

Pegas Nonwovens

25. března 2014

Jiří Šimara

Analytik

simara@cyrrus.cz

+420 538 705 732

Rozšířená analýza výsledků hospodaření za 4Q 2013 a úprava cílové ceny

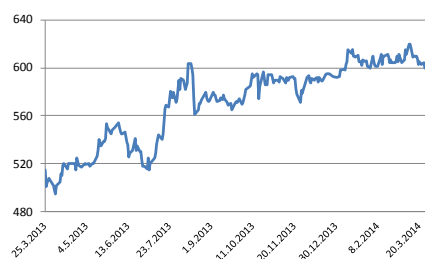
INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: DRŽET
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: 626 CZK

Závěrečná tržní cena k 24. 3. 2014 603 CZK
 Potenciál k cílové ceně: 3,9%
 Očekávaný dividendový výnos 5,0%

Předchozí doporučení: DRŽET
 Předchozí cílová cena: 610 CZK

		2013	2014e	2015e	2016e
Výnosy	(mil. EUR)	199,2	225,4	230,4	258,5
EBITDA	(mil. EUR)	38,6	45,3	45,2	48,3
EBITDA marže	(%)	19,4%	20,1%	19,6%	18,7%
Provozní zisk	(mil. EUR)	25,5	31,1	30,5	31,9
Čistý zisk	(mil. EUR)	1,4	23,8	23,3	23,9
Zisk na akcii (EPS)	(EUR)	0,15	2,58	2,52	2,59

Vývoj akcií Pegas Nonwovens v CZK



Základní informace o akcích Pegas Nonwovens

Data ke dni: 24.3.2014
 Cena akcie: 603 CZK
 Počet vydaných akcií: 9,2 mil.
 Tržní kapitalizace CZK: 5,6 mld.
 Tržní kapitalizace EUR: 202 mil.
 52-week max: 622 CZK
 52-week min: 495 CZK
 Průměrný denní objem: 5,2 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

- Společnosti se v loňském roce na jedničku vydařil historický krok, a sice spuštění první zahraniční výrobní linky. Pro svou expanzi si přitom Pegas Nonwovens vybral poměrně nestabilní region (Egypt), který skýtá mnoho politických rizik. To se potvrdilo hned při pilotním spuštění výroby, která musela být z důvodu vyhrčené bezpečnostní situace dokonce na takřka dva týdny pozastavena.
- Vzhledem k tomu, že produkce společnosti bývá pravidelně s ročním předstihem předprodána, není hlavním rizikem případného nenaplnění finančních výhledů prodej ale výroba. Právě kvůli slabšímu objemu produkce byly loňské hospodářské výsledky nižší, než se na počátku roku predikovalo.
- Plán managementu pro letošní rok počítá s nárůstem objemu produkce o minimálně 10 % y/y, tedy na více než 100 tis. tun a zvýšením EBITDA o 12-22 % y/y do pásma 43 - 47 mil. EUR. Tento výhled pokládáme za realistický, přičemž neměníme náš výhled na celoroční růst produkce o 13 % y/y a EBITDA o 17,6 % y/y. Konečné číslo bude záviset na tom, jak se společnosti podaří držet výrobu na maximálně možné úrovni a vyhnout se tedy případným odstávkám.
- Oproti naší předchozí analýze měníme prakticky jen dva významné faktory ovlivňující ocenění akcií Pegas Nonwovens, a sice očekávaný CAPEX na letošní rok a hodnotu čistého dluhu.
- Po zapracování těchto úprav zvyšujeme 12M cílovou cenu akcií Pegas Nonwovens z původních 603 CZK na 626 CZK. Spolu s očekávanou dividendou 1,1 EUR, která bude pravděpodobně oznámena v květnu, nesou akcie Pegas Nonwovens roční výnosový potenciál 8,9 %. Dle metodiky uvedené v závěru tohoto dokumentu potvrzujeme naše dřívější investiční doporučení na stupni „Držet“.

Hospodářské výsledky za rok 2013 – silnější provoz, horší čistý zisk

Jak jsme avizovali v naší predikci z 18. března, byly hospodářské výsledky Pegas Nonwovens ovlivněny dvěma zásadními faktory. Na provozní úrovni to byl rozjezd egyptské výrobní linky, díky níž se celková produkce za 4Q navýšila o očekávaných 12 % y/y na 25 tis. tun a na nižší úrovni výsledovky dolehly vysoké kurzové ztráty způsobené silným listopadovým oslabením CZK vůči EUR.

tis. EUR	4Q		Tržní		y/y	FY		Tržní		y/y
	2013	2013e	konsensus	2012		2013	2013e	konsensus	2012	
Výnosy	53 219	52 820	52 800	47 586	11,8%	199 210	198 823	198 820	187 745	6,1%
EBITDA	10 590	10 143	10 140	9 261	14,4%	38 550	38 078	38 080	38 124	1,1%
EBITDA marže	19,9%	19,2%	19,2%	19,5%	0,2 pb	19,4%	19,2%	19,2%	20,3%	-0,9 pb
EBIT	6 796	6 143	6 300	6 711	1,3%	25 471	24 774	25 000	26 555	-4,1%
<i>Kurzové změny a ostatní fin. výnosy</i>	-11 716	-9 603	n/a	-1 685	595,3%	-14 867	-12 391	n/a	2 685	n/a
<i>Úrokové náklady</i>	-2 047	-1 850	n/a	-1 125	82,0%	-6 467	-6 226	n/a	-4 610	40,3%
Zisk před zdaněním	-6 967	-5 310	n/a	3 901	n/a	4 137	5 857	n/a	24 630	-83,2%
<i>Daň z příjmu</i>	-615	720	n/a	-675	-8,9%	-2 726	-1 386	n/a	-3 655	-25,4%
Čistý zisk	-7 582	-4 590	-3 550	3 226	n/a	1 411	4 471	5 600	20 975	-93,3%

Zdroj: Cyrrus, Pegas Nonwovens, Reuters

Přesný příspěvek egyptské výrobní linky na celkovou produkci jsme se nedozvěděli a dle managementu budou tyto informace nadále neveřejné kvůli obavám o jejich možné zneužití konkurenčními společnostmi. Vzhledem k tomu, že v Egyptě prozatím funguje jen jedna výrobní linka, byly by totiž konkurenti schopni dle objemu produkce rozklíčovat i tak citlivé informace jako je cenotvorba. Předpokládáme však, že linka ještě nefungovala na svou plnou výrobní kapacitu a na celkové výrobě za uplynulý rok se s 5 tis. tunami podílela jen z 5,5 %.

Management ve svém výhledu na příští rok počítá s celkovým nárůstem výroby nejméně o 10 % y/y (vs. náš odhad +13,7 % y/y), což by znamenalo překonání hranice 100 tis. tun. Egypt by se na této produkci měl dle našeho modelu podílet ze 17 %. Stejná váha zahraniční produkce by přitom měla být udržena i v roce 2015, změna nastane až v roce 2016, kdy by dle očekávání měla přispívat do výroby i druhá egyptská výrobní linka. Její plné výrobní kapacity by mělo být dosaženo v roce 2017, což zvýší podíl egyptského provozu až na 35 % celkové výrobní kapacity.

Nárůst EBITDA za 4Q 2013 byl mírně vyšší, než jsme očekávali my i trh, což bylo způsobeno silnějším než predikovaným přínosem oslabení české koruny a také pozitivním vývojem cen polymerů. Ukazatel EBITDA by dle managementu měl v letošním roce oproti roku 2013 vzrůst o 12 až 22 % na 43 až 47 mil. EUR. Rozptyl je klasicky široký kvůli velké citlivosti finančních výsledků na produkční výkonnost společnosti. Pokud se nebudou opakovat výpadky výroby tak, jak jsme to viděli v roce 2013, mělo by být dosažení horní úrovně tohoto pásma velmi pravděpodobné. Náš výhled růstu EBITDA o 17,6 % y/y na 45 mil. EUR ponecháváme beze změny.

Silná úroveň EBITDA zabránila meziročnímu snížení EBIT tak, jak předpokládal analytický konsensus. Na provozní zisk již plně dolehlo zařazení egyptských aktiv do užívání a tedy jejich odepisování. Odpisy za 4Q 2013 vzrostly o 49 % y/y na 3,8 mil. EUR, tj. mírně méně než námi predikovaný růst o 57 % y/y na 4 mil. EUR.

Úrovně od EBIT níže jsou silně ovlivněny neprovozní jednorázovou položkou, a sice vysokými kurzovými ztrátami. Ty vznikly každokvartálním přeceněním bankovního dluhu a vnitropodnikových půjček dle vývoje kurzu české koruny k euru. Celkové kurzové ztráty se vyšplhaly až na 11,7 mil. EUR, což bylo o 2 mil. EUR více, než jsme očekávali.

Úrokové náklady se v meziročním vyjádření zvýšily o 82 % na 2 mil. EUR, což je prakticky námi očekávaná hodnota. Za růstem stojí také zařazení nové linky do užívání, čímž již nedochází ke kapitalizaci úrokových nákladů do pořizovací hodnoty investice. Reportované úrokové náklady tak nyní více reflektují zadlužení společnosti. Právě na snižování dluhu se společnost v nejbližších letech zaměří. Půjde o období určité konsolidace činností, kdy by měl čistý dluh klesnout ze současného 3,9násobku EBITDA až k 2,5násobku.

Čistý zisk vlivem vyšší než predikované kurzové ztráty klesnul více, než jsme předpokládali. Je nutno ovšem znovu podotknout, že ztráta je způsobena zejména neprovozními vlivy, které se

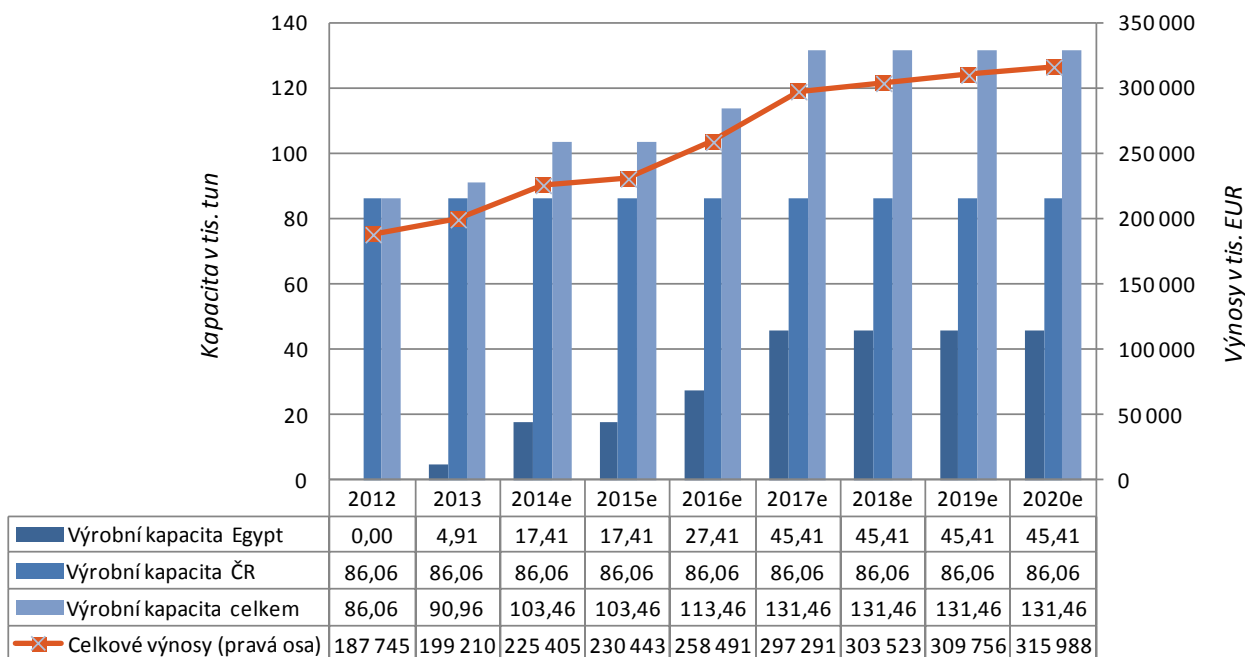
výrazněji nedotknou cash flow společnosti. V ohrožení není ani dividenda, která se oproti částce vyplácené v roce 2013 s nejvyšší pravděpodobností zvýší o 0,05 EUR na 1,10 EUR na akcii. Oficiálně bude úroveň dividendy oznámena nejspíše v květnu s tím, že k jejímu vyplacení dojde pravděpodobně v říjnu.

Egypt jako zdroj růstu firmy

Jak jsme popsali výše, stál za růstem provozního výsledku firmy za rok 2013 egyptský závod. I plánovaného nárůstu výroby o 10 % y/y spolu s očekávaným růstem EBITDA o 12-22 % y/y v letošním roce bude dosaženo z drtivé většiny zásluhou právě nové výrobní linky. Rok 2015 by dle našeho očekávání měl být spíše rokem určité stabilizace a přípravou na spuštění nové výrobní linky v první polovině roku 2016.

Od zveřejnění naší rozsáhlé analýzy ze začátku měsíce (viz. <http://bit.ly/1jvqOR0>) jsme nepřikročili k žádným výraznějším změnám, co se týká výrobní kapacity či realizovaných výnosů. Nadále očekáváme postupný růst produkce až na 131 tis. tun v roce 2020, přičemž výnosy by měly pokořit hranici 300 mil. EUR již v roce 2018.

I když se v posledních letech společnost zaměřuje zejména na investice v Egyptě, není vyloučeno ani další rozšíření produkce v České republice. Hned vedle výrobního areálu v Příměticích jsou již nyní předpřipraveny pozemky, na kterých by se v budoucnosti mohly vybudovat až dvě nové výrobní linky. Prozatím je však celý projekt jen ve stádiu příprav a s novou výrobní kapacitou v ČR v našem modelu v nejbližších letech neuvažujeme.

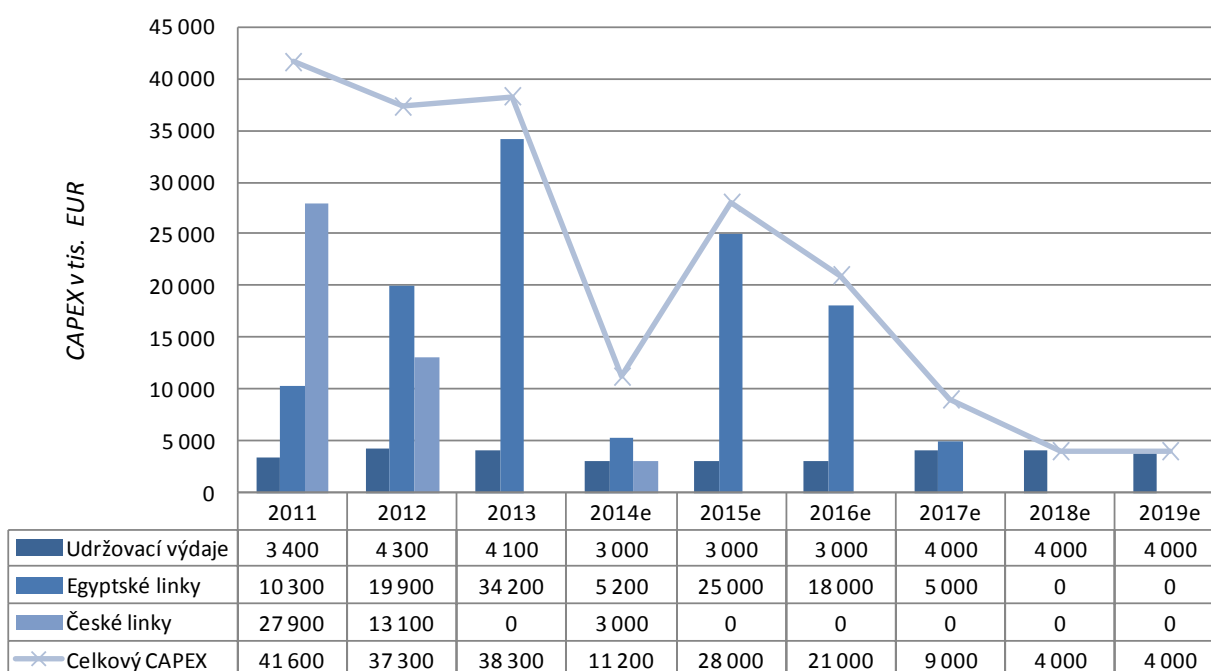


Očekávaný vývoj CAPEX

Za loňský rok bylo na investiční výdaje vynaloženo 38,3 mil. EUR, což bylo o 0,7 mil. EUR méně, než jsme očekávali. Rozdíl byl způsoben nižším, než předpokládaným CAPEX použitým na budování egyptské výrobní linky. V letošním roce na ni bude využito ještě posledních zhruba 5,2 mil. EUR.

Oproti našim předchozím odhadům jsme mírně navýšili udržovací výdaje pro letošní rok a to na 3 mil. EUR z původních 2,5 mil. EUR a hlavně zvýšili očekávané investiční výdaje, které budou použity na české výrobní linky. Celkový CAPEX tak dle managementu dosáhne nejvýše 12 mil. EUR. My očekáváme 11,2 mil. EUR oproti dříve uvažovaným 7,5 mil. EUR.

Další významnější nárůst CAPEX bychom měli vidět až v roce 2015, kdy by mělo začít budování i druhé výrobní linky v Egyptě. Celková investice bude s vysokou pravděpodobností opět rozložena na tři roky a dle našich odhadů by si měla vyžádat 48 mil. EUR s rozložením 25 mil. EUR v roce 2015, 18 mil. EUR v roce 2016 a konečně 5 mil. EUR ještě v roce 2017.



Stanovení cílové ceny

Zveřejnění hospodářských výsledků za uplynulý rok přineslo jen velmi málo překvapení. Proto nikterak neupravujeme náš výhled růstu produkce ani výnosů či dalších významných úrovní jako EBITDA či EBIT. Úprav nedoznaly ani bezrizikové sazby či rizikové přírážky.

Výraznější odchylku oproti našim očekáváním jsme ovšem objevili v bilanci. Čistý dluh zejména díky silnější než odhadované hotovostní pozici vzrostl méně, než jsme očekávali, a sice jen o 19 % y/y na 149 mil. EUR oproti původně očekávanému nárůstu o až 28 % y/y na 162 mil. EUR.

Ocenění akcií Pegas Nonwovens se tato skutečnost dotkne hned na dvou frontách. Negativní je, že se nad očekávání zvýšil podíl vlastního kapitálu na celkové kapitálové struktuře, což vzhledem k vyšším nákladům tohoto financování znamená i vyšší WACC. Na druhou stranu pokles čistého dluhu znamená vyšší hodnotu akcie pro akcionáře (čistý dluh se odčítá od odhadovaného diskontovaného cash flow).

Vstupní parametry modelu ocenění

	Aktuální hodnoty		Původní hodnoty	
	První fáze	Pokračující hodnota	První fáze	Pokračující hodnota
Bezriziková sazba	4,91%	6,65%	4,92%	6,65%
Riziková přírážka	6,38%	6,75%	6,38%	6,75%
Beta	0,7	1	0,7	1
Náklady vl. kapitálu	9,37%	13,40%	9,38%	13,40%
Náklady dluhu	3,50%	4,00%	3,50%	4,00%
Váha vl. kapitálu	0,6	0,8	0,5	0,8
Váha dluhu	0,4	0,2	0,5	0,2
WACC	7,02%	11,52%	6,44%	11,52%
Dlouhodobý růst		2,00%		2,00%
ROIC		12,08%		12,54%

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg, A. Damodaran

Stanovení 12M cílové ceny

tis. EUR	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020+
NOPAT	27 992	27 465	28 667	35 023	32 483	34 471	34 276
Odpisy	14 226	14 689	16 481	17 280	17 366	17 366	
Změna prac. kapitálu	-16 162	8 927	-3 366	10 209	-436	-436	
Capex	-11 200	-28 000	-21 000	-9 000	-4 000	-4 000	
Pokračující hodnota							300 537
Volné CF	14 856	23 081	20 781	53 512	45 413	47 401	
Diskontované volné CF	13 881	20 151	16 952	40 788	32 342	31 543	186 866
Současná hodnota	342 522						
Současná hodnota na akcii	37,11						
Čistý dluh na akcii	16,21						
Čistá současná hodnota akcie (EUR)	20,90						
Čistá současná hodnota akcie (CZK)	543,36						
Roční cílová cena (CZK)							626

Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Na ocenění akcií Pegas Nonwovens se podepsala i změna v očekávání CAPEX pro letošní rok. Negativní vliv navýšení predikovaných investičních výdajů o 3,7 mil. EUR však více než kompenzoval nižší, než dříve zvažovaný čistý dluh.

Po aktualizaci našeho modelu o nové informace jsme tak dospěli ke stanovení současné hodnoty akcie na 20,90 EUR, což při diskontní sazbě 9,37 % a kurzu 27,4 CZK/EUR implikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu akcie na 626 CZK.

Závěrečná cena akcií na BCPP k pondělí 24. března byla 603 CZK. K naší 12M cílové ceně to znamená 3,8% prostor, což spolu s předpokládaným 5% dividendovým výnosem znamená 8,8% potenciál zhodnocení akcií Pegas Nonwovens v horizontu jednoho roku. Dle metodiky uvedené v závěru tohoto dokumentu ponecháváme investiční doporučení na stupni „Držet“.

Pohled na různé scénáře vývoje cílové ceny dle významných proměnných (WACC a ROIC) nabízí níže uvedená tabulka.

Citlivostní analýza

		WACC				
ROIC		10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
8,1%		631	597	567	539	515
10,1%		671	635	602	573	547
12,1%		698	660	626	596	569
14,1%		717	678	643	612	584
16,1%		731	692	656	624	596

Zdroj: Cyrrus

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	-4 190	-4 191	-4 757	-3 780	-3 455	-2 870	-1 896
Zisk před zdaněním	24 568	4 137	26 912	26 326	27 095	35 135	34 760	37 684	38 429
Čistý zisk	20 924	1 411	23 802	23 274	23 910	31 243	29 028	31 601	32 380

Rozvaha

vtis. EUR	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Dlouhodobý majetek	284 214	266 769	280 517	293 183	316 943	308 917	295 402	282 051	268 724
Oběžná aktiva	90 009	89 974	94 084	89 146	96 894	112 117	132 387	145 383	145 312
Aktiva celkem	374 222	356 743	374 601	382 329	413 837	421 035	427 788	427 433	414 037
Základní kapitál a rez. fondy	141 494	125 630	145 959	158 351	170 127	187 706	201 213	215 269	227 933
Dlouhodobé závazky	164 376	159 325	173 962	174 325	195 956	169 780	161 713	145 999	118 601
Krátkodobé závazky	68 353	71 788	48 482	42 480	47 754	63 548	64 863	66 165	67 503
Pasiva celkem	374 223	356 743	368 404	375 156	413 837	421 035	427 788	427 433	414 037

Výkaz cash-flow

vtis. EUR	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Počáteční zůstatek	6 248	25 758	13 064	10 169	20 013	19 347	28 876	47 400	58 651
CF z provozní činnosti	49 600	23 906	27 648	53 110	53 012	66 153	51 669	53 657	53 462
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	-19 343	-15 266	-32 678	-47 624	-29 145	-38 406	-51 277
Konečný stav	25 758	13 064	10 169	20 013	19 347	28 876	47 400	58 651	56 835

Ukazatele hospodaření a ocenění

	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
P/E	9,85	146,10	8,66	8,86	8,62	6,60	7,10	6,52	6,37
P/BV	1,46	1,64	1,41	1,30	1,21	1,10	1,02	0,96	0,90
EV/EBITDA	8,71	9,17	7,89	7,69	7,66	5,95	5,54	4,85	4,42
P/S	1,10	1,03	0,91	0,89	0,80	0,69	0,68	0,67	0,65
Dividenda	1,05	1,10	1,20	1,40	1,50	1,70	1,90	2,10	2,20
Dividendový výplatní poměr	46,3%	719,5%	46,5%	55,5%	57,9%	50,2%	60,4%	61,3%	62,7%
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%	10,1%	9,2%	10,5%	9,6%	10,2%	10,2%
ROE	15,4%	1,1%	17,5%	15,3%	14,6%	17,5%	14,9%	15,2%	14,6%
ROA	7,8%	7,0%	8,5%	8,1%	8,0%	9,3%	9,0%	9,5%	9,6%
ROIC	9,1%	8,9%	10,1%	9,5%	9,0%	11,3%	10,9%	11,6%	12,1%

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 **3. 3. 2014**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	11	35,5
Akumulovat	5	16,0
Držet	9	29,0
Prodat	4	13,0
V revizi	2	6,5

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.

Odhady budoucích výsledků hospodaření

Odhady 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. Odhady budoucích výsledků hospodaření pro ostatní akciové tituly jsou převzaty z databází 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 (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 výrazně 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 nenes 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