

# Analýzy a doporučení

## Pegas Nonwovens

**18. 5. 2017**

Doporučení: Redukovat

Cílová cena (12měsíční): 814 Kč

Předchozí doporučení (z 2. 5. 2017): Držet

Předchozí cílová cena (z 2. 5. 2017): 814 Kč

Akcie výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens od začátku května posílily o zhruba 10 % na úroveň kolem 940 Kč a aktuálně se nachází cca 15 % nad naší cílovou cenou 814 Kč. Snižujeme tak investiční doporučení na tento akciový titul z „držet“ na „redukovat“. Pegas v uplynulém týdnu svými výsledky hospodaření za 1Q 2017 nepřekvapil trhy, když ziskovost byla téměř v souladu s očekáváním. Výhled letošního provozního zisku EBITDA byl potvrzen v rozmezí 43 – 50 mil. EUR a rovněž nebyly sděleny žádné nové konkrétnější informace ohledně chystaného projektu výstavby nového závodu v Jihoafrické republice (JAR). Letošní navýšení výrobní kapacity o novou znojenskou linku a plánovaný výrobní závod v JAR jsou podle našeho názoru již v ceně akcie započítány. Za aktuálním výraznějším nárůstem ceny akcií Pegas tak nevidíme významnější fundamentální základ. Za zvýšenou poptávkou po akciích Pegas z posledních týdnů lze zřejmě spatřovat změny v akcionářské struktuře, když nejvýznamnější akcionář Wood Textiles Holding Limited oznámil navýšení podílu v Pegasu z 20,4 % na 25,3 % a rovněž se nově ve vlastnické struktuře objevila společnost R2G Wealth s 5,3% podílem. Vzhledem k naší cílové ceně hodnotíme akcii jako nadhodnocenou, a proto doporučujeme využít nynější růsty k realizaci zisků a redukovat pozici.

# Analýzy a doporučení

## Pegas Nonwovens

### Pegas Nonwovens

#### Souhrn doporučení

<b>Doporučení:</b>	<b>Držet</b>
<b>Cílová cena (12M):</b>	<b>814 Kč</b>
Předchozí doporučení (15.4.2016):	Držet
Předchozí cílová cena (15.4.2016):	805 Kč
<b>Datum vydání:</b>	<b>2. 5. 2017</b>

#### Základní informace

Odvětví: produkce netkaných textilií

Tržní kapitalizace: 7,45 mld. Kč

Závěrečná cena k 28. 4. 2017: 849,40 Kč

Roční maximum: 854,50 Kč

Roční minimum: 755 Kč

Zařazen v indexech: PX, CCTX, CECEUR...

Podíl v indexu PX: 2,7 %

#### Struktura akcionářů

Free float: 100 %

Největší akcionář: Wood Textiles 22,28 %

**Graf č.1: Roční vývoj akcie Pegas**



V naší nové analýze na výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens **mírně zvyšujeme 12měsíční cílovou cenu z 805 Kč na 814 Kč a potvrzujeme investiční doporučení „držet“**. V našich predikcích nadále počítáme s rozšířením výrobních kapacit o cca 20 tis. tun. Předchozí plány managementu postavit další výrobní linku v Egyptě o kapacitě 20 tis. tun se sice nenaplnily, byly však nahrazeny jednak výstavbou **nové tuzemské linky** o kapacitě 10 tis. tun, jenž bude komerčně zprovozněna **od 3Q 2017**, a jednak záměrem postavit **nový výrobní závod v Jihoafrické republice** s linkou o objemu produkce rovněž 10 tis. tun ročně. Tento záměr na základě aktuálních informací a komunikace s managementem podle našeho názoru vyznívá reálně, a proto jihoafrickou výrobní linku, jejíž náběh je managementem odhadován na **začátek roku 2019**, zahrnujeme do našeho modelu ocenění. **Aktuálně tak nemáme důvody oproti předchozí analýze významně měnit náš fundamentální pohled na společnost Pegas**. Mírná úprava cílové ceny směrem nahoru je dána zohledněním zpětného odkupu akcií, který vedl ke snížení počtu akcií v oběhu. Domníváme se, že na aktuálních cenových úrovních **akcie Pegasu nenabízí významný investiční potenciál**, naše cílová cena se nachází zhruba 4 % pod tržní cenou, a proto **ponecháváme doporučení „držet“**. Na akcie Pegasu stále nahlížíme jako na **stabilní dividendový titul**, když námi očekávaný vývoj hospodaření by i nadále měl vytvářet prostor pro **mírně progresivní dividendovou politiku** s dividendovým výnosem kolem 4,3 – 4,5 %.

#### Představení společnosti

Společnost Pegas Nonwovens vznikla v roce 1990 a řadí se mezi přední evropské producenty netkaných textilií. Produkce společnosti byla od roku 2002 rozšířena o výrobu bikomponentních netkaných textilií na bázi polypropylenu a polyetyleny. Převážná většina produkce Pegasu je používána pro účely výroby jednorázových hygienických výrobků, jako jsou dětské plenky, výrobky pro inkontinenci dospělých či dámské hygienické výrobky. V menší míře jsou produkty společnosti využívány ve stavebnictví, nábytkářství, zemědělství a pro lékařské aplikace.

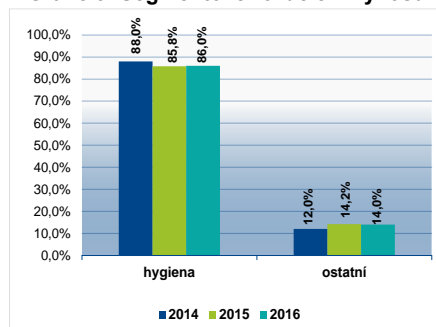
Níže uvedený graf č.2 znázorňuje strukturu Skupiny. V čele struktury stojí holdingová společnost Pegas Nonwovens SA sídlící v Lucembursku a vlastníci 100% podíl v hlavní provozní společnosti Pegas Nonwovens s.r.o., která má sídlo ve Znojmě.

**Tabulka č.1: Základní ukazatele**

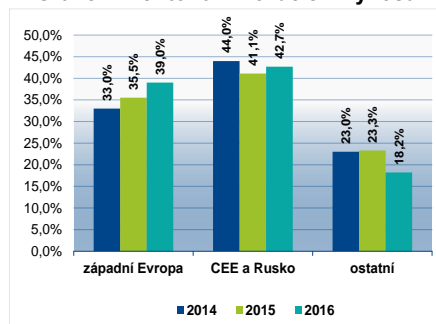
Pegas Nonwovens	2015	2016
Produkce (tuny)	101 665	102 691
Výnosy (mil. EUR)	229,2	206,4
EBITDA (mil. EUR)	44,3	46,7
EBITDA marže (%)	19,3	22,6
Provozní náklady bez odpisů (mil. EUR)	184,9	159,7
Čistý dluh (mil. EUR)	163,8	160,8
P/E	9,9	16,8
ROA (%)	6,4	3,9
ROE (%)	15,9	9,3

zdroj: Pegas, Bloomberg

### Rozdělení výnosů společnosti

**Graf č.3: Segmentové rozdělení výnosů**


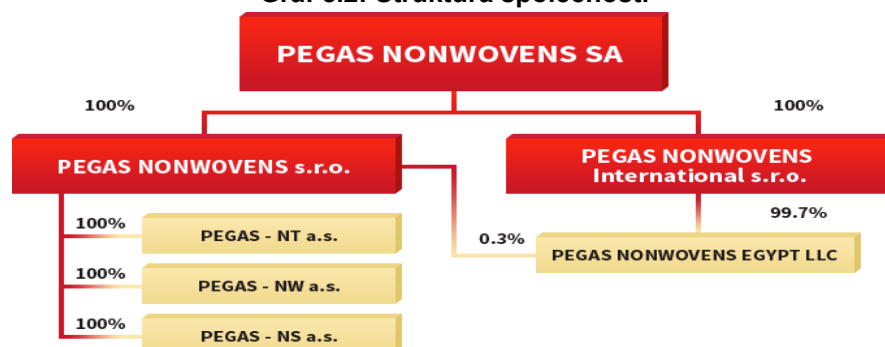
zdroj: Pegas

**Graf č.4: Teritoriální rozdělení výnosů**


zdroj: Pegas

Tato hlavní provozní společnost vlastní 100% podíly ve svých třech provozních dceřiných firmách Pegas – NT a.s., Pegas – NW a.s. a Pegas – NS a.s. Pro účely realizace potenciálních investičních příležitostí byla v roce 2010 založena společnost Pegas Nonwovens International s.r.o. V červnu 2011 byla Skupina rozšířena založením dceřiné společnosti Pegas Nonwovens Egypt LLC, a to za účelem realizace zahraniční expanze, v rámci které byl v Egyptě postaven nový výrobní závod. Výrobní linka v Egyptě byla dokončena ve 3Q 2013, konkrétně první komerční výroba se rozjela v červenci 2013. V polovině loňského roku došlo k dalšímu rozšíření Skupiny, když Pegas Nonwovens SA založil v Jihoafrické republice (JAR) dceřinou společnost Pegas Nonwovens RSA (PTY) Ltd. Účelem založení této nové firmy, v níž Pegas vlastní 100% podíl, je koupě pozemku a následná výstavba nového výrobního závodu v JAR, jehož dokončení je managementem plánováno na konec roku 2018. Náběh nové linky o roční kapacitě 10 tis. tun je očekáván začátkem roku 2019.

Většina produkce společnosti je soustředěna do dvou tuzemských výrobních závodů, konkrétně v Příměticích u Znojma a Bučovicích u Brna. V těchto závodech je v provozu celkem osm výrobních linek (tři v Bučovicích a pět v Příměticích). Tuzemská výroba bude letos rozšířena o novou linku s roční kapacitou 10 tis. tun. Spuštění komerční výroby je očekáváno na začátku 3Q 2017.

**Graf č.2: Struktura společnosti**


zdroj: Pegas Nonwovens; pozn.: v roce 2016 byla struktura společnosti rozšířena o dceřinou firmu Pegas Nonwovens RSA (PTY) Ltd.

### Produkce a výnosy společnosti

Jak uvádíme výše, společnost Pegas vyrábí netkané textilie, které se dále dělí na standardní a bikomponentní. Celková produkce v roce 2016 vzrostla o 1 % na 102 691 tun. Podíl výnosů z prodeje netkaných textilií určených k výrobě hygienických produktů na celkových výnosech činil v loňském roce 86 %, což je téměř stejná úroveň jako v roce 2015. Pegas tak nadále potvrzuje svojí významnou pozici v segmentu hygieny. Prodeje ostatních výrobků mimo oblast hygieny, určených zejména pro stavebnictví, zemědělství a zdravotnictví, dosáhly v roce 2016 úrovně 28,9 mil. EUR, což představovalo 14% podíl na celkových výnosech.

Z hlediska geografického Pegas realizuje největší odbyt v zemích střední a východní Evropy a Rusku. Výnosy plynoucí z tohoto teritoria v loňském roce činily 88,2 mil. EUR (meziroční pokles z úrovně 94,3 mil. EUR) a jejich podíl na celkových tržbách dosáhl 42,7 % (mírný meziroční nárůst o 1,6 procentního bodu). Dalším významným odbytištěm jsou západoevropské

trhy s 39% podílem na celkových výnosech za loňský rok, což v absolutním vyjádření znamenalo 80,5 mil. EUR. V roce 2015 to bylo 35,5 %, resp. 81,4 mil. EUR. Díky rozšíření výrobních kapacit o egyptský závod se Pegas v posledních letech prosazuje i na ostatních trzích, zejména na Blízkém východě. V roce 2016 se tak výnosy z prodejů do ostatních teritorií pohybovaly na hladině 37,6 mil. EUR, což znamenalo 18,2% podíl na celkových tržbách. Oproti roku 2015 se jedná o pokles z úrovně 53,5 mil. EUR, resp. z 23,3 %. Segmentové a teritoriální rozdělení výnosů je znázorněno v grafech č.3 a 4.

### Stabilní provozní ziskovost v jednotlivých loňských kvartálech

Pegas v jednotlivých loňských kvartálech zaznamenal oproti roku 2015 relativně stabilní hospodaření. To bylo dáno (vedle toho, že společnost operovala s neměnnou výrobní kapacitou a realizovala stabilní odbyty) zejména stabilním vývojem cen polymerů. Ceny těchto základních vstupních surovin, jenž tvoří zhruba 75 % celkových provozních nákladů, se po celý rok 2016 držely na nízkých úrovních v rozmezí 1100 – 1200 EUR/t. To prakticky eliminovalo vliv mechanismu přenesení cen vstupů na provozní zisk EBITDA a ten se tak díky tomu mohl v jednotlivých čtvrtletích pohybovat na relativně neměnných úrovních, v užším pásmu 11 – 13 mil. EUR. Absence externího vlivu v podobě výraznějšího růstu cen polymerů tak měla podle našeho názoru příznivý dopad do provozní ziskovosti.

Ke stabilitě hospodaření v loňském roce rovněž přispělo výrazně meziročně nižší negativní přecenění opčního akciového plánu, což zastabilizovalo osobní náklady a mělo pozitivní efekt do EBITDA. Zatímco v roce 2015 mělo přecenění akciového plánu (jenž je určen pro management společnosti) kvůli výraznějšímu růstu ceny akcie Pegas negativní dopad do osobních nákladů, resp. do EBITDA cca 3 mil. EUR, tak v loňském roce se tento negativní efekt pohyboval pouze kolem úrovně 1,3 mil. EUR.

K výše uvedeným vlivům ještě přispěl relativně vydařený 4Q 2016, kdy Pegas pozitivně překvapil nižšími provozními náklady v podobě spotřeby materiálu a služeb. EBITDA zisk tak za celý loňský rok nakonec zaznamenal meziroční nárůst o 5,3 % na 46,7 mil. EUR a byl tak pohodlně naplněn výhled hospodaření stanovený managementem do rozmezí 43 – 49 mil. EUR. To se promítlo i do provozního zisku po odpisech (EBIT), který za rok 2016 vzrostl o 8,2 % y/y na 30,6 mil. EUR. Na provozní úrovni hospodaření tak loni zaznamenaly pokles pouze výnosy, jenž se snížily o rovných 10 % y/y na 206,4 mil. EUR, což však bylo výhradně způsobeno externím vlivem v podobě meziročně nižších cen polymerů, které se promítaly díky mechanismu přenesení cen vstupů do cen finální produkce. Meziroční pokles provozních nákladů však byl výraznější a to dovolilo Pegasu realizovat výše uvedený nárůst provozní ziskovosti.

Na úrovni čistého zisku společnost loni vykázala kvůli kurzovým vlivům meziroční pokles o 40,6 % na 14,8 mil. EUR. Negativně do finanční části výsledovky působila jednak depreciace dolaru vůči euru v 1Q 2016 a jednak výraznější devalvace egyptské libry vůči dolaru ze 4Q 2016. Oslabení dolaru vůči euru mělo nepříznivý dopad na přecenění vnitropodnikové půjčky egyptské dceřiné společnosti a devalvace egyptské libry negativně dopadala na přecenění pohledávky vůči egyptskému státu. Tyto kurzové vlivy však

Tabulka č.2: Hospodářské výsledky za rok 2016

mil. EUR	2016	konsensus trhu*	2015	y/y
Výnosy	206,4	209,9	229,2	-10,0%
EBITDA	46,7	45,7	44,3	5,3%
EBIT	30,6	29,7	28,3	8,2%
Čistý zisk	14,8	21,0	25,0	-40,6%
Zisk na akcii (EUR)	1,69	-	2,74	-38,3%

zdroj: Pegas, \*medián podle průzkumu Pegasu

**EBITDA za rok 2016 vzrostla o 5,3 % y/y na 46,7 mil. EUR. Pomohly stabilní ceny polymerů a menší negativní vliv přecenění opčního akciového plánu.**

mají pouze nerealizovaný (účetní) charakter, a tudíž nemají reálný dopad na chod společnosti. Čistá ziskovost Pegasu bývá kvůli nerealizovaným měnovým vlivům rozkolísaná, a proto je z hlediska vývoje hospodaření nejsledovanějším ukazatelem EBITDA zisk.

### Výhled hospodaření

Tabulka č.3: Výhled hospodaření

mil. EUR	2017	2018	2019	2020	2021
Výnosy	216,7	238,1	247,7	249,1	249,9
EBITDA	45,7	49,4	52,0	53,1	53,4
Odpisy	17,0	17,8	19,4	19,4	19,4
EBIT	28,8	31,6	32,7	33,7	34,1
Čistý zisk	20,5	21,8	21,9	22,9	22,9

zdroj: odhady Fio banky

### Letošní rok ve znamení spuštění nové tuzemské linky

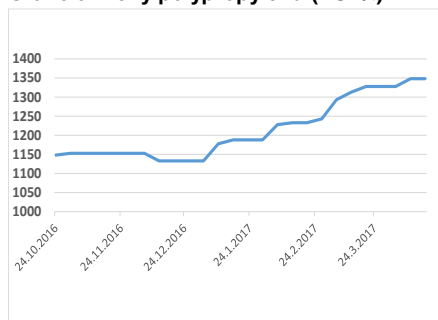
Od 3Q 2013, kdy byla zahájena komerční výroba z egyptské linky, Pegas operuje s nezměněnou výrobní kapacitou. To by se mělo změnit v letošním roce, kdy je v plánu od začátku 3Q 2017 komerčně rozjet novou linku ve Znojmě – Příměticích o roční kapacitě 10 tis. tun. Přitom původním záměrem, jenž byl oznámen již v roce 2015, bylo postavit novou linku v Egyptě a dále tak rozšířit tamní závod. Příznivý vývoj poptávky v Evropě a rovněž i možnost získat investiční pobídky byly nakonec mezi hlavními faktory, které přiměly management k tomu, že k rozšíření kapacity nakonec dojde v tuzemsku. V ČR tak Pegas bude mít v provozu celkem devět linek.

Roční kapacita 10 tis. tun je určitou potenciální hranicí, kterou může tato nová linka dosáhnout. Reálně by podle našeho názoru měla linka produkovat 8 – 9 tis. tun netkaných textilií, v našem modelu počítáme s příspěvkem alespoň 8 tis. tun ročně. Na základě toho pak odhadujeme její roční příspěvek do EBITDA v rozmezí 3 – 4 mil. EUR. Testovací provoz by měl být zahájen v průběhu druhého letošního čtvrtletí, komerční provoz pak, jak uvádíme výše, začátkem třetího kvartálu. V letošním roce tak bude příspěvek nové znojenské linky pouze částečný, navíc náběh nové linky je obecně náročný proces, který se může negativně projevit do plynulosti výroby. Konzervativně tak letos od nové linky očekáváme příspěvek do produkce kolem 3 tis. tun a do letošní EBITDA cca 1 – 1,5 mil. EUR.

Od nové tuzemské výrobní linky tedy již v roce 2017 očekáváme mírný pozitivní impuls do celkového hospodaření společnosti. Vedle toho nepředpokládáme žádné komplikace s odbytem, když i pro letošní rok podle vyjádření managementu má Pegas svojí výrobní kapacitu vyprodanou.

**Roční příspěvek nové znojenské linky do EBITDA odhadujeme na 3 – 4 mil. EUR, letos na 1 – 1,5 mil. EUR.**

**Graf č.5: Ceny polypropylenu (EUR/t)**



zdroj: polymertrack.com

**Letošní EBITDA pod vlivem rizika nárůstu cen polymerů očekáváme meziročně mírně nižší, na úrovni 45,7 mil. EUR.**

Poptávka po produktech by tak i nadále měla být stabilní, bez výraznějších výkyvů s tím, že Pegas by stále měl dodávat zhruba pěti hlavním zákazníkům.

### Ceny polymerů – riziko pro letošní vývoj hospodaření

Za hlavní riziko letošního hospodaření považujeme vývoj cen polymerů. Je si ho vědom i management společnosti, proto podle našeho názoru stanovil poměrně široký letošní výhled EBITDA v intervalu 43 – 50 mil. EUR. Ceny základních vstupních surovin se od konce roku 2015 do začátku letošního roku držely na stabilně nízkých úrovních, jak uvádíme výše v rozmezí 1100 – 1200 EUR/t. Po období dlouhodobě nízkých cen polymerů (jak polypropylenu, tak polyetyleny) podle našeho názoru existuje větší pravděpodobnost jejich růstu v letošním roce. Indikace ze západoevropských trhů již naznačují, že od začátku února se ceny, zejména pod vlivem silné poptávky, omezeních na straně nabídky kvůli některým údržbovým odstávkám výrobních kapacit a svoji roli mohl hrát také silnější dolar, začaly zvedat. Např. ceny polypropylenu na německých a francouzských trzích začátkem února překonaly hranici 1200 EUR a v průběhu března a dubna rostly k úrovni 1350 EUR (viz. graf č.5).

V 1Q 2017 by ještě do provozních nákladů měly promlouvat nízké ceny vstupů z konce loňského roku a ze začátku roku letošního. To ve spojení s neutrálním vlivem přenosového mechanismu do výnosů implikuje stabilní kvartál s provozním ziskem EBITDA v rozmezí 11 – 12 mil. EUR. Provozní ziskovost ve druhém letošním čtvrtletí by již však na základě výše uvedených indikací mohla být negativně ovlivněna rostoucími cenami polymerů. Vliv přenosového mechanismu do EBITDA očekáváme negativní, když provozní náklady by měly být nepříznivě ovlivněny vyššími cenami polymerů z průběhu 2Q 2017 a naopak do výnosů by se měly ještě promítat nízké ceny vstupů ze začátku letošního roku. To podle naší predikce bude tlačit EBITDA marži k cca 19 % a EBITDA zisk k úrovním kolem 9,5 mil. EUR. Aktuální informace ze západoevropských trhů s polymery zatím spíše naznačují, že by tlaky na růst cen nemusely ustávat ani v nejbližších měsících. Proto zahrnujeme riziko vyšších cen polymerů i do odhadů na 3Q 2017 a zůstáváme tak konzervativnější i pro tuto část letošního roku. V posledním letošním kvartále by již Pegas mohl na straně výnosů profitovat z vyšších cen polymerů z průběhu 2Q a 3Q a pokud by v závěru roku zároveň došlo alespoň k mírnému poklesu cen vstupů, pak by vliv přenosového mechanismu mohl mít slušný pozitivní dopad do provozních marží a EBITDA. I s přispěním výroby z nové znojenské linky tak očekáváme, že 4Q 2017 by mohl být ze všech letošních čtvrtletí nejsilnější s EBITDA ziskem poblíž 14 mil. EUR.

Do našich predikcí na letošní rok tedy zahrnujeme riziko rostoucích cen polymerů, negativní dopad aktuálně modelujeme do 2Q a částečně i do 3Q. To by mohlo podle našich odhadů víceméně eliminovat pozitivní vliv plynoucí ze spuštění nové výrobní linky. Na straně výnosů sice letos očekáváme vlivem rozšíření výrobní kapacity meziroční nárůst o zhruba 5 % na 216,7 mil. EUR, nicméně na úrovni EBITDA jsme díky zahrnutí rizika vyšších cen vstupů konzervativnější a očekáváme tak mírný pokles o cca 2 % na 45,7 mil. EUR. V případě příznivějšího vývoje cen polymerů by více vynikal pozitivní vliv rozšíření výrobní kapacity a EBITDA by pak podle našeho názoru měla potenciál se dostat alespoň do rozmezí 47 – 48 mil. EUR.

S horní hranicí ve výši 50 mil. EUR, jenž byla stanovena managementem v letošním výhledu EBITDA, zatím v našich predikcích nepočítáme. Dosažení této úrovně hospodaření bychom hodnotili jako pozitivní překvapení.

Na úrovni čistého zisku v roce 2017 očekáváme výraznější změnu, konkrétně meziroční růst o cca 38 % na 20,5 mil. EUR. Absence loňských mimořádných negativních vlivů, jak v podobě výrazné devalvace egyptské libry vůči dolaru, jenž ve 4Q 2016 vyústila v nerealizovanou kurzovou ztrátu, tak v podobě vyšší daně z příjmu z posledního loňského kvartálu, by měly letos podpořit čistou ziskovost. Navíc uvolnění kurzového závazku ze strany ČNB podle našeho názoru bude letos vytvářet tlak na posílení koruny vůči euru, což by se mohlo pozitivně projevit do přecenění některých rozvahových položek (zejména v souvislosti s dluhem Pegasu) a vyústit v nerealizované kurzové zisky s příznivým dopadem do čistého zisku. Na druhou stranu očekáváme meziroční nárůst úrokových nákladů z úrovně 7,4 mil. EUR na hladinu poblíž 8 mil. EUR, a to v souvislosti s nárůstem hrubého dluhu, když Pegas letos v lednu emitoval sedmileté dluhopisy v objemu 50 mil. EUR. Předpokládáme, že pozitivní vlivy ve finanční části výsledovky nakonec převaží a že čistý zisk za rok 2017 vykáže výše zmíněný nárůst.

#### **Výstavba nového závodu v JAR – hlavní téma střednědobého výhledu**

**Výstavba nové linky v JAR (poblíž Kapského Města) o roční kapacitě 10 tis. tun se podle našeho názoru jeví reálně, zahrnujeme ji tak do našich predikcí.**

Další kroky týkající se možné výstavby nového výrobního závodu, resp. nové linky v Jihoafrické republice budou sledovanou záležitostí nejen pro nejbližší měsíce, ale i ve střednědobém horizontu. První úvahy o investici v JAR Pegas oznámil v polovině roku 2016. Od té doby společnost pracuje na koupi pozemku a vede jednání s potenciálními zákazníky pro uvažovaný závod. Všechny doposud zveřejněné informace o daném projektu zatím naznačují velký zájem o tuto investici ze strany Pegasu a spíše indikují, že stavba by mohla být zahájena. Konkrétně, Pegas začátkem dubna uzavřel se svým dodavatelem výrobní technologie dohodu o záměru objednat novou výrobní linku o roční kapacitě 10 tis. tun (uzavření finální smlouvy je plánováno na letošní červenec), dále jsou finalizovány jednání o koupi pozemku, které by dle vyjádření managementu měly vyústit v podepsání smlouvy v průběhu 2Q 2017 a rovněž úspěšně probíhají jednání s potenciálními zákazníky. Dojednání kontraktů se zákazníky je pak podmínkou pro zahájení výstavby závodu, resp. výrobní linky. Pegas se tak i nadále drží své konzervativní strategie spočívající v tom, že žádná investice není zahájena dříve, než jsou podepsány kontrakty s odběrateli o dodávkách. Na základě doposud známých informací a komunikace se samotným managementem s výstavbou výrobní linky v JAR počítáme a rozhodli jsme se ji tak zahrnout do našich projekcí a modelu ocenění.

Podle vyjádření managementu v lokalitě potenciálního výrobního závodu operují čtyři větší výrobci hygienických potřeb, což zvyšuje pravděpodobnost navázání obchodních kontaktů. Na druhou stranu v lokalitě již působí jeden čínský producent, nicméně ten by se měl zaměřovat na výrobu standardních netkaných textilií, zatímco Pegas plánuje postavit linku na produkci technologicky vyspělých bikomponentních materiálů, což by měla být jeho konkurenční výhoda.

**CAPEX na výrobní závod a linku v JAR jsou očekávány ve výši 30 – 35 mil. EUR. Významná část těchto výdajů by se měla promítnout do roků 2017 a 2018.**

**Tabulka.č.4: Výhled produkce (v tis. tun)**

2017	2018	2019	2020	2021
105,7	110,7	116,7	118,7	119,0

zdroj: odhady Fio banky

**Výrobní závod, resp. linka v JAR má potenciál posunout EBITDA ve střednědobém horizontu k úrovním 53 – 54 mil. EUR.**

Pegas plánuje vynaložit na výstavbu výrobního závodu a linky v JAR celkem 30 – 35 mil. EUR. Pro srovnání, investiční výdaje (CAPEX) na výstavbu závodu a velké výrobní linky o kapacitě 20 tis. tun v Egyptě činily cca 65 mil. EUR. Vzhledem k tomu, že Pegas chce v JAR postavit linku s poloviční kapacitou, tak výše zmíněné CAPEX v rozmezí 30 až 35 mil. EUR hodnotíme jako odpovídající a jsou v souladu s naším očekáváním. Management společnosti si na letošní rok stanovil maximální hranici CAPEX ve výši 30 mil. EUR. V této částce by již významnou měrou měly být zahrnuty, podle slov managementu z více než 50 %, náklady na výstavbu závodu v JAR. Odhadujeme tak, že letošní CAPEX na nový projekt v JAR by se mohly pohybovat kolem 16 mil. EUR, investiční výdaje na údržbu by měly činit cca 4 – 5 mil. EUR (tzv. maintenance CAPEX) a zbylých 9 – 10 mil. EUR bude zřejmě činit doplatek za novou znojenskou linku.

Z výše uvedeného je patrné, že Pegas ve svých investičních plánech s výrobním závodem v JAR počítá a mohlo by se tak začít stavět již letos. Jak uvádíme v úvodu analýzy, dokončení závodu a linky management odhaduje na konec roku 2018 a náběh linky je očekáván začátkem roku 2019. Tomu by v roce 2018 měly odpovídat i CAPEX, které predikujeme blízko 20 mil. EUR, z toho zhruba 15 mil. EUR na JAR a cca 5 mil. EUR na údržbu. Až po roce 2018 očekáváme nižší investiční výdaje, a to v rozmezí 10 – 15 mil. EUR.

Projekt v Jihoafrické republice management Pegasu hypoteticky člení do tří fází. Výše uvedený text popisuje první, nejrealnější, fázi projektu. Podle plánů společnosti by nový výrobní závod v JAR měl být konstruován pro další dvě linky, každá s pravděpodobnou roční kapacitou 10 tis. tun. V dlouhodobějších plánech Pegasu tak figuruje (za předpokladu, že by se společnost na jihoafrickém trhu dobře etablovala) i výstavba druhé linky a teoreticky i třetí linky. Druhá a třetí fáze projektu představují zatím pouze dlouhodobý potenciál a vše je jen ve fázi úvah a možností, proto je zatím nezahrnujeme do našich predikcí.

Nový výrobní závod v JAR by měl být hlavním prorůstovým impulsem do výsledků hospodaření ve střednědobém horizontu, tedy po roce 2018. V příštím roce bude hlavním růstovým faktorem nová znojenská linka, která bude přispívat do provozní ziskovosti, na rozdíl od roku 2017, již celoročně. Podle našich odhadů tato nová tuzemská linka podpoří v příštím roce produkci v objemu alespoň 5 tis. tun, což by znamenalo navýšení o cca 4,7 % y/y na téměř 111 tis. tun. To indikuje meziroční růst výnosů (které by měly být rovněž podpořeny vyššími cenami polymerů, když již příliš nepočítáme s minimálními úrovněmi cen vstupů z roku 2016) o zhruba 9,8 % na 238,1 mil. EUR a zvýšení EBITDA o 7,9 % y/y na hladinu kolem 49,4 mil. EUR.

Parametry jihoafrické linky jsou shodné jako u nové tuzemské, to znamená, očekáváme od ní příspěvek do produkce v rozmezí 8 – 9 tis. tun a příspěvek do EBITDA kolem 3 – 4 mil. EUR. S náběhem linky Pegas počítá začátkem roku 2019, což by podle našeho názoru mohlo znamenat její komerční rozjetí ve 2Q 2019. Odhadujeme tak, že v roce 2019 linka vyrobí zhruba 6 tis. tun a v roce 2020 pak přispěje dalšími cca 2 – 3 tis. tunami. Objem produkce by se tedy v těchto letech měl dostávat k úrovním 117 tis., resp. 119 tis. tun, což nám indikuje postupný posun provozní ziskovosti k hladině 53 – 54 mil. EUR.



**Letos očekáváme v souvislosti s vyššími CAPEX nárůst čistého dluhu k úrovni 3,9x násobku EBITDA. Ve střednědobém horizontu pak návrat k 3,5 – 3x.**

## Zadluženost

Pegas dlouhodobě ke svému financování využívá nejen vlastních zdrojů, ale i cizích zdrojů. Do roku 2014 využíval bankovní úvěry, které pak postupně refinancoval prostřednictvím emise dluhopisů. Na podzim 2014 tak proběhla emise veřejných nezajištěných dluhopisů v objemu cca 93 mil. EUR se splatností v roce 2018, která byla použita na splacení bankovního úvěru, jehož zůstatek následně klesl na zhruba 62 mil. EUR. V polovině roku 2015 následovala další emise nezajištěných dluhopisů, tentokrát privátních v celkovém objemu 100 mil. EUR a se splatností v letech 2022 - 2025. Pegas touto emisí splatil zbytek bankovního úvěru a zbylých cca 30 - 40 mil. EUR tvořil finanční polštář, jenž sloužil jak k financování již proběhlého zpětného odkupu akcií a částečného odkupu dluhopisů 2018 a rovněž je k dispozici i pro financování investic do rozšíření výrobních kapacit. Po emisi těchto dluhopisů tak narostl hrubý dluh z úrovně kolem 160 mil. EUR na 185 mil. EUR ke konci roku 2016. Zatím poslední emisí bylo vydání privátních nezajištěných dluhopisů v objemu 50 mil. EUR se splatností v roce 2024, které proběhlo v lednu tohoto roku. Výnos z této emise bude podle vyjádření managementu primárně použit na refinancování dluhopisů se splatností v roce 2018. Hrubý dluh společnosti by se tak aktuálně podle našich odhadů měl pohybovat kolem hladiny 235 mil. EUR. Pegas se celkem financuje za zhruba 3 % ročně. Úrokové náklady za loňský rok dosahovaly úrovně 7,4 mil. EUR, po lednovém navýšení hrubého dluhu očekáváme letos jejich nárůst k hranici 8 mil. EUR.

Z hlediska vývoje zadluženosti není ani tak důležitý celkový hrubý dluh, jako sledování čisté zadluženosti (hrubý dluh očištěný o hotovost), resp. poměru čistého dluhu k provoznímu zisku EBITDA. Vývoj ukazatele čistý dluh/EBITDA je dán zejména intenzitou investic do rozšíření výrobních kapacit. V období nízkých CAPEX, tedy v době kdy Pegas neinvestuje do výstavby nových linek, se zadluženost většinou pohybuje poblíž 3x násobku čistý dluh/EBITDA (tak jako tomu bylo např. v roce 2014). Naopak v období vysokých CAPEX má čistý dluh tendenci se posouvat k hranici 4x (jako např. při dokončování egyptského závodu v roce 2013, kdy čistý dluh/EBITDA činil 3,87x). Rok 2015 byl ovlivněn realizací zpětného odkupu akcií v objemu téměř 13 mil. EUR, což v kombinaci s 6% meziročním poklesem provozní ziskovosti vedlo oproti roku 2014 k navýšení čistého dluhu na 3,7x násobek EBITDA. Za loňský rok zadluženost poklesla k 3,45x, když 5,3% meziroční nárůst EBITDA a příznivý vývoj provozního cash flow (dosáhlo vysoké úrovně 43 mil. EUR a bylo podpořeno výraznějšími pozitivními změnami v pracovním kapitálu) vykompenzoval navýšení investičních výdajů, které kvůli výstavbě znojemské linky vzrostly více než dvojnásobně na 21 mil. EUR.

V letošním roce, jak uvádíme výše, investiční aktivita ještě naroste, s očekávanými CAPEX až kolem 30 mil. EUR. Ve spojení s námi očekávanou mírně nižší EBITDA a nižším provozním cash flow (neočekáváme loňskou poměrně vysokou hodnotu a spíše předpokládáme návrat na standardnější úroveň kolem 35 mil. EUR) to implikuje čistý dluh ve výši cca 176 mil. EUR (+9 % y/y) a zvýšení zadlužení k úrovni 3,86x násobku čistý dluh/EBITDA. Ve střednědobém horizontu s ústupem investiční aktivity a nárůstem provozní ziskovosti, do které by se měla postupně pozitivně projevovat zvyšující se výrobní kapacita, predikujeme opětovný pokles čistého dluhu nejprve k hranici 3,5x, poté až k 3x EBITDA.

Předpokládáme tedy, že čistý dluh v budoucnu nepřekročí hranici 4x EBITDA a že se bude pohybovat pro Pegas v obvyklých mezích neohrožující finanční stabilitu společnosti. Měl by se tak držet v bezpečné vzdálenosti od hranice 4,5x EBITDA, což je limit v rámci kovenantu u emitovaných dluhopisů.

### Dividendová politika

Pegas od svého vstupu na burzu praktikuje (s výjimkou roku 2013, kdy dividendy meziročně stagnovala na úrovni 1,05 EUR na akcii) mírně progresivní dividendovou politiku. Pro letošní rok představenstvo společnosti v souladu s naším očekáváním navrhlo dividendu ve výši 1,30 EUR na akcii, což je navýšení z loňské úrovně 1,25 EUR. Očekáváme, že červnová valná hromada schválí tuto dividendu a k její výplatě by mělo dojít jako obvykle v říjnu. Ve vztahu k aktuální ceně akcie letošní dividendy znamená cca 4,2% dividendový výnos. Vzhledem k tomu, že akcie Pegasu v posledních letech rostla, tak dividendový výnos je v klesajícím trendu. Zatímco např. v letech 2013 a 2014 ještě dosahoval téměř 5 %, tak v období 2015 – 2016 klesnul do rozmezí 4,2 – 4,4 %.

Vzhledem k naší predikci hospodaření, v rámci které očekáváme v souvislosti s rostoucí výrobní kapacitou postupný nárůst EBITDA přes hranici 50 mil. EUR, k predikci provozního cash flow, u kterého odhadujeme pro střednědobý horizont úroveň 35 – 45 mil. EUR, a k očekávanému vývoji investičních výdajů se domníváme, že Pegas bude mít i v dalších letech prostor pro realizaci mírně progresivní dividendové politiky. Pro roky 2018 a 2019 tak odhadujeme nárůst dividendy k 1,35 EUR, resp. 1,40 EUR na akcii, což při aktuální ceně akcie znamená výnos kolem 4,3 – 4,5 %, který hodnotíme stále jako solidní. I nadále tak na akcie Pegasu nahlížíme jako na stabilní dividendový titul.

Tabulka č.5: Výhled dividendy (EUR/akcie)

2017	2018	2019	2020
1,30	1,35	1,40	1,45

zdroj: odhady Fio banky; rok 2017: návrh představenstva společnosti

**Ocenění společnosti**
**Tabulka č.6: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC**

	2017	2018	2019	2020	2021	pokračující fáze
risk free rate (%)	2,02	2,38	2,65	2,93	3,13	3,53
market return (%)	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	10,0
beta	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63
equity risk premium (%)	3,14	2,91	2,74	2,56	2,44	4,08
risk surcharge (%)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
cost of equity (%)	6,16	6,29	6,39	6,49	6,57	8,61
cost of debt (%)	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
tax rate (%)	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
cost of debt after tax (%)	2,59	2,59	2,59	2,59	2,59	2,59
equity weight	0,46	0,48	0,51	0,53	0,54	0,54
debt weight	0,54	0,52	0,49	0,47	0,46	0,46
WACC (%)	4,24	4,37	4,53	4,67	4,75	5,85

zdroj: odhady Fio banky, Bloomberg

**Tabulka č.7: Model diskontovaného cash flow**

v mil. EUR	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT	28,8	31,6	32,7	33,7	34,1
tax rate (%)	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
NOPAT	23,3	25,6	26,5	27,3	27,6
odpisy	17,0	17,8	19,4	19,4	19,4
CAPEX	30,0	20,0	10,0	15,0	15,0
změna ČPK	1,5	-3,1	5,8	2,3	10,6
CF to the firm	8,8	26,4	30,0	29,4	21,3
DCF	6,3	24,3	26,3	24,5	16,9
sum of DCF	98,3				
terminal value	330,9				
čistý dluh	160,8				
equity value	268,4				
počet emitovaných akcií (mil. ks)	8,77				
cílová cena (EUR)	30,6				
CZK/EUR	26,60				
<b>cílová cena (CZK)</b>	<b>814</b>				

zdroj: výpočty a odhady Fio banky

V naší nové analýze na akcie výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens mírně zvyšujeme cílovou cenu z 805 Kč na 814 Kč. Cílová cena, která se vztahuje k 12měsíčnímu investičnímu horizontu, se nachází zhruba 4 % pod aktuální tržní cenou, a proto ponecháváme doporučení „držet“.

Ve srovnání s předchozí analýzou prakticky neměníme náš fundamentální pohled na společnost Pegas. Společnost sice upravila strategii postupného rozšiřování výrobních kapacit, a to jak v počtu a velikosti výrobních linek, tak co se týče jejich geografického umístění, nicméně v konečném důsledku jsou plány budoucího navýšení objemu produkce velmi blízko dřívějším předpokladům. Původně měl management v plánu rozšiřovat výrobní závod v Egyptě o jednu větší linku s roční kapacitou kolem 20 tis. tun. Silná poptávka v Evropě i možnost získání investičních pobídek nakonec management přimělo k tomu, že se rozhodl investovat do menší linky v ČR o kapacitě 10 tis. tun, která je již dokončena a do komerčního provozu by měla jít začátkem letošního druhého pololetí. Vedle toho v polovině loňského roku Pegas oznámil záměr investovat v Jihoafrické republice, konkrétně postavit výrobní závod s linkou o roční kapacitě 10 tis. tun.

Finisující jednání o koupi pozemku v blízkosti Kapského Města (k podepsání smlouvy by mělo dojít v průběhu 2Q 2017), podepsání předběžné dohody s dodavatelem výrobní technologie o dodání výrobní linky (finální smlouva je managementem očekávána letos v červenci), probíhající vyjednávání s potenciálními zákazníky a rovněž částečné zahrnutí této investice již do letošního výhledu CAPEX, to jsou všechno faktory naznačující, že výstavba nového závodu v JAR má reálné základy a proto s ní počítáme do našich predikcí a zahrnujeme ji do modelu ocenění. Management společnosti plánuje dokončit tento závod na konci roku 2018 a náběh linky je odhadován začátkem roku 2019.

Oproti předchozí analýze tak významně neměníme náš střednědobý výhled hospodaření Pegasu, když postupné rozšiřování výrobní kapacity o dvě menší linky s celkovou roční kapacitou 20 tis. tun by podle našich odhadů mělo vést k růstu produkce k úrovním 119 tis. tun a růstu provozního zisku EBITDA k hladině 53 – 54 mil. EUR. V kalkulaci cílové ceny jsme reflektovali zpětně odkoupené akcie v objemu 461 tis. kusů, což snížilo počet akcií v oběhu a vedlo to k mírné úpravě cílové ceny směrem nahoru, k úrovni 814 Kč. Na aktuálních cenových úrovních vnímáme investiční potenciál akcií Pegasu jako omezený a proto potvrzujeme doporučení „držet“. Na akcie Pegasu stále nahlížíme jako na stabilní dividendový titul, když námi očekávaný vývoj hospodaření by měl i nadále vytvářet prostor pro mírně progresivní dividendovou politiku indikující dividendový výnos v rozmezí 4,3 – 4,5 %.

Pro výpočet cílové ceny (vnitřní hodnoty) akcie společnosti Pegas, byl použit model DCF (diskontované cash flow). Pro potřeby modelu bylo nutno odhadnout několik účetních položek (tržby, náklady, zisk, odpisy, investice...). K výpočtu bylo použito vlastních odhadů budoucího hospodaření firmy. Kalkulace tohoto modelu je založena na výpočtu volného cash flow a jeho následného diskontování. Diskontním faktorem v našem modelu jsou průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) počítané jako součet nákladů na vlastní a cizí kapitál při zohlednění předpokládaných vah vlastního a cizího kapitálu v jednotlivých letech. Náklady vlastního kapitálu byly kalkulovány jako součet bezrizikové výnosové míry (která byla stanovena jako vážený průměr výnosů českého, egyptského a jihoafrického desetiletého státního dluhopisu), premie za riziko vycházející z výnosové míry akciového indexu PX a rizikové přírážky, ve které zohledňujeme velikost společnosti a nižší objemy obchodování s akciemi Pegasu.

## Citlivostní analýza

Níže uvedená tabulka znázorňuje citlivostní analýzu, konkrétně alternativní cílové ceny při různém nastavení WACC a tzv. pokračující míry růstu ve druhé fázi našeho modelu ocenění.

**Tabulka č.8: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů**

pokračující růst	WACC				
	5,45%	5,65%	5,85%	6,05%	6,25%
0,6%	833	784	738	695	656
0,8%	877	824	774	729	687
1,0%	925	867	<b>814</b>	765	720
1,2%	978	915	857	805	756
1,4%	1035	967	904	847	795

zdroj: odhady Fio banky

## SWOT analýza:

### • Silné stránky

- Silná a stabilní pozice na trhu netkaných textilií a pozice technologicky vyspělého hráče na trhu.
- Zaměření na defenzivní segment osobní hygieny, stabilní produkce a odbyt.
- Pevné vazby na klíčové zákazníky společnosti.

### • Slabé stránky

- Riziko vyšší volatility cen vstupních surovin.
- Tlak na provozní marže v souvislosti s konkurenčním prostředím.
- Orientace na užší okruh zákazníků.

### • Příležitosti

- V nové skladové hale ve Znojmě je prostor pro potenciální vybudování další menší linky typu Compact (vedle linky, která se komerčně rozběhne od 3Q 2017).
- Výstavba nového závodu v JAR, který by potenciálně mohl pojmout až tři menší linky typu Compact. Reálně zatím management plánuje první linku s náběhem na začátku roku 2019.
- Potenciál výraznějšího proniknutí na africké trhy s otevřením nového výrobního závodu v JAR.
- Potenciál rostoucí spotřeby hygienických výrobků v regionu Blízkého východu a Afriky.

### • Hrozby

- Geopolitická rizika v Egyptě a obecně na Blízkém východě mohou mít nepříznivý dopad na ekonomické prostředí v regionu a negativně tak ovlivnit odbyt Pegasu.
- Výraznější konkurence v Egyptě, když turecká firma Gülsan zvažuje postavit druhou výrobní linku o roční kapacitě cca 20 tis. tun.
- Menší portfolio velkých zákazníků, odchod jednoho z nich může negativně vychýlit odbyt společnosti. Silné zaměření na jeden segment.

Výše uvedená rizika mohou negativně ovlivnit hospodaření společnosti a tím i vývoj ceny akcie. V případě výskytu těchto rizik nemusí být dosaženo námi stanovené cílové ceny.

Ing. Jan Raška  
Fio banka, a.s.  
Analytik  
[jan.raska@fio.cz](mailto:jan.raska@fio.cz)

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vydány, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenese odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich zveřejněných.

Fio prohlašuje, že nevlastní čistou dlouhou ani krátkou pozici převyšující prahovou hodnotu ve výši 0,5 % ze základního kapitálu emitenta. Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5 % na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

**Koupit** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

**Akumulovat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Držet** – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

**Redukovat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Prodat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

**Nákup – long:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

**Prodej - short:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Investiční doporučení bude aktualizováno průběžně v kontextu nových zásadních informací s vlivem na ocenění, minimálně však jednou za 12 měsíců od vydání.

Přehled všech investičních doporučení včetně jejich historie je dostupný na internetových stránkách: <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na [www.fio.cz](http://www.fio.cz)