



Fio banka, a.s.

Fio

Analýzy a doporučení

Pegas Nonwovens

Doporučení: koupit  
Cílová cena: 544 Kč

15.2.2012

## Pegas Nonwovens SA

Nové doporučení: koupit  
Cílová cena : 544 Kč  
Předchozí cílová cena: 495 Kč  
Předchozí doporučení: akumulovat

### Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:  
Pegas Nonwovens s.r.o.  
Přímětická 86  
669 04 Znojmo  
<http://www.pegas.cz>

Ticker: BAAPEGAS (BCPP)  
Odvětví: Produkce netkaných textilií  
Tržní kapitalizace: 4132,0 mil. Kč  
Závěrečná cena 14.2.2012: 447,70 Kč  
Roční minimum: 412 Kč  
Roční maximum: 471,70 Kč

Akcie společnosti jsou zařazeny v bázi indexů: PX, WIG, BEUTEXT, BWTEXT...

### Aktuální struktura akcionářů

Free float: 100 %  
z toho:  
Wood & Co: 10,56 % (největší akcionář)  
Management společnosti: 0,9 %

Koeficient Beta: 0,57 oproti indexu PX

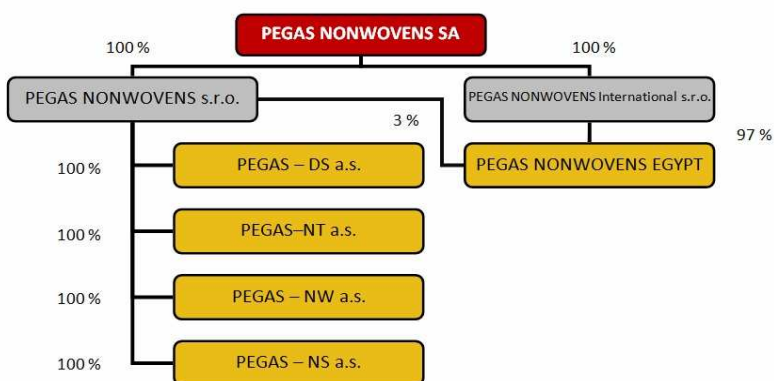
Graf. č.2: Roční vývoj kurzu společnosti



PEGAS NONWOVENS SA se řadí mezi přední evropské producenty netkaných textilií. Od svého vzniku v roce 1990 se společnost zabývá výrobou netkaných textilií. Produkce společnosti byla od roku 2002 dále rozšířena o výrobu bikomponentních netkaných textilií na bázi polypropylenu a polyethylenu. Převážná většina produkce Pegasu je používána pro účely výroby jednorázových hygienických výrobků jako jsou dětské plenky, výrobky pro inkontinenci dospělých či dámské hygienické výrobky. V menší míře jsou produkty společnosti využívány ve stavebnictví, nábytkářství, zemědělství a pro lékařské aplikace.

Níže uvedený graf znázorňuje aktuální strukturu Skupiny. V čele struktury stojí holdingová společnost Pegas Nonwovens SA sídlící v Lucembursku a vlastníci 100% podíl v hlavní provozní společnosti Pegas Nonwovens s.r.o., která má sídlo ve Znojmě. Tato hlavní provozní společnost vlastní 100% podíly ve svých čtyřech provozních dceřinných společnostech Pegas – DS a.s. (v říjnu 2011 zfúzovala s hlavní provozní společností), Pegas – NT a.s., Pegas – NW a.s. a Pegas – NS a.s. Pro účely realizace potenciálních investičních příležitostí byla v roce 2010 založena společnost Pegas Nonwovens International s.r.o. V červnu 2011 byla Skupina rozšířena založením dceřinné společnosti Pegas Nonwovens Egypt LLC, a to za účelem realizace zahraniční expanze, v rámci které bude v Egyptě postaven nový výrobní závod.

### Graf č.1: Struktura společnosti



zdroj: Pegas

Společnost Pegas v současnosti provozuje dva výrobní závody umístěné v Bučovicích u Brna a Příměticích u Znojma. Produkce společnosti je zajišťována prostřednictvím devíti výrobních linek, z nichž poslední, devátá linka, byla postupně uváděna do provozu v průběhu 3Q 2011.

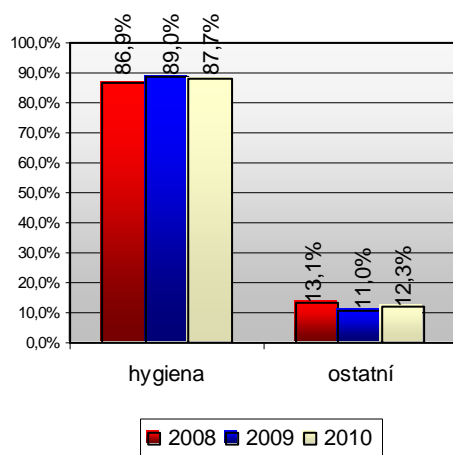
Tabulka č. 1: Základní ukazatele

Pegas Nonwovens	2009	2010
Produkce (tuny)	69 462	70 182
Výnosy (mil. EUR)	123,5	148,2
EBITDA (mil. EUR)	38,8	35,2
Marže EBITDA (%)	31,4	23,8
Provozní náklady (mil. EUR)	84,6	112,9
Čistý dluh (mil. EUR)	95,6	91,6
P/E	7,46	8,16
ROA (%)	8,59	8,64
ROE (%)	19,58	17,37

zdroj: Pegas

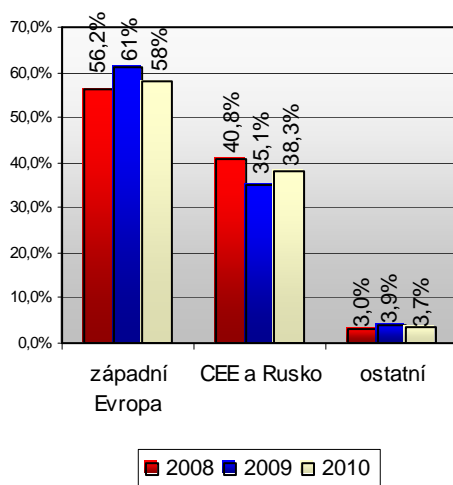
## Rozdělení výnosů společnosti

Graf č. 3: Segmentové rozdělení výnosů (%)



zdroj: Pegas

Graf č. 4: Teritoriální rozdělení výnosů (%)



zdroj: Pegas

## Produkce a výnosy společnosti

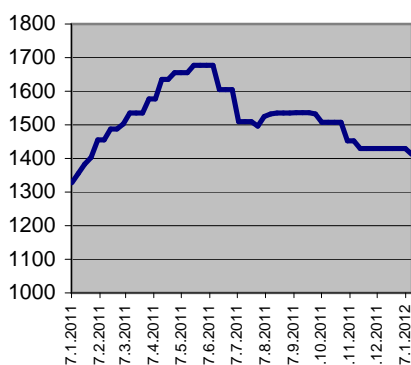
Jak jsme již uvedli v úvodu analýzy, společnost Pegas se zaměřuje na výrobu netkaných textilií. Objem produkce v roce 2010 činil 70,2 tis. tun a pro rok 2011 očekáváme, s ohledem na rozšíření produkční kapacity o novou výrobní linku, nárůst objemu produkce na úroveň kolem 75 tis. tun. Společnost vstupovala do roku 2011 s vyprodanou výrobní kapacitou, což signalizuje stabilitu a schopnost obstát na konkurenčním trhu netkaných textilií. Produkce společnosti je uplatňována v několika segmentech jako jsou hygiena, zdravotnictví a ochranné oděvy, zemědělství, nábytkářství a stavebnictví, přičemž největší odbyt společnost realizuje v segmentu hygieny.

Podíl výnosů z prodeje netkaných textilií určených k výrobě hygienických produktů na celkových tržbách se dlouhodobě pohybuje okolo 90 %. Nejinak tomu bylo i při posledních zveřejněných výsledcích hospodaření za 9M 2011, kdy tento podíl činil 88 %, což představovalo mírný nárůst ve srovnání s 87,6% podílem za stejné období předchozího roku. Při celkových výnosech Pegasu za prvních devět měsíců roku 2011 ve výši 126,3 mil. EUR, tak výnosy plynoucí ze segmentu hygieny činily 111,2 mil. EUR, což bylo meziročně o 16,1 % více. Produkce společnosti určená k výrobě hygienických produktů se dále dělí na standardní textilie a na lehké a bi-komponentní textilie. Výnosy z prodeje standardních textilií za 9M 2011 dosáhly úrovně 86,4 mil. EUR (18,5% meziroční nárůst) a zbylých 24,8 mil. EUR pak připadalo na lehké a bi-komponentní textilie (+ 8,2 % y/y).

Na výnosy plynoucí z ostatních produktů mimo segment hygieny (určených zejména pro stavebnictví, zemědělství a zdravotnictví) připadá zhruba 10 – 12% podíl na celkových tržbách společnosti. Výnosy z tohoto segmentu za 9M 2011 činily 15,1 mil. EUR, meziročně o 12,1 % více, což implikuje podíl na celkových výnosech společnosti ve výši 12 %, o 0,4 procentního bodu (p.b.) meziročně méně.

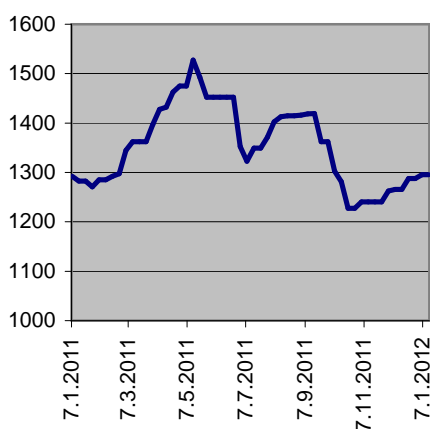
Z geografického hlediska společnost realizuje většinu svých tržeb v západní Evropě, druhým nejvýznamnějším trhem je pak region střední a východní Evropy (CEE) včetně Ruska. V prvních třech čtvrtletích roku 2011 se výnosy z prodeje do západní Evropy meziročně zvýšily o 6,1 % na 68,1 mil. EUR, výnosy plynoucí z regionu CEE a Ruska stouply o 32,5 % y/y na úroveň 53,8 mil. EUR. Vlivem tohoto více než 30% nárůstu se podíl výnosů z prodeje do CEE a Ruska na celkových výnosech Pegasu meziročně zvýšil o 5,3 p.b. na 42,5 %, a to na úkor snížení podílu výnosů realizovaných v západní Evropě, jež meziročně poklesl z 58,8 % na 54 %. Zbylých 4,4 mil. EUR tržeb Pegas realizoval v ostatních teritoriích, meziročně beze změny a s podílem 3,5 % na celkových výnosech.

**Graf č. 5: Vývoj ceny polypropylenu od začátku roku 2011 (USD/tunu)**



zdroj: Bloomberg

**Graf č. 6: Vývoj cen polyethylenu od začátku roku 2011 (USD/tunu)**



zdroj: Bloomberg

Teritoriální a segmentové rozdělení výnosů společnosti za minulé období, konkrétně za roky 2008, 2009 a 2010, shrnují výše uvedené grafy č.3 a 4.

Silné zaměření společnosti na trh výrobků osobní hygieny vnímáme pozitivně, jelikož tento trh vykazuje poměrně stabilní poptávku. Segment hygieny lze charakterizovat jako spíše necyklický, výrazněji nepodléhající negativním ekonomickým výkyvům. Globální ekonomické zpomalení během let 2008 a 2009 nemělo negativní dopad na objemy produkce (ty naopak v těchto letech pokračovaly v růstu) a provozní výkonnost společnosti, což vypovídá o relativně nízké elasticitě poptávky po hygienických produktech a stabilitě. Potenciál segmentu osobní hygieny do budoucna spatřujeme ve stále relativně nízké penetraci (spotřebě na hlavu) hygienických produktů v Rusku, v rozvíjejících se zemích střední a východní Evropy a rovněž na Blízkém východě, když Pegas oznámil nový investiční projekt v podobě výstavby výrobního závodu v Egyptě (podrobněji viz. níže). Trhy v západní Evropě jsou sice více nasycené než v případě regionů CEE, Ruska či Blízkého východu, nicméně aspekty postupného stárnutí evropské populace a prodlužující se průměrná délka života by měly podporovat růst zejména segmentu inkontinence pro dospělé.

### Hospodářské výsledky za 3Q/9M 2011

Hospodářské výsledky společnosti Pegas za 3Q 2011 skončily téměř v souladu s očekáváním trhu. Na provozní úrovni společnost vykázala meziročně lepší výsledky. Výnosy ve 3Q 2011 dosáhly úrovně 43,7 mil. EUR, meziročně o 7,9 % více, podpořené jednak nárůstem produkce o 5,3 % y/y na 18 936 tun (pozitivně objem produkce ovlivnil postupný náběh nové výrobní linky v průběhu třetího čtvrtletí) a jednak vývojem cen polymerů, které představují hlavní vstupní surovinu pro výrobu netkaných textilií. Ceny polymerů (polypropylenu a polyethylenu) v první polovině roku 2011 rostly, poté se stabilizovaly a od třetího kvartálu začaly klesat.

Tento cenový vývoj podpořil provozní ziskovost Pegasu, když vysoké ceny polymerů z první poloviny roku 2011 se díky mechanismu přenesení cen projevíly do cen produkce až ve 3Q 2011. To, v kombinaci, s již zmiňovaným poklesem cen polymerů ve třetím čtvrtletí (o 11 % ve srovnání s 2Q 2011) významně podpořilo provozní zisk EBITDA, který ve 3Q 2011 vzrostl o 17,4 % y/y na 10,8 mil. EUR, což je nejvyšší kvartální hodnota za posledních dva a půl roku. Zatímco ceny polymerů se promítají do provozních nákladů okamžitě (nákladová položka spotřeba materiálu za 3Q 2011 mezičtvrtletně poklesla o 4,6 % na 31,2 mil. EUR), tak do cen produkce a tedy do výnosů se cenový pohyb vstupních surovin projevuje až s cca tříměsíčním zpožděním.

**Tabulka č.2: Hospodářské výsledky za 3Q 2011**

mil. EUR	3Q 2011	odhad trhu*	3Q 2010	y/y	2Q 2011
Výnosy	43,7	45,6	40,5	7,9%	41,6
EBITDA	10,8	10,9	9,2	17,4%	7,0
<i>EBITDA marže</i>	24,6%	23,9%	22,7%	1,9 p.b.	16,8%
EBIT	8,6	8,7	5,1	68,6%	4,9
<i>EBIT marže</i>	19,7%	19,1%	12,6%	7,1 p.b.	11,8%
Čistý zisk	5,5	5,6	8,2	33,3%	4,4

zdroj: Pegas, \*medián podle agentury Reuters

**Tabulka č.3: Hospodářské výsledky za 9M 2011**

mil. EUR	9M 2011	y/y	9M 2010
Výnosy	126,3	15,6%	109,3
EBITDA	26,0	2,2%	25,5
<i>EBITDA marže</i>	20,6%	-2,7 p.b.	23,3%
EBIT	19,7	49,3%	13,2
<i>EBIT marže</i>	15,6%	3,5 p.b.	12,1%
Čistý zisk	16,3	-7,6%	17,6

zdroj: Pegas

Příznivý vývoj zisku EBITDA se projevil do nárůstu EBITDA marže, která se ve 3Q 2011 meziročně zvýšila o 1,9 p.b. na 24,6 % a ve srovnání s 2Q 2011 byla vyšší dokonce o 7,8 p.b. Právě v mezikvartálním srovnání se výrazně projevil příznivý spread mezi prodejními cenami a provozními náklady.

Na úrovni provozního zisku EBIT společnost zaznamenala meziroční nárůst o 68,6 % na 8,6 mil. EUR. Tento výrazný nárůst byl z velké části zapříčiněn rozhodnutím společnosti o prodloužení předpokládané doby životnosti části stávajícího dlouhodobého majetku, což vedlo za období 9M 2011 k meziročnímu poklesu odpisů o 48,2 % (ve 3Q 2011 o 47,4 % y/y). Za celý rok 2011 Pegas předpokládá snížení odpisů o 6,7 mil. EUR na úroveň 9,7 mil. EUR.

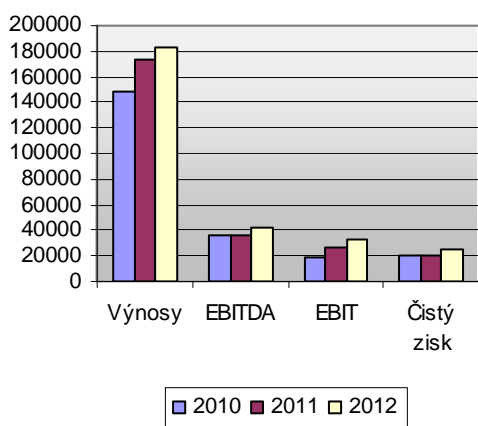
Čistý zisk společnosti ve 3Q 2011 meziročně poklesl o 33,3 % na 5,5 mil. EUR vlivem negativní meziroční změny na položce kurzové změny a ostatní finanční výnosy/náklady, kde bylo dosaženo ztráty ve výši 1,9 mil. EUR oproti zisku 4,8 mil. EUR ve 3Q 2010. Tyto kurzové změny plynou z přecenění některých rozvahových položek denominovaných v EUR. Negativní dopad do čistého zisku měl také vývoj úrokových nákladů, které se zvýšily o 15,3 % y/y na 1 mil. EUR. Investice do nové výrobní linky v ČR a plánovaná výstavba výrobního závodu v Egyptě vedly k vyššímu čerpání cizích zdrojů, nárůstu zadlužení, což implikuje meziročně vyšší úrokové náklady.

Za období 9M 2011 Pegas realizoval výnosy ve výši 126,3 mil. EUR, meziročně o 15,6 % výše. Provozní náklady bez odpisů meziročně rostly vyšším tempem, a to o 19,6 % na 100,2 mil. EUR, což vedlo k poklesu EBITDA marže o 2,7 p.b. na 20,6 % a pouze mírnému nárůstu EBITDA o 2,2 % na 26 mil. EUR. Nižší meziroční dynamika růstu zisku EBITDA za období 9M 2011 ve srovnání s 3Q 2011 byla dána efektem zpoždění v přenesení vstupních cen surovin do prodejních cen, kdy vysoké ceny polymerů z první poloviny roku 2011 se významněji projevily do výnosů až ve 3Q 2011. Provozní zisk EBIT za 9M 2011 byl stejně jako ve 3Q 2011 pozitivně ovlivněn snížením odpisů, když zaznamenal 49,3% meziroční růst na 19,7 mil. EUR. Na úrovni čistého zisku společnost vykázala meziroční snížení o 7,6 % na 16,3 mil. EUR zejména vlivem nižších kurzových zisků.

### Výhled hospodaření

Hospodářské výsledky za 4Q 2011, resp. za celý rok 2011 společnost oznámí v polovině letošního března. V posledním čtvrtletí roku 2011 očekáváme, v souvislosti s postupným náběhem nové výrobní linky do plného provozu, mezikvartální nárůst produkce o 13,4 % na 21,5 tis. tun (meziročně o 20,5 % více). Za celý rok 2011 tak nová výrobní linka v Příměticích podle našeho očekávání napomůže k navýšení produkce o 7,2 % y/y na úroveň 75,3 tis. tun.

**Graf č.7: Očekávaný vývoj hospodaření  
(tis. EUR)**



zdroj: Pegas, vlastní odhady

Nová výrobní linka je nastavena pro výrobu materiálů určených zejména pro sektor hygieny, nicméně je zde možnost výroby i pro jiné aplikace. Maximální produkční kapacita této linky činí 20 tis. tun. a s jejím plným náběhem v roce 2012 očekáváme zvýšení produkce společnosti k hranici 90 tis. tun. S instalací výrobní linky výrazněji vzrostly investiční výdaje (CAPEX), které by se podle vyjádření managementu společnosti měly za rok 2011 vyšplhat až k úrovni 42 mil. EUR (v roce 2010 investice činily 8,2 mil. EUR).

Ve 4Q 2011 předpokládáme zvýšení výnosů společnosti o 19,7 % y/y na úroveň 46,5 mil. EUR, což je způsobeno zejména výše zmíněným očekávaným nárůstem produkce. Domníváme se, že určitý pozitivní vliv na tržby by mohly mít rovněž vysoké ceny polymerů z první poloviny roku, které by se díky časovému zpoždění měly do vyšších cen produkce projevit i v posledním kvartále roku 2011. Za celý rok 2011 prognózujeme výnosy na úrovni 172,8 mil. EUR, meziročně výše o 16,6 %. I z celoročního pohledu stojí za meziročním nárůstem výnosů zvýšená produkční kapacita společnosti a rostoucí ceny vstupních surovin.

Na provozním zisku EBITDA předpokládáme za rok 2011 meziroční zvýšení o 2,4 % na 36,1 mil. EUR (pro 4Q 2011 odhadujeme růst o 3,2 % y/y na 10 mil. EUR). Výhled samotné společnosti na růst EBITDA pro rok 2011, potvrzený při prezentaci výsledků za 3Q 2011 na konci loňského listopadu, činí spodní okraj intervalu 2 – 7 %. V našem odhadu se také přikláníme spíše ke spodní hranici uvedeného intervalu, když vysoké ceny polymerů, které v první polovině roku 2011 atakovaly hranici 1500 EUR/t, vytvářely tlak na růst provozních nákladů. To vedlo v prvním pololetí k meziročnímu poklesu EBITDA marže až k úrovni 18,5 %. Postupný pokles cen vstupních surovin ve druhé polovině roku, kdy průměrná cena polymerů klesla k úrovni 1300 EUR/t, sice vylepšoval EBITDA marži, nicméně to podle našeho odhadu nebude stačit na vykompenzování slabší první poloviny roku a za celý rok 2011 tak očekáváme její snížení o 2,9 p.b. na úroveň 20,9 %.

Meziroční nárůst o 40 % na 26,4 mil. EUR očekáváme za rok 2011 na provozním zisku EBIT, což je způsobeno zejména výše zmíněným poklesem odpisů z důvodu změny metodiky výpočtu. V posledním čtvrtletí loňského roku očekáváme EBIT na hladině 6,8 mil. EUR, meziročně výše o 18,8 %.

Za rok 2011 odhadujeme velikost čistého zisku na úrovni 20,5 mil. EUR, což znamená meziroční pokles o 2,8 %. Domníváme se, že za celoročním poklesem čistého zisku bude stát hlavně meziroční snížení výnosů plynoucích z kurzových změn a meziročně vyšší úrokové náklady související s vyšším čerpáním úvěrového rámce.

**Tabulka č.4: Očekávaný vývoj produkce**

rok	2010	2011*	2012*	2013*	2014*
Objem produkce	70,2	75,3	88,5	92,9	107,0

zdroj: Pegas, \* vlastní odhady

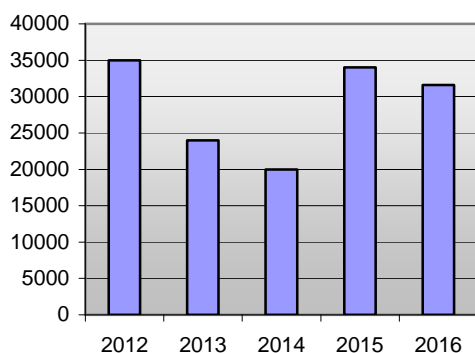
V letošním roce již očekáváme plný výkon výrobní linky v Příměticích, což bude podle našeho odhadu znamenat meziroční navýšení objemu produkce o 17,6 % na 88,5 tis. tun. Pegas má již prodáno 80 % plánované letošní produkce, již na konci 3Q 2011 oznámil uzavření kontraktu pro roky 2011 – 2013 na dodávky netkaných textilií v objemu přesahujícím 100 tis. tun a v hodnotě kolem 200 mil. EUR. To ukazuje na skutečnost, že společnost se úspěšně prosazuje v konkurenčním prostředí, má dobré vztahy se zákazníky a nemá problém s odbytem své produkce. Výše zmíněný odhadovaný růst produkce pro rok 2012 by tak měl být reálný. Je možné, že náš náhled je až příliš konzervativní a že produkční kapacita by mohla směřovat ještě blíže k hranici 90 tis. tun. Tento očekávaný vývoj produkce implikuje tržby společnosti kolem úrovně 183 mil. EUR.

Letošní provozní výsledky hospodaření by tak díky zvýšené produkční kapacitě měly být meziročně lepší. Na úrovni provozního zisku EBITDA očekáváme oproti roku 2011 růst o 16,9 % na 42,2 mil. EUR. Provozní výkonnost by podle našeho názoru měla být podpořena také příznivějším vývojem cen vstupních surovin. Pro letošní rok neočekáváme, z důvodu předpokládaného zpomalení růstu evropských ekonomik, tlak na růst cen polymerů, naopak v našich odhadech kalkulujeme s jejich poklesem k průměrné ceně kolem 1220 EUR/t. Sice již klesající ceny vstupů z druhé poloviny roku 2011, ale stále se ještě drží kolem úrovně 1300 EUR/t, by měly zejména v první polovině letošního roku stále pozitivně ovlivňovat výnosy společnosti. To by mělo, ve spojení s předpokládanými nižšími náklady na vstupní suroviny, podporovat EBITDA marži, kterou v letošním roce očekáváme kolem úrovně 23 %, tedy o cca 2 p.b. výše než v roce 2011. Očekávaný příznivý letošní vývoj na EBITDA zisku pozitivně ovlivní provozní zisk EBIT, kde prognózujeme jeho růst o 25,5 % y/y na 33,2 mil. EUR. Meziročně lepší provozní výsledek by měl mít pozitivní dopad do čistého zisku, u kterého očekáváme v roce 2012 zvýšení o 18,9 % y/y na úroveň 24,3 mil. EUR. Velikost čistého zisku Pegasu však bývá výrazněji ovlivňována finanční částí výsledovky (zejména kurzovými zisky/ztrátami souvisejícími s přeceněním některých rozvahových položek denominovaných v EUR) a proto je jeho predikce složitější a podléhá nepřesnostem.

### **Investice v Egyptě**

V polovině roku 2011 Pegas oznámil zahraniční expanzi v podobě výstavby nového výrobního závodu v Egyptě a potvrdil tak své plány z posledních let, v rámci kterých uváděl, že vyhodnocuje možné investiční příležitosti mimo ČR. Pegas plánuje v první fázi projektu proinvestovat cca 55-60 mil. EUR.

**Graf č.8: Očekávaný vývoj CAPEX  
(tis. EUR)**



zdroj: vlastní odhady

Náš pohled na tuto zahraniční investici je pozitivní zejména z toho důvodu, že Pegas má zajištěn odbyt ze svého plánovaného závodu v Egyptě. Ve druhé polovině roku 2011 totiž úspěšně dokončil se svým významným zákazníkem vyjednávání o dlouhodobých dodávkách z tohoto závodu. V první fázi společnost plánuje postavit první výrobní linku o kapacitě zhruba 20 tis. tun a její uvedení do provozu je předpokládáno v druhé polovině roku 2013. Pegas dále uvažuje, v případě příznivých podmínek na trhu v regionu, o výstavbě druhé výrobní linky, která by pak navýšila produkční kapacitu egyptského závodu na přibližně 45 – 50 tis. tun. Podle oznámení společnosti by k případnému rozšíření závodu o druhou linku mělo dojít v letech 2015 – 2016. Zatímco v roce 2011 byla významná část investičních výdajů spojena s výstavbou a uvedením do provozu deváté výrobní linky, tak v letošním roce bude významnou složkou CAPEXu výstavba závodu v Egyptě (nákup pozemků, výrobních technologií, výstavba výrobních hal – Pegas již podepsal smlouvy s dodavatelem výrobních technologií a stavební společností).

S ohledem na loňské nepokoje a následnou změnu vládní garnitury, je třeba vnímat určité politické riziko související s egyptskou investicí. Pegas tak v této souvislosti uzavřel pojistnou smlouvu s Exportní garanční a pojišťovací společností (EGAP). Tímto pojišťovacím kontraktem by měl být Pegas chráněn před nenadálými politickými událostmi, zejména proti zamezení převodu výnosů z investice, vyvlastnění či politicky motivovaného poškození.

V našich odhadech pro rok 2013 počítáme s náběhem první výrobní linky v Egyptě, což by podle našeho odhadu mohlo posunout objem produkce společnosti mírně přes hranici 90 tis. tun, konkrétně o 5 % y/y na odhadovaných 92,9 tis. tun. Očekávaný růst objemu produkce bude následován nárůstem tržeb a provozních nákladů. V roce 2013, v souvislosti s očekávaným oživením globální ekonomické aktivity, předpokládáme tlak na ceny polymerů. Očekáváme tak jejich zvýšení ve srovnání s rokem 2012 s tím, že by mohly zpět atakovat hranici 1300 EUR/t. Náš předpoklad rostoucích cen vstupních surovin pro rok 2013 by měl mít mírně negativní dopad do provozních výsledků hospodaření. Domníváme se, že zejména v první části roku 2013 se do cen produkce ještě budou promítat námi odhadované nižší ceny polymerů z roku 2012, což bude negativně působit na provozní zisk a marže. Za celý rok 2013 tak prognózujeme meziroční pokles EBITDA o 2,3 % na 41,2 mil. EUR a snížení EBITDA marže o 2,3 p.b. na 20,7%.

Jak uvádíme výše, Pegas ve střednědobém horizontu (v letech 2015 – 2016) uvažuje rozšířit egyptský závod o druhou výrobní linku. My tuto variantu, s ohledem na potenciál rostoucí poptávky v regionu Blízkého východu, vnímáme jako pravděpodobnou a proto v našem modelu s druhou výrobní linkou počítáme.

Odhadujeme tak, že v horizontu pěti, šesti let, s tím jak budou výrobní linky v Egyptě postupně nabíhat do plného provozu, by produkce společnosti měla směřovat k hranici 130 tis. tun. Naše prognóza vybraných ukazatelů hospodaření společnosti je znázorněna v níže uvedené tabulce, včetně odhadu výsledků pro rok 2011, které budou zveřejněny, jak je uvedeno výše, v polovině letošního března.

**Tabulka č.5: Predikce hospodářských výsledků**

mil. EUR	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Výnosy	172,8	183,0	199,0	225,8	236,9	262,7
EBITDA	36,1	42,2	41,2	45,9	49,6	53,4
Odpisy	9,7	9,0	10,1	11,5	12,0	13,4
EBIT	26,4	33,2	31,0	34,4	37,7	40,0
Čistý zisk	20,5	24,3	23,2	25,1	27,1	29,7

zdroj: vlastní odhady

Rozhodnutí o zahraniční investici v Egyptě vedlo Pegas k uzavření nového úvěrového rámce v celkové výši 180 mil. EUR. Tento nově sjednaný pětiletý úvěr bude použit na refinancování předchozího úvěrového rámce o velikosti 150 mil. EUR a na financování nových kapitálových investic, aktuálně tedy na financování výstavby egyptského výrobního závodu. Přestože Pegas generuje ze své provozní činnosti kladné cash flow, tak kapitálová náročnost projektu v Egyptě vyžaduje rovněž využití cizích zdrojů. Výše zadlužení společnosti se na konci 3Q 2011 pohybovala na úrovni 119,2 mil. EUR (čistý dluh 102,9 mil. EUR), což vytváří dostatečný prostor pro čerpání nového úvěrového rámce a realizaci investičních projektů. Pro následující roky, v důsledku výše uvedených skutečností, tak očekáváme nárůst dluhového financování a s tím spojené určité navýšení úrokových nákladů. V předpokládané vyšší míře využití cizích zdrojů nespátřujeme výraznější riziko, poměr čistý dluh/EBITDA dosahoval na konci září 2011 2,9 násobku a pro nejbližší roky neočekáváme výraznější pohyby tohoto poměru směrem nahoru vzhledem k očekávaným nárůstům provozního zisku na úrovni EBITDA.

### Dividendová politika

Pegas od svého vstupu na akciové trhy zatím každoročně vyplácí dividendu. V říjnu loňského roku byla vyplacena hrubá dividendu za rok 2010 ve výši 1 EUR/akcie (podíl na čistém zisku 43,9 %) a byla tak meziročně o 5,3 % vyšší. Navzdory oznámení výstavby výrobního závodu v Egyptě a s tím související zvýšený objem investičních výdajů, Pegas prohlásil, že plánuje, za předpokladu udržení uspokojivých výsledků hospodaření a nevyskytnou-li se další atraktivní investiční příležitosti, pokračovat v politice postupného navyšování dividendy.

**Tabulka č.6: Vývoj dividendy (EUR/akcie)**

rok	07	08	09	10	11*	12*
Dividenda	0,85	0,90	0,95	1,00	1,02	1,04

zdroj: Pegas, \*vlastní odhady



Za rok 2011 očekáváme dividendu ve výši 1,02 EUR/akcie, což by znamenalo hrubý dividendový výnos kolem úrovně 5,6 %. Domníváme se, že společnost bude mít i v dalších letech prostor pro výplatu dividendy, a to z důvodu dostatečných prostředků na rozvahové položce nerozdělený zisk, jejíž stav na konci 3Q 2011 činil 111,4 mil. EUR. S ohledem na výstavbu výrobních linek v Egyptě však zůstáváme obezřetnější ohledně tempa růstu dividendy, kdy očekáváme o něco mírnější meziroční přírůstky oproti minulým rokům.

## Trh s netkanými textiliemi

Podle sdružení evropských výrobců netkané textilie EDANA, jehož je Pegas členem, činil v Evropě za rok 2010 objem produkce netkaných textilií 1,78 mil. tun, což znamenalo meziroční nárůst o 10,3 % a oživení trhu, když v roce 2009 evropští producenti zaznamenaly pokles produkce o 6,4 % (čísla za rok 2011 doposud nebyla zveřejněna). Pegas se tak, se svojí roční produkcí v roce 2010 ve výši 70,2 tis. tun, podílel na celkové evropské výrobě 3,9 %. S ohledem na očekávanou rostoucí produkci Pegasu v dalších letech vidíme potenciál růstu jeho tržního podílu. Celosvětově se v roce 2010, podle údajů EDANy, pohybovala produkce netkaných textilií kolem úrovně 9,06 mil. tun, přičemž v posledních letech se stal produkčním leaderem asijský kontinent s roční celkovou výrobou ve výši 2,9 mil. tun.

**Tabulka č.7: Sektorové srovnání**

	P/E	P/S	EV/EBITDA	EBITDA marže
Fiberweb	10,78	0,17	5,29	10,86%
Avgol	11,69	0,84	7,23	18,48%
Suominen	43,83	0,13	21,87	2,02%
Ahlstrom	38,69	0,41	7,84	8,36%
Schouw & co	6,19	0,26	6,26	7,97%
Providencia	24,11	1,27	9,58	18,83%
<b>průměr</b>	<b>22,55</b>	<b>0,51</b>	<b>9,68</b>	<b>11,09%</b>
<b>medián</b>	<b>24,11</b>	<b>0,41</b>	<b>7,84</b>	<b>10,86%</b>
<b>Pegas</b>	<b>7,81</b>	<b>1,11</b>	<b>7,47</b>	<b>23,77%</b>

zdroj: Bloomberg, Pegas

## Srovnání fundamentálních ukazatelů

Srovnání s konkurencí je relativně obtížné, jelikož velmi málo společností, zabývajících se výrobou netkaných textilií, je obchodováno na akciových trzích. Výše uvedená tabulka znázorňuje srovnání společnosti Pegas s vybranými producenty z odvětví netkaných textilií. Z uvedených čísel je patrné, že Pegas oproti svým konkurentům dosahuje silné provozní výkonnosti, když jeho provozní marže na úrovni EBITDA dosahuje dvojnásobných hodnot ve srovnání s průměrem i mediánem sektoru. Pegas dosahuje vyšších marží zejména díky schopnosti produkovat technologicky náročné materiály z technologicky vyspělých výrobních linek, které byly instalovány v posledních letech (včetně nové linky uvedené do provozu ve 3Q 2011). Nižší hodnota ukazatele P/E (cena akcie v poměru k zisku na akcii) ve srovnání s uvedenými konkurenty naznačuje aktuálně atraktivní cenu akcie s potenciálem jejího možného budoucího růstu. Vyšší provozní marže Pegasu tlačí ukazatel P/S (cena akcie v poměru k tržbám na akcii) směrem nahoru a jeho hodnota se tak nachází nad konkurenčními společnostmi. Výše uvedené srovnání společnosti Pegas se sektorem hodnotíme příznivě i z toho pohledu, že společnost je iniciativní v oblasti výzkumu a vývoje ohledně netkaných textilií, což ji umožňuje ve výrobě aplikovat nejmodernější technologie a obstát na konkurenčním trhu netkaných textilií. To vytváří předpoklady, že i v dalších letech by Pegas mohl realizovat vyšší ziskové marže než jeho konkurenti.

## Stanovení cílové ceny

**Tabulka č.8: Stanovení diskontní sazby**

Bezriziková výnosová míra <sup>1</sup>	3,196%
Koeficient Beta <sup>2</sup>	0,57
Tržní výnosová míra <sup>3</sup>	9,21%
<b>Diskontní sazba</b>	<b>6,62%</b>

<sup>1</sup>výnos desetiletého státního dluhopisu ČR

<sup>2</sup>zdroj: Bloomberg

<sup>3</sup>anualizovaná výnosová míra indexu PX za desetileté období

**Tabulka č.9: Cílová cena akcie**

Enterprise Value (mil. EUR)	303,6
Čistý dluh (mil. EUR)	-102,9
Equity Value	200,7
Diskontní sazba	6,62%
Pokračující růst	1,0%
Počet akcií (mil. ks)	9,2
Value Per Share (EUR)	21,75
CZK/EUR	25,0
<b>Value Per Share (CZK)</b>	<b>544</b>

## Ohodnocení společnosti

V naší aktuální analýze výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens přicházíme s vyšší cílovou cenou akcie a novým investičním doporučením. Cílovou cenu akcie (vnitřní hodnotu akcie) zvyšujeme z původních 495 Kč na 544 Kč a k tomu měníme investiční doporučení na kupovat z předchozího akumulovat. Nová cílová cena akcie se vztahuje k 12ti měsíčnímu investičnímu horizontu. Vzhledem k aktuální tržní ceně na úrovni 448 Kč tak podle našeho názoru akcie Pegasu nabízí cca 21% zhodnocení. K novému ocenění společnosti Pegas nás vedla především oznámená zahraniční expanze do severní Afriky, konkrétně výstavba nového výrobního závodu v Egyptě a s tím související nové růstové příležitosti, které by měly vytvářet podmínky pro budoucí nárůst produkční kapacity a provozní výkonnosti společnosti. V investici do akcie společnosti Pegas vidíme zajímavou investiční příležitost s potenciálem dividendového a kapitálového výnosu.

Pro výpočet vnitřní hodnoty společnosti Pegas, byl použit model DCF (discounted cash flow). Pro potřeby modelu bylo nutno odhadnout hned několik účetních položek (tržby, zisk, náklady, odpisy, investice.). K výpočtu bylo použito vlastních odhadů budoucího hospodaření firmy v kombinaci s odhady uveřejňované agenturou Bloomberg. Kalkulace tohoto modelu je založena na výpočtu volného cash flow a jeho následného diskontování. Diskontní sazba pro akciový titul Pegas byla stanovena na úrovni 6,62 % a pro její výpočet byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM, viz. tabulka č.8). Podle modelu CAPM byla diskontní sazba vypočtena jako součet bezrizikové výnosové míry, jež byla stanovena jako výnos z desetiletého státního dluhopisu ČR, a prémie za riziko vycházející z výnosové míry akciového indexu PX. Riziková složka diskontní sazby byla násobena beta koeficientem o velikosti 0,57.

**Tabulka č.10: Model DCF**

rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (TV)
NOPAT	26,9	25,1	27,8	30,5	32,4	35,9
Odpisy	9,0	10,1	11,5	12,0	13,4	14,5
CAPEX	35,0	24,0	20,0	34,0	31,6	30,0
změna pracovního kapitálu	-0,8	3,3	12,2	-2,4	-6,3	0,7
volné cash flow	1,7	7,9	7,1	10,9	20,5	19,7
diskontované cash flow	1,6	7,0	5,9	8,4	14,9	265,8

zdroj: vlastní výpočty

## Citlivostní analýza

Níže uvedená tabulka znázorňuje citlivostní analýzu, konkrétně alternativní cílové ceny při různém nastavení diskontní sazby a tzv. pokračující míry růstu v našem modelu ocenění.

**Tabulka č.11: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů**

	diskontní sazba				
pokračující růst	6,22%	6,42%	6,62%	6,82%	7,02%
0,6%	545	513	483	455	429
0,8%	579	544	512	483	455
1,0%	615	578	544	512	482
1,2%	654	614	577	543	511
1,4%	697	654	614	577	542

zdroj: vlastní odhady

## SWOT analýza:

- **Silné stránky**

- Silná a stabilní pozice na trhu netkaných textilií a pozice technologicky vyspělého hráče na trhu.
- Defenzivní zaměření na segment osobní hygieny a stabilní produkce.
- Pevné vazby na klíčové zákazníky společnosti.

- **Slabé stránky**

- Vyšší volatilita cen vstupních surovin.
- Tlak na provozní marže v souvislosti s konkurenčním prostředím.

- **Příležitosti**

- Zahraniční expanze v souvislosti s ohlášenou výstavbou výrobního závodu v Egyptě.
- Nárůst produkce společnosti spojený s očekávanou instalací dvou výrobních linek v Egyptě
- Potenciál rostoucí spotřeby hygienických výrobků v regionu CEE a Blízkého východu.

- **Hrozby**

- Nízký počet velkých zákazníků a silné zaměření na jediný segment.
- Značný vliv měnového kurzu CZK/EUR na hospodářské výsledky.
- Politické riziko spojené s egyptskou investicí.

Výše uvedená rizika mohou negativně ovlivnit hospodaření společnosti a tím i vývoj cen akcií. V případě výskytu těchto rizik nemusí být dosaženo námi stanovené cílové ceny.

Ing. Jan Raška  
Fio banka, a.s.  
Analytik  
www.fio.cz  
[jan.raska@fio.cz](mailto:jan.raska@fio.cz)

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu všech emisí zařazených ve SPAD.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám čínícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích, nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

**Koupit** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

**Akumulovat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Držet** – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

**Redukovat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Prodat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

**Nákup – long:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

**Prodej - short:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

K dnešnímu datu 13.2.2012 má Fio banka, a.s. 19 platných investičních doporučení, z toho 10 na základě technické analýzy. Z celkového počtu je 3 doporučení koupit, 9 doporučení nákup-long, 1 doporučení držet, 5 doporučení akumulovat a 1 doporučení prodej-short. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na [www.fio.cz](http://www.fio.cz)