

# PEGAS NONWOVENS

## Perspektiva pod pyramidami

Ondřej Moravanský  
Analytik  
moravansky@cyrrus.cz  
+420 538 705 705

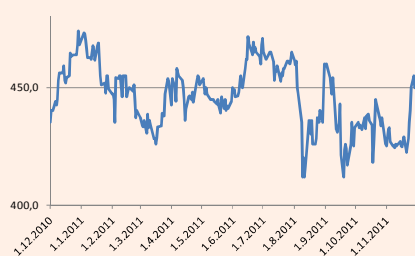
**INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ:** **KOUPIT**  
**12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA:** **560 CZK**

Datum vydání analýzy: 1. prosince 2011  
Současná tržní cena: 450 CZK  
Potenciál k cílové ceně: 24%

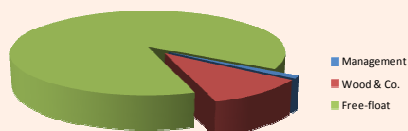
Předchozí doporučení: KOUPIT  
Předchozí cílová cena: 534 CZK  
Datum vydání předchozí analýzy: 9. února 2011

		2010	2011E	2012E	2013E
<b>Výnosy</b>	(mil. EUR)	148,2	169,1	184,1	196,6
<b>EBITDA</b>	(mil. EUR)	35,2	36,2	39,7	43,8
<b>Provozní zisk</b>	(mil. EUR)	18,9	27,6	30,7	31,7
<b>Čistý zisk</b>	(mil. EUR)	21,0	23,3	18,2	23,2
<b>Zisk na akcii (EPS)</b>	(EUR)	2,28	2,52	1,97	2,52
<b>P/E</b>	(x)	7,9	7,8	7,1	9,0
<b>Dividendový výnos</b>	(%)	5,6%	5,8%	6,1%	6,3%

Vývoj akcií Pegas Nonwovens



Struktura akcionářů Pegas Nonwovens



### Základní informace o akciích Pegas Nonwovens

Data ke dni: 30.11.2011  
Cena akcie: 450,0 CZK  
Počet vydaných akcií: 9,229 mil.  
Tržní kapitalizace CZK: 4,15 mld.  
Tržní kapitalizace EUR: 258,7 mil.  
52-week max: 475,0 CZK  
52-week min: 377,1 CZK  
Průměrný denní objem: 7,66 mil. CZK

#### Sídlo firmy:

Přímětická 86  
669 04 Znojmo  
Česká republika

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

ISIN: LU027 516 4910  
WKN: AOL F0M  
Bloomberg: PEGAS CP  
Reuters: PGSNsp.PR

- Hlavní změnou, která se ve společnosti odehrála od doby naší poslední analýzy (únor 2011), bylo oficiální oznámení očekávané expanze do zahraničí, konkrétně rozhodnutí o výstavbě nového výrobního závodu v Egyptě, nedaleko Káhiry. Celkový objem investice do první linky o kapacitě cca 20 tis tun má dosáhnout 55 až 60 mil. eur, výroba by se měla rozběhnout během druhé poloviny roku 2013. Pegas dostal také definitivní příslib odběru produkce od významného odběratele, který byl podmínkou realizace egyptské investice.
- Za účelem financování výstavby nové linky již Pegas přistoupil k refinancování a zvýšení stávajícího úvěrového rámce, již byly také podepsány smlouvy o koupi pozemků a výstavbě závodu, dále také dohoda o pojištění rizik. Od oznámení tak tento projekt zdařile pokračuje, což společnost potvrdila i při posledních výsledcích minulý týden.
- Pegas však „nespí“ ani doma v Příměticích. Nová linka se zapracovává do plného provozu a první ekonomické důsledky byly vidět již ve výsledcích za 3 kvartál. Potvrzením již tak dobrých vztahů se zákazníky je nedávné oznámení dlouhodobého (tříletého) kontraktu na 100 tis. tun netkaných textilií, podobně jako opětovné udělení ceny pro nejlepší obchodní partnery od společnosti P&G. Stejně jako v předchozí analýze očekáváme pokračování výstavby linek také v ČR.
- Kromě aktualizace modelu o linky v Egyptě a změny v odhadech vývoje cen pro společnost podstatných komodit jsme neprováděli větší změny, došlo však k přehodnocení odpisové metodiky a snížení roční částky odpisů. Aktualizovali jsme parametry modelu ocenění, které zohledňují zejména zvýšené vnímání rizikovosti (růsty sazeb bondů i rizikových přírážek) v poslední době a znamenají tak tlak na snížení cílové ceny.
- Po započtení výše shrnutých faktorů jsme dospěli ke stanovení **12-měsíční cílové ceny akcií Pegas Nonwovens ve výši 560 CZK**. Tato cena převyšuje poslední závěrečný tržní kurz (450 CZK, z 30.11.2011) o cca 24%, proto v souladu s metodikou uvedenou v závěru této analýzy **ponecháváme naše investiční doporučení na stupni „KOUPIT“**. Naše předchozí cílová cena 534 Kč (z 9.2.2011) tímto byla zvýšena o přibližně 5%.

## Poslední výsledky hospodaření

*Cíle 2010 se podařilo naplnit..*

Poslední update našeho ocenění jsme vydali v únoru tohoto roku, od této doby zveřejnila firma výsledky za rok 2010, posledními zveřejněnými výsledky byla minulý týden čísla za 3Q/9M 2011. Tržby i EBITDA za rok 2010 se příliš nelišily od našich odhadů, za rok 2010 si firma dala cíl poklesu EBITDA o ne více než 10%, poklesem o 9,2% se firmě tento cíl podařilo naplnit. První kvartály tohoto roku byly ve znamení rostoucích cen polymerů, které se prozatím ne zcela promítly do cen produkce. To vyvolávalo tlak na marže, kdy za oba kvartály došlo k meziročnímu poklesu EBITDA i EBITDA marží. Výsledky za oba kvartály dopadly také pod úroveň našeho odhadu i tržního konsenzu.

### Přehled posledních výsledků Pegas Nonwovens

mil. eur	9M 2011	y/y	odhad Cyrrus	FY 2010	y/y	odhad Cyrrus
Tržby	126,257	15,6%	126,405	148,150	20,0%	149,236
EBITDA	26,043	2,2%	26,133	35,218	-9,2%	35,317
EBITDA marže	20,6%	-3,3 p.b.	20,7%	23,8%	-7,7 p.b.	23,7%
EBIT	19,654	49,3%	19,792	18,865	-17,5%	18,860
Čistý zisk	16,273	-7,6%	16,482	21,039	1,1%	21,005

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady CYRRUS

*..vývoj během roku potvrzuje směřování k celoročním cílům i letos.*

Zatím posledními výsledky byla čísla za 3Q resp. 9M. Podle očekávání došlo vývojem na trhu s polymery a působením pass-through mechanismu k navýšení tržeb a q/q poklesu nákladů, čímž se rozšířila EBITDA marže a firma vykázala nejvyšší EBITDA za několik posledních let. Firma však komentovala mírné zpomalení na trhu s netkanými textiliemi, což zapříčinilo naše mírně negativní vnímání těchto výsledků. Firma potvrdila celoroční očekávaný růst EBITDA, ovšem v nižší části stanoveného pásma 2%-7%.

## Pegas zahájil očekávanou zahraniční expanzi

*Dlouho slibovaná zahraniční expanze odstartuje v Egyptě..*

Pegas v posledních letech stále proklamoval, že vyhodnocuje možné investice mimo ČR. V roce 2010 založil pro tento účel dceřinou společnost Pegas Nonwovens International, následně uváděl, že k definitivnímu rozhodnutí dojde v 2Q 2011. Koncem června t.r. společnost oznámila green-field investici do nového výrobního závodu v Egyptě.

*..nová linka očekává spuštění v roce 2013.*

Egypt byl vybrán z důvodu rostoucí poptávky po netkaných textiliích v tomto regionu a také z důvodu přítomnosti kapacit výrobců hygienických produktů. Pegas disponuje potvrzeným zájmem významného odběratele o produkci výroby v Egyptě. Toto byla nutná podmínka investice. V první fázi by měla být spuštěna první linka o kapacitě cca 20 tis. tun během roku 2013, prozatím definitivně nerozhodnuto je následné spuštění další linky v letech 2015-2016, její případná kompletace by měla navýšit kapacitu v Egyptě na 45-50 tis. tun ročně (my v našem modelu se spuštěním druhé egyptské linky počítáme). Celkový objem investice (do první linky) se odhaduje na 55-60 mil. eur (pozemky, budov, technologie atd.). Pegas hodlá financovat tuto investici částečně z provozních zdrojů, částečně zvýšením zadlužení, o němž je pojednáno dále.

Předpokládáme, že některé aspekty hospodaření budou v Egyptě rozdílné od těch v ČR, očekáváme na jednu stranu mírně nižší ceny vstupů v podobě polymerů, naopak mírně vyšší očekáváme průměrné mzdové náklady. První linka (a pravděpodobně i druhá) bude nastavena na produkci materiálů o standardní kvalitě, kde Pegas díky nižším cenám realizuje nižší ziskové marže oproti materiálům označovaným jako „technologicky vyspělé“. Takové materiály produkuje např. v posledních měsících spuštěná linka ve Znojmě. Srovnatelný přínos linek v Egyptě bude tedy vzhledem k maržím nižší, než přínos posledních linek v ČR.

V regionu Blízkého východu je také přítomno nezanedbatelné politické riziko, včetně např. možnosti vyvlastnění. Proti těmto rizikům uzavřel Pegas Nonwovens pojistnou smlouvu s Exportní a garanční pojišťovací společností (EGAP).

## Financování expanze zajistí vyšší úvěr

*Pegas refinancoval a zvýšil objem svého dosavadního úvěru až na 180 mil. eur.*

Pro účely financování linek v Egyptě přistoupil Pegas k refinancování stávajícího úvěrového rámce, dosavadní celková výše 150 mil. byla navýšena na 180 mil. eur. Tento objem by měl vytvořit dostatečnou kapacitu k financování nové linky v Egyptě. Aktuální výše zadlužení (ke konci 9M 2011) je 119,2 mil. eur. Prostředky dostupné do maximálního limitu úvěrového rámce nyní dosahují cca 60 mil. eur, což je částka, která je sama o sobě postačující k financování nové linky. Při letošních 1H výsledcích firma díky investici v Egyptě zvýšila svůj letošní výhled CAPEX na 42 mil. eur (původně 32 mil. eur). Tento rok tvoří podstatnou část capexu výdaje na linku v Příměticích, začíná také investice v Egyptě, ta bude příští rok hlavní složkou capexu, nicméně bude ještě dobíhat financování domácí linky. Při refinancování úvěrového rámce došlo také ke zvýšení úrokové přírážky nad rámec sazby EURIBOR, vzhledem k předchozímu úvěru tak vzrostou poměrné úrokové náklady společnosti, dosavadní přírážka činila 1,2%, u nově zjednaného úvěru by neměla překonat 2% (v závislosti na výši poměru dluh/EBITDA).

## Dividendová politika se nemění

*Stále bude dostatek peněz na zajímavou dividendu.*

Před oznámením investice v Egyptě firma naznačovala, že v případě zahraniční investice by mohla přistoupit k omezení své dividendové politiky tj. postupného růstu vyplacené dividendy. Po oznámení investice však firma tuto svoji politiku potvrdila, i když předpokládáme, že obecná formulace „průběžné zvyšování“ bude mít v příštích letech konkrétní podobu pomalejšího tempa růstu dividendy, než tomu bylo dosud. Mírně proto upravujeme také naše odhady výše vyplacených dividend, jak naznačuje následující tabulka. Provozní financování a navýšení úvěrového rámce podle našich odhadů umožní v politice postupného růstu dividendy pokračovat. Letošní rok byl poslední, kdy byla vyplacena dividendy (koncem října) z účtu emisního ážia. Nadále by měly být dividendy vypláceny z fondu zisku předchozích let, ke konci 9M 2011 bylo na tomto účtu 111,4 mil. eur tedy plně dostatečná kapacita (částka letošní dividendy činila cca 9,23 mil. eur).

### Srovnání původních a nových odhadů výše dividend (za uvedené roky)

eur na akcii	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Div. na akcii (aktuální odhad)	1,00	1,04	1,08	1,12	1,16	1,20	1,24	1,28	1,32	1,36	1,40
meziroční změna (%)		4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%	2,9%
Div na akcii (původní odhad)	1,00	1,06	1,12	1,18	1,24	1,30	1,36	1,42	1,48	1,54	1,60

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady CYRRUS

## Změny v odpisech starších linek

*Letos Pegas výrazně snížil svoji částku odpisů.*

Od počátku roku 2011 společnost přistoupila ke změně metodiky odpisování provozovaných výrobních linek (prodloužení doby odpisu), to mělo za následek snížení částky odpisů na přibližně polovinu původní výše, na částku mírně přesahující 2,1 mil eur za kvartál. V posledních měsících byla zařazena do majetku nová linka (včetně stavby) v Příměticích, což se podle našich odhadů projeví opět navýšením částky odpisů o částku přesahující 2,5 mil. eur ročně. Změny v našich projekcích odpisů samozřejmě přinesou také nové linky v Egyptě. Doba odepisování nových linek je 15 let. U starších 20 nebo 25 let. Do částky odpisů jsou samozřejmě započteny také stavby, tam počítáme s dobou odpisu cca 35 let.

## Další informace: buyback, nový majoritní akcionář

*Schválení možnost buybacku zřejmě nebude mít za následek jeho provedení.*

Za uplynulé měsíce společnost dvakrát reportovala změny ve své akcionářské struktuře. Ke konci června Pegas oznámil pokles podílu na hlasovacích právech maďarského fondu Aegon pod 5% na cca 0,7%, naopak společnost Wood&Co. navýšila začátkem října svůj podíl nad 10%, konkrétně 10,6%, čímž se tato společnost stala nejvýznamnějším akcionářem Pegas Nonwovens. Na valné hromadě v červnu také společnost schválila program odkupu až 10% objemu vlastních akcií po dobu 5 let od konání VH. Nepředpokládáme však, že by společnost měla akutní záměr odkupy vlastních akcií provádět. Pro příští roky bude hlavním uplatněním hotovosti samozřejmě výstavba nových linek, výplata dividendy a následně snížení zadlužení.

## Vývoj na trhu s polymery

*Od poloviny roku ceny polymerů klesají.*

Stále platnou výhodou společnosti zůstává to, že nemá problém s odbytem své produkce a hlavním faktorem výše tržeb jsou ceny produkce, které se primárně odvíjejí od cen polymerů. První polovina roku byla ve znamení dalšího růstu cen produkce, kdy cena polypropylenu narostla nad 1500 eur/tunu. Toto je vyšší cena, než jaké společnost čelila v roce 2008 při rekordně vysokých cenách ropy. Je tedy vidět zvyšující se marže cen polymerů nad cenami ropy. V posledních týdnech 1H 2011 však ceny polymerů začaly klesat, a tento pokles podle údajů společnost setrvává až do současných dní, kdy se průměrná cena polymerů pohybuje v okolí 1300 eur/t.

*Předpokládáme, že i polymerů se dotkne očekávané zpomalení ekonomiky.*

Již během 1H 2011 společnost očekávala, že díky působení pass-through by se měly vysoké ceny polymerů promítnout do vyšších cen produkce až v druhé polovině roku. Poslední vývoj na trhu polymerů (pokles) by měl na druhou stranu příznivě ovlivnit výši nákladů a tedy krátkodobě zlepšit marže. Předpokládáme, že z důvodu výrazných propadů na akciových i komoditních trzích, ke kterým došlo v létě, a následného očekávaného zpomalení světové ekonomiky bude v nadcházejících měsících a kvartálech pro trh s polymery charakteristická stagnace nebo mírný pokles cen polymerů. Pro naše účely odhadujeme průměrnou cenu polymerů v příštím roce na přibližně 1200 eur/t.

## Celoroční výhledy pro tento rok

*Letošní cíle by měly být splněny, i když ne přesvědčivě.*

Pegas si pro tento rok stanovil cíl růstu EBITDA o 2% až 7%, který potvrdil i po 3Q výsledcích. EBITDA za 9M meziročně narostla o 2,2% na 26,043 mil. eur. Aktuální růst tak je ve firmou stanoveném pásmu. Pegas sice komentoval jisté zpomalení na trhu s netkanými textiliemi v současné době, nicméně podle jeho slov jde pravděpodobně jen o přechodný jev, ale i tak společnost uvádí, že odhadovaná roční EBITDA bude spíše při dolní hranici stanoveného rozpětí. My v našich odhadech také předpokládáme, že společnost své celoroční cíle naplní. Měl by jí k tomu pomoci pokračující pokles cen polymerů a i když se do cen v 4Q se již nepromítnou vysoké ceny polymerů z 1H, stále by pokles tržeb měl být pomalejší než pokles nákladů, tedy s pozitivním vlivem na EBITDA i marže. Náš odhad celoroční EBITDA činí 36,2 mil eur (+2,7 %).

## Změny v odhadech hospodaření

Hlavní změnou v našich odhadech je samozřejmě započítání produkce nových linek v Egyptě, to samozřejmě pozitivně ovlivňuje naše odhady vývoje výnosů a EBITDA. V našich odhadech cen ropy a polymerů jsme nedělali větší změny, v blízkých letech jsme tyto odhady mírně zvýšili, očekáváme však následně pomalejší tempo růstu, než v předchozí analýze. Očekáváme, že z hlediska marží přispějí egyptské linky nižším příspěvkem, než poslední linky v ČR, z důvodu jejich orientace na běžné materiály (nikoliv technicky vyspělé). Celkově se naše odhady marží příliš neliší od předchozí analýzy, dlouhodobě odhadujeme jejich výši lehce nad 20%.

### Srovnání původních a nových odhadů výnosů

tis. eur	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Výnosy (aktuální odhad)	148 150	169 093	184 099	196 620	210 154	221 951	241 583	261 261	266 027	276 549	277 574
Výnosy (původní odhad)	150 574	161 804	176 287	182 521	186 544	190 582	201 014	225 157	229 556	233 963	238 379
Změna	-1,6%	4,5%	4,4%	7,7%	12,7%	16,5%	20,2%	16,0%	15,9%	18,2%	16,4%

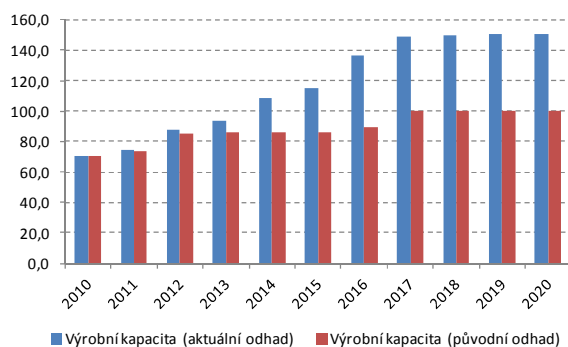
Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady CYRRUS

### Srovnání původních a nových odhadů EBITDA

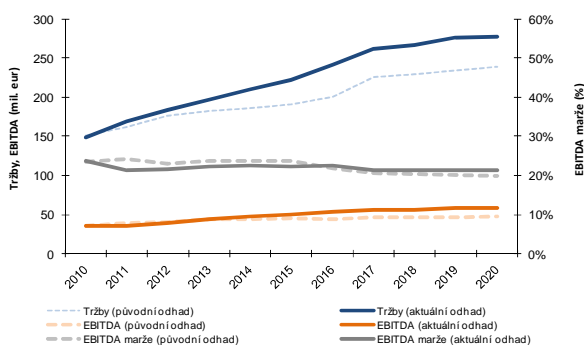
tis. eur	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA (aktuální odhad)	35 218	36 153	39 701	43 842	47 374	49 594	54 173	55 890	56 631	59 089	59 082
EBITDA (původní odhad)	35 254	39 146	40 424	43 495	44 376	45 002	43 821	46 301	46 541	46 996	47 236
Změna	-0,1%	-7,6%	-1,8%	0,8%	6,8%	10,2%	23,6%	20,7%	21,7%	25,7%	25,1%

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady CYRRUS

### Porovnání odhadů výrobní kapacity (tis. tun)



### Porovnání odhadů tržeb, EBITDA a EBITDA marže



## Ocenění akcií Pegas Nonwovens

*Ke změnám došlo i v nastavení parametrů modelu ocenění, WACC je nyní oproti minulému analýze vyšší.*

K ocenění akcií Pegas Nonwovens používáme stále dvoufázový model, pro diskontní faktor WACC používáme jako bezrizikovou sazbu v první fázi 10Y český vládní dluhopis, v druhé fázi 15Y dluhopis. Rizikovou přírážku stanovujeme dle A. Damodarana. Hodnotu beta volíme v první fázi 0,8, v druhé fázi 1,0. Vidíme, že v aktuální analýze tak došlo k navýšení WACC v obou fázích. K ocenění akcií společnosti našemu původnímu odhadu narostla hodnota ROIC na 13,3%.

### Nastavení parametrů modelu ocenění

	Původní hodnoty		Nové hodnoty	
	I. fáze	II. fáze	I. fáze	II. fáze
Bezriziková sazba	4,00%	4,50%	4,25%	4,46%
Riziková přírážka	5,85%	5,50%	6,28%	6,28%
Beta	0,7	1	0,8	1,0
Náklady vl. kapitálu	8,10%	10,00%	9,27%	10,74%
Náklady dluhu	4,50%	5,50%	4,50%	5,50%
Váha vl. kapitálu	0,6	0,9	0,6	0,9
Váha dluhu	0,4	0,1	0,4	0,1
WACC	6,66%	9,55%	7,36%	10,22%
Dlouhodobý růst		1,00%		1,00%
ROIC		10,90%		13,33%

Zdroj: odhady CYRRUS, A.Damodaran, Bloomberg

Hodnoty modelu ocenění zobrazuje následující tabulka:

### Ocenění akcií Pegas Nonwovens modelem DCF

mil. eur	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020+
NOPAT	29 148	30 159	33 514	31 092	35 212	34 807	33 503	35 592	35 586
Odpisy	9 019	12 096	12 096	15 048	15 048	17 216	17 216	17 216	
Změna prac. kapitálu	-635	-989	9 946	2 433	-701	-228	4 970	-539	
Capex	-45 000	-18 500	-10 500	-49 500	-47 500	-19 000	-3 000	-3 000	
Terminal Value									357 059
Volné CF	-7 468	22 766	45 056	-927	2 060	32 795	52 689	49 269	
Diskontované volné CF	-6 479	18 396	33 911	-650	1 345	19 945	29 847	25 995	175 473
PV	297 783								
PV na akcii	32,26								
Čistý dluh na akcii	11,77								
Čistá současná hodnota akcie	20,50								
Roční cílová cena (Kč)	<b>560</b>								

Zdroj: odhady CYRRUS

*Pro akcie Pegas Nonwovens stanovujeme cílovou cenu 560 Kč a doporučení koupit.*

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že náš model ocenění implikuje férovou cenu akcie Pegas Nonwovens na 20,5 EUR, z toho vyplývá výše naše 12-měsíční cílová cena 560 CZK (při odhadovaném budoucím kurzu 25,0 eur). Tato cílová cena je o cca 5% vyšší než naše předchozí cílová cena z 9. února 2011, 534 Kč. Poslední závěrečná cena akcie na pražské burze činila 450 Kč, naše cílová cena znamená tedy 24% prémii k této ceně. Odtud stanovujeme dle metodiky uvedené v závěru pro akcie společnosti Pegas Nonwovens investiční doporučení na stupni „KOUPIŤ“, čímž potvrzujeme předchozí doporučení na totožném stupni.

## Citlivostní analýza

Tabulka zobrazuje citlivost cílové ceny na ROIC a WACC v druhé fázi.

Analýzu citlivosti cílové ceny na změny v parametrech modelu ocenění přináší následující tabulka srovnání alternativních cílových cen při nastavení různých ROIC a WACC v druhé fázi modelu ocenění.

### Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

		WACC				
		9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%
ROIC	3,3%	481	456	433	413	395
	8,3%	595	563	535	509	486
	13,3%	623	590	560	533	509
	18,3%	636	602	571	544	519
	23,3%	643	609	578	550	525

Zdroj: odhady CYRRUS

## Zkrácené pro-forma finanční výkazy a ukazatele

### Finanční a účetní data a ukazatele

#### Výkaz zisku a ztráty

v tis. eur	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Tržby	148 150	169 093	184 099	196 620	210 154	221 951	241 583	261 261	266 027	276 549	277 574
Provozní náklady	-112 932	-132 940	-144 399	-152 778	-162 780	-172 357	-187 410	-205 370	-209 396	-217 460	-218 492
EBITDA	35 218	36 153	39 701	43 842	47 374	49 594	54 173	55 890	56 631	59 089	59 082
Odpisy	-16 353	-8 572	-9 019	-12 096	-12 096	-15 048	-15 048	-17 216	-17 216	-17 216	-17 216
EBIT	18 865	27 582	30 682	31 746	35 278	34 546	39 125	38 674	39 415	41 873	41 866
Finanční náklady/výnosy	3 033	-2 453	-12 024	-6 935	-6 170	-6 722	-7 847	-7 008	-5 050	-3 093	-1 417
Zisk před zdaněním	21 898	25 129	18 658	24 811	29 108	27 824	31 278	31 666	34 365	38 780	40 449
Čistý zisk	21 039	23 259	18 193	23 224	27 344	24 369	27 366	27 799	28 453	32 499	34 169

#### Rozvaha

v tis. eur	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Dlouhodobý majetek	200 515	235 084	268 666	276 290	274 681	308 736	341 457	343 194	328 920	314 759	300 526
Oběžná aktiva	50 706	54 121	53 843	66 703	56 462	46 846	52 666	54 150	50 308	50 803	56 538
Aktiva celkem	251 222	289 205	322 508	342 992	331 143	355 582	394 123	397 344	379 228	365 562	357 064
Základní kapitál a rez. fondy	129 041	140 963	148 750	163 030	180 453	193 334	209 845	226 309	242 927	263 169	284 819
Dlouhodobé závazky	106 239	127 789	151 747	156 350	125 544	135 926	155 783	140 336	105 084	70 037	39 769
Krátkodobé závazky	15 941	20 452	22 012	23 613	25 147	26 322	28 495	30 699	31 218	32 356	32 476
Pasiva celkem	251 221	289 205	322 509	342 992	331 144	355 582	394 123	397 344	379 228	365 562	357 064

#### Výhledový výkaz cash-flow

v tis. eur	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Počáteční zůstatek	473	4 685	7 620	5 057	15 550	13 767	5 287	8 247	7 338	7 942	6 741
CF z provozní činnosti	29 495	39 071	38 716	40 897	55 224	48 448	49 382	51 544	55 468	52 075	52 519
CF z investiční činnosti	-8 194	-42 000	-45 000	-18 500	-10 500	-49 500	-47 500	-19 000	-3 000	-3 000	-3 000
CF z finanční činnosti	-17 089	5 864	3 721	-11 903	-46 507	-7 428	1 078	-33 453	-51 864	-50 276	-43 969
Konečný stav	4 685	7 620	5 057	15 550	13 767	5 287	8 247	7 338	7 942	6 741	12 291

#### Základní ukazatele hospodaření a ocenění

	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
P/E	7,80	7,06	9,02	7,07	6,00	6,74	6,00	5,91	5,77	5,05	4,80
P/BV	1,27	1,16	1,10	1,01	0,91	0,85	0,78	0,73	0,68	0,62	0,58
EV/EBITDA	7,26	7,57	7,57	6,72	5,60	5,73	5,56	5,13	4,43	3,67	3,07
P/S	1,11	0,97	0,89	0,83	0,78	0,74	0,68	0,63	0,62	0,59	0,59
Dividenda	1,00	1,04	1,08	1,12	1,16	1,20	1,24	1,28	1,32	1,36	1,40
Div. výnos	5,6%	5,8%	6,1%	6,3%	6,5%	6,7%	7,0%	7,2%	7,4%	7,6%	7,9%
EBITDA marže	23,8%	21,4%	21,6%	22,3%	22,5%	22,3%	22,4%	21,4%	21,3%	21,4%	21,3%
EBIT marže	12,7%	16,3%	16,7%	16,1%	16,8%	15,6%	16,2%	14,8%	14,8%	15,1%	15,1%
Marže čistého zisku	14,2%	13,8%	9,9%	11,8%	13,0%	11,0%	11,3%	10,6%	10,7%	11,8%	12,3%
ROE	17,4%	17,2%	12,6%	14,9%	15,9%	13,0%	13,6%	12,7%	12,1%	12,8%	12,5%
ROA	7,7%	10,2%	10,0%	9,5%	10,5%	10,1%	10,4%	9,8%	10,2%	11,2%	11,6%
ROIC	8,4%	10,7%	10,6%	10,3%	11,9%	10,8%	11,0%	10,9%	11,7%	13,0%	13,3%
Debt/Equity	70,9%	77,7%	91,6%	79,9%	56,2%	62,1%	65,3%	54,1%	35,7%	20,1%	6,0%

Zdroj: Pegas Nonwovens, odhady CYRRUS



**Informace dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení**

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **1.12.2011**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	7	46,7
Akumulovat	4	26,7
Držet	1	6,7
Prodat	3	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.

---

**Analytické oddělení:**

Marek Hatlapatka	Brno	<a href="mailto:hatlapatka@cyrrus.cz">hatlapatka@cyrrus.cz</a>	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	<a href="mailto:prochazka@cyrrus.cz">prochazka@cyrrus.cz</a>	Energetika, letecká doprava
Ondřej Moravanský	Brno	<a href="mailto:moravansky@cyrrus.cz">moravansky@cyrrus.cz</a>	Telekomunikace, IT, textilní průmysl, média
Jiří Šimara	Brno	<a href="mailto:simara@cyrrus.cz">simara@cyrrus.cz</a>	Ocelářenský a automobilový průmysl

**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:**

Tomáš Machalický	Brno	<a href="mailto:machalicky@cyrrus.cz">machalicky@cyrrus.cz</a>
Jindřich Rovný	Praha	<a href="mailto:rovny@cyrrus.cz">rovny@cyrrus.cz</a>

**Corporate finance:**

Tomáš Kuncický	Brno	<a href="mailto:kuncicky@cyrrus.cz">kuncicky@cyrrus.cz</a>
Jiří Běhal	Brno	<a href="mailto:behal@cyrrus.cz">behal@cyrrus.cz</a>

**Výhrada (disclaimer):**

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a.s., obchodníkem 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 uzavřeno dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. 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