

| Textil | Aktualizace | Česká republika |

Pegas Nonwovens

Snižujeme doporučení na *Držet* s vyšší cílovou cenou 876 Kč za akcii

Držet

Cena 19.04.17	836 CZK
12m cíl	876 CZK
Pot. růst ceny	4,8 %
Dividenda	1,3 EUR 33,8 CZK
Celkový výnos	8,8 %

Sektorové doporučení

Neutrální

Typ investice

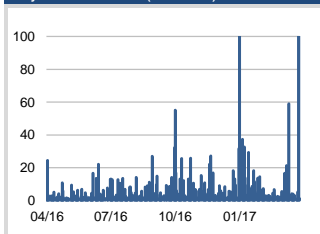
Vysoký dividendový výnos	✓
Nízká tržní kapitalizace	✓

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 téměř dosažení naší předchozí cílové ceny jsme přistoupili k revizi naší analýzy. **Cílovou cenou pro akcie Pegasu Nonwovens jsme nepatrně zvýšili na 876 Kč za kus z předchozích 863 Kč. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcie a dividendovému výnosu jsme snížili naše doporučení na *Držet* z předchozího *Koupit*.** Naše cílová cena odpovídá 16,1násobku očekávaného letošního zisku a 11,8násobku odhadovaného zisku v následujících 10 letech. Na minimálním 2,5% nárůstu cílové ceny se podepsalo několik faktorů: (1) pokles požadované míry vlastního kapitálu v reakci na změnu rozložení budoucích výrobních kapacit v ČR, Egyptě a Jihoafrické republice, (2) pokles bezrizikové míry a (3) mírné snížení nákladů na cizí kapitál. Naopak proti působilo snížení volného cash flow kvůli pomalejšímu navyšování výrobní kapacity v budoucích letech a na korunové ceně akcie se odrazilo i očekávané posílení české koruny vůči euru.

Očekávaný vývoj v letošním roce: Výrobní kapacita by měla díky nové lince ve Znojmě vzrůst o 3,7 %. Růst tržeb by měl být ovlivněn nejen vyšší produkcí, ale rovněž očekávaným zvýšením cen polymerů, které by se měly projevit na poklesu EBITDA marže. Stanovený cíl managementem pro ukazatel EBITDA (43 až 50 mil. EUR) je dle nás dosažitelný, když odhadujeme jeho výši na 47,9 mil. EUR. To znamená nárůst zhruba o 1,2 mil. EUR ve srovnání s loňským rokem. Čistý zisk čekáme téměř o čtvrtinu vyšší na úrovni 18,3 mil. EUR, a to zejména kvůli výrazně nižším ztrátám z přecenění měnovými kurzy, které budou jen částečně kompenzovány vyššími úrokovými náklady.

Dividendová politika: Management společnosti navrhl v souladu s očekáváním o 5 centů vyšší dividendu na úrovni 1,30 EUR na akcii. Myslíme si, že Pegas nadále bude držet progresivní dividendovou politiku. **Z letošního zisku čekáme dividendu ve výši 1,35 EUR na akcii.** Akcie by měla v následujících letech nabízet dividendový výnos okolo 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 necelých 9 %, což odpovídá doporučení *Držet*.

Očekávané události: Výsledky za první kvartál společnost zveřejní 11. 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	702,5 - 870	
Tržní kap. (mld. CZK)	7,8	
Tržní kap. (mil. EUR)	293	
Volně obchod. (%)	99	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	4,6	5,7 6,2
Relativně k PX	5,6	1,0 0,0

Zdroj: Bloomberg

Finanční data

	2016	2017f	2018f	2019f
Výnosy (€m)	206,4	230,2	245,6	265,1
EBITDA marže (%)	22,6	20,8	20,9	20,6
Vykázaný čistý zisk (€m)	14,8	18,3	20,7	18,8
Zisk na akcii (€, upr.)	1,9	2,1	2,4	2,6
Dividenda na akcii (€)	1,25	1,30	1,35	1,40
Výplátní poměr (%)	76,7	64,8	58,0	68,0
Úrokové krytí (x)	6,3	6,5	7,9	9,1
Čistý dluh/VK (%)	116,3	150,0	120,6	114,9

Poměrové ukazatele

	2016	2017f	2018f	2019f
P/E (cílová cena, x)	18,3	16,1	14,2	13,1
Price / cash flow	9,4	6,7	7,4	6,9
Dividendový výnos (%)	3,7	3,8	4,0	4,1
Price / book value (x)	2,0	2,0	1,9	1,8
EV/výnosy (x)	2,0	2,1	2,0	1,8
EV/EBITDA (x)	8,8	10,2	9,5	8,9
EV/IC (x)	1,6	1,7	1,7	1,7
ROE (%)	9,4	11,6	12,9	11,1

Původní analýza a komentář:

http://bit.ly/Pegas_1605
http://bit.ly/Pegas_1703

SOCIETE
GENERALE
GROUP



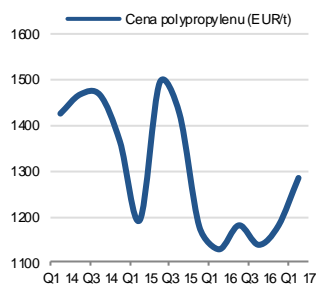
Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz

Výsledky za loňský rok

Mil. EUR	2015	2016	yoy	Odhad KB	Konsensus
Tržby	229,20	206,35	-10%	209,85	209,84
EBITDA	44,31	46,67	5%	46,30	45,68
Provozní zisk	28,25	30,56	8%	29,98	29,75
Čistý zisk	24,98	14,85	-41%	24,03	22,59

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

Průměrná cena polypropylenu

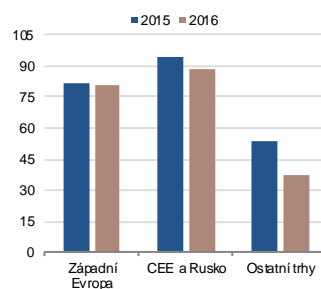


Zdroj: Bloomberg

Výsledky hospodaření Pegasu na provozní úrovni mírně překonaly tržní i naše očekávání, naopak tržby a zejména pak čistý zisk za odhady výrazně zaostaly. Tržby v loňském roce kvůli cenám polymerů klesly o 10 %, ukazatel EBITDA naopak vzrostl o 5 % a dosáhl 46,7 mil. EUR, čímž společnost naplnila cíl vytyčený managementem (43 až 49 mil. EUR). Čistý zisk činil pouhých 14,9 mil. EUR a jeho hluboký pokles byl způsoben nerealizovanými kurzovými změnami, které byly ve velké míře ovlivněny výraznou devalvací egyptské libry.

Výsledky v průběhu jednotlivých kvartálů byly stabilnější oproti roku 2015, kdy se na hospodaření promítly výrazné výkyvy v cenách polymerů. Jak ukazuje graf vlevo, první kvartál letošního roku přinesl opětovný nárůst cen těchto komodit, což se nepříznivě promítne na hospodaření firmy. Nárůst EBITDA byl mimo jiné způsoben i přeceněním akciového opčního programu, který měl v roce 2016 méně negativní dopad než v roce předchozím. EBITDA očištěná o tento vliv meziročně vzrostla o 1,4 % a dosáhla rekordní výše 48 mil. EUR.

Tržby dle teritorií (mil. EUR)



Zdroj: Pegas Nonwovens

Celková produkce v minulém roce činila 102 691 tun, což představuje nárůst o 1,0 % ve srovnání s rokem 2015, a i díky tomu, že nedošlo k významnějším odstávkám, dosáhl celkový objem nejvyšší úrovně v historii. Podíl výnosů z prodeje netkaných textilií určených k výrobě hygienických produktů na celkových výnosech činil vloni 86 % ve srovnání s podílem 85,8 % za rok 2015. 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 21 mil. EUR, čímž společnost nepřekročila svůj odhad investičních výdajů pro rok 2016 na úrovni 25 mil. EUR. Kapitálové výdaje související s rozšířením výroby dosáhly 16,5 mil. EUR, zbytek pak připadal na běžné investice. V letošním roce plánuje Pegas investovat 30 mil. EUR, když výdaje budou souviset s doplatkem za novou linku ve Znojmě a plánovaným závodem v Jižní Africe. **Čistý dluh se ke konci loňského roku meziročně snížil o 1,8 % na 160,8 mil. EUR.** V poměru vůči ukazateli EBITDA dosáhl 3,45násobku (3,7 ke konci 2015).

Společně s výsledky za rok 2016 zveřejnil management výhled na letošní rok. Letos Pegas očekává navýšení produkce v souvislosti s rozjezdem nové linky na Jižní Moravě. **Management pro letošek stanovil výhled pro ukazatel EBITDA na 43,0 až 50,0 mil. EUR.**

Předpověď výsledků za letošní rok

Milióny EUR	2016	2017	y/y
Tržby	206,35	230,23	12%
EBITDA	46,67	47,89	3%
EBIT	30,56	31,39	3%
Čistý zisk	14,85	18,27	23%

Zdroj: Pegas; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Letošní celková produkce se díky nové lince zvýší o necelé čtyři tisíce tun.

Nová výrobní linka ve Znojmě přispěje k navýšení celkové výrobní kapacity o 10 tis. tun.

V komerčním provozu by měla být od poloviny letošního roku, nicméně očekáváme pozvolný náběh a celkovou produkci tak odhadujeme pro rok 2017 o zhruba 3,8 tis. tun vyšší. Na očekávaném 12% nárůstu tržeb by se kromě vyššího objemu produkce měly podepsat i vyšší ceny polymerů. Přenosový mechanismus cen by tak měl působit na celkové hospodaření firmy negativně, když do koncových cen zákazníkům se vyšší vstupy promítnou s 3 až 4měsíčním zpožděním, zatímco v nákladech se objevují se zpožděním pouze 1 až 2 měsíce.

Provozní náklady by ze stejného důvodu měly rovněž zaznamenat růst o 13 %. Kromě toho však čekáme i oproti loňskému roku vyšší osobní náklady zejména kvůli nárůstu mezd, který by ale měl být z velké části kompenzován nižšími náklady z přecenění akciového opčního plánu.

Náš odhad EBITDA v souladu s poskytnutým výhledem managementu.

Stanovený cíl managementu pro ukazatel EBITDA je dle nás spíše konzervativní, a to zejména s ohledem na rozjezd nového závodu ve Znojmě. CEO rovněž mluvil o znovu vyprodané výrobní kapacitě. Pokles EBITDA pod loňskou úroveň bychom v tomto kontextu tak považovali za zklamání. Stanovené rozmezí 43 až 50 mil. EUR chápeme i jako určitou pojistku předtím, aby management nemusel snižovat svůj výhled v případě nepříznivého vývoje.

Jak jsme již uvedli na předcházející stránce, první čtvrtletí letošního roku bylo ve znamení rostoucích cen polymerů. Meziročně tak v tomto období čekáme pokles EBITDA o 8,5 % na 10,6 mil. EUR. Ve zbytku roku pak očekáváme spíše stabilizaci cen, což pak povede i k přenosu vstupních cen do koncových cen zákazníkům. **Na základě těchto předpokladů pak odhadujeme za celý rok EBITDA na úrovni 47,9 mil. EUR,** což je o 2,6 % více než vloni. To vzhledem k tržbám rovněž znamená pokles EBITDA marže o 1,8 pb na 20,8 %. Zároveň se však ale domníváme, že je tento propad do určité míry oprávněný rozjezdem nového závodu a vyššími cenami polymerů. Čistý zisk očekáváme ve výši 18,3 mil. EUR, což znamená nárůst o 23 %. Důvodem jsou výrazně nižší očekávané kurzové ztráty. Naproti tomu předpokládáme mírné zvýšení úrokových nákladů v souvislosti s lednovou emisí dlouhodobých dluhopisů v objemu 50 mil. EUR.

Pegas o osudu nabytých vlastních akcií rozhodne na nadcházející valné hromadě.

Pegas vloni ukončil zpětný odkup svých akcií v maximálním možném objemu 5 % základního kapitálu. Jednalo se tak o 461 470 kusů, které byly možné 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. Letos v rámci nabídky na odkup akcií v souvislosti s vyřazením akcií z obchodování na varšavské burze Pegas získal 4 071 kusů za 127 PLN za kus, což představuje 0,04 %. Otázkou zůstává, jakým způsobem Pegas vlastní akcie využije. Management konkrétní informace, jak s nimi naloží, neposkytl, nicméně toto rozhodnutí by mělo být předmětem nadcházející valné hromady. Z debat však vyplynulo, že by neměly být prostředkem pro získání dodatečného financování prodejem celého balíku jinému investorovi.

V naší analýze jsme prozatím ponechali vlastní akcie na knihách Pegasu a naše odhady upravíme až po rozhodnutí valné hromady. Největší pravděpodobnost přisuzujeme variantě jejich zrušení. Jinou alternativou je jejich využití v rámci vypořádání warrantů u manažerského motivačního programu.

Investice by letos neměly činit více jak 30 mil. EUR.

Management oznámil, že celkové investiční výdaje by neměly letos přesáhnout úroveň 30 mil. EUR. V rámci nich počítáme se zhruba 4,5 mil. EUR jako investicí na běžný provoz, zbytek by pak měl připadnout na kapitálové výdaje spojené s instalací nové linky ve Znojmě a s plánovanou výstavbou závodu v Jihoafrické republice. Jeho celkové investiční výdaje management odhaduje na 30 až 35 mil. EUR a z větší části by měly být uhrazeny již letos. Uzavření finální smlouvy na dodávku technologie je předpokládáno v červenci 2017. Více o chystaném závodu viz náš komentář http://bit.ly/Pegas_1704.

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

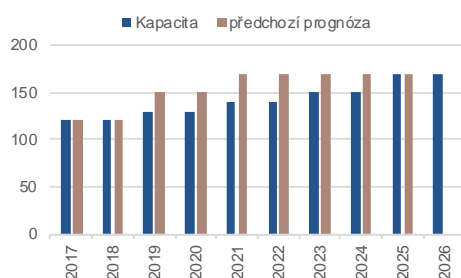
Během letošního roku očekáváme zvýšení poměru čistého dluhu vůči EBITDA k úrovni 3,9x. Důvodem bude zejména značné snížení volných peněžních prostředků v souvislosti s chystanými investicemi.

Dlouhodobé odhady

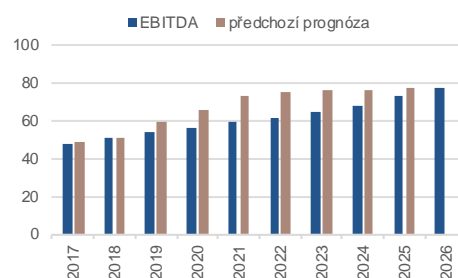
Do budoucna předpokládáme rozšiřování výrobní kapacity společnosti.

Naše dlouhodobé výhledy počítají s dalším postupným navyšováním celkové produkční kapacity. Po představených plánech společnosti a setkání s managementem jsme však upravili náběh jednotlivých linek v České republice a Egyptě a nově zařadili i narůstající kapacitu v Jižní Africe. Na horizontu naší predikce předpokládáme celkovou instalovanou kapacitu na úrovni 170 tis. tun, což je o 60 tis. více oproti dnešku. To jsme sice nezměnili, ale snížili jsme dynamiku, s jakou budou nové kapacity přibývat. Letos by se díky nové lince ve Znojmě měla zvýšit kapacita na 120 tis. Od roku 2019 přibude dalších 10 tis. díky Jihoafrické republice, kde o dva roky později počítáme s rozšířením o dalších 10 tis. Vyšší kapacitu předpokládáme i v Egyptě a České republice, kde jsou mimo jiné již připraveny prostory pro instalaci samotných linek.

Instalovaná výrobní kapacita (tis. tun)



Odhadovaný vývoj EBITDA (mil. EUR)

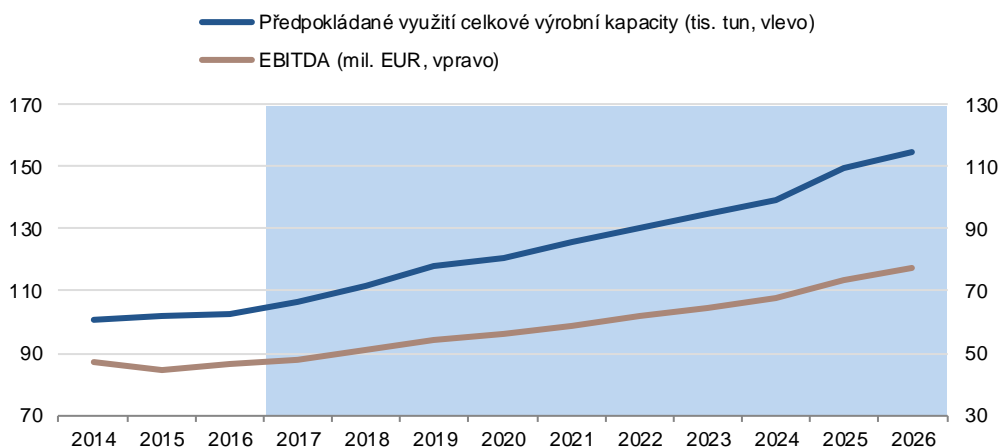


Zdroj: Pegas, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pomalejší náběh výrobní kapacity se projevil na nižších odhadech EBITDA zejména ve střednědobém horizontu. V 10letém horizontu tak očekáváme průměrný růst EBITDA na úrovni 5,2 %, což je nepatrně méně ve srovnání s předchozí prognózou. EBITDA marží v průměru čekáme lehce pod úrovní 21 %. Čistý zisk bude nadále do velké míry ovlivňován kurzovými změnami v souvislosti s vnitropodnikovou půjčkou v Egyptě. Ta by měla být celá splacena nejpozději v roce 2024, vliv z přecenění by tak měl slábnout. V případě jihoafrického závodu chce management co nejvíce využívat přirozeného hedgingu, dopad pohybů randu by

měl být omezený. Druhou podstatnou položkou finančního výsledku jsou úrokové náklady. Ty by měly se splatností dluhopisů v příštím roce klesnout, v dlouhodobém horizontu by se mohly pohybovat na dvou třetinách současné úrovně. Čistý zisk by tak měl průměrně růst o zhruba 8 %, když tento údaj je do velké míry zkreslen výrazně nižším loňským ziskem kvůli kurzovým pohybům a také skokovým snížením úrokových nákladů v letech 2018 a 2019.

Předpokládaná produkce vs. EBITDA

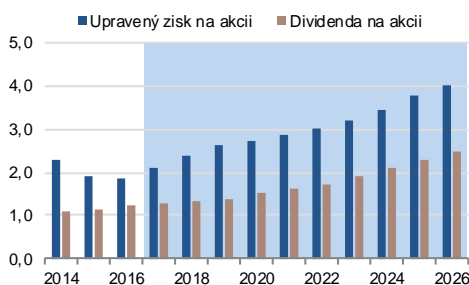


Zdroj: Pegas, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

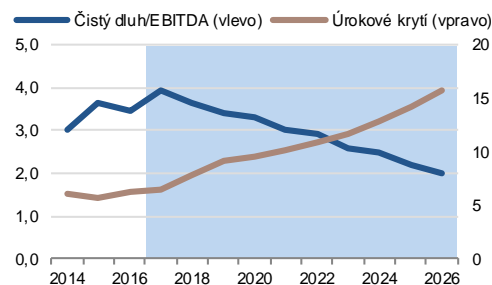
Management společnosti navrhl v souladu s naším i tržním očekáváním o 5 centů vyšší dividendu na úrovni 1,30 EUR na akcii. Myslíme si, že Pegas nadále bude držet progresivní dividendovou politiku, ale i přes očekávaný 13% nárůst zisku upraveného o kurzové zisky/ztráty zvýší dividendu z letošního zisku pouze o dalších 5 centů na 1,35 EUR na akcii. Do budoucna očekáváme, že se výplatní poměr bude držet okolo 60 % čistého zisku. Prognózovanou výšku budoucích dividend jsme pro následující roky přes nižší odhadovaný zisk oproti minulé analýze nezměnili.

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

Tvorba provozního cash flow by měla v následujících letech umožnit rychlejší navyšování dividendy.

S výjimkou letošního roku, kdy očekávaná tvorba provozního cash flow nepokryje chystané investice, úrokové platby a výplatu dividend a Pegas musel emitovat dluhopisy, předpokládáme, že **společnost bude disponovat v následujících letech velmi solidním provozním cash flow, které umožní v budoucnu navyšovat dividendu ještě rychleji.** Z uvedeného vyplývá, že by letos mělo dojít ke zvýšení poměru čistého dluhu vůči EBITDA

k úrovni 3,9násobku. V dalších letech by však měl poměr pozvolna klesat. Zároveň nepředpokládáme, že by čistý dluh měl v nadcházejícím období stoupnout přes čtyřnásobek EBITDA. Nad hranicí 3,0 by se měl ukazatel pohybovat v horizontu následujících 5 let.

Sektorové srovnání

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.

Pegas Nonwovens vs. konkurenti

	P/E akt.	P/E 2017	P/E 2018	P/BV akt.	EV/EBITDA TTM	EV/EBITDA 2017	EV/Sales TTM	EV/Sales 2017	ROE akt.	ROA akt.	Div. výnos akt.
PEGAS NONWOVENS	18,8	16,1	14,2	1,7	4,8	10,2	2,4	2,1	9,4	3,8	4,0
Ahlstrom	19,1	13,2	11,2	2,0	7,1	5,5	0,8	0,7	11,5	4,2	n/a
Avgol	15,0	n/a	n/a	2,9	9,0	n/a	1,8	n/a	21,1	5,4	4,1
Buckeye	n/a	n/a	n/a	n/a	8,4	n/a	1,8	n/a	13,7	10,2	n/a
Fiberweb	n/a	n/a	n/a	n/a	4,3	n/a	0,4	n/a	3,9	2,6	n/a
Lentex	13,3	n/a	n/a	1,5	8,1	n/a	1,3	n/a	19,2	10,5	4,7
Low&Bonar	15,3	10,9	9,8	1,3	6,5	6,1	0,8	0,9	7,7	3,1	3,8
Petropar	n/a	n/a	n/a	n/a	4,5	n/a	1,0	n/a	35,6	11,1	0,7
Providencia	n/a	n/a	n/a	n/a	6,1	n/a	0,9	n/a	-12,7	-5,2	n/a
Suominen	16,7	17,0	14,9	1,7	6,2	5,6	0,7	0,7	11,3	5,0	2,4
Medián trhu	15,3	13,2	11,2	1,7	6,5	5,6	0,9	0,7	11,5	5,0	3,8
<i>Pegas vs. medián</i>	<i>23%</i>	<i>22%</i>	<i>27%</i>	<i>5%</i>	<i>-26%</i>	<i>81%</i>	<i>156%</i>	<i>190%</i>	<i>-18%</i>	<i>-24%</i>	<i>5%</i>

Zdroj: Bloomberg, Pegas Nonwovens, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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 2017-26 jsme diskontovali ke konci prvního kvartálu 2017. Kvůli postaveným i plánovaným závodům v Egyptě a Jihoafrické republice jsme vážili české, egyptské i jihoafrické parametry jako jsou bezriziková sazba nebo riziková prémie země. Na každý rok jsme aplikovali cenu vlastního kapitálu odpovídající očekávanému poměru instalované výrobní kapacity ve všech třech zemích.

Na základě našeho modelu jsme odhadli **fair value akcií Pegasu na 859 Kč** (33,4 EUR při použití očekávaného kurzu za rok a průměru fair value ze dvou oceňovacích metod).

Naše ocenění je oproti předchozí prognóze o 2,5 % vyšší. Hlavní roli sehrál pokles bezrizikové úrokové míry, která měla dopad do výpočtu ceny vlastního kapitálu. Za nižšími náklady za vlastní kapitál stojí i snížení výrobní kapacity v Egyptě a její nárůst v Jihoafrické republice. Ve stejném směru působily i nepatrně nižší náklady na cizí kapitál. Naopak tyto faktory byly tlumeny především nižším volným cash flow (FCFF). V korunovém vyjádření je pak cena nižší kvůli silnější koruně vůči euru.

Parametry a metody ocenění akcií Pegas Nonwovens

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Vážené náklady kapitálu	6,1 %	6,4 %	6,2 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,3 %	6,4 %	7,7 %	7,9 %
Míra vlastního kapitálu	8,4 %	8,9 %	8,6 %	8,9 %	9,0 %	9,0 %	8,8 %	8,8 %	10,8 %	10,8 %
Beta	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53
Bezriziková úroková míra	3,6 %	4,1 %	3,8 %	4,1 %	4,2 %	4,2 %	4,0 %	4,0 %	5,6 %	5,6 %
Prémie za vlastní kapitál	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %
Riziková prémie země	2,4 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %	2,3 %	2,3 %	3,1 %	3,1 %
Cost of debt after tax	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %

DFCF

EBITDA	47 893	51 309	54 507	56 216	58 848	61 695	64 713	67 985	73 545	77 347
Zaplacené daně	-4 285	-4 867	-4 402	-5 842	-6 142	-6 395	-6 909	-7 409	-8 107	-8 653
Změna pracovního kapitálu	-10 650	699	-7 873	-4 809	-6 832	-6 468	-7 227	-7 306	-19 695	-17 463
Kapitálové výdaje	-29 500	-20 625	-10 794	-25 968	-13 056	-28 217	-13 382	-28 549	-14 404	-18 285
FCFF	3 458	26 515	31 438	19 597	32 817	20 614	37 196	24 720	31 338	32 946

Explicit value	184 046
Dlouhodobá míra růstu	2,0 %
Terminal value	304 396
Čistý dluh	160 818

Fair value (tis. EUR) 327 623

Fair value na akcii (EUR) 35,5

DDM

Dividenda	1,30	1,35	1,40	1,50	1,60	1,70	1,90	2,10	2,30	2,50
-----------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Explicit value	11,2
Dlouhodobá míra růstu	5,1 %
Terminal value	20,1

Fair value (tis. EUR) 289 042

Fair value na akcii (EUR) 31,3

Zdroj: A.Damodaran (New York University, rizikové prémie); Bloomberg (beta); Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Cílová cena v EUR je 2 % 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 v zahraničí. Atraktivní je i dividendová politika firmy.
- **Spekulativní potenciál (-3 %):** Nepatrně jsme snížili na -3 %. Akcie je na trhu dle nás z pohledu fundamentů vesměs správně oceněna, nicméně proti konkurentům se může zdát být aktuální ocenění nadhodnocené.

Za pomoci výše uvedených parametrů **zvyšujeme cílovou cenu pro akcie Pegas Nonwovens na 876 Kč** (33,4 EUR, fair value +2 %).

Analýza citlivosti ocenění

DDM					
Cena vlastního kapitálu / míra růstu	4,1 %	4,6 %	5,1 %	5,6 %	6,1 %
-100 bb	33,6	35,9	38,6	41,9	46,2
-50 bb	30,7	32,5	34,6	37,2	40,4
9,2 % / 10,8 % *	28,1	29,6	31,3	33,4	35,9
+ 50 bb	26,0	27,2	28,6	30,2	32,2
+ 100 bb	24,1	25,1	26,3	27,6	29,2

DFCF					
Vážené náklady kapitálu / míra růstu	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
-100 bb	39,5	43,0	47,3	52,4	59,0
-50 bb	34,6	37,5	40,8	44,9	49,9
6,6 % / 7,9 % *	30,4	32,8	35,5	38,7	42,6
+ 50 bb	26,8	28,8	31,0	33,6	36,7
+ 100 bb	23,7	25,3	27,2	29,3	31,8

Pozn.: * první hodnota odpovídá průměru za roky 2017-26, druhá hodnota po roce 2026
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- Investice v Egyptě a Jihoafrické republice:** Expanze do Egypta a Jihoafrické republiky 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 či jihoafrických 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.
- 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. Podobná rizika představují i egyptská libra nebo v budoucnu jihoafrický rand.
- 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.

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:** Předpokládáme, že v České republice, odkud míří většina produkce do Evropy, je Pegas schopen díky technologicky vyspělejším materiálům vyrábět s vyšší marží. Dynamičtější expanze v ČR by se tak mohla promítnout do rychlejšího růstu marží.

Finanční údaje Pegas Nonwovens 2014 – 2026f

mil. CZK	2014	2015	2016	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f
OCENĚNÍ													
P/E (x)	14,8	18,0	18,3	16,1	14,2	13,1	12,6	12,0	11,3	10,6	10,0	9,1	8,5
Price/cash flow (x)	9,4	17,5	7,3	9,4	6,7	7,4	6,9	6,8	6,4	6,2	5,9	6,9	6,1
Price/free cash flow (x)	50,0	38,6	12,0	90,9	11,9	10,0	16,0	9,6	15,3	8,5	12,7	10,0	9,5
Price/book value (x)	2,1	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2
EV/výnosy (x)	1,5	1,8	2,0	2,1	2,0	1,8	1,8	1,6	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA (x)	7,6	9,2	8,8	10,2	9,5	8,9	8,6	8,1	7,8	7,2	6,9	6,3	5,9
EV/IC (x)	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4
Dividendový výnos, brutto (%)	3,2	3,4	3,7	3,8	4,0	4,1	4,4	4,7	5,0	5,6	6,2	6,7	7,3
ÚDAJE NA AKCII (EUR)													
EPS (upr.) *	2,3	1,9	1,9	2,1	2,4	2,6	2,7	2,8	3,0	3,2	3,4	3,7	4,0
Cash flow	3,6	1,9	4,6	3,6	5,1	4,6	4,9	5,0	5,3	5,5	5,8	5,0	5,5
Vlastní kapitál (book value)	16,3	17,0	17,2	17,0	17,9	18,6	19,9	21,2	22,6	24,0	25,4	27,0	28,8
Hrubá dividendy	1,10	1,15	1,25	1,30	1,35	1,40	1,50	1,60	1,70	1,90	2,10	2,30	2,50
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT													
Tržby	230,5	229,2	206,4	230,2	245,6	265,1	274,1	289,0	302,1	316,9	331,3	359,4	376,0
EBITDA	47,2	44,9	46,7	47,9	51,3	54,5	56,2	58,8	61,7	64,7	68,0	73,5	77,3
Depreciace a amortizace (bez GW)	-15,0	-16,1	-16,1	-16,5	-17,6	-19,0	-19,6	-20,7	-21,7	-22,7	-23,7	-25,8	-27,0
EBITA	32,2	28,8	30,6	31,4	33,7	35,5	36,6	38,1	40,0	42,0	44,2	47,8	50,4
Amortizace goodwillu	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 úrokové náklady	-7,8	-8,0	-7,3	-7,3	-6,4	-5,9	-5,8	-5,7	-5,6	-5,4	-5,2	-5,1	-4,9
Mimořádné neprovozní položky	6,8	8,7	-3,2	-1,5	-1,7	-6,5	0,0	-0,1	-0,8	-0,2	0,0	0,0	0,0
Daň z příjmu	-4,1	-4,0	-5,3	-4,3	-4,9	-4,4	-5,8	-6,1	-6,4	-6,9	-7,4	-8,1	-8,7
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	1,0	2,0
Vykázaný čistý zisk	27,1	25,0	14,8	18,3	20,7	18,8	24,9	26,2	27,3	29,5	31,6	34,6	36,9
Upravený čistý zisk *	20,3	16,3	18,0	19,8	22,4	25,2	24,9	26,3	28,1	29,6	31,6	34,6	36,9
VÝKAZ CASH FLOW													
EBITDA	47,2	44,9	46,7	47,9	51,3	54,5	56,2	58,8	61,7	64,7	68,0	73,5	77,3
Změna provozního kapitálu	26,9	23,4	-5,7	10,7	-0,7	7,9	4,8	6,8	6,5	7,2	7,3	19,7	17,5
Jiné provozní CF	-40,7	-50,2	1,9	-25,1	-3,3	-19,9	-15,4	-19,7	-19,3	-21,3	-22,0	-47,5	-43,6
Provozní CF	33,4	18,0	42,9	33,5	47,3	42,4	45,7	46,0	48,9	50,6	53,3	45,7	51,2
Čisté kapitálové výdaje	-10,0	-9,3	-21,0	-29,5	-20,6	-10,8	-26,0	-13,1	-28,2	-13,4	-28,5	-14,4	-18,3
Investiční CF	-10,0	-9,3	-21,0	-29,5	-20,6	-10,8	-26,0	-13,1	-28,2	-13,4	-28,5	-14,4	-18,3
CF z finančních aktivit	-27,5	10,5	-25,8	19,1	-62,2	-30,2	-23,8	-32,0	-23,0	-33,7	-28,0	-30,9	-37,8
Čistá změna hotovosti	-4,1	19,1	-3,9	23,1	-35,6	1,5	-4,1	0,9	-2,3	3,5	-3,3	0,5	-4,9
ROZVAHA													
Dlouhodobá aktiva	263,1	269,5	277,2	293,0	302,4	297,1	305,7	301,7	310,2	302,1	306,9	295,1	286,3
z toho Nehmotná aktiva	84,2	88,2	89,9	92,7	99,1	102,0	104,2	107,9	109,9	111,1	111,1	110,7	110,6
Pracovní kapitál	45,2	68,5	62,8	73,5	72,8	80,6	85,4	92,3	98,7	106,0	113,3	133,0	150,4
Vlastní kapitál	150,7	156,7	159,1	156,7	165,6	172,1	183,9	196,0	208,4	221,2	234,4	248,8	265,4
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	142,0	163,8	160,8	187,7	188,0	184,5	186,7	178,0	181,3	168,3	167,9	162,2	155,2
Enterprise value	356,5	411,1	410,2	486,3	486,6	483,1	485,3	476,6	479,9	466,9	466,6	460,8	453,8

Pozn.: * bez mimořádných položek (zejména kurzové změny) a goodwillu
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poměrové ukazatele Pegas Nonwovens 2014 – 2026f

	2014	2015	2016	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f
ZISKOVOST													
ROIC (%)	12,7	10,4	5,8	6,8	7,4	6,7	8,7	9,0	9,2	9,7	10,3	10,9	11,3
ROE (%)	19,6	16,3	9,4	11,6	12,9	11,1	14,0	13,8	13,5	13,7	13,9	14,3	14,3
ROA (%)	7,6	6,7	3,8	4,4	4,8	4,5	5,8	6,0	6,1	6,5	6,9	7,3	7,7
ROS (%)	9,2	7,6	8,3	8,5	9,0	9,1	9,1	9,1	9,2	9,3	9,5	9,6	9,8
MARŽE													
Hrubá marže (%)	26,3	26,8	28,8	26,6	26,4	26,3	26,3	26,3	26,4	26,4	26,5	26,5	26,6
EBITDA marže (%)	20,5	19,6	22,6	20,8	20,9	20,6	20,5	20,4	20,4	20,4	20,5	20,5	20,6
Provozní marže (%)	14,0	12,6	14,8	13,6	13,7	13,4	13,3	13,2	13,3	13,3	13,4	13,3	13,4
Čistá marže (%)	11,8	10,9	7,2	7,9	8,4	7,1	9,1	9,1	9,0	9,3	9,5	9,6	9,8
DYNAMIKA RŮSTU													
Tržby (%)	15,7	-0,6	-10,0	11,6	6,7	7,9	3,4	5,4	4,5	4,9	4,5	8,5	4,6
EBITDA (%)	24,1	-5,0	4,0	2,6	7,1	6,2	3,1	4,7	4,8	4,9	5,1	8,2	5,2
Provozní zisk (%)	28,9	-10,5	6,1	2,7	7,4	5,3	3,0	4,3	5,0	4,9	5,3	8,0	5,5
Vykázaný čistý zisk (%)	1 820,3	-7,8	-40,6	23,0	13,6	-9,5	32,7	5,1	4,1	8,0	7,2	9,4	6,7
Upravený čistý zisk (%) *	24,9	-20,0	10,9	9,7	13,3	12,6	-1,3	5,7	6,7	5,6	6,5	9,4	6,7
Zisk na akcii (%)	227,3	-17,7	-1,5	13,3	13,3	8,6	3,8	5,6	6,2	6,1	6,7	9,4	6,7
FINANCOVÁNÍ													
Čistý dluh / vlastní kapitál (%)	100,2	122,5	116,3	150,0	120,6	114,9	106,5	95,9	90,7	81,1	75,0	68,6	59,8
Čistý dluh / EBITDA upr. (%) *	3,0	3,7	3,4	3,9	3,7	3,4	3,3	3,0	2,9	2,6	2,5	2,2	2,0
Úrokové krytí (x)	6,1	5,6	6,3	6,5	7,9	9,1	9,5	10,2	10,9	11,7	12,8	14,2	15,7
Výplatní poměr (%)	38,2	43,9	76,7	64,8	58,0	68,0	55,0	58,0	60,0	61,0	63,0	64,3	63,8

Pozn.: * bez mimořádných položek (zejména kurzové změny) a goodwillu
 Zdroj: 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

Akioví analytici



Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@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



Richard Miřátský
(420) 222 008 560
richard_miřatsky@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



Yury Tulinov, CFA
(7) 495 662 13 00 (ext. 14836)
yury.tulinov@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

Ioan Mincu
(40) 213 014 472
george.mincu-radulescu@brd.ro

Akiový analytik



Laura Simion, CFA
(40) 213 014 370
laura.simon@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



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



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



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

Severní Amerika



Stephen Gallagher
(212) 278 4496
stephen.gallagher@sgcib.com



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



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



Ankur Shukla
(91) 80 6731 4432
ankur.shukla@sgcib.com

Asie a Pacifik



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



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



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



Arata Oto
(81) 3 6777 8064
arata.oto@sgcib.com

Čína



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



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



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



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

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



Brigitte Richard-Hidden
(33) 1 42 13 78 46
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



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

Fixed Income



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



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



Jean-David Cirotteau
(33) 1 42 13 72 52
jean-david.cirotteau@sgcib.com



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



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



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



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



Adam Kurpiel
(91) 80 6731 4432
adam.kurpiel@sgcib.com

Head of US Rates Strategy



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



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



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



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



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



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

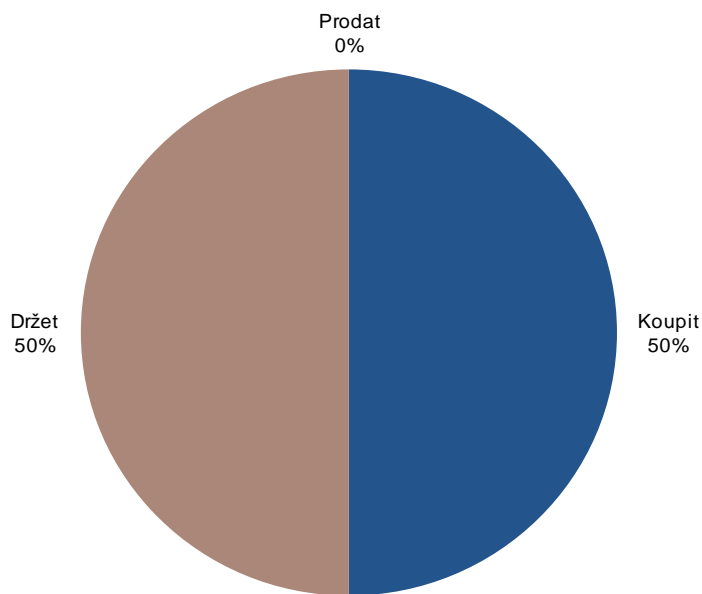
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 prémie 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 (8 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (k 19. dubnu 2017)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

	ČEZ	O2 CR	CME	Philip Morris CR	NWR	Pegas Nonwovens	Vienna Insurance	Fortuna	MONETA Money Bank
Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD*									
Doporučení	držet	koupit	koupit	koupit	konec pokrývání	držet	koupit	držet	koupit
Cílová cena	CZK 448	CZK 267	USD 3,7	CZK 13500	n/a	CZK 876	EUR 26	CZK 96	CZK 90
Datum	14/9/16	9/12/16	10/3/17	13/6/16	20/6/16	19/4/17	2/3/2017	20/5/16	6/9/16
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	držet	držet	koupit	prodat	koupit		v revizi	
Cílová cena	CZK 420	CZK 260	USD 2,5	CZK 11890	-	CZK 863		v revizi	
Datum	12/2/16	22/3/16	12/8/15	2/9/15	11/12/15	20/5/16		10/3/16	
Doporučení	koupit	koupit				koupit		koupit	
Cílová cena	CZK 608	CZK 251				CZK 800		CZK 79	
Datum	18/9/15	12/11/15				3/12/15		28/8/15	
Doporučení								v revizi	
Cílová cena								v revizi	
Datum								27/8/15	
Doporučení									
Cílová cena									
Datum									
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	ne	ne
Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty									
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 nezkrácený 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 vyplývajícimu 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.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlicím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

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