

| Textil | Aktualizace | Česká republika |

# Pegas Nonwovens

Ponecháváme doporučení *Koupit* s cílovou cenou 863 Kč za akcii

## Koupit

Cena 20.05.16	<b>780 CZK</b>
12m cíl	<b>863 CZK</b>
Pot. růst ceny	<b>10,6%</b>
Dividenda	<b>1,25 EUR</b> 33,8 CZK
Celkový výnos	<b>15,0%</b>

### Sektorové doporučení

Neutrální

### Typ investice

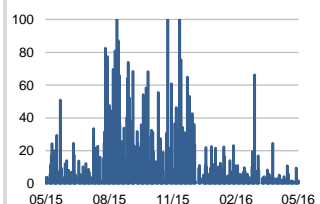
Vysoký dividendový výnos	✓
Nízká tržní kapitalizace	✓

### Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

### Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

**Investiční doporučení:** Po zveřejnění výsledků za loňský rok, setkání s managementem a dosažení naší předchozí cílové ceny jsme přistoupili k revizi naší analýzy. **Akcie Pegasu nadále doporučujeme Koupit, když jsme zvýšili cílovou cenu z předchozích 800 Kč na 863 Kč.** Naše cílová cena odpovídá 16,3násobku očekávaného letošního zisku a 10,7násobku odhadovaného zisku v následujících 10 letech. Na téměř 8% nárůstu cílové ceny se podepsalo několik faktorů: (1) pokles požadované míry vlastního kapitálu v reakci na změnu rozložení budoucích výrobních kapacit v ČR a Egyptě, (2) pokles bezrizikové míry, (3) zvýšení volného cash flow kvůli nižším investicím v Egyptě a nižší očekávané celkové výrobní kapacitě, (4) zvýšení provozních marží a (5) oddálení konce intervenčního režimu ČNB.

**Očekávaný vývoj v letošním roce:** Optimalizace výrobních procesů by měla vést k mírnému navýšení celkové produkce. Tržby by však měly v meziročním srovnání zaznamenat pokles o téměř osm procent, když důvodem by měly být především nižší ceny polymerů. **Stanovený cíl managementu pro ukazatel EBITDA (43,0 až 49,0 mil. EUR) se nám zdá být rozumný, když odhadujeme jeho úroveň na 45,4 mil. EUR.** To znamená nárůst zhruba o jeden milion ve srovnání s 2015. Čistý zisk by však měl být o více jak 15 % slabší ve výši 20,7 mil. EUR, a to zejména kvůli výrazně nižšímu zisku z přecenění měnovými kurzy, který bude jen částečně kompenzován nižšími úrokovými náklady.

**Dividendová politika:** Management společnosti navrhl oproti našemu očekávání o 5 centů vyšší dividendu na úrovni 1,25 EUR na akcii. Myslíme si, že Pegas nadále bude držet progresivní dividendovou politiku, ale vzhledem k očekávanému poklesu letošního čistého zisku **předpokládáme nárůst dividendy z letošního zisku pouze o 5 centů na 1,30 EUR na akcii.** Akcie by měla v následujících letech nabízet dividendový výnos přes 4 %.

**Ocenění společnosti:** Používáme metodu **diskontovaných volných peněžních toků a metodu diskontovaných dividend.** Námi nově stanovená cílová cena nabízí včetně navrhované dividendy vůči stávající ceně celkový výnos 15 %, což odpovídá nákupnímu doporučení.

**Očekávané události:** Výsledky za první kvartál společnost zveřejní 26. května. Valná hromada akcionářů se uskuteční 15. června, kde by měl být schválen návrh dividendy.

Data o akcii				
RIC PGSN.PR	Bloom	PEGAS CP		
52týdenní rozmezí	685,1	- 966,9		
Tržní kap. (CZK mld.)	7,2			
Tržní kap. (EUR mil.)	268			
Volně obchod. (%)	99			
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>	
Akcie	-2,6	7,5	-0,6	
Relativně k PX	1,9	6,9	16,9	

Zdroj: Bloomberg

Finanční data	2015	2016f	2017f	2018f	Poměrové ukazatele	2015	2016f	2017f	2018f
Výnosy (€m)	229,2	213,3	229,2	241,1	P/E (cílová cena, x)	16,9	16,3	14,4	13,8
EBITDA marže (%)	19,3	21,3	21,1	21,0	Price / cash flow	8,0	6,5	6,8	7,1
Vykázaný čistý zisk (€m)	25,0	20,7	20,5	21,4	Dividendový výnos (%)	3,6	3,9	4,1	4,2
Zisk na akcii (€, upr.)	1,9	2,0	2,2	2,3	Price / book value (x)	1,9	1,8	1,7	1,6
Dividenda na akcii (€)	1,15	1,25	1,30	1,35	EV/výnosy (x)	2,1	2,2	2,1	2,0
Výplatní poměr (%)	43,9	55,2	57,7	58,0	EV/EBITDA (x)	10,6	10,4	9,7	9,3
Úrokové krytí (x)	5,5	7,3	9,6	9,3	EV/IC (x)	1,9	1,8	1,8	1,6
Čistý dluh/VK (%)	122,5	109,5	101,7	104,1	ROE (%)	15,9	12,8	12,1	12,0

### Původní analýza a komentář:

[http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/REPORT\\_13108](http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/REPORT_13108)
[http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/f56\\_pegas\\_nonwovens\\_vysledky\\_hospodareni\\_naplnily\\_cekavani\\_prekvapila\\_dividenda](http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/f56_pegas_nonwovens_vysledky_hospodareni_naplnily_cekavani_prekvapila_dividenda)

SOCIETE  
GENERALE  
GROUP



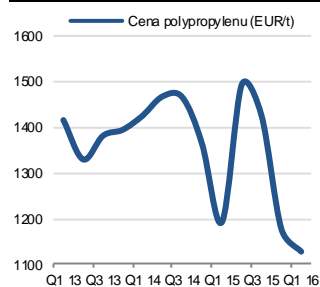
**Miroslav Frayer**  
(420) 222 008 567  
miroslav\_fraye@kb.cz

## Výsledky za loňský rok

mil. EUR	2014	2015	yoy	Odhad KB	Konsensus
tržby	230,55	229,20	-0,6%	235,35	230,79
EBITDA	47,20	44,31	-6,1%	44,12	44,03
provozní zisk	32,17	28,25	-12,2%	28,17	28,03
čistý zisk	27,10	24,98	-7,8%	25,63	25,38

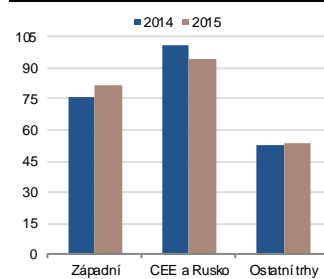
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, konsensus Thomson Reuters

## Průměrná cena polypropylenu



Zdroj: Bloomberg

## Tržby dle teritorií (mil. EUR)



Zdroj: Pegas Nonwovens

**Výsledky hospodaření Pegasu** na provozní úrovni mírně překonaly tržní i naše očekávání, naopak tržby a čistý zisk za odhady nepatrně zaostaly. Tržby v loňském roce klesly o necelé jedno procento, ukazatel EBITDA pak byl nižší o zhruba šest procent a dosáhl 44,3 mil. EUR, což je na spodní hranici vytyčeného cíle managementem (44 až 48,5 mil. EUR). Za samostatný čtvrtý kvartál EBITDA dosáhla 14,6 mil. EUR, což meziročně znamenalo zlepšení o téměř 11 % a nejlepší kvartální výsledek v historii firmy. Čistý zisk dosáhl 25 mil. EUR, což bylo o necelých 8 % méně než v roce 2014.

**Společnost vloni těžila z přenosového mechanismu cen polymerů.** Na výsledek roku 2015 naopak negativně působilo přecenění opčního akciového plánu na reálnou hodnotu. EBITDA upravená o tento vliv meziročně poklesla na hodnotu 47,3 mil. EUR, tj. o 0,8 %. Negativně na výsledky Pegasu v porovnání s předchozím rokem působilo i prudké posílení USD a mírné zpevnění české koruny vůči euru.

**Celková produkce v minulém roce činila 101 665 tun,** což představuje nárůst o 1,1 % ve srovnání s rokem 2014. Ve čtvrtém čtvrtletí činil objem produkce 26 106 tun, což je sice o 0,7 % méně než ve stejném období roku 2014, ale přiblížila se tak rekordním úrovní ze Q414 a Q115. Podíl výnosů z prodeje netkaných textilií určených k výrobě hygienických produktů na celkových výnosech činil vloni 85,8 %, ve srovnání s podílem 88,0 % ve srovnatelném období předchozího roku. Rozdělení výnosů dle geografie trhů potvrzuje stálou koncentraci odbytu Pegasu na širší oblast Evropy a postupné pronikání na trhy Blízkého východu.

**Investice za celý loňský rok dosáhly 9 mil. EUR,** čímž společnost nepřekročila svůj odhad investičních výdajů pro rok 2015. V letošním roce plánuje investovat 25 mil. EUR, když výdaje budou souviset především s novou linkou. **Čistý dluh se ke konci loňského roku meziročně zvýšil o více jak 15 % na 163,8 mil. EUR.** V poměru vůči ukazateli EBITDA dosáhl 3,7násobku (3,0 ke konci 2014). Zvýšení čistého dluhu souviselo zejména s poklesem závazků z obchodního styku v prvním kvartále, kdy Pegas začal v plné míře využívat finančního zvýhodnění za včasnou platbu při nákupu polymerů. K nárůstu však přispěly i investiční výdaje a program zpětného odkupu.

Společně s výsledky za rok 2015 zveřejnil management výhled na letošní rok. Letos Pegas očekává pouze mírné navýšení produkce, které se bude odvíjet od úspěšné realizace optimalizačních opatření v oblasti výroby. **Management si tak pro letošek stanovil výhled pro ukazatel EBITDA na 43,0 až 49,0 mil. EUR.**

## Předpověď výsledků za letošní rok

Miliony EUR	2015	2016	y/y
Tržby	229,20	213,34	-7,6%
EBITDA	44,31	45,38	3,1%
EBIT	28,25	28,38	1,3%
Čistý zisk	24,98	20,22	-20,3%

Zdroj: Pegas; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Letošní celková produkce by měla být oproti té loňské mírně vyšší.

**Optimalizace výrobních procesů by měla vést k mírnému navýšení celkové produkce.**

Čekáme její zvýšení o zhruba 700 tis. tun. Tržby by však měly v meziročním srovnání zaznamenat pokles o téměř osm procent, když důvodem by měly být především nižší ceny polymerů. Značný pokles bychom měli zaznamenat již za první čtvrtletí. Ceny hotových výrobků pro zákazníky jsou ovlivněny cenami vstupů zhruba s 3 až 4měsíčním zpožděním, což znamená přelom loňského a letošního roku. Tehdy se ceny polymerů blížily svým několikaletým minimům, zatímco o rok dříve se nacházely o téměř 15 % výše.

**Provozní náklady by ze stejného důvodu měly rovněž zaznamenat pokles o 8 %.** Kromě toho však čekáme i nižší mzdové náklady zejména kvůli menšímu negativnímu vlivu z přecenění opčního plánu než v uplynulém roce.

Náš odhad EBITDA v souladu s poskytnutým výhledem managementu.

**Stanovený cíl managementu pro ukazatel EBITDA se nám zdá být rozumný, když odhadujeme jeho úroveň na 45,4 mil. EUR.**

To znamená nárůst zhruba o jeden milion ve srovnání s 2015. Čistý zisk by však měl být o více jak 15 % slabší ve výši 20,7 mil. EUR, a to zejména kvůli výrazně nižšímu zisku z přecenění měnovými kurzy, který bude jen částečně kompenzován nižšími úrokovými náklady. Na těch se promítne v půlce roku maturující úrokový swap sjednaný k dříve poskytnutým bankovním úvěrům.

Pegas ukončil zpětný odkup vlastních akcií, rozhodnutí o jejich využití zatím nepadlo.

**Pegas v srpnu loňského roku zahájil zpětný odkup akcií.** V letošním únoru pak dosáhl maximálního 5% objemu základního kapitálu (tj. 461 470 kusů akcií), který bylo možno v rámci tohoto programu odkoupit. Firma získala akcie s průměrnou cenou 801,70 Kč za kus (29,63 EUR) a vynaložila na ně necelých 13,7 mil. EUR. Otázkou zůstává, jakým způsobem Pegas vlastní akcie využije. Management konkrétní informace, jak s nimi naloží, neposkytl, nicméně z debat vyplynulo, že v nejbližší době nedojde k jejich zrušení a adekvátnímu snížení základního kapitálu. S tím jsme však počítali v předchozí analýze, což jsme nyní upravili a tím došlo ke snížení ukazatelů vyjádřených na jednu akcii. Variantou jejich využití je, že akcie budou použity v rámci vypořádání warrantů u manažerského motivačního programu. Takový způsob však pokládáme za negativní z pohledu ostatních akcionářů, když de facto 5 % firmy (pokud bude využit maximální možný objem odkupu) připadne do rukou managementu Pegasu, což by se následně odrazilo i na nižším ocenění společnosti. Tato alternativa se nám zatím nezdá být pravděpodobná. Koupené vlastní akcie by rovněž mohly posloužit jako zdroj financování například budoucích akvizic.

Investice by letos neměly činit více jak 25 mil. EUR.

**Management oznámil, že celkové investiční výdaje by neměly přesáhnout úroveň 25 mil. EUR.** V rámci nich počítáme se zhruba 4,5 mil. EUR jako investice na běžný provoz, zbytek by pak měl připadnout na kapitálové výdaje spojené s výstavbou skladovacích prostor a nového závodu. Firma v nedávné komunikaci uvedla, že zvažuje, zda nová linka bude postavena v Egyptě nebo České republice, zatímco ještě před nedávnem připadala v úvahu africká země. S novými skladovacími kapacitami a s možnou výstavbou nového závodu v jejich těsné blízkosti však možná management svůj záměr přehodnotí. Skladovací haly by

pak měly dlouhodobě ušetřit na nákladech vynaložených na externí skladování. Odhadujeme úsporu zhruba okolo 0,5 mil. EUR ročně.

Úroveň čistého dluhu vůči EBITDA by měla letos mírně vzrůst, v následujících letech čekáme její postupný pokles.

**Během letošního roku očekáváme mírné zvýšení poměru čistého dluhu vůči EBITDA k úrovni 3,8.** Důvodem bude zejména značné snížení volných peněžních prostředků v souvislosti s chystanými investicemi. V dalších letech by však měl poměr pozvolna klesat.

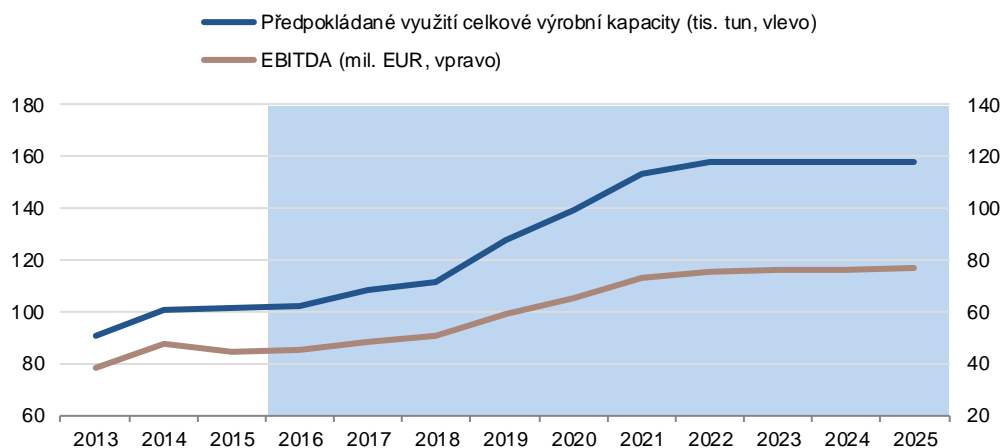
## Dlouhodobé odhady

Do budoucna předpokládáme rozšiřování výrobní kapacity společnosti.

**Naše dlouhodobé výhledy počítají s dalším postupným navyšováním celkové produkční kapacity.** Po setkání s managementem jsme však upravili náběh jednotlivých linek v České republice a Egyptě a zároveň jsme o 10 tis. tun snížili celkovou produkci na horizontu našich predikcí na 170 tis. tun. Důvodem byla jednak ohlášená nová egyptská linka s nižší kapacitou a výstavba nových skladovacích prostor v ČR. V predikci nyní předpokládáme, že se od příštího roku zvýší výrobní kapacita o 10 tis. tun díky nové lince v Egyptě. Plnou produkci v africké zemi očekáváme až za horizontem roku 2020 na úrovni 50 tis. tun (v současnosti 20 tis. tun). To znamená snížení produkce v Egyptě o 20 tis. tun oproti předchozí prognóze. Naproti tomu jsme tento pokles částečně kompenzovali zvýšením kapacity v České republice, když Pegas staví obrovské skladovací prostory s přípravou na instalaci nových linek.

**Snížení celkové produkce a kapacity v budoucích letech se projevilo na nižších odhadech EBITDA.** Pro následující roky tak očekáváme průměrný růst EBITDA na úrovni 5,8 %. Počítáme však s vyšší EBITDA marží (v průměru 21 %), když přesun výroby z Egypta do Evropy by měl souviset s vyšší poptávkou po technologicky vyspělejších materiálech. Rovněž dynamika čistého zisku se snížila, tu odhadujeme nyní ve výši 4,7 %.

### Celková produkce vs. EBITDA



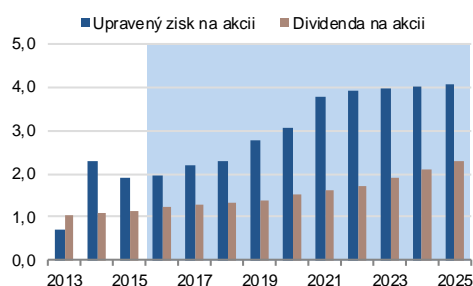
Zdroj: Pegas, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Odhady růstu dividendy jsme nezměnili, nadále očekáváme progresivní dividendovou politiku.

Management společnosti navrhl oproti našemu očekávání o 5 centů vyšší dividendu na úrovni 1,25 EUR na akcii. Myslíme si, že Pegas nadále bude držet progresivní dividendovou politiku, ale vzhledem k očekávanému poklesu letošního čistého zisku (upravený zisk o kurzové zisky/ztráty by měl mírně vzrůst) předpokládáme nárůst dividendy z letošního zisku pouze o 5 centů na 1,30 EUR na akcii. Do budoucna očekáváme, že se výplatní poměr bude držet okolo 50 % čistého zisku. Prognózovanou výšku budoucích dividend jsme pro následující roky přes nižší odhadovaný zisk oproti minulé analýze nezměnili, čímž se výplatní poměr zvýšil

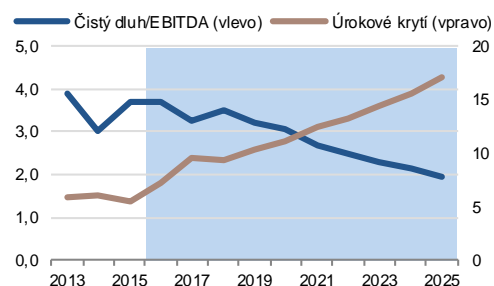
řádově o 1-2 procentní body. Předpokládáme, že tvorba cash flow bude natolik vysoká, aby byla schopna snižovat zadlužení společnosti a zároveň vyplácet vyšší dividendy. Poměr čistého dluhu vůči EBITDA by měl v horizontu 3 až 5 let stagnovat okolo hranice 3,4 v souvislosti s investicemi do dalších závodů, poté by měl postupně klesat pod úroveň 2,5, což považujeme za rozumnou úroveň.

Očekávaný zisk a dividendy na akcii



Zdroj: Pegas; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaná zadluženost a úrokové krytí



Zdroj: Pegas; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Sektorové srovnání

Společnost	P/E	P/E	P/E	P/B	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBITDA	Div. výnos
	aktuální	2016e	2017e	aktuální	aktuální	2016e	2017e	
Ahlstrom	180,2	21,1	15,2	1,3	5,5	5,2	5,3	3,9
Avgol	12,6	n.a.	n.a.	3,1	6,7	n.a.	n.a.	3,8
Buckeye	n.a.	13,9	12,3	n.a.	8,4	n.a.	n.a.	n.a.
Fiberweb	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,3	n.a.	n.a.	n.a.
Lentex	6,1	n.a.	n.a.	1,4	8,1	n.a.	n.a.	4,4
Low&Bonar	35,5	10,1	9,2	1,2	9,3	6,2	5,9	4,5
Petropar	4,6	n.a.	n.a.	1,1	n.a.	n.a.	n.a.	0,0
Providencia	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,1	n.a.	n.a.	n.a.
Suominen	11,9	10,0	9,2	1,5	3,5	3,1	2,8	2,7
<b>průměr</b>	<b>41,8</b>	<b>13,8</b>	<b>11,5</b>	<b>1,6</b>	<b>6,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>3,2</b>
<b>medián</b>	<b>12,2</b>	<b>12,0</b>	<b>10,8</b>	<b>1,3</b>	<b>6,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>3,9</b>
Pegas - Bloomberg	10,8	10,7	10,6	1,7	5,2	5,3	5,2	4,2
<b>Pegas - KB FV</b>	<b>11,3</b>	<b>13,6</b>	<b>13,8</b>	<b>1,8</b>	<b>10,1</b>	<b>9,8</b>	<b>9,2</b>	<b>4,0</b>
<i>Versus medián sektoru</i>	<i>-8%</i>	<i>14%</i>	<i>28%</i>	<i>37%</i>	<i>57%</i>	<i>90%</i>	<i>74%</i>	<i>3%</i>

Zdroj: Bloomberg; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**V sektorovém srovnání vnímáme akcie Pegasu jako nadhodnocené.** Výrazně vyšší ocenění je patrné u ukazatele EV/EBITDA, nepatrně vyšší je ale i cena akcií vůči letošnímu očekávanému zisku v porovnání s konkurenty. Dividendový výnos je srovnatelný s trhem. Prémii vůči trhu jsme zohlednili ve stanovení naší cílové ceny.

## Fair value a cílová cena

K ocenění akcií Pegasu jsme využili dvě metody.

**Pro stanovení fair value akcií společnosti jsme použili průměr dvou metod:** metody diskontovaných dividend (DDM) a diskontovaných volných hotovostních toků (DFCF).

**Volný cash flow a dividendy ze zisku let 2016-25 jsme diskontovali ke konci května 2016.**

Kvůli probíhající expanzi do Egypta jsme vážili české i egyptské parametry jako jsou bezriziková sazba nebo riziková prémie země. Na každý rok jsme aplikovali cenu vlastního kapitálu odpovídající očekávanému poměru instalované výrobní kapacity v obou zemích.

Na základě našeho modelu jsme odhadli **fair value akcií Pegasu na 838 Kč** (31,0 EUR při použití očekávaného kurzu za rok a průměru fair value ze dvou oceňovacích metod).

### Parametry ocenění

období	DDM		období	DFCF	
	2016-25 avg	po 2025		2016-25 avg	po 2025
Bezriziková sazba	5,1%	5,8%	Cena vlastního kapitálu	10,1%	11,0%
Prémie za vlastní kapitál	7,1%	7,1%	Cena dluhu po dani	3,2%	3,2%
Riziková prémie země	3,3%	3,6%	Váha VK	59%	68%
Beta (upr.)	0,49	0,49	Váha dluhu	41%	32%
Cena vlastního kapitálu	10,1%	11,0%	WACC	7,3%	8,5%
Dlouhodobá míra růstu*	5,8%		Dlouhodobá míra růstu	2,0%	
<b>FV na akcii (EUR)</b>	<b>28,8</b>		<b>FV na akcii (EUR)</b>	<b>33,3</b>	

Zdroj: A.Damodaran (New York University, rizikové prémie); Bloomberg (beta); Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; \*dlouhodobý růst je násobkem ziskovosti vlastního kapitálu a zadržovacího poměru v roce 2025

Naše ocenění je oproti předchozí prognóze o necelých 8 % vyšší. Hlavní roli sehrála cena vlastního kapitálu, která se v průměru snížila o 0,6 pb, když důvodem byla změna budoucích výrobních kapacit ve prospěch České republiky na úkor Egypta. Rovněž došlo k poklesu bezrizikové úrokové sazby. Díky nižším investicím v Egyptě a nižší očekávané celkové výrobní kapacitě se zvýšil volný cash flow, čemuž nahrávají i vyšší uvažované provozní marže, na druhou stranu dlouhodobá míra růstu byla ovlivněna negativně. V neposlední řadě se na korunovém vyjádření naší cílové ceny promítnulo i námi očekávané odsunutí konce intervenčního režimu ČNB.

Cílová cena v EUR je 3 % nad fair value díky pozitivnímu parametru firemní atraktivity.

**Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry**, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 % - 130 % fair value.

- **Sektorová atraktivita (0 %):** SG má pro sektor neutrální doporučení.
- **Atraktivita společnosti (+5 %):** Držíme na 5 %. Atraktivnost akcií podporuje letošní vyprodaná výrobní kapacita a oznámená expanze. Zároveň se domníváme, že konečné rozhodnutí o výstavbě nové linky v České republice a nikoliv v Egyptě by mohlo souviset s vyšší poptávkou po technologicky vyspělejších materiálech nabízející vyšší marži. Atraktivní je i dividendová politika firmy.
- **Spekulativní potenciál (-2 %):** Ponechali jsme na -2 %. Současná cena akcií je dle nás z pohledu fundamentů atraktivní k nákupu, nicméně proti konkurentům se může zdát aktuální ocenění nadhodnocené.

Za pomoci výše uvedených parametrů **zvyšujeme cílovou cenu pro akcie Pegas Nonwovens na 863 Kč** (32,0 EUR, fair value +3 %).

## Analýza citlivosti ocenění

### DDM (fair value na akcii v EUR)

Cena vlastního kapitálu / růstová míra	4,8%	5,3%	5,8%	6,3%	6,8%
-100bb	30,7	33,0	35,8	39,3	44,0
-50 bb	28,0	29,7	31,9	34,6	38,0
10,1%/11,0%*	25,6	27,1	<b>28,8</b>	30,9	33,5
+50 bb	23,7	24,8	26,2	27,9	29,9
+100 bb	22,0	22,9	24,1	25,4	27,0

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; \* první hodnota odpovídá průměru za roky 2016-25, druhá hodnota po roce 2025

### DFCF (fair value na akcii v EUR)

WACC / růstová míra	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
-100 bb	38,9	42,3	46,3	51,1	57,0
-50 bb	34,1	36,8	40,1	43,9	48,5
7,3%/8,5%*	29,9	32,2	<b>33,3</b>	38,0	41,7
+50 bb	26,3	28,2	30,4	33,0	36,0
+100 bb	23,1	24,8	26,6	28,7	31,2

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; \* první hodnota odpovídá průměru za roky 2016-25, druhá hodnota po roce 2025



## Hlavní rizika

- **Investice v Egyptě:** Expanze do Egypta přináší novou sadu rizik včetně těch spojených s politickou a mezinárodní situací, personálem a kvalitou infrastruktury. Expanzi jsme v našem ocenění zohlednili vyššími diskontními sazbami. Naplnění těchto rizik by vedlo k dalšímu růstu diskontních sazeb, popř. i nižší ziskovosti z egyptských závodů.
- **Růst výrobní kapacity:** V našem ocenění počítáme s další výstavbou nových závodů a postupným zvyšováním výrobní kapacity. Případná nižší ziskovost firmy by mohla vést k nedostatečnému poklesu zadlužení a tím oddálení nové výstavby. Rozhodnutí managementu dále nerozšiřovat svoji výrobní kapacitu by se výrazně negativně projevilo na našem ocenění.
- **Odstávka Unipetrolu a ceny polymerů:** Ač management společnosti necítí riziko z havárie v Unipetrolu, delší odstávka polyetylenové jednotky by mohla vést k nutnosti obstarat vstupy pro výrobu od jiných dodavatelů. Ceny polymerů by mohly být vyšší, což by se následně projevilo i na nižší ziskovosti Pegasu.
- **Klientské portfolio:** Trh osobní hygieny je relativně koncentrovaný a stejně tak klientské portfolio Pegasu. Problémy s jediným klíčovým klientem mohou ohrozit ziskovost společnosti.
- **Konkurence:** Očekávaný růst trhu osobní hygieny může přilákat nové výrobce, zvýšit konkurenci a tlačit na další pokles marží.
- **Dodavatel technologie:** Pegas je závislý na jediném dodavateli technologie a technické podpory. Reicofil je světovým lídrem v této oblasti. Taková závislost může ohrozit ziskovost Pegasu, pokud by se dodavatel rozhodl změnit podmínky podpory. Kromě toho se mohou technologie jiných výrobců ukázat jako efektivnější než Reicofil.
- **Neočekávané přerušení výroby:** Výrobní linky Pegasu pracují nepřetržitě a takřka se 100% využitím. Významnější přerušení výroby by mohlo mít dopad na ziskovost i tržby.
- **Devizové riziko:** Osobní a jiné výrobní náklady Pegasu mohou být negativně ovlivněny větším než očekávaným posílením koruny k euru. S blížícím se koncem intervenčního režimu ČNB bude hrát toto riziko větší a větší roli.
- **Akcionářská struktura:** Pegas nemá majoritního akcionáře a případné převzetí společnosti může vést k neúspěšné změně strategie.
- **Zdanění:** Negativní dopad na hodnotu akcií společnosti by mohlo mít zvýšení daně z příjmu právnických osob.
- **Zpětný odkup akcií:** Pokud by byly odkoupené vlastní akcie použity na vypořádání warrantů v rámci manažerského motivačního programu, považovali bychom to za negativní impuls pro cenu akcií.

## Rizika ve prospěch vyššího ocenění

- **Struktura portfolia produktů:** Za pozitivní riziko považujeme rychlejší postup v optimalizaci výrobního procesu a přesun k technologicky náročnějším produktům, což by mělo příznivý dopad na vývoj marží.
- **Zpětný odkup akcií:** Další kolo zpětného odkupu by mělo příznivý dopad na cenu akcie.
- **Rychlejší rozšiřování výrobních kapacit v ČR:** Management zvažuje výstavbu nové linky v ČR na úkor Egypta. Dle nás by toto rozhodnutí padlo v souvislosti se zvýšenou poptávkou z evropských trhů po technologicky vyspělejších produktech než v Egyptě, což by se projevilo příznivě na vyšších provozních maržích.



## Finanční údaje Pegasu 2013-2025f

	2013	2014	2015	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f	2025f
<b>Ocenění</b>													
P/E (x)	45,5	13,9	16,9	16,3	14,4	13,8	11,6	10,4	8,5	8,1	8,0	7,9	7,9
Price/cash flow (x)	12,3	8,8	16,4	8,0	6,5	6,8	7,1	5,9	5,4	5,0	4,6	4,6	4,3
Price/free cash flow (x)	-11,6	-456,9	20,3	26,7	10,2	885,3	33,6	24,3	12,1	10,3	8,5	8,3	7,3
Price/book value (x)	2,3	1,9	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0
EV/výnosy (x)	2,4	2,0	2,1	2,2	2,1	2,0	1,7	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
EV/EBITDA (x)	12,4	10,0	10,6	10,4	9,7	9,3	8,0	7,2	6,5	6,2	6,2	6,2	6,1
EV/IC (x)	2,3	2,0	1,9	1,8	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2
Dividendový výnos, brutto (%)	3,3	3,4	3,6	3,9	4,1	4,2	4,4	4,7	5,0	5,3	5,9	6,6	7,2
<b>Údaje v přepočtu na akcii (EUR)</b>													
EPS (upr.)	0,7	2,3	1,9	2,0	2,2	2,3	2,8	3,1	3,8	3,9	4,0	4,0	4,1
Amortizace goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Cash flow	2,6	3,6	1,9	4,0	4,9	4,7	4,5	5,5	6,0	6,3	6,9	6,9	7,4
Vlastní kapitál (book value)	13,6	17,1	17,0	17,9	18,9	19,9	21,3	23,0	25,2	27,6	29,7	31,8	33,7
Hrubá dividenda	1,05	1,10	1,15	1,25	1,30	1,35	1,40	1,50	1,60	1,70	1,90	2,10	2,30
<b>Výkaz zisků a ztrát (EURm)</b>													
Výnosy	199,2	230,5	229,2	213,3	229,2	241,1	280,5	310,5	344,6	360,3	364,5	368,8	373,2
EBITDA	38,0	47,2	44,3	45,5	48,4	50,7	59,2	65,4	72,9	75,5	75,9	76,4	76,8
Depreciace a amortizace (bez GW)	-13,1	-15,0	-16,1	-17,0	-18,3	-19,2	-22,3	-24,7	-24,1	-25,2	-25,5	-25,8	-26,1
Provozní výsledek	25,0	32,2	28,3	28,5	30,1	31,5	36,9	40,6	48,8	50,3	50,4	50,6	50,7
Amortizace goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistý úrokový výnos	-6,5	-7,8	-8,0	-6,1	-4,8	-5,0	-5,5	-5,7	-5,7	-5,5	-5,1	-4,7	-4,3
Mimořádné neprovozní položky	-14,9	6,8	8,7	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Daň z příjmu	-2,7	-4,1	-4,0	-4,8	-4,8	-5,0	-6,0	-6,6	-8,2	-8,5	-8,6	-8,7	-8,8
Menšinové podíly	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jiné	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Vykázaný čistý zisk	1,4	27,1	25,0	20,7	20,5	21,4	25,4	28,3	34,9	36,3	36,7	37,1	37,5
Upravený čistý zisk (bez mimořádných položek a GW)	16,3	20,3	16,3	17,5	20,5	21,4	25,4	28,3	34,9	36,3	36,7	37,1	37,5
<b>Peněžní toky (EURm)</b>													
EBITDA	38,0	47,2	44,3	45,5	48,4	50,7	59,2	65,4	72,9	75,5	75,9	76,4	76,8
Změna pracovního kapitálu	22,4	33,8	16,4	4,6	-0,6	3,9	12,8	9,8	11,1	10,0	5,1	5,2	1,5
Jiné provozní CF	-36,4	-47,6	-42,8	-13,2	-2,4	-11,5	-30,3	-24,7	-28,8	-27,0	-17,3	-17,5	-10,3
Provozní CF	24,1	33,4	18,0	36,8	45,4	43,1	41,8	50,4	55,1	58,5	63,8	64,1	68,1
Čisté kapitálové výdaje	-38,3	-10,0	-9,3	-25,0	-15,2	-41,4	-31,6	-36,8	-29,2	-28,4	-27,6	-26,9	-26,3
Investiční CF	-38,3	-10,0	-9,3	-25,0	-15,2	-41,4	-31,6	-36,8	-29,2	-28,4	-27,6	-26,9	-26,3
CF z financování	1,5	-27,5	10,5	-27,2	-22,8	-8,7	-12,6	-16,6	-24,4	-28,7	-37,6	-38,0	-40,3
Čistá změna hotovosti	-12,7	-4,1	19,1	-15,4	7,5	-7,0	-2,4	-3,0	1,5	1,4	-1,5	-0,9	1,5
<b>Rozvahové položky (EURm)</b>													
Dlouhodobá aktiva	266,8	263,1	269,5	277,5	276,1	303,0	315,3	329,8	336,0	339,8	342,4	343,9	344,4
Z toho nehmotná aktiva	85,2	84,2	88,2	88,3	90,0	94,6	97,7	100,0	101,2	101,8	102,3	102,6	103,0
Pracovní kapitál	18,3	52,1	68,5	73,1	72,5	76,5	89,3	99,0	110,1	120,1	125,2	130,4	132,0
Vlastní kapitál	125,6	157,6	156,7	165,1	174,2	183,8	197,0	212,1	233,0	254,4	274,5	293,2	310,6
Menšinové podíly	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezervy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čisté zadlužení	147,3	142,0	163,8	168,1	157,0	178,2	190,2	199,3	195,6	188,1	175,7	163,7	148,4

Zdroj: Pegas; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Poměrové ukazatele

	2013	2014	2015	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f	2025f
<b>Ziskovost</b>													
ROIC (%)	0,7	12,5	10,3	7,9	7,8	7,8	8,5	8,8	10,2	10,2	10,0	10,0	10,0
ROE (%)	1,1	19,1	15,9	12,8	12,1	12,0	13,4	13,8	15,7	14,9	13,9	13,1	12,4
<b>Marže</b>													
Hrubá marže (%)	25,5	26,3	25,9	27,1	26,9	26,7	26,6	26,5	26,6	26,6	26,6	26,7	26,7
EBITDA marže (%)	19,1	20,5	19,3	21,3	21,1	21,0	21,1	21,1	21,2	21,0	20,8	20,7	20,6
Provozní marže (%)	12,5	14,0	12,3	13,3	13,1	13,1	13,1	13,1	14,2	14,0	13,8	13,7	13,6
<b>Dynamika</b>													
Růst výnosů (%)	6,1	15,7	-0,6	-6,9	7,4	5,2	16,3	10,7	11,0	4,6	1,2	1,2	1,2
Růst EBITDA (%)	-0,2	24,1	-6,1	2,6	6,4	4,8	16,7	10,4	11,5	3,5	0,6	0,6	0,6
Růst provozního zisku (%)	-6,0	28,9	-12,2	0,8	5,8	4,6	17,0	10,2	20,1	3,0	0,3	0,3	0,2
Růst vykázaného čistého zisku (%)	-93,3	1820,3	-7,8	-17,3	-0,7	4,4	18,7	11,3	23,3	3,9	1,3	1,1	1,1
Růst upraveného čistého zisku (%)	-11,0	24,9	-20,0	7,7	17,3	4,4	18,7	11,3	23,3	3,9	1,3	1,1	1,1
Růst zisku na akcii (%)	-65,3	227,3	-17,7	3,6	13,4	4,4	18,7	11,3	23,3	3,9	1,3	1,1	1,1
<b>Financování</b>													
Čistý dluh/vlastní kapitál (%)	127,7	95,7	122,5	109,5	101,7	104,1	102,0	97,6	87,9	78,1	67,3	58,6	50,9
Čistý dluh/EBITDA upr.	3,9	3,0	3,7	3,7	3,2	3,5	3,2	3,0	2,7	2,5	2,3	2,1	1,9
Úrokové krytí (x)	5,9	6,1	5,5	7,3	9,6	9,3	10,3	11,1	12,5	13,3	14,4	15,6	17,0
Výplatní poměr (%)	719,5	38,2	43,9	55,2	57,7	58,0	52,0	50,0	43,2	47,0	51,0	53,4	53,4

Zdroj: Pegas; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



**Jan Vejmelek, Ph.D., CFA**  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz

### Ekonomové



**Viktor Zeisel**  
(420) 222 008 523  
viktor\_zeisel@kb.cz

### Akčioví analytici



**Josef Němý, CFA**  
(420) 222 008 560  
josef\_nemy@kb.cz



**Marek Dřimal**  
(420) 222 008 598  
marek\_dřimal@kb.cz



**David Kocourek**  
(420) 222 008 569  
david\_kocourek@kb.cz



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz



**Miroslav Frayer**  
(420) 222 008 567  
miroslav\_frayer@kb.cz

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Hlavní ekonom SG Poland



**Jaroslaw Janecki**  
(48) 225 284 162  
jaroslaw.janecki@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank



**Evgeny Koshelev**  
(7) 495 725 5637  
ekoshelev@mx.rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG



**Florian Libocor**  
(40) 213 016 869  
florian.libocor@brd.ro

Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG



**Carmen Lipara**  
(40) 213 014 370  
carmen.lipara@brd.ro

Ekonom



**Simona Tamas**  
(40) 213 014 472  
simona.tamas@brd.ro

Akčiový analytik



**Laura Simion, CFA**  
(40) 213 014 370  
laura.simion@brd.ro

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonomka výzkumu globální ekonomiky



**Michala Marcussen**  
(44) 20 7676 7813  
michala.marcussen@sgcib.com

### Eurozóna



**Anatoli Annenkov**  
(44) 20 7762 4676  
anatoli.annenkov@sgcib.com

### Severní Amerika



**Aneta Markowska**  
(1) 212 278 66 53  
aneta.markowska@sgcib.com

### Asia a Pacifik



**Klaus Baader**  
(852) 2166 4095  
klaus.baader@sgcib.com

### Korea



**Suktae Oh**  
(82) 2195 7430  
suktae.oh@sgcib.com



**Michel Martinez**  
(33) 1 4213 3421  
michel.martinez@sgcib.com



**Omair Sharif**  
(1) 212 278 48 29  
omair.sharif@sgcib.com



**Wei Yao**  
(852) 2166 5437  
wei.yao@sgcib.com



**Kunal Kumar Kundu**  
(91) 80 6716 8266  
kunal.kundu@sgcib.com



**Yacine Rouimi**  
(33) 1 42 13 84 04  
yacine.rouimi@sgcib.com



**Brian Hilliard**  
(44) 20 7676 7165  
brian.hilliard@sgcib.com



**Takuji Aida**  
(81) 3 5549 5187  
takuji.aida@sgcib.com



**Vaibhav Tandon**  
(91) 80 6731 9449  
vaibhav.tandon@sgcib.com



**Yvan Mamalet**  
(44) 20 7762 5665  
yvan.mamalet@sgcib.com



**Dev Ashish**  
(91) 80 2802 4381  
dev.ashish@socgen.com



**Kiyoko Katahira**  
(81) 3 5549 5190  
kiyoko.katahira@sgcib.com

## SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



**Patrick Legland**  
(33) 1 42 13 97 79  
patrick.legland@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



**Vincent Chaigneau**  
(44) 20 7676 7707  
vincent.chaigneau@sgcib.com

### Dluhopisový trh



**Bruno Braizinha**  
(1) 212 278 5296  
bruno.braizinha@sgcib.com



**Rahul Desai**  
(44) 20 7676 7904  
rahul.desai@sgcib.com



**Adam Kurpiel**  
(33) 1 42 13 63 42  
adam.kurpiel@sgcib.com



**Frances Cheung, CFA**  
(852) 2166 5437  
frances.cheung@sgcib.com



**Jorge Garayo**  
(44) 20 7676 7404  
jorge.garayo@sgcib.com



**Subadra Rajappa**  
(1) 212 278 5241  
subadra.rajappa@sgcib.com



**Jean-David Ciotteau**  
(33) 1 42 13 72 52  
jean-david.ciotteau@sgcib.com



**Ciaran O'Hagan**  
(33) 1 42 13 58 60  
ciaran.ohagan@sgcib.com



**Jason Simpson**  
(44) 20 7676 7580  
jason.simpson@sgcib.com



**Cristina Costa**  
(33) 1 58 98 51 71  
cristina.costa@sgcib.com



**Shakeeb Hulikatti**  
(91) 80 2802 4380  
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



**Marc-Henri Thoumin**  
(44) 20 7676 7770  
marc-henri.thoumin@sgcib.com

### Měnové kurzy



**Jason Daw**  
(65) 63267890  
jason.daw@sgcib.com



**Alvin T. Tan**  
(44) 20 7676 7971  
alvin-t.tan@sgcib.com



**Olivier Korber (Derivatives)**  
(33) 1 42 13 32 88  
olivier.korber@sgcib.com

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



**Guy Stear**  
(33) 1 41 13 63 99  
guy.stear@sgcib.com



**Amit Agrawal**  
(91) 80 6758 4096  
amit.agrawal@sgcib.com



**Roxana Hulea**  
(44) 20 7676 7433  
roxana.hulea@sgcib.com



**Régis Chatellier**  
(44) 20 7676 7354  
regis.chatellier@sgcib.com



**Phoenix Kalen**  
(44) 20 7676 7305  
phoenix.kalen@sgcib.com



**Jason Daw**  
(65) 6326 7890  
jason.daw@sgcib.com



**Frances Cheung, CFA**  
(852) 2166 5437  
frances.cheung@sgcib.com

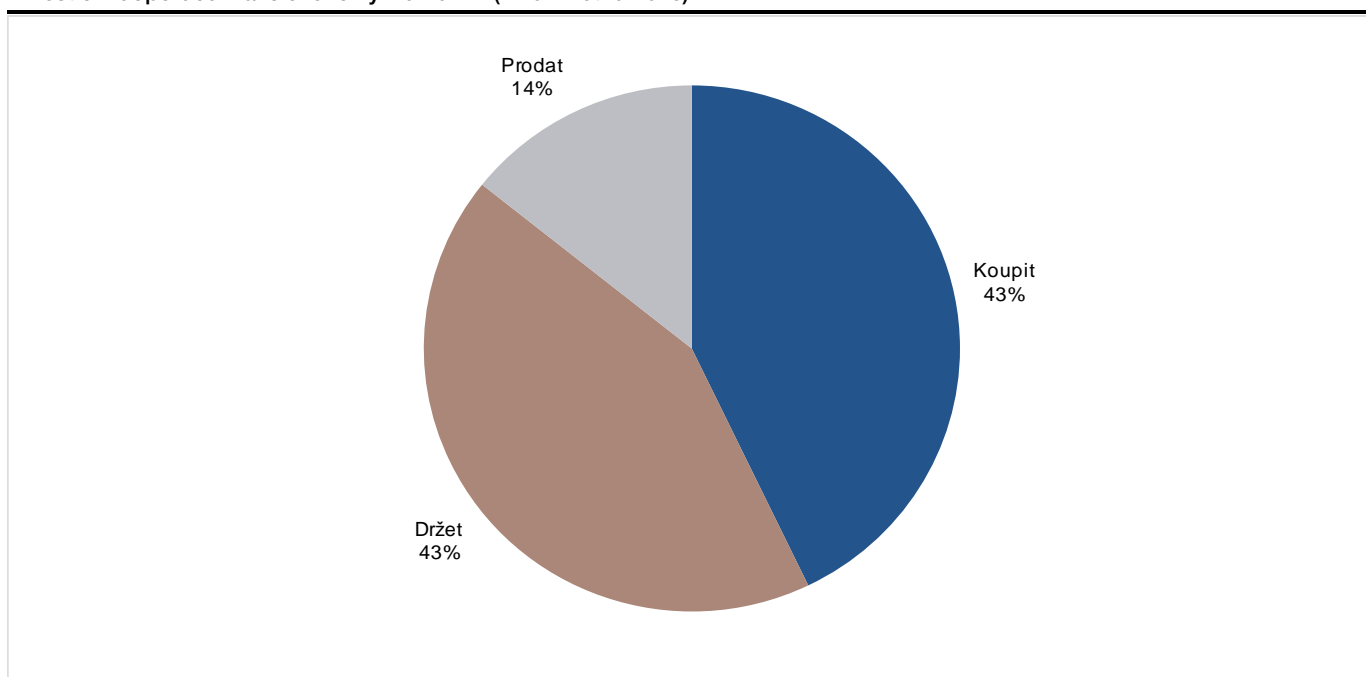
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

Toto doporučení není aktualizováno v pravidelných intervalech. Datum další aktualizace dosud nebylo stanoveno a bude ovlivněno relevantními změnami faktů podstatných pro toto doporučení tak, aby odráželo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či premie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení by mělo zohledňovat také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v daném období 3-6 měsíců, takže cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (7 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (k 20. květnu 2016)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

	ČEZ	O2 CR	CME	Philip Morris CR	NWR	Pegas Nonwovens	Unipetrol	Fortuna	VIG
<b>Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD*</b>									
Doporučení	koupit	držet	držet	koupit	prodat	koupit	konec pokryvání	držet	konec pokryvání
Cílová cena	CZK 420	CZK 260	USD 2,5	CZK 11890	-	CZK 863	n/a	CZK 96	n/a
Datum	12/2/16	22/3/16	12/8/15	2/9/15	11/12/15	20/5/16	23/4/15	20/5/16	16/4/15
<b>Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)</b>									
Doporučení	koupit	koupit			prodat	koupit		v revizi	
Cílová cena	CZK 608	CZK 251			v revizi	CZK 800		v revizi	
Datum	18/9/15	12/11/15			13/5/15	3/12/15		10/3/16	
Doporučení		v revizi				prodat		koupit	
Cílová cena		v revizi				CZK 819		CZK 79	
Datum		1/6/15				11/9/15		28/8/15	
Doporučení						v revizi		v revizi	
Cílová cena						v revizi		v revizi	
Datum						27/8/15		27/8/15	
Doporučení						držet		prodat	
Cílová cena						CZK 792		CZK 90	
Datum						21/5/15		22/5/15	
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
významný finanční zájem osoby/osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ano	ne
<b>Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty</b>									
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem,	Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny,								
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making** pro tituly příslušného emitenta,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkreslený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícemu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>