

Zadluženost Pegasu v kontextu plánované emise dluhopisů

Výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens začátkem letošního září oznámil, že zvažuje emisi korunových dluhopisů. Společnost od té doby testuje zájem investorů a podle určitých indikací z trhu z posledních dnů a týdnů se jeví, že o emisi dluhopisů bude zájem, a že by k ní mohlo dojít ve druhé polovině letošního října.

Jaké jsou parametry uvažované emise? Pegas uvažuje o emisi čtyřletých seniorních, nezajištěných dluhopisů v objemu 1,5 – 2 mld. Kč. Roční úrokový kupón by se mohl podle indikací z trhu pohybovat v rozmezí 2,65 – 2,75 procentních bodů nad čtyřletým korunovým midswapem. Ten se aktuálně pohybuje na úrovni 0,52 %. Úrokový kupón (sazba) se tak dle těchto indikací bude pravděpodobně pohybovat v rozmezí 3,2 – 3,3 % p.a. a měl by mít fixní charakter.

Z jakých důvodů chce Pegas emitovat dluhopisy, jaké to bude mít konsekvence pro celkové zadlužení společnosti a její úrokové náklady? A bude vůbec o tyto korporátní bondy na trhu zájem?

Pegas je společnost, která v posledních letech ve větší míře využívá ke svému financování cizích zdrojů, což je dáno tím, že společnost v minulosti významně investovala do rozšíření svých výrobních kapacit (v roce 2011 nová výrobní linka v ČR, následně loni dokončená linka v Egyptě). Pohled do rozvahy společnosti je toho důkazem, když ještě v roce 2010 vlastní kapitál převyšoval cizí kapitál, zatímco od roku 2011 se tento poměr začal obracet ve prospěch cizích zdrojů. Aktuálně tak cizí zdroje financování převyšují vlastní kapitál 1,8x (v posledních dvou letech se poměr pohybuje v rozmezí 1,6 – 1,8). Zadlužení společnosti tak rostlo z úrovně 2,6x čistý dluh/EBITDA vykázané v roce 2010 až k hladině 3,8x, jenž byla dosažena za rok 2013. Podle posledních zveřejněných výsledků za první letošní pololetí se zadluženost pohybuje ve výši 3,5x.

Zadlužení Pegasu tak hodnotím jako nadprůměrné, když konkurenční společnosti většinou vykazují nižší dluh. Veřejně obchodovatelných konkurenčních firem sice není mnoho, přesto lze vyzorovat, že např. finský konkurent Ahlstrom dosahuje aktuálního zadlužení kolem 2,4x čistý dluh/EBITDA či další finský výrobce Suominen dosahoval v roce 2013 zadlužení ve výši 2,11x, aktuálně dokonce 0,96x. Zhruba srovnatelný dluh s Pegasem vykazuje izraelský producent netkaných textilií Avgol, když v loňském roce to bylo 3,16x a v současnosti cca 3,8x.

Pegas prozatím vždy využíval a stále využívá ke svému externímu financování bankovní úvěry. V posledních letech Pegas čerpá pětiletý úvěrový rámec, jenž je dojednaný do výše 180 mil. EUR (skládá se z revolvingového úvěru do výše 165 mil. EUR a kontokorentního úvěru do výše 15 mil. EUR). Tento úvěr je splatný v polovině roku 2016. Pokud se tedy podíváme na hodnotu zadlužení v absolutních číslech, tak dluh Pegasu k polovině letošního roku činil 155 mil. EUR a čistý dluh dosahoval výše 145 mil. EUR. Podmínky úvěru jsou flexibilní, tedy společnost může kdykoliv čerpat či naopak splácet daný úvěr, nejsou stanoveny žádné povinné splátky jistiny. Pegas tak má povinnost každoročně splácet pouze úroky. Úroková sazba se pohybuje kolem úrovně 4 %, což považuji za velmi přijatelnou úroveň. Bankovní věřitelé tak v této úrokové sazbě reflektují stabilní hospodaření

Pegasu, schopnost dlouhodobě generovat kladná provozní cash flow a v neposlední řadě reflektují málo cyklické odvětví netkaných textilií.

V současnosti se však nacházíme v období velmi nízké inflace, v období, kdy centrální banky vyspělých ekonomik aplikují extrémně uvolněné měnové politiky, což s sebou přináší to, že úrokové sazby se pohybují na historicky nejnižších úrovních. Vždyť např. výnos desetiletého českého dluhopisu se aktuálně pohybuje na úrovni jednoho procenta nebo výnos desetiletého německého dluhopisu se nachází kolem hladiny 0,8 %.

Za této konstelace management Pegasu vcelku logicky přichází s plánem emitovat dluhopisy, konkrétně s úvahami pozměnit strukturu svého dluhu. Záměrně uvádím slova „pozměnit strukturu dluhu“. Pegas totiž emisí dluhopisů plánuje splatit část svého bankovního úvěru, jinými slovy po emisi dluhopisů nedojde ke zvýšení zadlužení společnosti. Do rozhodnutí právě nyní emitovat či neemitovat bondy podle mého názoru vstupovaly i další faktory. Zejména je to stabilizace situace v Egyptě. Možnost emise dluhopisů totiž byla ve hře již v létě loňského roku, nicméně silné občanské nepokoje v Egyptě a následné dočasné přerušování výroby v egyptském závodě přinášelo určitou nervozitu mezi investory. Za těchto podmínek by nebylo příliš taktické se pokoušet o emisí bondů, poptávka by zřejmě nebyla tak výrazná, což by se jistě projevilo i do růstu úrokové sazby. Dnes je situace jiná, situace v Egyptě je daleko klidnější, tamní linka je letos v plném komerčním provozu a výroba tam letos zatím, dle slov managementu, probíhá podle plánu. Egyptská investice, jenž se pohybovala kolem 65 mil. EUR, tak již letos přináší pozitivní příspěvky do provozní ziskovosti firmy (odhaduji její letošní celoroční příspěvek do EBITDA kolem 4 mil. EUR). A to jsou všechno plusové body, které hrají pozitivní roli v rámci rozhodování, zda emitovat bondy či nikoliv.

Jak uvádím v úvodu textu, objem emise je naplánován v rozmezí 1,5 – 2 mld. Kč. To jsou však původní plány. Já se domnívám, že poptávka ze strany investorů bude velmi solidní, což by mohlo nakonec dle mého názoru vytlačit emitovaný objem mírně přes 2 mld. Kč, k úrovním kolem 2,1 mld. Kč. Myslím si, že očekávaná nabízená úroková sazba kolem úrovně 3,2 – 3,3 % bude, v kontextu současných velmi nízkých sazeb na trhu (kdy některé velké korporace emitují bondy ještě za daleko nižších sazeb, jako příklad mě napadá nedávná emise pětiletých dluhopisů německých aerolinek Lufthansa s ročním kupónem 1,125 %, a to i za situace, kdy úvěrový rating Lufthansy je dle agentury Standard & Poor's pouze jen jeden stupeň od spekulativního pásma!) pro řadu investorů akceptovatelná a že podnikní dostatečnou poptávku (byť si na druhou stranu dokážu představit, že někteří investoři by si představovali sazbu blíže čtyřem procentům).

Mnou odhadovaný objem emise dluhopisů by měl tvořit téměř polovinu celkového dluhu společnosti. Přepočteme-li uvažovaný objem emise do eur (Pegas účtuje v eurech), tak to vychází na cca 76 mil. EUR. Jak uvádíme výše, celkový bankovní dluh společnosti se nyní pohybuje kolem úrovně 155 mil. EUR (cca 4,3 mld. Kč). Pokud tedy Pegas, jak již dříve prohlásil, skutečně touto emisí splatí část svého bankovního dluhu, tak struktura dluhu by mohla být následující: cca 79 mil. EUR bankovní dluh a cca 76 mil. EUR dluhopisový dluh.

Splacení části bankovního dluhu emisí bondů je podle mého soudu rozumným a logickým krokem i z toho důvodu, že splatnost bankovního úvěru se pomalu blíží (polovina roku 2016) a podle mých odhadů Pegas v roce 2016 nebude generovat tolik hotovosti, aby si mohl dovolit ze svých zdrojů splatit úvěr v řádu 150 mil. EUR.

Podle mých odhadů se vývoj hotovosti Pegasu v letech 2015 a 2016 bude pohybovat kolem úrovně 30 – 40 mil. EUR (v odhadech mám prozatím stále zakomponovanou i druhou výrobní linku v Egyptě, která v plánech Pegasu zatím stále figuruje a v případě příznivých podmínek na trhu by ji chtěl postavit v roce 2016). Co tento predikovaný vývoj hotovosti naznačuje ve vztahu k zadlužení společnosti? Bankovní dluh je splatný v polovině roku 2016. Očekávám, že jeho úroveň se bude v první polovině roku 2016 pohybovat v rozmezí 70 – 80 mil. EUR. Ve vztahu k odhadované hotovosti se tak domnívám, že Pegas bude muset bankovní úvěr refinancovat a domluví si s bankovními věřiteli další, nový úvěrový rámec.

Není to nic neobvyklého, již v roce 2011 Pegas refinancoval svůj předchozí úvěrový rámec, a proto předpokládám, že pro bankovní věřitele nebude problém Pegasu poskytnout další rámec a refinancovat jím ten

stávající. Troufám si tvrdit, že Pegas má u bank dobrý „rating“, o čemž svědčí i výše zmíněná, relativně nízká cca 4% úroková sazba z úvěru. Banky reflektují, že Pegas podniká v poměrně necyklickém odvětví, že generuje stabilní provozní cash flow (za poslední čtyři roky v průměru cca 30 mil. EUR ročně), že investice do rozšíření výrobních kapacit z posledních let se podařily a pozitivně přispívají do provozní ziskovosti, že firma realizuje mírně progresivní dividendovou politiku. To jsou všechno aspekty, které bankovní věřitelé vnímají pozitivně a podle mého názoru tak nebudou mít problém úvěrovat Pegas i nadále. Pegas své úvěrové rámce většinou refinancuje zhruba rok před jejich splatností. Očekával bych tedy, že nynější rámec bude management Pegasu refinancovat zhruba v první polovině roku 2015, a to novým úvěrovým rámcem s pětiletou splatností. Velikost rámce bych předpokládal kolem hladiny 160 mil. EUR.

V kontextu výše popsaného tak předpokládám, že Pegas si v budoucnu zajistí dostatek likvidity k tomu, aby v roce 2018 bez problémů splatil výše nastíněnou emisi dluhopisů. Odhaduji, že k jejich splacení společnost využije mixu vlastní hotovosti a čerpání úvěrového rámce. Možností je ovšem také refinancování novými dluhopisy, pokud Pegas ucítí apetit a důvěru ze strany investorů. Variant je tedy více.

Dalším důležitým aspektem uvažované emise dluhopisů bude podle mého názoru určitá úspora v úrokových nákladech. Téměř polovina celkového dluhu tvořená dluhopisy za předpokládaný úrokový kupón kolem 3,2 % a zároveň druhá polovina dluhu tvořená bankovním úvěrem s úrokovou sazbou cca 4 % podle mých odhadů přinese roční úsporu v úrokových nákladech zhruba 500 tis. EUR. Roční úrokové náklady v letošním roce očekávám kolem úrovně 8 mil. EUR, v příštím roce by tak díky emisi bondů mohly být řádově o 500 tis. EUR níže.

Jak se bude vyvíjet zadluženost Pegasu v nejbližších letech? Očekávám, že v relativním vyjádření bude klesat. Z vrcholu vykázaného v roce 2013, kdy čistý dluh ve vztahu k EBITDA byl na úrovni 3,8x násobku, očekávám pro letošní a příští rok postupný pokles k úrovním 3 – 2,8x, když se jednak pozitivně projeví výrazně nižší investiční výdaje ve srovnání s předchozími roky (což podpoří hotovost) a jednak, díky rozšířené výrobní kapacitě o egyptskou linku, rovněž očekávaná rostoucí provozní ziskovost (předpokládám pro letošní a příští rok EBITDA zisk kolem hladiny 44 mil. EUR, což je o cca 14 % více než v roce 2013). To jsou vše aspekty, které podle mého názoru napomohou vylepšit ukazatel čistý dluh/EBITDA do výše naznačených přijatelnějších úrovní. Pro rok 2016 prozatím předpokládám další mírný pokles zadluženosti k hladině 2,7x násobku čistý dluh/EBITDA. Cílem managementu Pegasu je v horizontu dvou let stlačit zadluženost někam k hladině 2,5x.

Pegas tak podle mého názoru bude společností, která i v příštích letech bude využívat ke svému financování cizích zdrojů, bude využívat finanční páky, bude využívat úvěrových rámců, avšak relativní zadluženost by, dle výše popsaného, měla postupně klesat, což by měl být pozitivní signál jak pro bankovní, tak pro dluhopisové věřitele.