

Pegas Nonwovens

1. července 2013

Masivní investice v Egyptě se již začínají vyplácet

Jiří Šimara

Analytik

simara@cyrrus.cz

+420 538 705 732

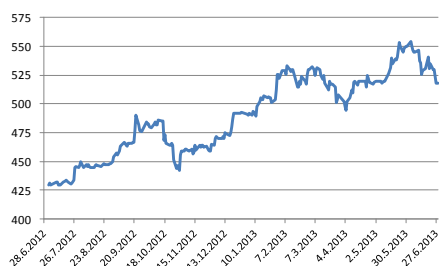
INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: AKUMULOVAT
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: 592 CZK

Datum vydání analýzy: 1. červenec 2013
 Současná tržní cena: 518 CZK
 Potenciál k cílové ceně: 14%

Předchozí doporučení: KOUPIT
 Předchozí cílová cena: 560 CZK

		2012	2013E	2014E	2015E
Výnosy	(mil. EUR)	187,7	205,1	236,1	242,3
EBITDA	(mil. EUR)	38,1	42,3	49,8	50,6
EBITDA marže	(%)	20,3%	20,6%	21,1%	20,9%
Provozní zisk	(mil. EUR)	26,5	30,1	36,0	36,8
Čistý zisk	(mil. EUR)	20,9	21,6	28,4	29,1
Zisk na akcii (EPS)	(EUR)	2,27	2,34	3,07	3,15

Vývoj akcií Pegas Nonwovens v CZK



Základní informace o akcích Pegas Nonwovens

Data ke dni: 30.6.2013
 Cena akcie: 518 CZK
 Počet vydaných akcií: 9,2 mil.
 Tržní kapitalizace CZK: 4,78 mld.
 Tržní kapitalizace EUR: 183,9 mil.
 52-week max: 556,8 CZK
 52-week min: 425,0 CZK
 Průměrný denní objem: 5,8 mil. CZK

Sídlo firmy: Přímětická 86
 669 04 Znojmo
 Česká republika

Sídlo firmy: www.pegas.cz

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

- V letošním roce čeká společnost Pegas Nonwovens historický okamžik. Poprvé od svého založení v roce 1990 totiž začne vyrábět mimo území České republiky. Současné linky v Příměticích a Bučovicích (Jihomoravský kraj) doplní během třetího kvartálu komerční výroba z první linky v nově postaveném egyptském závodě.
- Právě zahraniční expanze bude v následujících letech hlavním generátorem růstu společnosti. Současná výrobní kapacita devíti linek, z nichž nejnovější byla zařazena do provozu v roce 2011, je dlouhodobě vyprodána a firmě tak nezbývalo nic jiného, než opět expandovat.
- Egypt přitom nebyl zvolen náhodou. V průmyslové zóně, kterou Pegas Nonwovens zvolil, již nyní sídlí současní velcí odběratelé firmy a další se plánují usadit v okolí. Firma tak prakticky jen následovala své obchodní partnery, což vzhledem k velikosti Pegas Nonwovens je vhodná strategie.
- V této analýze jsme aktualizovali nové skutečnosti jako je očekávaný náběh nové produkce, rozložení financování investice či změna ve výhledu pro plánovanou druhou linku. Všechny tyto úpravy měly vliv na predikovaný budoucí vývoj cash flow společnosti, přičemž změn doznaly i další parametry našeho dvoufázového modelu diskontovaných peněžních toků.
- Vzhledem k rostoucímu budoucímu podílu egyptských operací na celkových tržbách tak například došlo k nárůstu bezrizikových sazeb využívaných ve druhé fázi tohoto modelu, což mělo přímý vliv na růst nákladů vlastního kapitálu.
- Po aktualizaci našeho oceňovacího modelu jsme získali 12-měsíční cílovou cenu akcií společnosti Pegas Nonwovens a to 592 CZK. Dle metodiky uvedené na předposlední straně této analýzy tak stanovujeme investiční doporučení na stupni „AKUMULOVAT“.

Výsledky hospodaření za 1Q 2013 a celoroční výhled

Prozatím byly zveřejněny pouze výsledky za první kvartál letošního roku, přičemž čísel za kvartál druhý se dočkáme 29. srpna 2013. Oznámeným celoročním cílem managementu je dosažení meziročního růstu EBITDA o 5-15 %, tedy totožný cíl jako pro loňský rok. Za první tři měsíce letošního roku se tento cíl prozatím dařilo plnit, když ukazatel EBITDA vzrostl o 6 % y/y.

Přehled hospodářských výsledků za 1Q 2013

tis. EUR	1Q 2013	Odhad trhu	1Q 2012	y/y
Výnosy	49 942	48 190	44 302	12,7%
EBITDA	10 063	9 500	9 492	6,0%
EBITDA marže	20,1%	19,7%	21,4%	-1,3 pb
EBIT	7 174	6 710	6 404	12,0%
Čistý zisk	2 981	2 200	8 706	-65,8%

Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus, Reuters

Výsledky za první čtvrtletí přinesly mírně pozitivní překvapení na všech úrovních. Trh očekával mírně nižší výnosy i mírně nižší marže EBITDA. Na úrovni čistého zisku došlo k silnému meziročnímu poklesu z titulu přecenění některých rozvahových položek (zejména vnitropodniková půjčka). Tento proces se pravidelně opakuje s každým kvartálem a jeho dopad je závislý na vývoji měnového páru EUR/CZK. Při posílení české koruny dochází ke kurzovým výnosům a naopak se s oslabením CZK oproti EUR objevuje kurzový náklad. Vzhledem k tomu, že jde však pouze o účetní operace, jejichž významná část není realizována a tudíž bez dopadu na cash flow firmy, tak těmto změnám trh nevěnuje mnoho pozornosti.

Výhled hospodaření Pegas Nonwovens pro rok 2013

tis. EUR	1Q 2013	y/y	FY 2013e	y/y
Výnosy	49 942	12,7%	205 120	9,3%
EBITDA	10 063	6,0%	42 313	11,0%
EBITDA marže	20,1%	-1,3 pb	20,6%	0,3 pb
EBIT	7 174	12,0%	30 072	13,3%
Čistý zisk	2 981	-65,8%	25 456	21,7%

Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Jak jde vidět ve výše uvedené tabulce, očekáváme, že se celkové výnosy společnosti letos meziročně zvýší o více než 9 % na 205 mil. EUR. Poprvé v historii by do tohoto výsledku měly promluvit i tržby z produkce vytvořené mimo území České republiky. Vzhledem k tomu, že egyptská výrobní linka spustí komerční produkci až ve 3Q letošního roku, tak její vliv na celkové výnosy bude prozatím nízký. Očekáváme, že se na nich bude podílet 15 mil. EUR, tedy zhruba sedmi procenty. S tím, jak bude postupně výroba nabíhat a vyplní se i naše odhady ohledně druhé výrobní linky, vzroste i význam egyptské expanze.

V našem modelu pracujeme se scénářem, dle kterého se managementu podaří naplnit letošní cíl růstu EBITDA. Konkrétně by měla tato úroveň zisku meziročně vzrůst o 11 % na 42,3 mil. EUR. Plán managementu tak bude splněn přesvědčivěji než v roce 2012, kdy se EBITDA zvýšil jen o 5,7 % y/y. Opět je zde ovšem hlavním rizikem volatilita cen polymerů, která se společnosti daří tlumit jen částečně a se zpožděním.

Úroveň čistého zisku je pravidelně silně ovlivňována přeceněním některých významných bilančních položek dle vývoje měnového páru EUR/CZK. Kromě samotného vývoje tržeb a ziskových marží tak zde do našich odhadů vstupuje i měnové riziko.

Egyptská expanze

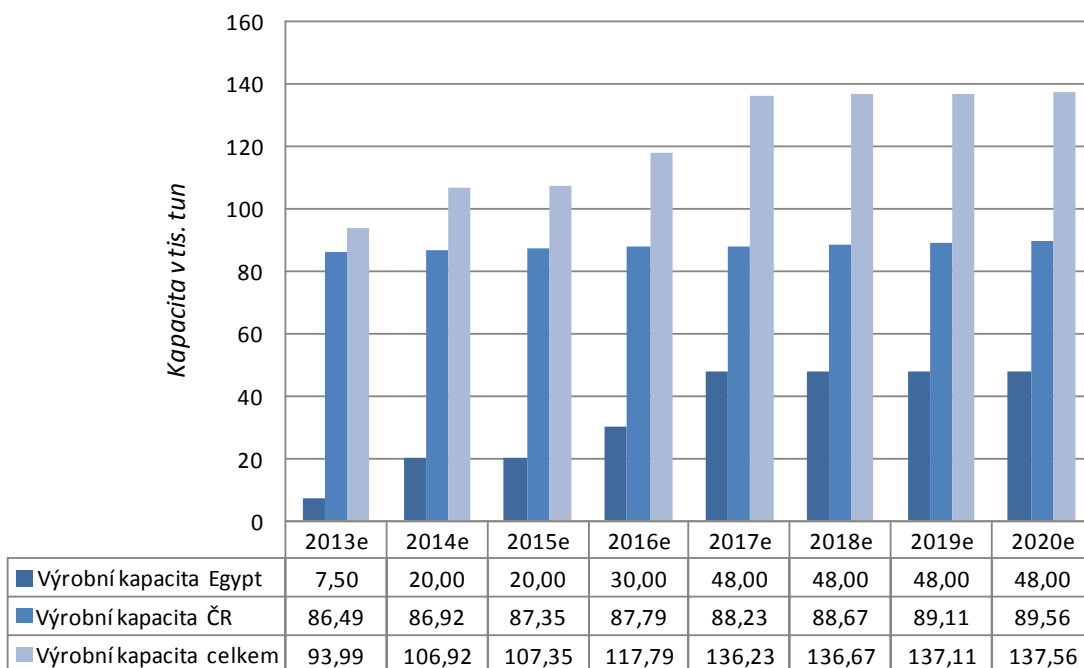
Dlouho připravovaná zahraniční expanze Pegas Nonwovens vyvrcholí ve třetím čtvrtletí letošního roku, kdy se rozjede komerční výroba v první egyptské lince firmy. Na začátku tohoto roku byla dokončena hrubá stavba spolu s elektrifikací objektu. Nyní se již dokončuje instalace a zkoušky výrobních linek. Předpokládáme, že celková produkční kapacita nové linky bude kolem 20 tis. tun ročně, přičemž naplno se její přínos projeví až během příštího roku. V letošním roce zde očekáváme produkci kolem 7,5 tis. tun. Vedení firmy již potvrdilo, že v případě osvědčení této první linky, je připraveno provoz rozšířit i o linku druhou. V našem modelu pracujeme se scénářem, že k rozšíření kapacit opravdu dojde, a to už v první polovině roku 2016.

O tom, že Pegas Nonwovens s výstavbou nové výrobní linky počítá, svědčí i fakt, že již současné investice pro první linku počítaly s výstavbou skladovacích prostorů dostatečné velikých pro provozování obou linek. Také vybudované komunikace i administrativní centrum jsou dostatečně rozsáhlé, aby zvládly operování takto velkých kapacit.

Rozšíření provozu je logickým krokem, zvláště vezmeme-li v úvahu fakt, že z první výrobní linky má firma již předprodanou veškerou kapacitu. Vedení se nevyjádřilo ke jménu svého odběratele, nicméně jím pravděpodobně bude P&G, který má svůj závod ve stejné průmyslové zóně. V dosahu jsou navíc i další potenciální odběratelé jako například turecký Hayat či největší egyptský výrobce dětských plen a do regionu míří i významný japonský odběratel. Je navíc pravděpodobné, že poptávka bude v regionu nadále růst s tím, jak zde poroste i životní úroveň obyvatelstva.

Odhady vývoje výrobní kapacity

Největší změny v celkové kapacitě nadále očekáváme v roce 2014, kdy dojde k plnému náběhu první egyptské linky a poté v roce 2017, kdy by měla být naplno zapojena i druhá linka. Celková výrobní kapacita by se tak do roku 2020 měla zvýšit na 137 tis. tun textilií ročně (tj. 59% nárůst oproti současným 86 tis. tun). Rizikem k našim predikcím je jiný než očekávaný harmonogram budování výrobních kapacit. Ve hře je například i výstavba nové evropské linky, případně třetí egyptské linky. Její výstavba by však do našich odhadů neměla výrazněji promluvit, protože by mohla začít nejdříve až kolem roku 2020.



Dopady expanze na CAPEX

S rozšířením závodu bude samozřejmě spojen 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, přičemž drtivá většina by měla jít opět na egyptský projekt. Pouhých 3,4 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 využito kolem 5 mil. EUR. Celkem si první egyptská linka dle našeho odhadu vyžádá investici kolem 67 mil. EUR (Pegas Nonwovens čeká 64-67 mil. EUR).

Původní plán společnosti 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 již mělo být méně náročné, a to i přes to, že by měla mít větší výrobní kapacitu než ta první.

Předpokládáme, že i investice do druhé výrobní linky budou rozloženy opět na tři roky, přičemž část prostředků na přípravu by měla být použita již v druhé polovině příštího roku. V naší původní analýze jsme počítali se startem investic do druhé výrobní linky až od roku 2015, přičemž její spuštění jsme očekávali v roce 2017. Vzhledem k poslednímu vývoji událostí tak přehodnocujeme náš výhled a nyní počítáme se spuštěním další výrobní linky již v první polovině roku 2016. Celkový CAPEX vynaložený na toto rozšíření očekáváme na 55 mil. EUR.

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.

Předpokládaný vývoj dividendy v následujících letech

EUR na akcii	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Dividenda (nový odhad)	1,10	1,20	1,40	1,50	1,70	1,90	2,10	2,20
Dividenda (původní odhad)	1,18	1,24	1,30	1,36	1,42	1,48	1,54	1,60
Výplatní poměr z čistého zisku	47%	39%	44%	48%	41%	48%	49%	49%

Zdroj: Cyrrus

Dividenda ze zisku loňského roku byla stanovena na 1,05 EUR na akcii, tedy na úrovni předchozí dividendy. Posledním dnem, kdy se budou akcie Pegas Nonwovens obchodovat na pražské burze s nárokem na tuto dividendu bude 15. říjen a k fyzické výplatě těchto prostředků dojde 29. října.

Změny v odhadech hospodaření

Změny v odhadech jsou citelné spíše v pozdějších letech s tím, jak jsme upravili očekávaný termín zprovoznění nových linek v Egyptě. Jak jsme psali výše, první linka bude dle našeho odhadu spuštěna v 3Q letošního roku, přičemž naplno by se její přínos měl projevit v roce 2014. Druhá linka by měla být přidána v první polovině roku 2016.

Poptávka po produkci firmy je nadále velmi stabilní. Firemní politikou je následování silných odběratelů a vždy svou produkci upravovat dle aktuálního odbytu. V současnosti je situace taková, že veškerá produkce Pegas Nonwovens je díky dlouhodobých kontraktům již na několik let dopředu předprodána. Platí to přitom i pro egyptský provoz. Největším rizikem pro námi odhadované tržby jsou změny v harmonogramu výstavby egyptských či evropských kapacit a samozřejmě i cena produkce, která je závislá zejména na cenách polymerů. Právě vývoj cen polymerů je velmi obtížné předpovídat.

Srovnání původních a nových odhadů výnosů

tis. EUR	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Výnosy (aktuální odhad)	205 120	236 067	242 313	269 757	315 430	323 082	330 784	338 536
Výnosy (původní odhad)	196 620	210 154	221 951	241 583	261 261	266 027	276 549	277 574
Změna	4,3%	12,3%	9,2%	11,7%	20,7%	21,4%	19,6%	22,0%

Zdroj: Cyrrus

Vzhledem k tomu, že jsme ponechali očekávané EBITDA marže na úrovni kolem 20 %, tak se změna v odhadech EBITDA příliš neliší od změny v odhadech tržeb. I zde tedy byly odhady budoucího vývoje navýšeny vzhledem k očekávanému budoucímu rozšíření výrobní kapacity. Výjimkou je rok 2016, u kterého jsme snížili očekávané EBITDA marže z 22 % na 19 %. Příčinou je posunutí očekávaného startu nové linky do tohoto roku. Se spuštěním nové linky bývá spojen jednorázový nárůst nákladů.

Srovnání původních a nových odhadů EBITDA

tis. EUR	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
EBITDA (aktuální odhad)	42 313	49 784	50 571	52 381	62 161	64 151	67 060	68 200
EBITDA (původní odhad)	43 842	47 374	49 594	54 173	55 890	56 631	59 089	59 082
Změna	-3,5%	5,1%	2,0%	-3,3%	11,2%	13,3%	13,5%	15,4%

Zdroj: Cyrrus

SROVNÁNÍ S VYBRANÝMI FIRMAMI Z ODVĚTVÍ

V této sekci srovnáme Pegas Nonwovens s dalšími vybranými producenty netkaných textilií. Jak vidíme z níže uvedené tabulky, tak silnou stránkou společnosti nadále zůstává výrazně nadprůměrná zisková marže. Oproti mediánu odvětví, který je na 8,9 %, dosahuje Pegas Nonwovens zhruba dvojnásobné úrovně EBITDA marže. Příčinou je zaměření výroby na technologicky vyspělou produkci a schopnost flexibilně plnit specifické požadavky odběratelů.

Porovnání s konkurenty

	P/E	EV/EBITDA	EBITDA marže	EV/Tržby	Dividendový výnos	ROE	ROA	Míra zadluženosti	Úrokové krytí
Fiberweb	32,0	3,7	9,5	0,4	5,0	2,1	1,1	0,1	4,8
Avgol Industries 1953	12,7	8,3	17,1	1,4	4,3	19,8	5,4	153,4	4,2
Suominen	n.a.	5,4	7,5	0,4	n.a.	-10,1	-3,4	114,7	0,1
Ahlstrom Corporation	n.a.	10,0	7,1	0,7	6,0	0,3	0,1	69,6	1,1
Providencia	8,4	9,5	19,3	1,8	8,2	6,3	3,3	77,6	n.a.
Schouw & Co.	8,8	5,8	8,9	0,5	2,7	17,0	8,0	52,6	6,4
Low & Bonar	133,5	7,4	8,4	0,6	4,2	0,9	0,3	69,3	2,7
Medián sektoru	12,7	7,4	8,9	0,6	4,6	2,1	1,1	69,6	3,4
Průměr sektoru	39,1	7,2	11,1	0,8	5,1	5,2	2,1	76,7	3,2
Pegas Nonwovens	8,8	8,1	20,3	1,6	5,0	15,4	6,2	107,2	6,3
Diskont/Prémie k mediánu	-30%	8%	128%	163%	8%	631%	468%	54%	83%

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Dalšími kategoriemi, ve kterých Pegas Nonwovens vyniká nad svými konkurenty je vysoká rentabilita a to jak vlastního kapitálu (ROE), tak i aktiv (ROA). Medián i průměr těchto hodnot se v sektoru pohybuje jen na zlomku úrovní, kterých dosahuje analyzovaná společnost.

Negativem na druhou stranu je nadprůměrná míra zadluženosti. Ta však jen odráží současné zvýšené nároky na kapitál vzhledem k egyptské expanzi. Nejnákladnější fáze této expanze je však již minulostí. Předpokládáme, že se úroveň zadlužení udrží na vyšších úrovních ještě během letošního roku, ale již od roku příštího uvidíme její postupné snižování. Příčinou však prozatím nebude snižování dluhu, ale růst vlastního kapitálu vzhledem k nárůstu čistého zisku. Se splácením dluhu se dle našeho odhadu začne až od roku 2016, kdy budou egyptské kapacity rozšířeny i o druhou linku. V tomto období by se míra zadluženosti měla dostat k 73 %.

Ocenění akcií Pegas Nonwovens je dle ukazatele P/E velmi atraktivní. Akcie se obchodují jen za necelý devítinásobek ročních čistých zisků, medián ale i průměr v sektoru je na znatelně vyšších úrovních. Dle ukazatele EV/EBITDA (dle nás mnohem více vypovídající ukazatel) však je ocenění takřka na v sektoru obvyklých úrovních.

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 snížení hodnoty vzhledem k poklesu výnosu desetiletého státního dluhopisu České republiky, který používáme jako benchmark pro stanovení této sazby. Pro druhou fázi našeho modelu však využíváme vyšší bezrizikové sazby než při vydání minulé analýzy a to kvůli napětí v Egyptě a s tím spojenému nárůstu výnosů tamních státních dluhopisů. Nepředpokládáme sice, že se na tak vysokých úrovních udrží dlouhodobě, ale bude jistě několik let trvat, než se dostane na předrevoluční úroveň. Vzhledem k rostoucím výrobním kapacitám v Egyptě bude mít nejistota v této zemi na ocenění Pegas Nonwovens stále vyšší vliv.

Vstupní parametry modelu ocenění

	Aktuální hodnoty		Původní hodnoty	
	První fáze	Pokračující hodnota	První fáze	Pokračující hodnota
Bezriziková sazba	3,87%	5,49%	4,25%	4,46%
Riziková přírážka	7,25%	7,83%	6,28%	6,28%
Beta	0,7	1	0,8	1,0
Náklady vl. kapitálu	8,94%	13,33%	9,27%	10,74%
Náklady dluhu	3,50%	4,00%	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	6,77%	12,39%	7,36%	10,22%
Dlouhodobý růst		2,00%		1,00%
ROIC		13,51%		13,33%

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg, A. Damodaran

Po provedení popsaných úprav došlo k mírnému snížení průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) pro první fázi ocenění a naopak nárůstu WACC pro fázi druhou. Očekávaný dlouhodobý růst společnosti jsme kvůli potenciálu další expanze mírně zvýšili z jednoho na dvě procenta. Rentabilita investovaného kapitálu zůstává na takřka stejné hodnotě jako u předchozí aktualizace naší cílové ceny.

Očekávaný vývoj samotné společnosti se také mírně změnil. Předně je zde přehodnocení očekávaného průběhu budování nových výrobních kapacit popsané v sekci Egyptská expanze. Tyto změny mají přímý dopad na predikovaný vývoj čistého provozního zisku (NOPAT), kapitálových výdajů (CAPEX), odpisů i změn v pracovním kapitálu společnosti.

Stanovení 12M cílové ceny

tis. EUR	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020+
NOPAT	27 065	32 402	33 110	33 411	41 590	39 870	42 342	43 312
Odpisy	12 241	13 782	13 782	15 258	15 950	17 245	17 245	
Změna prac. kapitálu	739	-2 591	1 486	-3 842	-86	-918	-924	
Capex	-39 000	-12 500	-33 000	-21 500	-13 700	-31 700	-17 700	
Pokračující hodnota								354 979
Volné CF	1 045	31 093	15 379	23 327	43 755	24 497	40 963	
Diskontované volné CF	1 011	28 185	13 057	18 550	32 590	17 090	26 767	217 257
Současná hodnota	354 507							
Současná hodnota na akcii	38,41							
Čistý dluh na akcii	17,52							
Čistá současná hodnota akcie (EUR)	20,89							
Čistá současná hodnota akcie (CZK)	543,25							
Roční cílová cena (CZK)								592

Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Čistá současná hodnota jedné akcie společnosti Pegas Nonwovens je dle našeho modelu 20,89 EUR, což implikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu 592 CZK (při měnovém kurzu 26 CZK/EUR).

Závěrečná cena akcií na BCPP k pátku 28. června byla 518 CZK. Námi stanovená cílová cena tak představuje 14% prémii k současné ceně akcií Pegas Nonwovens. Dle metodiky uvedené v závěru tohoto dokumentu tak stanovujeme investiční doporučení na „AKUMULOVAT“.

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 průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) a rentabilita investovaného kapitálu (ROIC).

Citlivostní analýza

		WACC				
ROIC		11,4%	11,9%	12,4%	12,9%	13,4%
9,5%		609	575	543	515	489
11,5%		641	605	572	542	515
13,5%		663	626	592	562	534
15,5%		680	642	607	576	547
17,5%		692	654	619	587	558

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 zvýšeného 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 silnými 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	205 120	236 067	242 313	269 757	315 430	323 082	330 784	338 536
Provozní náklady	-149 633	-162 807	-186 283	-191 741	-217 375	-253 268	-258 931	-263 724	-270 335
EBITDA	38 112	42 313	49 784	50 571	52 381	62 161	64 151	67 060	68 200
Odpisy	-11 570	-12 241	-13 782	-13 782	-15 258	-15 950	-17 245	-17 245	-17 245
EBIT	26 542	30 072	36 002	36 789	37 123	46 211	46 906	49 814	50 955
Finanční náklady/výnosy	-1 974	-5 482	-4 034	-4 035	-4 724	-3 747	-3 422	-2 838	-1 863
Zisk před zdaněním	24 568	24 589	31 968	32 754	32 399	42 464	43 483	46 977	49 092
Čistý zisk	20 924	21 582	28 368	29 075	28 686	37 843	36 447	39 504	41 449

Rozvaha

vtis. EUR	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Dlouhodobý majetek	284 214	285 833	284 538	303 358	329 169	326 871	341 268	341 777	328 214
Oběžná aktiva	90 009	83 880	75 432	77 348	91 747	100 465	100 271	107 334	116 498
Aktiva celkem	374 222	369 713	359 969	380 705	420 916	427 337	441 538	449 111	444 713
Základní kapitál a rez. fondy	141 494	144 019	153 417	173 016	199 354	228 699	251 628	274 758	296 885
Dlouhodobé závazky	164 376	147 542	167 627	167 910	177 163	147 036	137 084	120 299	92 504
Krátkodobé závazky	68 353	78 152	38 926	39 780	44 399	51 602	52 827	54 054	55 324
Pasiva celkem	374 223	369 713	359 971	380 706	420 916	427 337	441 538	449 111	444 713

Výkaz cash-flow

vtis. EUR	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Počáteční zůstatek	6 248	25 758	10 037	2 251	4 654	10 820	12 145	9 808	14 715
CF z provozní činnosti	49 600	18 453	34 901	50 513	55 312	62 616	58 475	60 980	61 939
CF z investiční činnosti	-37 300	-39 000	-12 500	-33 000	-21 500	-13 700	-31 700	-17 700	-3 700
CF z finanční činnosti	7 241	4 827	-30 187	-15 110	-27 646	-47 592	-29 112	-38 374	-51 245
Konečný stav	25 758	10 037	2 251	4 654	10 820	12 145	9 808	14 715	21 708

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 **1.7.2013**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	10	31,3
Akumulovat	7	21,9
Držet	8	25,0
Prodat	5	15,6
V revizi	2	6,3

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.

Odhad budoucích výsledků hospodaření

Odhad 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
Jiří Šimara	Brno	simara@cyrrus.cz	Utility, automobily, ocelárny, těžba
Tomáš Menčík, CFA	Brno	mencik@cyrrus.cz	Banky, farmacie, telekomy, komodity

Trading & Sales:

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

Portfolio management:

Tomáš Machalický	Brno	machalicky@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