

Doporučení: Redukovat
Cílová cena: 633 Kč

16. 2. 2015

Tržní cena akcie výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens v posledních dnech vzrostla na úroveň kolem 700 Kč a v současnosti tak zhruba o 10 % převyšuje naši cílovou cenu 633 Kč. Růst ceny akcie Pegas probíhal bez jakýchkoliv nových fundamentálních zpráv, aktuálně tak nevidíme důvody pro změnu cílové ceny. Současný výkyv tržní ceny akcie Pegas (nachází se na sedmiletých maximech) tak využíváme ke změně investičního doporučení, které tímto snižujeme ze stupně „držet“ na „redukovat“. Na akcie Pegas stále nahlížíme jako na stabilní dividendový titul, jenž nabízí zhruba 5% dividendový výnos. Na současných cenových úrovních však doporučujeme redukovat pozici na tomto akciovém titulu.

Doporučení: Redukovat
Cílová cena: 633 Kč

22. 1. 2015

Pegas Nonwovens SA

Nové doporučení: držet
Cílová cena: 633 Kč
Předchozí cílová cena: 571 Kč
Předchozí doporučení: redukovat

Základní informace o společnosti

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

Ticker: BAAPEGAS (BCPP)
Odvětví: produkce netkaných textilií
Tržní kapitalizace: 6,0 mld. Kč
Závěrečná cena k 21.1.2015: 658 Kč
Roční minimum: 592 Kč
Roční maximum: 663 Kč

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

Aktuální struktura akcionářů:
Free float: 100 %
z toho:
Wood Textiles: 19,32 % (největší
akcionář)
Management společnosti: 0,7 %

Koeficient beta: 0,5

Graf č.1: Roční vývoj akcie Pegas



V naší nové analýze na společnost Pegas Nonwovens zvyšujeme cílovou cenu akcie z 571 Kč na 633 Kč a současně navyšujeme investiční doporučení ze stupně „redukovat“ na „držet“. Naše cílová cena na akcii Pegas se tak pohybuje zhruba 4 – 5 % pod aktuální tržní cenou. Ke zvýšení cílové ceny a doporučení přistupujeme zejména z důvodu mírně lepších než námi původně očekávaných výsledků hospodaření za rok 2014, navýšení výhledu na rok 2015 a rovněž z důvodu extrémně nízkých úrokových sazeb v ekonomice, které snižují bezrizikovou výnosovou míru, potažmo diskontní sazbu. Pegas v loňském roce zvládl přechod egyptské linky do plného komerčního provozu, pozitivně se do výsledků rovněž projevila určitá obměna produktového portfolia. To vše podporovalo prodeje a výnosy. Provozní ziskovost za celý rok 2014 tak zřejmě skončí mírně výše, než jsme původně odhadovali. Rovněž na rok 2015 nahlížíme příznivěji než v předchozí analýze, když by se měly do výsledků pozitivně projevit zejména nižší ceny vstupních surovin, a to kvůli výraznému poklesu cen ropy. Navíc v letošním roce vidíme ještě určitý prostor pro větší využití výrobního potenciálu egyptské linky, než tomu bylo v roce 2014. V našem modelu ocenění nadále počítáme s druhou egyptskou výrobní linkou, když stále shledáváme jako více pravděpodobné, že management nakonec rozhodne o její výstavbě a spuštění. Na akcii Pegasu stále nahlížíme jako na stabilní dividendový titul, nabízející zhruba 5% dividendový výnos. Kapitálový výnos a tedy investiční potenciál však vidíme spíše omezený, když akcie Pegasu se nachází na sedmiletých maximech.

Pegas Nonwovens 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.

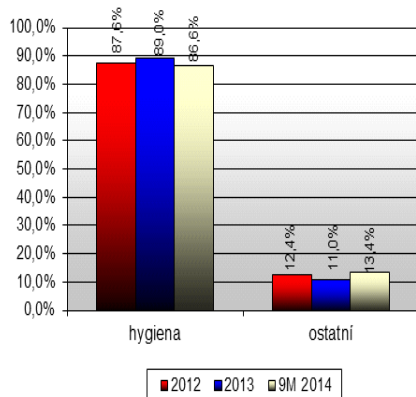
Níže uvedený graf znázorňuje aktuální strukturu Skupiny. V čele struktury stojí holdingová společnost Pegas Nonwovens SA sídlící v Lucembursku a vlastní 100% podíl v hlavní provozní společnosti Pegas Nonwovens s.r.o., která má sídlo ve Znojmě. Tato hlavní provozní společnost vlastní 100% podíly ve svých třech provozních 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

Tabulka č.1: Základní ukazatele

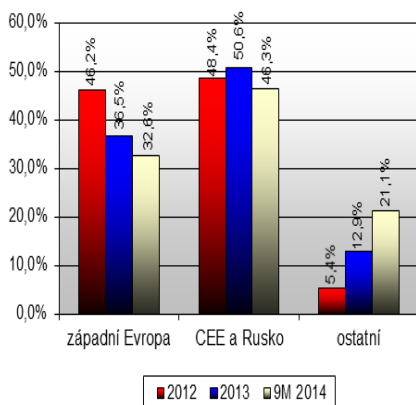
Pegas Nonwovens	2013	2014E
Produkce (tuny)	90 961	99 300
Výnosy (mil. EUR)	199,2	228,1
EBITDA (mil. EUR)	38,6	44,8
EBITDA marže (%)	19,4	19,6
Provozní náklady bez odpisů (mil. EUR)	160,7	183,3
Čistý dluh (mil. EUR)	149,3	144,7
P/E	144,02	9,7
ROA (%)	0,39	6,6
ROE (%)	1,12	17,1

zdroj: Pegas, Bloomberg, odhady Fio

Rozdělení výnosů společnosti

Graf č.3: Segmentové rozdělení výnosů


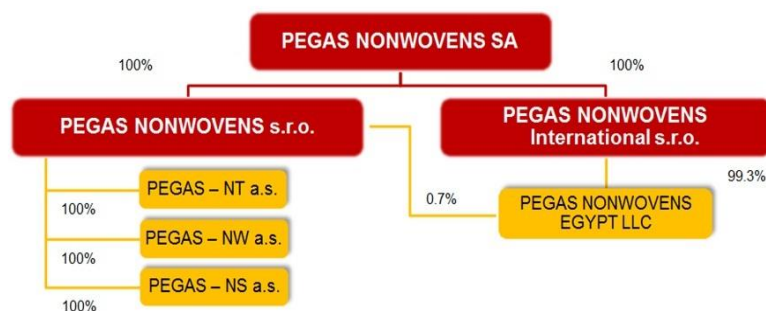
zdroj: Pegas

Graf č.4: Teritoriální rozdělení výnosů


zdroj: Pegas

založením dceřiné společnosti Pegas Nonwovens Egypt LLC, a to za účelem realizace zahraniční expanze, v rámci které byl v Egyptě postaven nový výrobní závod. Nová výrobní linka v Egyptě byla dokončena ve 3Q 2013, konkrétně první komerční výroba se rozjela v červenci 2013.

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 2013 činil 91 tis. tun, za 9M 2014 dosáhl úrovně 74,3 tis. tun a za celý rok 2014 očekáváme, s ohledem na rozšíření produkční kapacity o novou výrobní linku v Egyptě, nárůst objemu produkce na úroveň kolem 99 tis. tun. 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 2014, kdy tento podíl činil 86,6 %. Při celkových výnosech Pegasu za prvních devět měsíců roku 2014 ve výši 171,8 mil. EUR, tak výnosy plynoucí ze segmentu hygieny činily 148,8 mil. EUR, což bylo meziročně o 15 % 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 2014 úrovně 88,7 mil. EUR (3% meziroční pokles) a zbylých 60,1 mil. EUR pak připadalo na lehké a bi-komponentní textilie (+ 59,9 % 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 9M 2014 činily 23,1 mil. EUR, meziročně o 36,6 % více, což implikuje podíl na celkových výnosech společnosti ve výši 13,4 %, meziročně o 1,8 procentního bodu (p.b.) více.

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 roku 2014 se výnosy z prodejů do západní Evropy meziročně snížily o 4,3 % na 56 mil. EUR, výnosy plynoucí z regionu CEE a Ruska naopak stouply o 6,3 % y/y na úroveň 79,6 mil. EUR. Nicméně podíl výnosů z prodejů do CEE a Ruska na celkových výnosech meziročně klesl (snížil se rovněž podíl výnosů z prodejů do západní Evropy), a to na úkor nárůstu prodejů do ostatních teritorií. Konkrétně tržby z prodejů do ostatních zemí se meziročně téměř ztrojnásobily na 36,2 mil. EUR, což implikuje 21,1% podíl na celkových výnosech (za 9M 2013 činil tento podíl 8,6 %). Tento nárůst souvisí s rozjetím egyptské linky, která od začátku letošního roku najela na plný komerční výkon.

Segmentové a teritoriální rozdělení výnosů společnosti za minulé období, konkrétně za roky 2012, 2013 a 9M 2014 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. Např. 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. 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, z dlouhodobého pohledu, podporovat růst segmentu inkontinence pro dospělé.

Hospodářské výsledky za 3Q 2014 – výraznější meziroční nárůsty díky dobrým prodejům, ale i slabé srovnávací základně

Tabulka č.2: Výsledky za 3Q 2014

mil. EUR	3Q 2014	odhady Fio	3Q 2013	y/y
Výnosy	60,4	53,4	47,9	25,9%
EBITDA	11,9	10,7	8,8	35,9%
EBIT	8,2	7,0	5,2	56,4%
Čistý zisk	8,9	6,7	2,3	283,5%
Zisk na akcii (EUR)	0,97	0,72	0,25	288,0%

zdroj: Pegas, odhady Fio

Rok 2014 byl pro společnost Pegas význačný tím, že egyptská výrobní linka od jeho začátku pracovala ve standardním komerčním výkonu a významně tak (na rozdíl od roku 2013) přispívala do výnosů a zisků. Většina loňského roku byla charakteristická relativně vyšší volatilitou hospodářských výsledků v jednotlivých kvartálech, což je změna oproti roku 2013. Po silném prvním čtvrtletí, přišel slabší druhý kvartál a následné třetí čtvrtletí bylo opět silnější na tržbách a provozních ziscích. Zatímco vývoj produkce byl v prvních třech čtvrtletích téměř stabilní, tak určitou volatilitou procházely prodeje, resp. stav zásob hotových výrobků, což ovlivňovalo výnosy a provozní zisky. Lze tak konstatovat, že poptávka po produktech Pegasu v průběhu loňského roku podléhala větším výkyvům, než tomu bylo v roce předchozím.

Jak uvádíme výše, 3Q 2014 patřil mezi ty silnější, navíc výsledky překonaly naše očekávání a zřejmě i odhady většiny trhu. Konkrétně společnost vykázala meziroční nárůst výnosů o 25,9 % na 60,4 mil. EUR, zatímco náš předpoklad činil 53,4 mil. EUR. Na tomto výraznějším zvýšení výnosů se podílelo více aspektů. Především to byl faktor Egypt, když tamní výrobní linka byla ve 3Q 2013 teprve postupně spouštěna do komerčního provozu,

Čistý zisk za 3Q 2014 byl pozitivně ovlivněn výraznější apreciací dolaru vůči euru

tudíž její příspěvek do hospodaření byl tehdy pouze marginální. Pegas nezveřejňuje čísla ze svého egyptského závodu, nicméně odhadujeme, že ve 3Q 2013 mohla tamní výroba činit maximálně 1 tis. tun. Zatímco ve 3Q 2014 již dle našich predikcí mohla vyprodukovat cca 3,2 tis. tun a významně se zasloužila o to, že celková produkce společnosti meziročně stoupla o 9 % na 24,7 tis. tun.

Dále je potřeba zmínit efekt nízké srovnávací základny, když ve 3Q 2013 společnost vykázala relativně slabá čísla, která skončila jak pod našimi očekáváním, tak pod odhady samotného managementu. Vývoj a komercializace nových materiálů brzdilo prodeje z tuzemských závodů, odbyt z rozbíhající se egyptské linky byl zase oslaben tehdejšími silnými občanskými nepokoji, kvůli kterým byl management nucen zhruba na dva týdny přerušit výrobu. Výnosy, provozní zisky, potažmo čistý zisk za 3Q 2013 tak skončily pod plánovanými hodnotami. O to výraznější meziroční nárůsty výnosů a zisků byly vykázány ve 3Q 2014.

Meziročně silnější kvartál byl tedy všeobecně očekáván, nicméně (jak uvádíme výše) čísla byla nakonec ještě příznivější, než očekával trh. Pozitivně překvapily zejména výnosy, když Pegas zaznamenal dobré prodeje, poté co se mu během třetího čtvrtletí dařilo významněji snižovat skladové zásoby. Silné prodeje tak byly dalším faktorem, který způsobil výše zmíněný téměř 26% meziroční nárůst výnosů.

Lepší než námi očekávané výnosy měly pozitivní dopad do provozních zisků, které rovněž skončily nad odhady. EBITDA zisk tak ve 3Q 2014 dosáhl úrovně 11,9 mil. EUR, což znamenalo 35,9% meziroční zvýšení a provozní zisk po odečtení odpisů (EBIT) vzrostl o 56,4 % y/y na 8,2 mil. EUR. Odpisy ve výši 3,8 mil. EUR byly v souladu s našimi očekáváním a dosáhly obdobné úrovně jako ve stejném období loňského roku, když egyptská linka začala být odepisována právě ve 3Q 2013. Úroveň provozních nákladů byla obecně vyšší, než jsme prognózovali, nicméně to bylo dáno zejména vyššími než odhadovanými prodeji (výnosy). Mírně negativní dopad do provozních nákladů měly ceny polymerů, které mezikvartálně stouply o 0,5 % na průměrnou cenu 1467 EUR/t. My jsme předpokládali, že ceny těchto vstupních materiálů již v průběhu 3Q 2014 alespoň mírně zareagují na výraznější pokles cen ropy, když jsme odhadovali cca 3% mezikvartální pokles cen polymerů. Nestalo se tak, ceny vstupů kulminovaly během července a až během září se trend otočil a nastal pokles.

Do čisté ziskovosti za 3Q 2014 se, vedle příznivého vývoje na provozní úrovni hospodaření, pozitivně promítly kurzové (FX) vlivy, konkrétně výraznější posílení dolaru vůči euru. Z důvodu intervenčního režimu ČNB (nastoleného od listopadu 2013) je volatilita měnového kurzu CZK/EUR nižší, vliv tohoto měnového páru do finanční části výsledovky je tak méně výrazný než dříve (a mělo by tomu tak být i po celý rok 2015 a zřejmě i rok 2016). S rozjetím egyptského závodu tak výraznější FX vlivy přicházejí ze strany vývoje měnového páru USD/EUR. Díky existenci vnitropodnikové půjčky poskytnuté egyptské entitě v objemu cca 65 mil. EUR Pegas každý kvartál provádí její přecenění, což pak resultuje v kurzové zisky/ztráty. Hlavní měnou egyptského závodu je americký dolar, vnitropodniková půjčka je však denominována v eurech, proto musí docházet k pravidelnému přeceňování.

Na provozní úrovni hospodaření neočekáváme ve 4Q 2014 výrazné meziroční změny

Tabulka č.3: Odhad výsledků za 4Q 2014

mil. EUR	4Q 2014	4Q 2013	y/y
Výnosy	54,1	53,2	1,7%
EBITDA	10,5	10,6	-1,1%
EBIT	6,75	6,8	-0,7%
Čistý zisk	4,5	-7,6	-
Zisk na akcii (EUR)	0,97	-0,82	-

zdroj: odhady Fio, Pegas

Pozitivní čistý kurzový vliv tak díky téměř 8% mezikvartálnímu posílení dolaru vůči euru dosáhl výrazných 3,3 mil. EUR. Zejména díky tomu tak čistý zisk za 3Q 2014 zaznamenal výrazný meziroční růst, konkrétně vzrostl téměř čtyřnásobně na hladinu 8,9 mil. EUR. Výše zmíněné FX vlivy jsou však nerealizované (mají pouze účetní dopad do výsledovky), a neovlivňují tak hotovostní pozici společnosti.

Odhady hospodaření za 4Q 2014

V posledním loňském čtvrtletí neočekáváme tak výrazné výsledky jako tomu bylo ve 3Q 2014. Dobré prodeje a s tím spojené výraznější snížení zásob ve 3Q 2014 bude podle našich odhadů v průběhu 4Q 2014 vytvářet tlak na doplnění skladů hotových výrobků. To by mělo tlumit prodeje, potažmo výnosy a ziskovost. Zopakování výnosů jako ve třetím loňském kvartále, tedy ve výši 60 mil. EUR, nepředpokládáme. Náš odhad výnosů pro 4Q 2014 činí 54,1 mil. EUR, což by znamenalo pouze mírné meziroční zvýšení o 1,7 %. Počínaje posledním loňským čtvrtletím již lze počítat, na rozdíl od předchozích kvartálů roku 2014, s obdobnou srovnávací základnou. Od 4Q 2013 již totiž egyptská výrobní linka poprvé významněji přispívala do objemu produkce, prodeje a výsledků hospodaření. Ve 4Q 2013 produkce společnosti, zejména díky Egyptu, poprvé v historii překonala hranici 25 tis. tun (konkrétně 25,1 tis. tun), egyptská linka dle našich odhadů mohla tehdy vyprodukovat cca 3,5 tis. tun, což by indikovalo pozitivní příspěvek do EBITDA kolem 1,5 mil. EUR.

Ve 4Q 2014 očekáváme téměř stejnou úroveň produkce jako ve stejném období předchozího roku, tedy kolem hladiny 25 tis. tun. Příspěvek egyptské linky do celkové výroby tak odhadujeme obdobný jako ve 4Q 2014, tedy kolem 3,5 tis. tun. Jak už jsme naznačili výše, domníváme se, že objem produkce kolem 25 tis. tun by se ve 4Q 2014 nemusel celý projevit do objemu prodeje, a to z důvodu námi predikovaného navýšení zásob. Odhadujeme tak, že prodeje se budou pohybovat blíže hranici 24 tis. tun, což implikuje výše zmíněné výnosy 54,1 mil. EUR.

Provozní zisk EBITDA za 4Q 2014 predikujeme ve výši 10,5 mil. EUR, meziročně téměř beze změny (-1,1 % y/y). Příspěvek egyptského výrobního závodu do EBITDA očekáváme velmi obdobný jako byl ve 4Q 2013, tedy cca 1,5 mil. EUR. Ceny polymerů by již měly v průběhu 4Q 2014 pozitivně reagovat na nedávné propady cen ropy na světových trzích a podle našich odhadů by jejich průměrná cena měla směřovat k úrovni 1400 EUR/t, když ještě ve 3Q 2014 činila 1467 EUR/t. Ceny ropy začaly klesat již od července 2014, nicméně ceny polymerů na tento pokles ještě tehdy nereagovaly a naopak v průběhu 3Q 2014 vykazovaly mírný mezičtvrtletní růst. To je způsobeno jednak tím, že mezi ropou a polymery zase není tak silná provázanost a jednak se projevuje určité časové zpoždění. Díky časovému posunu tak docházelo k postupnému poklesu cen polymerů (tedy cen vstupních materiálů) až ve 4Q 2014, nicméně stále by neměl být tak výrazný (cca 3 – 4 % q/q). Očekáváme však, že pokles cen polymerů by měl pokračovat minimálně v první polovině roku 2015 s pozitivním dopadem do provozních nákladů společnosti.

Výraznější meziroční nárůst čisté ziskovosti za 4Q 2014 kvůli očekávané absenci kurzových ztrát, které byly zaúčtovány ve 4Q 2013

Za rok 2014 očekáváme 15,5% růst EBITDA

V meziročním srovnání by však ve 4Q 2014 dle našich odhadů měly být průměrné ceny polymerů stále mírně výše (o cca 1 – 2 %), když ve 4Q 2013 se pohybovaly kolem úrovně 1390 EUR/t. To by tak mělo mít meziročně mírně negativní dopad do EBITDA. Další mírný negativní vliv očekáváme ze strany personálních nákladů, když ve 4Q 2013 byly pozitivně ovlivněny výraznější depreciačí koruny vůči euru (díky tehdejší intervenci ČNB; Pegas ve svých tuzemských závodech vyplácí mzdové náklady v korunách, avšak vykazuje je v eurech, což při oslabení koruny účetně snižuje náklady v eurech). Tento pozitivní měnový efekt by se ve 4Q 2014 opakovat neměl. Shrňme-li výše uvedené, tak kombinace námi očekávaných nepříliš výrazných výnosů a mírně negativních meziročních vlivů na nákladové straně by měla vést k tomu, že EBITDA za 4Q 2014 by meziročně neměla doznat výraznější změny.

Stejně tak nepředpokládáme výraznější meziroční změnu provozního zisku EBIT. Jeho výši za 4Q 2014 tak očekáváme na úrovni 6,75 mil. EUR, což je o 0,7 % y/y méně. Velikost odpisů by totiž měla být téměř shodná jako ve 4Q 2013, tudíž EBIT za poslední kvartál loňského roku bude dle našich odhadů ovlivněn stejnými vlivy jako EBITDA.

Výraznou meziroční změnu však očekáváme na úrovni konečného výsledku hospodaření, a to zejména díky odlišným měnovým vlivům. Zatímco ve 4Q 2013 Pegas vykázal kvůli tehdejší měnové intervenci ČNB (koruna skokově oslabila vůči euru) výraznou nerealizovanou čistou kurzovou ztrátu ve výši 11,7 mil. EUR, která způsobila čistou ztrátu 7,6 mil. EUR, tak za 4Q 2014 neočekáváme takto výrazný měnový vliv do finanční části výsledovky, resp. do čistého zisku. Predikujeme spíše marginální FX vlivy. Na jedné straně odhadujeme negativní dopad z pohybu měnového páru CZK/EUR kolem 1 mil. EUR, když koruna mezičtvrtletně depreciovala o téměř procento, na straně druhé předpokládáme pozitivní kurzový vliv z měnového páru USD/EUR kolem úrovně 1,5 mil. EUR. Dolar totiž pokračoval v posilování vůči euru i ve 4Q 2014. Zatímco ve 3Q 2014 posílil o cca 8 %, tak v posledním loňském čtvrtletí aprecioval o dalších 4 %, což nám indikuje výše zmíněný nerealizovaný čistý kurzový zisk. Kurzové vlivy plynoucí z měnových párů CZK/EUR a USD/EUR by tak ve 4Q 2014 měly jít proti sobě, celkově tedy očekáváme spíše marginální pozitivní FX efekt v řádu stovek tisíc eur. Čistý zisk za 4Q 2014 tak podle našich odhadů bude ovlivněn zejména provozními výsledky hospodaření a mohl by se pohybovat kolem hladiny 4,5 mil. EUR.

Za celý rok 2014 by mělo díky Egyptu dojít k meziročním růstům na všech úrovních hospodaření.

Z pohledu celého roku 2014 lze předpokládat, že Pegas naplní svůj celoroční cíl ziskovosti, konkrétně meziroční růst EBITDA o 12 – 22 %. Původně jsme očekávali, že EBITDA zisk vykáže růst na spodní hraně stanoveného rozpětí. Po lepším než očekávaném 3Q 2014 náš odhad mírně navyšujeme a předpokládáme za rok 2014 meziroční růst EBITDA o 15,5 % na 44,5 mil. EUR. Společnosti se tak podle našeho názoru podařilo zvládnout rozšíření výrobní kapacity o výrobní linku v Egyptě, podle dosažených výsledků se dařilo naplňovat předjednaný kontrakt s tamním hlavním zákazníkem, producentem hygienických potřeb a dalšího spotřebního zboží Procter&Gamble. Napomohlo tomu i uklidnění politické situace v Egyptě,

**Příspěvek egyptské výrobní linky
do EBITDA za rok 2014
odhadujeme v rozmezí 5 – 6 mil.
EUR**

když ještě v polovině roku 2013 silné občanské nepokoje částečně paralyzovaly ekonomiku země, což omezovalo produkci a prodeje z tehdy se rozbíhající nové egyptské linky. Rok 2014 byl v Egyptě z tohoto pohledu klidný a výroba z egyptského závodu tak probíhala relativně plynule. Odhadujeme, že příspěvek egyptské výrobní linky do celkové roční produkce činil cca 13 tis. tun, což podle našich propočtů znamená příspěvek do EBITDA v rozmezí 5 – 6 mil. EUR. Celkovou produkci za rok 2014, tedy včetně devíti tuzemských výrobních linek, očekáváme ve výši 99,3 tis. tun, což je meziroční nárůst o 9,2 %. To by mělo podle našich odhadů indikovat zvýšení výnosů o 13,4 % y/y na úroveň 225,9 mil. EUR

Pozitivní vliv do očekávaných solidních výsledků za rok 2014 by měl mít rovněž proces vývoje, kvalifikace a komercializace nových materiálů, jenž proběhl v roce 2013. Díky tomu v průběhu ložského roku postupně docházelo k dalšímu posunu produktového portfolia směrem k technologicky vyspělejšími materiálům (tedy k lehkým a bi-komponentním textiliím), ze kterých získává Pegas větší ziskové marže s pozitivním dopadem do provozní ziskovosti. Očekáváme, že za rok 2014 se budou tržby z těchto technologicky vyspělejších textilií podílet na celkových tržbách ze segmentu hygieny zhruba 40 %, což by byl meziroční nárůst o cca 10 procentních bodů.

Provozní zisk EBIT očekáváme ve výši 29,7 mil. EUR, meziročně více o 16,5 %. Růst EBITu byl tlumen meziročně vyššími odpisy, když se do nich již v plné míře projevilo odepisování egyptské výrobní linky. Za celý rok 2014 tak předpokládáme jejich meziroční nárůst o 13,5 % na 14,85 mil. EUR.

Čistý zisk odhadujeme na úrovni 24 mil. EUR, což je výrazně více oproti zisku 1,4 mil. EUR vykázaném za rok 2013. Tento rozdíl je způsoben výhradně nerealizovanými (tedy necashovými) kurzovými vlivy. Jak jsme již uvedli výše, zatímco v roce 2013 byla čistá ziskovost výrazně negativně ovlivněna skokovou depreciací koruny vůči euru, tak v roce 2014 byl konečný výsledek hospodaření naopak pozitivně ovlivněn výraznější aprecií dolaru vůči euru. Znovu opakujeme, že tyto mnohdy obtížně predikovatelné kurzové výkyvy mají pouze účetní dopad a neovlivňují tak hotovostní pozici společnosti.

Rok 2015 – očekáváme pozitivní vliv do ziskovosti ze strany nižších cen vstupů

Letošní rok by měl být rokem, ve kterém neočekáváme žádné rozšíření výrobních kapacit. V tomto směru tak letos nelze čekat takové pozitivní impulsy do hospodářských výsledků, jaké byly k vidění na konci roku 2013 a v průběhu roku 2014, kdy meziroční srovnání bylo ovlivněno rozšířením výrobní kapacity o egyptskou linku. Bude tak do značné míry záležet na tom, jak se bude Pegasu dařit naplňovat výrobní kapacity, a to zejména v Egyptě, kde ještě podle našich odhadů společnost má potenciál navyšovat objem výroby a prodejů. Důležitým faktorem také bude, do jaké míry bude volatilní poptávka po produktech Pegasu. Ta se sice v delším období vyznačuje svojí stabilitou (vzhledem k defenzivnímu charakteru odvětví, ve kterém společnost podniká), nicméně krátkodobě (v jednotlivých čtvrtletích) může docházet k neočekávaným výkyvům.

Makroekonomické i mikroekonomické prostředí indikuje spíše stabilitu.

Z makroekonomického pohledu by rok 2015 neměl přinést nějaká zásadnější negativa, nicméně ve vyspělých západoevropských ekonomikách pravděpodobně uvidíme spíše pouze mírné růsty HDP. Ekonomika eurozóny by dle prognózy Evropské centrální banky měla letos stoupnout o 1 %, obdobným tempem by dle odhadů německé vlády a německé centrální banky mělo růst i Německo. Výrazněji by však mohly oživit středoevropské ekonomiky. Tak např. české hospodářství by v roce 2015 dle prognóz MFČR a ČNB mělo navázat na loňský růst a vykázat tempo růstu blízko 2,5 %. V relativně dobré kondici by měla být i polská ekonomika s odhadovaným růstem okolo 3 %. Vývoj evropských ekonomik by tak dle našeho názoru neměl představovat výraznější rizika pro vývoj poptávky po produktech Pegasu, spíše by měl představovat stabilitu.

Mikroekonomický pohled rovněž nenapovídá tomu, že by evropský trh s netkanými textiliemi měl v letošním roce prodělat nějaký zásadnější otřes. Trh je podle našeho názoru stabilizovaný. Po určité nejistotě, která vznikla na podzim roku 2012, kdy americká společnost Kimberly-Clark (jeden ze zákazníků Pegasu) oznámila stažení prodeje svých dětských plenek z velké části Evropy (konkrétně v průběhu roku 2013 Kimberly-Clark (KC) ukončil své podnikání v pěti výrobních závodech, které se nacházely ve Velké Británii, Španělsku a Polsku) nakonec nedošlo ke zmenšení evropského trhu s netkanou textilií, když uvolněné místo po KC převzala konkurence. Navíc podstatným faktem pro Pegas bylo to, že KC neuzavřel svou výrobu v tuzemském městě Jaroměř, kam Pegas v rámci spolupráce s KC dodává nejvíce. Aktuálně tak nejsou signály, že by nějaký z velkých producentů hygienických potřeb plánoval ukončení výroby na evropském trhu. Určitou nejistotu a rizika spatřujeme v dění ohledně ruské ekonomiky, která zřejmě letos bude procházet hospodářskou recesí. V posledních letech tvoří výnosy plynoucí ze střední a východní Evropy včetně Ruska největší podíl na celkových výnosech Pegasu (pohybuje se kolem 45 - 50 %, zatímco podíl výnosů ze západní Evropy činí kolem 35 – 45 %). Konkrétní podíl ruského trhu Pegas neuvádí, nicméně management společnosti naznačil, že dodávky zboží do Ruska jsou marginální (podíl na tržbách by měl být menší než 5 %). Navíc loňské sankce EU uvalené na Rusko by se neměly týkat exportu netkaných textilií. V kontextu celkového hospodaření společnosti tak dění v Rusku představuje podle našeho názoru spíše menší než větší riziko.

V roce 2015 vidíme prostor pro větší využití kapacity egyptské linky

Egyptský výrobní závod již v roce 2014 solidně přispíval do celkového hospodaření firmy. Přesto podle našich propočtů nebyla v loňském roce zdaleka využita výrobní kapacita této nové linky. Ta by se měla pohybovat v rozmezí 17 – 20 tis. tun netkaných textilií ročně. Jak uvádíme výše, odhadujeme, že Pegas v roce 2014 vyrobil v Egyptě cca 13 tis. tun. Pegas prozatím dodává své zboží v této zemi pouze jednomu zákazníkovi, a to globální firmě Procter&Gamble. S tímto velkým odběratelem měl Pegas uzavřený dlouhodobý kontrakt ještě před zahájením výstavby egyptské linky, jinými slovy Pegas svou egyptskou investicí následoval svého zákazníka. Nicméně společnost má za cíl si v Egyptě postupně budovat další obchodní kontakty a posilovat svojí pozici. Konkrétně v bezprostředním okolí výrobního závodu Pegasu by měly působit dva výrobci dětských plen (turecká firma Hayat a jeden lokální producent) a cca 150 km daleko by měl působit jeden japonský výrobce, jenž dokončoval výstavbu své fabriky v loňském roce.

Na konci roku 2014 konkurenční turecká firma Gülsan spustila výrobní linku v Egyptě

Z tohoto výše uvedeného okruhu potenciálních zákazníků management Pegasu reálněji hovoří o dvou z nich. Navázání obchodních kontaktů s těmito výrobci tak podle našeho názoru nelze vyloučit již v průběhu letošního roku, což by mohlo alespoň mírně podpořit letošní produkci a prodeje. Potenciál navýšení dodávek však spatřujeme i současněmu zákazníkovi Procter&Gamble, když naše odhadovaná loňská produkce kolem 13 tis. tun je pod výrobním potenciálem egyptského závodu.

Na druhou stranu Pegas se pohybuje na poměrně vysoce konkurenčním trhu, a to jak v Evropě, tak na blízkovýchodních trzích. Na konci roku 2014 turecká společnost Gülsan spustila poblíž závodu Pegasu (v té samé průmyslové zóně u Káhiry) výrobní linku o roční kapacitě 20 tis. tun. Investici v Egyptě jak Pegas, tak Gülsan tehdy oznámily téměř současně (bylo to v druhé polovině roku 2011). Management Pegasu tak již dopředu věděl, že poblíž svého závodu bude mít konkurenci. Tato situace tak nyní nastává (podle původních plánů měl Gülsan otevřít linku již ve druhé polovině roku 2013) a Pegas tak od letoška bude v Egyptě čelit větší konkurenci.

Proto náš odhad letošní produkce je spíše konzervativní, na jednu stranu se v něm odráží výše zmíněný potenciál navýšení produkce (prodeje) z egyptské linky, na druhou stranu bereme v potaz silnější konkurenční prostředí v Egyptě. Domníváme se, že pozitivní faktory přeci jen mírně převýší ty rizikové a že Pegas o něco navýší produkci z Egypta. Ta by se podle našich odhadů mohla letos meziročně navýšit o cca 3 tis. tun na 16 tis. tun, na kvartální bázi to pak indikuje zvýšení z loňských cca 3,2 tis. tun na zhruba 4 tis. tun. Předpokládáme tedy, že celková produkce (prodeje) za rok 2015 by mohla mírně převýšit hranici 100 tis. tun, konkrétně čekáme 102,6 tis. tun, meziročně více o 3,3 %. To pak indikuje výnosy kolem hladiny 227 mil. EUR, meziročně vyšší o 0,4 %. Výraznějšímu letošnímu růstu výnosů budou podle našich odhadů bránit klesající ceny polymerů (vstupních surovin), když zejména v druhé polovině roku 2015 očekáváme, že výnosy budou negativně ovlivněny mechanismem přenesení cen. Předpokládaný pokles cen polymerů z první poloviny letošního roku zřejmě Pegas (v rámci mechanismu přenesení cen) promítne do cen finální produkce, což by mělo tlumit výnosy.

Průměrnou cenu polymerů za rok 2015 odhadujeme kolem úrovně 1300 EUR/t, což je oproti vrcholu ze srpna 2014 pokles o cca 15 %.

S klesající ropou půjdou letos níže rovněž ceny polymerů – pozitivní vliv do EBITDA a provozní marže

Na úrovni provozního zisku EBITDA však v letošním roce očekáváme výraznější růst než u výnosů. Pozitivní efekt předpokládáme zejména z nákladové strany, když klesající trend v cenách polymerů by měl podle našich odhadů pokračovat i v první polovině roku 2015. Předpokládáme, že výrazný pokles cen ropy, která od poloviny roku 2014 ztratila zhruba 50 % své hodnoty, povede v průběhu letošního roku k poklesu cen polymerů až k úrovním kolem 1300 EUR/t, resp. v průměru za letošní rok očekáváme cenu kolem 1300 EUR/t, což je pokles o téměř 15 % ve srovnání s cenami z loňského srpna. Tlak na výraznější pokles cen vstupních materiálů očekáváme spíše v první polovině roku 2015, kdy ceny mají dle našich odhadů potenciál se podívat i pod hranici 1300 EUR s tím, že stabilizaci či mírný růst očekáváme v druhé polovině roku. Náklady na vstupní suroviny (na nákup polymerů) tvoří zhruba 70 % provozních nákladů společnosti, proto mají značný vliv na EBITDA.

**Emise dluhopisů může přinést
roční úsporu úrokových nákladů
kolem 1 mil. EUR**

EBITDA zisk tak za rok 2015 predikujeme na úrovni 47,7 mil. EUR, meziročně vyšší o 7,1 %. Očekáváme, že management společnosti jako již tradičně zveřejní výhled EBITDA na letošní rok v březnu při oznámení výsledků za loňský rok. Téměř žádnou změnu neočekáváme u odpisů, měly by se tak za letošek pohybovat kolem hladiny 14,8 mil. EUR. Provozní zisk po odečtení odpisů (EBIT) tak predikujeme meziročně výše o 10,6 % na 32,8 mil. EUR.

Pozitivní vliv do čistého zisku očekáváme ze strany úspor na úrokových nákladech, naopak ho mohou brzdit kurzové vlivy

Na úrovni čistého zisku nicméně letos nečekáme výraznější meziroční změnu. Předpokládáme, že Pegas za rok 2015 bude realizovat čistý zisk kolem úrovně 24,3 mil. EUR, o 1,6 % meziročně vyšší. V letošním roce totiž nepředpokládáme tak výrazně pozitivní nerealizované kurzové zisky jako v loňském roce, kdy se do finanční části výsledovky příznivě promítlo skokové posílení dolaru. Domníváme se, že i v průběhu letošního roku mohou spíše převládat tlaky na posilování dolaru vůči euru, když americká centrální banka Fed může mít tendenci postupně praktikovat měnovou restriktci (zvyšování úrokových sazeb), zatímco v Evropě převládají názory, že Evropská centrální banka ještě více uvolní svojí měnovou politiku. Jinými slovy i letos počítáme, že pohyby na měnových párech CZK/EUR a USD/EUR budou mít spíše pozitivní vliv do čistého zisku, nicméně námi predikované čisté kurzové zisky kolem úrovně 2 mil. EUR by měly být nižší než v roce 2014, kdy predikujeme pozitivní FX vliv ve výši cca 4,6 mil. EUR.

Pozitivní efekt do čistého zisku by dle našich odhadů měly přinést úspory na úrokových nákladech, a to díky emisi čtyřletých korunových dluhopisů, jenž byla uskutečněna v listopadu 2014. Pegas se touto emisí rozhodl diversifikovat svojí zadluženost, když doposud byl dluh tvořen pouze bankovním úvěrem, resp. úvěrovým rámcem a rovněž se snažil využít příznivých podmínek na trhu, tedy nízkých úrokových sazeb. Konkrétně společnost emitovala dluhopisy v objemu 2,5 mld. Kč (cca 90 mil. EUR), a to za emisní kurz 99,583 %. Fixní roční úrokový kupón byl stanoven ve výši 2,85 %. Započítáme-li do výnosu emisní kurz, pak celkový výnos dluhopisu činí 2,95 %.

Z celkového pohledu hodnotíme uskutečněnou emisi jako úspěšnou, investoři projevili ve veřejné nabídce zájem o dluhopisy Pegasu (poptávka převyšovala nabídku), čemuž nasvědčuje upsaný objem ve výši 2,5 mld. Kč (když my jsme očekávali cca 2,1 mld. Kč) a příznivý úrokový výnos. Náš odhad výnosu se pohyboval okolo 3,2 – 3,3 %, nakonec dosáhl úrovně 2,95 %. Úroková sazba z bankovního úvěru se pohybuje kolem úrovně 4 % (není fixní, závisí na vývoji finančního kovenantu v podobě ukazatele čistý dluh/EBITDA), což značí úsporu na úrokových nákladech. Celkový hrubý dluh Pegasu by se podle našich odhadů měl nyní (ke konci roku 2014) pohybovat kolem úrovně 153 mil. EUR (k 30. září 2014 činil 150,4 mil. EUR). Management společnosti již dopředu indikoval, že veškerý příjem z emitovaných dluhopisů bude použit na částečné splacení bankovního dluhu. Po emisi by tak dluh společnosti měl být tvořen z 60 % dluhopisy (cca 90 mil. EUR) a ze 40 % bankovním úvěrem (cca 60 mil. EUR). Převaha níže úročených dluhopisů v celkovém dluhu tak podle našeho odhadu povede k roční úspoře úrokových nákladů kolem 1 mil. EUR.

CAPEX na případnou druhou egyptskou linku odhadujeme kolem úrovní 50 mil. EUR (o cca 20 % níže než u první linky)

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

rok	2014	2015	2016	2017	2018
Objem produkce	99,3	102,6	103,6	120,1	123,6

zdroj: odhady Fio

Rok 2015 by měl přinést rozhodnutí ohledně výstavby druhé egyptské linky

Zřejmě nejzajímavější a nejdůležitější informací letošního roku by mělo být rozhodnutí o případném rozšíření egyptského závodu o další výrobní linku. Podle vyjádření managementu by rozhodnutí mělo padnout v průběhu první poloviny roku. Pegas o eventualitě dvou egyptských výrobních linek již hovoří od oznámení zahraniční expanze, tedy od druhé poloviny roku 2011. Naše očekávání (a domníváme se, že i očekávání většiny trhu) dlouhodobě zahrnují dvě egyptské výrobní linky. V naší nové analýze na společnost Pegas tento předpoklad nadále držíme. Byť se nám jeví, že dřívější vyjádření managementu o rozšíření egyptského závodu byla více optimistická než vyjádření z loňského roku, ve kterých jsme již přeci jen zaznamenali více opatrnosti (zřejmě po zkušenostech ze silných občanských nepokojů z léta 2013). Stále se však domníváme, že existuje větší pravděpodobnost investice do další linky než varianta jejího zavrnutí.

Management Pegasu se opakovaně vyjadřuje, že do výstavby druhé egyptské linky se pustí v případě, pokud bude mít zajištěn odbyt, resp. kontrakt se zákazníkem (což je ostatně dlouhodobá strategie společnosti, rozšiřovat kapacity jen v případě zajištění odpovídající poptávky). Faktem zůstává, že společnost již vypracovává projektovou dokumentaci na výstavbu druhé linky, plány tak jistě mají reálné obrysy. Potřebná infrastruktura byla již postavena v rámci výstavby první linky (tzn. např. příjezdové komunikace, sklady apod.). V rámci druhé fáze egyptské expanze by kromě nákupu a montáže samotné linky měla být postavena již jen jedna hala. To znamená, že investiční výdaje (CAPEX) na tuto expanzi by měly být dle našich odhadů zhruba o 20 % nižší než u výstavby první linky. CAPEX na druhou egyptskou linku tak odhadujeme kolem úrovně 50 mil. EUR.

I přesto, že Pegas bude muset od letošního roku v Egyptě (jak uvádíme výše) čelit silnějšímu konkurenčnímu prostředí, tak potenciál navázat obchodní kontakty s dalšími (výše zmíněnými) zákazníky je nemalý a podle našeho názoru relativně silný. Navíc se domníváme, že existuje i možnost navýšit kontrakt se stávajícím zákazníkem v Egyptě, s firmou Procter&Gamble.

Střednědobý výhled hospodaření

Tabulka č.4: Výhled hospodaření

mil. EUR	2014	2015	2016	2017	2018
Výnosy	225,9	226,9	229,8	264,5	271,8
EBITDA	44,5	47,7	46,7	52,2	53,8
Odpisy	14,8	14,8	15,6	18,0	18,0
EBIT	29,7	32,8	31,1	34,2	35,8
Čistý zisk	24,0	24,3	21,0	27,0	26,8

zdroj: odhady Fio

Druhá egyptská linka by mohla být spuštěna v průběhu 4Q 2016, její dopad do hospodaření za rok 2016 tak ještě bude marginální

Ohledně střednědobého vývoje hospodaření bude zásadní, zda Pegas rozšíří svojí výrobní kapacitu o druhou egyptskou linku či nikoliv. Pokud nerozšíří, pak se podle našich odhadů ve střednědobém horizontu (2016 – 2018) EBITDA zisk stabilizuje kolem úrovně 45 mil. EUR. S rozšířením výrobní kapacity však bude mít společnost potenciál navýšit svojí provozní ziskovost k úrovním přesahující hranici 50 mil. EUR. Jak uvádíme výše, my v naší prognóze hospodaření stále počítáme s investicí do druhé egyptské linky.

Pokud se management Pegasu v první polovině letošního roku rozhodne pro rozšíření výrobní kapacity v Egyptě, pak předpokládáme, že k náběhu druhé linky by mohlo dojít někdy v průběhu 4Q 2016. Podle předchozích zkušeností lze odhadnout, že doba od zahájení výstavby výrobní linky do jejího spuštění trvá zhruba rok a čtvrt. Pokud budeme počítat s tím, že Pegas začne stavět linku zhruba v polovině roku 2015, pak její spuštění a náběh spadá do 4Q 2016 (pokud vše půjde dle plánu).

Předpokládáme tak, že výsledky hospodaření za rok 2016 ještě prakticky nebudou ovlivněny rozšířením výrobní kapacity a měly by být na obdobné úrovni jako v roce 2015. Konkrétně výnosy odhadujeme na úrovni 229,8 mil. EUR (+1,3 % y/y) a EBITDu ve výši 46,7 mil. EUR (-2,1 % y/y). Ve své predikci na rok 2016 již počítáme s určitým nárůstem cen vstupních materiálů poté, co v roce 2015 očekáváme jejich dno. To by mělo ve srovnání s rokem 2015 navyšovat provozní náklady s negativním dopadem do EBITDA. Proto za rok 2016 odhadujeme mírný meziroční pokles EBITDA. Naproti tomu u výnosů predikujeme výše zmíněný mírný meziroční růst, když vyšší cena vstupních materiálů by díky mechanismu přenesení cen mohla v průběhu roku 2016 jejich úroveň spíše podporovat. Mírný pozitivní dopad do výnosů může mít rovněž spuštění druhé egyptské linky. Pokud by se podařilo zprovoznit tuto linku v průběhu 4Q 2016 a postupně by nabíhal její komerční provoz, pak vidíme její (byť jen marginální) příspěvek do celkové produkce kolem úrovně 1000 tun. Objem produkce (a prodeje) by se tak za rok 2016 mohla pohybovat kolem úrovně 103 – 104 tis. tun., meziročně výše o cca 1 %.

Provozní zisk EBIT za rok 2016 očekáváme meziročně nižší o 5,4 % na úrovni 31,1 mil. EUR. Námi předpokládané spuštění druhé egyptské linky na konci roku 2016 by již mělo ovlivnit velikost odpisů. Díky zařazení druhé linky do majetku by podle našich odhadů mělo v roce 2016 dojít k cca 5% meziročnímu zvýšení odpisů na 15,6 mil. EUR, a to by mělo způsobit výše zmíněný pokles EBITu.

S prodlužujícím se časovým horizontem se u společnosti Pegas hůře predikuje velikost čistého zisku, resp. dopad kurzových vlivů do finanční části výsledovky. Čisté kurzové zisky/ztráty se odvíjí od konkrétních mezikvartálních změn měnových párů CZK/EUR a USD/EUR, jenž jsou pro střednědobý horizont těžko predikovatelné. Lze však nastínit trend a my se domníváme, že i v roce 2016 bude ČNB pokračovat v intervenčním režimu a držet kurz CZK/EUR nad 27 korunami. Za rok 2016 tak neočekáváme ze strany měnového páru CZK/EUR výraznější kurzový vliv do čistého zisku. Na dolaru predikujeme spíše jeho oslabování a návrat nad úroveň 1,20 USD/EUR. Za rok 2016 tak odhadujeme pouze mírný pozitivní kurzový vliv kolem 0,5 mil. EUR, což je meziročně méně o zhruba 1,5 mil. EUR.

Najetí druhé egyptské linky na plný komerční výkon by mělo navýšit roční produkci k hranici 120 tis. tun

Příspěvek druhé egyptské linky do EBITDA za rok 2017 odhadujeme kolem 7 mil. EUR

Čistý zisk za rok 2016 tak zejména kvůli predikovaným meziročně nižším kurzovým ziskům odhadujeme meziročně slabší o 13,8 % na úrovni 21 mil. EUR. V průběhu roku 2017 by již podle našeho názoru mohla ČNB opustit intervenční režim, což by mělo vytvářet tlak na postupnou apreciaci koruny pod 27 CZK/EUR s pozitivním vlivem do čistých kurzových zisků, potažmo do čistého zisku za rok 2017. Kvůli hůře predikované čisté ziskovosti ovlivněné nerealizovanými (nehotovostními a tedy účetními) kurzovými změnami nemá mezi investory velikost čistého zisku takový význam (váhu) jako velikost provozních zisků, které jsou tak více sledované a představují hlavní benchmark co se týče hospodaření společnosti (i kvůli předpokládanému vývoji dividend).

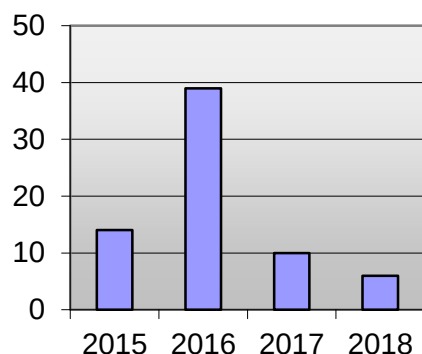
Druhá egyptská linka by měla výrazněji ovlivnit až výsledky za rok 2017

S námi předpokládanou druhou egyptskou výrobní linkou, jejíž kapacita by se podle vyjádření managementu mohla pohybovat v rozmezí 20 – 25 tis. tun (což je o něco více než kapacita té první na úrovni 17 – 20 tis. tun), se podle našich odhadů může objem produkce za rok 2017 vyšplhat k úrovním kolem 120 tis. tun, tedy meziročně o cca 16 % více. To nám indikuje výnosy ve výši 264,5 mil. EUR, o 15 % y/y vyšší. Náš odhad objemu produkce je spíše konzervativnější. Sice již počítáme s tím, že výrobní linka od roku 2017 (cca v průběhu 1Q 2017) postupně najede na plný komerční výkon, to však nemusí znamenat, že se přiblíží plné výrobní kapacitě. Je třeba konzervativně počítat např. s vývojem, kvalifikací, a komercializací nových materiálů a tedy v určitých vlnách se opakující obnovou produktového portfolia (poslední větší vlna obnovy produktového mixu proběhla v roce 2013), což znamená větší či menší zásahy do výrobních technologií a to do určité míry zpomaluje výrobní proces. Je třeba rovněž počítat s plánovanými i neplánovanými odstávkami výrobních linek, s možnými krátkodobějšími výkyvy v poptávce. Obecně první rok náběhu výrobní linky do plného komerčního procesu sebou většinou nepřináší takovou plynulost výroby, jako kdyby linka vyráběla několik let v řadě. Navíc pokud se jedná o spouštění linky v Egyptě, kde rizika rozjetí výroby jsou přeci jen vyšší než u tuzemských linek.

EBITDA za rok 2017 predikujeme meziročně vyšší o 11,9 % na úrovni 52,2 mil. EUR. Příspěvek druhé egyptské linky do EBITDA by tak mohl činit cca 7 mil. EUR, tedy o něco vyšší než predikujeme u první linky za rok 2014, když by se podle našeho názoru měla projevit plánovaná vyšší výrobní kapacita druhé linky. Po odečtení odpisů očekáváme provozní zisk (EBIT) ve výši 34,2 mil. EUR, což je meziroční nárůst o 10,2 %. Se zařazením druhé egyptské linky do majetku počítáme ve 4Q 2016, v roce 2017 by se tak již měly odpisy z druhé egyptské linky plně projevit do jejich celkové výše. Oproti roku 2016 tak počítáme s 15% navýšením odpisů na úroveň kolem 18 mil. EUR.

Ve výhledu let 2018 a 2019 by měla výrobní kapacita Pegasu (tedy devět tuzemských a dvě egyptské linky) umožňovat vyrábět a prodávat ročně kolem 125 tis. tun netkaných textilií. Domníváme se tak, že výnosy mají potenciál se dále posunout do rozmezí 270 – 275 mil. EUR a EBITDA zisk k 54 – 55 mil. EUR ročně. Plná, 100%, výrobní kapacita společnosti by dle našich odhadů měla dosahovat až úrovní kolem 130 tis. tun, ale díky výše nastíněným faktorům jí většinou nebývá dosahováno.

Graf č.5: Výhled CAPEX (mil. EUR)



zdroj: odhady Fio

Očekávaný vývoj CAPEX

Za rok 2014 by podle zpřesněného výhledu samotné společnosti měly investiční výdaje (CAPEX) činit kolem 10 mil. EUR. To je výrazný 74% meziroční pokles. Takovýto propad CAPEX byl všeobecně očekáván, jelikož první egyptská linka byla dostavěna v roce 2013 a nové investice do rozšíření kapacit pro rok 2014 plánovány nebyly. Došlo pouze k doplatku za Egypt v objemu 5 mil. EUR, 3 – 4 mil. EUR by měly tvořit tzv. udržovací (maintenance neboli pravidelně se opakující) CAPEX a zbylých cca 1 mil. EUR představovalo menší investici do technického vylepšení linek. Pokud Pegas bude investovat do rozšíření egyptského závodu pak CAPEX porostou a vrcholu by podle našich odhadů mohly dosahovat v roce 2016. Jak už jsme uvedli výše, CAPEX na druhou egyptskou linku očekáváme kolem hladiny 50 mil. EUR. Pegas většinou své investiční náklady na výstavbu linky rozvrhuje do tří let. Pokud společnost letos začne s výstavbou linky, pak CAPEX na Egypt (neboli tzv. development CAPEX) za letošek očekáváme cca 10 mil. EUR. Zbylých zhruba 4 mil. EUR by podle našich odhadů připadalo na udržovací CAPEX. Nejvyšší investiční výdaje čekáme v roce 2016, a to blízko hranice 40 mil. EUR s tím, jak by měla být postupně dokončována druhá linka v Egyptě. Výraznější pokles, na cca 10 mil. EUR, očekáváme v roce 2017, když doplatek za Egypt předpokládáme kolem 5 mil. EUR a zbytek budou tvořit udržovací CAPEX.

Z obecného hlediska lze konstatovat, že pokud Pegas zrovna neinvestuje do rozšíření výrobních kapacit, pak CAPEX jsou relativně nízké, jelikož investice do údržby výrobních linek se aktuálně pohybují pouze kolem 4 mil. EUR ročně.

Vývoj zadluženosti

Na Pegas i nadále v našich predikcích nahlížíme jako na společnost, která bude i v budoucích letech ke svému financování využívat cizích zdrojů. Zadluženost Pegasu v posledních letech rostla z úrovně 2,6x čistý dluh/EBITDA vykázané v roce 2010 až na 3,8x v roce 2013 s tím, jak společnost investovala do rozšíření výrobních kapacit (v roce 2011 nová výrobní linka v ČR, následně v roce 2013 linka v Egyptě). Zadlužení společnosti lze tak v kontextu sektorového srovnání hodnotit spíše jako nadprůměrné, když u některých veřejně obchodovaných konkurenčních firem se pohybuje kolem 2x čistý dluh/EBITDA.

Na druhou stranu, relativně vyšší zadlužení zatím investoři nevnímají negativně, což reflektovali a reflektují ve svých požadovaných úrokových sazbách, když úroková sazba z bankovního úvěru se pohybuje kolem příznivých 4 % a úrokový výnos z nově emitovaných dluhopisů je dokonce na úrovni 3 %. Jak bankovní, tak dluhopisový věřitelé tak podle našeho názoru vnímají příznivě necyklické odvětví, v němž Pegas podniká, vnímají pozitivně, že společnost generuje stabilní provozní cash flow (za poslední čtyři roky v průměru 30 mil. EUR ročně), že investice z posledních let do rozšíření výrobních kapacit se podařily a přispívají do provozní ziskovosti.

Domníváme se, že zadluženost Pegasu měřená ukazatelem čistý dluh/EBITDA dosáhla svého vrcholu v roce 2013 a nyní se nachází

Po poklesu zadluženosti z let 2014 a 2015 její opětovný nárůst očekáváme v roce 2016 kvůli předpokládané další investici v Egyptě.

v klesajícím trendu, a to jednak díky výrazně nižším investičním výdajům, což umožnilo uvolnit část hotovosti na mírné snížení hrubého dluhu (zatímco na konci roku 2013 společnost vykazovala dluh z bankovního úvěru ve výši 160,4 mil. EUR, tak na konci roku 2014 odhadujeme velikost dluhu (bankovní úvěr plus dluhopisy) kolem úrovně 153 mil. EUR) a jednak díky rostoucí EBITDA. Na konci roku 2014 by tak podle našich odhadů měla činit relativní zadluženost v rozmezí 3,2 – 3,3x čistý dluh/EBITDA.

Její další pokles očekáváme i v letošním roce, kdy by se dle našich predikcí mohla dostat pod úroveň tří násobku čistý dluh/EBITDA (konkrétně čekáme cca 2,7 – 2,8x). Pozitivní efekt do zadluženosti by stále měly mít relativně nízké CAPEX (pro rok 2015 námi odhadovaných 14 mil. EUR je stále výrazně méně než cca 40 mil. EUR z let 2011, 2012 a 2013), solidní vývoj hotovosti a meziroční růst EBITDA.

Nárůst zadluženosti predikujeme v roce 2016, její úroveň by se mohla dostat k hladině 3,2x čistý dluh/EBITDA, a to kvůli předpokládanému rozšíření egyptského závodu o druhou linku. Námi odhadované výrazně vyšší CAPEX kolem 40 mil. EUR budou vytvářet tlak větší čerpání bankovního úvěrového rámce, očekáváme rovněž i meziroční pokles hotovosti a EBITDA zisk předpokládáme na obdobné úrovni jako v roce 2015. Výsledkem této kombinace by měl být výše naznačený nárůst ukazatele čistý dluh/EBITDA. Námi předpokládané rozjetí druhé egyptské linky by mělo od roku 2017 přinést nárůst provozní ziskovosti a s tím tedy i pokles zadlužení. To by dle našich odhadů mělo klesat k přijatelné úrovni 2,5x čistý dluh/EBITDA.

Počítáme s refinancováním bankovního úvěru v polovině roku 2015

Splatnost bankovního úvěru (úvěrového rámce) ve výši 180 mil. EUR je v květnu 2016. Před emisí dluhopisů činil bankovní úvěr cca 150 mil. EUR. Pegas tak čerpal úvěrový rámec z cca 80 %. Jak uvádíme výše, po emisi dluhopisů by měl letos úvěr klesnout do rozmezí 60 – 70 mil. EUR. V první polovině roku 2016 očekáváme, že (v kontextu investice v Egyptě) jeho úroveň přesáhne 70 mil. EUR. Jelikož ve svých predikcích neočekáváme, že Pegas bude generovat takovou hotovost, aby mohl v polovině roku 2016 splatit bankovní úvěr v objemu kolem 70 mil. EUR, tak pravděpodobně dojde k jeho refinancování. Pro Pegas a jeho bankovní věřitele není refinancování nic nového. Již v roce 2011 došlo k refinancování předchozího úvěru na ten stávající. S ohledem na předchozí praxi očekáváme, že Pegas se s bankami dohodne na refinancování zhruba rok před splatností úvěru, tedy v první polovině roku 2015. Nastavení úvěrového rámce předpokládáme v rozmezí 160 – 180 mil. EUR.

V kontextu výše uvedeného předpokládáme, že Pegas si v budoucnu zajistí dostatek likvidity, aby v roce 2018 splatil čtyřleté dluhopisy v objemu 90 mil. EUR. Odhadujeme, že k tomu společnost využije mixu vlastní hotovosti a čerpání úvěrového rámce. Pokud si Pegas svým hospodařením udrží i v budoucnu dostatečnou důvěru investorů, pak nevylučujeme refinancování novou emisí dluhopisů.

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

rok	2013	2014	2015	2016	2017
dividenda	1,05	1,10	1,15	1,15	1,20

zdroj: odhady Fio; roky 2013 a 2014: skutečnost
pozn.: jedná se o dividendu vyplacenou v daném roce ze zisku předchozího roku a nerozděleného zisku minulých let

Dividendová politika

Náš názor na dividendovou politiku Pegasu neměníme a nadále předpokládáme, že společnost bude mít tendenci i v příštích letech vyplácet stabilní až mírně progresivní dividendu. Do jaké míry bude jen stabilní a do jaké míry mírně progresivní bude podle našeho názoru závislé na investiční aktivitě společnosti. Pokud se bude jednat o rok, ve kterém společnost bude chtít vynakládat značné zdroje na rozšiřování výrobních kapacit, pak se domníváme, že management nebude mít tendenci příliš navyšovat dividendu a bude jí spíše držet stabilní. Naopak při plánovaných nižších investičních výdajích by měla být větší ochota navyšovat dividendu o již tradičních 5 eurocentů ročně. Pro letošní rok tak odhadujeme navýšení dividendy z 1,10 EUR na 1,15 EUR na akcii. V našich predikcích na rok 2015 sice již počítáme s určitými CAPEX na druhou egyptskou linku, nicméně neměly by být ještě tak zásadní na to, aby nemohla být navýšena dividendu. Navíc provozní zisk EBITDA by za rok 2014 měl dosáhnout slušné úrovně (očekáváme +15,5 % y/y) a objem nerozděleného zisku minulých let by měl být i nadále značný (na konci roku 2014 predikujeme jeho výši v rozmezí 110 – 120 mil. EUR. Všechny faktory nám tak indikují, že by v letošním roce mohla být vyplacena dividendu 1,15 EUR na akcii. S predikcí dividendy vyplacené v roce 2016 to nebude tak jednoznačné. Námi předpokládaná výstavba druhé egyptské linky může způsobit, že management bude opatrnější a je možné, že ponechá meziročně stejnou dividendu (stejně jako to udělal v roce 2013). Nárůst na 1,20 EUR/akcie prognózuje až v roce 2017. Odhadujeme tak, že Pegas bude i nadále svým akcionářům nabízet slušný dividendový výnos okolo 5 %.

Sektorové srovnání

Tabulka č.7: Sektorové srovnání

	P/E	EV/EBITDA	P/S	EBITDA marže (%)
Fiberweb	n/a	n/a	n/a	10,50
Avgol	12,07	7,82	0,70	14,40
Suominen	52,84	4,43	0,50	12,80
Ahlstrom	n/a	5,82	0,40	3,30
Providencia	23,45	11,22	0,90	7,50
Schouw & co	11,81	6,92	0,60	9,90
průměr	25,04	7,24	0,62	9,73
medián	17,63	6,92	0,60	10,20
Pegas	158,60	8,15	1,10	19,70

zdroj: Bloomberg, Pegas

Výše uvedená tabulka nabízí srovnání firmy Pegas s konkurenčními společnostmi, jenž jsou veřejně obchodovatelné. Ačkoliv odvětví netkaných textilií je poměrně vysoce konkurenční, tak veřejně obchodovatelných firem není mnoho. Tabulka tak nabízí několik málo konkurentů, jejichž akcie jsou obchodovány na burzách. Britská firma Fiberweb byla obchodována do listopadu 2013. Poté byla převzata americkým konkurentem Polymer Group a byla stažena z trhu. Poměrové ukazatele vztahující se k této britské společnosti již nejsou k dispozici až na EBITDA marži uvedenou v tabulce. Zajímavě vychází komparace na základě ukazatele P/E (poměr ceny akcie k čistému zisku na akcii). V tabulce je uvedeno aktuální (běžné) P/E, tedy poměr aktuální tržní ceny akcie a posledního zveřejněného celoročního čistého zisku (tedy za rok 2013). Na základě těchto čísel vychází akcie Pegasu ve srovnání s konkurenty jako vysoce nadhodnocená. Je to však z velké části dáno tím, že čistý zisk Pegasu za rok 2013 byl díky nerealizovaným kurzovým ztrátám mimořádně nízký, a proto hodnota P/E stoupla tak výrazně nahoru. Vezmeme-li v úvahu např. anualizované P/E Pegasu za 3Q 2014 (není tak zatíženo jednorázovým výkyvem v ziskovosti), pak činí 18,5. To však také není hodnota, která by naznačovala podhodnocenou akcii. Daleko příznivěji vychází pro Pegas

očekávané P/E za rok 2014, poměřující cenu akcie k očekávanému čistému zisku na akcii za rok 2014. Dle konsensu Bloomberg je toto P/E ve výši 9,7, což je výrazně níže oproti konkurentům (např. dánský Schouw 16,8; či finský Suominen 22,1x P/E).

Menší výkyvy nabízí ukazatel EV/EBITDA (poměr hodnoty společnosti (Enterprise Value) k provoznímu zisku EBITDA). Podle tohoto ukazatele hodnotíme akcii Pegasu ve srovnání s konkurencí jako mírně nadhodnocenou, když běžná EV/EBITDA (tzn. aktuální EV k EBITDA za poslední čtyři za sebou jdoucí čtvrtletí) činí 8,15, zatímco průměr, resp. medián odvětví je na úrovni 7,24x, resp. 6,92x EV/EBITDA. Nadhodnocenost akcie Pegasu naznačuje rovněž ukazatel P/S (cena akcie k tržbám na akcii).

Společnosti Pegas se stále daří překonávat své konkurenty v ukazateli EBITDA marže. Zatímco za 3Q 2014 Pegas vykázal EBITDA marži (poměr EBITDA k výnosům) ve výši 19,7 %, tak průměr a medián trhu se pohybují okolo 10 %. Za celý rok 2014 očekáváme EBITDA marži v rozmezí 19 – 20 %. Pegasu se dlouhodobě daří dodávat na trh technologicky vyspělé materiály, které přináší vyšší marže a tedy ziskovost. Je to dáno moderními výrobními technologiemi, kterými společnost disponuje. Navíc podíl technologicky vyspělých materiálů se od roku 2012 navyšuje (podíl výnosů z těchto materiálů na celkových výnosech ze segmentu hygieny se od roku 2012 zvýšil z 23 % až na současných cca 40 %). I takovýto vývoj však v posledních letech nezaručil návrat provozní marže k hranici 25 – 30 %, tedy k úrovním, kterých Pegas dosahoval ještě v letech 2008, 2009 nebo 2010. Konkurenční prostředí postupně stlačilo marže Pegasu k hladině kolem 20 %.

Ocenění společnosti

V naší nové analýze jsme přistoupili ke zvýšení cílové ceny na akcie společnosti Pegas Nonwovens z 571 Kč na 633 Kč. Zároveň zvyšujeme investiční doporučení na tento akciový titul ze stupně „redukovat“ na „držet“. Nová cílová cena, jenž je stanovena na bázi současné hodnoty („fair value“), se vztahuje k 12ti měsíčnímu investičnímu horizontu. Cílovou cenu a doporučení zvyšujeme zejména z důvodu mírně lepších než námi původně očekávaných výsledků za rok 2014 a rovněž z důvodu navýšení výhledu hospodaření na rok 2015, když by se do provozní ziskovosti měly pozitivně projevit nižší ceny vstupních surovin kvůli výraznému poklesu cen ropy na světových trzích. Cílovou cenu také posunuly nahoru extrémně nízké výnosy z dluhopisů, a to zejména tuzemských vládních desetiletých dluhopisů, jejichž výnos se za poslední rok propadl z úrovně kolem 2 % až na současných 0,5 %. Poklesu se rovněž nevyhnul ani výnos egyptského vládního bondu, který, z důvodu angažovanosti společnosti v Egyptě, také započítáváme do výpočtu diskontní sazby. Oproti naší předchozí analýze tak výrazněji poklesla bezriziková výnosová míra, což se projevilo do nižší diskontní sazby v podobě nákladů na vlastní kapitál.

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, náklady, zisk, 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 základě modelu oceňování kapitálových aktiv CAPM. 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 premie za riziko vycházející z výnosové míry akciového indexu PX. Riziková složka diskontní sazby byla násobena beta koeficientem o velikosti 0,5.

Stanovení cílové ceny

Tabulka č.8: Kalkulace diskontní sazby

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	pokračující fáze
bezriziková výnosová míra (%)	1,64	1,77	1,97	2,2	2,56	2,85	3,35
tržní výnosová míra (%)	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	10
beta	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
riziková prémie (%)	2,93	2,87	2,77	2,65	2,47	2,33	3,33
náklady vlastního kapitálu (%)	4,57	4,64	4,74	4,85	5,03	5,18	6,68

zdroj: Bloomberg, výpočty a odhady Fio

Tabulka č.9: Model DCF (mil. EUR)

rok	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT	24,0	26,6	25,2	27,7	29,0	29,8
Odpisy	14,8	14,8	15,6	18,0	18,0	18,0
CAPEX	10,0	14,0	39,0	10,0	6,0	9,5
změna WC	27,4	-4,3	1,6	-2,0	-0,3	19,8
volné cash flow	1,4	31,7	0,2	37,7	41,3	18,5
diskontované cash flow	0,4	30,3	0,2	32,7	34,0	14,4

Tabulka č.10: Cílová cena

sum of the DCF (mil. EUR)	111,9
terminal value (mil. EUR)	244,5
čistý dluh (mil. EUR)	-144,0
equity value (mil. EUR)	212,4
pokračující růst	1,2%
počet akcií (mil. ks)	9,23
cílová cena (EUR)	23,0
CZK/EUR	27,5
cílová cena (CZK)	633

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.11: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

	diskontní sazba				
pokračující růst	6,28%	6,48%	6,68%	6,88%	7,08%
0,8%	647	614	583	555	528
1,0%	675	640	607	577	549
1,2%	705	667	633	601	571
1,4%	738	698	660	626	594
1,6%	774	730	690	653	619

zdroj: odhady Fio

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

- Navázání obchodních kontaktů s dalšími zákazníky v Egyptě.
- Rozšíření výrobní kapacity o druhou výrobní linku 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 delším horizontu, v případě příznivých tržních podmínek, potenciální 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.
- Větší konkurence v Egyptě, když turecká firma Gülsan od konce roku 2014 započala produkci poblíž výrobního závodu Pegasu.
- 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 22. 1. 2015 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu je 1 doporučení koupit, 2 doporučení držet a 3 doporučení akumulovat. 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