

# PEGAS NONWOVENS SA

Ondřej Moravský  
analytik  
moravsky@cyrrus.cz

## KRIZE BRZDÍ I LET OKŘÍDLENÉHO KONĚ

15. 4. 2009

### ZMĚNA CÍLOVÉ CENY

**Nová cílová cena: 455 Kč**  
**Potvrzené doporučení: Koupit**

**Původní cílová cena: 595 Kč**  
**Původní doporučení: Koupit**

#### Základní informace

Datum	15.4. 2009
Posled. záv. kurz	274,3 Kč
Vydaných akcií	9,229 mil. ks
Tržní kapitalizace	2,53 mld. Kč
Free-float	100%
52 týdenní max.	525 Kč
52 týdenní min.	166 Kč
Beta	0,80
Podíl v PX	0,40 %

Zdroj: Bloomberg, Pegas Nonwovens

#### Akcionářská struktura

Institucionální a drobní investoři	100 %
z toho management společnosti	1,6 %

Zdroj: Pegas Nonwovens

#### Poměrové ukazatele 2008

ROA	8,9%
ROE	15,4%
Dluh/vl. kapitál	1,08
EPS	1,61 eur
DPS (odhad)	0,91 eur
P/E	6,4
P/BV	1,0

Zdroj: Bloomberg, Pegas Nonwovens

#### Roční vývoj kurzu akcie



Zdroj: Bloomberg

### Přehled změny cílové ceny

Od data naší poslední analýzy (červenec 2008) se výrazně změnilly tržní podmínky, jak pro samotnou společnost Pegas, tak zejména ve světové ekonomice. Uzavřel se také další fiskální rok a společnost představila v souvislosti se změnami v ekonomickém prostředí nové výhledy svého hospodaření. Důvody, které nás vedly k aktualizaci analýzy a změně cílové ceny, jsou tedy tyto:

- **Změny ve světové ekonomice a dopad na trh polymerů a netkaných textilií.** Díky světové krizi výrazně klesla za posledního cca půl roku cena ropy, od které se odvíjí ceny polymerů, co by hlavní výrobní suroviny společnosti. Od ceny polymerů se také následně odvíjí ceny finální produkce netkaných textilií. Oba tyto faktory sehrávají v hospodaření společnosti významnou roli. Na jedné straně tak ceny ropy sice snižují náklady na vstupní suroviny (polymery), na druhé straně však s časovým zpožděním způsobuje tento pokles také tlak na pokles tržeb. Změny na trhu s ropou ovlivnily přehodnocení našich odhadů směrem dolů.
- **Vývoj kurzu koruny k euru.** Společnosti účtuje v eurech, ovšem některé náklady vede v českých korunách. Dále také společnost používá úrokové swapy, jejichž hodnota se při kurzových změnách mění a významně tak ovlivňuje hospodaření společnosti. Za cca první polovinu roku 2008 společnosti díky posilující koruně realizovala výrazné kurzové zisky (stejně jako ze předchozí rok), v druhé polovině roku 2008 naopak koruna výrazně ztrácela, takže za celý rok vykázala společnost kurzové ztráty. Pro příští roky předpokládáme opět postupné posilování koruny k euru, tj. předpokládáme realizaci kurzových zisků.
- **Zveřejnění výsledků hospodaření za rok 2008.** Společnost zveřejnila své výsledky hospodaření za rok 2008 a aktuální výhled hospodaření pro rok 2009. Společnost zveřejnila svůj výhled poklesu provozního zisku před odpisy EBITDA pro rok 2009, kdy předpokládá pokles o ne více než 10%.
- **Změny v parametrech oceňovacího modelu.** Aktualizovali jsme také vstupní parametry oceňovacího modelu (bezrizikovou sazbu, diskontní míry, atd.), a to na základě aktuálně platných hodnot. V samotném modelu ocenění nebyly provedeny žádné zásadní změny.

Na základě výše shrnutých a dále diskutovaných vlivů, tedy **novou cílovou cenu akcie společnosti Pegas Nonwovens stanovujeme na 455 Kč**, čímž jsme naši původní cílovou cenu 595 Kč snížili o 23 %. Vzhledem k aktuální tržní ceně znamená naše cílová cena premii ve výši 66%, proto pro akcie společnosti Pegas Nonwovens ponecháváme investiční doporučení na stupni „**koupit**“.

Tab č.1: Přehled základních ukazatelů Pegas Nonwovens

mil. eur	2008	2009e	2010f	2011f
Tržby	142,77	126,93	133,23	140,60
EBITDA	39,49	37,93	39,23	41,44
Čistý zisk	14,89	17,37	16,84	17,04
Vyplacená dividenda (eur na akcii)	0,85	0,91	0,95	1,00

Výsledky za rok 2008 dopadly mírně pod odhady, nejvíce investory zklamal očekávaný výhled poklesu provozního zisku EBITDA.

Světová krize, i přes defenzivní charakter sektoru hygieny, dopadá i na netkané textilie...

## Hospodářské výsledky za 2008 a výhledy pro rok 2009

Společnosti Pegas Nonwovens zveřejnila výsledky svého hospodaření za rok 2008 v druhé polovině března 2009. Na úrovni tržeb dopadly výsledky jen mírně pod očekáváním trhu i pod naším odhadem (celkem společnost hospodařila s tržbami 142,77 mil. eur). Na úrovni provozního zisku EBITDA hospodařila společnost také pod očekáváním trhu (39,49 mil. eur), ovšem nad naše očekávání. Do poklesu provozního zisku EBIT se promítly zvýšené odpisy hmotného majetku, které meziročně vzrostly o více než třetinu kvůli uvedení do provozu nové výrobní linky. Dále výsledky hospodaření ovlivnil zejména vývoj kurzu Kč/eur, za celý rok společnost vykázala kurzové ztráty ve výši -2,2 mil. eur, ovšem měnový kurz byl velmi volatilní během celého roku, v prvních dvou čtvrtletích firma vykazovala kurzové zisky, které však byly více než vymazány v druhé polovině roku. Za rok 2008 tak společnost vykázala zisk 14,89 mil. eur. Společně s výsledky za rok 2008 byly zveřejněny také výhledy na rok 2009, kdy firma díky dále popsanému tržnímu vývoji očekává pokles provozního zisku před odpisy EBITDA o ne více než 10%.

Tab. č. 2: Přehled výsledků hospodaření za rok 2008

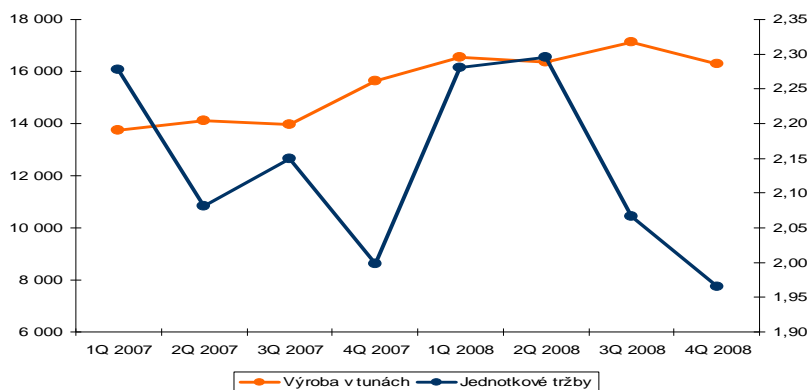
v mil. eur	FY 2008	odhad Cyrrus	Tržní konsenzus	FY 2007	y/y	2008 / konsenzus
Tržby	142,77	144,31	143,44	121,97	17,05%	-0,47%
EBITDA	39,49	38,54	40,04	38,52	2,52%	-1,37%
EBIT	22,68	21,64	23,47	26,04	-12,91%	-3,37%
Čistý zisk	14,89	16,62	17,18	22,14	-32,74%	-13,33%

Zdroje: Pegas Nonwovens, Cyrrus, Reuters

## I defenzivní sektor netkaných textilií je krizí zasažen

Společnost Pegas Nonwovens je tradičně řazena do tzv. defenzivního sektoru tj. takového, který méně podléhá ekonomickým cyklům. Portfolio výroby Pegasu je totiž orientováno především na segment výroby hygienických výrobků (cca 87% tržeb pochází z tohoto segmentu), zbývající část produkce jde například do stavebnictví nebo zemědělství. Výroba pro použití v oboru hygieny je dlouhodobě nesezónní a necyklická, díky orientaci na tento sektor je společnost výrazně chráněna proti dopadům současné krize a poklesu spotřební poptávky. Hospodaření roku 2008 však ovlivnil pokles odbytu do sektoru stavebnictví a ostatních technických aplikací, na to firma reagovala přesunem výrobních kapacit do výroby pro segment hygieny, což způsobilo tlak na marže v tomto segmentu a do hospodaření společnosti se to projevilo negativně. Dalším negativem je růst zásob neprodané produkce ve výrobě pro stavební sektor během roku 2008, společnost však očekává, že se tyto zásoby podaří prodat během roku 2009. Hlavním projevem krize v hospodaření společnosti tak není ani tak pokles odbytu, ale zejména pokles cen produkce (jak indikuje graf níže, pokles jednotkových tržeb je také způsobem nižším objemem prodeje, kdy graf produkce zobrazuje objem výroby, tedy včetně neprodané produkce). Geografické rozdělení tržeb neindikuje větší rozdíly mezi jednotlivými trhy (společnost vykazuje odděleně tržby pro regiony západní Evropy, východní Evropy a Ruska a ostatní regiony). Stále tak platí to, že sektor východní Evropy poskytuje ve spotřebě hygienických výrobků dlouhodobě vyšší růstový potenciál.

Graf č.1: Srovnání produkce společnosti a jednotkových tržeb



Levá osa: objem výroby v tunách, pravá osa: jednotkové tržby za tunu produkce v tis. eur

Zdroj: Pegas Nonwovens, výpočet Cyrrus

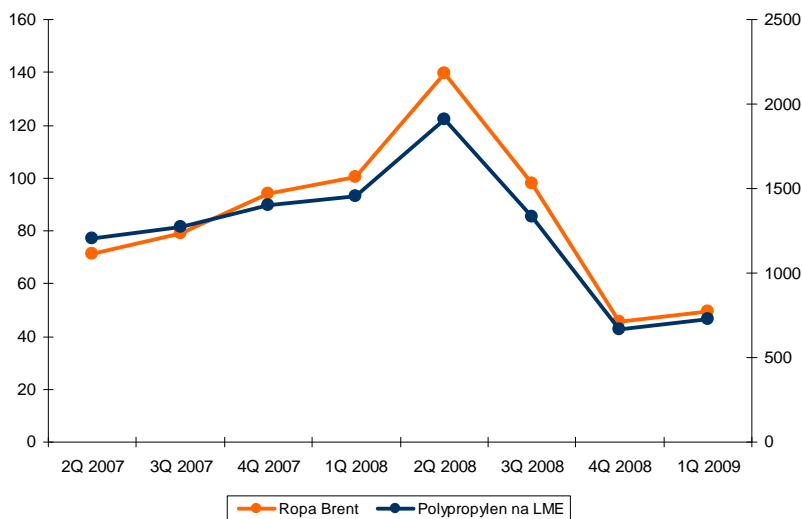
...a to zejména vlivem poklesu cen ropy, který se promítá do poklesu cen polymerů a následné produkce.

Na poli měnového vývoje očekáváme posilování koruny k euru.

## Pokles cen ropy = pokles cen surovin i produkce

V hospodaření společnosti Pegas hraje hlavní roli tzv. „pass-through mechanism“. Jedná se o stanovování cen finální produkce na základě ceny vstupních surovin polymerů a tedy cen ropy. Tento mechanismus se uplatňuje se zpožděním. Pokles cen ropy v minulém roce přispěl k poklesu cen polymerů a tedy snížení této nákladové položky (spotřebovávané polymery tvoří z největší části polypropylen, cca. 95%, zbývajících 5 % pak tvoří polyetylen). Toto snížení má za následek také snížení cen finální produkce, ovšem snížení cen produkce nastává až s časovým zpožděním (díky dlouhodobým kontraktům). To tak otevírá prostor ke krátkodobému zvýšení výrobních marží. Tento pozitivní efekt však podle firemních vyjádření nepřetrvá déle než v 1. čtvrtletí roku 2009. Následně se tak pokles cen ropy projeví také do poklesu cen produkce, a tedy i při očekávaném mírném růstu odbytu (jednak díky zlepšenému využití kapacit, jednak díky prodeji zásob) předpokládáme pokles tržeb oproti minulému roku. Vzhledem k necyklickému charakteru odvětví netkaných textilií pro hygienické výrobky není pro společnost větší hrozbou to, že by neprodala svoji produkci, hospodaření společnosti na provozní úrovni ovlivňují na trhu téměř výhradně ceny jak surovin, tak produkce. Problémy s prodejem celkového objemu produkce nepředpokládáme ani v budoucnu, kdy díky dalším plánovaným výrobním linkám poroste objem výrobní kapacity (společnost v lednu 2009 obdržela rozhodnutí o investiční pobídce pro vybudování další výrobní linky, kdy toto rozhodnutí společnost zavazuje k zahájení provozu linky do 3 let od obdržení tohoto rozhodnutí).

Graf č.2: Srovnání cen ropy Brent a polypropylenu na LME



Levá osa: cena ropy v USD/barel

Pravá osa: cena polypropylenu na LME v USD za metrickou tunu

Zdroj: Bloomberg

## Do hospodaření zasahuje také měnový vývoj

Společnost Pegas vede své účetnictví v eurech, některé nákladové položky však eviduje primárně v Kč, např. odpisy nebo mzdové náklady. Hospodaření na finanční úrovni také ovlivňují zisky nebo ztráty z přecenění úrokových swapů, které společnosti využívá. Posilování koruny v první polovině roku 2008 se do hospodaření Pegasu promítalo pozitivně, naopak tomu bylo v druhé polovině roku, kdy koruna oslabovala. Do budoucích let předpokládáme postupné posilování koruny k euru, tj. každoročně předpokládáme realizaci kurzových zisků. V našich predikcích také předpokládáme fixaci kurzu Kč/eur v horizontu roku 2013, v souvislosti s očekávaným vstupem ČR do eurozóny.

Tabulka č. 3: Odhadovaný vývoj kurzu Kč/eur

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kurz Kč/EUR	26,85	26,00	25,00	24,50	25,00	24,80	24,80

Zdroj: odhad Cyrrus

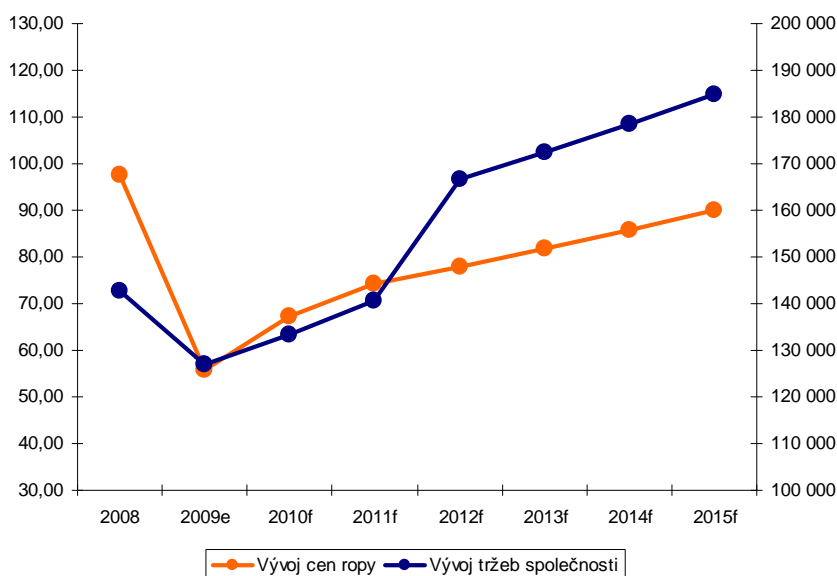
Tento rok dojde k poklesu tržeb i provozního zisku. Pro další roky předpokládáme obnovení růstového trendu.

## Výhledy hospodaření společnosti

Společnost při zveřejnění svých výsledků za rok 2008 uvedla, že pro rok 2009 očekává pokles provozního zisku EBITDA o ne více než 10%, tj. měla by dosáhnout výše minimálně 35,5 mil. eur. V naší predikci odhadujeme EBITDA celého roku 2009 na 37,9 mil. eur (pokles o 3,9%), tedy v souladu s očekáváním společnosti. Tržby odhadujeme na 126,9 mil. eur, kdy při přibližně konstantním objemu prodeje je hlavní příčinou k poklesu tržeb pokles cen produkce. Náklady na spotřebu materiálu (polymery) se časově rychleji přizpůsobují cenám ropy, proto pokles ukazatele EBITDA bude zapříčiněn zejména poklesem tržeb. Provozní zisk EBIT pro rok 2009 předpokládáme ve výši 22,7 mil. Eur, kdy u nákladů jako jsou jiné provozní náklady (např. údržba, ceny energií), mzdové nebo ostatní náklady předpokládáme mírný růst. Vzhledem ke snížení odhadů ukazatelů ziskovosti na provozní úrovni také očekáváme pokles čistého zisku, kdy výrazněji neměníme odhady finančních nákladů. Celkově oproti předešlé predikci tedy výši ukazatelů hospodaření společnosti snižujeme.

Dalším významným faktorem ovlivňující hospodaření je vývoj kurzu Kč/eur, o jehož vlivu bylo již pojednáno výše. Za minulý rok společnost realizovala díky oslabující koruně kurzové ztráty, pro budoucí roky předpokládáme postupné posilování kurzu koruny a proto měnová stránka hospodaření bude ovlivňovat výsledky společnosti pozitivně. U vlivu daně z příjmu nepředpokládáme oproti předchozí predikci větší změny.

**Graf č. 3: Porovnání odhadovaného vývoje tržeb a cen ropy**



Levá osa: cena ropy Brent v USD/barel, pravá osa: tržby společnosti v tis. eur.  
Zdroj: Bloomberg konsenzus, odhad Cyrrus

Jak bylo uvedeno, promítnutí poklesu cen ropy do nákladů a tržeb pracuje jednak s časovým zpožděním, a do hospodaření společnosti se promítá jen krátkodobě, z dlouhodobého pohledu se však tyto dva vlivy vyrovnávají a efekt plynoucí z rozdílné rychlosti uplatnění mechanismu přenosu cen ropy se neutralizuje. Do budoucna předpokládáme po výrazných poklesech loni a v souvislosti s postupným obnovováním růstu světového hospodářství postupný růst cen ropy, a z tohoto titulu také příspěvek k postupnému růstu tržeb. Růst tržeb bude navíc podpořen spuštěním nové linky, které odhadujeme v roce 2012. Podobně jako za rok 2008 pak bude vedle růstu produkce důsledkem zavedení nové linky také zvýšení částky odpisů. Z důvodu současné krize tak v podstatě nebylo hospodaření společnosti zasaženo jinak, než poklesem cen produkce a měnovým vývojem. Zvýšení zásob neprodané produkce považujeme pouze za krátkodobý jev.

Dividendová politika zůstává v zásadě nezměněna, očekáváme však mírně pesimističtější scénář.

## Dividendová politika

Společnost vyplácela za poslední roky pravidelně dividendu, pro tento rok zatím nebyla její výše stanovena, podle vyjádření managementu však má být vyšší než v minulém roce (to byla dividendu 0,85 eur na akcii), kdy politiku postupného zvyšování dividend předpokládáme i pro následující roky. Pro tento rok předpokládáme dividendu ve výši 0,91 eur, (div. výnos 8,8 %), kdy počítáme s menším meziročním růstem výše dividendy než v minulém roce díky snaze podržet hotovost. Poklesem zisku a zvýšením plánované dividendy za rok 2008 tak vzrostl výplatní poměr z 33% na více než 50%. Společnost však nedeklaruje to, že by výše dividendy byla navázána na dosažený zisk. Na druhou stranu výplata dividendy není hlavním zájmem vedení společnosti, kdy společnost preferuje použití hotovosti jednak ke snižování zadlužení, jednak k dalším investicím či k případným akvizicím.

Dividenda není v současné době účetně vyplácena z účtu zisku minulých let, ale z účtu emisního ážia. Tento účet bude postačovat pro výplatu dividend v očekávané výši do roku 2011, pak bude dividendu podle našich odhadů vyplácena podle pokračující dividendové politiky z čistého zisku. Oproti naší předchozí predikci v souvislosti se zhoršeným vývojem hospodaření jsme mírně také snížili odhadované budoucí tempo růstu dividend.

**Tabulka č. 4: Odhadovaná výše dividend (eur na akcii)**

Dividenda ze zisku roku	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Původní odhad	0,93	0,88	0,99	1,08	1,23	1,52	1,65
Nový odhad	0,91	0,95	1,00	1,05	1,12	1,19	1,26

Zdroj: odhad Cyrrus

## Stanovení cílové ceny akcie

Pro účely ocenění akcie společnosti Pegas Nonwovens pokračujeme v oceňování společnosti pomocí metody FCFE. Vstupní parametry byly změněny podle aktuálních hodnot (bezriziková sazba 15Y vládního dluhopisu, riziková prémie dle tabulek A.Damodarana, ukazatel Beta vs. PX podle agentury Bloomberg), přehodnotili jsme také odhadovaný dlouhodobý růst HDP a inflace. Přehled změn vstupních parametrů přináší následující tabulka:

**Tabulka č. 5 : Vstupní parametry modelu ocenění**

	Původní hodnota	Nová hodnota
<b>Bezriziková sazba</b>	5,25%	6,04%
<b>Riziková prémie</b>	5,00%	7,10%
<b>Beta vs. PX</b>	1,00	0,80
<b>Růst HDP</b>	2,50%	1,50%
<b>Růst inflace</b>	2,50%	1,50%
<b>Diskontní faktor</b>	10,25%	11,72%

Zdroje: Bloomberg, A. Damodaran, odhad Cyrrus

Aktualizovali jsme vstupní parametry modelu ocenění.

## Metoda Free cash-flow to equity

Vstupní hodnoty ocenění pomocí metody FCFE jsou zobrazeny v následující tabulce. Model plánuje v první fázi jednotlivé položky na roční bázi do roku 2015, pro následující období v druhé fázi (od 2012 do nekonečna) je použit model konstantního růstu (Gordonův model).

**Tabulka č. 6: Ocenění pomocí metody FCFE (eur na akcii)**

	2009e	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f+
Čistý zisk	1,88	1,82	1,85	1,91	2,68	2,40	2,07
Odpisy	1,82	1,65	1,79	1,86	2,17	2,18	2,26
Δ prac. kapitálu	0,24	0,34	0,71	0,70	0,16	0,16	0,17
CAPEX	-0,22	-0,22	-2,71	-2,71	-0,22	-0,22	-2,17
Splátky dluhu	-0,54	-0,65	-0,65	-0,87	-0,87	-1,30	-1,30
Nový dluh	0,54	0,54	0,87	1,30	1,30	0,87	0,49
Terminal Value							13,88
Volné cash-flow	3,25	2,81	0,44	0,79	4,91	3,77	15,06
Diskont. cash-flow	2,91	2,25	0,31	0,51	2,82	1,94	6,93
NPV na akcii (eur)							17,67
NPV na akcii (Kč)							455

Zdroj: odhad Cyrrus

Cílová cena akcie společnosti Pegas Nonwovens činí 455 Kč.

Na základě použití metody FCFE se dostaneme k hodnotě diskontovaného cash-flow ve výši 17,67 eur na akcii, při odhadovaném budoucím kurzu 25,75 Kč/eur činí roční cílová cena akcie **455 Kč**.

Cílovou cenu akcie společnosti Pegas Nonwovens stanovujeme na 455 Kč, kdy vzhledem k růstovému potenciálu doporučujeme akcie „koupit“.

## Investiční doporučení

Na základě ocenění pomocí modelu FCFE stanovujeme novou roční cílovou cenu akcie společnosti Pegas Nonwovens na **455 Kč**, při kurzu 25,75 Kč/eur. Stanovená cílová cena znamená 66% prémii k poslednímu závěrečnému kurzu akcie, a proto ponecháváme naše investiční doporučení na stupni „koupit“.

## Analýza citlivosti

Níže uvedená tabulka zobrazuje citlivost cílové ceny na změny ve vybraných vstupních parametrech, konkrétně diskontního faktoru a odhadované míry dlouhodobého růstu.

**Tab. č. 7: Analýza citlivosti**

Dlouhodobý růst	Diskontní míra				
	10,72%	11,22%	11,72%	12,22%	12,72%
2,0%	474	454	437	421	406
2,5%	485	464	445	428	413
3,0%	498	475	<b>455</b>	437	420
3,5%	513	488	466	446	429
4,0%	530	502	478	457	438

## Výhledové finanční výkazy

**Tab. č. 8: Rozvaha (mil. eur)**

	2008	2009f	2010f	2011f
Dlouhodobý majetek celkem	207,8	197,2	183,4	163,2
Oběžná aktiva	40,4	77,9	99,1	111,8
<b>Aktiva celkem</b>	<b>248,2</b>	<b>275,1</b>	<b>282,5</b>	<b>275,1</b>
Základní kapitál a rezervní fondy	99,2	107,3	115,5	114,6
Dlouhodobé závazky	107,5	120,0	117,9	113,0
Krátkodobé závazky	41,6	47,9	49,1	47,5
<b>Pasiva celkem</b>	<b>248,2</b>	<b>275,1</b>	<b>282,5</b>	<b>275,1</b>

**Tab. č.9: Výkaz zisku a ztráty (mil. eur)**

	2008	2009f	2010f	2011f
Tržby	142,8	126,9	133,2	140,6
Provozní náklady	120,1	104,2	110,5	116,3
Odpisy dlouhodobého majetku	16,8	15,2	16,5	17,1
EBITDA	39,5	37,9	39,2	41,4
Provozní zisk	22,7	22,7	22,7	24,3
Zisk před zdaněním	14,2	18,5	18,5	18,8
<b>Čistý zisk</b>	<b>14,9</b>	<b>17,4</b>	<b>16,8</b>	<b>17,0</b>

**Tab. č. 10: Výkaz peněžních toků (mil. eur)**

	2008e	2009f	2010f	2011f
Počáteční zůstatek	0,5	0,3	36,7	55,8
CF z provozní činnosti	35,1	43,2	40,8	44,3
CF z investiční činnosti	-18,6	-2,0	-2,0	-25,0
CF z finanční činnosti	-16,7	-4,9	-19,6	-9,7
<b>Konečný stav</b>	<b>0,3</b>	<b>36,7</b>	<b>55,8</b>	<b>65,4</b>



### Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka  
Jan Procházka  
Karel Potměšil  
Ondřej Moravanský

Head of research  
Chief analyst  
Senior analytik  
Analytik

[hatlapatka@cyrrus.cz](mailto:hatlapatka@cyrrus.cz)  
[prochazka@cyrrus.cz](mailto:prochazka@cyrrus.cz)  
[potmesil@cyrrus.cz](mailto:potmesil@cyrrus.cz)  
[moravansky@cyrrus.cz](mailto:moravansky@cyrrus.cz)

Banky, energetika, zahr. trhy  
Energetika, letecká doprava  
Farmacie, development  
Telecomy, IT, média, spotř. zboží

### Trading & Sales:

Pavel Píkna  
Kamil Kricner

Brno  
Praha

[pikna@cyrrus.cz](mailto:pikna@cyrrus.cz)  
[kricner@cyrrus.cz](mailto:kricner@cyrrus.cz)

### Portfolio management:

Peter Dömény  
Jindřich Rovný

Brno  
Praha

[domeny@cyrrus.cz](mailto:domeny@cyrrus.cz)  
[rovny@cyrrus.cz](mailto:rovny@cyrrus.cz)

### Corporate finance:

Tomáš Kunčický  
Jiří Béhal

Brno  
Brno

[kuncicky@cyrrus.cz](mailto:kuncicky@cyrrus.cz)  
[behal@cyrrus.cz](mailto:behal@cyrrus.cz)

Výhrada (disclaimer): Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka 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 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. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. 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**  
Veverí 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