

# PEGAS NONWOVENS SA

Ondřej Moravský  
moravsky@cyrrus.cz

PO KRIZOVÉ TURBULENCI NABÍRÁ OKŘÍDLENÝ KŮŇ OPĚT PŮVODNÍ KURS

19.11. 2009

## Změna cílové ceny Změna investičního doporučení

**Nová cílová cena: 473 Kč**  
**Nové doporučení: „akumulovat“**

Původní cílová cena: 455 Kč  
Původní doporučení: „držet“

### Základní informace

Posled. záv. kurz	420 Kč
Vydaných akcií	9,229 tis. ks
Tržní kapitalizace	3,876 mld. Kč
Free-float	98,8%

52 týdenní max.	487,9 Kč
52 týdenní min.	201,0 Kč
Výnos YTD	78,0%
Prům. denní objem	14,5 mil. Kč
Beta vs. PX	0,73
Podíl v PX	0,45%

Primární trh	PSE
Ticker Bloomberg	PEGAS:CP
Ticker Reuters	PGSNsp.PR
ISIN	LU0275164910
WKN	A0LF0M

Zdroj: Bloomberg, Pegas Nonwovens

### Akcionářská struktura

Free-float	100 %
z toho management	1,2 %

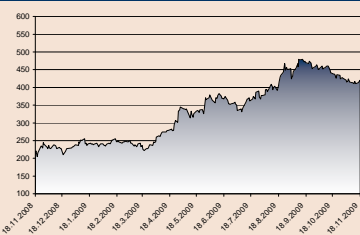
Zdroj: Pegas Nonwovens

### Poměrové ukazatele 1H 2009

ROA	8,9%
ROE	15,4%
Dluh/vl. kapitál	1,08
EPS	1,61 eur
Dividenda	0,90 eur
P/E	10,1
P/BV	1,51
EV/EBITDA	7,78

Zdroj: Bloomberg, Pegas Nonwovens

### Roční vývoj kurzu akcie



Zdroj: Bloomberg

## Přehled změny cílové ceny a doporučení

Poslední aktualizaci naší analýzy jsme vydali v dubnu tohoto roku, s cílovou cenou 455 Kč a doporučením „koupit“, kdy celkové výhledy světové ekonomiky, cen komodit a trhu s netkanými textiliemi byly horší než je tomu v současné době. Od té doby společnost zveřejnila dvojí kvartální výsledky hospodaření, které poskytly několik nových informací o hospodaření firmy. Po výsledcích za 2. kvartál (27. srpna t.r.) jsme z důvodu růstu ceny akcie za předchozí měsíce k úrovním v okolí naší cílové ceny snížili doporučení „koupit“ na nové „držet“, při zachování cílové ceny. Hlavními důvody, které stojí za současnou revizí naší cílové ceny a doporučení jsou postupné změny na trhu s komoditami, polymery a netkanými textiliemi, a aktualizované výhledy hospodaření a ekonomické situace firmy. Změn doznal také model ocenění.

Pro společnost stále dlouhodobě platí to, že „roste s trhem“. Pegas neměl a předpokládáme že nebude mít problémy s prodejem fyzického objemu své produkce (až na krátkou výjimku s nástupem krize), hospodaření je dlouhodobě z největší části ovlivněno změnami cen surovin a produkce, při relativně konstantní výrobní kapacitě (navyšované pouze otevíráním nových linek). Současné výrazné změny v makroekonomickém prostředí České republiky a celé Evropy nezanechávají v množství poptávky po netkaných textiliích větší následky, kdy spotřeba v oblasti hygienického a zdravotnického použití (kam směřuje největší část objemu produkce) vykazuje stabilní chování nezávislé na ekonomickém cyklu. Krize však dopadá na sektor strojírenství a stavebnictví, kam také směřuje část produkce společnosti. To má za následek přesun kapacit do prvně jmenovaných oborů a tlak na prodejní ceny produkce. Krize tak na společnost dopadá zejména prostřednictvím kolísání cen vstupů a produkce.

Změny v našem pohledu na společnost nejsou zásadně velké a jsou zejména odrazem vývoje na trhu polymerů a netkaných textilií. I přesto že zatím není definitivně rozhodnuto o otevření další linky, tak očekáváme kladné rozhodnutí, ovšem mírně jsme snížili odhadovanou kapacitu nové linky a také ukazatele tržeb a EBITDA. Do ocenění se naopak pozitivně projevil např. pokles diskontní míry

Na základě výstupu modelu DCF proto zvyšujeme původní cílovou cenu akcie 455 Kč, a **pro akcie Pegas Nonwovens stanovujeme novou cílovou cenu ve výši 473 Kč**. Původní cílovou cenu tedy zvyšujeme o 4%. Nová cílová cena znamená 13% prémii k současné tržní ceně, proto naše doporučení „držet“ zvyšujeme na „akumulovat“.

Tab.č.1: Přehled základních ukazatelů Pegas Nonwovens

(v mil. eur)	2007	2008	2009e	2010f	2011f	2012f
Tržby	122,0	142,8	120,7	127,0	131,6	159,1
EBITDA	38,4	39,5	36,2	38,9	42,9	49,7
EBITDA marže	31,5%	27,7%	30,0%	30,6%	32,6%	31,3%
EBIT	26,0	22,7	20,2	22,4	26,6	31,5
EBIT marže	21,4%	15,9%	16,7%	17,6%	20,2%	19,8%
Čistý zisk	22,1	14,9	22,3	22,6	24,5	30,5
Dividenda (eur)	0,85	0,90	0,94	0,97	1,02	1,08
Div. výnos	5,2%	5,5%	5,8%	6,0%	6,3%	6,6%
Debt to Equity (%)	131,1	121,9	93,9	84,8	71,5	57,8
P/E	6,78	10,08	6,72	6,63	6,13	4,92
P/BV	1,60	1,51	1,33	1,20	1,06	0,90
P/Sales	1,23	1,05	1,24	1,18	1,14	0,94
EV/EBITDA	7,10	6,85	6,81	6,21	5,35	3,81
ROA	10,2%	8,9%	8,0%	8,6%	9,7%	10,7%
ROE	25,9%	15,4%	21,0%	19,0%	18,4%	19,8%

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhad Cyrrus

První kvartál byl ovlivněn kombinací příznivých faktorů na trhu..

.. přesně opačné faktory působily v dalším čtvrtletí..

.. oba kvartály však překonaly naše odhady.

Pegas má jen krátkodobé problémy s prodejem produkce..

.. co však neovlivní jsou klesající ceny, které i pro příští rok zůstávají „pod tlakem“.

## Výsledky hospodaření za 1Q a 2Q 2009

Od vydání naší poslední analýzy v březnu t.r. společnost zveřejnila dvojí kvartální výsledky, za první a druhé čtvrtletí tohoto roku. Pro tato dvě období bylo charakteristické vzájemně opačné působení tzv. pass-through mechanismu u cen surovin a produkce. Tyto ceny se stanovují s časovým zpožděním oproti ceně ropy, resp. ceně polymerů. Pro první kvartál bylo charakteristické to, že zatímco ceny polymerů, se rychleji přizpůsobily poklesu cen ropy (za 1Q ceny ropy dosáhly svých minim během současné krize), finální produkce byla prodávána za relativně vysoké ceny, neboť ceny produkce se přizpůsobují ceně surovin s větším časovým zpožděním. To mělo za následek v 1. kvartále velmi příznivé EBITDA marže. Na vyšší tržeb měl také pozitivní vliv doprodej zásob z posledního kvartálu roku 2008.

Ve druhém kvartále působily vlivy opačné kvartálu prvnímu. Jednak vlivem růstu cen ropy (mezikvartálně +38%) došlo k růstu cen polymerů, na druhou stranu již přestala být platná výhoda prvního kvartálu, kdy se dříve uzavřené kontrakty uskutečnily ještě za relativně vysoké ceny. Obojí zveřejněné výsledky byly v souladu s celoročními výhledy společnosti, tj. celkové prodeje vyjádřené v tunách vyšší než v roce 2008 a pokles EBITDA za rok 2009 o ne více než 10%.

Tab. č. 2: Přehled výsledků hospodaření za 1Q a 2Q 2009

v mil. eur	2Q 09	Odhad Cyrrus	% změna y/y	1Q 09	Odhad Cyrrus	% změna y/y
Tržby	35,66	33,15	-5,5%	27,53	25,58	-26,8%
EBITDA	14,02	13,15	33,8%	8,38	7,52	-18,0%
Provozní zisk	10,21	9,34	59,3%	4,44	3,58	-26,2%
Čistý zisk	6,77	5,27	-41,5%	9,3	8,4	-20,4%

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady Cyrrus

## Vývoj na trhu netkaných textilií

Trh s netkanými textiliemi je stále defenzivní, nesezónní a necyklický. Dopadem krize na společnost nejsou poklesy prodaných objemů netkaných textilií (pokud ano tak krátkodobě), ale pouze tlak odběratelů na snížení cen, kdy nabídka na trhu stále mírně převyšuje poptávku. Konkurenční výhodou Pegasu zůstává možnost dodávky technologicky vyspělých materiálů, kde realizuje vyšší ziskové marže než u běžných netkaných textilií, což umožňuje firmě dosahovat vyšších marží i v porovnání s konkurencí. Na druhou stranu jedním z dopadů krize byla snížená poptávka po netkaných textiliích ze sektoru stavebnictví a technických aplikací, která způsobila přesun kapacit do segmentu hygieny a tedy tlak na snížení cen a marží, a samozřejmě také zvýšení podílu výroby pro hygienu na celkové výrobě. Dalším z důsledků krize je také pokles poptávky po vyspělých materiálech, což se promítá také nepříznivě do celkových ziskových marží, takže zmiňovaná konkurenční výhoda není zcela realizována.

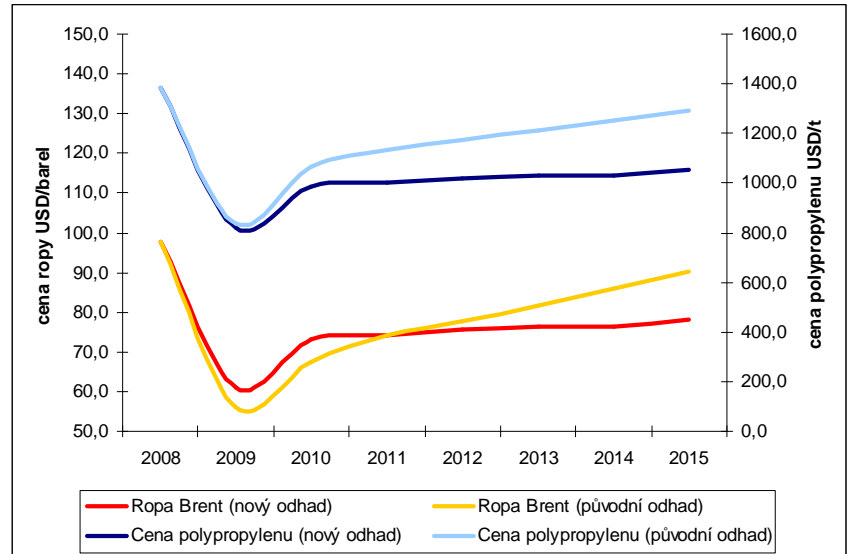
I do budoucna zůstává hlavním faktorem v hospodaření společnosti zejména cenový vývoj. Menší úpravy jsme provedli v odhadech výroby v tunách, a to pouze díky dostupnosti novějších informací o výstupu. Více informací o trhu s netkanými textiliemi pro příští rok možná přinese komentář k očekávaným výsledkům za 3. kvartál (budou zveřejněny 26. listopadu). Aktuálně probíhají jednání s odběrateli, které společnost oficiálně nekomentuje, nedávno pouze CEO společnosti konstatoval, že i pro příští rok zůstávají ceny „pod tlakem“ a to zejména kvůli snížené poptávce po netkaných textiliích pro průmyslové a stavební aplikace. Z pohledu geografického rozdělení odběratelů produkce Pegasu se stále potvrzuje orientace společnosti na západoevropských trh, s jen o málo menším podílem zemí CEE a Ruska, na tomto rozdělení tak současná krize nic nemění.

Ceny polypropylenu a polyethylenu nadále kopírují světové ceny ropy.

## Vývoj na trhu polymerů

Jak zobrazuje následující graf, ceny polymerů (konkrétně polypropylenu, tvořícího cca 95% spotřeby polymerů při výrobě) dlouhodobě kopírují ceny ropy co by hlavní suroviny k jejich výrobě. Pro naše odhady budoucích nákladů na suroviny tak jsou relevantní zejména světové ceny ropy. Ceny surovin se, jak již víme, díky pass-through mechanismu promítají také do cen finální produkce, tj. na vývoji ceny ropy jsou závislé i naše odhady tržeb, resp. cen produkce. Do budoucna očekáváme vývoj na trhu s ropou a polymery jak jej zobrazuje následující graf. Po propadu cen způsobeném krizí pro příští roky předpokládáme mírný růst cen ropy. Z důvodu pokračující krize jsme odhady budoucích cen ropy a polypropylenu mírně snížili.

Graf č. 1: Vývoj a výhled cen ropy a polypropylenu



Zdroj: Bloomberg, odhady Cyrrus

O spuštění nové linky ještě není rozhodnuto, opuštění tohoto záměru by však bylo překvapením.

## Přípravy spuštění nové linky

Podle svého nedávného vyjádření prozatím společnost nemá jasno o otevření své další (v pořadí deváté) výrobní linky. K této lince již byla vládou ČR přislíbena investiční pobídka (v podobě slevy na dani z příjmů po dobu 10 let a dotace na nová pracovní místa). Definitivní rozhodnutí managementu v této věci má padnout u lednu 2010. Podle našeho názoru však k zahájení provozu nové linky dojde, neboť i přes současnou krizi je odvětví hygieny (kam cca 90% produkce společnosti) dlouhodobě růstovým. Nicméně i to, že spuštění nové linky zatím není definitivní považujeme za signál k opatrnosti ohledně budoucích výhledů hospodaření společnosti, potažmo celého trhu. Pro účely našich odhadů uvažujeme kapacitu nové linky mírně nad 12 tis. tun ročně, což je o něco méně než v našich předchozích odhadech (aktuální kapacita linek je mírně pod 70 tis. tun ročně). Nová linka by podle pravidel investičních pobídek měla být uvedena do provozu do ledna 2012. Podle vyjádření společnosti neznámá oddalování rozhodnutí problém a i pozdější rozhodnutí o nové lince nebude překážkou splnění termínu spuštění nové linky. Případné rozhodnutí o neotevření linky by znamenalo relativně výraznou změnu v našem modelu ocenění.

## Dividendy, zadlužení, investice

Společnost vyplatila v září 2009 dividendu 0,9 eur na akcii (div. výnos přibližně 5,5%), potvrdila tak svoji dividendovou politiku každoročního mírného navyšování dividendy (za rok 2008 růst dividendy o 5,9%, o rok dříve 11,8%). Společnost nestanovuje svůj záměr ohledně výplatního poměru dividendy (poměr dividendy k EPS). Část čistého zisku tvoří kurzové výnosy/náklady, které však představují nepeněžní položku a nejsou tak pro výplatu dividendy relevantní. Pro účely našich odhadů dividendy používáme srovnání s ukazatelem EBITDA (aktuálně poměr vyplacených dividend k EBITDA cca 21%). Nově mírně snižujeme odhady vyplácené dividendy v nejbližších letech, kdy i dividendy za rok 2008 byla nižší než námi očekávaná. V letech následujících investici do nové linky bude mít firma k dispozici větší množství hotovosti, to může být využito jednak ke snížení zadlužení, jednak k případným akvizicím, nevylučujeme ani zpětný odkup akcií. Zvyšování dividendy nad rámec současného tempa progresu nepředpokládáme. Výše budoucích dividend není součástí našeho modelu ocenění.

Pegas pokračuje ve své dividendové politice mírného navyšování dividendy.

V první polovině roku společnost snížila své zadlužení.

Dlouhodobý záměr vyhledávání investic zatím nepřináší nové informace.

Aktualizované výhledy hospodaření společnosti zobrazují následující tabulky a grafy...

**Tab. č. 3: Srovnání předpokládané výše dividendy (ze zisku uvedeného roku)**

v mil. eur	2008	2009e	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
Původní odhad	0,91	0,95	1,00	1,05	1,12	1,19	1,26	1,33
Nový odhad	0,90	0,94	0,97	1,02	1,08	1,14	1,20	1,26
% změna	-1,1%	-1,1%	-3,0%	-2,9%	-3,6%	-4,2%	-4,8%	-5,3%

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady Cyrrus

Během první poloviny roku 2009 se společnosti podařilo snížit své externí zadlužení, (celkově společnost čerpá revolvingový úvěr ve výši 130 mil. eur a 30 mil. krátkodobých úvěrů, oba tyto nástroje jsou úročeny pohyblivou sazbou, s přírůžkou k sazbě Euribor, ve výši 1,2% resp. 1,25%). Pro tento rok v souladu s vyjádřeními společnosti předpokládáme minimální kapitálové výdaje související s běžnou údržbou linek, od dalšího roku pak předpokládáme zvýšené investice díky nové lince.

### Vývoj v oblasti výzkumu

Pegas Nonwovens dlouhodobě spolupracuje s českými univerzitami v oblasti plazmatické povrchové úpravy netkaných textilií. V současné době patří Pegas Nonwovens k předním dodavatelům těchto vyspělých materiálů, u kterých jsou výhodou zejména vyšší ziskové marže, a tato technologická výhoda také zaručuje vyšší konkurenceschopnost. V prostředí současné krize však klesá poptávka po technologicky vyspělých materiálech, kdy se odběratelé spokojí s materiály běžné kvality. Roční náklady na výzkum a vývoj se pohybují v okolí 2. mil. eur (cca 1,5% tržeb), do budoucna v tomto trendu nepředpokládáme změny.

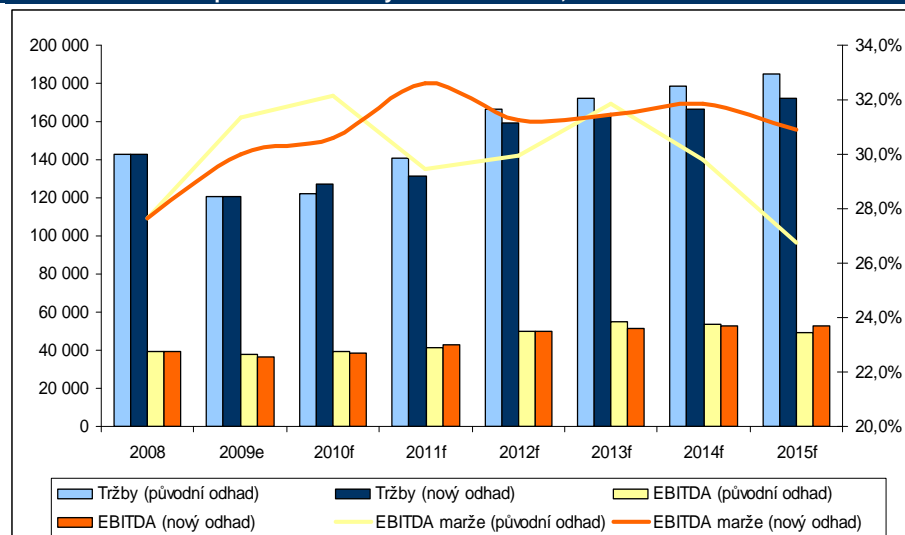
### Vyhledávání příležitostných investic

Společnost nadále deklaruje průběžný záměr vyhledávání investičních příležitostí mimo ČR s cílem rozšířit své výrobní kapacity. Pokud by k takové akvizici došlo, tak podle vyjádření společnosti s největší pravděpodobností mimo Evropu. Konkrétní informace však společnost nezveřejňuje. V našich odhadech ani rozšíření kapacit nad rámec očekávaného otevření linky neuvažujeme. Pokud by se měla nějaká případná akvizice odehrát v blízkých letech, neobešla by se podle našeho názoru bez externího financování.

### Výhledy hospodaření společnosti

Jak jsme již uvedli, při víceméně stále stejné výrobní kapacitě (s očekávaným navýšením po otevření další linky, resp. linek) se hospodaření společnosti odvíjí zejména od cen polymerů od kterých se odvíjí i ceny finální produkce. Ceny polypropylenu (hlavní suroviny) se pak odvíjí s časovým zpožděním od cen ropy. Změny v cenách surovin a produkce mohou krátkodobě způsobit (a způsobují, viz příklad 4Q 2008 a 1Q tohoto roku) nesoulad v rámci dlouhodobé korelace mezi těmito dvěma cenami. Pro účely našich odhadů předpokládáme cenový vývoj komodit, jak je zobrazen v grafu výše.

**Graf. č.: 2: Srovnání původních a nových odhadů tržeb, EBITDA a EBTIDA marže**



Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady Cyrrus

.. společnost pokračuje ve své praxi využívání investičních pobídek.

Podle našich odhadů se společnosti podaří naplnit její celoroční hospodářské cíle.

Změny v našich odhadech nejdůležitějších veličin zobrazují následující tabulky. Vidíme, že změny v odhadech tržeb a EBITDA nedoznaly větších změn. Nadále počítáme v nejbližších letech s navyšováním tržeb jednak díky mírnému růstu produkce z důvodu postupného navyšování kapacit, v roce 2012 pak očekáváme „skokové“ zvýšení produkce díky zavedení nové linky. Kapacitu nové linky odhadujeme na 12,5 tis. tun ročně, kdy aktuální kapacita činí cca 70 tis. tun ročně. Nižší kapacita nové linky je vedle cenového vývoje jedním z faktorů nižšího odhadu tržeb oproti původním hodnotám. Důvodem celkového růstu tržeb je pak očekávaný růst cen produkce v závislosti na růstu cen polymerů (viz výše). Očekávaný růst produkce a cen polymerů bude mít samozřejmě za následek také adekvátní růst provozních nákladů.

**Tab. č. 4: Srovnání předpokládaných tržeb**

v mil. eur	2008	2009e	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
Původní odhad	142,77	120,94	121,94	140,60	166,54	172,39	178,45	184,72
Nový odhad	142,77	120,73	126,96	131,59	159,06	163,05	166,23	172,10
% změna	0,0	-0,2%	4,1%	-6,4%	-4,5%	-5,4%	-6,8%	-6,8%

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady Cyrrus

Do hospodaření společnost významným způsobem promlouvají investiční pobídky aplikované na dříve otevřené výrobní linky. To staví společnost do výhodné pozice, kdy z provozních výsledků neplatí v podstatě žádné daně, což je zohledněno také v našem modelu ocenění. Daňové povinnosti však například podléhají dosažené (nepeněžní) kurzové zisky. Podle vyjádření společnosti jednotlivé dceřiné společnosti v rámci skupiny Pegas (které provozují jednotlivé linky a formálně čerpají investiční pobídky) přestanou využívat investičních pobídek v letech 2011, 2015 a 2018.

**Tab. č. 5: Srovnání předpokládané výše EBITDA**

v mil. eur	2008	2009e	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
Původní odhad	39,49	37,93	39,23	41,44	49,84	54,91	53,22	49,41
Nový odhad	39,49	36,23	38,87	42,92	49,71	51,31	52,96	53,16
% změna	0,0	-4,5%	-0,9%	3,6%	-0,3%	-6,6%	-0,5%	7,6%

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady Cyrrus

Společnost pro tento rok počítá s poklesem EBITDA o ne více než 10%. Dosavadní výsledky za první polovinu roku a naše předpoklady hospodaření pro zbývající část roku indikují, že společnost nebude mít problém s naplněním tohoto cíle, podle našich odhadů klesne letos ukazatel EBITDA o 8,2%. Pro příští roky počítáme s mírným růstem EBITDA marží oproti původním předpokladům, kdy se tyto podle našich odhadů budou pohybovat mírně nad 30%.

**Tab. č.: 6: Srovnání předpokládané EBITDA marže**

v %	2008	2009e	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
Původní odhad	27,7%	31,4%	32,2%	29,5%	29,9%	31,9%	29,8%	26,7%
Nový odhad	27,7%	30,0%	30,6%	32,6%	31,3%	31,5%	31,9%	30,9%
změna p. b.	0,0	-1,4	-1,6	3,1	1,3	-0,4	2,0	4,1

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady Cyrrus

Naše odhady budoucího vývoje kurzu EUR/CZK zobrazuje tabulka č.7, připomínáme, že společnost účtuje v eurech, kdy většina nákupu surovin a prodeje produkce se realizuje v této měně, a je to samozřejmě také měna našeho modelu. Kurz koruny k euru má vliv např. na výši odpisů, které jsou pro daňové účely primárně účtovány v Kč, podobně jako např. mzdy.

**Tab. č. 7: Srovnání předpokládaného kurzu CZK/EUR**

	2008	2009e	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
Původní odhad	24,97	26,00	25,00	24,50	25,00	24,80	24,00	24,00
Nový odhad	24,97	25,40	24,90	23,90	23,80	24,00	24,30	24,60

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady Cyrrus

Aktualizovali jsme vstupní parametry modelu ocenění a modifikovali metodu ocenění..

## Stanovení cílové ceny akcie

Jednou ze změn v našem modelu ocenění je změna použité metody. Dříve jsme akcie společnosti Pegas Nonwovens oceňovali pomocí metody free cash-flow to equity, nyní používáme model free cash-flow to firm, z důvodu lepšího odrazu provozní stránky hospodaření v modelu a relativně výraznému zkrácení čistého zisku nepeněžní položkou kurzových změn. Vstupní parametry modelu ocenění byly změněny podle aktuálních hodnot. Jak vidíme, změny (snížení) doznala hodnota bezrizikové sazby (český 15Y vládní dluhopis) a diskontního faktoru (resp. WACC, kdy stanovujeme váhy vl. kapitálu k externímu dluhu na 0,6 : 0,4), na základě aktuální hodnoty jsme upravili také ukazatel Beta (podle dat agentury Bloomberg). Přehled změn vstupních parametrů přináší následující tabulka:

**Tabulka č. 8: Vstupní parametry modelu ocenění**

	Původní hodnota	Nová hodnota
<b>Bezriziková sazba</b>	6,04%	4,92%
<b>Riziková prémie</b>	7,10%	7,10%
<b>Beta vs. PX</b>	0,80	0,73
<b>Růst HDP</b>	1,50%	1,50%
<b>Růst inflace</b>	1,50%	1,50%
<b>WACC (disk. faktor)</b>	11,72%	8,75%

Zdroj: Bloomberg, odhady Cyrrus

## Metoda Free Cash-Flow to Firm

Ocenění pomocí metody FCFF je zobrazeno v následující tabulce, používáme stále dvoufázový model FCFF s první fází do roku 2015.

**Tabulka č. 9: Ocenění pomocí metody FCFF (eur na akcii)**

	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f+
EBIT po zdanění	2,42	2,65	3,14	3,03	3,20	2,93
Odpisy	1,79	1,77	1,97	1,95	1,93	1,91
Δ prac. kapitálu	-0,09	-0,06	-0,38	-0,05	-0,04	-0,08
Kapitálové výdaje	-2,38	-2,38	-0,33	-0,33	-0,33	-2,38
Terminal Value						29,99
Volné cash-flow	1,74	1,97	4,41	4,60	4,76	32,36
Diskont. cash-flow	1,47	1,53	3,15	3,03	2,88	17,99

NPV na akcii 30,06

Dluh na akcii 11,50

DCF na akcii (eur) 18,56

Cílová cena 473

Model FCFF oceňuje akcie společnosti Pegas Nonwovens na 473 Kč.

Model FCFF implikuje vnitřní hodnotu akcie společnosti Pegas Nonwovens na 18,56 eur na akcii, při přepočtu aktuálním kurzem 25,5 Kč/eur a při ročním investičním horizontu proto stanovujeme cílovou cenu akcie společnosti Pegas Nonwovens na **473 Kč** akcii.

Cílovou cenu akcie společnosti Pegas Nonwovens stanovujeme na 473 Kč, kdy vzhledem k 13% prémii k aktuální tržní ceně doporučujeme akcie „akumulovat“.

## Investiční doporučení

Na základě ocenění pomocí modelu FCFF **stanovujeme cílovou cenu akcie společnosti Pegas Nonwovens na 473 Kč**, při aktuálním kurzu 25,5Kč/eur. Stanovená cílová cena znamená 13% prémii k poslednímu závěrečnému kurzu akcie, proto v souladu s metodikou uvedenou v závěru tohoto dokumentu zvyšujeme naše investiční doporučení z předchozího „držet“ na nové „**akumulovat**“. Původní cílovou cenu jsme zvýšili o 4%.

## Analýza citlivosti

Následující tabulka zobrazuje míru citlivosti cílové ceny na změny ve vybraných parametrech modelu ocenění, vážených nákladů kapitálu WACC a dlouhodobého růstu.

Tab. č. 10: Analýza citlivosti

		Diskontní míra				
		7,75%	8,25%	8,75%	9,25%	9,75%
Dlouhodobý růst	0,5%	518	469	426	387	352
	1,0%	545	493	446	404	367
	1,5%	583	524	<b>473</b>	428	388
	2,0%	627	562	505	455	411
	2,5%	677	603	539	484	436

## Výhledové finanční výkazy

**Tab. č. 11: Výhledový výkaz zisku a ztráty**

v mil. eur	2008	2009	2010	2011
Tržby	142 771	120 727	126 961	131 593
Provozní náklady	-103 280	-84 494	-88 095	-88 670
EBITDA	39 491	36 234	38 866	42 923
Odpisy	-16 810	-16 054	-16 502	-16 318
EBIT	22 681	20 179	22 364	26 605
Finanční náklady/výnosy	-8 518	1 550	-1 054	-3 225
Zisk před zdaněním	14 163	21 729	21 310	23 380
Čistý zisk	14 889	22 336	22 613	24 474

**Tab. č. 11: Výhledová rozvaha**

v mil. eur	2008	2009	2010	2011
Dlouhodobý majetek	207 843	209 705	215 203	220 885
Oběžná aktiva	40 400	44 070	51 341	59 240
Aktiva celkem	248 243	253 775	266 544	280 124
Základní kapitál a rez. fondy	99 179	113 090	125 155	141 545
Dlouhodobé závazky	107 514	98 690	97 269	94 718
Krátkodobé závazky	41 550	41 994	44 120	43 861
Pasiva celkem	248 243	253 775	266 544	280 124

**Tab. č. 12: Výhledový výkaz cash-flow**

v mil. eur	2008	2009	2010	2011
Počáteční zůstatek	511	309	9 421	14 903
CF z provozní činnosti	35 115	36 654	44 086	46 992
CF z investiční činnosti	-18 619	-2 000	-22 000	-22 000
CF z finanční činnosti	-16 698	-25 542	-16 604	-18 423
Konečný stav	309	9 421	14 903	21 473



### Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka  
Jan Procházka  
Karel Potměšil  
Ondřej Moravanský

Head of research  
Chief analyst  
Senior analytik  
Analytik

[hatlapatka@cyrrus.cz](mailto:hatlapatka@cyrrus.cz)  
[prochazka@cyrrus.cz](mailto:prochazka@cyrrus.cz)  
[potmesil@cyrrus.cz](mailto:potmesil@cyrrus.cz)  
[moravansky@cyrrus.cz](mailto:moravansky@cyrrus.cz)

Banky, energetika, zahr. trhy  
Energetika, letecká doprava  
Farmacie, development  
Telecomy, IT, média, spotř. zboží

### Trading & Sales:

Pavel Píkna  
Kamil Kricner

Brno  
Praha

[pikna@cyrrus.cz](mailto:pikna@cyrrus.cz)  
[kricner@cyrrus.cz](mailto:kricner@cyrrus.cz)

### Portfolio management:

Peter Dömény  
Jindřich Rovný

Brno  
Praha

[domeny@cyrrus.cz](mailto:domeny@cyrrus.cz)  
[rovny@cyrrus.cz](mailto:rovny@cyrrus.cz)

### Corporate finance:

Tomáš Kunčický  
Jiří Běhal

Brno  
Brno

[kuncicky@cyrrus.cz](mailto:kuncicky@cyrrus.cz)  
[behal@cyrrus.cz](mailto:behal@cyrrus.cz)

Výhrada (disclaimer): Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure): Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické zpravodajství je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

**BRNO**  
Veveří 111 (Platinum)  
616 00 Brno  
Tel.: +420 538 705 711

**PRAHA**  
Radlická 14, Anděl Park  
150 00 Praha 5, Smíchov  
Tel.: +420 221 592 361

## Informace CYRRUS, a.s. dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení

### Informace dle § 7 odst. 3 vyhlášky

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **31.10.2009**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	1	10,0
Akumulovat	0	0,0
Držet	7	70,0
Prodat	2	20,0

b) Podíl emitentů, jichž se týkala doporučení spadající do každého ze stupňů doporučení podle písmene a), kterým obchodník s cennými papíry CYRRUS, a.s. poskytl v uplynulých 12 měsících investiční služby významného rozsahu, a to zvlášť pro každý stupeň podle písmene a):

Společnost CYRRUS, a.s. neposkytla v uplynulých 12 měsících emitentům, kterých se týká některý ze stupňů investičních doporučení dle písmene a) investiční služby významného rozsahu.

#### Stupně investičních doporučení CYRRUS, a.s.

##### **Koupit:**

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota akcie je o 15% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 15% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

##### **Akumulovat:**

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je o 5% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 5% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

##### **Držet**

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je v rozmezí +/-5% vůči aktuálnímu kursu nebo existují speciální důvody, proč očekávat stagnaci kursu titulu (např. je stanovena cena povinného odkupu, očekávají se výsledky odkupu apod.).

##### **Prodat**

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je o více než 5% nižší než aktuální kurs nebo existují speciální důvody očekávat pokles kursu pod aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

##### **Časové rozlišení:**

Běžně jsou doporučení poskytována jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů (maržové obchody, certifikáty, warranty...) na analyzované aktivum s minimální pákou 3, tzn. procentní hodnoty uvedené výše se dělí třemi.

#### Odhady budoucích výsledků hospodaření

Odhady budoucích výsledků hospodaření pro akciové tituly ze segmentu SPAD BCPP použité v investičních doporučeních CYRRUS, a.s. jsou vlastní odhady společnosti, není-li uvedeno jinak. Odhady budoucích výsledků hospodaření pro ostatní akciové tituly jsou převzaty z databází Bloomberg, příp. Reuters.