

Pegas Nonwovens

29. června 2015

O (ne)rozšíření egyptského závodu se rozhodne již v srpnu

Jiří Šimara

Analytik

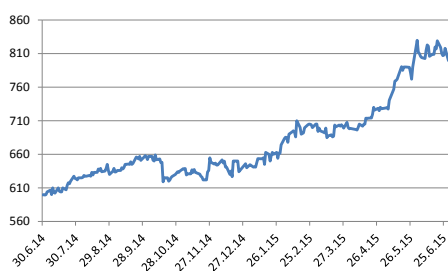
simara@cyrrus.cz

+420 538 705 732

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ:	DRŽET
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA:	802 CZK
Závěrečná tržní cena k 26.6.2015	818 CZK
Potenciál k cílové ceně:	-2,0%
Očekávaný dividendový výnos	3,8%
Předchozí doporučení:	V REVIZI
Předchozí cílová cena:	V REVIZI

		2014	2015e	2016e	2017e
Výnosy	(mil. EUR)	230,5	232,5	239,2	283,4
EBITDA	(mil. EUR)	47,2	47,2	46,8	56,7
EBITDA marže	(%)	20,5%	20,3%	19,6%	20,0%
Provozní zisk	(mil. EUR)	32,2	31,5	30,6	39,9
Čistý zisk	(mil. EUR)	27,1	24,3	22,5	31,8
Zisk na akcii (EPS)	(EUR)	2,94	2,63	2,43	3,45

Vývoj akcií Pegas Nonwovens v CZK



Základní informace o akciích Pegas Nonwovens

Data ke dni:	26.6.2015
Cena akcie:	817,9 CZK
Počet vydaných akcií:	9,2 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	7,4 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	271 mil.
52-week max:	836 CZK
52-week min:	599 CZK
Průměrný denní objem:	5 mil. CZK

Sídlo firmy: Přímětická 86
669 04 Znojmo
Česká republika

Sídlo firmy: www.pegas.cz

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

- Letošní rok bude nejspíše znamenat další milník v historii společnosti Pegas Nonwovens. Již za necelý měsíc, konkrétně při zveřejnění hospodářských výsledků za druhé čtvrtletí letošního roku, by mělo dojít k oznámení rozhodnutí o (ne)rozšíření výrobních kapacit v Egyptě. V této analýze pracujeme se scénářem realizace další zahraniční expanze, která se stane dalším katalyzátorem růstu firmy.
- Jde o konzistentní očekávání oproti předchozí analýze ze začátku loňského roku. Změnou je však načasování výstavby této dodatečné výrobní kapacity. Oproti dříve uvažovanému zahájení výroby již v příštím roce, je nyní reálné očekávat start produkce až v roce 2017.
- S touto úpravou je spojena revize odhadů vývoje hospodářských výsledků firmy, a to zejména v letech 2016 a 2017. Pozitivní vliv rozšíření produkce nyní očekáváme až v roce 2017 s tím, že naplno se projeví o rok později, kdy dojde k dokončení fáze postupného náběhu na maximální výrobní kapacitu.
- Určitých změn doznaly i vstupní parametry našeho oceňovacího modelu. Vzhledem k meziročnímu růstu dluhopisových trhů jsme ponížili odhadované bezrizikové sazby. Na podzim loňského roku proběhla velmi úspěšná emise korporátních dluhopisů, jimiž byly částečně refinancovány bankovní dluhy společnosti. Ještě do konce tohoto roku by se přitom měla celá akce zopakovat, což dál stlačí náklady financování Pegas Nonwovens. Tuto skutečnost jsme v našem modelu zohlednili snížením nákladů na držený cizí kapitál.
- Tyto kroky spolu s dalšími níže popsanými úpravami vyústily v pokles průměrných vážených nákladů kapitálu, což mělo příznivý vliv na ocenění akcií firmy.
- Aktualizovanou roční cílovou cenu stanovujeme pomocí dvoufázového modelu diskontovaných peněžních toků. Po všech úpravách jsme dospěli k cílové ceně 802 CZK. Cílová cena je mírně pod úrovní aktuální ceny tržní, nicméně po započítání dividendového výnosu představuje roční investice do akcií společnosti očekávaný potenciální výnos 1,8 %. Stanovujeme tak investiční doporučení na stupni „DRŽET“.

Bezproblémová výroba i prodeje za 1Q 2015

Pozitivní překvapení u reportovaných výsledků za první kvartál letošního roku bylo patrné už na položce celkových výnosů. Ty v meziročním srovnání posílily o téměř 3 % na 60,6 mil. EUR, což překonalo naše i tržní odhady. Příčinou byl výraznější než očekávaný pozitivní efekt egyptských prodejů, které jsou fakturované v dolarech, ale na úrovni konsolidovaných dat jsou účtovány již v eurech. Kvůli výraznému posílení dolaru oproti euru během 1Q tak vznikl tento rozdíl.

Přehled hospodářských výsledků za 1Q 2015

tis. EUR	1Q 2015	Tržní konsensus	1Q 2015	y/y	Odchylka od odhadů
Výnosy	60 561	58 750	58 829	2,9%	3,1%
Provozní náklady	47 936	46 390	46 577	2,9%	3,3%
EBITDA	12 625	12 360	12 252	3,0%	2,1%
EBITDA marže	20,8%	21,0%	20,8%	0 pb	-0,2 pb
EBIT	8 627	8 640	8 584	0,5%	-0,2%
Čistý zisk	14 358	11 200	5 536	159,4%	28,2%

Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Velmi příznivě se vyvíjela i samotná výroba. Podařilo se vyprodukovat 26,2 tis. tun netkaných textilií, což znamená 5,3% meziroční nárůst a zároveň překonání námi očekávané úrovně 25,5 tis. tun. Je evidentní, že se daří dále optimalizovat výrobní proces a předcházet neplánovaným odstávkám. Díky velmi solidní produkci bylo možné navýšit i skladové zásoby hotových výrobků, aniž by došlo k meziročnímu poklesu realizovaných výnosů.

Díky vyšším výnosům a příznivému efektu mechanismu přenášení cen polymerů posílila i EBITDA, konkrétně o 3 % y/y na 12,6 mil. EUR. Trend postupného poklesu cen vstupních materiálů se však už v únoru otočil a tak bude pozitivní přínos mechanismu přenášení cen ve druhém čtvrtletí už zcela neutralizován.

Odpisy se oproti 1Q 2014 zvýšily o 9 % y/y na 4 mil. EUR, což mírně překonalo trhem odhadovaných 3,7 mil. EUR. Příčinou byl opět vývoj eurodolaru, který přispěl k nárůstu v eurech vyjádřených odpisů egyptského výrobního závodu. Na EBIT tak již nevidíme to samé pozitivní překvapení jako na EBITDA.

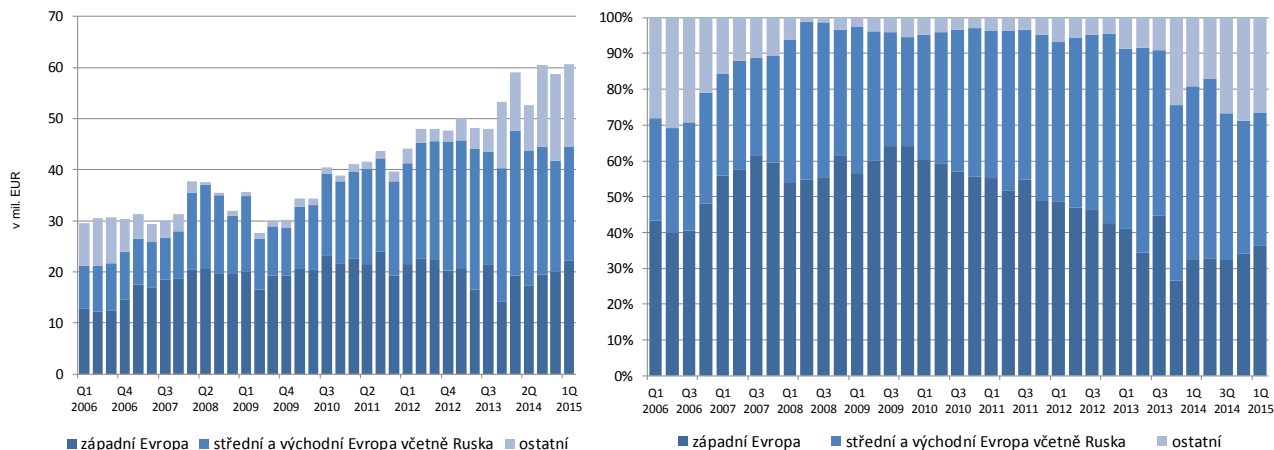
Nejcitelnější změna oproti odhadům je patrná na úrovni zisku před zdaněním, který byl podpořen vysokými nerealizovanými kurzovými zisky z titulu přecenění vnitropodnikové půjčky. Toto překvapení se dál prolíná až na čistý zisk, který díky tomu v meziročním srovnání posílil o 159 % y/y na 14,4 mil. EUR, což zároveň znamená nejvyšší hodnotu v historii společnosti. Vzhledem k převážně pouze účetním vlivům, které za ní stojí, jí však nepřikládáme větší váhu.

Management potvrdil své celoroční výhledy, což není překvapením. Celkově jsme hodnotili představená data jako pozitivní, čemuž odpovídala i bezprostřední 2% pozitivní reakce akcií Pegas Nonwovens na BCPP.

Význam mimoevropských trhů bude dál narůstat

Nejvýznamnějším trhem Pegas Nonwovens je nadále západní Evropa a region střední a východní Evropy. Dle dat za první čtvrtletí tyto trhy generovaly po 37 % veškerých výnosů společnosti. Zbýlých 26 % zajistily ostatní regiony, kam patří zejména trhy severní Afriky a Blízkého východu. Oproti uplynulým letům jde o výrazný nárůst významnosti těchto trhů, což je dáno spuštěním egyptského výrobního závodu. Tento podíl by měl přitom v nadcházejících letech ještě narůstat kvůli očekávanému rozšíření produkčních kapacit v Egyptě.

Rozložení výnosů dle jednotlivých regionů



Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrus

Blízkovýchodní a severoafrické trhy skýtají značný potenciál díky své relativně nízké saturaci hygienických prostředků. Na druhou stranu však je nutno počítat s vyšším politickým rizikem, které nelze v těchto oblastech podceňovat. To se koneckonců naplno projevilo v roce 2013, kdy došlo k preventivnímu pozastavení výroby v egyptském závodě kvůli vyostřené bezpečnostní situaci v Káhiře, odkud se do průmyslové zóny přepravovala značná část zaměstnanců.

Dle našeho názoru však nadále převládají pozitiva případného dalšího rozšíření egyptského závodu nad riziky vyplývajícími z tohoto kroku. Management již před časem jasně proklamoval, že v případě realizace extrémního scénáře, kdy nebude možné vyvážet egyptskou produkci na blízké trhy, existuje možnost jejich exportu do Evropy. Díky nižším výrobním nákladům by byl vliv tohoto kroku na marže firmy relativně omezený. Zvláště pokud by se jednalo o krátkodobé opatření.

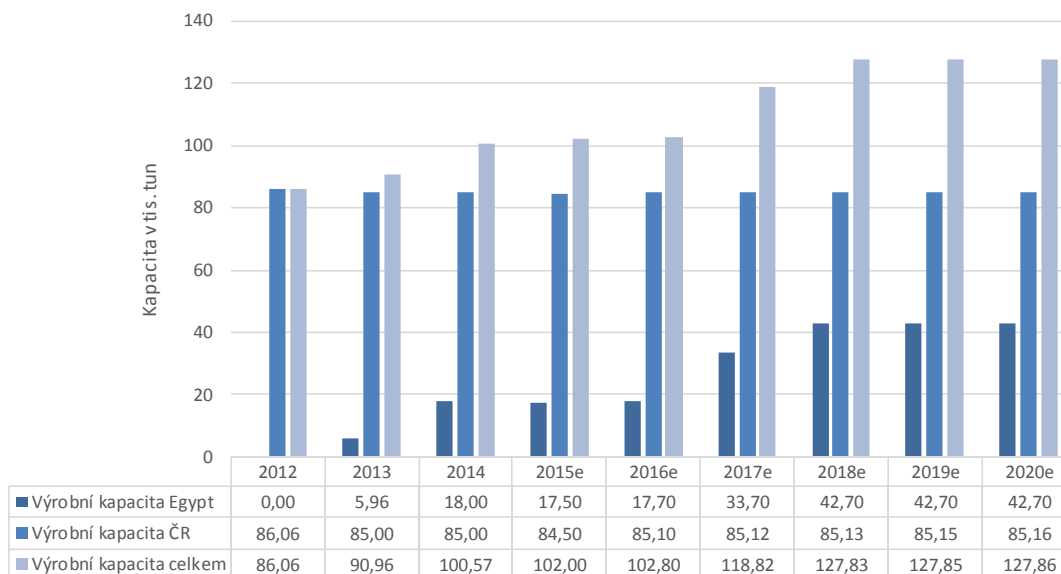
Rozluštění egyptské hádanky se blíží

V roce 2013 učinil Pegas Nonwovens historický krok, když spustil první výrobní linku v zahraničí, konkrétně v Egyptě. Projekt, s jehož výstavbou se začalo již v roce 2011, dopadl nad očekávání úspěšně a nyní je již jeho přínos velmi dobře patrný na hospodaření celé firmy. Za zmínku stojí také to, že nový závod byl spuštěn dle původně stanoveného harmonogramu, což není na egyptské poměry vůbec obvyklé. Pro srovnání, turecký konkurent Gülsan spustil svou výrobní linku teprve koncem roku 2014, ač záměr o její výstavbě představil spolu s Pegas Nonwovens a její zprovoznění původně odhadoval o rok dříve.

Prakticky již od představení egyptského projektu se mluví i o spuštění druhé výrobní linky, která by měla mít ještě vyšší produkční kapacitu. Potřebné zázemí, jako jsou sklady, příjezdové cesty či administrativní budova, je již připraveno na rozšíření výroby. Naše původní odhady počítaly s její dostavbou a rozjezdem komerční výroby již v první polovině roku 2016. Vyjádření managementu nás však nutí tento optimistický předpoklad do značné míry poupravit.

Produkce druhé výrobní linky by totiž na rozdíl od té první neměla směřovat společnosti Procter&Gamble ale jiným odběratelům v blízkém ale i vzdálenějším okolí. Od této strategie si vedení slibuje tolik potřebnou diversifikaci odbytu. Z hlediska rizikovosti celé egyptské investice jde jistě o prozíravý krok, nicméně na druhou stranu to znamená vynaložení mnohem vyššího úsilí pro zajištění dostatečného počtu nových odběratelů. Konečné rozhodnutí o (ne)rozšíření výroby by mělo padnout na konci srpna letošního roku, což vzhledem k potřebným alespoň 15 měsícům k výstavbě haly a instalaci výrobních technologií znamená, že nejdříve se nová linka rozjede až v prvním pololetí roku 2017.

Očekávaný vývoj výrobní kapacity Pegas Nonwovens



Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Celková výrobní kapacita egyptského závodu by tak mohla při plném nájezdu v roce 2018 dosáhnout až 42,7 tis. tun netkaných textilií, což oproti současné kapacitě celé firmy znamená 42% nárůst. Odbytíštěm by měl být sever Afriky, Blízký východ ale také Evropa. Kapacita v České republice by měla procházet nepřetržitým procesem výrobní optimalizace, díky čemuž by i zde mělo dojít k mírnému nárůstu výroby. Celková kapacita by tak v roce 2018 měla překonat úroveň 127 tis. tun.

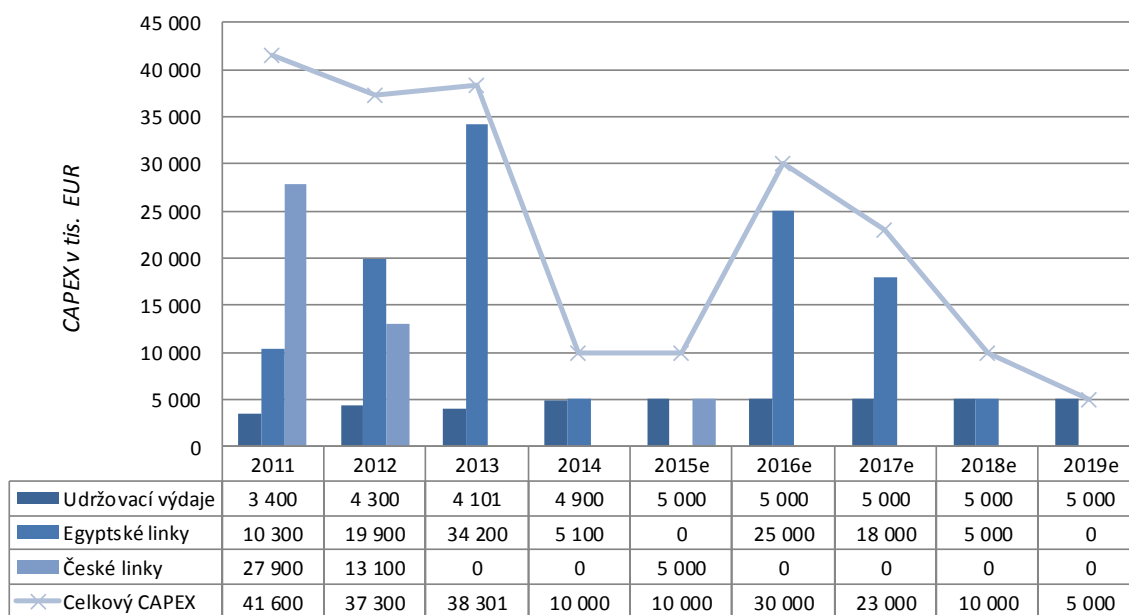
Investiční náklady brzy znovu výrazně vzrostou

Dopad další očekávané egyptské expanze na investiční náklady bude citelný. Na druhou stranu by nemělo jít o tak vysokou sumu, jako při budování první výrobní linky, a to z toho důvodu, že během první fáze tohoto projektu se musela vybudovat i veškerá potřebná infrastruktura. Celkem bylo v Egyptě zatím proinvestováno 69,5 mil. EUR, přičemž očekáváme, že druhá výrobní linka si vyžádá investici kolem 48 mil. EUR.

Celá investice bude pravděpodobně rozfázována do tří let s tím, že už v příštím roce by na ni mohlo být vyčleněno zhruba 25 mil. EUR, následovat by mělo 18 mil. EUR v roce 2017 a poslední doplatek v objemu 5 mil. EUR by se mohl uskutečnit o rok později. V té době by přitom už měla nová linka fungovat. Nejvyšších investičních nákladů by tak mělo být dosaženo v roce 2016 a to 30 mil. EUR, i se započtením 5 mil. EUR jako klasické udržovací výdaje.

Vedení společnosti nikterak nevyloučilo ani případné rozšíření egyptských kapacit ještě o třetí výrobní linku, nicméně z dnešního pohledu by šlo o výraznou spekulaci a proto s ní v našich odhadech prozatím nepočítáme. Pokud se ale druhá výrobní linka osvědčí a výhled budoucí poptávky po produkci Pegas Nonwovens bude nadále pozitivní, není důvodu, proč by se nemohla kapacita dále rozšiřovat. Teoreticky by k tomu mohlo dojít už v roce 2020. V opačném případě se nejspíše bude dále pokračovat ve snižování dluhu firmy a navracení hotovosti akcionářům prostřednictvím programu zpětného odkupu akcií a navyšování dividendy (pod podmínkou příznivého generování cash flow). V takovém případě by se také zvýšila pravděpodobnost akvizice nového subjektu.

Očekávaný vývoj CAPEX společnosti



Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Dividendová politika

Pegas Nonwovens je investory vnímán jako relativně stabilní titul vyplácející zajímavou dividendu, což je stav, na kterém se dle našeho názoru nebude nic měnit ani v budoucnu. Management společnosti nestanovil žádný konkrétní dividendový výplatní poměr, nicméně pravidelně deklaruje, že plánuje zachování dividendové progresse. Absolutní výše dividendy by se tak měla rok od roku navyšovat.

Tento svůj záměr vedení dodržuje již od vstupu firmy na burzu s jednou výjimkou v roce 2013, kdy kvůli vysokým investičním nákladům v souvislosti s budováním egyptské výrobní linky výše dividendy stagnovala. Opakování tohoto mimořádného kroku nepředpokládáme ani v příštím roce, kdy se znovu objeví potřeba vysokých investic. Jednak společnost generuje ve srovnání s rokem 2013 vyšší cash flow a jednak investice nebudou až tak vysoká jako před dvěma lety.

Managementem navržená dividenda pro letošní rok na úrovni 1,15 EUR/akcii již byla schválena valnou hromadou. Naposledy se budou na BCPP akcie Pegas Nonwovens obchodovat s nárokem na tuto dividendu k 14.10. s tím, že k reálnému vyplacení dojde k 28.10.

Předpokládaný vývoj dividendy v následujících letech

EUR na akcii	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Dividenda z čistého zisku daného roku	1,10	1,15	1,20	1,25	1,30	1,40	1,50	1,60
Výplatní poměr z čistého zisku	720%	44%	47%	48%	38%	43%	43%	45%

Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Předpokládáme, že v následujících letech bude management spíše opatrnější, co se týče navyšování dividendy a omezí se pouze na růst o obligátních 0,05 EUR/akcii. Tato opatrnost bude dána zejména vyššími investičními náklady. Po zahájení plného provozu druhé výrobní linky by však již nemělo nic bránit v tom, aby se navýšila dynamika dividendové progresse. Alternativou by pak bylo spuštění programu zpětného odkupu vlastních akcií, který se nyní také zvažuje.

Budoucí dividendy budou významně ovlivněny i vývojem zadlužení společnosti. Nejvyšší úroveň čistého dluhu vůči EBITDA Pegas Nonwovens dosáhl v roce 2013, konkrétně 3,87násobku, což bylo způsobeno kulminací investic do egyptské expanze. Ke konci roku 2014 se tento poměr snížil na trojnásobek, přičemž předpokládáme, že trend postupného snižování zadlužení firmy bude nadále pokračovat spolu s tím, jak poroste EBITDA a dál se bude redukovat absolutní výše dluhu. Ve střednědobém horizontu by se čistý dluh měl dostat na pouhý dvojnásobek EBITDA. Úrokové náklady by se navíc měly dál snížit díky refinancování stávajících bankovních úvěrů. První tranše úspěšně proběhla již v listopadu loňského roku, v rámci níž byly emise dluhopisů splaceny úvěry za 2,5 mld. CZK. S emisí druhé tranše se počítá v průběhu druhého pololetí letošního roku, nicméně je otázkou, zda management dosáhne ještě lepšího výsledku než při první emisi. V posledních měsících totiž došlo k citelnému poklesu evropských dluhopisových trhů, což neminulo ani Českou republiku.

Srovnání s vybranými firmami z odvětví

Ze srovnání Pegas Nonwovens s konkurenčními společnostmi vyšlo najevo hned několik zajímavých skutečností. Klíčovou předností analyzované firmy je vysoce nadprůměrná ziskovost. Pegas Nonwovens dosahuje marží na úrovni EBITDA standardně kolem 20 %, což je dáno především jeho zaměřením na technologicky pokročilou produkci a schopností flexibilně reagovat na měnící se požadavky svých odběratelů. Obvyklá úroveň marží EBITDA se v sektoru pohybuje zhruba na polovině toho, co dosahuje Pegas Nonwovens. Předpokládáme, že tuto konkurenční výhodu si firma podrží i v následujících letech.

Porovnání s konkurenty

	P/E	EV/EBITDA	EBITDA marže	Dividendový EV/Tržby	Dividendový výnos	ROE	ROA	Míra zadluženosti	Úrokové krytí
Ahlstrom	306,7	15,9	3,8	0,6	3,8	3,2	1,0	92,3	6,9
Avgol Industries 1953	11,7	7,4	16,2	1,2	3,7	22,7	6,1	224,7	2,9
Low & Bonar	20,5	6,1	10,2	0,6	4,2	6,7	2,9	59,7	5,2
Providencia	n.a.	10,4	7,9	0,8	n.a.	-11,5	-5,4	8,5	-0,1
Schouw & Co.	17,2	6,7	9,3	0,6	2,2	8,1	5,1	19,3	8,4
Suominen	23,8	5,9	10,2	0,6	1,1	5,2	2,1	9,2	4,1
Medián sektoru	20,5	7,1	9,8	0,6	3,7	5,9	2,5	39,5	4,6
Průměr sektoru	76,0	8,7	9,6	0,7	3,0	5,7	2,0	69,0	4,6
Pegas Nonwovens	10,2	7,4	20,8	1,5	3,7	19,1	7,6	95,7	4,3
Diskont/Prémie k mediánu	-50%	5%	113%	146%	-1%	222%	205%	142%	-7%

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Velmi dobrých hodnot rovněž Pegas Nonwovens dosahuje v ukazatelích rentability vlastního kapitálu (ROE) i rentability aktiv (ROA). Medián i průměr těchto hodnot se v sektoru pohybuje zhruba na třetinových úrovních, kterých dosahuje analyzovaná společnost.

Pokračujícím neduhem je zvýšená míra zadluženosti, která, jak jsme popsali výše, souvisí s produkční expanzí. Vrcholu zadlužení dosáhlo v roce 2013, kdy úročené dluhy dokonce přesáhly vlastní jmění firmy. V následujících letech by měl pokračovat trend postupného snižování dluhového zatížení a díky refinancování dluhu emisí dluhopisů by mělo dojít také k výraznějšímu poklesu nákladů na obsluhu tohoto dluhu.

Ocenění akcií společnosti Pegas Nonwovens je dle ukazatele P/E nadále velmi atraktivní, což je dlouhodobý stav. Tomuto jevu však nepřikládáme kvůli vysoké volatilitě čistého zisku firmy přílišnou váhu. Mnohem větší vypovídací schopnost má dle našeho názoru tržní ukazatel EV/EBITDA, který se v případě Pegas Nonwovens již pohybuje na úrovni obvyklé v sektoru. Nelze tak říci, že by z tohoto pohledu byly akcie společnosti výrazněji nadhodnoceny či podhodnoceny.

Firma si nadále drží poměrně atraktivní dividendový výnos, nicméně oproti dřívějším letům došlo k jeho mírnému poklesu, aktuálně na hladinu 3,7 % oproti dříve standardním 4-5 %. Tento stav je dán razantním růstem ceny akcie v posledních měsících, jejíž dynamika převýšila progresi v navyšování dividendy.

Změny v odhadech hospodaření

Aktualizované odhady vývoje hospodářských výsledků Pegas Nonwovens se oproti těm předchozím z března loňského roku liší hlavně u let 2016 a 2017. Tato změna je dána přehodnocením startu produkce ve druhé výrobní lince v Egyptě. Dříve jsme její dokončení předpokládali už v roce 2016 s tím, že svého plného produkčního potenciálu dosáhne roku 2017. Toto očekávání jsme na základě nových informací od managementu přehodnotili, resp. odsunuli o jeden rok.

Ponechali jsme však v platnosti odhad maximální výrobní kapacity nové linky. Ta by v roce 2018 měla dosáhnout až 28 tis. tun ročně. Držíme se tak scénáře, že druhá linka produkčně předčí tu první, jejíž maximální roční kapacita je zhruba 18 tis. tun. Celkově by tak měl egyptský závod ročně produkovat až 46 tis. tun, což by znamenalo třetinu celkové produkční kapacity Pegas Nonwovens.

Srovnání původních a nových odhadů výnosů

tis. EUR	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Výnosy (aktuální odhad)	232 460	239 212	283 430	306 016	312 249	318 481
Výnosy (původní odhad)	230 627	258 691	297 483	303 720	309 957	316 193
Změna	0,8%	-7,5%	-4,7%	0,8%	0,7%	0,7%

Zdroj: Cyrrus

Dopad přehodnocení náběhu nové výrobní kapacity je na úrovni EBITDA o poznání méně negativní než u položky výnosů. Příčinou je navýšení výhledu ziskových marží společnosti, k čemuž nás vede pokračující příklon managementu k technologicky pokročilým materiálům. Tento segment v současnosti stojí za více než třetinou celkové produkce a předpokládáme, že její význam ještě vzroste.

Srovnání původních a nových odhadů EBITDA

tis. EUR	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
EBITDA (aktuální odhad)	47 182	46 799	56 660	58 767	64 570	61 782
EBITDA (původní odhad)	45 234	48 370	56 226	55 602	57 945	57 719
Změna	4,3%	-3,2%	0,8%	5,7%	11,4%	7,0%

Zdroj: Cyrrus

Stanovení cílové ceny

Cílovou cenu stanovujeme na základě propočtu dvoufázovým modelem diskontovaných očekávaných peněžních toků, přičemž jeho první fáze končí v roce 2020. Ve srovnání s naší předchozí analýzou jsme překročili k několika úpravám odrážejícím současný vývoj na kapitálových trzích i v samotné společnosti a mají dopad na ocenění Pegas Nonwovens.

První citelnější změnou je pokles bezrizikových sazeb, což je reakce na nedávný vývoj na dluhopisových trzích, kde došlo oproti úvodu loňského roku k razantnímu snížení požadovaných výnosů. Zejména české vládní dluhopisy od vydání naší předchozí analýzy citelněji posílily, resp. jejich výnosy se snížily. Egyptské vládní dluhopisy naproti tomu spíše stagnovaly. Nově stanovujeme bezrizikovou sazbu na 3,37 % pro první fázi a 5,75 % pro fázi druhou oproti dřívějším 4,92 %, resp. 6,65 %.

Rizikovou přírážku jsme aktualizovali dle nejnovějších dat A. Damodarana s přihlédnutím k významnosti jednotlivých zemí na hospodaření Pegas Nonwovens (vážený průměr dle podílu na celkových tržbách firmy). U obou zemí (ČR i Egypt) došlo k růstu rizikových přírážek oproti březnu roku 2014.

Významnou změnou působící na náklady vlastního kapitálu a tedy i na výsledné ocenění společnosti je pokles ukazatele beta pro první i pokračující fázi. K tomuto kroku jsme přistoupili kvůli většímu odpoutání se akcie Pegas Nonwovens od vývoje domácího akciového indexu, jímž je pražský PX. Mírně jsme snížili také náklady, jenž jsou spojeny s využíváním cizího kapitálu a to kvůli očekávané realizaci další fáze refinancování dluhu.

Vstupní parametry modelu ocenění

	Aktuální hodnoty		Původní hodnoty	
	První fáze	Pokračující hodnota	První fáze	Pokračující hodnota
Bezriziková sazba	3,37%	5,75%	4,92%	6,65%
Riziková přírážka	7,68%	9,46%	6,38%	6,75%
Beta	0,6	0,7	0,7	1
Náklady vl. kapitálu	7,98%	12,37%	9,38%	13,40%
Náklady dluhu	3,00%	3,00%	3,50%	4,00%
Váha vl. kapitálu	0,6	0,8	0,5	0,8
Váha dluhu	0,4	0,2	0,5	0,2
WACC	5,99%	10,50%	6,44%	11,52%
Dlouhodobý růst		2,00%		2,00%
ROIC		12,74%		12,54%

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg, A. Damodaran

Všechny výše popsané úpravy, s výjimkou zvýšení rizikové přírážky, působily příznivě na úroveň vážených nákladů kapitálu. Tento ukazatel se tak oproti předchozí úrovni snižuje na 5,99 % pro první fázi a 10,5 % pro druhou fázi ocenění. Snížení WACC má příznivý vliv na stanovení roční cílové ceny Pegas Nonwovens.

Stanovení 12M cílové ceny

tis. EUR	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020+
NOPAT	28 346	27 522	35 910	35 584	40 517	38 147
Odpisy	15 686	16 219	16 760	16 903	16 903	
Změna prac. kapitálu	-2 103	1 244	-4 240	-3 388	-935	
Capex	-10 000	-30 000	-23 000	-10 000	-5 000	
Pokračující hodnota						378 363
Volné CF	31 929	14 985	25 430	39 099	51 485	
Diskontované volné CF	30 125	13 340	21 358	30 984	38 494	266 910
Současná hodnota	401 212					
Současná hodnota na akcii	43,47					
Čistý dluh na akcii	16,17					
Čistá současná hodnota akcie (EUR)	27,30					
Čistá současná hodnota akcie (CZK)	742,60					
Roční cílová cena (CZK)						802

Zdroj: Pegas Nonwovens, Cyrrus

Výsledná čistá současná hodnota jedné akcie společnosti Pegas Nonwovens vychází dle našeho oceňovacího modelu na 27,3 EUR, což implikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu 29,48 EUR neboli 802 CZK (při měnovém kurzu 27,2 CZK/EUR).

Tato hodnota je o 2 % nižší, než kolik činil závěrečný kurz akcií Pegas Nonwovens na BCPP k pátku 26.6.2015. S investicí do akcií této společnosti je však spojen ještě i dividendový výnos 3,8 %, díky čemuž celkový roční výnosový potenciál představuje 1,8 %. 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		9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
8,7%		833	778	729	686	648
10,7%		882	824	772	727	686
12,7%		915	855	802	755	712
14,7%		939	878	823	775	732
16,7%		958	895	840	790	746

Zdroj: Cyrrus

Rizika stanovené cílové ceny

Hlavní riziko pro naplnění námi stanovené cílové ceny leží znovu v Egyptě. V akciích je nyní započten pozitivní scénář, v rámci kterého se management rozhodne pro rozšíření egyptského závodu o druhou výrobní linku. Tato linka by navíc měla mít vyšší kapacitu než ta stávající. Jakékoliv zpoždění v realizaci tohoto projektu či jeho úplně opuštění by mělo dle našeho názoru výrazně negativní vliv na cenu akcie.

Samotný provoz v Egyptě je také značně rizikový. Ač je nyní v zemi relativní klid a tamní vláda ujistuje občany i zahraniční investory o své schopnosti zajistit bezpečnost, nelze zvýšené politické riziko podceňovat. Toto riziko jsme sice započítali do cílové ceny prostřednictvím posílení požadované bezrizikové sazby v modelu ocenění. V případě eskalace napětí v regionu však nelze vyloučit její další růst, což by vyústilo v tlak na cenu akcie.

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 jsou rozestaveny výrobní kapacity přímých konkurentů Pegas Nonwovens, což vyústí v růst nabídky netkaných textilií na trhu. Dle managementu však trh zůstane i poté vyvážen a nehrozí tak přebytek produkce, který by znamenal ohrožení cen a tedy i marží firem v sektoru.

Za poslední rok navýšili hlavní akcionáři společnosti svůj podíl v Pegas Nonwovens, přičemž tři největší vlastní již 29,1 % všech akcií. Pokud by se některý z nich rozhodl svůj podíl redukovat prostřednictvím odprodeje přímo na burze, mohl by kvůli nízké likviditě snadno stlačit cenu akcií. Tomuto riziku však přikládáme jen velmi malou váhu vzhledem k tomu, že takovýto krok by nebyl ani v zájmu prodávajícího akcionáře.

Výrazným rizikem pro námi stanovenou cílovou cenu jsou také případné snahy o převzetí Pegas Nonwovens. Akviziční firma by totiž musela nabídnout prémii vůči tržní ceně, a to dostatečně atraktivní pro stávající akcionáře. Tomuto scénáři prozatím připisujeme pouze nízkou pravděpodobnost, nicméně vyloučit nikdy nelze. Zvláště pak v současném období, kdy akviziční aktivita výrazně narůstá.

Zjednodušené finanční výkazy

Výkaz zisku a ztráty

v tis. EUR	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Výnosy	187 745	199 210	230 547	232 460	239 212	283 430	306 016	312 249	318 481
Provozní náklady	-149 633	-160 660	-183 345	-185 278	-192 413	-226 770	-247 249	-247 679	-256 699
EBITDA	38 112	38 550	47 202	47 182	46 799	56 660	58 767	64 570	61 782
	20,3%	19,4%	20,5%	20,3%	19,6%	20,0%	19,2%	20,7%	19,4%
Odpisy	-11 570	-13 079	-15 030	-15 686	-16 219	-16 760	-16 903	-16 903	-16 903
EBIT	26 542	25 471	32 172	31 496	30 580	39 900	41 864	47 667	44 879
Finanční náklady/výnosy	-1 974	-21 334	-999	-4 049	-5 062	-4 085	-3 108	-2 525	-1 550
Zisk před zdaněním	24 568	4 137	31 173	27 447	25 518	35 815	38 756	45 142	43 329
Čistý zisk	20 924	1 411	27 096	24 297	22 460	31 825	32 476	37 992	36 597

Rozvaha

v tis. EUR	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Dlouhodobý majetek	284 214	266 769	272 128	267 442	300 523	306 762	299 859	287 956	276 053
Oběžná aktiva	90 009	89 973	94 951	107 526	111 448	107 425	117 016	139 367	147 400
Aktiva celkem	374 222	356 742	367 079	374 968	411 971	414 187	416 875	427 323	423 453
Základní kapitál a rez. fondy	141 494	125 630	149 065	162 945	175 255	195 598	216 143	241 476	264 132
Dlouhodobé závazky	164 376	159 324	167 160	167 888	188 748	165 162	143 234	127 234	99 557
Krátkodobé závazky	68 353	71 788	50 854	44 135	47 968	53 427	57 498	58 613	59 764
Pasiva celkem	374 223	356 742	367 080	374 968	411 971	414 187	416 875	427 323	423 453

Ukazatele hospodaření a ocenění

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
P/E	13,26	196,69	10,24	11,42	12,36	8,72	8,55	7,30	7,58
P/BV	1,96	2,21	1,86	1,70	1,58	1,42	1,28	1,15	1,05
EV/EBITDA	10,59	11,02	9,00	8,65	9,13	7,37	6,70	5,53	5,24
P/S	1,48	1,39	1,20	1,19	1,16	0,98	0,91	0,89	0,87
Dividenda	1,05	1,10	1,15	1,20	1,25	1,30	1,40	1,50	1,60
Dividendový výplatní poměr	46,3%	719,5%	39,2%	45,6%	51,4%	37,7%	39,8%	36,4%	40,4%
EBITDA marže	20,3%	19,4%	20,5%	20,3%	19,6%	20,0%	19,2%	20,7%	19,4%
EBIT marže	14,1%	12,8%	14,0%	13,5%	12,8%	14,1%	13,7%	15,3%	14,1%
Marže čistého zisku	11,1%	0,7%	11,8%	10,5%	9,4%	11,2%	10,6%	12,2%	11,5%
ROE	15,4%	1,1%	19,7%	15,6%	13,3%	17,2%	15,8%	16,6%	14,5%
ROA	7,8%	7,0%	8,9%	8,5%	7,8%	9,7%	10,1%	11,3%	10,6%
ROIC	9,1%	8,9%	10,5%	9,9%	8,7%	11,4%	12,0%	13,3%	12,7%

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 29.6.15:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	1	11,1
Akumulovat	3	33,3
Držet	4	44,4
Prodat	1	11,1
V revizi	0	0

b) Podíl emitentů, jichž se týkala doporučení spadající do každého ze stupňů doporučení podle písmene a), kterým obchodník s cennými papíry CYRRUS, a.s. poskytl v uplynulých 12 měsících investiční služby významného rozsahu, a to 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
Jiří Šimara	Brno	simara@cyrrus.cz	Utility, automobilky, ocelárny, těžba
Tomáš Menčík, CFA	Brno	mencik@cyrrus.cz	Banky, technologie, telekomy, komodity
Ladislav Klobása	Brno	ladislav.klobasa@cyrrus.cz	Strukturované produkty
Jana Gajdošíková	Brno	jana.gajdosikova@cyrrus.cz	Data miner

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

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):

Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. 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