

# PEGAS NONWOVENS SA

## CENA ROPY PŘISTŘIHÁVÁ KŘÍDLA

Lucie Kundrátová  
analytik  
kundratova@cyrrus.cz

3. 7. 2008

**Cílová cena 595 CZK**  
**Doporučení: koupit**

### Základní informace

Datum	2. 7. 2007
Posled. záv. kurz	353,5 CZK
Vydaných akcií	9,229 mil. ks
Tržní kapitalizace	3,29 mld. CZK
Free-float	100 %
52 týdenní max.	837,6 CZK
52 týdenní min.	330,0 CZK
Beta	1,0
Podíl v PX	0,27 %

Zdroj: Bloomberg, Pegas Nonwovens

### Akcionářská struktura

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

Zdroj: Pegas Nonwovens

### Poměrové ukazatele 2007

ROA	10,2 %
ROE	25,9 %
Dluh/vl. kapitál	1,37
EPS	2,40 EUR
DPS	0,85 EUR
BVPS	10,1 EUR

Zdroj: Bloomberg, Pegas Nonwovens

### Vývoj kurzu akcie



Zdroj: Bloomberg

## Důvody změny cílové ceny

Od vydání našeho úvodního doporučení pro akcie Pegas Nonwovens (5. 12. 2007) společnost oznámila hospodářské výsledky za rok 2007 a za první čtvrtletí roku 2008. Objevilo se také několik dalších informací o hospodaření společnosti, o jejich výhledech na hospodaření v budoucnosti a významně se také změnila situace na akciových a komoditních trzích. Na základě těchto informací jsme přistoupili k revizi cílové ceny akcie.

Faktory, které jsme v modelu změnili, jsou následující:

- změna ceny ropy a následně polymerů, jakožto hlavních vstupních surovin
- zveřejněné hospodářské výsledky a očekávání o jejich dalším vývoji
- zpomalení tempa růstu objemu produkce
- přehodnocení dividendové politiky
- předpoklady oceňovacích modelů

Při zahrnutí vlivu okolností výše uvedených stanovujeme novou cílovou cenu akcie společnosti Pegas Nonwovens SA ve výši **595 korun**. Tato cena výrazně převyšuje aktuální tržní kurz, proto ponecháváme naše původní doporučení **koupit**. Cílovou cenu jsme snížili z původních 845 korun o 29 %.

V krátkém časovém období ale může cena akcie podléhat všeobecně negativní náladě na akciových trzích. Proto v krátkodobém horizontu nevylučujeme její další pokles. Zásadní informací pro investory budou především hospodářské výsledky za druhé čtvrtletí 2008.

## Hospodářské výsledky za rok 2007 a 1Q2008

Tab. č. 1: Hospodářské výsledky za rok 2007 a první čtvrtletí 2008 (tis. EUR)

	2007	y/y	1Q2008	y/y
Tržby	121 971	0,9%	37 754	20,5%
EBITDA	38 376	-8,4%	10 476	-2,4%
Provozní zisk	26 043	-12,5%	6 405	-16,8%
Čistý zisk	22 138	6,9%	11 567	299,0%

Zdroj: Pegas Nonwovens

Ačkoliv čistý hospodářský zisk v roce 2007 a i v prvním čtvrtletí 2008 vzrostl, na provozních úrovních se začaly projevovat jisté potíže. Ty jsou způsobeny právě rostoucí cenou ropy, která se promítá do cen vstupních surovin, zejména polymerů.

Klesající zisk EBITDA naznačuje problémy s prosazováním vyšších cen výrobků, tedy s promítnutím vyšších vstupních cen do cen výstupních. Poptávka po netkaných textilních se bude v letošním roce zvyšovat rychleji než jejich nabídka, na trh navíc vstupují noví hráči a tlak konkurence tak dále zesílí. Nové společnosti sice většinou nemají tak kvalitní technické vybavení, nicméně část poptávky přeberou. Prosazování vyšších cen (resp. marží) tak bude v budoucnosti čím dál obtížnější.

Tab. č. 2: Cíle pro letošní rok

	FY 2007	FY 2008 E
Tržby	122 mil. EUR	21 - 25 % růst y/y
EBITDA	38,5 mil. EUR	5 - 9 % růst y/y
CAPEX	18,9 mil. EUR	18 mil. EUR

Zdroj: Pegas Nonwovens

**Cena ropy se od počátku letošního roku zvýšila o více než 40 %**

**Což se projevilo také v ceně základní vstupní suroviny - polymerů**

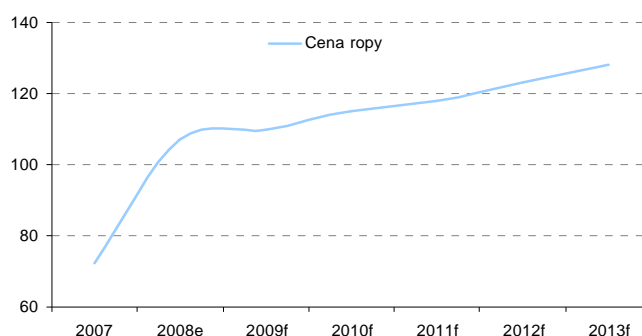
## Ceny vstupních surovin

Na konci minulého roku došlo k akcelerujícímu růstu ceny ropy. Ta od té doby překonává jednu rekordní úroveň za druhou a pravděpodobně svůj strop ještě nenašla. Cena ropy je přitom faktor, který ovlivňuje hospodaření společnosti Pegas velmi podstatně. Zatímco v době vydání naší analýzy (prosinec 2007) se barel severomořské ropy Brent obchodoval za 90 dolarů, na konci května letošního roku to bylo již více než 140 dolarů. Zvýšila se tedy o 55 %, od počátku roku 2008 potom o více než 40 %.

Právě ceny ropy jsou podle našeho názoru základním faktorem, který v posledních měsících ovlivňoval kurz ceny akcií Pegas. Promítá se do ceny polymerů, které Pegas využívá jako základní vstupní suroviny (zejména polyetylén a polypropylén). Cena polypropylénu se od počátku roku zvýšila o 40 %, cena polyetylénu o 51 %. Toto zvýšení se projevilo jak v nákladech společnosti tak i v jejich výnosech.

Pegas byl dlouho schopen promítnout zvýšení cen vstupů do cen finální produkce a zachovat tak produkční marže na vysokých úrovních. Poslední hospodářské výsledky ale ukazují, že tento stav nebude dlouho udržitelný a že produkční marže Pegasu začaly pomalu klesat. Jejich budoucí pokles naznačují také výhledy společnosti na hospodaření v letošním roce.

**Graf č. 1: Predikce ceny ropy (USD za barel)**



Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

**Díky zvýšení cen vstupních surovin se zvýší velikost tržeb.**

**Poroste také objem produkce.**

**Pegas bude těžit také z výhodné tržní pozice.**

## Tržby

Nejen díky rostoucím cenám vstupů by se výše tržeb měla v letošním roce zvyšovat. Růst tržeb očekáváme ve výši 23 %. V roce 2009 by měl potom následovat jejich mírný pokles způsobený snížením ceny ropy, který je v současnosti očekáván. Od roku 2010 by se měl opět obnovit jejich růst.

Na tržby má kromě cen vstupů také vliv objem produkce. Ten v roce 2008 významně vzrostl díky uvedení do provozu nové výrobní linky. V důsledku jejího zprovoznění očekáváme nárůst produkčních kapacit o 13,5 tisíce tun ročně. Také v následujících letech počítáme s pokračujícím nárůstem objemu produkce, který rovněž zesílí zprovoznění dalších výrobních linek v intervalu tří let (v souladu s prohlášením společnosti).

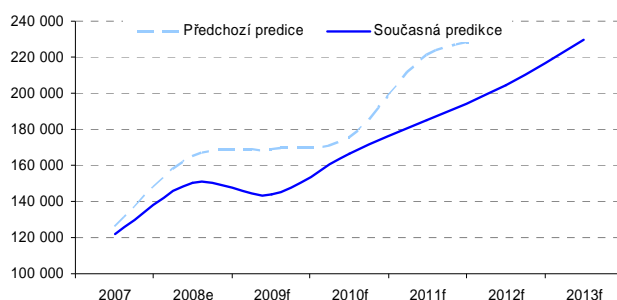
Ve prospěch Pegasu dále hraje fakt, že se společnost velkou měrou (přibližně 30 % odbytu) orientuje na trhy střední a východní Evropy, které jsou charakteristické vysokým hospodářským růstem a zvyšující se poptávkou po hygienických potřebách. Pegas také bude těžit z vysoké technologické kvality svých výrobních zařízení a velmi dobrého tržního postavení (druhý největší výrobce netkaných textilií v Evropě).

V porovnání s předchozím modelem očekáváme nyní pro rok 2008 nižší nárůst tržeb. Na trhu se začíná projevovat zvyšující se tlak konkurence, díky kterému je Pegas nucen snížit své produkční marže. Zároveň očekáváme pomalejší nárůst odbytu než v předchozí predikci. Srovnání předchozí a současné predikce poskytuje graf č. 1

**Tab. č. 3: Predikce vývoje tržeb (tis. EUR)**

	2007	2008e	2009f	2010f	2011f	2012f	2013f
<b>Tržby celkem</b>	121 941	150 219	143 583	166 574	185 240	204 324	229 563
y/y	0,8%	23,2%	-4,4%	16,0%	11,2%	10,3%	12,4%
<b>Hygiena</b>	104 832	128 648	123 051	143 898	163 466	185 085	213 567
<b>Ostatní</b>	17 139	21 572	20 532	22 676	21 774	19 239	15 996

Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

**Graf č. 2: Porovnání současné a předchozí predikce vývoje tržeb (tis. EUR)**


Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Růst ceny ropy se projeví také v provozních nákladech prostřednictvím cen polymerů...

Zvýší se také výdaje na spotřebu energie

...a osobní náklady.

## Provozní náklady

Druhou položkou, kterou cena ropy ovlivňuje, jsou provozní náklady. Zde se cena ropy projevuje prostřednictvím cen polymerů. Ty se od počátku roku zvýšily již o 40 – 50 % (viz výše). V následujících měsících (letech) se jejich ceny budou vyvíjet především v závislosti právě na cenách ropy.

Ve zbylé části letošního roku očekáváme mírnější růst ceny polymerů, který bude patrné také v roce 2009 v souvislosti s očekávaným poklesem ceny ropy. V dalších letech se opět obnoví rostoucí trend, nicméně ten by již neměl být tak razantní jako v letošním roce.

Externí vlivy na výši provozních nákladů se projeví také v cenách elektřiny. Také v tomto případě počítáme s růstem cen, v roce 2008 opět s nadprůměrně vysokým, který bude v následujících letech slábnout.

Poslední významnou položkou provozních nákladů jsou osobní náklady. Také u nich očekáváme v následujících letech zvyšování. To bude souviset s růstem produkce a především potom se zprovozněním dalších výrobních linek. V roce 2008 a 2009 očekáváme nárůst osobních nákladů o 5 %, v následujícím roce, kdy by měla být uvedena do provozu další výrobní linka, očekáváme nárůst vyšší, a to 11 %.

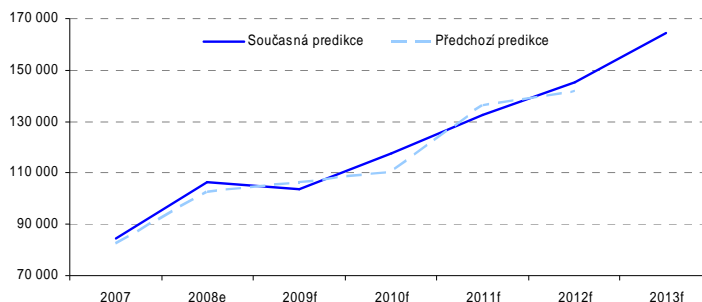
V původním modelu jsme počítali s velmi podobným vývojem provozních nákladů. Porovnání obou predikcí je znázorněno v grafu č. 3.

**Tab. č. 4: Predikce provozních nákladů (tis. EUR)**

	2007	2008e	2009f	2010f	2011f	2012f	2013f
<b>Provozní náklady</b>	84 700	106 279	103 722	117 610	132 846	145 130	164 557
y/y	7,4%	25,5%	-2,4%	13,4%	13,0%	9,2%	13,4%
<b>Materiál a suroviny</b>	76 584	97 306	94 523	107 286	121 765	133 344	151 464
<b>Věda a výzkum</b>	1 837	2 377	2 265	2 578	2 925	3 190	3 600
<b>Osobní náklady</b>	6 279	6 596	6 934	7 747	8 157	8 596	9 493

Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Graf č. 3: Porovnání současné a předchozí predikce vývoje nákladů (tis. EUR)



Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Zisk na provozní úrovni bude ovlivněn zejména poklesem provozních marží.

### Provozní zisk, EBITDA, čistý zisk

Na úrovni provozního zisku se začínají objevovat problémy s prosazováním zvýšených nákladů do cen produkce. Marže společnosti Pegas jsou v porovnání s konkurencí velmi vysoké (Pegas těží především z vysoké technologické úrovně a nízkých výrobních nákladů), začínají se ale snižovat. Díky silné konkurenci v odvětví očekáváme jejich pokles i v následujících letech.

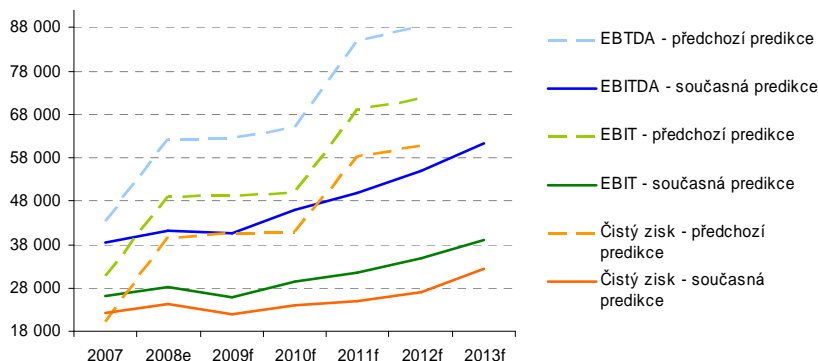
Naše predikce zisku se oproti původní predikci snížila. Důvodem je přehodnocení vývoje tržeb (viz výše) a také zmíněný pokles ziskových marží. Porovnání obou predikcí je znázorněno grafem č. 4. Zisk EBITDA se podle našich očekávání v letošním roce zvýší o 7,5 % na 41,2 milionů euro, bude se tedy pohybovat u horního pásma, které si vymezila sama společnost (Pegas očekává v letošním roce růst EBITDA 5 – 9 %). Čistý zisk se potom zvýší o 10,3 % na 24,4 milionů euro.

Tab. č. 5: EBITDA, EBIT a čistý zisk (tis. EUR)

	2007	2008e	2009f	2010f	2011f	2012f	2013f
EBITDA	38 376	41 233	40 598	46 014	49 740	54 943	61 331
y/y		-8,4%	7,4%	-1,5%	13,3%	8,1%	10,5%
EBIT	26 043	28 088	25 798	29 502	31 479	34 896	39 464
y/y		-12,5%	7,9%	-8,2%	14,4%	6,7%	10,9%
Čistý zisk	22 138	24 424	21 973	24 127	25 502	28 024	33 821
y/y		6,9%	10,3%	-10,0%	9,8%	5,7%	9,9%

Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Graf č. 4: EBITDA, EBIT a čistý zisk – současná a původní predikce (tis. EUR)



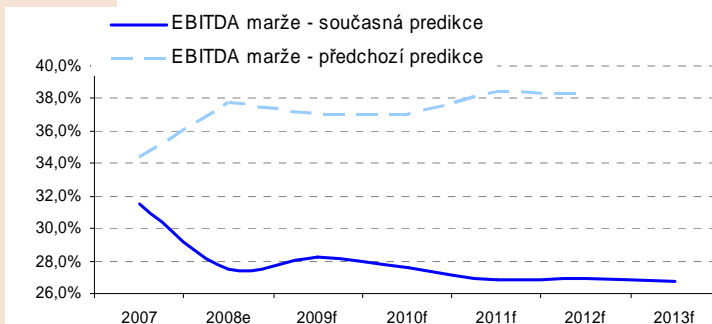
Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

**Do hospodaření se promítne také zvyšující se tlak konkurence**

Provozní marže budou zejména v letošním roce negativně ovlivněny již několikrát zmíněným extrémním růstem ceny ropy. Pro rok 2008 očekáváme pokles EBITDA marže z 31,5 % na 27,4 %. V roce 2009 tato marže stoupne (díky zachování produkčních marží a současnému mírnému poklesu tržeb). V dalších letech očekáváme její stabilizaci, návrat na současné úrovně však považujeme za nepravděpodobný. Důvodem je zvyšující se tlak konkurence na trhu netkaných textilií.

Pokles marží je jednou z největších změn v současném modelu. Zatímco v původním modelu jsme počítali s plným započtením zvýšení nákladů do cen produkce, v současné predikci jsme tento předpoklad změnili.

**Graf č. 5: Marže EBITDA**



Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

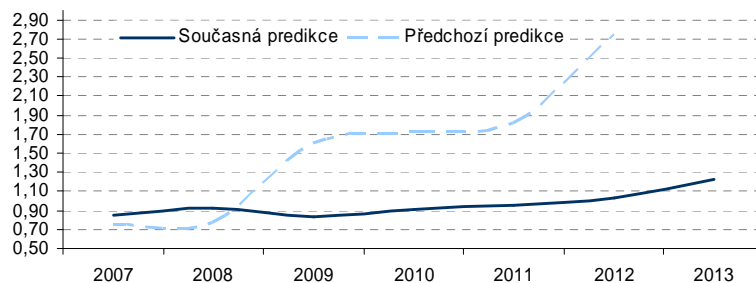
**Výši dividendy očekáváme na úrovni 35 % čistého zisku**

**Dividendová politika**

Pegas na rozdíl od většiny společností nevyplácí dividendu z nerozděleného zisku, ale z emisního ážia. Předpokládáme, že vyplacené dividendy v následujících letech budou odpovídat 35 % čistého zisku (jako tomu bylo v letech 2006 a 2007). Jejich vývoj je znázorněn na grafu č. 5.

V původním modelu jsme očekávali rychlejší zvýšení dividend. Změna tohoto předpokladu je způsobena především velmi krátkou historií výplaty dividend.

**Graf č. 6: Dividenda na akcii**



Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Ke stanovení cílové ceny jsme použili model FCFE...

## Stanovení hodnoty akcie

Pro ohodnocení akcií společnosti Pegas Nowovens SA a stanovení cílové ceny jsme použili model diskontovaného volného cash flow (model FCFE). Předpoklady, z nichž jsme vycházeli, jsou uvedeny v tabulce č. 6. V porovnání s původním modelem z prosince 2007 jsme zachovali velikost beta faktoru na úrovni 1,0, snížili jsme očekávání růstu reálného HDP (z 3,50 % na 2,50 %) a zvýšili jsme bezrizikovou úrokovou sazbu (z 4,63 % na 5,25 %). Diskontní faktor jsme mírně zvýšili z původních 10,13 % na současných 10,25 %.

Tab. č. 6: Předpoklady oceňovacího modelu

Beta	1,000
Bezriziková sazba	5,25%
Riziková prémie	5,00%
Růst reálného HDP	2,50%
Inflace	2,50%
Diskontní faktor	10,25%

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Z výše uvedených předpokladů vychází následující model FCFE (viz tab. 7). Hodnota NPV na akcii vyjádřená v českých korunách je přepočítána na základě aktuálního měnového kurzu EURCZK 23,846.

Tab. č. 7: Model diskontovaného volného cash flow – FCFE (euro na akcii)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Čistý zisk	2,63	2,37	2,59	2,71	2,94	3,51	3,47	2,58
Odpisy	1,42	1,60	1,79	1,98	2,19	2,40	2,63	2,85
Δ pracovního kapitálu	0,48	0,38	1,63	-0,26	-0,56	0,21	-0,84	0,67
Výdaje na investice	1,95	1,99	2,11	2,21	2,32	2,44	2,49	2,54
Splátky dluhu	2,96	3,61	4,24	5,14	6,23	3,81	3,88	3,77
Nový dluh	2,17	3,25	3,79	5,42	6,50	3,25	4,33	3,09
FCFE	0,84	1,25	0,19	3,01	3,64	2,71	4,89	32,38
Diskont. FCFE	0,76	1,03	0,14	2,04	2,24	1,51	2,47	14,83
Pokrač. hodnota	30,84							

NPV na akcii (EUR)	<b>24,95</b>
NPV na akcii (CZK)	<b>595</b>

Zdroj: Cyrrus

## Doporučení

Na základě modelu diskontovaného volného cash flow jsme stanovili hodnotu akcie na **595 korun**. Tato cílová cena je výrazně vyšší než aktuální kurz, proto je naše investiční doporučení pro akcie Pegas Nonwovens SA **koupit**. V krátkém časovém období ale může akcie podléhat všeobecně negativní náladě na akciových trzích. Proto v krátkodobém horizontu nevylučujeme jejich další pokles. Zásadní informací pro investory budou především hospodářské výsledky za druhé čtvrtletí 2008.

...na základě kterého jsme stanovili cílovou cenu akcie 595 korun. Akcie doporučujeme koupit.

## Zkrácené finanční výkazy společnosti

**Tab. č. 8: Rozvaha (mil. EUR)**

	2007	2008e	2009f	2010f	2011f	2012f	2013f
Dlouhodobý majetek celkem	224,7	232,7	237,3	240,8	244,0	246,3	246,8
Oběžná aktiva	39,2	50,8	53,4	60,0	77,7	96,9	110,7
<b>Aktiva celkem</b>	<b>263,9</b>	<b>283,5</b>	<b>290,7</b>	<b>300,9</b>	<b>321,7</b>	<b>343,2</b>	<b>357,5</b>
Základní kapitál a rezervní fondy	93,9	109,9	120,9	138,7	156,1	174,0	187,2
Dlouhodobé závazky	128,8	121,6	113,8	102,1	104,7	105,9	104,9
Krátkodobé závazky	41,2	52,0	56,1	60,0	60,8	63,2	65,4
<b>Pasiva celkem</b>	<b>263,9</b>	<b>283,5</b>	<b>290,7</b>	<b>300,9</b>	<b>321,7</b>	<b>343,2</b>	<b>357,5</b>

Zdroj: Cyrrus

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

	2007	2008e	2009f	2010f	2011f	2012f	2013f
Tržby	122,0	150,2	143,6	166,6	185,2	204,3	229,6
Provozní náklady	84,7	106,3	103,7	117,6	132,8	145,1	164,6
Odpisy dlouhodobého majetku	12,3	13,1	14,8	16,5	18,3	20,2	22,2
EBITDA	38,4	41,2	40,6	46,0	49,7	54,9	61,3
Provozní zisk	26,0	28,1	25,8	29,5	31,4	34,7	39,1
Zisk před zdaněním	20,0	25,0	21,7	25,4	26,8	29,5	36,0
<b>Čistý zisk</b>	<b>22,1</b>	<b>24,3</b>	<b>21,8</b>	<b>23,9</b>	<b>25,0</b>	<b>27,2</b>	<b>32,4</b>

Zdroj: Cyrrus

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

	2007	2008e	2009f	2010f	2011f	2012f	2013f
Počáteční zůstatek	22,0	0,5	14,8	21,9	25,2	42,6	64,3
Cash flow z provozní činnosti	31,5	54,6	43,5	42,6	52,2	59,2	61,0
Cash flow z investiční činnosti	-18,9	-18,0	-18,4	-19,5	-20,4	-21,5	-22,5
Cash flow z finanční činnosti	-34,2	-22,3	-18,1	-19,8	-14,3	-16,0	-24,1
<b>Konečný stav</b>	<b>0,5</b>	<b>14,8</b>	<b>21,9</b>	<b>25,2</b>	<b>42,6</b>	<b>64,3</b>	<b>78,7</b>

Zdroj: Cyrrus

### Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka  
Jan Procházka  
Karel Potměšil  
Lucie Kundrátová  
Ondřej Moravanský

Head of research  
Chief analyst  
Senior analytik  
Analytik  
Analytik

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

Banky, energetika, zahr. trhy  
Energetika, letecká doprava  
Farmacie, development  
Petrochemie, spotřební zboží  
Telekomunikace, IT, média

### Trading & Sales:

Pavel Pikna  
Kamil Kricner

Brno  
Praha

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

### Portfolio management:

Tomáš Machalický  
Jindřich Rovný

Brno  
Praha

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

### Corporate finance:

Tomáš Kunčický

Brno

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

#### Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):

Společnost není tvůrcem trhu na žádné emisi, nicméně nevylučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCPP. 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 výstupy je možno nalézt na [www.cyrrus.cz](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