

28. 2. 2019

Doporučení: Akumulovat

Cílová cena (12měsíční): 895 Kč

Předchozí doporučení (z 13. 6. 2018): Držet

Předchozí cílová cena (z 13. 6. 2018): 895 Kč

Akcie výrobce netkaných textilií PFNonwovens bez fundamentální zprávy korigovaly na dvouletá minima a aktuálně se pohybují kolem hladiny 770 Kč, což je 14% diskont vůči naší cílové ceně 895 Kč. Diskont je patrný i ve srovnání se sektorem, když konkurenční firmy se obchodují přibližně za 10x násobek EV/EBITDA, zatímco akcie PFNonwovens se nachází na úrovni 8,6x násobku. V reakci na to přistupujeme ke změně našeho investičního doporučení na tento akciový titul z „držet“ na „akumulovat“. Cílovou cenu ponecháváme na stávající úrovni, jelikož nemáme důvod měnit náš fundamentální pohled. Společnost podle našich odhadů směřuje k vykázání rekordního EBITDA zisku za loňský rok ve výši kolem 1340 mil. Kč (cca +14 % y/y, to mírně překonává naše první prognózy pohybující se poblíž 1300 mil. Kč), když se podle předpokladů pozitivně projevovalo předloňské rozšíření výrobní kapacity o tuzemskou linku, velmi slušně se vyvíjely objemy prodeje a pomáhal i poměrně stabilní vývoj cen vstupních materiálů. Pokračující růst provozní ziskovosti očekáváme i v letošním roce, když společnost by měla především profitovat z dalšího rozšíření produkce (nový závod v Jihoafrické republice a zároveň náběh nové linky v ČR) s potenciálem posunout letošní EBITDA do rozmezí 1400 – 1440 mil. Kč. Vedle příznivého náhledu na vývoj hospodaření je podle našeho názoru stále ve hře případný budoucí odkup zbylého 11,3% podílu od minoritních akcionářů za cenu, jenž by mohla nabízet potenciální prémii vůči tržní ceně na burze. Na základě výše uvedených aspektů vnímáme současnou cenovou úroveň akcií PFNonwovens jako poměrně atraktivní, a proto vylepšujeme doporučení.

Pegas Nonwovens

Souhrn doporučení

Doporučení:	Držet
Cílová cena (12M):	895 Kč
Předchozí doporučení (23.11.2017):	Držet
Předchozí cílová cena (23.11.2017):	814 Kč
Datum vydání:	13. 6. 2018

Základní informace

Odvětví: produkce netkaných textilií

Tržní kapitalizace: 7,89 mld. Kč

Závěrečná cena k 13. 6. 2018: 900 Kč (16:25h)

Roční maximum: 1026 Kč (závěrečná cena – 16:25h z 20. 7. 2017)

Roční minimum: 790 Kč (závěrečná cena – 16:25h z 22. 11. 2017)

Zařazen v indexu: PX

Podíl v indexu PX: 0,6 %

Struktura akcionářů

PFNonwovens s.r.o.: 88,74 %

Free float: 11,26 %

Graf č.1: Roční vývoj akcie Pegas



zdroj: www.fio.cz/e-broker

V naší nové analýze na výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens **zvyšujeme 12měsíční cílovou cenu z 814 Kč na 895 Kč a potvrzujeme investiční doporučení „držet“.**

Cílovou cenu navyšujeme na pozadí **dalšího rozšíření výrobních kapacit v podobě nové tuzemské semikomerční linky**, se kterou jsme nepočítali v našich původních prognózách a nově ji tak zahrnujeme do modelu ocenění. Záměr, respektive potvrzení výstavby nové linky management Pegasu neočekávaně oznámil loni v září, resp. na konci roku 2017. Semikomerční linka, jejíž spuštění se očekává ve 4Q 2019, představuje novou platformu, díky níž může v rámci jednoho výrobního procesu probíhat současně komerční a testovací výroba s pozitivním dopadem do kvality finálních produktů a jejich komercializace. **Linka s plánovanou roční kapacitou 8 – 15 tis. tun má podle našich odhadů potenciál přispět do provozního zisku EBITDA kolem 130 mil. Kč.** Spolu s novým výrobním závodem v Jihoafrické republice, jehož výstavba již započala v průběhu loňského roku a prozatím se zde počítá s jednou linkou, tak nová semikomerční linka přispěje od roku 2020 k výraznějšímu posílení hospodaření, než jsme kalkulovali v předchozích predikcích. V období 2020 – 2021 má tedy EBITDA podle našich odhadů potenciál se posunout **k úrovním poblíž 1500 mil. Kč, což je cca 11% navýšení oproti našim původním předpokladům.**

Vedle samotného hospodaření bude sledovanou záležitostí **případný další vývoj ohledně akcionářské struktury společnosti**, možného odkupu zbylého 11,3% podílu od minoritních akcionářů a s tím související (ne)setrvání akcií Pegasu na pražské burze. Na základě loňské dobrovolné nabídky převzetí, která proběhla za 1010 Kč za akcii, získala společnost R2G Rohan Czech s.r.o. (v květnu 2018 proběhla změna názvu na PFNonwovens s.r.o.) majoritní kontrolu nad Pegasem a aktuálně vlastní 88,7% podíl.

I přesto, že od skončení nabídky převzetí doposud nedošlo ze strany PFNonwovens k realizaci dalších kroků směřující k získání 100% podílu, tak stále sledujeme případné budoucí ovládnutí celého Pegasu jako pravděpodobnější variantu, a to z několika důvodů. Zaprvé, přemístění sídla společnosti z Lucemburska do ČR a následná změna statutu z lucemburské na českou akciovou společnost otevírá snadnější cestu k případnému vytěsnění minoritních akcionářů. Zadruhé, nedávno ze strany PFNonwovens oznámená akvizice amerického výrobce netkaných textilií First Quality

Tabulka č.1: Základní ukazatele

Pegas Nonwovens	2016	2017
Produkce (tuny)	102 691	109 157
Výnosy (mil. EUR)	206,4	220,8
EBITDA (mil. EUR)	46,7	44,7
EBITDA marže (%)	22,6	20,2
Provozní náklady bez odpisů (mil. EUR)	159,7	176,2
Čistý dluh (mil. EUR)	160,8	195,0
P/E	17,7	32,5
ROA (%)	3,9	1,9
ROE (%)	9,3	5,3

zdroj: Pegas, Bloomberg

Nonwovens indikující potenciální fúzi s Pegasem. To vše jsou faktory, které podle našeho názoru spíše nahrávají odkupu a stažení akcií Pegasu z pražské burzy. Jsme toho názoru, že ponechávat relativně malý 11,3% akciový podíl na kapitálovém trhu není příliš efektivní a že převažují spíše negativa nad pozitivy, ať už se jedná o náklady spojené s pravidelným reportováním hospodářských výsledků, informační otevřenost, jenž může působit i kontraproduktivně ve vztahu ke konkurenčním společnostem, či potenciální vznik sporů s minoritními akcionáři na valných hromadách např. ohledně strategického směřování společnosti.

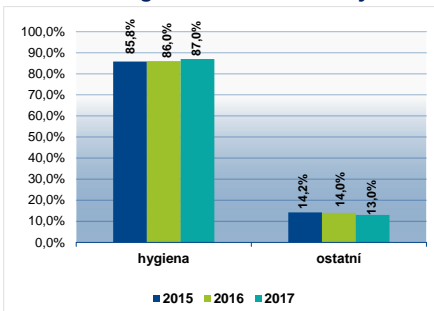
Z celkového pohledu se nám tedy jeví jako reálnější varianta odkup (ať už ve formě dalšího kola dobrovolné nabídky převzetí, vytěsnění či povinné nabídky převzetí) **a s tím související ovládnutí celého Pegasu.** Otázkou je samozřejmě cena odkupu. Domníváme se, že určitou indikací může být odkupní cena stanovená v rámci loňské dobrovolné nabídky převzetí, případně upravená o vyplacenou loňskou dividendu.

Příchod nového majoritního vlastníka Pegasu zároveň přinesl **změnu dividendové politiky, když v letošním roce poprvé od vstupu Pegasu na pražskou burzu v roce 2006 nebude vyplacena dividendy.** Pro majoritního akcionáře aktuálně není dividendy prioritou, což jeho představitelé naznačovali již v průběhu loňského roku a letošní potvrzení dividendy nevyplatit tak nebylo pro trhy překvapením. Strategii nového vlastníka Pegasu je nyní spíše kumulovat hotovost pro budoucí investiční projekty či případné potenciální akviziční příležitosti. Jak s ohledem na pokračující zvýšenou investiční aktivitu i v příštím roce v souvislosti s výstavbou tuzemské semikomerční linky, tak v kontextu možného výše naznačeného odkupu a stažení akcií Pegasu z burzy, je výplata dividendy zastřena nejistotou i v příštím roce a ve střednědobém horizontu. **Proto v našich aktuálních predikcích ustupujeme od výhledu dividend a s jejich výplatou nepočítáme.**

Začlenění nové semikomerční linky do našeho modelu ocenění posouvá **cílovou cenu na akcie Pegas z 814 Kč na 895 Kč,** což je úroveň poblíž aktuálního tržního kurzu a **potvrzujeme tak doporučení „držet“.** Zároveň současné rozložení vlastnické struktury Pegasu indikuje možnost odkupu 11,3% podílu od minoritních akcionářů za cenu potenciálně vyšší oproti aktuální tržní ceně akcie. **Proto doporučujeme vyčkat na případné další kroky ze strany majoritního akcionáře směřující k ovládnutí celé společnosti.**

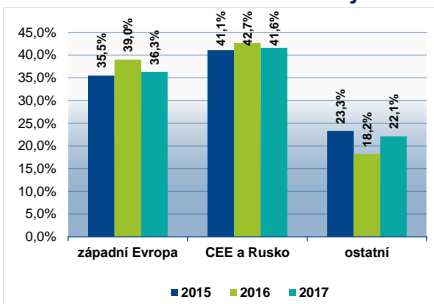
Rozdělení výnosů společnosti

Graf č.2: Segmentové rozdělení výnosů



zdroj: Pegas

Graf č.3: Teritoriální rozdělení výnosů



zdroj: Pegas

Představení společnosti

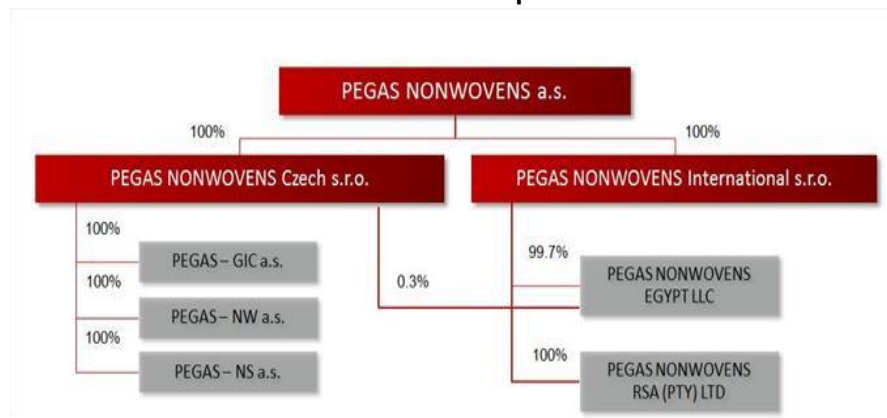
Společnost Pegas Nonwovens vznikla v roce 1990 a řadí se mezi přední evropské producenty netkaných textilií. Produkce společnosti byla od roku 2002 rozšířena o výrobu bikomponentních netkaných textilií na bázi polypropylenu a polyetyleny. Převážná většina produkce Pegasu je používána pro účely výroby 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.4 znázorňuje strukturu Skupiny. V čele struktury stojí holdingová společnost Pegas Nonwovens a.s. sídlící v České republice a vlastní 100% podíl v hlavní provozní společnosti Pegas Nonwovens Czech s.r.o. provozující dva výrobní závody v ČR. Tato hlavní provozní společnost vlastní 100% podíly ve svých třech dceřiných firmách Pegas – GIC a.s., Pegas – NW a.s. a Pegas – NS a.s.

Pro účely realizace potenciálních zahraničních 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, s roční kapacitou 20 tis. tun., započala komerční výrobu ve 3Q 2013. V polovině roku 2016 došlo k dalšímu rozšíření Skupiny, když v Jihoafrické republice (JAR) byla založena dceřiná 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 začátek roku 2019 a jehož součástí bude jedna linka s kapacitou 10 tis. tun.

Většina produkce společnosti (cca 80 %) je soustředěna do dvou tuzemských výrobních závodů, konkrétně v Příměticích u Znojma a Bučovicích u Brna. V těchto závodech je v provozu celkem devět výrobních linek (tři v Bučovicích a šest v Příměticích; nejnovější tuzemská linka o roční kapacitě 10 tis. tun byla zprovozněna ve 2Q 2017).

Graf č.4: Struktura společnosti



zdroj: Pegas

Produkce a výnosy společnosti

Jak uvádíme výše, společnost Pegas vyrábí netkané textilie, které se dále dělí na standardní a bikomponentní. Celková produkce v roce 2017 vzrostla o 6,3 % na 109 157 tun. Podíl výnosů z prodeje netkaných textilií určených k výrobě hygienických produktů na celkových výnosech činil v loňském roce 87 %, což je téměř stejná úroveň jako v roce 2016. Pegas tak nadále potvrzuje svojí významnou pozici v segmentu hygieny. Zbýlý 13% podíl na celkových tržbách je pak tvořen výnosy z prodeje netkaných textilií pro potřeby stavebnictví, zemědělství a zdravotnictví.

Z hlediska geografického Pegas realizuje největší odbyt v zemích střední a východní Evropy a Rusku. Výnosy plynoucí z tohoto teritoria v loňském roce tvořily 41,6 % celkových tržeb (mírný meziroční pokles o 1,1 procentního bodu). Dalším významným odbytištěm jsou západoevropské trhy s 36,3% podílem na celkových výnosech za loňský rok, což je pokles z 39 % vykázaných v roce 2016. Díky rozšíření výrobních kapacit o egyptský závod se Pegas v posledních letech prosazuje i na ostatních trzích, zejména na Blízkém východě. V roce 2017 tak výnosy z prodejů do ostatních teritorií tvořily 22,1 % tržeb, zatímco v předešlém roce se podíl pohyboval na úrovni 18,2 %. Segmentové a teritoriální rozdělení výnosů je znázorněno v grafech č.2 a 3.

Výsledky hospodaření v roce 2017

Z provozního hlediska bylo nejzásadnější událostí loňského roku spuštění nové tuzemské výrobní linky s roční kapacitou 10 tis. tun. Linka je umístěna v Příměticích (Znojmo) a Pegasu se jí podařilo komerčně spustit v průběhu 2Q 2017. Podle slov managementu měla tato linka v loňském roce vyrobit téměř 5 tis. tun, což značí, že produkovala bez komplikací a naplňovala svůj výrobní potenciál. Pegas konkrétnější finanční čísla ohledně svých linek neuvádí, nicméně její příspěvek do loňského provozního zisku EBITDA odhadujeme v rozmezí 1,5 – 2 mil. EUR. Nebýt uplatnění opčního akciového plánu ze strany managementu, což významně zatížilo osobní náklady (o cca 2 mil. EUR), a externích vlivů v podobě rostoucích cen polymerů s negativním dopadem do provozních zisků ve 2Q 2017, tak by celoroční EBITDA zřejmě atakovala horní interval stanoveného cíle 43 – 50 mil. EUR. Takto loňský EBITDA zisk nakonec dosáhl pouze úrovně 44,7 mil. EUR, což byl meziroční pokles o 4,3 % a celoroční cíl byl naplněn na spodní hraně rozpětí.

Tabulka č.2: Hospodářské výsledky za rok 2017

mil. EUR	2017	konsensus trhu*	2016	y/y
Výnosy	220,8	223,51	206,4	7,0%
EBITDA	44,7	43,24	46,7	-4,3%
EBIT	27,3	26,0	30,6	-10,8%
Čistý zisk	8,7	8,52	14,1	-38,3%
Zisk na akcii (EUR)	0,99	-	1,61	-38,3%

zdroj: Pegas, *medián podle průzkumu Pegasu
pozn.: Rok 2017 byl posledním rokem, kdy Pegas vykazoval výsledky v eurech. Od roku 2018 jsou výsledky reportovány v korunách.

Výhled hospodaření

Tabulka č.3: Výhled hospodaření

mil. Kč	2018	2019	2020	2021
Výnosy	5889	6393	7013	7091
EBITDA	1293	1371	1495	1508
Odpisy	463	494	555	554
EBIT	830	877	941	954
Čistý zisk	527	555	611	621

zdroj: odhady Fio banky

Novinkou letošního roku je reportování výsledků hospodaření v korunách. Pegas k tomuto kroku přistoupil po změně majoritního vlastníka a následném přesunu sídla společnosti do ČR.

Do letošní EBITDA se pozitivně promítne celoroční provoz nové tuzemské linky a absence loňského prodeje warrantů ze strany managementu.

V letošním roce očekáváme nárůst ziskovosti, když hlavním impulsem do hospodaření bude celoroční příspěvek loni zprovozněné tuzemské výrobní linky. Ta by měla letos vyprodukovat dalších 4 – 5 tis. tun, což podle našich odhadů posune výrobu na úroveň kolem 112,5 tis. tun (+3,1 % y/y) s pozitivním dopadem do EBITDA 38 – 51 mil. Kč. Významný impuls do letošních výsledků hospodaření také přinese absence loňského uplatnění opčního akciového plánu ze strany managementu, jenž reagoval na změny v akcionářské struktuře společnosti (změnu majoritního vlastníka) a využil tak právo na zrychlený prodej svých opcí (warrantů). Po tomto prodeji se počet manažerských opcí snížil na minimum a letos tak nelze očekávat loňský výše zmíněný mimořádný negativní dopad do osobních nákladů, resp. EBITDA ve výši 2 mil. EUR (po přepočtu cca 74 mil. Kč). Díky výše uvedeným vlivům tak očekáváme, že se letošní EBITDA posune k hladině kolem 1293 mil. Kč při tržbách poblíž 5889 mil. Kč. Kvůli přechodu na vykazování v korunách je meziroční srovnání zkreslené. Nicméně pokud bychom loňskou EBITDA ve výši 44,7 mil. EUR přepočítali průměrných kurzem za rok 2017 ve výši 26,33 EUR/CZK, pak by to znamenalo letošní růst provozní ziskovosti o 10 %.

Výhled letošní EBITDA samotného managementu společnosti je, zejména pod vlivem hůře predikovatelného vývoje cen základních vstupních surovin, tradičně poměrně široký a činí 1220 – 1380 mil. Kč.

Z obecného hlediska by byznys Pegasu měl i v roce 2018 vykazovat známky stability, jelikož společnost do letošního roku vstoupila s téměř vyprodanou výrobní kapacitou a netkané textilie by i nadále měly být dodávány čtyřem až pěti hlavním zákazníkům. Poptávka po produktech Pegasu by tedy podle našeho názoru neměla v průběhu letošního roku vykazovat neočekávané výkyvy směrem dolů.

Střednědobý výhled ve znamení dalšího rozšiřování výrobních kapacit

Po zprovoznění znojenské výrobní linky v loňském druhém kvartále chystá Pegas další rozšíření výrobních kapacit. K již dříve oznámené výstavbě výrobního závodu v Jihoafrické republice (JAR) se přidal loni v září oznámený plán postavit další linku v ČR.

Projekt výstavby závodu v JAR pokračuje podle plánu. Výrobní linka s roční kapacitou cca 10 tis. tun by měla začít komerčně vyrábět od 2Q 2019. Roční příspěvek do EBITDA predikujeme poblíž 100 mil. Kč.

Střednědobý výhled je oproti předchozí analýze vylepšen o semikomerční linku s roční kapacitou 8 – 15 tis. tun. Produkce Pegasu se tak v letech 2020 – 2021 může posunout až k úrovním 133 – 134 tis. tun a EBITDA k 1500 mil. Kč.

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

2018	2019	2020	2021
112,5	119,5	133,0	134,1

zdroj: odhady Fio banky

Zahrnutí semikomerční výrobní linky do naší prognózy hospodaření posouvá cílovou cenu na akcie Pegas z 814 Kč na 895 Kč.

Projekt v JAR Pegas poprvé oznámil již v roce 2016 a do reálné fáze se dostal v průběhu roku 2017, kdy společnost nejprve koupila pozemek a posléze oznámila uzavření smlouvy na dodávku výrobní linky. CAPEX (investiční výdaje) na tento jihoafrický projekt jsou Pegasem odhadovány na 30 – 35 mil. EUR (cca 765 – 890 mil. Kč). V loňském roce již proběhly hrubé stavební práce s námi odhadovanými CAPEX kolem 12 – 13 mil. EUR. Letos by měly investice na stavbu závodu gradovat s cca 17 mil. EUR a v roce 2019 pak očekáváme doplatek kolem 5 – 6 mil. EUR. Pegas předpokládá dokončení stavby začátkem roku 2019 a rozjetí komerční výroby z nového závodu v JAR pak ve 2Q 2019.

Linka v JAR s potenciální roční kapacitou 10 tis. tun tak poměrně významně ovlivní hospodaření Pegasu již v roce 2019, její příspěvek do produkce odhadujeme poblíž 6 tis. tun s dopadem do EBITDA 60 - 70 mil. Kč. S rozšířením kapacity o výrobní závod v JAR jsme počítali již v naší předchozí analýze, projekt pokračuje podle plánu a máme ho tak nadále začleněn i v našich prognózách. Očekáváme tedy, že zejména díky nové lince v JAR se provozní zisk EBITDA za rok 2019 zvýší o zhruba 6 % na 1370 mil. Kč.

V menší míře by do výsledků za rok 2019 mohla již promluvit rovněž další tuzemská linka o roční kapacitě 8 – 15 tis. tun. Komerční provoz je managementem společnosti naplánován na 4Q 2019. Oproti předchozím investicím se jedná o odlišnější projekt. Jde o tzv. semikomerční výrobní linku, tzn. že její provoz bude souběžně využíván jak pro komerční, tak pro testovací potřeby. To je důvod poměrně širokého rozpětí výrobní kapacity. Pegas tímto získává flexibilitu. Primárním cílem je z této linky vyrábět nové technologicky vyspělé materiály, část kapacity tak může sloužit na vývoj a testování nových produktů. Na druhou stranu bude linka schopna vyrábět i běžné materiály a tím pádem by se její komerční kapacita posouvala blíže k 15 tis. tun. Na jedné lince souběžný komerční a testovací provoz poskytuje Pegasu možnost zkrátit proces komercializace nových materiálů a celkově se celý řetězec od vývoje, testování až po finální produkty určené zákazníkům může zefektivnit a zrychlit. V našich prognózách kalkulujeme s tím, že tato linka (jenž bude umístěna ve Znojmě – Příměticích v novém skladu) bude na komerční bázi vyrábět mezi 10 – 12 tis. tun a její roční příspěvek do EBITDA se bude pohybovat poblíž 130 mil. Kč.

Od roku 2020 tak očekáváme výraznější zlepšení hospodaření společnosti, když souběh plného náběhu semikomerční linky a celoročního provozu nového závodu v JAR by měl podle našich odhadů posunout EBITDA k úrovni kolem 1500 mil. Kč, což je ve srovnání s rokem 2019 růst o cca 9 %. Zároveň to znamená vylepšení naší střednědobé predikce pro období 2020 – 2021 o zhruba 11 %, když v předchozí analýze jsme semikomerční linku neměli zahrnutou, jelikož Pegas záměr její výstavby neočekávaně oznámil loni v září, resp. jeho potvrzení na konci roku 2017.

Dobrovolná nabídka převzetí za 1010 Kč za akcii změnila akcionářskou strukturu Pegasu. Majoritním vlastníkem s 88,5% podílem se stala společnost R2G Rohan Czech.

Nadále vidíme jako pravděpodobnější variantu odkup zbylého 11,3% podílu ze strany PFNonwovens a stažení akcií Pegasu z pražské burzy.

Dobrovolná nabídka převzetí, změny v akcionářské struktuře

Nejsledovanější událostí loňského roku se stala dobrovolná nabídka převzetí učiněná společností R2G Rohan Czech s.r.o. (v květnu 2018 došlo ke změně názvu na PFNonwovens s.r.o.) a z ní vyplývající změny v akcionářské struktuře Pegasu. Záměr převzít akcie Pegasu za cenu 1010 Kč za akcii byl ze strany PFNonwovens oznámen loni v červenci, resp. nabídka převzetí započala v srpnu a skončila v září 2017. Pro společnost PFNonwovens nakonec vyzněla úspěšně, když většina akcionářů nabídku využila, a to včetně toho nejvýznamnějšího z nich, společnosti Wood Textiles, jenž prodal svůj téměř 30% podíl. Konkrétně, po skončení nabídky převzetí PFNonwovens držel v Pegasu 88,5% podíl. Tento stav nadále trvá (aktuálně mírně stoupl na 88,7 %) i přesto, že při oznámení záměru nabídky převzetí představitelé PFNonwovens naznačovali, že jsou připraveni ovládnout celý Pegas. Doposud však k dalším krokům směřujícím k získání 100% podílu a následnému stažení akcií Pegasu z pražské burzy nedošlo.

Stále však shledáváme jako více pravděpodobné, že majoritní vlastník bude mít v budoucnu tendenci ovládnout celou společnost. Valná hromada Pegasu na konci roku 2017 rozhodla o přemístění sídla společnosti z Lucemburska do ČR a o změně statutu z lucemburské na českou akciovou společnost. Na Pegas se tak v současnosti vztahuje české právo, což mimo jiné např. znamená, že hranice pro vytěsnění minoritních akcionářů (squeeze out) se snížila z 95 % na 90 %. PFNonwovens tak má se svým 88,7% podílem relativně blíže k realizaci vytěsnění. Ve hře podle našeho názoru zůstává i oznámení dalšího kola dobrovolné nabídky převzetí či případné rozhodnutí valné hromady o stažení akcií z pražské burzy (v tomto případě by pak měla následovat povinná nabídka převzetí minoritním akcionářům). Koncem letošního května PFNonwovens oznámil akvizici amerického výrobce netkaných textilií First Quality Nonwovens provozující výrobní závody v USA a Číně a získává tak další firmu z oboru netkaných textilií. V budoucnu pak nelze vyloučit sloučení First Quality Nonwovens a Pegasu, což by byl další faktor nahrávající odkupu zbylého 11,3% podílu a stažení akcií Pegasu z pražské burzy.

Ponechání minoritního podílu na pražské burze sice může sloužit jako potenciální zdroj získání kapitálu na případnou další expanzi Pegasu nebo jako nástroj pro možný budoucí exit z akcionářské struktury Pegasu, nicméně celkově se domníváme, že nechávat takto relativně malý podíl na burze není příliš efektivní, a že převažují spíše negativa nad pozitivy ať už se jedná o vynaložené náklady spojené s pravidelným reportingem hospodářských výsledků a dalších kurzotvorných informací, o potenciální spory či neshody s minoritními akcionáři na valných hromadách, o nutnost určité neustálé otevřenosti vůči okolnímu prostředí, čehož mohou využívat konkurenční společnosti apod. Z celkového pohledu se nám tedy jeví jako reálnější varianta ovládnutí celého Pegasu, odkup zbylého 11,3% podílu od minoritních akcionářů a stažení akcií z pražské burzy. Otázkou je samozřejmě výše případné odkupní ceny. Domníváme se, že indikací může být předchozí cena 1010 Kč stanovená v rámci dobrovolné nabídky převzetí ponížená o výplatu loňské dividendy ve výši 1,30 EUR na akcii (cca 33 Kč).

Nový vlastník Pegasu rozhodl letos nevyplatit dividendu. V dalších letech je dividendu nejistá a proto ji odstraňujeme z našich predikcí.

Dividendová politika

S nástupem majoritního vlastníka v podobě PFNonwovens přišla změna dividendové politiky. A to radikální, když poprvé od vstupu Pegasu na burzu v roce 2006 nebude vyplacena dividendu. Pegas oznámil nevyplacení letošní dividendy v březnu, u příležitosti zveřejnění výsledků hospodaření za rok 2017. Pro trhy to tehdy nebyla překvapivá informace, jelikož představitelé majoritního vlastníka již v průběhu loňského roku naznačovali, že pro ně dividendu není prioritou s tím, že budou upínat větší pozornost na kumulování zdrojů pro případné další rozšiřování výrobních kapacit či potenciální realizace akvizičních příležitostí. Samotný Pegas ve své podzimní prezentaci k výsledkům za 3Q 2017 vynechal obvyklou formulaci o snaze realizovat mírně progresivní dividendovou politiku. Všechny indikace tak směřovaly k tomu, že dividendu v roce 2018 nebude vyplacena a to se také letos v březnu potvrdilo.

Podle námi očekávaného letošního vývoje cash flow dává zrušení dividendy smysl. Pegas se nyní nachází ve fázi poměrně významné investiční aktivity, kdy vedle probíhající výstavby nového výrobního závodu v JAR byla navíc oznámena investice do tuzemské semikomerční linky, na jejíž výstavbu může být podle našich odhadů vynaloženo minimálně 500 mil. Kč. Letošní CAPEX se tak dle odhadů Pegasu mohou vyšplhat až k hladině 1050 mil. Kč, což jsou výdaje, které zhruba odpovídají maximálním úrovním z období výstavby závodu v Egyptě. Navíc musí Pegas letos splatit dluhopisy vydané v roce 2014, a to v objemu 2300 mil. Kč. Tlak na hotovost tak v letošním roce bude výraznější než v předešlých obdobích a výplata dividendy v objemu kolem 300 mil. Kč by vytvářela tlak na zadluženost, která se na konci 1Q 2018 nacházela na relativně vyšších úrovních poblíž 4x násobku čistý dluh/EBITDA, zatímco např. na konci roku 2016 se čistý dluh vůči EBITDA pohyboval ve výši 3,45x.

Změnu strategie ze strany majoritního vlastníka Pegasu ohledně dividendové politiky nepředpokládáme ani v příštím roce. Navíc CAPEX by i v roce 2019 měly být pod vlivem dostavby semikomerční linky stále relativně vysoké (dle našich odhadů kolem 700 mil. Kč). S dividendou v roce 2019 tak nelze příliš počítat. Vedle toho mohou případně nastat výše naznačené kroky ohledně odkupu zbylého 11,3% podílu a stažení akcií Pegasu z burzy. V našich aktuálních prognózách tak výplatu dividend neočekáváme.

Ocenění společnosti
Tabulka č.5: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2018	2019	2020	2021	pokračující fáze
risk free rate (%)	2,84	3,11	3,31	3,51	4,01
market return (%)	8,0	8,0	8,0	8,0	10,0
beta	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63
equity risk premium (%)	3,25	3,08	2,95	2,83	3,77
risk surcharge (%)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
cost of equity (%)	7,09	7,19	7,27	7,34	8,78
cost of debt (%)	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6
tax rate (%)	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
cost of debt after tax (%)	2,59	2,67	2,75	2,84	2,92
equity weight	0,48	0,50	0,55	0,61	0,61
debt weight	0,52	0,50	0,45	0,39	0,39
WACC (%)	4,73	4,93	5,25	5,57	6,49

zdroj: odhady Fio banky, Bloomberg

Tabulka č.6: Model diskontovaného cash flow

v mil. Kč	2018	2019	2020	2021
EBIT	830	877	941	954
tax rate (%)	19,0	19,0	19,0	19,0
NOPAT	672	711	762	772
odpisy	463	494	555	554
CAPEX	995	714	459	383
změna ČPK	-193	46	-26	191
CF to the firm	334	444	884	753
DCF	179	404	758	606
sum of DCF	1 947			
terminal value	10 677			
čistý dluh	4 778			
equity value	7 846			
počet emitovaných akcií (mil. ks)	8,76			
cílová cena	895			

zdroj: výpočty a odhady Fio banky

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), prémie za riziko vycházející z výnosové míry akciového indexu PX a rizikové přirážky, 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.7: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů					
pokračující růst	WACC				
	6,09%	6,29%	6,49%	6,69%	6,89%
0,6%	914	861	813	767	724
0,8%	961	905	853	804	759
1,0%	1011	951	895	844	796
1,2%	1066	1001	941	886	835
1,4%	1125	1055	991	932	877

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

- Výstavba nové platformy v podobě semikomerční linky, díky níž má Pegas potenciál dodávat na trh technologicky vyspělejší materiály. Otevření linky je ve Znojmě plánováno na 4Q 2019.
- 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 letos plánuje zprovoznit 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

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 nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukování šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

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 (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) 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 (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spolumedovucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo jiné osoby patřící do téže skupiny, ani od obchodních poplatků, které tyto osoby obdrží. 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.

Tento investiční výzkum není určen obchodníkům s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry nemůže použít tento investiční výzkum v rámci poskytování investičních služeb či k vytváření vlastního investičního výzkumu či propagačních sdělení, nestanoví-li Fio banka, a.s. jinak či není-li dohodnuto mezi Fio bankou, a.s. a obchodníkem s cennými papíry jinak. Přijme-li obchodník s cennými papíry tento investiční výzkum, není možné takové jednání považovat za pobídku poskytnutou Fio bankou, a.s. vztahující se k výzkumu ve smyslu § 17 vyhlášky č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

Základní informace, str. 1 – roční maximum a minimum: Jedná se o nejvyšší (/ nejnižší) cenu investičního nástroje za sledované období podle závěrečných cen, v níž nejsou zohledněny možné pohyby ceny nad (/pod) uvedenou závěrečnou cenu během doby obchodování v daném obchodním dni.

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.

Historii všech investičních doporučení vydaných k akciím společnosti Pegas Nonwovens naleznete na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/akcie-stocklist/66380-pegas-nonwovens-sa>. Uvedený seznam obsahuje informace o datu vydání investičního doporučení, typu doporučení, cílové ceně a ceně v době zveřejnění doporučení, investičním horizontu či totožnosti příslušného analytika Fio banky, a.s.

Přehled všech aktuálních investičních doporučení je dostupný na internetových stránkách <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>. Další informace o investičních doporučeních vydaných ke konkrétní akci naleznete v sekci „Historie analýz“ po „kliknutí“ na název dané akcie.

Kvartální souhrn podílu jednotlivých typů doporučení je dostupný na uvedené stránce <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist> (řazeno dle času zveřejnění) i na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/ipo-a-ostatni>.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na **www.fio.cz**