loňském roce. Tuto hodnotu zároveň považujeme za pomyslný vrchol a očekáváme, že již v letošním roce dojde ke snížení pod 3,2 násobek. Oficiálním cílem managementu je dále snižovat čistý dluh až k dvouapůlnásobku EBITDA během následujících dvou let. Dosažení tohoto záměru je, vzhledem k dokončení finančně nejnáročnější fáze egyptské expanze a předpokládanému růstu EBITDA díky nové lince, velmi pravděpodobné.

Vývoj čistého dluhu a úrokových nákladů v mil. EUR



Zdroj: Cyrrus, Pegas Nonwovens

Na výše uvedeném grafu lze velmi názorně vidět „skok“ v celkových úrokových nákladech mezi druhým a třetím kvartálem, kdy došlo k zařazení egyptské výrobní linky do užívání a tedy ke klasickému vykazování úrokových nákladů z bankovního úvěru, jimž byla financována její výstavba.

Zjednodušené finanční výkazy

Výkaz zisku a ztráty

vtis. EUR	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Tržby	187 745	199 210	225 405	230 443	258 491	297 291	303 523	309 756	315 988
Provozní náklady	-149 633	-163 847	-180 076	-185 237	-210 159	-241 096	-247 942	-251 836	-258 298
EBITDA	38 112	35 363	45 328	45 206	48 332	56 195	55 581	57 920	57 690
	20,3%	17,8%	20,1%	19,6%	18,7%	18,9%	18,3%	18,7%	18,3%
Odpisy	-11 570	-13 079	-14 226	-14 689	-16 481	-17 280	-17 366	-17 366	-17 366
EBIT	26 542	22 284	31 102	30 517	31 852	38 915	38 215	40 554	40 324
Finanční náklady/výnosy	-1 974	-21 334	-4 047	-4 048	-5 061	-4 084	-3 109	-2 524	-1 549
Zisk před zdaněním	24 568	4 137	27 055	26 469	26 791	34 831	35 107	38 030	38 775
Čistý zisk	20 924	1 411	23 945	23 417	23 606	30 940	29 374	31 947	32 727

Rozvaha

vtis. EUR	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Dlouhodobý majetek	284 214	266 769	273 324	286 635	310 455	302 174	288 808	275 442	262 076
Oběžná aktiva	90 009	89 974	94 227	89 432	115 846	121 107	124 305	141 614	146 779
Aktiva celkem	374 222	356 743	367 551	376 067	426 300	423 282	413 113	417 056	408 855
Základní kapitál a rez. fondy	141 494	125 630	145 925	158 480	171 805	190 671	206 870	225 533	243 749
Dlouhodobé závazky	164 376	159 325	171 852	173 815	202 864	176 689	149 194	133 358	105 790
Krátkodobé závazky	68 353	71 788	49 774	43 772	51 631	55 922	57 049	58 165	59 315
Pasiva celkem	374 223	356 743	367 552	376 067	426 300	423 282	413 113	417 056	408 855

Výkaz cash-flow

vtis. EUR	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Počáteční zůstatek	6 248	25 758	13 064	10 312	8 777	25 374	23 002	24 142	39 394
CF z provozní činnosti	49 600	24 061	27 648	41 588	54 194	52 710	51 171	53 158	52 963
CF z investiční činnosti	-37 300	-38 300	-11 200	-28 000	-21 000	-9 000	-4 000	-4 000	-4 000
CF z finanční činnosti	7 241	1 700	-19 200	-15 123	-16 597	-46 082	-46 030	-33 907	-45 855
Konečný stav	25 758	13 064	10 312	8 777	25 374	23 002	24 142	39 394	42 503

Ukazatele hospodaření a ocenění

	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
P/E	9,71	143,95	8,48	8,67	8,60	6,56	6,91	6,36	6,21
P/BV	1,44	1,62	1,39	1,28	1,18	1,07	0,98	0,90	0,83
EV/EBITDA	8,63	9,09	7,80	7,89	7,64	6,15	5,70	4,93	4,42
P/S	1,08	1,02	0,90	0,88	0,79	0,68	0,67	0,66	0,64
Dividenda	1,05	1,10	1,20	1,25	1,30	1,40	1,45	1,55	1,70
Dividendový výplatní poměr	46,3%	719,5%	46,3%	49,3%	50,8%	41,8%	45,6%	44,8%	47,9%
EBITDA marže	20,3%	19,4%	20,1%	19,6%	18,7%	18,9%	18,3%	18,7%	18,3%
EBIT marže	14,1%	12,8%	13,8%	13,2%	12,3%	13,1%	12,6%	13,1%	12,8%
Marže čistého zisku	11,1%	0,7%	10,6%	10,2%	9,1%	10,4%	9,7%	10,3%	10,4%
ROE	15,4%	1,1%	17,6%	15,4%	14,3%	17,1%	14,8%	14,8%	13,9%
ROA	7,8%	7,0%	8,6%	8,2%	7,9%	9,2%	9,1%	9,8%	9,8%
ROIC	9,1%	8,9%	10,1%	9,5%	8,8%	10,9%	11,1%	11,7%	11,9%

Informace dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení

Informace dle § 7 odst. 3 vyhlášky

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni 27.11.2014:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	2	22
Akumulovat	3	33
Držet	3	33
Prodat	1	11
V revizi	0	0

b) Podíl emitentů, jichž se týkala doporučení spadající do každého ze stupňů doporučení podle písmene a), kterým obchodník s cennými papíry CYRRUS, a.s. poskytl v uplynulých 12 měsících investiční služby významného rozsahu, a to zvláště pro každý stupeň podle písmene a):

Informace dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení

Společnost CYRRUS, a.s. neposkytla v uplynulých 12 měsících emitentům, kterých se týká některý ze stupňů investičních doporučení dle písmene a) investiční služby významného rozsahu.

Stupně investičních doporučení CYRRUS, a.s.

Koupit:

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje aktuální tržní kurz akcie o **20 %, upravených koeficientem beta** (např. při koeficientu beta = 1,25x je požadovaná hranice $20 \times 1,25 = 25$ % nad aktuálním kurzem). Koeficient beta je převzat z oceňovacího modelu založeného na diskontovaných peněžních tocích, pokud takový byl pro stanovení cílové ceny použit, přičemž se použije koeficient beta prvního diskontovaného roku. Pokud nebyl do výpočtu cílové ceny zapojen diskontní model, použije se aktuální koeficient beta dle agentury Bloomberg, vypočítaný standardním nastavením dle agentury Bloomberg (tj. dvouletá týdenní data vůči hlavnímu domácímu akciovému indexu).

Akumulovat:

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje aktuální tržní kurz akcie o **10 %, upravených koeficientem beta** (výpočet viz výše). Koeficient beta je převzat z oceňovacího modelu založeného na diskontovaných peněžních tocích, pokud takový byl pro stanovení cílové ceny použit, přičemž se použije koeficient beta prvního diskontovaného roku. Pokud nebyl do výpočtu cílové ceny zapojen diskontní model, použije se aktuální koeficient beta dle agentury Bloomberg, vypočítaný standardním nastavením dle agentury Bloomberg (tj. dvouletá týdenní data vůči hlavnímu domácímu akciovému indexu).

Držet

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje nebo je rovna aktuálnímu tržnímu kurzu akcie (a zároveň nesplňuje podmínky pro zařazení do investičních stupňů „akumulovat“ resp. „koupit“).

Prodat

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie je nižší než aktuální tržní kurz akcie.

Časové rozlišení:

Běžně jsou doporučení poskytována jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů (maržové obchody, certifikáty, warranty...) na analyzované aktivum s minimální pákou 3, tzn. procentní hodnoty uvedené výše se dělí třemi.

Odhad budoucích výsledků hospodaření

Odhad budoucích výsledků hospodaření pro akciové tituly ze segmentu SPAD BCPP použité v investičních doporučeních CYRRUS, a.s. jsou vlastní odhady společnosti, není-li uvedeno jinak. Odhad budoucích výsledků hospodaření pro ostatní akciové tituly jsou převzaty z databázi Bloomberg, příp. Reuters.

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, farmacie, telekomy, komodity

Trading & Sales:

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

Corporate finance:

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

Výhrada a upozornění na rizika:

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 nebo poskytnutých informací 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 minulém výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že výkonnost v minulosti není spolehlivým ukazatelem budoucích výnosů, že investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Investice obsahuje měnové riziko a uváděné výnosy jsou založeny na hrubé výkonnosti před započtením vlivů poplatků a provizí. 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:

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 uzavřeno 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 dosažováno 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