

Pegas Nonwovens

4. března 2014

Význam egyptského provozu roste. V 1H 2016 další linka!

Jiří Šimara

Analytik

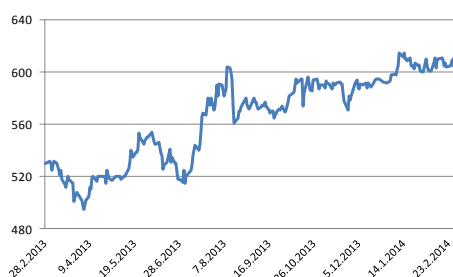
simara@cyrrus.cz

+420 538 705 732

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ:	DRŽET
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA:	610 CZK
Závěrečná tržní cena k 28. 2. 2014	612 CZK
Potenciál k cílové ceně:	0%
Očekávaný dividendový výnos	5%
Předchozí doporučení:	AKUMULOVAT
Předchozí cílová cena:	592 CZK

		2013e	2014e	2015e	2016e
Výnosy	(mil. EUR)	198,8	225,6	230,6	258,7
EBITDA	(mil. EUR)	38,1	45,4	45,2	48,4
EBITDA marže	(%)	19,2%	20,1%	19,6%	18,7%
Provozní zisk	(mil. EUR)	24,8	31,1	30,5	31,9
Čistý zisk	(mil. EUR)	4,5	23,8	23,3	23,9
Zisk na akcii (EPS)	(EUR)	0,48	2,58	2,52	2,59

Vývoj akcií Pegas Nonwovens v CZK



Základní informace o akciích Pegas Nonwovens

Data ke dni:	28. 2. 2014
Cena akcie:	612 CZK
Počet vydaných akcií:	9,2 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	5,54 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	202,1 mil.
52-week max:	615,0 CZK
52-week min:	494,5 CZK
Průměrný denní objem:	4,7 mil. CZK

Sídlo firmy: Přímětická 86
669 04 Znojmo
Česká republika

Sídlo firmy: www.pegas.cz

ISIN:	LU0275164910
WKN:	AOLF0M
Bloomberg:	PEGAS CP
Reuters:	PGSNsp.PR

- Rok 2013 představoval zlomový milník v historii Pegas Nonwovens. Otevřením první egyptské výrobní linky totiž došlo k zahraniční expanzi společnosti. Právě tato výroba spolu s jejím očekávaným rozšířením v první polovině roku 2016 představuje zdroj růstu firmy.
- Vliv nových výrobních kapacit by přitom měl být patrný již na číslech za loňský rok. Předpokládáme, že se celkové výnosy meziročně zvýší o 5,9 % při růstu produkce o 5,8 % y/y. Vzhledem k tomu, že nové výrobní kapacity byly uvedeny do provozu až během 3Q jde o růst spíše tlumený. Výrazněji by egyptský provoz měl do čísel Pegas Nonwovens promluvit v letošním roce, kdy čekáme nárůst výroby o 13,7 % y/y a růst celkových výnosů o 13,5 %.
- Oproti naší analýze z 30. 6. 2013 jsme mírně snížili své očekávání ohledně celkové výrobní kapacity egyptského provozu a to z předchozích 48 tis. tun vyprodukovaných textilií ročně na 45,5 tis. tun. Od tohoto kroku se následně odvíjí snížený výhled růstu významných finančních ukazatelů.
- Změn doznaly i samotné parametry našeho oceňovacího modelu. Mírně jsme snížili WACC pro první i pokračující fázi ocenění zejména kvůli nižším požadovaným rizikovým přírůzkům a vyššímu zastoupení cizího kapitálu na celkovém financování firmy.
- Ke stanovení dvanáctiměsíční cílové ceny jsme opět zvolili dvoufázový model diskontovaných peněžních toků. Po všech úpravách jsme dospěli k mírnému zvýšení cílové ceny a to z předchozích 592 CZK na současných 610 CZK.
- Dle metodiky uvedené na předposlední straně tohoto dokumentu a vzhledem k závěrečné ceně akcií na BCPP z 28. 2. 2014 stanovujeme investiční doporučení na stupni „Držet“ z předchozích „Akumulovat“.
- Nejblíží významnou korporátní událostí bude bezesporu zveřejnění výsledků hospodaření za rok 2013, které je naplánováno na 20. března před zahájením obchodování na BCPP. Predikci těchto čísel uvádíme níže, přičemž nás bude nejvíce zajímat současný vývoj v Egyptě spolu s jakoukoliv indikací budoucích plánů managementu v této zemi. Návrh dividendy by měl být znám až později, pravděpodobně během třetího čtvrtletí letošního roku.

Hospodaření za 3Q 2013 zaostalo za očekáváním

Vinu za slabší hospodaření za 3Q 2013 nesou zejména dvě skutečnosti, a sice nižší než očekávaný objem produkce (22,6 tis. tun oproti očekávaným 22,8 tis. tun) a nižší realizovaná cena (2 117 EUR/t oproti očekávaným 2 150 EUR/t). Výnosy tak nenaplnily naše predikce o 2,2 %.

Celkové provozní náklady se v meziročním vyjádření zvýšily o 7 % na 39 mil. EUR, což bylo způsobeno zejména navýšením osobních nákladů v důsledku přecenění opčního akciového plánu na reálnou hodnotu a nárůstem celkového počtu zaměstnanců kvůli zprovoznění egyptské výrobní linky. Provozní náklady nepřinesly výraznější překvapení.

Nižší než očekávaná úroveň EBITDA marže tak jde na vrub zejména nižším výnosům. S 18,3 % byla pod námi očekávanými 18,9 % a zároveň šlo o nejnižší ziskovost na úrovni EBITDA od 2Q roku 2012. Zisk před očištěním o odpisy, úroky a daně je přítom u Pegas Nonwovens nejvýznamnější úrovní, které trh věnuje zvýšenou pozornost.

Slabý vývoj za 2H přiměl management ke snížení svého celoročního výhledu růstu EBITDA z původně očekávaného pásma 5-15 % y/y (po číslech za 2Q revidováno na spodní hranici tohoto rozpětí) na -2,9 % y/y až +2,3 % y/y.

Přehled hospodářských výsledků za 3Q 2013

tis. EUR	3Q 2013	Odhad Cyrrus	3Q 2012	y/y	Odchylka od odhadů
Výnosy	47 942	49 020	47 890	0,1%	-2,2%
Celkové provozní náklady	39 174	39 736	36 617	7,0%	-1,4%
EBITDA	8 768	9 284	11 273	-22,2%	-5,6%
EBITDA marže	18,3%	18,9%	23,5%	-22,1%	-0,6 pb
EBIT	5 218	5 614	8 411	-38,0%	-7,1%
Čistý zisk	2 327	4 542	8 594	-72,9%	-48,8%

Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Zveřejněná čísla spolu se sníženým výhledem tak nešlo vnímat jinak než negativně. Nicméně problémy, které za tímto vývojem stály, jsme vyhodnotili jako jednorázové, které by neměly mít žádný vliv na dlouhodobý růstový potenciál společnosti. Pro dlouhodobého investora tak Pegas Nonwovens zůstal i po výsledcích za 9M loňského roku stále atraktivním titulem.

Mírný růst výnosů, nižší marže a silný pokles čistého zisku

Oproti roku 2012 očekáváme za loňský rok meziroční nárůst výnosů o 5,9 % na 198,8 mil. EUR. Růstu bude dosaženo zejména díky příspěvku egyptské výrobní linky, která byla uvedena do provozu během 3Q 2013. Tržby generované českými výrobními linkami by se dle našich predikcí neměly v meziročním vyjádření příliš změnit. Objem produkce i realizovaná cena totiž zůstávají na meziročně stabilní úrovni.

Ziskovost na úrovni EBITDA by však dle našeho modelu měla být oproti roku 2012 mírně nižší a to 19,2 % oproti loňským 20,3 %. Tento stav je dán především velmi slabým vývojem během 2Q a 3Q 2013. Situace se dle naší predikce v 4Q mírně zlepšila, nicméně ani zdaleka nešlo o zlepšení natolik silné, aby mohlo kompenzovat předchozí slabší kvartály.

Výhled hospodaření Pegas Nonwovens pro rok 2013

tis. EUR	9M 2013	y/y	4Q 2013e	y/y	FY 2013e	y/y
Výnosy	145 994	4,2%	52 820	11,0%	198 823	5,9%
EBITDA	27 925	-3,2%	10 143	9,5%	38 078	-0,1%
EBITDA marže	19,1%	-1,5 pb	19,2%	-1,6 pb	19,2%	-1,1 pb
EBIT	18 621	-6,1%	6 143	-8,5%	24 774	-6,7%
<i>Kurzové změny a ostatní</i>						
<i>fin. výnosy</i>	-3 088	-170,7%	-9 603	469,9%	-12 691	-572,7%
<i>Úrokové náklady</i>	-4 376	25,6%	-1 850	64,4%	-6 226	35,1%
<i>Zisk před zdaněním</i>	11 167	-46,1%	-5 310	-236,1%	5 857	-76,2%
<i>Daň z příjmu</i>	-2 106	-29,3%	720	-206,7%	-1 386	-62,1%
Čistý zisk	9 050	-48,9%	-4 590	-242,3%	4 471	-78,7%

Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Velké změny dozná s nejvyšší pravděpodobností čistý zisk. Již po 9M uplynulého roku byla tato úroveň výsledovky nižší takřka o 50 % y/y. Během 4Q se však situace ještě zhoršila a společnost bude muset dle našich odhadů reportovat silnou čistou ztrátu. Půjde o první ztrátové čtvrtletí Pegas Nonwovens od 4Q roku 2011.

Je ovšem nutné zdůraznit, že ztráta bude způsobena účetními vlivy po přecenění některých aktiv denominovaných v EUR (zejména bankovní dluh a vnitropodniková půjčka). Tato operace půjde na vrub silnému oslabení CZK oproti EUR, ke kterému došlo po listopadové intervenci ČNB. Negativní dopad odhadujeme v objemu 9,6 mil. EUR.

Dojít by také mělo k silnějšímu nárůstu úrokových nákladů, což souvisí se zařazením egyptské výrobní linky do provozu. Od tohoto okamžiku totiž již nejsou úrokové náklady z úvěrového rámce čerpaného na výstavbu nových kapacit pravidelně kapitalizovány do pořizovací ceny investice.

Silná kurzová ztráta bude působit pozitivně na daň z příjmu. Očekáváme, že se tímto vlivem daňové břemeno sníží o 1,8 mil. EUR, čímž bude dosaženo kladné daně z příjmu na úrovni 0,7 mil. EUR.

Čistá ztráta za 4Q 2013 by vzhledem k výše uvedeným skutečnostem měla být 4,6 mil. EUR, což by znamenalo celoroční čistý zisk jen 4,5 mil. EUR (-79 % y/y). Tento vývoj nepovažujeme za nikterak dramatický a to z toho důvodu, že je takto nízké úrovně dosaženo neprovozními vlivy navíc bez znatelnějšího dopadu na cash flow společnosti.

Vzhledem k tomu, že Česká národní banka plánuje držet kurz na hladině 27 CZK/EUR nejméně po celý rok 2014, měly by výkyvy v kurzu hrát během letošního roku mnohem menší roli.

Egypt jako zdroj růstu firmy

Loňský rok byl pro Pegas Nonwovens historickým milníkem. Byla totiž spuštěna první zahraniční (egyptská) výrobní linka, kterou společnost postupně budovala již od roku 2011. Celá investice si vyžádala dle našich odhadů 70 mil. EUR a ve své první fázi by měla navýšit celkovou výrobní kapacitu společnosti o 18 tis. tun ročně, což znamená zhruba o pětinu. První výrobní linku označujeme jako první fázi expanze kvůli tomu, že očekáváme vybudování i druhé výrobní linky, díky níž se celková výrobní kapacita egyptského závodu navýší až na odhadovaných 45,5 tis. tun ročně.

Samotné vedení společnosti nevyklučuje rozšíření výroby v Egyptě v případě, že se první linka osvědčí, tedy že bude dostatečná poptávka po její produkci. O tom, že to Pegas Nonwovens myslí s další expanzí opravdu vážně, svědčí i fakt, že současné výrobní a skladovací prostory i celková infrastruktura již počítají s dalším rozšířením. V našem modelu nadále pracujeme se scénářem, že k expanzi kapacit dojde už v první polovině roku 2016.

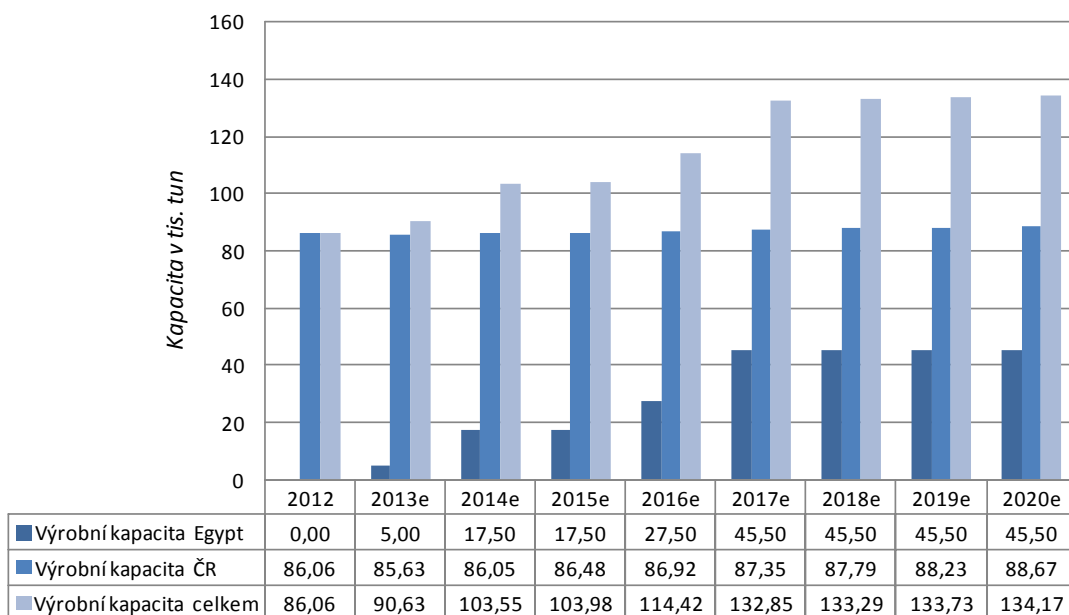
Navýšení výrobních kapacit by bylo logickým krokem, zvláště vezmeme-li v úvahu fakt, že takřka veškerá produkce první výrobní linky je na rok 2014 již předprodaná, což svědčí o velmi silném zájmu odběratelů. Nejvýznamnějším zákazníkem je pravděpodobně, stejně jako u linek v ČR, americký gigant P&G, který má svůj provoz ve stejné průmyslové zóně v Egyptě jako Pegas Nonwovens.

Dle naší predikce bylo za loňský rok vyprodukováno takřka 91 tis. tun netkaných textilií. Egyptská linka by se na tomto objemu měla podílet pouhými 5,5 %. Takto nízký podíl je dán tím, že linka byla spuštěna až během 3Q s tím, že došlo k přerušení výroby na dva týdny kvůli bezpečnostnímu riziku při nepokojích v Káhiře. Navíc ani během 4Q ještě nebylo dosaženo plné výrobní kapacity.

Očekávané změny ve výrobní kapacitě

Za rok 2013 tedy není reálně očekávat výrazné navýšení výrobní kapacity v důsledku zprovoznění egyptské výrobní linky. Citelněji by ovšem tyto nové kapacity měly promluvit do celkové produkce Pegas Nonwovens již v letošním roce, kdy by se zejména jejich zásluhou měla navýšit celková produkce o 14 % na 103,5 tis. tun.

Dalšího viditelnějšího nárůstu produkce bychom se měli dočkat až v souvislosti se spuštěním druhé výrobní linky, jež předpokládáme v 1H 2016.



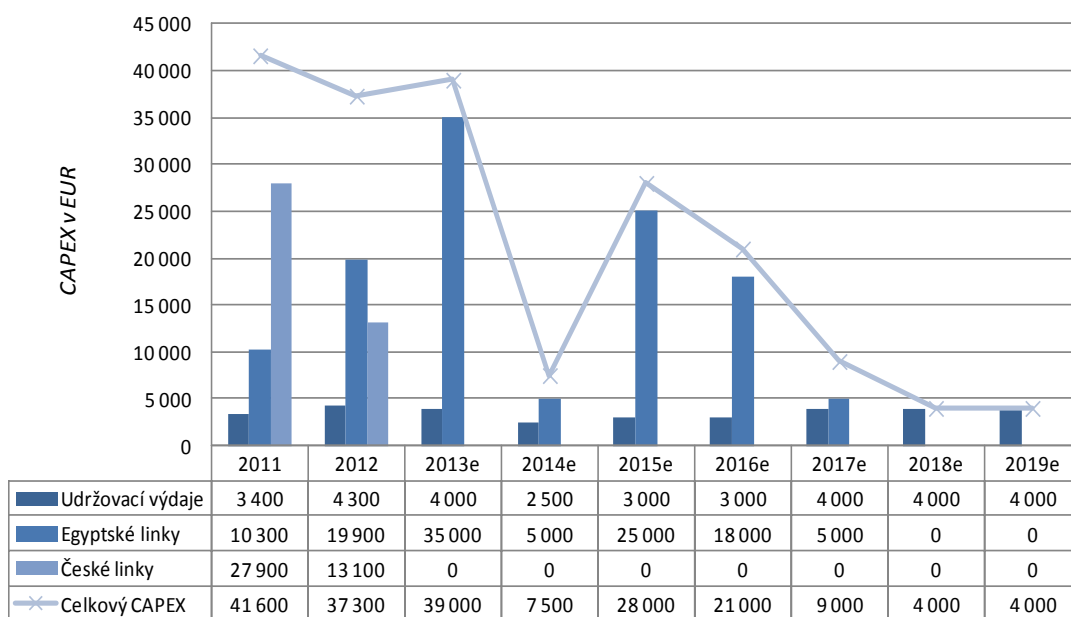
Dopady expanze na CAPEX

Rozšíření egyptského závodu si samozřejmě vyžádá i nárůst kapitálových výdajů (CAPEX). Do první výrobní linky a vybudování patřičné infrastruktury firma během let 2011 a 2012 investovala 30,2 mil. EUR, což je 38 % celkových investičních nákladů vynaložených firmou během tohoto období. Na rok 2013 firma hodlá vydat na CAPEX maximálně 41 mil. EUR (dle našich odhadů to bude 39 mil. EUR), přičemž drtivá většina by měla jít opět na egyptský projekt. Pouhé 4 mil. EUR by dle našeho odhadu mělo být využito jako tzv. udržovací investice do stávajících linek. Na dokončení celého projektu první výrobní linky bude dle managementu během prvního kvartálu roku 2014 vydáno kolem 5 mil. EUR. Jak již výše uvádíme, celková suma vynaložená na první egyptskou výrobní linku spolu s patřičnou infrastrukturou si dle našich odhadů vyžádala investici 70 mil. EUR.

Původní plán společnosti přitom počítal s investicí v rozmezí 55-60 mil. EUR. Navýšení bylo způsobeno přesunutím části investic z druhé fáze hned do první. Dobudování druhé linky by tak již mělo být méně náročné, a to i přes to, že by měla mít větší výrobní kapacitu než ta první.

Předpokládáme, že investice do druhé výrobní linky budou rozloženy opět primárně na tři roky, přičemž část prostředků na přípravu bude použita již v prvním čtvrtletí roku 2015. Celkový očekávaný CAPEX v souvislosti s vybudováním další výrobní linky odhadujeme na 48 mil. EUR s rozložením 25 mil. EUR v roce 2015, 18 mil. EUR v roce 2016 a posledních 5 mil. EUR by se mělo projevit ještě v roce 2017.

Po dokončení této investice očekáváme fázi určité konsolidace a vyššího důrazu na snižování dluhu. CAPEX by se tak po roce 2017 měl omezit jen na udržovací investice. Po tomto období není vyloučeno vybudování třetí výrobní linky v Egyptě.



Dividendová politika

Společnost nemá stanoven žádný pevný dividendový výplatní poměr, jak bývá obvyklé u jiných titulů pražské burzy. Dividendová politika Pegas Nonwovens je nicméně prezentována jako progresivní, což znamená, že v meziročním srovnání nedochází ke snižování absolutní hodnoty dividendy. Tohoto přístupu se dle našeho modelu bude firma nadále držet.

V následujících letech tak předpokládáme růst dividendy vzhledem k odhadovanému nárůstu čistých zisků až na 2,2 EUR na akcii v roce 2020. Podmínkou pro meziroční navýšování vyplácené dividendy však nadále zůstane absence jiné zajímavé investiční příležitosti, na kterou by Pegas Nonwovens potřeboval finanční prostředky. Těmito investičními příležitostmi se myslí zejména budování výrobních kapacit, které by si vyžádalo silnější než plánované financování. Další podmínkou je samozřejmě dostatečně silná provozní výkonnost společnosti schopná generovat volné finanční prostředky.

Předpokládaný vývoj dividendy v následujících letech

EUR na akcii	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Dividenda	1,10	1,20	1,40	1,50	1,70	1,90	2,10	2,20
Výplatní poměr z čistého zisku	227%	48%	58%	60%	59%	66%	66%	66%

Zdroj: Cyrrus

Letošní dividendu by mělo představenstvo oficiálně navrhnout valné hromadě až v letních měsících. S výplatou poté počítáme na konci října s tím, že akcie se budou obchodovat s nárokem na ni zhruba do poloviny října.

Změny v odhadech hospodaření

Oproti naší předchozí analýze z července roku 2013 jsme přistoupili k mírnému snížení odhadu růstu výnosů za loňský rok a to z původních +9,3 % y/y na +5,9 % y/y. Tímto krokem zohledňujeme slabší než předpokládaný vývoj hospodaření za 3Q 2013. Úrovně EBITDA i provozního zisku doznaly také snížení našich odhadů a to ze stejného důvodu jako je tomu u výnosů.

Výhled růstu výnosů v dalších letech doznal také negativní revize. Byl způsoben přehodnocením očekávané výrobní kapacity druhé výrobní linky. V předchozí analýze jsme pracovali se scénářem, v rámci kterého bude výroba navýšena na 48 tis. tun ročně, čili na horní úrovni managementem indikovaného pásma (45-50 tis. tun ročně). Nedávně, i když jen krátkodobé, problémy s výrobou nás přesvědčili k přiklonění se ke spíše konzervativnějšímu výhledu, který počítá s rozšířením produkce na 45,5 tis. tun ročně.

Srovnání původních a nových odhadů výnosů

tis. EUR	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Výnosy (aktuální odhad)	198 823	225 585	230 627	258 691	297 483	303 720	309 957	316 193
Výnosy (původní odhad)	205 120	236 067	242 313	269 757	315 430	323 082	330 784	338 536
Změna	-3,1%	-4,4%	-4,8%	-4,1%	-5,7%	-6,0%	-6,3%	-6,6%

Zdroj: Cyrrus

Změny v odhadech očekávané produkce se promítají i na nižší úrovně výkazu zisků a ztrát. Ukazatel EBITDA by se tedy dle našeho upraveného scénáře neměl zvyšovat tak rychle, jak bylo očekáváno v analýze z loňského roku. Mírně jsme také upravili úroveň předpokládaných marží (kvůli nižším predikovaným cenám produkce egyptského provozu), proto je pokles EBITDA v procentuálním vyjádření silnější než v případě výnosů.

Srovnání původních a nových odhadů EBITDA

tis. EUR	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
EBITDA (aktuální odhad)	38 077	45 356	45 234	48 370	56 226	55 602	57 945	57 719
EBITDA (původní odhad)	42 313	49 784	50 571	52 381	62 161	64 151	67 060	68 200
Změna	-10,0%	-8,9%	-10,6%	-7,7%	-9,5%	-13,3%	-13,6%	-15,4%

Zdroj: Cyrrus

SROVNÁNÍ S VYBRANÝMI FIRMAMI Z ODVĚTVÍ

Z níže uvedené tabulky vyplývá, že silnou stránkou analyzované společnosti nadále zůstává výrazně nadprůměrná zisková marže. Oproti mediánu odvětví, který je na 10,1 %, dosahuje Pegas Nonwovens přibližně dvojnásobné úrovně EBITDA marže. Za vyššími maržemi stojí především zaměření výroby na technologicky vyspělou produkci a schopnost flexibilně reagovat na specifické požadavky odběratelů.

Porovnání s konkurenty

	P/E	EV/EBITDA	EBITDA marže	Dividendový výnos	ROE	ROA	Míra zadluženosti*	Úrokové krytí*
Fiberweb	n.a.	3,7	10,1	0,4	n.a.	3,9	2,6	n.a.
Avgol Industries 1953	13,2	8,2	16,2	1,3	3,4	17,6	5,0	153,4
Suominen	54,0	5,8	7,6	0,4	n.a.	-18,4	-6,2	120,3
Ahlstrom Corporation	n.a.	11,0	6,1	0,7	8,5	14,1	5,2	96,8
Providencia	9,6	9,0	17,9	1,6	7,9	5,1	2,6	n.a.
Schouw & Co.	8,0	6,5	7,9	0,5	2,0	21,5	9,7	52,6
Low & Bonar	23,4	6,3	12,7	0,8	2,9	7,3	3,0	54,2
Medián sektoru	13,2	6,5	10,1	0,7	3,4	7,3	3,0	87,2
Průměr sektoru	21,6	7,2	11,2	0,8	4,9	7,3	3,1	92,5
Pegas Nonwovens	9,8	8,1	20,3	1,6	4,4	15,4	6,2	107,2
Diskont/Prémie k mediánu	-25%	25%	101%	143%	29%	112%	107%	23%

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

*Uvedené ukazatele pracují pro lepší srovnatelnost s daty za rok 2012

Pegas Nonwovens rovněž výrazně překonává své konkurenty v ukazatelích rentability vlastního kapitálu (ROE) i rentability aktiv (ROA). Medián i průměr těchto hodnot se v sektoru pohybuje zhruba na polovičních úrovních, kterých dosahuje analyzovaná společnost.

Za negativum lze považovat, že Pegas Nonwovens vykazuje oproti konkurentům zvýšenou míru zadluženosti. Stávající úročené dluhy společnosti převyšují vlastní jmění firmy, což je stav, který se u firmy objevil naposledy během let 2006 až 2008. Vyšší míra zadlužení odráží současné zvýšené nároky na kapitál vzhledem k egyptské expanzi. Její nejnákladnější fáze je však již minulostí.

Předpokládáme, že se úroveň zadlužení za rok 2013 ještě mírně zvýšila a to na 122 %. Mělo by však jít již o vrchol, v letošním roce naopak čekáme mírné snížení zadlužení a to zpět na úroveň roku 2012. Postupné snižování dluhu pak očekáváme i v dalších letech spolu s tím, jak již bude ustupovat potřeba nového kapitálu v souvislosti s rozšiřováním kapacit a naopak se bude dluh splácet díky silnějšímu provoznímu hospodaření společnosti. V době rozšíření o druhou výrobní linku tedy v roce 2016 by se zadlužení mělo dostat k 83 %.

Velmi atraktivní je ocenění akcií Pegas Nonwovens dle ukazatele P/E. Akcie se obchodují jen za necelý desetinasobek ročních čistých zisků, medián i průměr v sektoru je na zřetelně vyšších úrovních. Dle ukazatele EV/EBITDA (dle nás mnohem více vypovídající ukazatel) však ocenění již převyšuje úroveň obvyklé v sektoru.

Stanovení cílové ceny

Ke stanovení cílové ceny využíváme dvoufázový model diskontovaných očekávaných peněžních toků, jehož první fáze končí v roce 2020. Oproti naší předchozí analýze jsme přistoupili k několika změnám, které odráží současný vývoj a to jak v samotné společnosti, tak na kapitálových trzích a mají dopad na stanovení cílové ceny akcií Pegas Nonwovens.

V parametrech modelu ocenění došlo ke změnám hlavně u použitých bezrizikových a rizikových sazeb. U bezrizikové sazby pro první fázi došlo k mírnému navýšení její hodnoty spolu s tím, jak roste významnost přínosu egyptské výrobní linky. Bezrizikové úrokové sazby odvozujeme od úrovní výnosů desetiletých dluhopisů zemí, ve kterých Pegas Nonwovens působí.

Nedávné politické napětí v Egyptě se projevilo v navýšení výnosů dluhopisů této země, což se odráží i v kalkulovaných diskontních mírách používaných při ocenění akcií zde působících společností. Pro pokračující fázi však již předpokládáme uklidnění situace a návrat na výnosové křivky na úrovni před vypuknutím tzv. arabského jara.

Rizikovou přírážku jsme aktualizovali dle nejnovějších dat A. Damodarana s přihlédnutím k významnosti jednotlivých regionů na hospodaření Pegas Nonwovens. U obou zemí (ČR i Egypt) došlo k poklesu rizikových přírážek oproti červenci roku 2013.

Další výraznější změnou je současný a očekávaný poměr vlastního kapitálu k dluhu. V první fázi se zvýšila váha cizího úročného kapitálu oproti vlastnímu kapitálu a u pokračující hodnoty kalkulujeme naopak s nižší očekávanou váhou vlastního kapitálu než při předchozí analýze.

Vstupní parametry modelu ocenění

	Aktuální hodnoty		Původní hodnoty	
	První fáze	Pokračující hodnota	První fáze	Pokračující hodnota
Bezriziková sazba	4,92%	6,65%	3,87%	5,49%
Riziková přírážka	6,38%	6,75%	7,25%	7,83%
Beta	0,7	1	0,7	1,0
Náklady vl. kapitálu	9,38%	13,40%	8,94%	13,33%
Náklady dluhu	3,50%	4,00%	3,50%	4,00%
Váha vl. kapitálu	0,5	0,8	0,6	0,9
Váha dluhu	0,5	0,2	0,4	0,1
WACC	6,44%	11,52%	6,77%	12,39%
Dlouhodobý růst		2,00%		2,00%
ROIC		12,54%		13,51%

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg, A. Damodaran

Výsledkem všech výše popsaných úprav jsou mírně nižší vážené náklady kapitálu (WACC) pro první i pokračující fázi ocenění, což působí pozitivně na výslednou dvanáctiměsíční cílovou cenu akcií Pegas Nonwovens.

Nižší očekávaná produkce měla dopad i na NOPAT, který doznal oproti předchozí analýze redukce o 4 mil. EUR pro rok 2014 až po takřka 8 mil. EUR pro rok 2019. Vzhledem k tomu, že nedošlo ke změnám v očekávání budování nových výrobních kapacit, ponechali jsme předpokládané úrovně odpisů na dříve uváděných hodnotách.

Stanovení 12M cílové ceny

tis. EUR	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020+
NOPAT	28 002	27 475	28 687	35 040	32 564	34 555	34 363
Odpisy	14 243	14 706	16 495	17 292	17 292	17 292	
Změna prac. kapitálu	-12 617	-5 117	-3 368	10 219	-437	-437	
Capex	-7 500	-28 000	-21 000	-9 000	-4 000	-4 000	
Pokračující hodnota							303 375
Volné CF	22 128	9 064	20 815	53 551	45 419	47 410	
Diskontované volné CF	20 789	8 001	17 260	41 718	33 242	32 599	195 974
Současná hodnota	349 581						
Současná hodnota na akcii	37,88						
Čistý dluh na akcii	17,51						
Čistá současná hodnota akcie (EUR)	20,36						
Čistá současná hodnota akcie (CZK)	529,42						
Roční cílová cena (CZK)							610

Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Čistá současná hodnota jedné akcie společnosti Pegas Nonwovens je dle našeho modelu 20,36 EUR, což implikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu 22,27 EUR neboli 610 CZK (při měnovém kurzu 27,4 CZK/EUR).

Oproti naší předchozí analýze tak snižujeme 12M cílovou cenu v eurovém vyjádření, respektive ji zvyšujeme ve vyjádření korunovém. Tato situace je dána skokovým oslabením CZK oproti EUR v listopadu po intervenci ČNB.

Závěrečná cena akcií na BCPP k pátku 28. února byla 612 CZK. Námí stanovená cílová cena je tak prakticky přesně na současnou cenu akcií Pegas Nonwovens. Spolu s předpokládanou dividendou 1,1 EUR na akcii představuje roční investice do akcií Pegas Nonwovens 5% výnosový potenciál. Dle metodiky uvedené v závěru tohoto dokumentu stanovujeme investiční doporučení na stupeň „DRŽET“.

Tabulka níže nabízí pohled na různé scénáře vývoje odhadované roční cílové ceny v závislosti na odchylkách od významných vstupních hodnot druhé fáze modelu ocenění. Zvolenými proměnnými jsou vážené náklady kapitálu (WACC) a rentabilita investovaného kapitálu (ROIC).

Citlivostní analýza

		WACC				
ROIC		10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
8,5%		622	586	554	525	499
10,5%		659	621	587	557	529
12,5%		685	646	610	579	550
14,5%		704	663	627	594	565
16,5%		718	676	639	606	576

Zdroj: Cyrrus

Rizika stanovené cílové ceny

Hlavní riziko spatřujeme v nenaplnění či naopak překonání našeho očekávání ohledně vývoje provozů v Egyptě. Jednak je zde riziko odlišného vývoje poptávky po produkci Pegas Nonwovens, případně odlišné nákladové nároky a jednak riziko politického napětí v zemi. Toto napětí by mělo vliv na současné i očekávané bezrizikové sazby použité při výpočtu roční cílové ceny.

Provozní marže společnosti jsou silně ovlivňovány změnou v cenách polymerů. Dosud tyto ceny procházely širokými výkyvy a předpokládáme, že tato volatilita bude přetrvávat i nadále. Z toho tedy vychází další riziko pro námi stanovenou cílovou cenu. Tlak na provozní marže by vyústil k, za jinak stejných okolností, poklesu generovaného cash flow a tedy k nenaplnění cílové ceny.

I když je to méně pravděpodobné, existuje riziko ukončení obchodního vztahu s některým z významných odběratelů Pegas Nonwovens. Takovýto scénář by při absenci náhradního odběratele znamenal tlak na výnosy společnosti.

V současnosti nemá žádný z přímých konkurentů Pegas Nonwovens rozestavěnu dodatečnou výrobní kapacitu, a tak nárůst konkurence při udržení stávající úrovně poptávky nehrozí. Vzhledem k časové náročnosti výstavby nových linek (kolem 18 měsíců) nepřikládáme tomuto riziku ve střednědobém horizontu vyšší váhu.

Zjednodušené finanční výkazy

Výkaz zisku a ztráty

vtis. EUR	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Tržby	187 745	198 823	225 585	230 627	258 691	297 483	303 720	309 957	316 193
Provozní náklady	-149 633	-160 747	-180 229	-185 393	-210 321	-241 258	-248 118	-252 012	-258 474
EBITDA	38 112	38 077	45 356	45 234	48 370	56 226	55 602	57 945	57 719
	20,3%	19,2%	20,1%	19,6%	18,7%	18,9%	18,3%	18,7%	18,3%
Odpisy	-11 570	-13 304	-14 243	-14 706	-16 495	-17 292	-17 292	-17 292	-17 292
EBIT	26 542	24 773	31 113	30 528	31 875	38 934	38 311	40 653	40 428
Finanční náklady/výnosy	-1 974	-18 917	-4 190	-4 191	-4 757	-3 780	-3 455	-2 870	-1 896
Zisk před zdaněním	24 568	5 856	26 923	26 337	27 118	35 154	34 856	37 783	38 532
Čistý zisk	20 924	4 470	23 812	23 284	23 930	31 260	29 109	31 685	32 468

Rozvaha

vtis. EUR	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Dlouhodobý majetek	284 214	282 551	277 274	289 924	313 670	305 632	292 191	278 914	265 662
Oběžná aktiva	90 009	69 408	87 916	82 624	89 913	104 655	124 444	136 984	136 438
Aktiva celkem	374 222	351 959	365 190	372 548	403 583	410 288	416 635	415 898	402 100
Základní kapitál a rez. fondy	141 494	136 972	154 533	166 702	178 806	196 242	209 827	223 947	236 730
Dlouhodobé závazky	164 376	159 447	162 129	163 323	176 974	150 441	141 893	125 732	97 812
Krátkodobé závazky	68 353	52 822	48 528	42 523	47 803	63 604	64 915	66 220	67 559
Pasiva celkem	374 223	349 241	365 191	372 548	403 583	410 288	416 635	415 898	402 100

Výkaz cash-flow

vtis. EUR	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Počáteční zůstatek	6 248	25 758	5 054	17 985	13 436	12 305	21 360	39 403	50 196
CF z provozní činnosti	49 600	14 214	39 773	38 717	52 547	65 678	51 188	53 200	52 985
CF z investiční činnosti	-37 300	-39 000	-7 500	-28 000	-21 000	-9 000	-4 000	-4 000	-4 000
CF z finanční činnosti	7 241	4 083	-19 343	-15 266	-32 678	-47 624	-29 145	-38 406	-51 277
Konečný stav	25 758	5 054	17 985	13 436	12 305	21 360	39 403	50 196	47 904

Ukazatele hospodaření a ocenění

	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
P/E	9,85	46,12	8,66	8,85	8,61	6,59	7,08	6,51	6,35
P/BV	1,46	1,51	1,33	1,24	1,15	1,05	0,98	0,92	0,87
EV/EBITDA	8,71	9,16	7,46	7,60	7,41	5,75	5,33	4,65	4,23
P/S	1,10	1,04	0,91	0,89	0,80	0,69	0,68	0,67	0,65
Dividenda	1,05	1,10	1,20	1,40	1,50	1,70	1,90	2,10	2,20
Dividendový výplatní poměr	46,3%	227,1%	46,5%	55,5%	57,9%	50,2%	60,2%	61,2%	62,5%
EBITDA marže	20,3%	19,2%	20,1%	19,6%	18,7%	18,9%	18,3%	18,7%	18,3%
EBIT marže	14,1%	12,5%	13,8%	13,2%	12,3%	13,1%	12,6%	13,1%	12,8%
Marže čistého zisku	11,1%	2,2%	10,6%	10,1%	9,3%	10,5%	9,6%	10,2%	10,3%
ROE	15,4%	3,2%	16,3%	14,5%	13,9%	16,7%	14,3%	14,6%	14,1%
ROA	7,8%	6,8%	8,7%	8,3%	8,2%	9,6%	9,3%	9,8%	9,9%
ROIC	9,1%	8,7%	10,2%	9,6%	9,3%	11,6%	11,3%	12,0%	12,5%
Debt/Equity	107,2%	121,7%	104,6%	97,0%	82,0%	59,5%	50,9%	39,6%	24,8%

Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Informace 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 **3. 3. 2014**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	12	38,7
Akumulovat	5	16,1
Držet	9	28
Prodat	3	9,7
V revizi	2	6,5

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 zvláště pro každý stupeň podle písmene a):

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

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:

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje aktuální tržní kurz akcie o **20 %, upravených koeficientem beta** (např. při koeficientu beta = 1,25x je požadovaná hranice $20 \times 1,25 = 25$ % nad aktuálním kurzem). Koeficient beta je převzat z oceňovacího modelu založeného na diskontovaných peněžních tocích, pokud takový byl pro stanovení cílové ceny použit, přičemž se použije koeficient beta prvního diskontovaného roku. Pokud nebyl do výpočtu cílové ceny zapojen diskontní model, použije se aktuální koeficient beta dle agentury Bloomberg, vypočítaný standardním nastavením dle agentury Bloomberg (tj. dvouletá týdenní data vůči hlavnímu domácímu akciovému indexu).

Akumulovat:

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje aktuální tržní kurz akcie o **10 %, upravených koeficientem beta** (výpočet viz výše). Koeficient beta je převzat z oceňovacího modelu založeného na diskontovaných peněžních tocích, pokud takový byl pro stanovení cílové ceny použit, přičemž se použije koeficient beta prvního diskontovaného roku. Pokud nebyl do výpočtu cílové ceny zapojen diskontní model, použije se aktuální koeficient beta dle agentury Bloomberg, vypočítaný standardním nastavením dle agentury Bloomberg (tj. dvouletá týdenní data vůči hlavnímu domácímu akciovému indexu).

Držet

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje nebo je rovna aktuálnímu tržnímu kurzu akcie (a zároveň nesplňuje podmínky pro zařazení do investičních stupňů „akumulovat“ resp. „koupit“).

Prodat

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie je nižší než aktuální tržní kurz akcie.

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 databázi Bloomberg, příp. Reuters.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Investiční strategie, ČEZ, NWR, banky
Jiří Šimara	Brno	simara@cyrrus.cz	Automobilky, ocelárny, spotřební zboží
Tomáš Menčík, CFA	Brno	mencik@cyrrus.cz	Farmacie, chemie, technologie, telekomy

Trading & Sales:

Dušan Jilčík	Brno	jilcik@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jiří Běhal	Brno	behal@cyrrus.cz

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 nenesे 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. 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