

Doporučení: Držet
Cílová cena: 598 Kč

2. 8. 2013

Tržní cena akcie výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens se od vydání naší poslední analýzy na tuto společnost z počátku letošního května postupně přiblížila k naší cílové ceně ve výši 598 Kč, když v posledních dnech se pohybuje kolem úrovně 580 – 590 Kč. V průběhu posledních třech měsíců tak postupně dochází k naplnění námi predikovaného 16% investičního potenciálu, když v době vydání naší analýzy se cena akcie Pegasu pohybovala na hladině 515 Kč. Přistupujeme tak ke snížení investičního doporučení na akcie Pegas Nonwovens ze stupně „koupit“ na stupeň „držet“. Náš fundamentální pohled na společnost Pegas prozatím neměníme, proto cílovou cenu ponecháváme na stávající úrovni 598 Kč. Níže v textu uvádíme fundamentální analýzu z května letošního roku.

Doporučení: Držet
Cílová cena: 598 Kč

3. 5. 2013

Pegas Nonwovens SA

Nové doporučení: koupit
Cílová cena : 598 Kč
Předchozí cílová cena: 529 Kč
Předchozí doporučení: držet

Základní informace o společnosti

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

Ticker: BAAPEGAS (BCPP)
Odvětví: Produkce netkaných textilií
Tržní kapitalizace: 4753,1 mil. Kč
Závěrečná cena k 2.5.2013: 519,90 Kč
Roční minimum: 416 Kč
Roční maximum: 533 Kč

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

Aktuální struktura akcionářů:
Free float: 100 %
z toho:
Wood & Co: 15,02 % (největší akcionář)
Management společnosti: 0,9 %

Koeficient Beta: 0,53 oproti indexu PX

Graf č.1: Roční vývoj akcie Pegasu



V naší nové analýze společnosti Pegas Nonwovens zvyšujeme cílovou cenu tohoto akciového titulu z úrovně 529 Kč na 598 Kč. Zároveň jsme přistoupili ke zvýšení investičního doporučení na stupeň „koupit“ z předchozího „držet“. Vzhledem k aktuální tržní ceně na úrovni 515 Kč tak podle našeho názoru akcie Pegasu nabízí zhruba 16% investiční potenciál. Společnost v posledních letech prochází růstovým vývojem, kdy po rozšíření výrobní kapacity v tuzemském závodě, ke kterému došlo na konci roku 2011, a které pozitivně přispělo do loňských hospodářských výsledků, přichází mezinárodní expanze v podobě výstavby nového výrobního závodu v Egyptě. Tato další expanze podle našich odhadů zajistí ve střednědobém výhledu růstový trend ve vývoji tržeb a ziskovosti. V investici do akcií společnosti Pegas tak vidíme zajímavou investiční příležitost s potenciálem kapitálového výnosu. Akcie Pegasu navíc hodnotíme jako atraktivní dividendový titul, jenž má potenciál nabízet dividendový výnos kolem úrovně pěti procent. Předpokládáme, že společnost bude mít, s ohledem na námi očekávanou rostoucí ziskovost, potenciál pokračovat ve své progresivní dividendové politice.

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.

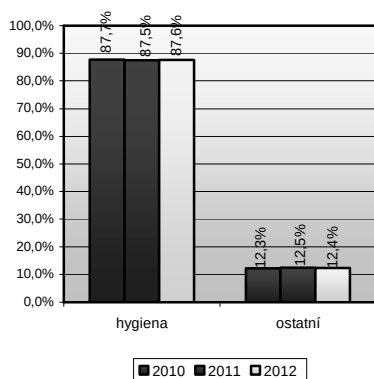
Níže uvedený graf znázorňuje aktuální strukturu Skupiny. V čele struktury stojí holdingová společnost Pegas Nonwovens SA sídlící v Lucembursku a vlastní 100% podíl v hlavní provozní společnosti Pegas Nonwovens s.r.o., která má sídlo ve Znojmě. Tato hlavní provozní společnost vlastní 100% podíly ve svých třech provozních dceřinných společnostech 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 se v Egyptě staví nový výrobní závod. Nová výrobní linka je v Egyptě těsně před dokončením, přičemž komerční výroba z této linky by měla začít v průběhu letošního třetího čtvrtletí.

Tabulka č.1: Základní ukazatele

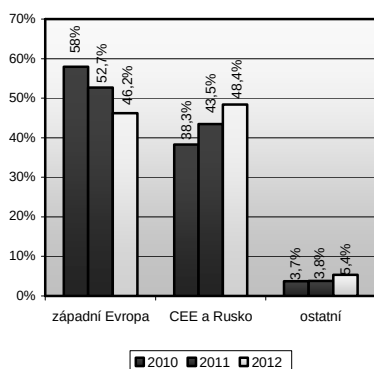
Pegas Nonwovens	2011	2012
Produkce (tuny)	73 412	86 056
Výnosy (mil. EUR)	165,8	187,7
EBITDA (mil. EUR)	36,1	38,1
EBITDA marže (%)	21,7	20,3
Provozní náklady bez odpisů (mil. EUR)	129,8	149,6
Čistý dluh (mil. EUR)	119,5	125,9
P/E	11,86	8,82
ROA (%)	4,61	5,59
ROE (%)	10,68	14,79

zdroj: Pegas, Bloomberg

Rozdělení výnosů společnosti

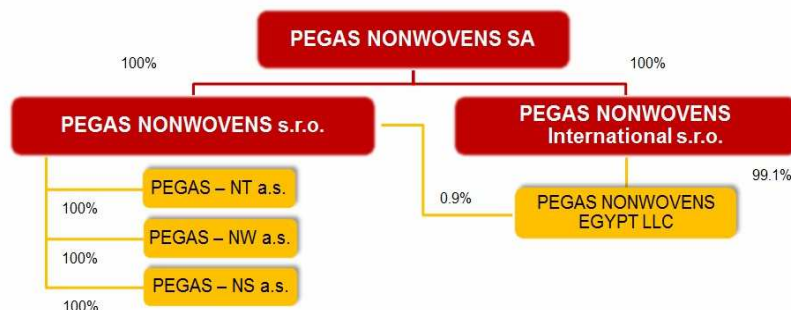
Graf č.3: Segmentové rozdělení výnosů


zdroj: Pegas

Graf č.4: Teritoriální rozdělení výnosů


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.

Graf č.2: Struktura společnosti


zdroj: Pegas Nonwovens

Produkce a výnosy společnosti

Jak jsme již uvedli v úvodu analýzy, společnost Pegas se zaměřuje na výrobu netkaných textilií. Objem produkce v roce 2012 činil 86,1 tis. tun a pro rok 2013 očekáváme, s ohledem na rozšíření produkční kapacity o novou výrobní linku v Egyptě, nárůst objemu produkce na úroveň kolem 94 tis. tun. Společnost do roku 2013 vstoupila 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 rok 2012, kdy tento podíl činil 87,6 %, což představovalo téměř stejnou úroveň ve srovnání s 87,5% podílem v roce 2011. Při celkových výnosech Pegasu za loňský rok ve výši 187,7 mil. EUR, tak výnosy plynoucí ze segmentu hygieny činily 164,6 mil. EUR, což bylo meziročně o 13,4 % 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 2012 úrovně 127,4 mil. EUR (12,9% meziroční nárůst) a zbylých 37,2 mil. EUR pak připadalo na lehké a bi-komponentní textilie (+ 14,9 % 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 23,2 mil. EUR, meziročně o 12,1 % více, což implikuje podíl na celkových výnosech společnosti ve výši 12,4 %, o 0,1 procentního bodu (p.b.) meziročně méně.

Z geografického hlediska společnost Pegas koncentruje svůj odbyt na širší oblast Evropy. Většinu svých tržeb společnost realizuje jak v západní, tak střední a východní Evropě (CEE) včetně Ruska.

V roce 2012 se výnosy z prodejů do západní Evropy meziročně mírně snížily o 0,8 % na 86,8 mil. EUR, výnosy plynoucí z regionu CEE a Ruska stouply o 25,9 % y/y na úroveň 90,8 mil. EUR. Vlivem tohoto nárůstu se podíl výnosů z prodejů do CEE a Ruska na celkových výnosech Pegasu meziročně zvýšil o 4,9 p.b. na 48,4 %, a to na úkor snížení podílu výnosů realizovaných v západní Evropě, jenž meziročně poklesl z 52,7 % na 46,2 %. Zbylých 10,2 mil. EUR tržeb Pegas realizoval v ostatních teritoriích, meziročně o 64,5 % více a s podílem 5,4 % na celkových výnosech.

Teritoriální a segmentové rozdělení výnosů společnosti za minulé období, konkrétně za roky 2010, 2011 a 2012, 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. Potenciál výraznějšího proniknutí na blízkovýchodní či africké trhy souvisí se spuštěním nové výrobní linky v Egyptě, ke kterému podle plánu společnosti dojde ve 3Q 2013 (podrobněji viz. níže). Trhy v západní Evropě jsou sice více nasycené než v případě regionů CEE, Ruska či Blízkého východu, nicméně aspekty v podobě postupného stárnutí evropské populace a prodlužující se průměrné délky života by měly podporovat růst zejména segmentu inkontinence pro dospělé.

Hospodářské výsledky za rok 2012, resp. 4Q 2012

Společnost Pegas svými provozními zisky a čistým ziskem realizovanými jak za celý rok 2012, tak za 4Q 2012 nepřekvapila a jejich úroveň skončila téměř v souladu jak s naším očekáváním, tak s očekáváním trhu.

Podíváme-li se podrobněji na loňské výsledky hospodaření, tak ve 4Q 2012 Pegas vykázal meziroční nárůst výnosů o 20,2 % na úroveň 47,6 mil. EUR a za celý rok 2012 výnosy vzrostly o 13,2 % y/y na 187,7 mil. EUR. Za zvýšením výnosů jak ve 4Q 2012, tak v roce 2012 stojí zejména, podle očekávání, vyšší objemy produkce a prodejů díky zprovoznění nové výrobní linky ve 3Q 2011. Přesto úroveň tržeb skončila mírně jak pod našimi odhady (48,4 mil. EUR za 4Q 2012, resp. 188,6 mil. EUR za rok 2012), tak pod odhady trhu (49 mil. EUR, resp. 189,2 mil. EUR), když se projevila slabší produkce ve 3Q 2012 způsobená technickými potížemi (výpadky elektřiny) a větším počtem odstávek. Kvůli tomu Pegas mírně zaostal za svým celoročním cílem produkce, když očekával za rok 2012 její meziroční nárůst o zhruba 20 %, zatímco skutečné zvýšení činilo 17,2 % na hladinu 86,1 tis. tun. Meziročně vyšší tempo růstu výnosů za poslední čtvrtletí loňského roku oproti tempu růstu za celý rok 2012 bylo dáno zejména slabšími prodeji realizovanými ve 4Q 2011, kdy na Pegas doléhal krátkodobý negativní výkyv poptávky na trhu netkaných textilií. Toto zpomalení poptávky se ve 4Q 2012 nekonalo, produkce se meziročně zvýšila o 14,1 % na 22,4 tis. tun (historicky nejvyšší kvartální objem produkce), což vyústilo v solidní výše zmíněný 20% nárůst tržeb.

Tabulka č.2: Výsledky za 4Q 2012

mil. EUR	4Q 2012	konsensus trhu*	4Q 2011	y/y
Výnosy	47,60	49,0	39,60	20,2%
EBITDA	9,30	9,37	10,02	-7,2%
EBIT	6,70	6,50	7,21	-7,1%
Čistý zisk	3,20	3,27	-2,28	-
Zisk na akcii (EUR)	0,35	-	-0,25	-

zdroj: Pegas, *medián podle průzkumu agentury Reuters

Tabulka č.3: Výsledky za rok 2012

mil. EUR	2012	konsensus trhu*	2011	y/y
Výnosy	187,70	189,17	165,85	13,2%
EBITDA	38,10	38,22	36,07	5,6%
EBIT	26,50	26,33	26,85	-1,3%
Čistý zisk	20,90	20,97	13,97	49,6%
Zisk na akcii (EUR)	2,27	-	1,51	49,6%

zdroj: Pegas, *medián podle průzkumu agentury Reuters

Na úrovni provozních zisků však již společnost naplnila jak naše očekávání, tak očekávání analytiků. Zisk EBITDA ve 4Q 2012 poklesl o 7,5 % y/y na 9,3 mil. EUR. Pokles byl způsoben zejména růstem nákladů na spotřebu surovin (potažmo provozních nákladů bez odpisů) o zhruba 30 % y/y. To bylo dáno jak meziročně vyššími cenami vstupních surovin (polymerů), které se v posledním čtvrtletí loňského roku oproti 4Q 2011 zvedly v průměru o zhruba 8 % na 1405 EUR/t, tak meziročně vyšším objemem produkce. Výše zmíněný růst provozních nákladů převýšil 20% nárůst výnosů, což vyústilo v meziroční pokles EBITDA marže o 5,8 p.b. ve 4Q 2012. Tento nárůst provozních nákladů (růst cen polymerů) jsme předpokládali a nebylo to tedy pro nás překvapením. Za celý rok 2012 však Pegas vykázal meziroční zvýšení EBITDA o 5,7 % na 38,1 mil. EUR a naplnil tak svůj celoroční cíl nárůstu EBITDA v rozmezí 5 – 15 % (v listopadu blíže konkretizovaný na spodní okraj uvedeného rozpětí). Na celoroční bázi tak do EBITDA zisku pozitivně působilo rozšíření výrobní kapacity o novou devátou výrobní linku. Naopak negativně působil vliv mechanismu přenesení cen vstupních materiálů do koncových cen (tento vliv meziročně snížil EBITDA o cca 1 mil. EUR). Cenový vývoj polymerů byl totiž v roce 2012 výrazněji volatilnější ve srovnání s rokem 2011, což v konečném výsledku mělo nepříznivý dopad do loňské provozní ziskovosti společnosti. Pozitivní vliv meziročního nárůstu produkce a s tím souvisejícího zvýšení tržeb však převážil nad vlivem mechanismu přenesení cen, což implikovalo výše zmíněný meziroční růst EBITDA zisku za rok 2012.

Provozní zisk po odečtení odpisů (EBIT) ve 4Q 2012 meziročně poklesl o 6,9 % na 6,7 mil. EUR, když negativně působila meziročně slabší EBITDA. Odpisy ve 4Q 2012 činily 2,6 mil. EUR, meziročně níže o 9 %. Vliv odepisování nové výrobní linky tak postupně na konci loňského roku vyprchával (Pegas začal odepisovat výrobní technologie a budovy v souvislosti se spuštěním nové výrobní linky od 4Q 2011). Nicméně za celý rok 2012 odpisy v souladu s očekáváním vzrostly o 25,6 % y/y na 11,6 mil. EUR a působily tak negativně na celoroční úroveň zisku EBIT, jenž zaznamenal mírný pokles o 1,2 % y/y na 26,5 mil. EUR.

Čistý zisk ve 4Q 2012 dosáhl úrovně 3,2 mil. EUR po ztrátě ve výši 2,28 mil. EUR ve 4Q 2011. Čistý zisk tak skončil téměř v souladu s naším očekáváním, když společnost nepřekvapila na položce kurzových změn. Za celý rok 2012 Pegas realizoval čistý zisk ve výši 20,9 mil. EUR, o 49,8 % y/y vyšší, což bylo rovněž téměř na úrovni našich i tržních odhadů. Vedle dobré provozní výkonnosti se do výraznějšího nárůstu loňského čistého zisku pozitivně projevily zejména kurzové vlivy, když Pegas na položce čisté kurzové zisky/ztráty a ostatní finanční výnosy/náklady za rok 2012 realizoval zisk na úrovni 2,6 mil. EUR ve srovnání se ztrátou 4,3 mil. EUR vykázanou v roce 2011.

Výhled hospodaření – pozitivní příspěvek egyptské linky již v letošním roce

V letošním roce očekáváme, že Pegas vykáže další růsty na provozní úrovni hospodaření. Nejvýznamnější událostí roku 2013 a zásadním mezníkem v historii společnosti bude otevření nového výrobního závodu v Egyptě, resp. začátek výroby v tamní výrobní lince, jenž je naplánován na letošní třetí čtvrtletí. Tato zahraniční expanze podle našeho názoru v sobě skýtá značný potenciál a měla by zejména v budoucím letech zajistit růst společnosti.

**Tabulka č.4: Očekávaný vývoj produkce
(v tis. tun)**

rok	2012	2013	2014	2015	2016
Objem produkce	86,1	94,4	108,0	109,5	119,5

roky 2013 – 2016: vlastní odhady, rok 2012: skutečnost

Pozitivní příspěvek nové egyptské linky očekáváme už v letošním roce, byť ještě ne tak výrazný z důvodu jejího postupného náběhu až v druhé polovině roku.

Produkční potenciál společnosti aktuálně dosahuje, díky již plnému provozu deváté výrobní linky v Příměticích (k jejímuž spuštění došlo ve 3Q 2011), až 90 tis. tun netkaných textilií ročně. V letošním roce předpokládáme překročení této hranice, když prognózujeme meziroční nárůst produkce o 9,7 % na zhruba 94,4 tis. tun. Pozitivně vnímáme skutečnost, že stejně jako v roce 2012, tak i letos by Pegas měl mít svojí výrobní kapacitu vyprodánu (jak již management společnosti indikoval na konci loňského listopadu a tuto indikaci potvrdil v polovině letošního března při prezentaci výsledků za rok 2012), což značí stabilní vazby se svými odběrateli a přináší to stabilitu do hospodářských výsledků. Veškerou plánovanou letošní produkci by tak společnost měla mít pod kontraktama, byť tyto kontrakty v některých případech (podle vyjádření managementu) nemusí mít, alespoň z počátku roku, charakter pevných smluv, což poskytuje zákazníkům Pegasu možnost flexibilně reagovat na eventuální krátkodobé zpomalení poptávky na trhu netkaných textilií, resp. trhu hygienických produktů (jistému ochlazení poptávky musel Pegas čelit na konci roku 2011 a na počátku roku 2012).

Odchod Kimberly-Clark z většiny evropského trhu by neměl negativně ovlivnit letošní odbyt Pegasu

V kontextu indikované vyprodané výrobní kapacity tak pro letošní rok neočekáváme problémy s produkcí a prodeji. Letošní odbyt Pegasu by podle našich očekávání neměl být ovlivněn ani rozhodnutím americké společnosti Kimberly-Clark (což je zákazník Pegasu) ukončit výrobu a prodej dětských plenek značky Huggies na většině evropského trhu. Kimberly-Clark (KC) se rozhodl uzavřít či prodat pět výrobních závodů (ve Velké Británii, Španělsku a Polsku), když dlouhodobě se mu na evropském trhu nedařilo se svou značkou Huggies konkurovat zejména značce Pampers od společnosti Procter & Gamble. Za důležitou, z pohledu hospodaření Pegasu, však považujeme skutečnost, že KC neuzavírá tuzemský výrobní závod v Jaroměři, kam Pegas dodává své netkané textilie. Produkce plenek Huggies tak v tomto závodě bude (podle vyjádření KC i Pegasu) i nadále pokračovat, a to zejména pro italský a ruský trh. Pegas určitou část produkce dodával i do výše zmíněných pěti evropských závodů, nicméně neočekáváme negativní dopad do prodejů a předpokládáme, že společnost nalezne odbyt u jiných odběratelů. Očekáváme totiž, že odchod KC z větší části evropského trhu dětských plenek v konečném důsledku nepovede ke zmenšení trhu, když jeho místo by měly flexibilně zaplnit konkurenční společnosti. Odhadujeme, že svůj tržní podíl na evropském trhu s dětskými plenkami by měla na úkor KC posílit zejména společnost Procter & Gamble, což je jeden z významných zákazníků Pegasu. Trh dětských plenek je pro společnost Pegas zásadní, když (jak uvádíme v úvodu analýzy) cca 90 % tržeb společnosti je realizováno v segmentu hygieny a z tohoto segmentu připadá zhruba 70 % na dětské plenky, 20 % na dámskou hygienu a cca 10 % na inkontinentní produkty.

Pro první dvě letošní čtvrtletí očekáváme, že Pegas by mohl realizovat obdobně vysokou úroveň produkce jako ve 4Q 2012, tedy kolem hladiny 22 tis. tun. Tato velikost kvartální produkce nám indikuje tržby za 1Q 2013 na úrovni 47,7 mil. EUR, meziročně vyšší o 7,6 %. Toto solidní, námi odhadované, zvýšení je z části dáno relativně nižší základnou v 1Q 2012,

Tabulka č.5:
Výhled hospodaření – rok 2013

mil. EUR	1Q 2013	2Q 2013	3Q 2013	4Q 2013
Výnosy	47,7	47,7	53,5	57,7
EBITDA	9,4	9,7	10,9	11,4
Odpisy	2,6	2,5	2,7	3,0
EBIT	6,8	7,2	8,2	8,4
Čistý zisk	1,8	4,5	8,1	6,4

zdroj: vlastní odhady

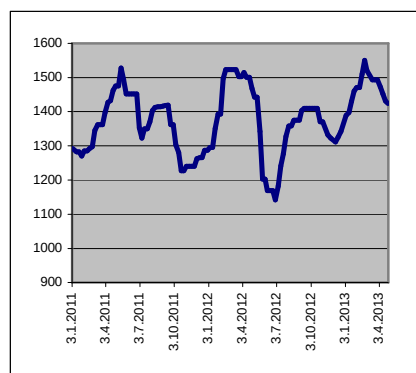
kdy společnost vykázala slabší výnosy pod vlivem krátkodobého negativního výkyvu v poptávce po jejích produktech (jak uvádíme výše). Na straně provozních nákladů neočekáváme v 1Q 2013 výraznější změnu oproti 4Q 2012, když předpokládáme mezikvartální stagnaci cen vstupních surovin - polymerů (tedy jejich průměrnou cenu okolo 1400 EUR/t). Spotřeba vstupních surovin představuje největší nákladovou položku Pegasu, na celkových provozních nákladech včetně odpisů se podílí zhruba 70 procenty. Provozní zisk před odečtením odpisů (EBITDA) tak podle našeho odhadu v 1Q 2013 nedozná příliš velké mezikvartální ani meziroční změny (+1,3 % q/q, resp. -1,2 % y/y) a mohl by dosáhnout úrovně 9,4 mil. EUR. Na úrovni zisku EBIT očekáváme za 1Q 2013 meziroční nárůst o 6,4 % na 6,8 mil. EUR, když v prvním letošním čtvrtletí již nepředpokládáme tak vysoké odpisy jako Pegas vykazoval v loňském prvním kvartále (dosahovaly úrovně 3,1 mil. EUR kvůli zahájení odepisování výrobní technologie a budov v souvislosti se spuštěním deváté výrobní linky). Efekt odepisování deváté výrobní linky ve druhé polovině roku 2012 postupně vyprchával, odpisy ve 4Q 2012 poklesly na hladinu 2,6 mil. EUR a za 1Q 2013 tak očekáváme obdobnou výši odpisů jako v posledním čtvrtletí roku 2012.

Na úrovni konečného výsledku hospodaření prognózujeme v 1Q 2013 čistý zisk ve výši 1,8 mil. EUR, což by znamenalo výraznější meziroční pokles z loňské úrovně 8,7 mil. EUR. Očekáváme, že v letošním prvním čtvrtletí bude finanční část výsledovky negativně ovlivněna čistou kurzovou ztrátou v odhadované výši 3,5 – 4 mil. EUR, když česká koruna vůči euru mezikvartálně oslabila o 2,4 %. Tyto kurzové změny mají většinou charakter nerealizovaných kurzových zisků/ztrát a vyplývají z přecenění zejména bankovního dluhu a vnitropodnikové půjčky (tedy rozvahových položek denominovaných v EUR). V 1Q 2012 se měnový pár CZK/EUR z pohledu hospodaření Pegasu vyvíjel pozitivnějším směrem, díky tomu společnost vykázala čistý kurzový zisk ve výši 5,2 mil. EUR a čistý zisk za loňský první kvartál tak dosáhl relativně vysoké úrovně 8,7 mil. EUR, jak uvádíme výše. Čisté zisky Pegasu tak mohou mít v jednotlivých čtvrtletích volatilnější charakter, a to v závislosti na tom do jaké míry je volatilní koruna vůči euru v průběhu daného roku.

Ve 2Q 2013 očekáváme mezikvartálně mírně lepší provozní zisky, když odhadujeme mírný mezikvartální pokles cen polymerů (klesající ceny ropy na světových trzích z počátku dubna vytvářejí tlak na pokles cen polypropylenu a polyethylenu), jejichž průměrná cena by se tak mohla dostat mírně pod hranici 1400 EUR/t. Námi odhadované mezičtvrtletně mírně nižší náklady na vstupní suroviny by tak mohly vytvořit prostor pro mezikvartální růst EBITDA o cca 3,4 % na 9,7 mil. EUR a růst EBIT o 5 % q/q na 7,2 mil. EUR. Na meziroční bázi očekáváme za 2Q 2013 výraznější nárůsty provozních zisků (EBITDA +19,7 % y/y, EBIT +42,3 %), když loňské druhé čtvrtletí se vyznačovalo výraznějším nárůstem cen polymerů (jejich cena tehdy přesahovala i úroveň 1500 EUR a atakovala tak historická maxima), což pro Pegas znamenalo negativní dopad do provozních nákladů, provozních marží a zisků. Nižší základna provozních zisků ze 2Q 2012 tak podle našich odhadů vytvoří prostor pro výše zmíněné výraznější meziroční nárůsty EBITDA a EBIT ve 2Q 2013. Co se týče výnosů za 2Q 2013, tak jejich výši odhadujeme kolem úrovně 47,7 mil. EUR a tedy nepředpokládáme výraznější změnu jak na meziroční, tak na mezikvartální bázi.

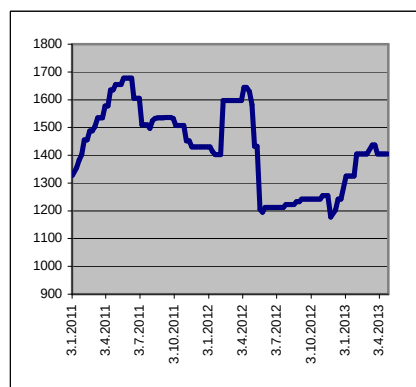
Koruna v průběhu 2Q 2013 zatím vykazuje nižší míru volatility ve srovnání s předchozím kvartálem a zdá se tak, že by nemuselo dojít k tak výrazné depreciaci jako v 1Q 2013. To nám implikuje výrazně nižší čistou kurzovou

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



zdroj: Bloomberg

Graf č.6: Vývoj cen polypropylenu od roku 2011 (USD/t)



zdroj: Bloomberg

ztrátu a čistý zisk by tak ve 2Q 2013 mohl mezičtvrtletně vzrůst o 2,7 mil. EUR na úroveň 4,5 mil. EUR.

Třetí letošní čtvrtletí ve znamení spuštění nové egyptské linky

Proces výstavby nového egyptského výrobního závodu zatím probíhá podle stanoveného harmonogramu, management Pegasu má v plánu rozjet komerční výrobu v tamní výrobní lince v průběhu letošního třetího čtvrtletí. Produkční kapacita egyptské výrobní linky by se měla pohybovat v rozmezí 17 – 20 tis. tun ročně. Rozjetí této linky by podle našich odhadů mohlo ve 3Q 2013 mezikvartálně navýšit produkci společnosti o zhruba 1,3 tis. tun na úroveň 23,6 tis. tun. Námi předpokládaný vyšší objem výroby podpoří tržby, které ve třetím čtvrtletí očekáváme kolem úrovně 53,5 mil. EUR. Zisk EBITDA by tak mohl podle našich odhadů mezikvartálně vzrůst o 12,5 % na 10,9 mil. EUR a zisk EBIT o 14,6 % q/q na 8,2 mil. EUR. Meziročně předpokládáme mírný 2 až 3% pokles provozních zisků, když loňský třetí kvartál byl pozitivně ovlivněn nižšími cenami vstupních surovin a provozní náklady byly rovněž tlačeny dolů nižší než očekávanou úrovní produkce. Čistý zisk za 3Q 2013 předpokládáme ve výši 8,1 mil. EUR, mezikvartálně výše o 3,7 mil. EUR, podpořený zejména očekávanými mezičtvrtletními nárůsty provozních zisků. V posledním letošním čtvrtletí již předpokládáme výraznější příspěvek nové výrobní linky do objemů produkce, tržeb a zisků. Ve srovnání se 3Q 2013 prognózuje navýšení výroby o cca 4 tis. tun na 26,3 tis. tun. To nám implikuje výnosy kolem úrovně 57,7 mil. EUR, meziročně vyšší o 21,3 % a mezičtvrtletně o 7,9 %. Na úrovni zisků EBITDA a EBIT očekáváme za 4Q 2013 meziroční nárůst o 22,6 %, resp. 24,6 %. Na mezičtvrtletní bázi odhadujeme zvýšení provozních zisků o zhruba 2 – 4 %.

Za celý rok 2013 tak predikujeme meziroční nárůst výnosů o 10 % na 206,6 mil. EUR, což indikuje meziroční zlepšení i na úrovni provozních zisků. Na úrovni EBITDA zisku tak očekáváme zvýšení o 8,5 % na 41,3 mil. EUR, přičemž management Pegasu prognózuje meziroční růst EBITDA v rozmezí 5 – 15 %. Provozní zisk po odečtení odpisů (EBIT) předpokládáme na úrovni 30,5 mil. EUR, meziročně výše o 15 %. Na úrovni konečného výsledku hospodaření predikujeme letos čistý zisk ve výši 20,8 mil. EUR, tedy na téměř stejné hladině jako v roce 2012. Jak uvádíme výše, úroveň čistých zisků společnosti Pegas se odhaduje obtížněji z důvodu toho, že finanční část výsledovky je ovlivňována volatilitou měnového páru CZK/EUR, z čehož pak vyplývají kurzové zisky či ztráty. V našich odhadech pro rok 2013 počítáme s tím, že kurzové změny budou mít letos spíše negativní dopad do čisté ziskovosti Pegasu, a to kolem úrovně 2 mil. EUR. Předpokládané meziroční zlepšení na provozní úrovni hospodaření se tak díky kurzovému vývoji nemusí plně projevit do konečného hospodářského výsledku.

Letos nečekáme takovou cenovou volatilitu polymerů jako v roce 2012

Naše odhady provozní ziskovosti v jednotlivých čtvrtletích letošního roku mohou být pozitivním či negativním směrem ovlivněny mírou volatility cen polymerů. Loňský rok byl extrémní z hlediska volatility polymerů, když ve 2Q 2012 jejich ceny rostly až k hranici 1500 EUR, následně se však ve 3Q 2012 propadly pod 1350 EUR, aby se pak v posledním loňském čtvrtletí navrátily k růstovému trendu a jejich průměrná cena činila cca 1405 EUR/t. V průběhu letošního roku předpokládáme stabilnější vývoj cen polymerů.

Jak jsme již uvedli výše, pro první dvě letošní čtvrtletí neočekáváme výraznější vychýlení průměrné ceny od hranice 1400 EUR/t. Pro počátek druhé poloviny roku prognózujeme mírný nárůst cen směrem k hranici 1415 EUR, zatímco v posledním kvartále odhadujeme mírný mezičtvrtletní pokles o zhruba 3 % na průměrnou cenu 1371 EUR/t. Průměrnou cenu polymerů za celý rok 2013 tak očekáváme kolem úrovně 1400 EUR/t.

Změny v cenách polymerů se do provozních nákladů společnosti projevují okamžitě, jejich cenová volatilita tedy ovlivňuje hospodářské výsledky Pegasu v jednotlivých čtvrtletích. Pegas je pak ale schopen zhruba s tří až šesti měsíčním zpožděním přenést cenové změny polymerů (vstupních materiálů) do svých výstupních cen. Tento mechanismus přenesení cen tak v delším období určitým způsobem vyhlazuje krátkodobé výkyvy provozních nákladů, potažmo provozní ziskovosti. Lze tak konstatovat, že v delším časovém horizontu nehraje cenový vývoj polymerů z pohledu hospodaření společnosti tak zásadní roli.

Tabulka č.6: Výhled hospodaření

mil. EUR	2013	2014	2015	2016
Výnosy	206,6	230,0	237,0	256,9
EBITDA	41,3	46,7	49,7	52,2
Odpisy	10,8	12,2	12,1	13,2
EBIT	30,5	34,5	37,6	39,0
Čistý zisk	20,8	26,8	30,0	31,7

zdroj: vlastní odhady

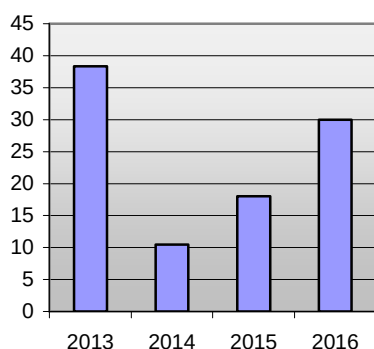
Rok 2014 – očekáváme pozitivní příspěvek egyptské linky do EBITDA v rozmezí 7 – 8 mil. EUR

V roce 2014 předpokládáme, že výrobní linka v Egyptě bude celoročně plně v provozu a měla by tak již mít výraznější pozitivní dopad do hospodaření společnosti. Na základě vyjádření managementu společnosti o produkční kapacitě linky v rozmezí 17 – 20 tis. tun ročně, odhadujeme, že Pegas by v roce 2014 měl být schopen meziročně navýšit výrobu o zhruba 14 % na úroveň kolem 108 tis. tun. Tato produkce, potažmo odbyt by podle našich odhadů měla indikovat roční tržby až k hranici 230 mil. EUR, což je ve srovnání s odhadovanými výnosy za rok 2013 meziroční růst o 11,3 %. Zisk EBITDA pro rok 2014 prognózujeme na úrovni 46,7 mil. EUR, meziročně výše o 13 %. Podle našich propočtů by tak pozitivní příspěvek nové egyptské linky do EBITDA zisku za rok 2014 měl činit zhruba 7 – 8 mil. EUR. Očekávaný příznivý vývoj na úrovni EBITDA by se měl rovněž projevit jak do provozního zisku EBIT, u kterého předpokládáme zvýšení o 13,1 % y/y na 34,5 mil. EUR, tak do čistého zisku, jehož výši prognózujeme na úrovni 26,8 mil. EUR (+28,7 % y/y, náš odhad čisté ziskovosti ale může být ovlivněn neočekávanými kurzovými vlivy).

Zahraniční expanze s sebou samozřejmě přináší zvýšené provozní náklady, ať už zejména v podobě vyšších nákladů na spotřebu surovin a materiálů v souvislosti s navýšením produkce, vyšších odpisů (jejichž úroveň v roce 2014 očekáváme kolem 12 mil. EUR, meziročně výše o cca 1,2 – 1,4 mil. EUR) či vyšších osobních nákladů. Zatímco na konci roku 2012 Pegas zaměstnával 451 lidí, tak v letošním roce již očekáváme, že jejich počet naroste na cca 530, když podle vyjádření managementu společnosti by výrobní závod v Egyptě měl zaměstnávat zhruba 80 lidí. Nárůst osobních nákladů tak očekáváme jak v roce letošním, tak v roce 2014, kdy jejich úroveň by se podle našich odhadů mohla pohybovat v rozmezí 10 – 11 mil. EUR (pro srovnání, za rok 2012 Pegas vykázal osobní náklady ve výši 8,4 mil. EUR). Předpokládané zvýšení provozních nákladů by však podle našich odhadů mělo být dostatečně vykompenzováno nárůstem na straně výnosů, jak uvádíme výše.

Za velmi důležitou a pozitivní považujeme skutečnost, že Pegas by měl mít pro svůj egyptský výrobní závod (minimálně pro tamní první výrobní linku) zajištěn odbyt. Již v září 2011 Pegas oznámil, že se svým významným

Graf č.7: Výhled CAPEX (mil. EUR)



zdroj: vlastní odhady

zákazníkem vyjednal dlouhodobé dodávky netkaných textilií pro svůj tehdy ještě plánovaný egyptský závod. Pegas tak jde do Egypta takzvaně za zákazníkem. Výrobní závod je situován v průmyslové zóně u města 6th October nedaleko Káhiry. V této průmyslové zóně, konkrétně cca 3 km od výrobního závodu Pegasu, má fabriku společnost Procter & Gamble. Ačkoliv to Pegas oficiálně neuvádí, domníváme se, že právě globální firma Procter & Gamble je tím významným zákazníkem, jenž bude významně zajišťovat odbyt z egyptského výrobního závodu. Procter & Gamble není jedinou společností poptávající netkané textilie a mající svoje výrobní kapacity v průmyslové zóně poblíž Káhiry (působí zde např. jeden japonský producent nebo jedna domácí egyptská společnost). Společnost Pegas tak podle našeho názoru bude mít dále prostor si postupně budovat další obchodní vztahy s cílem maximalizovat odbyt pro svůj egyptský závod a stále výrazněji se tak etablovat na trzích severní Afriky a Blízkého východu. To, že Pegas má zajištěn odbyt pro svojí první egyptskou výrobní linku a je zde tedy předpoklad, že jeho produkce by v roce 2014 mohla dosáhnout výše uvedených úrovní kolem 108 tis. tun, nás vede k výše zmíněné prognóze meziročního nárůstu výnosů a ziskovosti za rok 2014.

Záměr postavit druhou výrobní linku v Egyptě potvrzen

Již zhruba v polovině roku 2011, kdy Pegas oznámil záměr realizovat výstavbu výrobního závodu v Egyptě, uvažoval management nejen o první výrobní lince, ale pro střednědobý horizont rovněž o výstavbě druhé výrobní linky. Při prezentaci výsledků za rok 2012 v polovině letošního března management Pegasu záměr postavit druhou výrobní linku potvrdil, s tím, že plány hovoří o jejím spuštění v průběhu roku 2016. Tento záměr rozšířit výrobní kapacitu egyptského závodu o druhou linku vnímáme jako logický krok s ohledem na výše zmíněné obchodní vazby se společností Procter & Gamble a na potenciál budovat si vazby i s ostatními společnostmi působícími v dané oblasti. Odhadujeme tak, že Pegas by si měl zajistit odbyt i pro svou druhou egyptskou linku. Plánované spuštění druhé linky dává smysl i z toho důvodu, že investiční výdaje na výstavbu první fáze egyptského závodu, jenž jsou rozpočtované do rozmezí 64 – 67 mil. EUR (do této první fáze právě spadá první linka), v sobě již částečně zahrnují i investice, jenž mají sloužit právě pro druhou linku. Jedná se zejména o sklad a další potřebnou infrastrukturu.

Roky 2016 a 2017 tak vidíme jako další mezníky v hospodaření společnosti Pegas, kdy v souvislosti se spuštěním druhé egyptské linky prognózuje postupné navýšení produkční kapacity až k úrovním kolem 130 tis. tun. V našich odhadech počítáme s tím, že druhá linka by mohla být spuštěna spíše v druhé polovině roku 2016. I přesto již očekáváme její pozitivní příspěvek do výsledků, když oproti roku 2015 prognózuje zhruba 8% nárůst výnosů na úroveň kolem 257 mil. EUR a EBITDA by mohla dosáhnout hladiny 52 mil. EUR (o cca 5 % více ve srovnání s námi odhadovanou EBITDA za rok 2015). V roce 2017 již kalkulujeme s plným náběhem druhé egyptské linky, což by podle našich odhadů mělo indikovat výše zmíněnou produkci a odbyt kolem hladiny 130 tis. tun. Takto vysoká výroba by mohla generovat tržby až k úrovním kolem 280 mil. EUR a EBITDu až k hladině 60 mil. EUR.

Expanze s sebou přináší vyšší CAPEX a větší čerpání cizích zdrojů

Společnost Pegas se v posledních letech zaměřuje na svůj další růst, rozšiřuje své výrobní kapacity, což se projevuje v relativně vysokých investičních výdajích (CAPEX) a ve větším využívání cizích zdrojů (konkrétně bankovních úvěrů). Zatímco v roce 2009 CAPEX činily pouhých 1,2 mil. EUR a měly charakter běžných (udržovacích) investic, tak už v roce 2010 CAPEX stouply na 8,2 mil. EUR, když se do nich projevily již investice na výstavbu deváté výrobní linky, která byla uvedena do provozu ve 3Q 2011. Rok 2011 znamenal další zlom ve vývoji investičních nákladů, činily 41,6 mil. EUR a významně se do nich poprvé projevily CAPEX na mezinárodní expanzi v podobě výstavby závodu v Egyptě. V loňském roce dosahovaly investice hladiny 37,3 mil. EUR a v letošním roce předpokládáme obdobnou výši kolem úrovně 38 mil. EUR. Samotný management Pegasu indikuje, že letošní CAPEX by neměly přesáhnout 41 mil. EUR. Pegas většinou své investiční výdaje na danou výrobní linku rozprostře zhruba do tří let. Proto se první výdaje na Egypt již objevily v CAPEX za rok 2011 a i pro rok 2013 očekáváme, že naprostá většina letošních investic (odhadujeme cca 35 mil. EUR) bude směřovat na dokončení první egyptské výrobní linky. V roce 2014 neočekáváme tak výrazné investiční náklady, udržovací CAPEX odhadujeme kolem hladiny 3 mil. EUR a dále předpokládáme, že by společnost již mohla vynaložit určitou část výdajů na druhou fázi egyptské expanze, tedy na výstavbu druhé výrobní linky. Za rok 2014 tak odhadujeme celkové CAPEX kolem úrovně 10 mil. EUR s tím, že v dalších letech předpokládáme jejich akceleraci v souvislosti s výstavbou druhé egyptské linky.

Pegas na svojí expanzi využívá vedle vlastních zdrojů rovněž bankovní úvěry. Společnost má zajištěn úvěrový rámec o celkové výši 180 mil. EUR, konkrétně v podobě revolvingového úvěru do výše 165 mil. EUR a kontokorentního úvěru do úrovně 15 mil. EUR. Splatnost tohoto úvěrového rámce je v roce 2016. Na konci roku 2012 činil bankovní dluh 151,7 mil. EUR, což byl meziroční nárůst o 20,7 %. Čistý dluh společnosti (dluh očištěný o peněžní prostředky) za rok 2012 meziročně vzrostl o 5,4 % na 125,9 mil. EUR. Hodnota ukazatele čistý dluh/EBITDA byl na konci roku 2012 na hodnotě 3,3 násobku, tedy na stejné úrovni jako v roce 2011. Ačkoliv úroveň bankovního dluhu od roku 2011 roste, ukazatel čistý dluh/EBITDA se drží kolem hodnoty 3,3, což je dáno rostoucí ziskovostí na provozní úrovni hospodaření. Úroveň zadluženosti Pegasu tak nevnímáme jako rizikový faktor. Podle našich odhadů sice společnost bude mít tendenci v nejbližších letech v souvislosti s investicí v Egyptě dále navyšovat svůj bankovní dluh (stále má dostatečný prostor pro využití svého úvěrového rámce) a zajišťovat si tak dostatečnou likvidní pozici, nicméně námi predikovaná rostoucí úroveň provozní ziskovosti podle našeho odhadu udrží ukazatel čistý dluh/EBITDA v rozumných intencích 3 – 3,3 násobku. Pozitivně hodnotíme rovněž skutečnost, že úroková sazba z výše uvedeného úvěrového rámce se pohybuje kolem úrovně 4 %. Tato úroková sazba podle našeho názoru představuje velmi příznivou úroveň nákladů cizích zdrojů a poukazuje to na skutečnost, že banky neshledávají v úvěrování Pegasu výraznější rizikovou prémii.

Tabulka č.7: Vývoj dividendy (EUR/akcie)

rok	2010	2011	2012	2013	2014
dividenda	0,95	1,00	1,05	1,10	1,15

zdroj: Pegas, roky 2013 – 2014: vlastní odhady

Dividendová politika

Pegas od svého vstupu na akciové trhy zatím každoročně vyplácí dividendu a každoročně docházelo k jejímu meziročnímu navýšení. Nejinak tomu bylo i v loňském roce. V říjnu roku 2012 byla vyplacena hrubá dividendy ve výši 1,05 EUR na akcii, což bylo meziročně o 0,05 EUR více (podíl objemu vyplacených dividend na čistém zisku roku 2011 činil 69,5 %). Zdrojem výplaty byl čistý zisk roku 2011 a nerozdělený zisk minulých let. Navzdory relativně vysokým investičním výdajům (CAPEX) v souvislosti s výstavbou výrobního závodu v Egyptě, management Pegasu proklamuje, že má v plánu i v budoucích letech pokračovat v politice postupného navyšování dividendy, a to za předpokladu udržení uspokojivých výsledků hospodaření. Vzhledem k tomu, že ve střednědobém horizontu očekáváme, zejména z důvodu rozšiřování výrobní kapacity o egyptské linky, růst ziskovosti společnosti, tak předpokládáme pokračování v progresivní dividendové politice. Navíc společnost kumuluje na své rozvahové položce nerozdělený zisk poměrně značné množství zdrojů (na konci roku 2012 na této položce Pegas vykazoval 119,8 mil. EUR), což rovněž podporuje naši indikaci meziročních přírůstků vyplácených dividend v dalších letech. V letošním roce tak očekáváme, že Pegas by mohl ze zisku roku 2012 či nerozděleného zisku minulých let vyplatit dividendu v rozmezí 1,08 až 1,10 EUR na akcii, což implikuje dividendový výnos kolem úrovně 5,4 %. Předpokládáme, že představenstvo společnosti oznámí návrh dividendy v průběhu letošního května. Akcie Pegasu tak stále hodnotíme jako atraktivní dividendový titul, jenž by měl i nadále nabízet dividendový výnos kolem 5 %. Naše očekávání dividendy pro nejbližší roky znázorňuje tabulka č.7

Trh s netkanými textiliemi

Podle sdružení evropských výrobců netkané textilie EDANA, jehož je Pegas členem, činil v Evropě za rok 2012 objem produkce netkaných textilií 1,95 mil. tun, což znamenalo meziroční nárůst o 2,2 %. Jde tak o zmírnění tempa růstu, když v roce 2011 trh rostl o 5,7 %. Přesto více než 2% růst lze hodnotit pozitivně v kontextu přetrvávající nepříznivé makroekonomické situace v Evropě, kdy HDP celé Evropské unie v loňském roce pokleslo o 0,3 %. Pegas se tak, se svojí roční produkcí v roce 2012 ve výši 86,1 tis. tun, podílel na celkové evropské výrobě 4,4 % a svůj podíl tak meziročně navýšil o 0,5 procentního bodu. S ohledem na očekávanou rostoucí produkci Pegasu v dalších letech vidíme potenciál dalšího růstu jeho tržního podílu.

Tabulka č.8: Sektorové srovnání

	P/E	EV/EBITDA	P/S	EBITDA marže (%)
Fiberweb	35,91	3,71	0,46	9,46
Avgol	14,40	7,90	0,92	18,01
Suominen	n/a	5,43	0,22	7,48
Ahlstrom	72,69	9,99	0,40	7,11
Providencia	8,93	9,44	1,16	20,30
Schouw & co	5,49	4,58	0,34	9,49
průměr	27,48	6,84	0,58	11,97
medián	14,40	7,90	0,46	9,49
Pegas	13,40	8,23	1,13	20,30

zdroj: Bloomberg, Pegas

Srovnání fundamentálních ukazatelů

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 zhruba 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) oproti sektorovému průměru i mediánu naznačuje atraktivitu akcie s potenciálem možného budoucího růstu její ceny. 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 obstat na konkurenčním trhu netkaných textilií. To vytváří předpoklady, že i v dalších letech by Pegas mohl realizovat vyšší ziskové marže než jeho konkurenti.

Ohodnocení společnosti

V naší nové analýze výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens přicházíme s cílovou cenou ve výši 598 Kč a zároveň stanovujeme investiční doporučení na stupni „koupit“ z předchozího „držet“. Ve srovnání s předchozí analýzou jsme tak přistoupili ke zvýšení cílové ceny o 13 %. Nová cílová cena akcie se vztahuje k 12ti měsíčnímu investičnímu horizontu. Vzhledem k aktuální tržní ceně na úrovni 515 Kč tak podle našeho názoru akcie Pegasu nabízí zhruba 16% investiční potenciál. Společnost v posledních letech prochází růstovým vývojem, kdy po rozšíření výrobní kapacity v tuzemském závodě, ke kterému došlo na konci roku 2011, a které pozitivně přispělo do loňských hospodářských výsledků, přichází mezinárodní expanze v podobě výstavby nového výrobního závodu v Egyptě. První a posléze i druhá egyptská výrobní linka (s jejíž výstavbou management společnosti počítá) dále navýší produkční kapacitu společnosti, což podle našich odhadů zajistí ve střednědobém výhledu růstový trend ve vývoji tržeb a ziskovosti. V investici do akcie společnosti Pegas tak vidíme zajímavou investiční příležitost s potenciálem dividendového a kapitálového výnosu. Ve svých plánech management společnosti dále nastiňuje možnost výstavby další linky v Evropě (podle našeho názoru se nabízí možnost dále rozšířit kapacitu v tuzemsku) či případně v Egyptě, nicméně tyto plány mají nyní spíše charakter dlouhodobějších tezí a v našem aktuálním ocenění s touto další uvažovanou expanzí prozatím nepočítáme.

Pro výpočet cílové ceny (vnitřní hodnoty) akcie 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 5,95 % a pro její výpočet byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM, viz. tabulka č.9). Podle modelu CAPM byla diskontní sazba vypočtena jako součet bezrizikové výnosové míry, jenž byla stanovena jako vážený průměr výnosů českého a egyptského desetiletého státního dluhopisu, a prémie za riziko vycházející z výnosové míry akciového indexu PX. Riziková složka diskontní sazby byla násobena beta koeficientem o velikosti 0,53.

Stanovení cílové ceny

Tabulka č.9: Stanovení diskontní sazby

Bezriziková výnosová míra ¹	3,29%
Koeficient Beta ²	0,53
Tržní výnosová míra ³	8,30%
Diskontní sazba	5,95%

¹vážený průměr výnosů českého a egyptského desetiletého státního dluhopisu

²zdroj: Bloomberg

³anualizovaná výnosová míra indexu PX za období 2002 – 2013

Tabulka č.10: Model DCF (mil. EUR)

rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NOPAT	24,7	28,0	30,4	31,6	35,5	36,2
Odpisy	10,8	12,2	12,1	13,2	14,5	14,5
CAPEX	38,3	10,5	18,0	30,0	10,0	22,0
změna WC	-8,1	6,7	-3,3	4,8	3,8	5,6
volné cash flow	5,3	22,9	27,8	10,0	36,1	23,1
diskontované cash flow	3,3	20,4	23,4	7,9	27,1	16,4

Tabulka č.11: Cílová cena

sum of the DCF (mil. EUR)	98,5
terminal value (mil. EUR)	243,9
čistý dluh (mil. EUR)	-125,9
equity value (mil. EUR)	216,5
diskontní sazba	5,95%
pokračující růst	1,2%
počet akcií (mil. ks)	9,2
cílová cena (EUR)	23,46
CZK/EUR	25,5
cílová cena (CZK)	598

Citlivostní analýza

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

Tabulka č.12: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

	diskontní sazba				
pokračující růst	5,55%	5,75%	5,95%	6,15%	6,35%
0,8%	614	578	546	516	488
1,0%	644	606	571	539	509
1,2%	677	636	598	564	532
1,4%	713	669	628	591	556
1,6%	753	705	660	620	583

zdroj: vlastní odhady

SWOT analýza:

- **Silné stránky**

- Silná a stabilní pozice na trhu netkaných textilií a pozice technologicky vyspělého hráče na trhu.
- Zaměření na defenzivní segment osobní hygieny, stabilní produkce a odbyt.
- 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 výstavbou výrobního závodu v Egyptě.
- Nárůst produkce společnosti spojený s očekávanou instalací dvou výrobních linek v Egyptě.
- Potenciál proniknout na trhy severní Afriky a Blízkého východu.
- Potenciál rostoucí spotřeby hygienických výrobků v regionu střední a východní Evropy, Blízkého východu a severní Afriky.
- V případě příznivých tržních podmínek možnost výstavby další výrobní linky v Evropě či Egyptě.

- **Hrozby**

- Menší portfolio velkých zákazníků a silné zaměření na jediný segment.
- Vliv měnového kurzu CZK/EUR na čisté zisky společnosti.
- Politické riziko spojené s egyptskou investicí.

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

Ing. Jan Raška
Fio banka, a.s.
Analytik
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 emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

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 nenese 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 (dále jen „emitent“). Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti 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 zájmům 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 3.5.2013 má Fio banka, a.s. 8 platných investičních doporučení. Z celkového počtu je 2 doporučení koupit, 4 doporučení držet, 1 doporučení akumulovat a 1 doporučení v revizi. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povinné prezentaci investičních doporučení §7.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na www.fio.cz