

Doporučení: Redukovat Cílová cena: 571 Kč

31. 1. 2014

Pegas Nonwovens SA

Nové doporučení: redukovat
Cílová cena: 571 Kč
Předchozí cílová cena: 598 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: 5546,9 mil. Kč
Závěrečná cena k 30.1.2014: 600,20 Kč
Roční minimum: 494,60 Kč
Roční maximum: 615 Kč

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

Aktuální struktura akcionářů:
Free float: 100 %
z toho:
Wood & Co: 18,27 % (největší akcionář)
Management společnosti: 0,6 %

Koeficient beta: 0,51 oproti indexu PX

Graf č.1: Roční vývoj akcie Pegas



V naší nové analýze společnosti Pegas Nonwovens jsme přistoupili ke snížení cílové ceny akcie z 598 Kč na úroveň 571 Kč a současně ke snížení investičního doporučení ze stupně „držet“ na „redukovat“. K tomuto kroku nás vedlo nižší než námi očekávané hospodaření za rok 2013, kdy pod vlivem slabších výsledků ve 2Q a 3Q 2013 jsme přistoupili k redukcí výhledu hospodaření za celý rok 2013. V našem novém ocenění dále, ve srovnání s předchozí analýzou, více reflektujeme rizika spojená s podnikáním v Egyptě, což se promítlo do konzervativnějšího výhledu produkce pro nejbližší tři roky oproti naší předchozí prognóze s negativním dopadem do výhledu výnosů a provozních zisků. Kombinace slabších než očekávaných výsledků za loňský rok a snížení výhledu ziskovosti pro střednědobý horizont vedla k výše uvedenému snížení cílové ceny. Naše nová cílová cena na tento akciový titul se nachází zhruba 5 % pod aktuální tržní cenou, která nyní dosahuje téměř šestiletých maxim. V kontextu toho tak doporučujeme investici do akcií společnosti Pegas redukovat. Přestože na společnost Pegas stále nahlížíme jako na stabilní firmu podnikající v defenzivněji laděném odvětví netkaných textilií, která má v nejbližších letech potenciál zvyšovat tržby a ziskovost díky svým minulým i námi očekávaným budoucím investicím do výrobních kapacit, tak předchozí růst ceny akcie již překročil námi očekávaný potenciál. Akcie Pegasu stále hodnotíme jako dividendový titul s očekávaným dividendovým výnosem kolem pěti procent.

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.

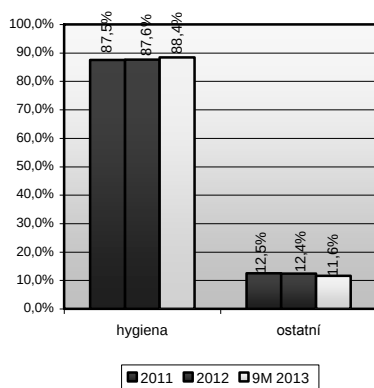
Níže uvedený graf znázorňuje aktuální strukturu Skupiny. V čele struktury stojí holdingová společnost Pegas Nonwovens SA sídlící v Lucembursku a vlastníci 100% podíl v hlavní provozní společnosti Pegas Nonwovens s.r.o., která má sídlo ve Znojmě. Tato hlavní provozní společnost vlastní 100% podíly ve svých třech provozních dceřiných 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 dceřiné společnosti Pegas Nonwovens Egypt LLC, a to za účelem realizace zahraniční expanze, v rámci které byl v Egyptě postaven nový

Tabulka č.1: Základní ukazatele

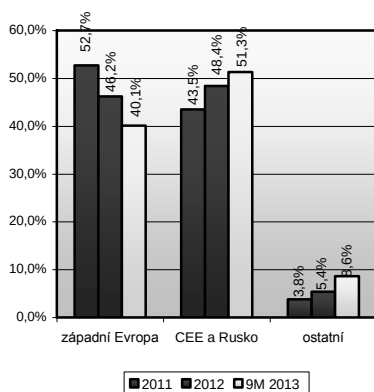
Pegas Nonwovens	2012	2013E
Produkce (tuny)	86 056	92 196
Výnosy (mil. EUR)	187,7	200,8
EBITDA (mil. EUR)	38,1	38,2
EBITDA marže (%)	20,3	19,0
Provozní náklady bez odpisů (mil. EUR)	149,6	162,7
Čistý dluh (mil. EUR)	125,9	138,7
P/E	8,82	11,94
ROA (%)	5,59	1,67
ROE (%)	14,79	4,57

zdroj: Pegas, Bloomberg, vlastní odhady

Rozdělení výnosů společnosti

Graf č.3: Segmentové rozdělení výnosů


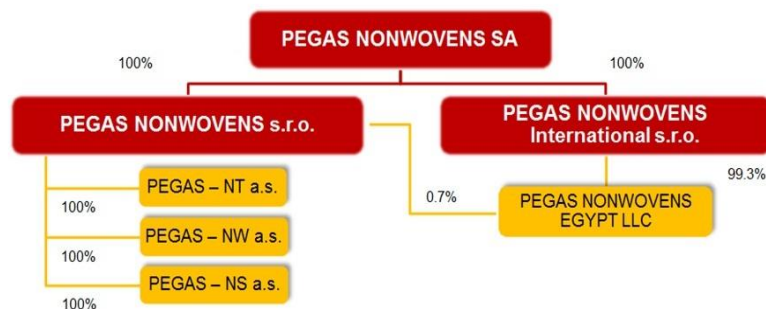
zdroj: Pegas

Graf č.4: Teritoriální rozdělení výnosů


zdroj: Pegas

výrobní závod. Nová výrobní linka v Egyptě byla dokončena ve 3Q 2013, konkrétně první komerční výroba se rozjela v červenci loňského roku.

Většina produkce společnosti Pegas je soustředěna do dvou tuzemských výrobních závodů, konkrétně v Příměticích u Znojma a Bučovicích u Brna. V těchto závodech je v provozu celkem devět výrobních linek, zatím poslední desátá linka byla zprovozněna ve výše zmíněném Egyptě.

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, za 9M 2013 dosáhl úrovně 65,9 tis. tun a za celý rok 2013 očekáváme, s ohledem na rozšíření produkční kapacity o novou výrobní linku v Egyptě, nárůst objemu produkce na úroveň kolem 92 tis. tun. Společnosti se v roce 2013 podařilo vyprodat v podstatě celou svojí výrobní kapacitu, aktuálně zhruba 80 % kapacity je vyprodáno na rok letošní, 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 2013, kdy tento podíl činil 88,4 %. Při celkových výnosech Pegasu za prvních devět měsíců loňského roku ve výši 146 mil. EUR, tak výnosy plynoucí ze segmentu hygieny činily 129,2 mil. EUR, což bylo meziročně o 5,6 % 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 za 9M 2013 úrovně 91,5 mil. EUR (3,9% meziroční pokles) a zbylých 37,7 mil. EUR pak připadalo na lehké a bi-komponentní textilie (+ 39 % 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 9M 2013 činily 16,9 mil. EUR, meziročně o 5,8 % méně, což implikuje podíl na celkových výnosech společnosti ve výši 11,6 %, o 1,2 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 prvních devíti měsících loňského roku se výnosy z prodejů do západní Evropy meziročně snížily o 12 % na 58,5 mil. EUR, výnosy plynoucí z regionu CEE a Ruska naopak stouply o 14 % y/y na úroveň 74,9 mil. EUR. Vlivem tohoto nárůstu se podíl výnosů z prodejů do CEE a Ruska na celkových výnosech Pegasu meziročně zvýšil o 4,4 p.b. na 51,3 %, a to na úkor snížení podílu výnosů realizovaných v západní Evropě, jenž meziročně poklesl ze 47,4 % na 40,1 %. Zbylých 12,6 mil. EUR tržeb Pegas realizoval v ostatních teritoriích, meziročně o 57,5 % více a s podílem 8,6 % na celkových výnosech. Tento nárůst souvisí s rozjetím nové egyptské linky.

Teritoriální a segmentové rozdělení výnosů společnosti za minulé období, konkrétně za roky 2011, 2012 a 9M 2013 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 nijak zásadní 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 v souladu s plánem došlo 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 segmentu inkontinence pro dospělé.

Hospodářské výsledky za 3Q 2013 – nižší produkce a prodeje jak v tuzemsku, tak Egyptě

Tabulka č.2: Výsledky za 3Q 2013

mil. EUR	3Q 2013	odhady Fio	3Q 2012	y/y
Výnosy	47,9	50,6	47,9	0,1%
EBITDA	8,8	9,3	11,3	-22,1%
EBIT	5,2	5,6	8,4	-38,1%
Čistý zisk	2,3	4,2	8,6	-73,3%
Zisk na akcii (EUR)	0,25	0,46	0,93	-73,1%

zdroj: Pegas, vlastní odhady

Společnost Pegas představila za třetí loňské čtvrtletí na všech úrovních hospodaření slabší výsledky, než jsme očekávali. Kromě výnosů, všechny složky hospodaření vykázaly meziroční poklesy. Pegas za 3Q 2013 realizoval výnosy ve výši 47,9 mil. EUR, což bylo prakticky na stejné úrovni jako ve stejném období předchozího roku a níže než náš odhad ve výši 50,6 mil. EUR. Slabší výnosy byly dány zejména nižší než námi očekávanou produkcí, když Pegas vyrobil 22,6 tis. tun netkaných textilií, zatímco my jsme prognózovali alespoň 23 tis. tun. Výroba za třetí loňský kvartál byla pod plánem samotné společnosti. Na nižší než očekávané výrobě se podílela jak nová výrobní linka v Egyptě, tak pro nás překvapivě i tuzemské linky ve Znojmě (Přímětice).

Společnost v průběhu roku 2013 započala několik technických projektů zaměřených na vývoj a komercializaci nových produktů s cílem obměnit produktové portfolio. Tyto změny znamenaly zásahy do výrobních technologií, plánování výroby a logistiky ve znojemském výrobním závodě a měly negativní dopad do objemu produkce za 3Q 2013. Produkce z nové egyptské linky, která začala komerčně vyrábět od loňského července, rovněž nenaplnila plán samotné společnosti, když negativní dopad měla nepříznivá politická situace v zemi, která vyústila v průběhu loňských letních měsíců do poměrně silných pouličních nepokojů. Výsledkem bylo to, že Pegas byl nucen z bezpečnostních důvodů na cca 10 srpnových dnů zastavit výrobu.

**Ve 3Q 2013 došlo k dočasnému
přerušení výroby z nové egyptské
linky**

Došlo jen k zastavení provozu, k žádným škodám na majetku nedošlo, výrobní závod se nachází cca 35 km od Káhiry, tedy v průmyslové zóně, kde se žádné nepokoje nekonaly (ty probíhaly zejména v Káhiře). Produkci (zejména hygienických produktů) pravděpodobně omezovaly rovněž tamní zákazníci Pegasu (mezi které patří hlavně globální společnost Procter & Gamble), neklidnou situací byl nepříznivě ovlivněn také export produkce Pegasu do okolních států Blízkého východu, do toho navíc probíhaly kvalifikace nových materiálů související s rozšířením počtu vyráběných materiálů. Odbyt z nové egyptské linky tak byl za plánem společnosti (Pegas konkrétní produkci za 3Q 2013 nezveřejnil, podle našeho odhadu nepřesáhla 1 tis. tun). Výraznější příspěvek egyptské linky do výsledků za 3Q 2013 jsme neočekávali, větší přínos by se mohl projevit až ve výsledcích za 4Q 2013, kdy by se nová linka měla více přibližovat svému plnému výkonu.

Nižší než očekávané výnosy se negativně projevíly do provozní ziskovosti. Provozní zisk před odpisy (EBITDA) ve 3Q 2013 meziročně poklesl o 22,2 % na 8,8 mil. EUR, což bylo pod naším očekáváním na úrovni 9,3 mil. EUR. Je však nutné poznamenat, že vedle výše zmíněné nižší produkce a odbytu se na poklesu ziskovosti podílela také vysoká základna z předchozího období loňského roku, kdy EBITDA za 3Q 2012 byla jednak významně pozitivně ovlivněna mechanismem přenesení cen vstupů do cen finální produkce (vysoké ceny polymerů z první poloviny roku 2012 se příznivě promítly do výnosů za 3Q 2012) a jednak na druhou stranu následně již ve 3Q 2012 klesající ceny vstupních surovin pozitivně ovlivnily provozní náklady. EBITDA za 3Q 2012 tak zejména díky tomuto příznivému souběhu faktorů dosáhla nejvyšší úrovně od roku 2009. Ve 3Q 2013 se však výše uvedené příznivé efekty nekonaly, naopak mechanismus přenesení cen působil negativně (nižší ceny polymerů zejména z 2Q 2013 se promítly do nižších cen finálních výrobků, což implikovalo nižší výnosy) a zároveň ve 3Q 2013 již ceny nakupovaných vstupních surovin (polymerů) rostly, což navyšovalo hlavní nákladovou položku v podobě spotřeby materiálů.

Provozní zisk po odečtení odpisů (EBIT) dosáhl za 3Q 2013 úrovně 5,2 mil. EUR, meziročně níže o 38 % a pod naším očekáváním ve výši 5,6 mil. EUR. Úroveň zisku EBIT byla jednak nepříznivě ovlivněna nižším EBITDA a rovněž očekávaným meziročním zvýšením odpisů o 24 % na 3,6 mil. EUR. Růst odpisů byl způsoben zahájením odepisování nové egyptské linky.

Rovněž čistý zisk ve třetím loňském čtvrtletí meziročně klesl, a to o 72,9 % na 2,3 mil. EUR. My jsme předpokládali o něco příznivější výsledek ve výši 4,2 mil. EUR. Na nižším než očekávaném čistém zisku se podepsaly zejména nižší než námi předpokládané čisté kurzové zisky a vyšší než námi očekávané úrokové náklady. Ty za 3Q 2013 činily 2,3 mil. EUR (očekávání 1,6 mil. EUR) a vzrostly z úrovně 1,2 mil. EUR vykázané ve 3Q 2012. Pegas totiž v souvislosti se zahájením provozu egyptské linky přestal úrokové náklady spojené s výstavbou linky kapitalizovat do pořizovací ceny investice. Velikost úrokových nákladů ve 3Q 2013 tak více odpovídala zadlužení společnosti.

Tabulka č.3: Očekávaný vývoj produkce (v tis. tun) – předchozí výhled

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

Tabulka č.4: Očekávaný vývoj produkce (v tis. tun) – aktuální výhled

rok	2013	2014	2015	2016	2017
Objem produkce	92,2	105,7	107,2	114,2	129,7

zdroj: vlastní odhady

Příspěvek egyptské linky do EBITDA za 4Q 2013 očekáváme 1 – 1,5 mil. EUR

Odhad hospodaření za 4Q 2013

Předpokládáme, že příspěvek egyptské výrobní linky do hospodaření společnosti bude v posledním čtvrtletí loňského roku přeci jen výraznější než ve 3Q 2013. Z tohoto titulu očekáváme, že výsledky hospodaření za 4Q 2013 budou jak na úrovni výnosů, tak na úrovni EBITDA mezikvartálně i meziročně lepší. Po náběhu ve 3Q 2013 by se linka měla v průběhu 4Q 2013 postupně přibližovat svému výrobnímu potenciálu. Toho bylo, podle vyjádření managementu společnosti, dosaženo počátkem ledna. Linka tak již aktuálně jede ve standardním komerčním provozu, tedy v podstatě dosahuje plného výkonu.

Úroveň produkce za 4Q 2013 tak odhadujeme kolem úrovně 26 tis. tun (meziročně o 17,5 % více), když předpokládáme, že Pegas v Egyptě vyrobí zhruba 4 tis. tun materiálu. Management společnosti již na konci listopadu naznačil, že cílem je v egyptském závodě za rok 2013 vyrobit zhruba 5 tis. tun. Po nepřilíh významné produkci ve 3Q 2013 (která dle našeho odhadu dosahovala maximálně 1 tis. tun, Pegas konkrétní číslo nezveřejnil) je tak navýšení výroby z egyptské linky pravděpodobné. Výše uvedená produkce nám indikuje výnosy za 4Q 2013 ve výši 54,8 mil. EUR, meziročně vyšší o 15,3 %.

Zisk EBITDA v posledním kvartále loňského roku očekáváme na úrovni 10,3 mil. EUR, meziročně výše o 10,7 %. Do očekávaného nárůstu EBITDA by se tak mělo projevit předpokládané zvýšení produkce, potažmo prodeje. Vliv mechanismu přenesení cen vstupů do cen finální produkce by podle našeho odhadu neměl ve 4Q 2013 působit negativně. Očekáváme neutrální až mírně pozitivní vliv, když do cen finální produkce, resp. výnosů by se již mohly alespoň částečně projevit vyšší ceny polymerů ze 3Q 2013 a na druhou stranu nepředpokládáme ve 4Q 2013 výraznější tlak na růst cen vstupů, když průměrná cena ropy Brent v posledním čtvrtletí loňského roku ve srovnání z předchozím kvartálem nepatrně poklesla (-0,6 %). Průměrnou cenu polymerů ve 4Q 2013 tak očekáváme v rozmezí 1370 – 1380 EUR/t, tedy na velmi obdobné úrovni jako ve 3Q 2013, kdy činila 1380 EUR/t. Naopak ve 4Q 2012 působil mechanismus přenesení cen vstupů do EBITDA negativně, srovnávací základna je tak poměrně nízká a proto je předpoklad, že EBITDA za 4Q 2013 vykáže výše uvedený meziroční růst.

Odhadujeme, že výroba z nové egyptské výrobní linky ve 4Q 2013 probíhala daleko plynuleji než v předchozím čtvrtletí, a to už z toho pohledu, že nedošlo k žádnému přerušení výroby z důvodu občanských nepokojů. Situace v Egyptě, byť stále není ideální a známky politického a občanského pnutí nezmizely, se v posledních měsících ve srovnání s polovinou roku 2013 přeci jen o něco zklidnila. Být je třeba počítat s tím, že kvalifikační procesy související s rozšířením produktového portfolia započaté ve 3Q 2013 do určité míry mohou brzdit objem produkce, resp. odbyt z egyptské linky i ve 4Q 2013, tak její příspěvek do EBITDA za 4Q 2013 již čekáme znatelnější, a to v rozmezí 1 – 1,5 mil. EUR.

Výraznou změnu nečekáme na úrovni zisku EBIT. Ten by za 4Q 2013 měl podle našich odhadů činit 6,6 mil. EUR, meziročně mírně níže o 1 %. Je totiž nutné počítat s meziročním nárůstem odpisů, když Pegas začal od 3Q 2013 odepisovat nová egyptská aktiva včetně výrobní linky. Očekáváme, že ve 4Q 2013 odpisy vzrostou o 41,5 % y/y na 3,6 mil. EUR.

Výraznější nerealizované čisté kurzové ztráty ve 4Q 2013 díky skokovému oslabení koruny vůči euru

Výrazná depreciace koruny vůči euru pravděpodobně způsobí čistou ztrátu za 4Q 2013

Na úrovni konečného výsledku hospodaření vidíme pravděpodobnost, že Pegas za 4Q 2013, pokud výrazněji pozitivně nepřekvapí na provozní a finanční úrovni hospodaření, vykáže čistou ztrátu 2,7 mil. EUR. To by bylo meziroční zhoršení, když ve 4Q 2012 Pegas realizoval čistý zisk 3,2 mil. EUR.

Námi odhadovaná čistá ztráta by měla být podle našeho názoru způsobena především výraznější nerealizovanou čistou kurzovou ztrátou. Po měnové intervenci ČNB z kraje loňského listopadu, koruna vůči euru výrazněji oslabila z úrovně kolem 25,80 CZK/EUR na úroveň přesahující 27 CZK/EUR. Depreciace koruny má, zejména díky bankovnímu dluhu, jenž je denominován v eurech, negativní dopad do finanční části výsledovky. Podle našich odhadů tato mimořádná skoková depreciace koruny vůči euru může způsobit čistou kurzovou ztrátu kolem úrovně 8 mil. EUR. Je však třeba podotknout, že kurzové ztráty či zisky mají většinou nerealizovaný charakter, to znamená neovlivňují hotovostní pozici společnosti.

Snižujeme výhled hospodaření za rok 2013

Loňský rok byl pro společnost Pegas do značné míry specifický, průlomový a také obtížný. Specifický a průlomový z toho důvodu, že v roce 2013 byla úspěšně dokončena výstavba výrobního závodu v Egyptě, na kterou podle našich odhadů bylo vynaloženo okolo 90 % všech CAPEX za rok 2013. CAPEX za loňský rok tak budou, obdobně jako v roce 2012, dosahovat vysokých hodnot, měly by se podle našeho odhadu pohybovat kolem úrovně 40 mil. EUR (management Pegasu předpokládá, že jejich úroveň by neměla překročit 41 mil. EUR).

Zároveň uplynulý rok hodnotíme z hlediska hospodaření Pegasu jako relativně obtížný. Nad očekávání dobré výsledky za 1Q 2013, kdy společnost vykazala lepší než očekávané prodeje s pozitivním dopadem do výnosů a ziskovosti (Pegas díky solidní poptávce za 1Q 2013 nejenže vyprodal veškerou produkci, ale snižoval i zásoby), byly vystřídány horšími než očekávanými výsledky za 2Q a 3Q 2013, kdy naopak produkce a prodeje zaostávaly za plánem samotné společnosti.

Ve srovnání s naší předchozí analýzou tak přistupujeme ke snížení výhledu hospodaření za celý rok 2013, a to na všech úrovních. K tomuto kroku nás vedly především výsledky za 2Q a 3Q 2013, jenž skončily pod našimi očekáváními. Podle našich nových odhadů předpokládáme, že výnosy za loňský rok meziročně vzrostou o 7 % na 200,8 mil. EUR, zatímco náš původní odhad činil 206,6 mil. EUR. Náš snížený odhad výnosů opíráme zejména o nižší prognózu produkce. Zatímco v původním výhledu jsme předpokládali produkci kolem hranice 94 tis. tun, tak aktuálně očekáváme produkci za rok 2013 cca 92 tis. tun.

Snížená predikce výnosů nás vedla ke snížení výhledu EBITDA, a to o 3,1 mil. EUR na 38,2 mil. EUR. Nyní tak předpokládáme, že zisk EBITDA za rok 2013 dosáhne obdobné úrovně jako v roce 2012. Provozní zisk EBIT za rok 2013 by podle našich aktuálních odhadů mohl dosáhnout úrovně 25,3 mil. EUR, meziročně méně o 4,8 %. Na námi očekávaném meziročním poklesu by se měl podepsat zejména meziroční nárůst odpisů, když Pegas začal od 3Q 2013 odepisovat nová egyptská aktiva včetně výrobní linky. V našich předchozích odhadech jsme sice počítali s určitým tempem růstu odpisů

Za rok 2013 očekáváme výraznější pokles čistého zisku

v souvislosti se zařazením egyptských aktiv do majetku, nicméně navýšení odpisů, zejména mezi 2Q a 3Q 2013, bylo razantnější, než jsme odhadovali. Kombinace snížení výhledu EBITDA a naopak navýšení odhadu odpisů vedla ke korekci naší predikce EBIT o 5,2 mil. EUR na výše uvedených 25,3 mil. EUR.

Finanční část výsledovky společnosti Pegas má již tradičně volatilnější charakter, a to díky existenci kurzových zisků/ztrát vyplývajících zejména z přecenění bankovního dluhu, jenž je denominován v eurech. Do značné míry neočekávaná a překvapivě razantní měnová intervence proti koruně pravděpodobně negativně ovlivní celoroční čistý zisk. Zatímco v předchozí analýze jsme prognózovali čistý zisk za rok 2013 ve výši 20,8 mil. EUR, tak skokové oslabení koruny vůči euru ve 4Q 2013 by podle našich odhadů mohlo srazit čistý zisk pod 10 mil. EUR, konkrétně naše aktuální očekávání je posazeno na úroveň 6,3 mil. EUR.

Celkově se hospodaření za rok 2013 nevyvíjelo, kromě příznivého 1Q 2013, podle představ samotné společnosti, na což management v listopadu reagoval snížením celoročního výhledu zisku EBITDA. Zatímco původně Pegas očekával meziroční nárůst EBITDA o 5 až 15 %, což by indikovalo úroveň přesahující 40 mil. EUR, tak aktuální výhled je posazen do rozmezí 37 – 39 mil. EUR, tedy do úrovně, které zhruba odpovídají EBITDA za rok 2012.

V roce 2014 očekáváme díky Egyptu meziročně lepší výsledky, náš předchozí výhled však snižujeme

Letošní rok by měl být rokem stabilizačním bez nějakých výraznějších investičních výdajů, neočekáváme tedy výstavbu další výrobní linky. Po období výraznějších investic, kdy Pegas rozšiřoval své výrobní kapacity a kdy roční CAPEX se v posledních třech letech pohybovaly kolem 40 mil. EUR, lze očekávat, že se společnost bude letos soustředit zejména na optimalizaci a stabilizaci komerčního provozu ve své nové egyptské výrobní lince. Ta na počátku letošního ledna dosáhla, jak uvádíme výše, plného výkonu (tedy standardního komerčního provozu).

Pegas do Egypta doslova mířil za zákazníkem, jinými slovy rozhodnutí investovat v této zemi padlo až poté, co měl uzavřenou dohodu se svým významným zákazníkem o dlouhodobých dodávkách netkaných textilií ze své egyptské linky (pravděpodobně se jednalo o globální společnost Procter & Gamble, oficiálně název zákazníka Pegas nesdělil). V průmyslové zóně, kde nový výrobní závod Pegasu stojí (konkrétně u města 6th October, cca 35 km od Káhiry), sídlí vedle závodu Procter & Gamble, další odběratelé netkaných textilií, jako např. turecký producent Hayat či jeden egyptský výrobce. Zhruba 200 km od průmyslové zóny vlastní svojí fabriku pro výrobu hygienických produktů jeden japonský producent. Domníváme se tak, že Pegas má dobrou výchozí pozici pro postupné budování dalších dodavatelsko – odběratelských vztahů a slušnou pozici pro zajištění dostatečného odbytu ze své linky v Egyptě. Podle našich odhadů by odbyt z první egyptské linky měl být pro nejbližší roky zajištěn především kontraktem s Procter & Gamble, navázání kontaktů na další výše zmíněné výrobce skýtá potenciál pro uvažovanou druhou výrobní linku, která by podle předběžných plánů společnosti mohla být spuštěna v roce 2016.

Příspěvek nové egyptské linky by se již v letošním roce měl projevit výrazněji a podle našeho názoru tak existují předpoklady k tomu, aby výsledky

Více reflektujeme rizika spojená s podnikáním v Egyptě

Tabulka č.5: Výhled hospodaření – předchozí prognóza

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

Tabulka č.6: Výhled hospodaření – aktuální prognóza

mil. EUR	2013	2014	2015	2016
Výnosy	200,8	222,6	225,5	243,4
EBITDA	38,2	43,1	44,4	48,2
Odpisy	12,9	14,1	14,2	15,6
EBIT	25,3	29,0	30,1	32,6
Čistý zisk	6,3	20,4	22,6	24,6

zdroj: vlastní odhady

hospodaření byly na všech úrovních meziročně lepší. V naší nové analýze jsme se však rozhodli více reflektovat rizika spojená s podnikáním v Egyptě, resp. na Blízkém východě, a to s ohledem na události, které probíhaly v Egyptě v letních měsících loňského roku (občanské nepokoje) a s ohledem na to, že náběh nové linky se ve 3Q 2013 neobešel bez problémů, a to právě zejména díky tamní neklidné situaci.

Dění v Egyptě v průběhu 3Q 2013 naznačilo, že, byť se výrobní závod jak Pegasu, tak výrobní závody jeho současných či potenciálních odběratelů nacházejí v relativně klidné zóně, kde neprobíhaly demonstrace a nepokoje, hospodaření Pegasu není imunní vůči vývoji v této africké zemi. Pegas se, podle našeho názoru, prozatím v Egyptě orientuje pouze na jednoho velkého zákazníka, a to na Procter & Gamble, s nímž by měl mít podepsaný dlouhodobý kontrakt. Domníváme se, že tato orientace na jednoho odběratele ještě v průběhu roku 2014 potrvá a bude tak ještě nějaký čas trvat, než si Pegas postupně vybuduje kontakty na další výše zmíněné odběratele nacházející se v blízkosti jeho výrobního závodu.

Okolnosti ze 3Q 2013 naznačily, že kvůli existenci rizika občanských nepokojů, mohou nastat problémy s odbytem z nové egyptské linky i v budoucnu. Byť to management Pegasu potvrdil jen nepřímo, z jeho vyjádření lze vyčíst, že nepokoje ze třetího kvartálu loňského roku ovlivnily tamní výrobní kapacity pro produkci hygienických produktů. Jinými slovy k dočasnému pozastavení výroby se ve 3Q 2013 neuchýlil jen Pegas, ale pravděpodobně rovněž Procter & Gamble.

Příspěvek nové egyptské linky do EBITDA za rok 2014 odhadujeme mezi 5 – 6 mil. EUR

Z výše naznačených důvodů tak k letošnímu příspěvku nové egyptské linky přistupujeme ve srovnání s naší předchozí analýzou více konzervativně a s větší opatrností. Oproti naší předešlé predikci tak snižujeme výhled celkové produkce na rok 2014, konkrétně ze 108 tis. tun na 105,7 tis. tun. Předpokládáme tak meziroční růst výroby o 14,6 %. Výrobní kapacita nové linky by se podle managementu společnosti měla pohybovat mezi 17 – 20 tis. tun. Potenciální výrobní kapacita celé společnosti tak díky nové lince vzroste z cca 90 tis. tun na zhruba 110 tis. tun. Potenciálu však většinou dosahováno není, když skutečnost je ovlivňována různými faktory, jako jsou např. plánované či neplánované odstávky, možné výkyvy v odbytu způsobenými např. kvalifikací nových materiálů, svou roli sehrávají i výkyvy v poptávce ze strany zákazníků. V obecné rovině lze samozřejmě konstatovat, že Pegas vykazuje z dlouhodobého hlediska stabilní poptávku po svých produktech, trh s netkanými textiliemi je odvětví defenzivní a relativně necyklické. To však neznamená, že krátkodobě (v jednotlivých kvartálech) nemůže hrozit jisté ochlazení poptávky. V letošním roce, s ohledem na postupné mírné ožívání jak tuzemské, tak evropské ekonomiky, nevidíme důvody k výraznějším výkyvům poptávky směrem dolů. Rizika vnímáme spíše v souvislosti s Egyptem, kde poptávka po produktech Pegasu může vykazovat volatilnější charakter v závislosti na tamní politické situaci. Hlavně z tohoto důvodu je náš náhled na letošní produkci ve srovnání s naším předchozím odhadem konzervativnější.

Náš odhad letošní produkce ve výši 105,7 tis. tun nám indikuje výnosy za rok 2014 na úrovni 222,6 mil. EUR, což je meziročně více o 10,8 %. Oproti naší předchozí analýze tak ponížujeme náš odhad o 7,4 mil. EUR

**Výraznější volatilitu cen polymerů
v roce 2014 nečekáme**

**Kurzové vlivy by v roce 2014
neměly výrazněji ovlivňovat
úroveň čistého zisku.**

EBITDA zisk na letošní rok predikujeme meziročně výše o 12,8 % na úrovni 43,1 mil. EUR, přičemž náš předchozí odhad činil 46,7 mil. EUR. Do nové prognózy EBITDA se tak zejména promítá náš méně optimistický náhled na letošní produkci, potažmo výnosy, když více konzervativně nahlížíme na letošní příspěvek výrobního závodu v Egyptě. Odhadujeme, že egyptská výrobní linka bude mít pozitivní dopad do EBITDA za rok 2014 v rozmezí 5 – 6 mil. EUR, zatímco v předešlém odhadu jsme predikovali 7 – 8 mil. EUR.

Ohledně vývoje cen polymerů, tedy vstupních surovin, v letošním roce neočekáváme tak výraznou volatilitu jaká byla k vidění např. v roce 2012, kdy průměrná cena oscilovala v širokém rozpětí mezi 1300 EUR/t až 1500 EUR/t. V roce 2013 byly ceny polymerů o poznání méně volatilní než v roce předchozím a jejich průměrnou cenu odhadujeme do rozmezí 1370 – 1380 EUR/t. Pro letošní rok nepředpokládáme, že by se cena základních vstupních surovin výrazněji přehoupala přes 1400 EUR/t, spíše očekáváme range 1360 – 1400 EUR/t. Pro Pegas jsou ceny polymerů důležitým faktorem, jenž ovlivňuje jeho tržby a ziskovost. Polymery jsou základní surovinou pro výrobu netkaných textilií a náklady na jejich spotřebu mají zhruba 70% podíl na celkových provozních nákladech Pegasu.

Na úrovni provozního zisku EBIT předpokládáme meziroční nárůst o 14,7 % na 29 mil. EUR, náš předchozí výhled tak snižujeme o 5,5 mil. EUR. To je způsobeno jednak sníženým výhledem EBITDA a jednak o něco vyššími odpisy než jsme původně předpokládali. V minulých odhadech jsme počítali s o něco mírnějším nárůstem odpisů v souvislosti se zařazením egyptské linky do majetku (v roce 2014 jsme původně očekávali kvartální odpisy cca 3 mil. EUR). Aktuální odhady upravujeme směrem výše, na cca 3,5 mil. EUR kvartálně, tedy za celý rok 2014 by se mohly odpisy pohybovat kolem hladiny 14 mil. EUR.

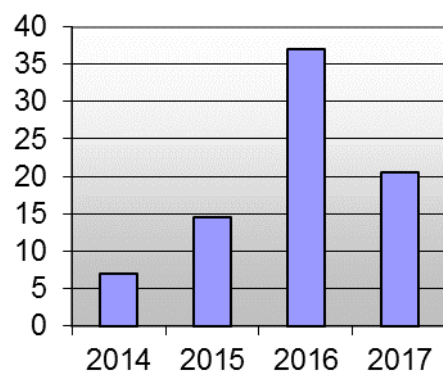
Na úrovni čistého zisku čekáme v roce 2014 výraznější zlepšení ve srovnání s rokem 2013. Přispěje k tomu jak námi očekávaná meziročně lepší provozní výkonnost, tak hlavně námi předpokládaná výrazně lepší bilance na položce čistých kurzových zisků/ztrát. V letošním roce prognózujeme výrazně stabilnější vývoj měnového kurzu CZK/EUR, zejména z důvodu toho, že Česká národní banka (ČNB) se bude podle našeho názoru i v roce 2014 snažit udržovat kurz nad hranicí 27 CZK/EUR. Zvýšená volatilita měnového kurzu Pegasu způsobuje výraznější účetní kurzové ztráty (v případě depreciace koruny vůči euru) nebo kurzové zisky (v případě apreciacie). To ovlivňuje finanční část výsledovky a čisté zisky pak v jednotlivých čtvrtletích mohou vykazovat značnou rozkolísanost. Současné nastavení měnové politiky ČNB však podle našeho názoru výraznější volatilitu koruny vůči euru letos vylučuje. Zatímco za rok 2013 odhadujeme, že Pegas by mohl vykázat čistou kurzovou ztrátu kolem 10 mil. EUR, tak letos predikujeme z výše uvedených důvodů výrazně pozitivnější výsledek (konkrétně mírný čistý kurzový zisk kolem 1 mil. EUR). Negativní zátěž ze strany kurzových vlivů tak do letošního čistého zisku nečekáme, jeho výši tak odhadujeme na úrovni 20,4 mil. EUR, což znamená meziročně výše o 14,1 mil. EUR.

V roce 2015 výraznější změny v hospodaření neočekáváme

S náběhem druhé egyptské výrobní linky počítáme ve druhé polovině roku 2016

Kvůli výstavbě druhé egyptské linky očekáváme akceleraci CAPEX v roce 2016, a to k úrovním 37 mil. EUR

Graf č.5: Výhled CAPEX (mil. EUR)



zdroj: vlastní odhady

V roce 2016 počítáme s rozšířením výrobní kapacity závodu v Egyptě

Rok 2015 by měl být podle našeho názoru rokem, ve kterém by (stejně jako v roce 2014) Pegas neměl rozšiřovat svou výrobní kapacitu o další výrobní linku. Tomu by mělo odpovídat hospodaření, které by se tak nemělo výrazněji lišit od roku 2014. V roce 2015 tak odhadujeme výnosy, resp. EBITDA na úrovni 225,5 mil. EUR, resp. 44,4 mil. EUR, meziročně mírně výše o 1,3 %, resp. 3 %. Přeci jen tak v roce 2015 vidíme určitý potenciál pro mírný meziroční nárůst tržeb a ziskovosti, když podle našich odhadů bude prostor pro mírné meziroční navýšení produkce k úrovním kolem 107 tis. tun. Domníváme se, že (za předpokladu, že situace v Egyptě bude relativně stabilní) by Pegas měl být v roce 2015 na egyptském trhu netkaných textilií již dostatečně etablovaný s tím, že existuje potenciál rozšíření okruhu odběratelů z egyptského výrobního závodu. To podle našeho názoru přináší příležitost k tomu, aby tamní výrobní linka více směřovala ke svému potenciálu, jenž činí 20 tis. tun ročně.

Nicméně v návaznosti na náš konzervativnější pohled na výsledky za roky 2013, resp. 2014 ve srovnání s naší předchozí analýzou, přistupujeme ke snížení výhledu hospodaření i na následující roky (viz. tabulka č.6).

S druhou egyptskou výrobní linkou ve svých odhadech stále počítáme

V plánech Pegasu stále figuruje výstavba druhé výrobní linky ve svém egyptském závodě. Náš pohled na druhou linku neměníme a stále ve svých odhadech s jejím spuštěním počítáme. Plánovaná roční kapacita druhé linky je o něco vyšší než u té první, konkrétně 20 – 25 tis. tun. Očekáváme tak, že výrobní kapacita Pegasu by měla do roku 2017 stoupnout k hranici 130 tis. tun. S ohledem na možnosti, které se na egyptském trhu s netkanými textiliemi nabízí (potenciál rozšířit portfolio zákazníků i o další výše naznačené odběratele, jenž provozují fabriky na výrobu hygienických produktů nedaleko výrobního závodu Pegasu) předpokládáme, že výstavba druhé linky by mohla být realizována.

CAPEX (investiční výdaje) na druhou výrobní linku očekáváme okolo 50 mil. EUR, tedy nižší ve srovnání s první fází egyptské investice, která byla komplexnější (tedy nejen výstavba výrobní linky, ale celého výrobního závodu včetně skladů a další související infrastruktury) a její objem činil cca 66 mil. EUR. Pegas většinou, v případě takto velkých investic, rozprostírá CAPEX do tří let. Počítáme tak s tím, že s přípravou výstavby druhé linky společnost začne již v roce 2015, čemuž odpovídá i náš odhad CAPEX na tento rok ve výši 14,5 mil. EUR, kdy předpokládáme cca 8 mil. EUR na linku (rozvojový CAPEX) a cca 6 mil. EUR tzv. udržovací CAPEX. Akceleraci investičních výdajů očekáváme v roce 2016, a to k úrovním 37 mil. EUR, z čehož na výstavbu linky by mohlo jít kolem 30 mil. EUR. V letech 2017 a 2018 pak odhadujeme pokles CAPEX do rozmezí 10 – 20 mil. EUR.

Výsledky hospodaření za roky 2016 a 2017 by tak již měly být podle našich odhadů pozitivně ovlivněny rozšířenou výrobní kapacitou. Námi očekávaný náběh výroby druhé egyptské linky v druhé polovině roku 2016 indikuje velikost produkce za rok 2016 cca 114,2 tis. tun, což je meziročně více o 6,5 %. Odhadujeme tak, že Pegas by mohl v roce 2016 z této druhé linky vyrobit cca 7 tis. tun. Výnosy, resp. EBITDA za rok 2016 tak podle našich odhadů mají potenciál k růstu na úroveň kolem 243,4 mil. EUR (+7,9 % y/y), resp. 48,2 mil. EUR (+8,6 % y/y).

V roce 2017 již předpokládáme, že druhá egyptská linka bude dosahovat plného výkonu (neboli najede na standardní komerční provoz) a Pegas by tak mohl meziročně navýšit výrobu o cca 14 % k úrovním 130 tis. tun. V roce 2017 tak očekáváme, že společnost bude vyrábět z celkem jedenácti výrobních linek (devět tuzemských a dvě egyptské linky). Taková výrobní kapacita podle našich nových odhadů implikuje výnosy kolem úrovně 275 mil. EUR (+12,8 % y/y) a EBITDA 54 mil. EUR (+12,1 % y/y). Čistý zisk za rok 2017 by pak za těchto předpokladů mohl směřovat až k úrovním 30 mil. EUR, což by znamenalo meziroční růst o cca 18 %. Je však třeba upozornit, že neočekávané výkyvy koruny směrem dolů (tedy její deprecie) pak může námi predikované čisté zisky vychýlit negativním směrem. V naší predikci na příštích tři až pět let předpokládáme s mírným posilováním koruny vůči euru. Z dlouhodobého pohledu by tak čisté zisky Pegasu měly být měnovým kurzem ovlivňovány spíše v pozitivním směru.

Míra zadlužení se aktuálně pohybuje v rozmezí 3,6 – 3,7 násobku čistý dluh/EBITDA, do budoucna by měla spíše klesat

Pegas využívá ke svému financování nejen vlastních zdrojů, ale i cizí zdroje. Konkrétně jde o úvěrový rámec do výše 180 mil. EUR, který se skládá z revolvingového úvěru (do výše 165 mil. EUR) a kontokorentního úvěru (do výše 15 mil. EUR). Splatnost tohoto úvěrového rámce je v roce 2016, nicméně vzhledem k tomu, že očekáváme investici do druhé egyptské linky, tak předpokládáme prodloužení tohoto rámce. Na konci 3Q 2013 činil celkový dluh, resp. čistý dluh 158,9 mil. EUR, resp. 139,3 mil. EUR. Poměr čistý dluh k EBITDA za rok 2012 tak dosahoval 3,66 násobku. Za celý rok 2013 očekáváme velikost čistého dluhu kolem úrovně 140 mil. EUR, což implikuje čistý dluh/EBITDA v rozmezí 3,6 – 3,7 násobku. V letech 2014 a 2015 očekáváme pokles tohoto poměru do rozmezí 3 – 3,4 násobku, a to jednak v souvislosti s očekávaným nárůstem EBITDA a jednak v souvislosti s předpokládaným poklesem investičních výdajů a tedy menším tlakem na hotovost. Míra zadlužení společnosti Pegas na jednu stranu není příliš nízká, na druhou stranu podle našeho názoru odpovídá velikosti investic, jenž byly a které ještě budou realizovány. Do budoucna neočekáváme (za předpokladu, že situace v Egyptě bude relativně příznivá a tamní výrobní závod bude stabilně vyrábět), že by měla mít společnost komplikace se svojí zadlužeností a se splácením svého bankovního dluhu, když Pegas dlouhodobě vykazuje jednak kladné cash flow z provozní činnosti a jednak stabilní provozní ziskovost. Finanční zdraví Pegasu se pak promítá do relativně nízké úrokové sazby, která se pohybuje v rozmezí 3,5 – 4,5 % v závislosti na velikosti poměru čistý dluh/EBITDA. Výše úrokové sazby je tak podle našeho názoru příznivá a indikuje důvěru bankovních věřitelů v podnikání společnosti Pegas.

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

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

zdroj: Pegas, roky 2013 a 2014: vlastní odhady

Tabulka č.8: Vývoj dividendy (EUR/akcie) – aktuální odhad

rok	2011	2012	2013	2014	2015
dividenda	1,00	1,05	1,05	1,10	1,12

zdroj: Pegas, roky 2014 a 2015: vlastní odhady

Dividendová politika

Pegas od svého vstupu na akciové trhy zatím každoročně vyplácí dividendu a až do roku 2012 docházelo k jejímu meziročnímu navyšování. Dividenda vyplacená v roce 2013 ze zisku roku 2012 a nerozděleného zisku minulých let však byla poprvé na stejné úrovni jako v roce předchozím, tedy ve výši 1,05 EUR na akcii. Management Pegasu tak přistoupil k výplatě dividendy s větší obezřetností, a to podle našeho názoru zejména s ohledem na vyšší než očekávané egyptské CAPEX, když management původně předpokládal celkové CAPEX na výstavbu výrobního závodu v Egyptě (tedy první výrobní linky) mezi 55 – 60 mil. EUR, zatímco na začátku roku 2013 byly CAPEX navýšeny do rozmezí 65 – 67 mil. EUR. Pro nejbližší roky však předpokládáme, že by mohl být prostor pro realizaci mírně progresivní dividendové politiky, byť v kontextu nižší než námi očekávané dividendy vyplacené v roce 2013 a námi sníženého výhledu hospodaření, ponížujeme rovněž výhled dividend. Dividenda vyplacená v roce 2014 by tak podle našich odhadů mohla činit 1,10 EUR na akcii (naš předchozí odhad činil 1,15 EUR), když podporou by měl být jednak námi očekávaný nárůst EBITDA a jednak dostatečná hotovost, když nepředpokládáme výraznější CAPEX (za rok 2014 očekáváme investiční výdaje max. do 10 mil. EUR). V letech 2015 a 2016 očekáváme dividendu kolem úrovně 1,12 EUR na akcii, s dalším navýšením na 1,15 EUR počítáme v roce 2017, a to po předpokládaném rozjetí druhé egyptské linky. Do budoucna tak počítáme s tím, že akcie Pegasu bude i nadále relativně atraktivním dividendovým titulem, byť aktuální dividendový výnos, vzhledem k nárůstu tržní ceny akcie k úrovním kolem 600 Kč, poklesl z úrovně 5 – 5,5 % na hladinu kolem 4,7 %. Pro nejbližší rok, vzhledem k naší cílové ceně 571 Kč a vzhledem k výše uvedené prognóze dividendy, očekáváme dividendový výnos kolem 5 %. Naš aktuální výhled dividendy shrnuje výše uvedená tabulka č.8.

Sektorové srovnání

Tabulka č.9: Sektorové srovnání

	P/E	EV/EBITDA	P/S	EBITDA marže
Fiberweb	n/a	n/a	n/a	10,12
Avgol	12,91	8,60	0,86	16,25
Suominen	n/a	6,01	0,28	8,05
Ahlstrom	n/a	9,47	0,37	7,10
Providencia	9,48	9,09	0,90	17,85
Schouw & co	7,75	7,91	0,48	7,87
průměr	10,05	8,22	0,58	11,21
medián	9,48	8,60	0,48	9,10
Pegas	9,65	9,17	1,08	18,30

zdroj: Bloomberg, Pegas

Výše uvedená tabulka srovnává prostřednictvím aktuálních hodnot fundamentálních ukazatelů společnost Pegas s vybranými konkurenčními výrobci netkaných textilií. Ukazatele EV/EBITDA (poměr hodnoty společnosti k EBITDA) a P/S (tržní cena akcie vůči tržbám na akcii) naznačují, že akcie Pegasu se jeví jako nadhodnocené vůči svým konkurentům. Na druhou stranu ukazatel P/E (cena akcie k čistému zisku na akcii) ukazuje spíše smíšený výsledek, když aktuální P/E Pegasu sice mírně převyšuje mediánovou hodnotu, nicméně vůči průměru trhu zase naopak mírně zaostává. Pegas již tradičně dosahuje vyšších provozních marží než konkurenční společnosti. To je podle našeho názoru dáno zejména tím, že Pegas díky investicím do moderních výrobních linek dokáže pro své zákazníky vyprodukovat technologicky vyspělé materiály, které je pak schopen prodávat s vyššími maržemi.

Nicméně, díky relativně vysoce konkurenčnímu prostředí, provozní marže Pegasu v posledních pěti letech postupně klesala z úrovně kolem 30 % až k hladině 20 %. V posledních dvou letech se však společnosti daří marži stabilizovat kolem úrovně 20 %. Hodnota z tabulky ukazuje EBITDA marži za 3Q 2013, za celý rok 2013 odhadujeme EBITDA marži ve výši cca 19 %.

Ocenění společnosti

V naší nové analýze jsme přistoupili ke snížení cílové ceny na akcie společnosti Pegas Nonwovens z 598 Kč na úroveň 571 Kč. Zároveň snižujeme investiční doporučení na tento akciový titul ze stupně „držet“ na „redukovat“, když aktuální tržní cena akcie se pohybuje zhruba 5 % nad naší cílovou cenou. Nová cílová cena se vztahuje k 12ti měsíčnímu investičnímu horizontu. Ke snížení jak cílové ceny, tak doporučení jsme se rozhodli zejména z důvodu nenaplnění očekávání ohledně hospodaření za rok 2013, když společnost zejména ve 2Q a 3Q 2013 dosahovala slabších výnosů a zisků než jsme očekávali a než původně předpokládal samotný management. To vyústilo k redukci původního výhledu zisku EBITDA za rok 2013, ke kterému management Pegasu přistoupil v průběhu 4Q 2013. Slabší než očekávané výsledky v průběhu loňského roku nás vedly ke snížení výhledu hospodaření na 4Q 2013, resp. celý rok 2013. Rozjetí nové egyptské linky se neobešlo bez komplikací, ukázalo se, že hospodaření egyptského výrobního závodu není zcela imunní vůči tamní politické situaci a vyhroceným občanským nepokojům (byť výrobní závod Pegasu se nachází mimo území, kde probíhaly demonstrace). V našem novém ocenění společnosti Pegas tak více reflektujeme rizika spojená s podnikáním v Egyptě, což se odrazilo ve snížení výhledu tržeb a provozních zisků pro střednědobý horizont ve srovnání s naší předchozí analýzou.

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. Kalkulace tohoto modelu je založena na výpočtu volného cash flow a jeho následného diskontování. Diskontní sazba pro akciový titul Pegas byla stanovena na úrovni 6,09 % a pro její výpočet byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM, viz. tabulka č.10). 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 0,51.

Stanovení cílové ceny

Tabulka č.10: Stanovení diskontní sazby

Bezriziková výnosová míra ¹	3,76%
Koeficient Beta ²	0,51
Tržní výnosová míra ³	8,32%
Diskontní sazba	6,09%

¹vážený průměr výnosů českého a egyptského desetiletého státního dluhopisu

²zdroj: Bloomberg

³anualizovaná výnosová míra indexu PX za období 2002 – 2013

Tabulka č.11: Model DCF (mil. EUR)

rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT	20,5	23,5	24,4	26,4	30,1	31,0	31,1
Odpisy	12,9	14,1	14,2	15,6	16,8	17,0	17,1
CAPEX	40,0	7,0	14,5	37,0	20,5	10,0	23,0
změna WC	-3,1	1,7	2,7	3,8	-1,2	-2,4	9,6
volné cash flow	-3,6	28,9	21,5	1,2	27,6	40,4	15,5
diskontované cash flow	-0,8	27,2	19,1	1,0	21,8	30,1	10,9

Tabulka č.12: Cílová cena

sum of the DCF (mil. EUR)	109,2
terminal value (mil. EUR)	223,0
čistý dluh (mil. EUR)	-139,3
equity value (mil. EUR)	192,9
diskontní sazba	6,09%
pokračující růst	1,2%
počet akcií (mil. ks)	9,2
cílová cena (EUR)	20,9
CZK/EUR	27,3
cílová cena (CZK)	571

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.13: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

	diskontní sazba				
pokračující růst	5,69%	5,89%	6,09%	6,29%	6,49%
0,8%	586	552	521	492	465
1,0%	615	578	545	514	485
1,2%	646	607	571	538	507
1,4%	680	638	599	563	531
1,6%	718	672	629	591	556

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

- Riziko vyšší volatility cen vstupních surovin.
- Tlak na provozní marže v souvislosti s konkurenčním prostředím.
- Orientace na úzký okruh zákazníků.

• Příležitosti

- Zahraniční expanze v souvislosti se započatou výrobou v novém výrobním závodě v Egyptě.
- Nárůst produkce společnosti díky najetí první egyptské výrobní linky na plný výkon a očekávané instalaci druhé výrobní linky v Egyptě v roce 2016.
- 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

- Riziko neplánovaných odstávek a nestabilní produkce v egyptské výrobní lince v důsledku potenciálních občanských nepokojů a politických změn, jenž mohou mít negativní vliv na ekonomické prostředí v Egyptě.
- Menší portfolio velkých zákazníků a silné zaměření na jediný segment.
- Riziko přílišné volatility měnových kurzů a její negativní vliv na čisté zisky společnosti.

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 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 31.1.2014 má Fio banka, a.s. 7 platných investičních doporučení. Z celkového počtu je 1 doporučení koupit, 5 doporučení držet a 1 doporučení redukovat. 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