



Fio banka, a.s.

Fio

Analýzy a doporučení

Pegas Nonwovens

Doporučení: koupit

Cílová cena: 529 Kč

16.4.2012

Pegas Nonwovens SA

Nové doporučení: koupit

Cílová cena : 529 Kč

Předchozí cílová cena: 544 Kč

Předchozí doporučení: koupit

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: 4005,6 mil. Kč

Závěrečná cena 13.4.2012: 434,80 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.1: Roční vývoj ceny akcie



V rámci aktualizace analýzy společnosti Pegas Nonwovens SA jsme přistoupili k mírnému snížení cílové ceny akcie z předchozí úrovně 544 Kč na 529 Kč při ponechání investičního doporučení „koupit“. K tomuto kroku nás vedlo především snížení našeho odhadu provozní ziskovosti v prvních dvou kvartálech letošního roku, což by mělo vést k nižšímu než původně očekávanému meziročnímu nárůstu provozního zisku EBITDA za celý rok 2012. Přesto akciím společnosti Pegas ponecháváme nákupní doporučení zejména z důvodu oznámené zahraniční expanze, která by měla přinést nárůst produkční kapacity s pozitivním vlivem na provozní výkonnost 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.

Pegas Nonwovens SA, sídlící v Lucembursku, stojí v čele Skupiny a vlastní 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.

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.

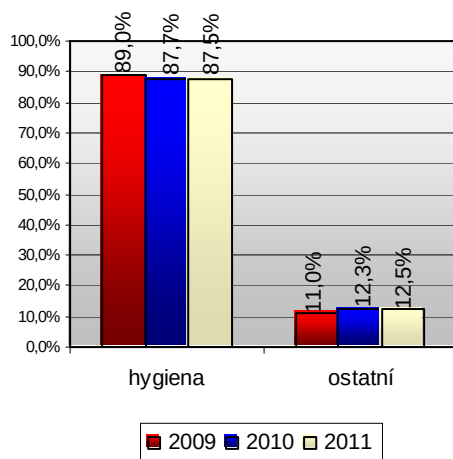
Tabulka č. 1: Základní ukazatele

Pegas Nonwovens	2010	2011
Produkce (tuny)	70 182	73 412
Výnosy (mil. EUR)	148,2	165,8
EBITDA (mil. EUR)	35,2	36,1
EBITDA marže (%)	23,8	21,7
Provozní náklady bez odpisů (mil. EUR)	112,9	129,8
Čistý dluh (mil. EUR)	91,6	119,5
P/E	8,20	11,86
ROA (%)	8,64	5,04
ROE (%)	17,37	10,68

zdroj: Pegas, Bloomberg

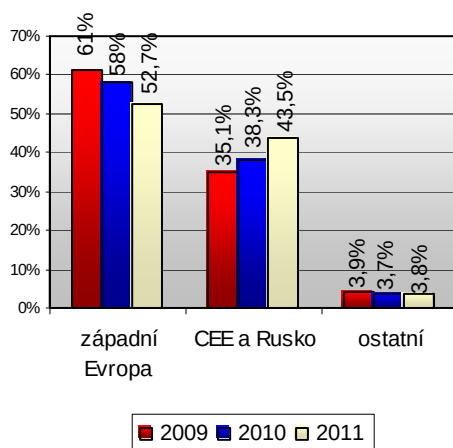
Rozdělení výnosů společnosti

Graf č. 2: Segmentové rozdělení výnosů (%)



zdroj: Pegas

Graf č. 3: Teritoriální rozdělení výnosů (%)



zdroj: Pegas

Produkce a výnosy společnosti

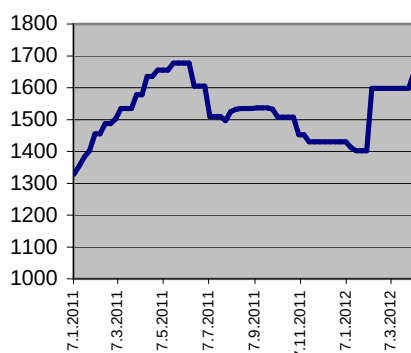
Jak jsme již uvedli v úvodu analýzy, společnost Pegas se zaměřuje na výrobu netkaných textilií. Objem produkce v roce 2011 činil 73,4 tis. tun a pro rok 2012 očekáváme, s ohledem na rozšíření produkční kapacity o novou výrobní linku, nárůst objemu produkce na úroveň kolem 88 tis. tun. Společnost vstupovala do roku 2012 s téměř 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 rok 2011, kdy tento podíl činil 87,5 %, což představovalo mírné snížení ve srovnání s 87,7% podílem v roce 2010. Při celkových výnosech Pegasu za loňský rok ve výši 165,8 mil. EUR, tak výnosy plynoucí ze segmentu hygieny činily 145,1 mil. EUR, což bylo meziročně o 11,7 % 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 dosáhly v roce 2011 úrovně 112,8 mil. EUR (13,4% meziroční nárůst) a zbylých 32,4 mil. EUR pak připadalo na lehké a bi-komponentní textilie (+ 6,1 % y/y).

Na výnosy plynoucí z ostatních produktů mimo segment hygieny (určených zejména pro stavebnictví, zemědělství a zdravotnictví) připadá zhruba 10 – 13% podíl na celkových tržbách společnosti. Výnosy z tohoto segmentu za loňský rok činily 20,7 mil. EUR, meziročně o 13,9 % více, což implikuje podíl na celkových výnosech společnosti ve výši 12,5 %, o 0,2 procentního bodu (p.b.) meziročně více.

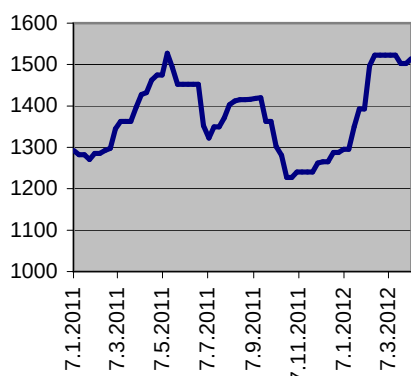
Z geografického hlediska společnost realizuje většinu svých tržeb v západní Evropě, druhým nejvýznamnějším trhem je pak region střední a východní Evropy (CEE) včetně Ruska. V roce 2011 se výnosy z prodeje do západní Evropy meziročně zvýšily o 1,9 % na 87,5 mil. EUR, výnosy plynoucí z regionu CEE a Ruska stouply o 26,9 % y/y na úroveň 72,1 mil. EUR. Vlivem tohoto nárůstu se podíl výnosů z prodeje do CEE a Ruska na celkových výnosech Pegasu meziročně zvýšil o 5,2 p.b. na 43,5 %, a to na úkor snížení podílu výnosů realizovaných v západní Evropě, jenž meziročně poklesl z 58 % na 52,7 %. Zbylých 6,2 mil. EUR tržeb Pegas realizoval v ostatních teritoriích, meziročně o 12,7 % více a s podílem 3,8 % na celkových výnosech.

Graf č. 4: Vývoj ceny polypropylenu od začátku roku 2011 (USD/tunu)



zdroj: Bloomberg

Graf č. 5: Vývoj cen polyethylenu od začátku roku 2011 (USD/tunu)



zdroj: Bloomberg

Teritoriální a segmentové rozdělení výnosů společnosti za minulé období, konkrétně za roky 2009, 2010 a 2011, shrnují výše uvedené grafy č.2 a 3.

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 rok 2011, resp. 4Q 2011

Rok 2011 znamenal pro společnost Pegas meziroční přírůstky jak na výnosech, tak na provozních ziscích. Výnosy v loňském roce dosáhly úrovně 165,8 mil. EUR, meziročně o 11,9 % více, když byly podpořeny cenovým vývojem vstupních surovin ve formě polymerů (polypropylen a polyethylen) a rovněž uvedením do provozu nové deváté výrobní linky ve 3Q 2011, což vedlo k meziročnímu zvýšení produkce o 4,6 % na 73 412 tun. Ceny polymerů od začátku loňského roku stoupaly z hodnot kolem 1300 EUR/t až k úrovním směřujícím k 1500 EUR/t, kterých bylo dosaženo v polovině roku. Takto vysoké ceny vstupních surovin se v průběhu roku postupně projevovaly do cen produkce společnosti, což podporovalo její tržby. Ve 4Q 2011 Pegas sice zaznamenal meziroční nárůst výnosů o 1,8 % na 39,6 mil. EUR, nicméně v mezikvartálním srovnání došlo k poklesu o 9,3 %. Mezikvartálně vyšší objem produkce o 3,7 % ve výši 19,6 tis. tun se totiž plně neprojevil do výnosů v posledním kvartále loňského roku z důvodu nižších prodejů. Mírné zpomalení poptávky na trhu netkaných textilií ve 4Q 2011 společnost v jeho průběhu dopředu indikovala a tyto indikace se naplnily.

Provozní zisk před odpisy (EBITDA) za celý rok 2011 meziročně vzrostl o 2,4 % na 36,1 mil. EUR a naplnil tak očekávání společnosti, jenž prognózovala růst ve spodní části intervalu 2 – 7 %. Zisk EBITDA byl v první polovině loňského roku tlumen rostoucími cenami polymerů, které se okamžitě projevovaly do provozních nákladů, zatímco do tržeb nikoliv.

Tabulka č.2: Hospodářské výsledky za 4Q 2011

mil. EUR	4Q 2011	konsensus trhu	4Q 2010	y/y	3Q 2011
Výnosy	39,6	42,18	38,9	1,8%	43,7
EBITDA	10,0	10,02	9,7	3,0%	10,8
EBIT	7,2	7,24	5,7	26,6%	8,6
Čistý zisk	-2,3	0,76	3,4	n/a	5,5
Zisk na akcii (EUR)	-0,25	-	0,37	n/a	0,59

zdroj: Pegas, *medián podle agentury Reuters

Tabulka č.3: Hospodářské výsledky za rok 2011

mil. EUR	2011	y/y	2010
Výnosy	165,8	11,9%	148,2
EBITDA	36,1	2,4%	35,2
EBIT	26,9	42,3%	18,9
Čistý zisk	14,0	-33,6%	21,0
Zisk na akcii (EUR)	1,51	-33,6%	2,28

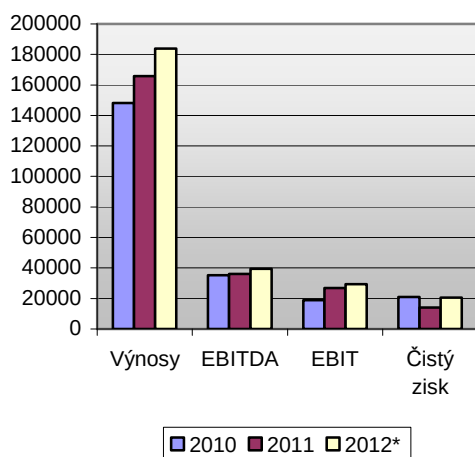
zdroj: Pegas

To tlačilo na pokles EBITDA marže, která se v prvním pololetí snížila o 5,2 p.b. na 18,5 %. Obrat v cenovém vývoji vstupních surovin, s pozitivním dopadem na provozní náklady a marže společnosti, nastal ve druhém pololetí, kdy průměrné ceny polymerů začaly postupně klesat k úrovním kolem 1250 EUR/t dosažených ke konci roku. Tržby byly ve druhé části roku naopak podporovány, díky vlivu mechanismu přenesení cen vstupních materiálů do cen produkce, vysokými cenami polymerů z prvního pololetí. EBITDA tak ve 4Q 2011 meziročně vzrostl o 3 % na 10 mil. EUR a EBITDA marže o 0,3 p.b. na 25,3 %. Oproti 3Q 2011 však došlo k poklesu EBITDA zisku o 6,9 %, když se negativně projevil výše zmíněný nižší objem prodeje z důvodu nižší poptávky na trhu. Pegas tak na konci loňského roku navýšil skladové zásoby.

Provozní zisk po odečtení odpisů (EBIT) zaznamenal jak na celoroční úrovni, tak v posledním kvartále roku výrazné zvýšení. Za celý rok 2011 dosáhl úrovně 26,9 mil. EUR, meziročně o 42,3 % více a ve 4Q 2011 vzrostl o 26,6 % y/y. Tyto výraznější nárůsty byly zapříčiněny zejména změnou metodiky výpočtu odpisů (došlo k prodloužení doby životnosti výrobních technologií), což vedlo k jejich meziročnímu snížení za celý rok o 43,7 % na 9,2 mil. EUR a ve čtvrtém kvartále o 30,3 % na 2,8 mil. EUR. Celkově můžeme konstatovat, že provozní úroveň hospodaření společnosti za rok 2011, resp. 4Q 2011 skončila v souladu s naším očekáváním a očekáváním trhu. Úroveň výnosů mírně zklamala tržní konsensus, díky většímu než očekávanému výpadku prodeje v posledním kvartále roku.

Čistý zisk za loňský rok meziročně poklesl o 33,6 % na 14 mil. EUR a v posledním čtvrtletí Pegas realizoval čistou ztrátu ve výši 2,3 mil. EUR ve srovnání se ziskem 3,4 mil. EUR ve 4Q 2010. Meziroční zhoršení na úrovni čistého zisku bylo způsobeno zejména vlivem nerealizovaných kurzových ztrát souvisejících s přeceněním rozvahových položek denominovaných v EUR (bankovního dluhu a vnitropodnikové půjčky), kdy se negativně projevila deprecie koruny vůči euru v druhé polovině roku. Negativní vliv do čistého zisku měla rovněž vyšší daň z příjmu (4,3 mil. EUR za rok 2011 oproti 859 tis. EUR za rok 2010), která narostla jednak vlivem změn v odložené dani na základě zařazení nové deváté výrobní linky do majetku a také vypršením investičních pobídek na dceřinnou společnost Pegas-DS a.s., která v říjnu 2011 zanikla sloučením s hlavní provozní společností Pegas Nonwovens s.r.o. Vysoké nerealizované kurzové ztráty včetně vyšší daně z příjmu se projevily hlavně ve 4Q 2011, což stáhlo výsledek v posledním kvartále do čisté ztráty.

Graf č.6: Vývoj hospodaření (tis. EUR)



zdroj: Pegas, * vlastní odhady

Hlavní důvody vedoucí ke změně cílové ceny

Přistupujeme k mírnému snížení cílové ceny akcie společnosti Pegas z úrovně 544 Kč na 529 Kč. Ke změně cílové ceny nás vedly zejména aktuální skutečnosti ovlivňující hospodaření společnosti:

- mírné ochlazení poptávky na trhu netkaných textilií z konce loňského roku podle vyjádření managementu společnosti pokračovalo i v prvním čtvrtletí letošního roku. To indikuje nárůst zásob a tlak na prodeje v 1Q 2012.
- tato aktuální situace na trhu nás vedla ke snížení původního odhadu EBITDA za 1Q 2012 o 2,3 mil. EUR na novou námi odhadovanou úroveň 8,5 mil. EUR.
- snížení cílové ceny ovlivnil rovněž výraznější nárůst cen vstupních surovin v 1Q 2012 a indikace jejich dalšího zvýšení i ve 2Q 2012. Nenaplnily se tak původní předpoklady, že cenový pokles polymerů z konce loňského roku se promítne i do začátku letošního roku. Z důvodu očekávaných vysokých cen polymerů ve 2Q 2012 tak rovněž snižujeme náš původní odhad i pro EBITDA za 2Q 2012, a to o 1 mil. EUR na 9,4 mil. EUR.
- indikace slabší první poloviny letošního roku nás vedla k úpravě celoročního přírůstku provozního zisku EBITDA. Původně odhadovaný meziroční nárůst o 16,9 % tak snižujeme na 9,6 %.
- v oceňovacím modelu jsme také zaktualizovali vývoj bezrizikové výnosové míry. Výnos desetiletého státního dluhopisu ČR se zvýšil z 3,2 % na současných 3,55 %. To vedlo ke zvýšení diskontní sazby, což mírně posunulo cílovou cenu akcie níže.
- zvýšení původního odhadu investičních výdajů na rok 2012 a úprava hodnoty čistého dluhu v modelu (zohledněn jeho růst v roce 2011). Vyšší než původně odhadovaná míra investic spojená s vyšším využitím cizích zdrojů vytváří prostor pro budoucí růst společnosti. To nás vedlo k mírnému zvýšení pokračující míry růstu ve druhé fázi modelu. Celkový dopad na změnu cílové ceny je v tomto případě neutrální.

Výhled hospodaření

V letošním roce již očekáváme plný výkon nové výrobní linky v Příměticích a to by, podle prohlášení společnosti, mělo meziročně navýšit produkci o cca 20 % na úroveň 88,1 tis. tun. Po oznámení výsledků hospodaření za rok 2011 management společnosti sdělil, že má již prodáno 95 % plánované letošní produkce.

Slabší poptávka na trhu netkaných textilií v posledním kvartále roku 2011 znamenající pro Pegas nižší prodeje a nárůst skladových zásob, podle managementu společnosti přetrvávala i v průběhu prvního kvartálu letošního roku, což implikuje další zvýšení zásob a tlak na prodeje.

**Tabulka č.4: Očekávaný vývoj produkce
(původní odhad)**

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

zdroj: Pegas, * vlastní odhady

**Tabulka č.5: Očekávaný vývoj produkce
(nový odhad)**

rok	2011	2012*	2013*	2014*	2015*
Objem produkce	73,4	88,1	92,6	107,0	110,5

zdroj: Pegas, * vlastní odhady

Společnost však na základě aktuálních poznatků a indikací od zákazníků očekává v dalších čtvrtletích roku zlepšení situace na trhu a postupný pokles stavu zásob. Také podle našeho názoru by měl být negativní výkyv v prodejkách v uplynulých dvou kvartálech krátkodobou záležitostí a v dalších čtvrtletích roku 2012 počítáme s postupným oživením poptávky na trhu netkaných textilií.

Téměř vyprodaná plánovaná letošní produkce (výše avizovaných 95 %) značí skutečnost, že Pegas nevyrábí nic bez objednávky. Veškerou produkci se tak společnost snaží mít pod kontraktama, to však neznamená, že některý ze zákazníků nemůže posunout svůj odběr produkce, z důvodu aktuálního ochlazení trhu, o dva, tři měsíce v čase dále. To má pak za následek krátkodobé zpomalení odbytu a navyšování stavu zásob. Pegas tak k výše uvedeným zajištěným prodejům ve výši 95 % ještě přidává koridor plus/minus pět procent, právě kvůli možným krátkodobým výpadkům odbytu.

Oproti našim původním odhadům, tak očekáváme na provozní úrovni slabší 1Q 2012, když vedle pokračující slabší poptávky na trhu budou výnosy a provozní zisky pravděpodobně negativně ovlivněny také cenovým vývojem vstupních surovin. Ceny polymerů ve 4Q 2011 pokračovaly ve svém poklesu a dostávaly se k úrovním kolem 1250 EUR/t. Oproti našim původním předpokladům se cenová korekce neprojevila i v prvním letošním kvartálu a naopak zaznamenáváme opětovný nárůst cen polymerů směrem k hranici 1400 EUR/t. Opět se tak projevila značná volatilita ve vývoji cen polymerů a tudíž jejich nesnadná predikovatelnost. Pro 1Q 2012 tak předpokládáme tlak na provozní náklady v podobě zvýšení nákladů na vstupní suroviny. Současně však (díky zpoždění v mechanismu přenesení cen vstupů do cen finální produkce) zvyšující se ceny polymerů ještě neovlivní výnosy. Do tržeb společnosti se ještě budou naopak projevovat nízké ceny polymerů z konce loňského roku. Ve srovnání s našimi původními předpoklady tak snižujeme odhad výnosů pro 1Q 2012 o 3,4 mil. EUR na úroveň 41,6 mil. EUR.

Tyto protichůdné vlivy podle našich odhadů povedou v 1Q 2012 k mezikvartálnímu poklesu provozního zisku EBITDA o 15,6 % na 8,5 mil. EUR a ke snížení EBITDA marže o 5 p.b. na 20,3 %. V souvislosti s očekávaným slabším EBITDA ziskem mezikvartálně klesne také provozní zisk EBIT, a to o odhadovaných 15 % na 6,1 mil. EUR.

Management společnosti pro druhý kvartál letošního roku indikuje pokračující nárůst cen polymerů, a to směrem k úrovni 1500 EUR/t. Další očekávaný mezikvartální zvýšení provozních nákladů by však podle našich předpokladů již mělo být kompenzováno zlepšujícím se odbytem společnosti (očekávání příznivější situace na trhu netkaných textilií), zvyšující se produkcí a částečně již také mechanismem přenesení cen, kdy by se do tržeb mohly pomalu projevovat vyšší ceny vstupů z prvního kvartálu.

To by mohlo za 2Q 2012 implikovat EBITDA ve výši 9,4 mil. EUR, oproti předchozímu kvartálu o 10,9 % výše a EBIT na úrovni 6,8 mil. EUR, o 10,4 % q/q vyšší. EBITDA marži však stále očekáváme na přibližně stejné úrovni jako v 1Q 2012, jelikož námi odhadovaný mezikvartální růst výnosů o 11,2 % na 46,2 mil. EUR by neměl převýšit odhadovaný růst provozních nákladů.

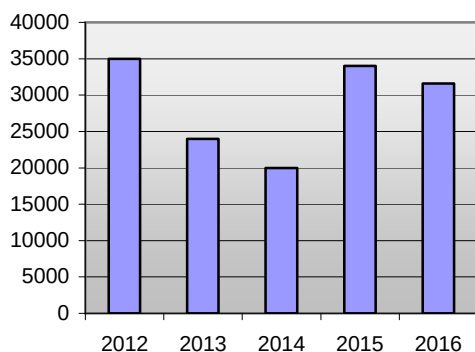
V současnosti se v našich odhadech přikláníme k variantě, že ceny polymerů by po předpokládaném výraznějším nárůstu v první polovině letošního roku mohly v jeho druhé půlce o něco zkorigovat do pásma 1300 – 1400 EUR/t. To by mělo v druhé polovině roku podporovat EBITDA marži směrem k úrovním kolem 22 % a provozní zisk EBITDA by mohl ve druhém a třetím kvartále směřovat k hladině 11 mil. EUR. Díky očekávané lepší druhé půlce letošního roku (pokles stavu zásob v návaznosti na zlepšující se odbyt, pozitivní vliv mechanismu přenesení cen) odhadujeme za celý rok meziroční růst EBITDA o 9,6 % na 39,5 mil. EUR. Ve srovnání s našimi původními prognózami jsme však meziroční přírůstek snížili o 7,3 p.b., a to zejména z důvodu výše zmíněného očekávaného slabšího prvního čtvrtletí.

Velikost čistého zisku za rok 2012 predikujeme na úrovni 20,5 mil. EUR a snižujeme tak náš původní odhad ve výši 24,3 mil. EUR zejména v návaznosti na nižší než původně očekávaný meziroční přírůstek EBITDA. I přesto tento náš nový odhad značí meziroční zvýšení čistého zisku o 46,6 %, když vedle výše zmíněné solidní provozní výkonnosti by mohla být podporou i apreciacie české koruny vůči euru v prvním kvartále, což by mělo znamenat za 1Q 2012 nerealizované kurzové zisky plynoucí z přecenění bankovního dluhu a vnitropodnikové půjčky. Obtížně predikovatelný kurzový vývoj v dalších čtvrtletích letošního roku však může znamenat výraznější volatilitu na položce kurzové změny a s tím související možné odchylky na úrovni čistého zisku vůči našemu odhadu.

Investice v Egyptě

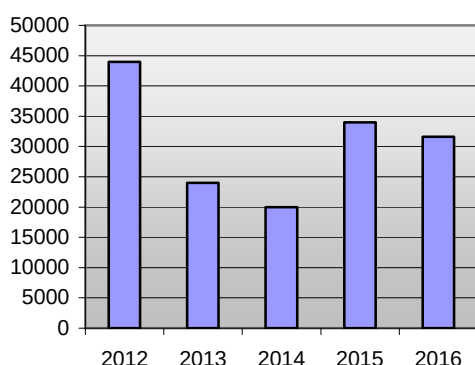
V polovině roku 2011 Pegas oznámil zahraniční expanzi v podobě výstavby nového výrobního závodu v Egyptě a potvrdil tak své plány z posledních let, v rámci kterých uváděl, že vyhodnocuje možné investiční příležitosti mimo ČR. Pegas plánuje v první fázi projektu proinvestovat cca 55-60 mil. EUR. Náš pohled na tuto zahraniční investici je pozitivní zejména z toho důvodu, že Pegas má pro svoji plánovanou první výrobní linku v Egyptě z velké části zajištěn odbyt. 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 (první náběh komerčního provozu je plánován na 4Q 2013).

**Graf č.7: Očekávaný vývoj CAPEX
(tis. EUR, původní odhad)**



zdroj: vlastní odhady

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



zdroj: vlastní odhady

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 a skladů – Pegas již podepsal smlouvy s dodavatelem výrobních technologií a stavební společností). Stavební práce byly zahájeny počátkem tohoto roku a podle aktuálních informací ze strany managementu společnosti panuje spokojenost s průběhem výstavby a projekt postupuje podle plánovaného časového harmonogramu.

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 předpokladech 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 92,6 tis. tun. Očekávaný růst objemu produkce bude následován nárůstem tržeb a provozních nákladů. Vývoj provozní ziskovosti a provozních marží v jednotlivých čtvrtletích roku 2013 bude do značné míry opět záviset na cenovém vývoji polymerů, tedy základní vstupní suroviny pro výrobu netkaných textilií. Očekáváme spíše pokračující volatilitu cen polymerů v průběhu roku 2013 s tím, že cenové pohyby polymerů budou bezprostředně ovlivňovat provozní náklady v podobě spotřeby surovin a s časovým zpožděním budou promítány do výnosů společnosti. Náběh první výrobní linky v Egyptě ve druhé polovině roku, související očekávaný nárůst produkce a nepředpokládané negativní výkyvy v odbytu, by měly převážít možnou volatilitu v cenách polymerů a tak predikujeme meziroční zvýšení EBITDA o 3,8 % na 41 mil. EUR.

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.

Tabulka č.6: Predikce hospodářských výsledků – původní odhad

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

zdroj: vlastní odhady

Tabulka č.8: 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

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.

Tabulka č.7: Predikce hospodářských výsledků

mil. EUR	2012	2013	2014	2015	2016
Výnosy	183,8	198,4	225,8	236,9	262,7
EBITDA	39,5	41,0	45,9	49,6	53,4
Odpisy	10,1	11,1	12,7	13,2	14,7
EBIT	29,4	29,9	33,2	36,5	38,6
Čistý zisk	20,5	22,2	24,5	25,9	28,9

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 roku 2011 pohybovala na úrovni 125,7 mil. EUR (čistý dluh 119,5 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 nespátujeme výraznější riziko, poměr čistý dluh/EBITDA dosahoval na konci roku 2011 3,3 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 dividenda 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. Za rok 2011 očekáváme dividendu ve výši 1,02 EUR/akcie, což by znamenalo hrubý dividendový výnos mezi 5,5 – 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 roku 2011 činil 109,5 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. Návrh představenstva o výši dividendy za rok 2011 bude oznámen v polovině května letošního roku. Tento návrh pak bude muset být ještě schválen valnou hromadou, která se bude konat v polovině letošního června.

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.9: 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%
průměr	22,55	0,51	9,68	11,09%
medián	24,11	0,41	7,84	10,86%
Pegas	7,86	1,11	7,47	21,75%

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.10: Stanovení diskontní sazby

Bezriziková výnosová míra ¹	3,55%
Koeficient Beta ²	0,57
Tržní výnosová míra ³	9,21%
Diskontní sazba	6,78%

¹výnos desetiletého státního dluhopisu ČR

²zdroj: Bloomberg

³anualizovaná výnosová míra indexu PX za desetileté období

Tabulka č.11: Cílová cena akcie

Enterprise Value (mil. EUR)	314,7
Čistý dluh (mil. EUR)	-119,5
Equity Value	195,2
Diskontní sazba	6,78%
Pokračující růst	1,2%
Počet akcií (mil. ks)	9,2
Value Per Share (EUR)	21,15
CZK/EUR	25,0
Value Per Share (CZK)	529

Ohodnocení společnosti

V naší aktualizované analýze výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens přicházíme s mírně nižší cílovou cenou akcie, přičemž investiční doporučení ponecháváme na stupni „koupit“. Cílovou cenu akcie (vnitřní hodnotu akcie) snižujeme z původních 544 Kč na 529 Kč. Nová cílová cena akcie se vztahuje k 12ti měsíčnímu investičnímu horizontu. Vzhledem k aktuální tržní ceně na úrovni 434 Kč tak podle našeho názoru akcie Pegasu nabízí cca 22% zhodnocení. K mírnému snížení cílové ceny jsme přistoupili zejména z důvodu korekce meziročního přírůstku provozního zisku EBITDA na letošní rok, když oproti našim původním odhadům jsme snížily prognózy provozní ziskovosti v prvních dvou čtvrtletích roku 2012. K námi očekávané nižší provozní ziskovosti ve srovnání s našimi původními odhady by měla přispět kombinace v prvním kvartálu pokračující slabší poptávky na trhu netkaných textilií a výraznějšího nárůstu cen vstupních surovin v úvodu letošního roku vytvářející negativní tlak na provozní marže. V našem oceňovacím modelu jsme rovněž zohlednili aktuální podmínky na finančním trhu a mírně jsme upravili bezrizikovou výnosovou míru směrem vzhůru z důvodu zvýšení výnosu desetiletého státního dluhopisu ČR. To vedlo ke zvýšení diskontní sazby, což rovněž posunulo cílovou cenu akcie mírně níže.

I přes mírné snížení cílové ceny ponecháváme akciím společnosti Pegas nákupní doporučení, a to především z důvodu probíhající výstavby nového výrobního závodu v Egyptě, což by mělo společnosti přinést nové růstové příležitosti vytvářející podmínky pro budoucí nárůst produkční kapacity a provozní výkonnosti. V investici do akcie společnosti Pegas i nadále 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 6,78 % 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, jenž 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.12: Model DCF (mil. EUR)

rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (TV)
NOPAT	23,8	24,2	26,9	29,5	31,3	34,8
Odpisy	10,1	11,1	12,7	13,2	14,7	15,9
CAPEX	44,0	24,0	20,0	34,0	31,6	29,0
změna WC	-1,4	3,3	12,2	-2,4	-6,3	0,7
volné cash flow	-8,6	8,0	7,4	11,1	20,8	20,9
diskontované cash flow	-8,1	7,0	6,1	8,5	15,0	286,1

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.13: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

	diskontní sazba				
pokračující růst	6,38%	6,58%	6,78%	6,98%	7,18%
0,8%	530	496	463	433	405
1,0%	567	529	495	463	433
1,2%	606	566	529	494	462
1,4%	649	605	565	528	494
1,6%	695	648	605	565	527

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

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 činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukování 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 spoluvedoucím 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 16.4.2012 má Fio banka, a.s. 16 platných investičních doporučení, z toho 7 na základě technické analýzy. Z celkového počtu je 6 doporučení koupit, 7 doporučení nákup-long, 3 doporučení držet. 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)