

# PEGAS NONWOVENS SA

## LET VSTRÍC NOVÉ LINCE BRZDĚN RŮSTEM NÁKLADŮ

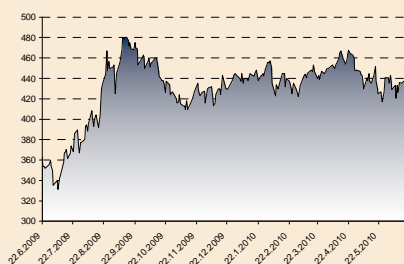
21.6.2010

**Pegas Nonwovens SA**  
netkané textilie

**Nové doporučení: „koupit“ („buy“)**  
Předchozí doporučení: „akumulovat“  
(„accumulate“)

**Nová cílová cena: 569 CZK**  
Předchozí cílová cena: 473 CZK  
Datum předchozí analýzy: 19.11.2009

### Roční vývoj akcií Pegas Nonwovens v Praze



### Struktura akcionářů Pegas Nonwovens



■ Management ■ Free-float

### Základní informace o akciích Pegas Nonwovens

Data ke dni:	18.6.2010
Cena akcie:	420 CZK
Počet vydaných akcií (A):	9 229 400 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	3,923 mld.
52-week max:	487,9 CZK
52-week min:	330,0 CZK
Průměrný denní objem:	9,9 mil. CZK

**Sídlo firmy:** 68-70 boulevard de  
la Pétrusse  
L-2320 Luxembourg  
Luxembourg

**Web:** [www.pegasas.cz](http://www.pegasas.cz)

ISIN: LU0275164910  
WKN: 931 407  
Bloomberg: PEGAS:CP  
Reuters: PGNSp.PR

## SHRNUTÍ ANALÝZY

Od naší poslední analýzy společnost zveřejnila několikrát výsledky a oznámila (očekávané) rozhodnutí o nové výrobní lince. Oproti našim odhadům se změnila situace na trhu s komoditami, resp. polymery, včetně dopadů na trh netkaných textilií. Faktory, které jsou hlavním důvodem revize naší cílové ceny a investičního doporučení jsou následující:

- **nová výrobní linka** – Společnost již dříve avizovala záměr nové linky, v březnu t.r. učinila definitivní rozhodnutí o její výstavbě. Nová linka bude nejmodernější z dosavadních linek a bude se specializovat na vývoj technologicky pokročilých materiálů. Maximální roční kapacita linky je firmou udávána na 20 tis. tun, což je kapacita vyšší než jsme uvažovali v našich předchozích predikcích, vyšší jsou také předpokládané kapitálové výdaje, až 50 mil. eur po dobu 3 let.
- Aktuální ocenění společnosti je závislé na **změnách v našich odhadech vývoje cen polymerů a netkaných textilií**, oproti našemu předchozímu odhadu narostly ceny polymerů více, než jsme odhadovali, tyto změny promlouvají do hospodaření společnosti v oblasti nákladů a následně také v oblasti tržeb. Změny v odhadech jsme provedli také v personálních nákladech nebo v ostatních provozních nákladech.
- Změn doznaly také **parametry modelu ocenění**, na trzích došlo ke snížení vnímání rizikovitosti, což se odrazilo ve snížení diskontního faktoru, k poklesu vážených nákladů kapitálu WACC přispělo také snížení zadlužení společnosti.

Po výše shrnutých změnách v našem pohledu na společnost, stanovujeme novou cílovou cenu společnosti Pegas Nonwovens SA na **569 Kč**. Vzhledem k poslednímu závěrečnému kurzu akcie 420 Kč znamená naše cílová cena 35 % prémii, tj. naše investiční doporučení dle metodiky uvedené v závěru zní „**koupit**“ („buy“). Tímto jsme naši původní cenu 473 Kč z 19.11. 2009 zvýšili o přibližně 20 %.

### Přehled vybraných ukazatelů Pegas Nonwovens

mil. eur	2008	2009	2010e	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
<b>Tržby</b>	<b>142,771</b>	<b>123,447</b>	<b>141,818</b>	<b>144,460</b>	<b>157,717</b>	<b>161,283</b>	<b>164,061</b>	<b>166,447</b>
<b>EBITDA</b>	<b>39,491</b>	<b>38,791</b>	<b>36,805</b>	<b>35,129</b>	<b>38,873</b>	<b>39,787</b>	<b>40,631</b>	<b>41,179</b>
<b>EBITDA marže</b>	<b>27,7%</b>	<b>31,4%</b>	<b>26,0%</b>	<b>24,3%</b>	<b>24,6%</b>	<b>24,7%</b>	<b>24,8%</b>	<b>24,7%</b>
<b>Odpisy</b>	-16,810	-15,934	-16,231	-16,489	-20,038	-20,272	-20,431	-20,593
<b>EBIT</b>	<b>22,681</b>	<b>22,857</b>	<b>20,574</b>	<b>18,640</b>	<b>18,834</b>	<b>19,514</b>	<b>20,200</b>	<b>20,587</b>
<b>EBIT marže</b>	<b>15,9%</b>	<b>18,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>12,9%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,1%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,4%</b>
<b>EPS</b>	1,61	2,25	1,91	1,80	1,54	1,64	2,00	2,26
<b>Dividenda (eur)</b>	<b>0,90</b>	<b>0,94</b>	<b>0,97</b>	<b>1,02</b>	<b>1,08</b>	<b>1,14</b>	<b>1,20</b>	<b>1,26</b>
<b>Čistý dluh</b>	120,54	95,61	78,83	84,88	83,40	54,94	27,34	5,58
<b>Debt/Equity</b>	<b>121,5%</b>	<b>84,4%</b>	<b>64,6%</b>	<b>64,7%</b>	<b>60,7%</b>	<b>38,9%</b>	<b>18,1%</b>	<b>3,4%</b>
<b>P/E</b>	10,7	7,7	9,1	9,6	11,2	10,5	8,6	7,6
<b>P/Sales</b>	1,1	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>EV/EBITDA</b>	7,1	6,6	6,5	7,0	6,2	5,4	4,6	4,0
<b>ROE</b>	<b>15,4%</b>	<b>19,6%</b>	<b>15,0%</b>	<b>13,2%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,9%</b>	<b>12,7%</b>	<b>13,3%</b>
<b>ROA</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,4%</b>	<b>8,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,6%</b>	<b>8,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,9%</b>

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady Cyrrus

## POSLEDNÍ VÝSLEDKY HOSPODAŘENÍ

*Od přelomu let 2008/2009 kdy se krátkodobě do hospodaření firmy projeví výkyvy na trzích polymerů se opět firma vrátila zpět do „zaběhnutých kolejí“.*

*Celoroční výsledky nakonec dopadly lépe, než společnost na začátku roku očekávala.*

*Dobře se vyvíjí prozatím i hospodaření v tomto roce..*

*-- pro další kvartály již bude však více znát dopad růstu cen polymerů.*

Od našeho poslední reportu vydala společnost výsledky za 3Q 2009, celý rok 2009 a za první čtvrtletí 2010. Hospodaření za 3. kvartál 2009 jsme hodnotili pozitivně, díky vývoji na trzích polymerů a nákladovému hospodaření společnosti, což se odrazilo v nad očekávání dobrých tržbách (30,06 mil eur) a relativně nízkých vykázaných nákladech, firma tak dosáhla EBITDA (8,39 mil. eur). Tento pozitivní vývoj se odrazil i na vylepšení ročního výhledu hospodaření společnosti, když odhadovaný pokles EBITDA společnost snížila z maximálních 10% na maximálně 5%. Výsledky za FY 2009I oproti našim odhadům příliš nepřekvapily a naše hodnocení bylo neutrální. Firmě se podařilo splnit i své zlepšené výhledy hospodaření, při ročních tržbách (123,45 mil. eur) dosáhla firma EBITDA (38,79 ml. Eur, -1,8% y/y), to implikuje EBITDA marži 31,4%.

Zatím posledními výsledky byly ty za 1. kvartál roku 2010. Ty dopadly mírně lépe než naše očekávání a to zejména díky vyšším než očekávaným tržbám, i když vykazaly meziroční pokles. Tento byl způsoben zejména doprodejem zásob v loňském 1. kvartále, který se letos neopakoval. Meziročně za 1Q výrazně klesl ukazatel EBITDA z důvodu výrazného růstu cen polymerů (1Q 2009 byl naopak charakteristický tím, že ceny polymerů dosahovaly dna a firma prodávala produkci za vysoké ceny z důvodu předkrizových vysokých cen polymerů, loňský první kvartál tak byl touto kombinací výjimečný a meziroční srovnání vývoje ukazatelů je mírně zavádějící).

Pro další kvartály se již negativněji než v 1Q projeví vývoj cen na trhu polymerů, kdy očekáváme větší tlak na růst nákladů než v 1Q (kdy firma ještě těžila ze zásob levnějších polymerů) a tudíž nižší EBITDA marže. Výsledky za první kvartál však byly v souladu s celoročním výhledem společnosti, poklesem EBITDA o maximálně 10% (ten byl zveřejněn při výsledcích za FY2009). V rámci tohoto rozpětí se pohybují i naše odhady celoročního hospodaření. Dosažení cíle pro letošní rok však bude pro firmu větší výzvou, než tentýž původní cíl v minulém roce.

### Výsledky společnosti od naší poslední analýzy

	1Q 2010	y/y	odhad Cyrrus	FY 2009	y/y	odhad Cyrrus	3Q 2009	y/y	odhad Cyrrus
Tržby	34,399	-3,5%	34,132	123,447	-13,5%	123,455	30,061	-15,10%	29,333
EBITDA	8,84	-37,0%	8,68	38,79	-1,8%	38,601	8,391	-13,90%	7,278
EBITDA marže	25,7%	-13,6 p.b.	25,4%	31,4%	+3,7 p.b.	31,3%	27,9%	+0,4 p.b.	24,8%
EBIT	4,763	-53,3%	4,502	22,857	0,8%	22,738	4,271	-20,70%	3,168
Čistý zisk	7,65	13,0%	7,572	20,802	39,7%	20,621	6,017	2170,60%	5,508

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady Cyrrus

## VÝŠE NÁKLADŮ SE ODVÍJÍ ZEJMÉNA OD CEN POLYMERŮ

*Oproti minimům z počátku minulého roku mají za sebou polymery výrazné růsty svých cen.*

Pořád stejná situace je v principu nákladové volatility firmy a jejího promítání do cen produkce. Aktuální ceny polypropylenu dosahují přibližně 1200 USD/t (při minimech zkraje roku 2009 dosahovala cena cca 650 USD/t). Firma samotná nakupuje převážně za ceny v eur, nicméně ty byly v 1Q 2010 vyšší než původně firma odhadovala a očekáváme (i firma), že po zbytek tohoto roku bude tento faktor způsobovat další tlak na růst nákladů. Princip promítání cen vstupů do produkce v závislosti na cenách polymerů (pass-through mechanism) je samozřejmě stále zachován a je hlavním faktorem v krátkodobých změnách v hospodaření společnosti, zejména výše EBITDA a EBITDA marže.

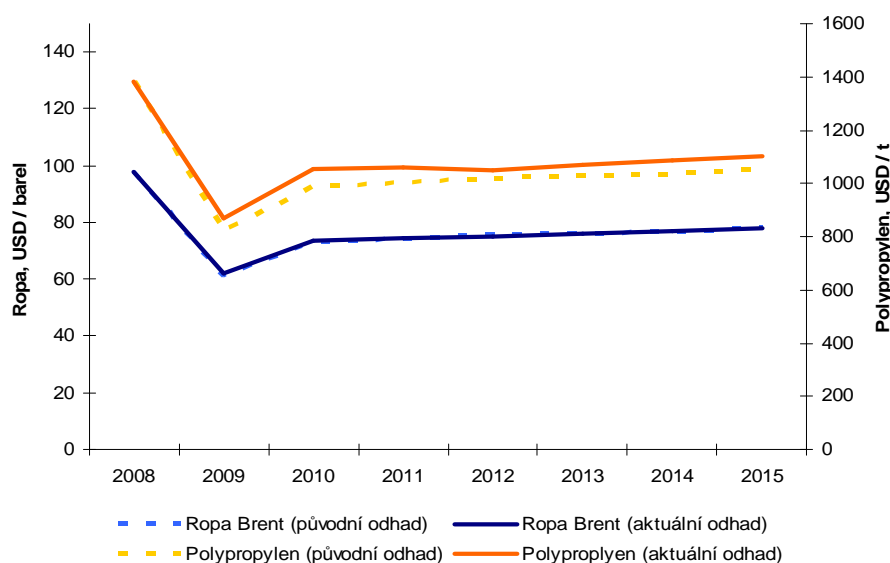
*Firma očekává také mj. zdražení elektrické energie, s nástupem nové linky vzrostou také personální náklady.*

I když zejména, nikoliv pouze o polymerech je nákladové hospodaření firmy. Oproti minulému roku firma očekává růst ceny elektřiny, a to zejména z důvodu navýšení platby za transport elektrické energie, (podíl elektřiny na nákladech firmy je okolo 8%). Dalším faktorem vedoucím ke zvýšení nákladů je firmou oznámený

záměr v souvislosti s novou linkou najít až 45 nových zaměstnanců. Tím se zvýší aktuální počet zaměstnanců o více než 10% s čímž souvisí také očekávaný růst osobních nákladů (oproti konci 2009 do konce 2012 o cca 13,2 %). Dodatečné náklady vzniknou také zařazením nové linky v podobě odpisů (po zařazení linky očekáváme růst o cca 20%). Výše některých nákladových položek (stejně jako dříve) je také závislá na vývoji kurzu Kč/eur, a to zejména mezd a odpisů.

Porovnání původních a nových odhadů vývoj cen komodit zobrazuje následující graf. Naše odhady cen ropy jsou téměř totožné s předchozími, zvyšujeme zejména odhady cen polymerů.

### Odhadované ceny ropy a polypropylenu



Zdroj: Bloomberg, odhady Cyrrus

## TRH S NETKANÝMI TEXTILIEMI UDRŽUJE STABILNÍ RŮST

*Trh s netkanými textiliemi pokračuje ve svém mírném růstu..*

*. do budoucna předpokládáme udržení tržního podílu Pegasu.*

I v současné krizi si trh s netkanými textiliemi uchovává svůj poklidný růst v řádu jednotek procent ročně, nižší dynamiku zaznamenává trh s textiliemi pro technické aplikace. Z pohledu Pegasu se však tržní podmínky příliš nemění. Většina produkce jde do segmentu hygieny, který není ekonomickými výkyvy příliš zasažen. Firma tak je schopna prodat celý objem své produkce na trhu. Tržní podíl společnosti odhadujeme na cca 12%-15%, což z něj činí jednoho z majoritních hráčů (podle údajů za rok 2008 patří Pegasu v Evropě druhé místo za Fibertexem). Celkový objem evropského trhu s netkanými textiliemi odhadujeme na cca 550 – 600 tis. tun netkaných textilií). Na druhou stranu ani toto nezaručuje firmě výraznější pozici v cenotvorbě, kdy podle vedení musela firma nabídnout jisté cenové ústupky, aby si udržela své zákazníky a to i přes to, že se na trhu očekává mírné snížení přebytku kapacit nad poptávkou. Dalším negativním aspektem je omezená ochota odběratelů plně do cen netkaných textilií promítnout zvýšení nákladů výrobců na polymery. Pro rok 2010 však společnost zajistila odbyt celé své produkce. Výhodou Pegasu nadále zůstává důraz na technologicky vyspělé materiály, díky kterým dosahuje firma vyšší ziskové marže. I přes navýšení kapacity díky nové lince předpokládáme, že firma bude podobně jako dříve schopna vyprodat celou svoji výrobní kapacitu (v plném provozu linky v roce 2012 odhadujeme výrobu na 83,4 tis. tun) a svoji současnou dobrou tržní pozici by si měla udržet. Riziko technologického pokroku a zvýšení výrobních kapacit ostatních firem v odvětví a z toho vyplývající zlepšení jejich konkurenceschopnosti na úkor Pegasu je samozřejmě stále přítomno. V poslední době oznámil záměr nových linek např. turecký Gülsan, ten však patří mezi menší subjekty na trhu, s podílem cca 4%.

## NOVÁ VÝROBNÍ LINKA ZVÝŠÍ VÝROBNÍ KAPACITU

*Očekávané rozhodnutí o nové lince přeci jen přineslo překvapení, kapacita bude mírně vyšší než námi dříve uvažovaná...*

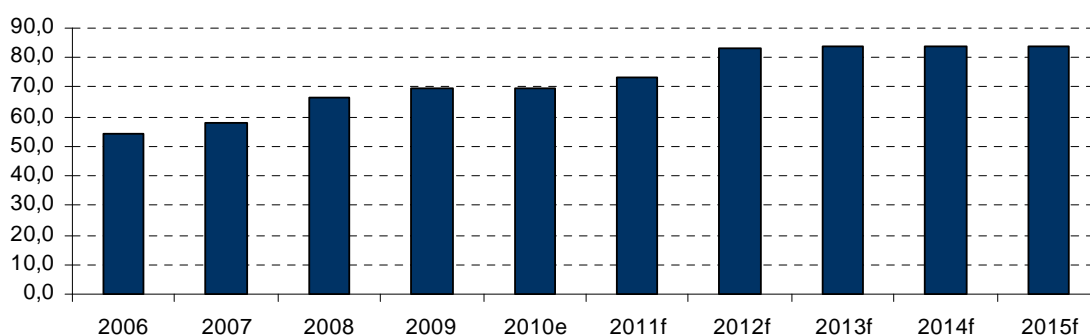
Během března t.r. společnost potvrdila námi i trhem očekávané rozhodnutí o výstavbě nové výrobní linky, v pořadí deváté. Na tuto linku byla Vládou ČR přidělena investiční pobídka, která společnost zavazuje ke spuštění této linky do ledna 2012 a poskytuje také daňové úlevy. Nová linka bude charakteristická schopností dodávat technologicky vyspělé a pokročilé materiály, čímž si Pegas udrží svoji konkurenční výhodu. Společnost oznámila, že maximální kapacita linky bude až 20 tis. tun ročně. Toto číslo je vyšší než naše původní odhady (odhadovali jsme kapacitu 12,5 tis. tun ročně), i když je udávaná kapacita linky maximální možnou, byly naše dřívější odhady nižší. Reálnou kapacitu nové linky pro účely našich projekcí tak odhadujeme na přibližně 14 tis. tun (+19% oproti současnému stavu). Vyšší kapacita nové linky je tak jedním z faktorů změny naší cílové ceny.

*...podle očekávání bude linka zaměřena opět na nejvyspělejší materiály.*

Maximální kapacita nové linky však nevyhovuje až tolik o jejím ekonomickém přínosu. Výroba lehčích materiálů na kterých firma realizuje vyšší ziskové marže nenaplní očekávanou „hmotnost“ kapacity linky. Nová linka bude orientována na nejvyspělejší (nejlehčí) materiály, tudíž očekáváme že výroba vyjádřená v tunách bude nižší (možná i výrazněji) než udávaných 20 tis. tun. O to větší ale budou na těchto materiálech ziskové marže. Aktuální gramáž „obvyklých“ netkaných textilií je 8 – 9 g na m<sup>2</sup>, u nové linky a speciálních ultralehkých materiálů bude toto číslo samozřejmě nižší. Podle vyjádření firmy bude linka k dispozici pro výrobu v první jakosti přibližně počátkem podzimu 2011, tj. již v příštím roce se linka projeví na mírném nárůstu výrobní kapacity. Účetně zařazena do majetku bude od roku 2012.

Na setkání s analytiky po výsledcích FY2009 firma upřesnila očekávané rozložení kapitálových výdajů na novou linku, celkem bude odhadovaná částka rozložena do 3 let (u předchozí linky byly kapitálové výdaje rozloženy do 2 let). Nová linka bude znamenat čisté zvýšení výrobní kapacity, nikoliv nahrazení starých výrobních linek, tento krok firma ani v blízké době nezvažuje. Očekáváme, že Pegas bude dále pokračovat ve své strategii zvyšování výrobní kapacity, odhadujeme, že další linka společnosti by mohla být uvedena do provozu přibližně v letech 2015 až 2017.

**Odhadovaný objem výroby (v tunách)**



Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady Cyrrus

## DIVIDENDOVÁ POLITIKA, INVESTICE A ZADLUŽENÍ

Společnost po výsledcích FY 2009 potvrdila aktuální dividendovou politiku postupného navyšování vyplacené dividendy (odh. div. výnos 2009 5,8%), s tou výhradou, že pokud přijdou zajímavé akviziční příležitosti, bude upřednostněno právě toto použití hotovosti. Pegas dlouhodobě takovéto příležitosti monitoruje, zatím bez jediné konkrétnější zprávy. S poukazem na možnou realizaci investiční příležitosti naše odhady vyplácených dividend ponecháváme stejné jako v naší předchozí analýze. Pro srovnání uvádíme porovnání objemu vyplácených dividend s EBITDA daného roku.

Odhady výše dividend (eur na akcii) a jejich poměru k EBITDA (%)								
	2008	2009	2010e	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
Dividenda	0,90	0,94	0,97	1,02	1,08	1,14	1,20	1,26
Div/EBITDA	18,3%	19,9%	21,4%	23,6%	25,5%	24,2%	25,1%	25,9%

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady Cyrrus

***I přes počínající investice do nové linky firma schopna udržet dividendovou politiku a snížit letos dluh.***

Navzdory očekávaným vyšším než původně odhadovaným investicím do nové linky Pegas plánuje v letošním roce snížit své zadlužení. Podle našich odhadů může být externí dluh snížen o cca 10 mil. eur. V dalších letech již budou investiční výdaje do nové linky vyšší (viz tabulka níže), proto další možnost snížení dluhu vidíme až během roku 2013, krátkodobě mírné zvýšení zadlužení podle našich odhadů bude nutné během roku 2011. S mírou zadlužení souvisí také zmiňované potenciální akvizice, v případě jejich realizace očekáváme financování této investice formou zvýšení zadlužení. Postupem času však očekáváme zvyšování úrokových nákladů, úvěrové facility firmy jsou úročeny přírůžkou k sazbě EURIBOR, s očekávaným růstem inflace v příštích letech očekáváme také růst úrokových sazeb a růst tržních úrokových měr a tendence k růstu úrokových nákladů. Po skončení investic do nové linky i při dostatku hotovosti nepředpokládáme zrychlení tempa růstu vyplácené dividendy, hlavním uplatněním hotovosti podle našeho názoru bude vedle snižování výše dluhu dlouhodobě nadále rozvoj firmy a zvyšování výrobní kapacity.

Očekávaný vývoj zadlužení a kapitálových výdajů (v mil. eur)								
	2008	2009	2010e	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
Čistý dluh	120,85	96,08	85,61	85,61	87,61	63,61	33,61	8,61
Capex	-18,62	-1,21	-9,00	-34,00	-17,00	-1,50	-1,50	-7,50

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady Cyrrus

## PEGAS CHCE TAKÉ STÁLE EXPANDOVAT

***V oblasti akvizic uvažujeme několik možných scénářů..***

Pegas Nonwovens stále proklamuje, že vyhledává příležitosti k růstu prostřednictvím akvizic. Podle vyjádření firmy by se případná investice pravděpodobně odehrála mimo region Evropy. Myslíme, že nejpravděpodobnější směr rozvoje by v tomto případě byl zejména Střední východ, Severní Afrika popř. země bývalého Sovětského svazu v souvislosti s rostoucí životní úrovní v těchto regionech a očekávaným růstem trhu hygienických výrobků z netkaných textilií. Firma v malé míře dodává své výrobky i na severoamerický kontinent, proto ani tento geograficky vzdálenější region není zcela vyloučen (mimo regiony Evropy a Ruska jde obvykle ne více než 5% produkce).

Maximální výše dostupného dluhu nad rámec aktuálního zadlužení je cca 50 mil. eur, což pro srovnání zhruba odpovídá investičním výdajům na aktuálně připravovanou novou linku (celková výše úvěrových facilit je 150 mil. eur). K případným akvizicím uvažujeme několik možných scénářů. Linka, jejíž výstavbu

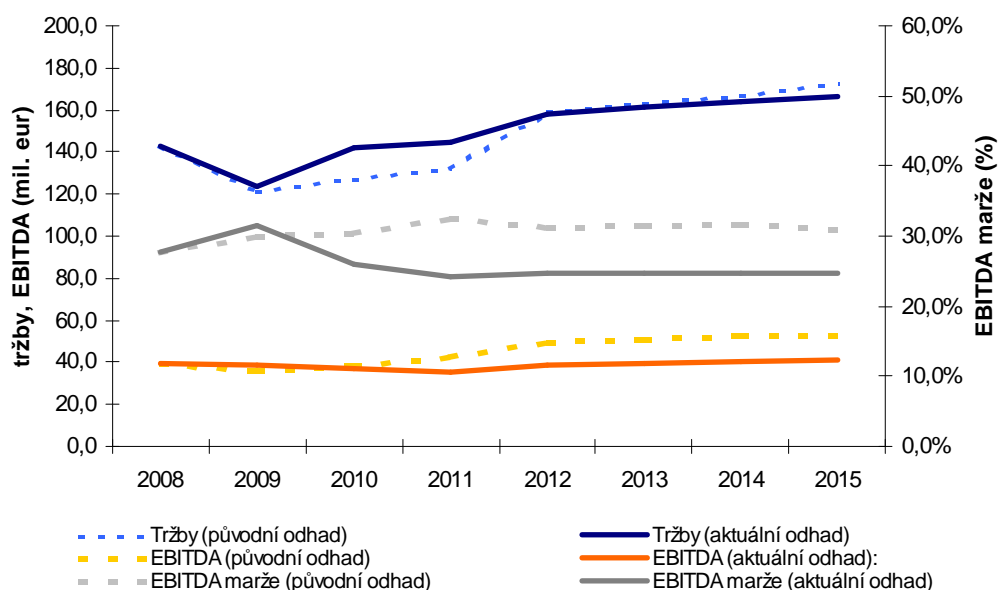
Pegas zahajuje, je zaměřena na výrobu nejmodernějších materiálů, tj. obdobné linky by nemohly být terčem akvizice, akvizice by však také pravděpodobně obsahovala jistou prémii, tj. oněch 50 mil. eur podle našich odhadů by přineslo objem výroby v rozsahu cca 12-15 tis. tun ročně. Znamenalo by to navýšení kapacity o cca 15% (včetně 9. linky). Pegas nemusí mít zájem o investice do starších technologií, tj. případně atraktivní k převzetí budou ty společnosti, které již disponují relativně novými linkami, nebo tyto linky plánují. Jiným možným scénářem je, že naopak Pegas pomocí akvizic rozšíří svoje tržní pozice v rámci „běžných“ netkaných textilií a zvýší tak tržní podíl v tomto segmentu, nadále se však prostřednictvím výstavby vlastních nových linek bude specializovat na vývoj nejmodernějších materiálů. Případné akvizice nejsou součástí našeho ocenění.

## ZMĚNY V ODHADOVANÝCH VÝHLEDECH HOSPODAŘENÍ

*Hlavními změnami v našich odhadech jsou mírně zvýšení tržby v nejbližších letech, a zejména růst cen provozních nákladů a tedy pokles EBITDA marží, z důvodu růstu cen polymerů i ostatních provozních nákladů.*

Oproti předchozím odhadům jsme změnilí naše odhadované výhledy hospodaření, rozdíl vychází zejména z odhadovaných změn cen polymerů, které působí primárně na růst nákladů a následně také na růst polymerů. V oblasti tržeb předpokládáme jejich rychlejší růst v blízkých letech, v souvislosti s vyšším očekávaným růstem cen polymerů a částečně s dřívějším předpokládaným uvedením do provozu nové linky. V pozdějších letech však očekáváme mírný pokles tržeb oproti předchozím odhadům. Očekáváme také, že negativní roli sehraje tlak odběratelů, kteří nebudou chtít akceptovat plné promítnutí růstu cen polymerů do cen netkaných textilií. Růst cen polymerů se také projeví do vyšších než dříve očekávaných nákladů, které způsobí pokles ukazatele EBITDA v porovnání s našimi předchozími odhady a oproti současným hodnotám způsobí očekávaný pokles EBITDA marží. Dalším faktorem snížení EBITDA marží jsou uvedené růsty personálních nákladů a zvýšení ostatních provozních nákladů (např. cen energií).

Výhled tržeb, EBITDA a EBITDA marže



Zdroj: Bloomberg, odhady Cyrrus

## STANOVENÍ CÍLOVÉ CENY AKCIE

*Aktualizovali jsme vstupní parametry modelu ocenění, změn doznaly zejména nižší náklady kapitálu.*

Změn doznaly parametry modelu ocenění, oproti předchozímu došlo zejména k poklesu bezrizikové sazby (10Y český vládní dluhopis), pokles vidíme také u ukazatele WACC (vlivem snižování zadlužení). Koeficient beta a odhad dlouhodobého růstu jsme ponechali na předchozích hodnotách, stejně jako se nezměnila riziková prémie ČR dle tabulek A. Damodarana. Zejména snížení vážených nákladů kapitálu je faktorem zvýšení cílové ceny.

Parametry modelu ocenění		
	Původní hodnota	Aktuální hodnota
Bezriziková sazba	4,92%	4,30%
Riziková prémie	7,10%	5,85%
Beta vs. PX	0,73	0,73
Dlouhodobý růst	1,50%	1,50%
WACC	8,75%	6,54%

*Zdroj: Bloomberg, A.Damodaran, odhady Cyrrus*

## OCENĚNÍ AKCIE METODOU DCF

Pro ocenění akcie společnosti používáme stále dvoufázový model diskontovaného cash-flow, FCFE, kdy predikujeme hodnoty do roku 2015. Hodnoty jednotlivých odhadů a výpočet vnitřní hodnoty přináší tabulka níže.

Model DCF (eur na akcii)						
	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f+
EBIT po zdanění	2,23	1,86	1,88	1,78	1,84	1,70
Odpisy	1,76	1,79	2,17	2,20	2,21	2,23
Δ prac. kapitálu	-0,89	-2,76	3,17	-0,04	0,05	-0,81
Kapitálové výdaje	-0,98	-3,68	-1,84	-0,16	-0,16	-0,81
Terminal Value						29,96
Volné cash-flow	2,13	-2,80	5,38	3,77	3,94	32,27
Diskont. cash-flow	1,87	-2,32	4,17	2,75	2,70	20,71
NPV na akcii	29,9					
Čistý dluh na akcii	8,5					
NPV na akcii (eur)	21,3					
NPV na akcii (Kč)	550,5					
Cílová cena	<b>569</b>					

*Zdroj: Cyrrus*

**Cílovou cenu pro akcie Pegas Nonwovens stanovujeme ve výši 569 Kč na akcii.**

Model DCF implikuje vnitřní hodnotu akcie 29,9 eur, což sníženo o čistý dluh znamená 21,3 eur na akcii. To přepočteno současným kurzem 25,80 Kč/EUR implikuje hodnotu 550,5 Kč na akcii, z toho odvozujeme naši roční cílovou cenu akcie společnosti Pegas Nonwovens ve **výši 569 Kč** na akcii.

## INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ

*Cílovou cenu pro akcie Pegas Nonwovens stanovujeme ve výši 569 Kč na akcii, s investičním doporučením „koupit“.*

Na základě ocenění pomocí modelu DCF **stanovujeme roční cílovou cenu akcie společnosti Pegas Nonwovens na 569 Kč**. Při posledním závěrečném kurzu akcie na pražském trhu 420 Kč znamená naše cílová cena ve výši 35 %. Podle metodiky uvedené v závěru dokumentu proto stanovujeme pro akcie Pegas Nonwovens investiční doporučení „**koupit**“ („buy“), čímž zvyšujeme doporučení z předchozího „akumulovat“. Původní cílovou cenu 473 Kč z 19. listopadu 2009 zvyšujeme o 20 %.

## ANALÝZA CITLIVOSTI

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

Analýza citlivosti					
Dl. růst	WACC				
	7,54%	7,04%	6,54%	6,04%	5,54%
0,5%	396	439	487	543	609
1,0%	422	470	524	588	664
1,5%	453	506	569	642	732
2,0%	489	549	621	708	815
2,5%	529	599	684	788	919

Zdroj: Cyrrus



## ZKRÁCENÉ VÝHLEDOVÉ FINANČNÍ VÝKAZY PEGAS NONWOVENS

### Výhledový výkaz zisku a ztráty

v tis. eur	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby	142 771	123 447	141 818	144 460	157 717	161 283	164 061	166 447
Provozní náklady	-103 280	-84 656	-105 013	-109 332	-118 844	-121 496	-123 430	-125 268
EBITDA	39 491	38 791	36 805	35 129	38 873	39 787	40 631	41 179
Odpisy	-16 810	-15 934	-16 231	-16 489	-20 038	-20 272	-20 431	-20 593
EBIT	22 681	22 857	20 574	18 640	18 834	19 514	20 200	20 587
Finanční náklady/výnosy	-8 518	-1 331	-3 983	-2 733	-5 224	-5 081	-2 543	-678
Zisk před zdaněním	14 163	21 526	16 591	15 906	13 611	14 433	17 656	19 908
Čistý zisk	14 889	20 802	17 606	16 651	14 227	15 171	18 499	20 864

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady Cyrrus

### Výhledová rozvaha

v tis. eur	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek	207 843	196 739	181 684	170 297	202 700	181 542	163 046	144 251
Oběžná aktiva	40 400	39 108	55 321	75 060	46 790	53 888	51 237	55 637
Aktiva celkem	248 243	235 847	237 006	245 357	249 490	235 430	214 283	199 887
Základní kapitál a rez. fondy	99 179	113 273	122 113	131 100	137 422	141 427	150 997	161 844
Dlouhodobé závazky	107 514	94 112	95 232	94 616	73 038	46 249	20 491	19 932
Krátkodobé závazky	41 550	28 462	19 660	19 642	39 029	47 753	42 795	18 111
Pasiva celkem	248 243	235 847	237 006	245 357	249 490	235 430	214 283	199 887

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady Cyrrus

### Výhledový výkaz cash-flow

v tis. eur	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Počáteční zůstatek	511	309	473	6 776	728	4 206	10 664	8 268
CF z provozní činnosti	35 115	40 496	36 902	38 426	36 459	42 245	41 891	40 931
CF z investiční činnosti	-18 619	-1 208	-9 000	-34 000	-17 000	-1 500	-1 500	-7 500
CF z finanční činnosti	-16 698	-39 121	-21 599	-10 474	-15 981	-34 288	-42 786	-36 670
Konečný stav	309	473	6 776	728	4 206	10 664	8 268	5 029

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady Cyrrus

## 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 **21.6.2010**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	2	28,6
Akumulovat	3	42,8
Držet	2	28,6
Prodat	0	0,0

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.

**Analytické oddělení:**

Marek Hatlapatka	Analytik	<a href="mailto:hatlapatka@cyrrus.cz">hatlapatka@cyrrus.cz</a>	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Analytik	<a href="mailto:prochazka@cyrrus.cz">prochazka@cyrrus.cz</a>	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Analytik	<a href="mailto:potmesil@cyrrus.cz">potmesil@cyrrus.cz</a>	Farmacie, development
Ondřej Moravanský	Analytik	<a href="mailto:moravansky@cyrrus.cz">moravansky@cyrrus.cz</a>	Telekomunikace, IT, média

**Trading & Sales:**

Pavel Pikna	Brno	<a href="mailto:pikna@cyrrus.cz">pikna@cyrrus.cz</a>
Kamil Kricner	Praha	<a href="mailto:kricner@cyrrus.cz">kricner@cyrrus.cz</a>

**Portfolio management:**

Peter Dömény	Brno	<a href="mailto:domeny@cyrrus.cz">domeny@cyrrus.cz</a>
Jindřich Rovný	Praha	<a href="mailto:rovny@cyrrus.cz">rovny@cyrrus.cz</a>

**Corporate finance:**

Tomáš Kunčický	Brno	<a href="mailto:kuncicky@cyrrus.cz">kuncicky@cyrrus.cz</a>
Karel Potměšil	Praha	<a href="mailto:potmesil@cyrrus.cz">potmesil@cyrrus.cz</a>

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