



Fio, burzovní společnost, a.s.

Fio

Analýzy a doporučení

Změna cílové ceny a doporučení pro Pegas Nonwovens

Doporučení: Držet
Cílová cena: 462 Kč

9.3.2010

Pegas Nonwovens

Nové doporučení: držet

Cílová cena : 462 Kč

Předchozí doporučení: prodat

Předchozí cílová cena : 397 Kč

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

Pegas Nonwovens

Přímětická 86

669 04 Znojmo

<http://www.pegas.cz>

Ticker: BAAPEGAS (BCPP)

Odvětví: Produkce netkaných textilií

Tržní kapitalizace: 4088,6 mil. Kč

Uzavírací cena 8.3.2010: 442 Kč

Roční minimum: 220 Kč

Roční maximum: 486 Kč

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

Struktura akcionářů (k 7.5.2009):

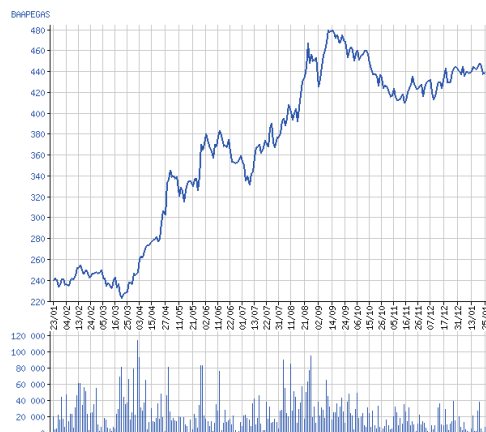
Templeton AM - 10,5%

Wood & Co – 5,7%

Aegon Hungary – 5,2%

Koeficient Beta: 0,71 oproti indexu PX

Graf. č. 2 roční vývoj kurzu společnosti



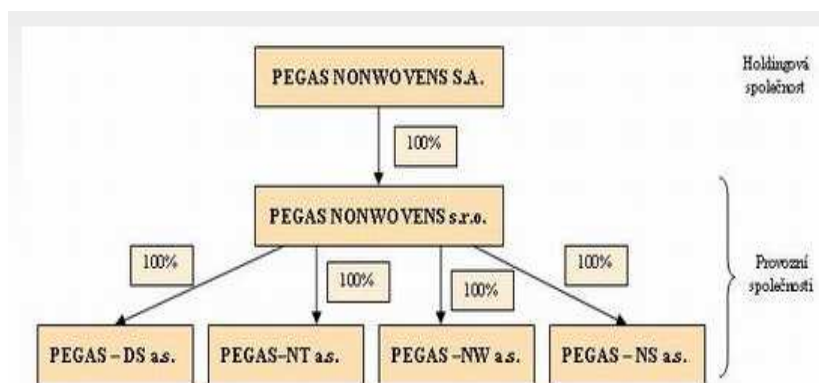
Fio, burzovní společnost, a.s.

Hospodářská krize ovlivnila naše odhady hospodaření společnosti Pegas Nonwovens díky čemuž jsme přistoupili ke změně cílové ceny na 462 korun na akcii.

PEGAS NONWOVENS S.A. je jedním z předních evropských producentů netkaných textilií. Převážná většina produkce je používána při výrobě osobních hygienických výrobků, dále pak v menší míře ve stavebnictví, zemědělství a pro lékařské aplikace. Společnost se již od svého vzniku v roce 1990 zabývá výrobou netkaných textilií a od roku 2002 byla její produktová řada rozšířena o výrobu bikomponentních netkaných textilií na bázi polypropylenu a polyethylenu. Vedení společnosti sídlí ve Znojmě a dva výrobní závody jsou umístěny poblíž hlavního sídla, a to v Bučovicích a Příměticích.

Graf č. 1 Struktura společnosti (zdroj:

<http://www.pegas.cz/default.asp?nDepartmentID=168&nLanguageID=1>)



Od roku 2006, kdy proběhla primární emise akcií, jsou akcie Pegasu obchodovány na pražské a varšavské burze. V polovině roku 2007, když největší akcionář fond Pamplona Capital Partners prodal svůj 43,40% podíl, došlo ke změně akcionářské struktury. V současné době jsou největšími akcionáři společnosti fondy řízené Templeton Asset Management, jenž drží téměř 11% podíl v Pegas Nonwovens. V rukou managementu Pegasu bylo ke konci roku 2009 1,2% akcií.

Od svého vstupu na kapitálový trh prodělal tento akciový titul značný propad, který byl v letech 2008 – 2009 umocněn celosvětovou ekonomickou a finanční krizí. V prvních měsících loňského roku akcie propadly na svá historická minima pod hranici 200 korun za akcii. Defenzivní zaměření společnosti společně s lepšími se vyhlídkami ekonomického vývoje, vedly k silnému růstu akcií ve zbytku roku 2009 až k hodnotě 480 korun (viz graf č.1). Začátkem tohoto roku došlo mírnému poklesu cen akcií na hodnotu 430 korun.

Trh netkaných textilií

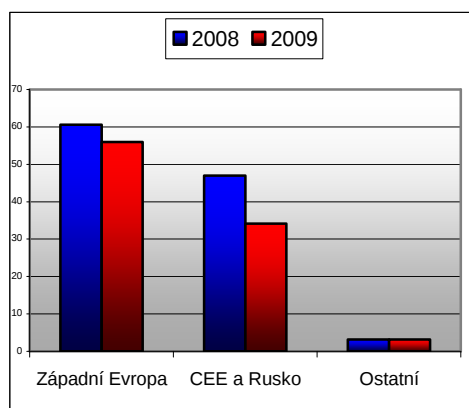
Tab. č. 1 Základní ukazatele

Pegas Nonwovens	2008	2009*
Produkce (tuny)	66 349	69 245
Tržby (mil. EUR)	142,8	123,3
EBITDA (mil. EUR)	39,5	38,7
Marže EBITDA (%)	27,6	31,3
Náklady (mil. EUR)	103,3	76,6
P/E	5,39	10,54
P/S	0,56	1,26
ROA (%)	5,81	6,35
ROE (%)	15,42	16,84

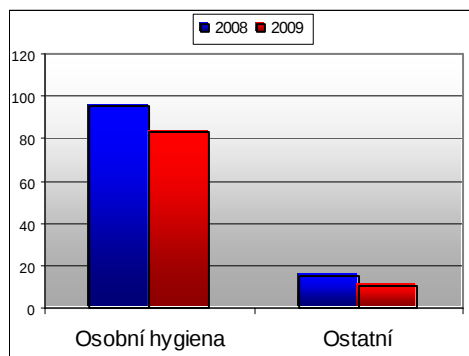
* odhady

Teritoriální rozdělení

Graf č. 3 Teritoriální rozdělení výnosů (mil. eur)



Graf č. 4 Segmentové rozdělení výnosů (mil. eur)



Objem produkce na celosvětovém trhu netkaných textilií rostl od roku 1990 průměrným tempem 8% ročně. Celkový objem produkce za rok 2008 přesáhl šest milionů tun. Díky celosvětové krizi však v roce 2009 došlo k útlumu a celkový objem produkce netkaných textilií poklesl cca o 11%, obzvláště díky nižší poptávce ze sektorů jako je stavebnictví či průmysl. Naopak stabilní poptávka byla v odvětví osobní hygieny.

Nejvýznamnějším teritoriím pro společnost Pegas je evropský kontinent. Tento trh dosáhl za rok 2008 objemu produkce převyšující 1,8 milionů tun netkaných textilií. Díky ekonomické krizi a nižší poptávce došlo v roce 2009 k zániku menších společností a poklesu objemu produkce. V současné době jsme díky několika akvizicím svědky konsolidace sektoru. Do budoucna je očekáván, a to díky technologickému rozvoji umožňující širší použití netkaných textilií, mírný nárůst objemu produkce.

Rozdělení produkce společnosti

Společnost Pegas se zaměřuje především na výrobu technologicky náročných netkaných textilií, jedná se o výrobky s poměrně vysokou přidanou hodnotou. Hlavním odbytištěm jsou západoevropské země, z tohoto regionu pochází téměř 60% z celkových výnosů. Druhým významným trhem je region CEE a Rusko s podílem 36% na celkových výnosech. Západní Evropa má díky nasycenosti trhu a demografickému vývoji omezený prostor k dalšímu výraznému růstu. Větší potenciál dalšího rozvoje spatřujeme tedy ve východní Evropě společně s Ruskem.

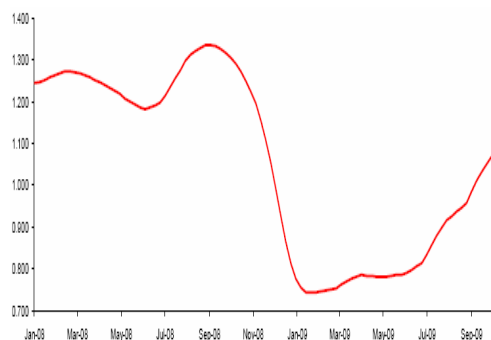
Převážná většina produkce společnosti Pegas Nonwovens je používána při výrobě hygienického zboží. Jedná se především o dětské plenky, výrobky pro inkontinenci dospělých a dámské hygieny. Segment osobní hygieny je možné, díky stabilní spotřebě a poptávce, řadit mezi defenzivně laděné sektory, které dobře odolávají i současným obtížným podmínkám krize. Pegas v uplynulém roce 2009 dokázal zvýšit objem vyrobených textilií směřujících právě do tohoto segmentu, a to z 86% na současných 90%. Hlavním rizikem vyplývajícím ze značné závislosti na tomto segmentu je relativně malý počet velkých zákazníků. Odchod jakéhokoliv z těchto velkých klientů by se jen velmi těžko nahrazoval.

Zvýšení podílu textilií pro segment osobní hygieny byl dán jak mírným nárůstem poptávky, tak především poklesem produkce do ostatních segmentů. Je pravděpodobné, že v souladu s ekonomickým oživením, které by se mělo v následujících letech dostavit, vzroste objem textilií vyrobených do ostatních sektorů (stavebnictví, průmysl). Ke zvýšení tohoto objemu do ostatních segmentů přispěje také výstavba nové výrobní linky.

Graf č. 5 Vývoj cen ropy od roku 2008
(USD/barel)



Graf č. 6 Vývoj cen polymerů v rozmezí 2008 - 2009



Vývoj v roce 2009

Uplynulý rok 2009 se nesl ve znamení celosvětové ekonomické krize, která negativně ovlivnila hospodaření společnosti Pegas Nonwovens. Hlavní tlak na hospodářské výsledky byl především přes prodejní ceny netkaných textilií, které se odvíjejí jak od poptávky zákazníků, tak především od cen vstupních polymerů (polypropylen a polyetylen). Společnost však díky svému defenzivnímu zaměření dokázala zvýšit objem prodané produkce i v u plynulém roce 2009. Ekonomická a finanční krize, díky poklesu cen polymerů, negativně ovlivnila naše odhady, na základě kterých byla stanovena fundamentální hodnota společnosti na 509 korun na akcii (díky nepříznivému sentimentu na finančních trzích však byla diskontována na 397 korun na akcii).

Současná ekonomická krize přinesla již v roce 2008 výrazný propad cen ropy a ropných produktů, včetně polymerů využívaných při výrobě netkaných textilií (viz graf č.6). Pokles cen pokračoval také v prvních měsících roku 2009 což bylo s několika měsíčním zpožděním promítnuto do koncových cen netkaných textilií. V prvním čtvrtletí roku 2009 dosáhly ceny polymerů svého dna a ve zbytku roku začaly posilovat, což se projevilo růstem tržeb ve třetím čtvrtletí. Odhadujeme, že poslední čtvrtletí loňského roku bylo ve znamení stagnace výnosů.

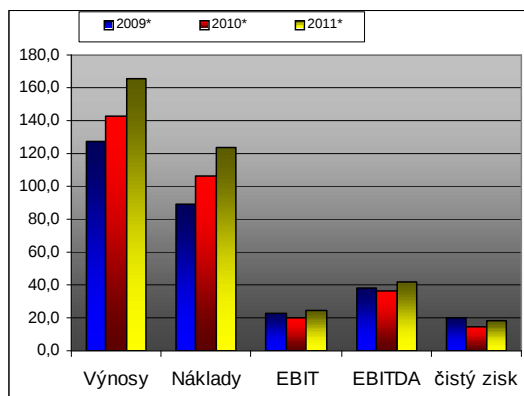
Hospodářské výsledky za 3Q 2009

Celkové výnosy vzrostly, díky vyšším prodejním cenám, oproti předchozímu kvartálu na 30,1 milionů euro a čistý zisk dosáhl hodnoty 6 milionů euro. Provozní náklady se pod vlivem vysokých cen vstupů zvýšily na 21,6 milionů euro. Provozní zisk mezikvartálně poklesl o 3,7% na 4,21 milionů euro a ukazatel EBITDA dosáhl hodnoty 8,4 milionů euro. Za mezikvartálním zlepšením stojí růst cen vstupních polymerů, které se díky cenovému mechanismu začínají projevovat na celkových výnosech.

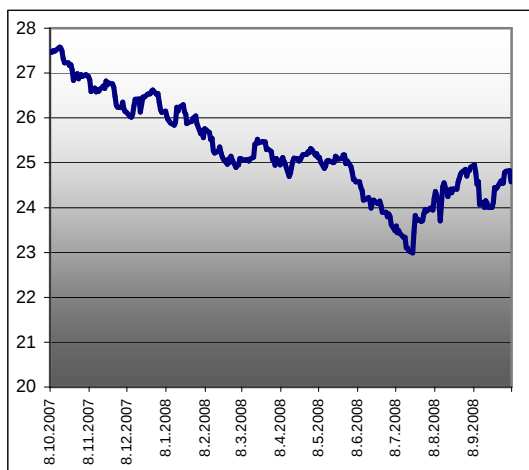
Oproti stejnému období loňského roku jsou však hospodářské výsledky stále výrazně nižší (výnosy poklesly o 15,1%, EBIT o 20,7% a EBITDA o 13,9%). Hlavní příčinou je meziroční propad cen vstupních surovin, které v loňském roce dosáhly svého vrcholu, což se promítá také do současných prodejních cen. Pozitivně však vnímáme velmi dobré prodejní výsledky, když i ve třetím čtvrtletí došlo k vyprodání skladových zásob. Pokračování posilování české koruny oproti euru ovlivnilo pozitivně čistý zisk, který se meziročně zvýšil z 0,295 milionů na 6 milionů euro. Kurzové změny a ostatní finanční výnosy přispěly k čistému zisku 3,43 milionů euro.

Společnost uvedla, že EBITDA za celý rok 2009 nepoklesne oproti předchozímu roku o více jak 5% (EBITDA za rok 2008 byla 39,5 milionů euro). Podle našich odhadů bude vývoj ukazatele EBITDA mírně optimističtější, předpokládáme jeho pokles o 2%.

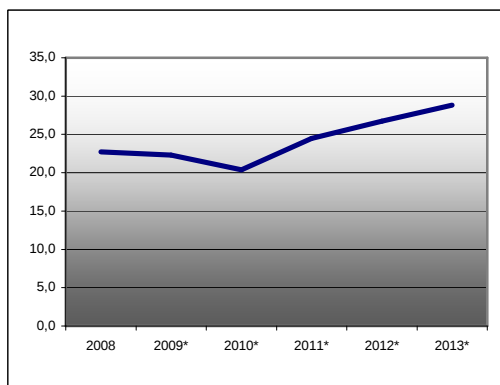
Graf. č. 7 Hospodaření společnosti (mil. EUR)



Graf. č. 8 Vývoj kurzu koruny proti euru



Graf č. 9 Vývoj provozního zisku (mil. EUR)



Hospodaření společnosti

Společnost Pegas Nonwovens patří mezi největší a nejvýznamnější evropské producenty netkaných textilií. Roční produkce se v současné době pohybuje v těsné blízkosti 70 tisíc tun. Svou významnou pozici na evropském trhu si Pegas udržuje díky zavádění nových moderních technologií, sloužících k výrobě technologicky náročných produktů.

Vývoj celkových výnosů je odvislý hlavně od prodejních cen a množství produkce. Objem produkce je však omezen produkční kapacitou a je do značné míry stabilní. Hlavním faktorem ovlivňujícím celkové výnosy, v případě že není postavena nová výrobní linka, jsou prodejní ceny. Prodejní ceny jsou pak do značné míry závislé na vývoji cen vstupních surovin (polymerů), které jsou s tříměsíčním zpožděním promítány do prodejních cen. Nárůst objemu produkce probíhá vždy skokově, a to instalací nové výrobní linky. Poslední výrobní linka, jenž byla uvedena do provozu v roce 2008 zvýšila výrobní kapacitu o 30%.

Většina tržeb je realizována v evropské měně, zatímco některé náklady (osobní náklady a náklady na energie) jsou v české měně. Posilování české koruny zvyšuje náklady účtované v euru a negativně tak ovlivňuje ziskovost společnosti. Dalším významným faktorem ovlivňujícím čistý zisk společnosti je přecenění některých rozvahových položek jako je dluh společnosti či úrokové swapy. Značná část kursových zisků je však nerealizovaných a nemají vliv na cash flow společnosti.

Tab. č. 2 hospodářské výsledky (mil. EUR)

	2008	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*
Celkové výnosy	143,1	123,3	142,7	165,2	179,6	188,6
Provozní náklady	103,6	76,6	106,1	123,4	135,8	142,5
EBITDA	39,5	38,7	36,6	41,8	43,8	46,0
Odpisy	16,8	16,0	16,2	18,3	18,1	18,2
EBIT	22,7	22,3	20,4	23,5	25,7	27,8
Čistý zisk	14,9	20,3	14,6	18,4	19,2	22,7

* predikované výsledky

Díky poklesu cen vstupních surovin předpokládáme, že v uplynulém roce 2009 došlo ke snížení celkových výnosů a provozních nákladů. S nepatrným snížením počítáme také u provozního zisku a to o 2%. Naopak především díky kursovým vlivům počítáme v roce 2009 s výrazným zvýšením zisku. Čistý zisk společnosti je výrazně ovlivňován pohybem české měny oproti euru.

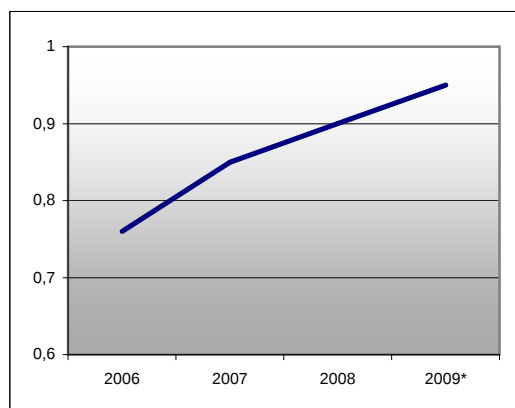
V roce 2010 očekáváme, díky vyšším cenám polymerů, růst celkových výnosů o 15,7% a zvýšení provozních nákladů o 38%. Růst celkových nákladů bude zapříčiněn především zdražením vstupních surovin. Naopak v roce 2010 počítáme s poklesem cen elektřiny a také předpokládáme stagnaci, či jen velmi mírný růst mzdových nákladů. EBIT v roce 2010 poklesne o 8%.

Tab. č. 3 Vývoj produkce ve vybraných letech

rok	2007	2008	2009*
Objem produkce	57 464	66 349	69 050
rok	2010*	2011*	2012*
Objem produkce	69 970	82 350	85 490

* odhady

Graf č. 10 Vývoj dividend (eur/na akcii)



* odhady

Je pravděpodobné, že dopady krize a silné konkurenční prostředí v odvětví netkaných textilií, povedou k poklesu marží. Část nákladů bude muset společnost Pegas Nonwevens promítnout do svých hrubých marží. Právě tyto negativní vlivy budou stát, v porovnání s loňským rokem, za nižším provozním ziskem a poklesem EBITDA. V následujících letech je počítáno s rychlejším ekonomickým oživením a postupným zlepšováním hospodářských výsledků. Pozitivní vliv bude mít letošní výstavba nové deváté výrobní linky. Produkce technologicky náročných a supertenkých netkaných textilií přináší, díky slabšímu konkurenčnímu prostředí i přes vyšší výrobní náklady, vyšší marže.

Výstavba deváté výrobní linky

Podle oznámení společnosti dojde v průběhu letošního roku k výstavbě nové, v pořadí již deváté, výrobní linky. Výrobní kapacita nové výrobní linky by se měla pohybovat okolo 20 tisíci tun ročně. Bude se jednat o výrobní linku typu REICOFIL 4, která bude produkovat materiály určené zejména pro sektor hygieny s možností výroby i pro jiné aplikace. Celkové investiční výdaje spojené s projektem nového provozu, by podle vyjádření Pegasu neměly nepřesáhnou 50 milionů EUR. Díky nové výrobní lince očekáváme, že dojde od roku 2011 ke skokovému zvýšení objemu produkce, která již v příštím roce překročí hranici 80 tisíc tun netkané textilie a v následujících letech počítáme s dalším zvýšením produkce na 90 tisíc tun.

Pegas již v předchozím roce obdržel od Ministerstva průmyslu a obchodu příslib investičních pobídek v případě postavení nové linky. Jedná se jak o slevy na daních, tak i hmotnou podporu na nově vytvořená pracovní místa. Podmínkou pobídek je zahájení komerčního provozu do tří let od rozhodnutí o příslibu pobídek, a to do 20.1 2012.

V našem modelu počítáme, že celkové náklady na výstavbu nové linky se budou pohybovat okolo 45 milionů euro. Očekáváme, že v souvislosti s výstavbou nové výrobní linky dojde k nárůstu investičních výdajů. Zatímco v uplynulém roce dosáhl CAPEX podle našich odhadů celkové výše 1,2 milionů euro za rok 2009, tak v tomto roce by se měl přiblížit 19 milionů, euro.

Výplata dividendy

Společnost Pegas od svého vstupu na akciové trhy pravidelně vyplácí dividendu, jejíž výnos se při současných cenách 440 korun za akcii pohybuje nad 5%. Za rok 2006 byla vyplacena dividendy ve výši 0,76 euro na akcii, v následujících dvou letech docházelo k mírnému nárůstu dividendy až na 0,9 euro za akcii vyplacenou za rok 2008. Přepokládáme, že za rok 2009 bude dividendy opět vyplacena a počítáme s 0,9 euro na akcii. Není vyloučeno, že v případě akvizice či jiné rozsáhlé investice

Porovnání s konkurenčními společnostmi

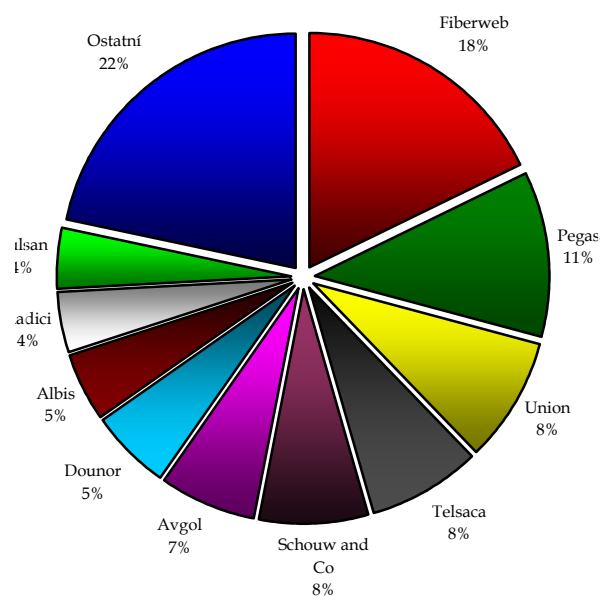
Tab. č. 4 Porovnání s konkurencí (produkce a tržní podíl)

Společnost	výrobní kapacita (tisíce tun)	tržní podíl (%)
Fiberweb	109	18
Pegas	70	11
Union	52	8
Telsaca	48	8
Schouw & Co	46	7
Avgol	41	7
Dounor	33	5
Albis	29	5
Radici	26	4
Gulsan	25	4
Ostatní	141	23

Tab. č. 5 Porovnání s konkurencí (základní ukazatele)

Společnost	EV/EBITDA	P/E	P/S	ROE	Dluh/aktiva
Fiberweb	3,67	N/A	0,14	-11,54	32,3
Pegas	4,87	10,4	1,09	15,24	48,6
Schouw & Co	6,54	N/A	0,26	-19,15	33,1
Avgol	7,0	10,5	0,88	13,02	50,4

Graf č. 11 Tržní podíl jednotlivých společností



Při srovnání tržního podílu v odvětví netkaných textilií na evropském kontinentu, měřeno produkční kapacitou, patří společnost Pegas Nonwovens mezi nejvýznamnější výrobce na trhu. V roce 2009 zaujímal Pegas, s roční produkcí 70 tisíc tun a tržním podílem okolo 11% druhou příčku na evropském trhu netkaných textilií typu spunmelt (na bázi PP Polypropylen) a PP/PE (kombinace polypropyleny a polyethylenu). Vedoucím hráčem na evropském trhu je v současné době britská společnost Fiberweb s odhadovaným podílem okolo 18,2 % a s roční produkcí převyšující 109 tisíc tun.

Společnost si tak, i přes mírný pokles tržního podílu, stále drží pozici předního evropské producenta netkaných textilií. Udržení přední tržní pozice je spojeno především s technologickým vývojem a pokrokem. Pegas se řadí mezi leadery výzkumu a vývoje v oblasti netkaných textilií. Vzhledem ke schopnosti instalace nových technologicky vyspělých výrobních linek si společnost udržuje pozici významného hráče i přes zvyšující se konkurenční prostředí.

Porovnání fundamentálních ukazatelů

Srovnání s konkurencí je poměrně obtížné, jelikož velmi málo společností je obchodováno na kapitálových trzích (viz tabulka č. 5). Společnost Pegas je společně s izraelským producentem textilií (Avgol) jednou z mála společností dosahující zisku, a to jak na provozní úrovni, tak i čistého hospodářského výsledku. Rentabilita vlastního kapitálu na úrovni 15% ukazuje, ve srovnání s konkurencí, návratnost vložených prostředků. Vyšších hodnot dosahuje zadlužení společnosti vzhledem k celkovým aktivům, a to téměř 50%. Je pravděpodobné, že v souvislosti s výstavbou nové výrobní linky dojde ještě ke zhoršení tohoto ukazatele.

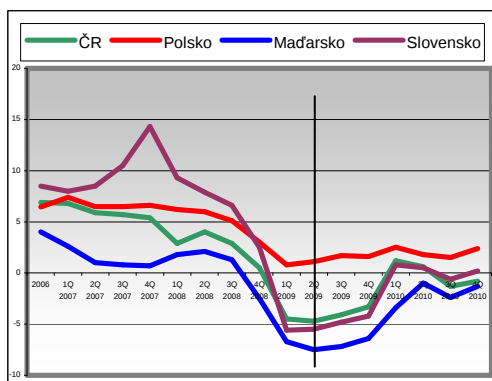
Při srovnání s konkurenčními společnostmi na úrovni EV/EBITDA vychází Pegas Nonwovens jako mírně podhodnocený, když hodnota tohoto ukazatele dosahuje pouze 4,8. Lepších výsledků oproti konkurenci dosahuje společnost Pegas při srovnání ukazatele P/E.

Tab. č. 6 Vývoj HDP vybraných zemí

rok	2008	2009*	2010*
Svět	3,0%	-1,1%	2,1%
USA	0,4%	-2,7%	1,6%
EU	1,0%	-4,1%	0,7%
Čína	9,0%	8,5%	9,0%

* odhad (MMF)

Graf č. 12 Čtvrtletní vývoj vybraných střeoevropských ekonomik a budoucí vývoj (meziroční porovnání)



Tabulka č. 7 Vývoj HDP vybraných ekonomik

rok	2008	2009*	2010*
Svět	3,00%	-1,10%	2,10%
ČR	2,60%	-4,20%	1,10%
Slovensko	6,40%	-5,80%	0,30%
Polsko	5,00%	1,40%	2,80%

* odhad (Fio, MMF)

Ekonomické prostředí

V uplynulém roce 2009 jsme byli svědky nejvýraznějšího ekonomického propadu od 30. let minulého století. Mezinárodní měnový fond odhaduje, že v průběhu roku 2009 propadla globální ekonomika o 1,1%, přičemž největší podíl na globální recesi budou mít nejvyspělejší ekonomiky v čele se spojenými státy a zeměmi EU. Tahouny globálního hospodářství se v uplynulém i tomto roce staly rozvojové země, především na asijském kontinentu a Latinské Ameriky (tabulka č. 6).

Základním trhem pro společnost Pegas je Evropská Unie, především pak západní Evropa, která stejně jako zbytek světa prošla značným útlumem. Po poklesu v začátku roku přišlo do zemí EU pozvolné oživení a ekonomiky mnoha zemí se odrazily od svého dna. Data o vývoji HDP za čtvrtý kvartál však ukazují, že oživení je velmi křehké a ekonomiky se stále potýkají s celou řadou problémů. Ekonomika eurozóny poklesla v roce 2009 o 4% a celá EU o 4,1%. V letošním roce je počítáno s pozvolným růstem o 0,7%. Také vývoj zemí EU však bude i nadále brzděn rostoucí nezaměstnaností, společně se vzrůstajícím zadlužením téměř všech evropských ekonomik, které bude v budoucnu omezovat vládní investice.

Pro další vývoj evropského hospodářství bude velmi důležité do jaké míry a jakou dobu dokáží nejsilnější evropské ekonomiky udržet současné hospodářské stimuly a jakým způsobem se dokáže celá EU vyrovnat s enormním zadlužením některých ekonomik. Pokud by došlo k jejich předčasnému ukončení, není vyloučen ani pokles ekonomiky EU v tomto roce.

Obdobným vývojem jako celá EU si prošla také Česká republika, která je malou otevřenou ekonomikou s vysokou závislostí na průmyslu, především na produkci automobilů a zboží a služeb s tím souvisejících. A právě celosvětový pokles průmyslové produkce s enormním útlumem mezinárodního obchodu stály v roce 2009 za meziročním propadem HDP o 4,2%. Je pravděpodobné, že česká ekonomika si již našla své dno a v roce 2010 se dočkáme mírného oživení. Vývoj HDP za poslední čtvrtletí loňského roku však ukazuje, že není vyloučen ani pokles HDP v tomto roce, oživení domácí ekonomiky je prozatím stále malé a křehké. Prozatím však počítáme s meziročním růstem ve výši 1,1%. Hlavním tahounem hospodářství v tomto roce bude obnova zásob a nepatrné oživení poptávky ze zahraničí, především pak nejsilnějších zemí Evropské Unie. Naopak růst bude tlumen, díky vysoké nezaměstnanosti, nižší spotřebou domácností a restriktivními fiskálními opatřeními na zlepšení stavu veřejných financí.

Očekáváme, že v prvních měsících roku bude pokračovat nastolené oživení HDP, a ke kladné hodnotě za první čtvrtletí přispěje také nízká srovnávací základna z loňského roku. Oživení však bude brzděno vysokou mírou nezaměstnanosti a špatným stavem veřejných financí. Ve druhé polovině roku pak díky nízké spotřebě domácností a odlivu vládních stimulů bude docházet k opětovnému útlumu české ekonomiky.

Tab. č. 8 Stanovení diskontní míry na základě modelu oceňování kapitálových aktiv (CAMP)

Výnos desetiletého státního dluhopisu	3,70%
Ukazatel Beta	0,71
Tržní úroková míra	4,86%
riziko zemně	6,13%
Diskontní sazba	10,65%

Ohodnocení společnosti

K dnešnímu datu 9.3.2010 měníme doporučení u akciového titulu Pegas Nonwovens, a to na držet s cílovou cenou 462,- Kč. Investiční horizont byl stanoven na 12 měsíců. Jedná se o změnu z předchozího doporučení prodat a cílové ceny 397 Kč na akcii. Akcie této společnosti jsou podle našeho názoru v současné době správně ohodnoceny a není tedy pravděpodobný jejich výrazný růst. Potenciál posílení tohoto akciového titulu je nepatrný a to 5,2 %.

Pro výpočet vnitřní hodnoty společnosti Pegas, byl použit model Free Cash Flow to Equity. Pro potřeby modelu bylo nutno odhadnout hned několik účetních položek (tržby, zisk, náklady, odpisy, investice..). K výpočtu bylo použito vlastních expertních odhadů budoucího hospodaření firmy v kombinaci s odhady uveřejňované agenturou Bloomberg. Kalkulace tohoto modelu je založena na výpočtu volného cash flow na akcii a jeho následné diskontování. Diskontní míra pro akciový titul Pegas Nonwovens byla stanovena na úroveň 10,65% a pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM, viz tabulka č. 12). Diskontní sazba byla vypočtena jako součet bezrizikové složky a prémie za riziko. Bezriziková složka byla stanovena na základě výnosu z desetiletého státního dluhopisu, a to na hodnotu 3,70 %. Zatímco riziková prémie byla určena dle dlouhodobého výnosu akciového trhu upraveného o bezrizikovou složku. Riziková prémie byla dále násobena odhadnutým koeficientem beta pro akcie společnost Pegas (0,71 bodů).

Model FCFE

Pro ocenění bylo použito dvoufázového modelu FCFE. V první části byla stanovena hodnota Pegas v rozmezí pěti let 2009 až 2013 a ve druhé fázi byla vypočtena tzv. pokračující hodnota společnosti od roku 2014 do nekonečna. U obou částí modelu byla použita stejná diskontní míra 10,65%. V první fázi, kdy počítáme s průměrným růstem tržeb 6,3% (v roce 2010 je předpokládán nárůst o 15,7%) a průměrným ročním zvýšením zisku na provozní úrovni 4,5%, byla stanovena hodnota diskontovaného cash flow ve výši 42,3 miliard korun. Ve druhé fázi modelu (v období 2014 až do nekonečna), kdy je počítáno s průměrným ročním růstem tržeb 2,6% byla hodnota stanovena na 125,3 milionů euro. Tempo růstu bylo určeno na základě odhadované inflace a reálného růstu ekonomiky. Celková hodnota společnosti byla vymezena na 168,1 milionů euro. Na základě tohoto modelu byla stanovena cena 462 Kč.

Příležitosti

- Defenzivní zaměření produkce
- Jeden z nejvýznamnějších a nejmodernějších evropských producentů
- Výstavba nové výrobní linky

Rizika:

- Vývoj cen vstupních surovin
- Malý počet velkých zákazníků
- Malá tržní kapitalizace a nízká likvidita
- Negativním vlivem je také prudké posilování české měny.

Segment hygieny kam směřuje téměř 90 % produkce společnosti. Poptávka po netkaných textiliích pro hygienické odvětví je necyklická a nepodléhá sezónním vlivům. Také nejvýznamnější zákazníci patří v převážné většině mezi defenzivní společnosti, které dosahují dobrých hospodářských výsledků i v období poklesu ekonomik.

Pegas Nonwovens patří, roční produkcí okolo 70 tisíc tun, mezi největší evropské výrobce netkaných textilií. Mezi jeho přednosti patří především technická a technologická vyspělost produkce. Výroba technologicky náročných a supertenkých netkaných textilií přináší díky slabšímu konkurenčnímu prostředí vyšší ziskové marže.

V roce 2010 bude postavena v pořadí již devátá výrobní linka, která bude zaměřena na produkci supertenkých textilií. Postavení této moderní výrobní linky přinese společnosti konkurenční výhodu oproti ostatním evropským producentům.

Velmi důležité pro vývoj hospodaření společnosti jsou ceny vstupních surovin, od kterých se následně odvíjejí prodejní ceny a celkové výnosy společnosti. Jejich turbulentní a nepředpokládaný pohyb může zapříčinit jiný než odhadovaný vývoj hospodářských výsledků.

Velké riziko představuje pro společnost poměrně malý počet velkých zákazníků. Celý trh netkaných textilií je rozložen mezi malý počet klientů. V roce 2008 tvořilo pět největších odběratelů více jak 80 % celkových tržeb společnosti. Odchod každého z velkých klientů by měl významný negativní vliv na hospodaření společnosti.

Tržní kapitalizace společnosti Pegas Nonwovens dosahuje 4 mld. Kč, jedná se tedy o menší společnost s nižší likviditou. Nízká likvidita tohoto akciového titulu přináší malou stabilitu kurzu a může zapříčinit výrazné kursové pohyby oběma směry.

Hospodaření společnosti je negativně ovlivněno posilováním české koruny oproti evropské měně. Většina tržeb pochází mimo českou republiku a jsou tedy v euru, zatímco osobní náklady a náklady na energie jsou v české koruně. Tyto rychleji rostoucí náklady pak negativně ovlivňují ziskovost společnosti.

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

Ing. Josef Novotný
Finanční analytik
www.fio.cz
josef.novotny@fio.cz

Dozor nad Fio, burzovní společností, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio, burzovní společností, a.s. (dále "Fio") Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu u 13 emisí zařazených v segmentu SPAD. Fio není tvůrcem trhu emise akcií Kit Digital, Inc.

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

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

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

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

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

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

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

K dnešnímu datu 9.3.2010 Fio, burzovní společnost, a.s. má platných 12 investičních doporučení a 1 v revizi. Z toho je 7 doporučení k nákupu a 3 doporučení akumulovat a 2 doporučení držet. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.