

Radim Kramule, rkramule@csas.cz, +420 224 995 213  
Překlad a shrnutí anglického originálu

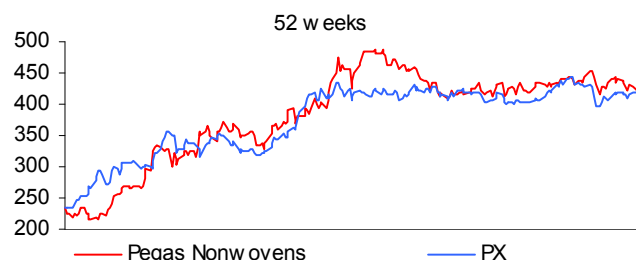
## Shrnutí akciového reportu na Pegas

Změna doporučení z Držet na Akumulovat 12M cílová cena 500 Kč

### Pegas Nonwovens Hold

Radim Kramule, +420 224995213 RKramule@csas.cz

EUR mn	2008	2009e	2010e	2011e
Net sales	142.8	116.5	125.8	143.1
EBITDA	39.5	35.7	34.4	35.9
EBIT	22.7	19.0	17.7	18.4
Net result after min.	14.9	20.0	17.8	15.0
EPS (EUR)	1.61	2.17	1.93	1.63
CEPS (EUR)	3.35	3.98	3.72	3.51
BVPS (EUR)	10.75	11.49	12.01	12.54
Div./share (EUR)	0.85	0.90	0.90	0.90
EV/EBITDA (x)	5.1	7.0	7.1	6.7
P/E (x)	5.4	7.7	8.6	10.2
P/CE (x)	2.6	4.2	4.5	4.7
Dividend Yield	9.8%	5.4%	5.4%	5.4%



Performance	12M	6M	3M	1M
in EUR	82.3%	-4.6%	-0.7%	-3.2%

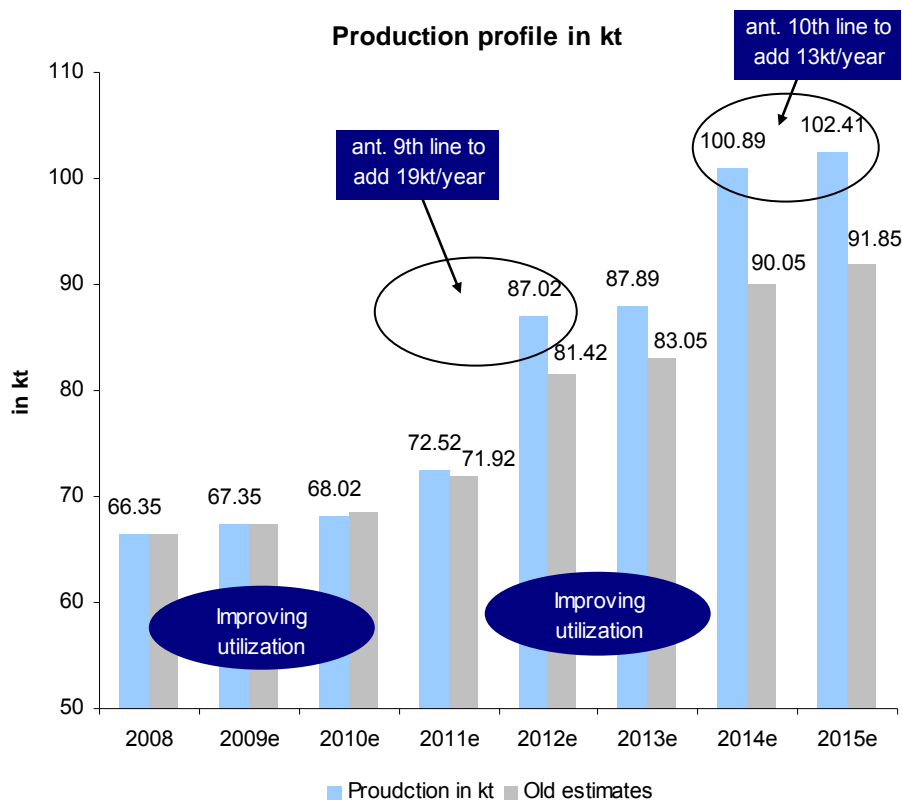
Share price (CZK)	429.00	Reuters	PGSNsp.PR	Free float	98.5%
Number of shares (mn)	9.2	Bloomberg	PEGAS CP	Shareholders	Management (1.5%)
Market capitalization (EUR mn)	153.5	Div. Ex-date	19/09/08		
Enterprise value (EUR mn)	249.5	<b>Target price</b>	<b>350.0</b>	Homepage:	www.pegas.cz

- **Schopnosti Pegasu 100% vytěžovat své kapacity a vyšší než očekávaná přidaná kapacita nás vedly ke změně výhledu společnosti.** Na základě našeho konzervativního modelu diskontovaného cash flow (DCF) výrazně zvyšujeme roční cílovou cenu ze 350 Kč na 500 Kč a zvyšujeme doporučení z Držet na Akumulovat.
- Trh s netkanými textiliemi zůstává vysoce konkurenční a dodavatelské kapacity dále převyšují poptávku. I při takových tržních podmínkách však Pegas dále prodává 100% své kapacity. To může být přisuzováno vysoké kvalitě výrobků, historii včasných dodávek a excelentní pověsti u spotřebitelů (Pegas se umístil mezi 55 firmami (z celkových 80 tisíc), které obdržely cenu od P&G určenou pro nejlepší dodavatele).
- Očekáváme pokračující cenovou erozi netkaných textilií z důvodu „oligopolního“ charakteru jejich odběratelů. Také s očekávaným růstem cen ropy (PP/PE zvýšení) dojde k ještě většímu tlaku ze strany velkých hráčů na trhu (jako P&G) na udržení stabilních cen. Přesto však věříme, že tento negativní trend může Pegas nahradit vyšší kapacitou a jejím 100% vytížením. Pegas má zároveň prostor ke snížení cen, protože dosahuje nadprůměrných marží.
- Pegas není růstovým titulem. Je to společnost, která stabilně generuje volné peněžní prostředky a je schopná snížit své zadlužení (předpokládáme, že by poměr čistého dluhu k vlastnímu kapitálu měl ke konci roku 2009 klesnout pod 80%), financovat novou výrobní linku a vyplácet zvyšující se dividendy. Odhadujeme, že by společnost mohla letos vyplatit 0,95 € na akcii, tzn. 5,5% dividendový výnos. Do roku 2015 by tvorba volných peněžních toků měla umožnit výplatu dividendy ve výši 1,36 € na akcii (tzn. průměrný roční nárůst o 7,3%).
- Klíčové pro Pegas zůstávají ceny netkaných textilií, výzkum a vývoj, celková kapacita, a skladba produktového mixu. Očekávané makroekonomické oživení by mělo vytvořit prostor pro speciální materiály, které nesou vyšší marže (jedná se o okrajový segment, ve kterém je Pegas historicky silný).

## Investiční profil

### Zvýšili jsme doporučení na Pegas kvůli vyššímu plánovanému rozšíření kapacit a schopnosti 100% využití

Pegas nedávno oznámil plán na akvizici své 9. výrobní linky s výrobní kapacitou 20 tisíc tun ročně. Výroba na nové lince by měla začít ve 4. čtvrtletí 2011 a náklady by neměly přesáhnout 50 mil. €. Původně jsme odhadovali, že přidaná kapacita bude "pouze" 15 tisíc tun v 2011 s celkovými náklady 40 mil. €. Také jsme navýšily náš odhad rozšířené kapacity v roce 2014 z 7 tisíc tun na 13 tisíc tun, protože předpokládáme, že Pegas znovu přidá kolem 20 tisíc tun, namísto 15 tisíc tun (7 tisíc tun "nevyužitě" kapacity by mělo představovat nahrazení staré kapacity). Zvýšený výhled rozšířené kapacity by měl být spojen se schopností veškerou produkci prodat a téměř 100% mírou vytiženosti. Na základě konzervativního oceňovacího modelu diskontovaného cash flow (klíčové parametry beze změny) a našich úprav, výrazně zvyšujeme roční cílovou cenu z 350 Kč na 500 Kč; doporučení zvyšujeme z Držet na Akumulovat.

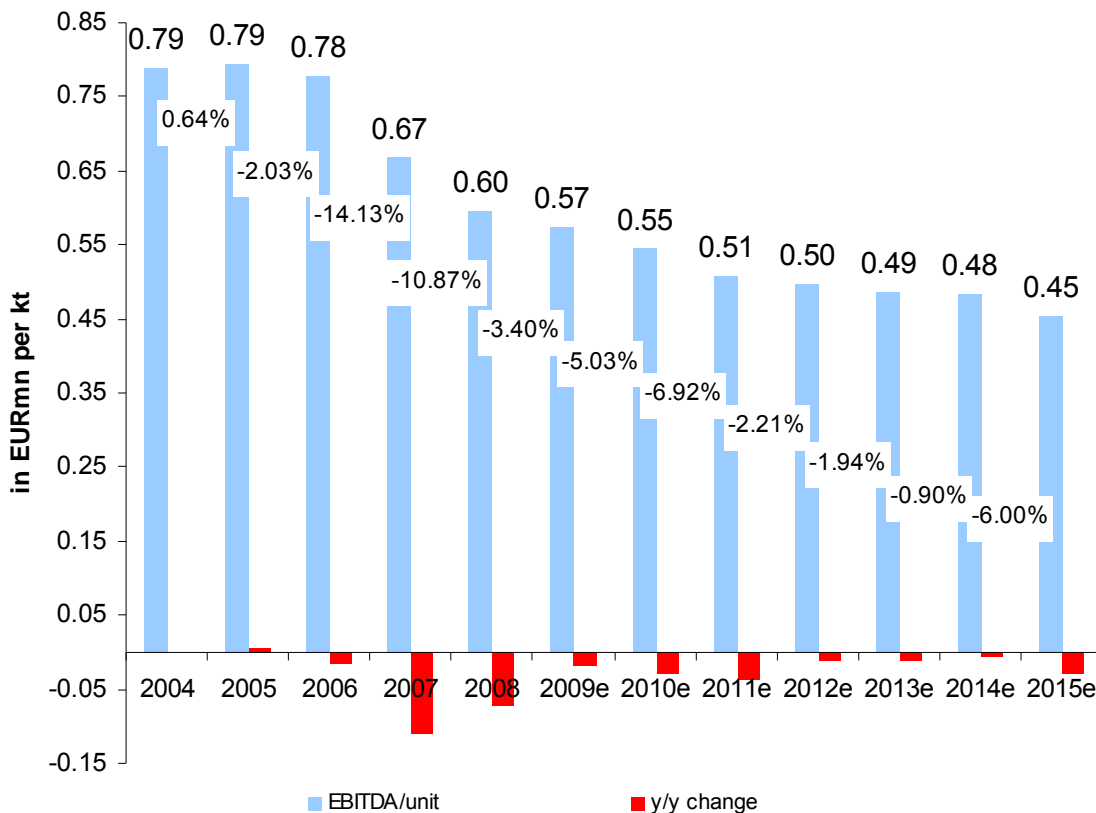


Zdroj: Erste Group Research & Pegas

### EBITDA by se v přepočtu na výrobní jednotku měla dále snižovat

Přebytek kapacit a nedostatek cenově vyjednávacích možností producentů netkaných textilií, spolu s růstem cen ropy (ceny PP/PE, v průměru 3% ročně) by měly negativně ovlivňovat ceny netkaných textilií. Proto očekáváme jejich další cenovou erozi, která je patrná v našem výhledu EBITDA na výrobní jednotku (to je nejlepší ukazatel ziskovosti, který není ovlivněn fluktuací vstupních materiálových nákladů a indexací prodejních cen). Navíc velcí hráči na trhu jako například P&G budou usilovat o ponechání současných cen či dokonce jejich snížení. Pegas má možnost dále rozšiřovat kapacitu a orientovat se na speciální produkty. Všimněte si na grafu níže, že zatímco EBITDA v přepočtu na tisíc tun činila v roce 2004 0,79mil. €, v roce 2008 to bylo již jen 0,6mil. € a pro rok 2015 předpokládáme 0,45mil. €. Negativní výhled na marže v sobě zahrnuje i odhad dalšího posilování Kč vůči € (negativní pro mzdy, které jsou vypláceny v Kč) a rostoucí náklady na elektřinu.

EBITDA per unit of production (EURmn/kt)

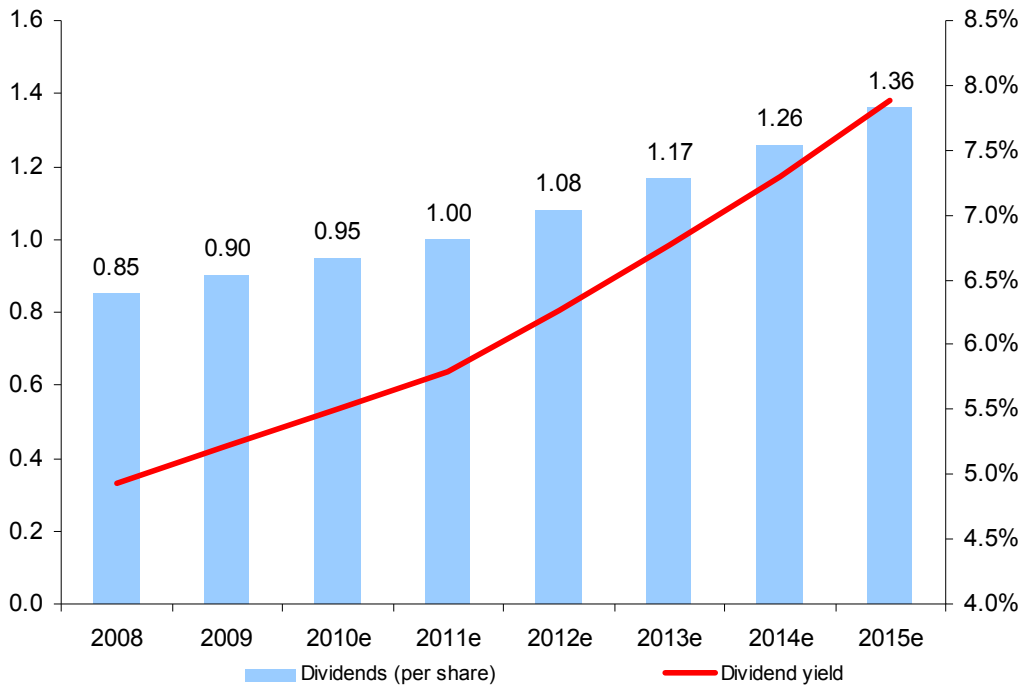


Zdroj: Erste Group Research & firemní data

#### **Dividendy by podle odhadů měly mezi roky 2010 a 2015 ročně růst v průměru o 7,3%**

Pegas není růstový titul a nevěříme, že se to během následujících let podstatně změní. Pegas je společnost stabilně generující volné peněžní prostředky, která je schopná snižovat své zadlužení (předpokládáme, že poměr čistého dluhu a vlastního kapitálu by ke konci roku 2009 měl klesnout pod 80%), financovat novou výrobní linku a vyplácet zvyšující se dividendy. Odhadujeme, že by společnost mohla letos vyplátit 0,95 € na akcii, tzn. 5,5% dividendový výnos. Do roku 2015 by tvorba volných peněžních toků měla umožnit výplatu dividendy ve výši 1,36 € na akcii (tzn. průměrný roční nárůst o 7,3%). V grafu níže naleznete náš dividendový výhled a dividendový výnos vzhledem k současné tržní ceně akcií společnosti.

Dividend forecast and dividend yield at current price

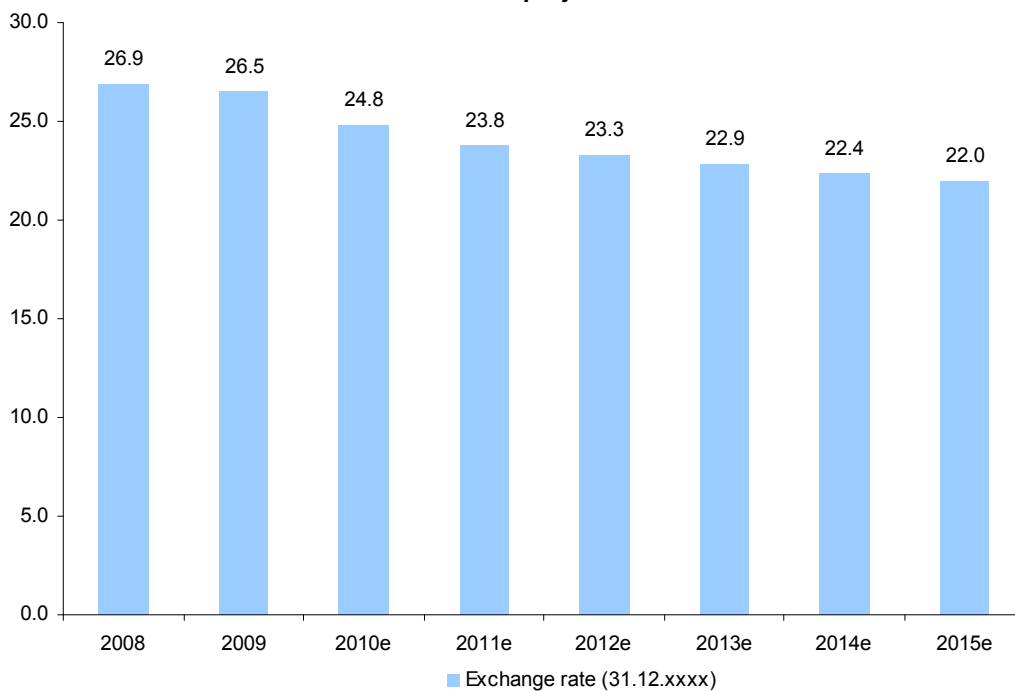


Zdroj: Erste Group Research & firemní data

#### Podle výhledu představuje současná dividendy 5,4% výnos

Když zohledníme naši roční cílovou cenu, kurz EUR/CZK a dividendový výhled, dosáhneme dividendového výnosu 4,7% na konci roku 2010, což je stále o asi 0,6% nad výnosem českého desetiletého vládního dluhopisu. Navíc očekáváme, že dividendy navzdory očekávanému posílení Kč dále porostou (v roce 2015 by za předpokladu kurzu EUR/CZK 22 a současné ceny akcie dividendový výnos dosáhl 6,8%) Proto věříme, že by se o Pegas měly zajímat především hodnotově orientovaní investoři (zvláště ti s expozicí na €) s delším investičním horizontem.

EUR/CZK ER projections



Zdroj: Erste Group Research & firemní data

**Hodnotoví investoři by se měli zajímat o Pegas**

V Pegas zůstává příkladem stabilní společnosti se schopností generovat silné cash flow. Díky inovacím a investicím do moderních technologií dále dosahuje vysoké kvality výrobků. Ceny netkaných textilií budou nadále klesat a způsob jak se s tímto negativním trendem vyrovnat je rozšíření kapacit a snažit se o vyšší marže ze speciálních výrobků. S očekávaným dividendovým výnosem 5,5% je Pegas atraktivní pro hodnotově orientované investory. Na základě ocenění diskontovaného cash flow jsme zvýšili naše doporučení z Držet na Akumulovat a roční cílovou cenu stanovujeme na 500 Kč za akcii. Klíčovým důvodem je předpověď rozšířené výroby a nedávné oznámení týkající se nové výrobní linky.

**Rizika a růstové impulzy**

Existuje mnoho faktorů, které mohou ovlivnit fungování společnosti. Niže uvádíme hlavní faktory s dopadem na finanční výkonnost společnosti:

- Vývoj cen netkaných textilií (stabilní či pomalejší pokles by byl růstový impulz, rychlejší pokles riziko).
- Vývoj produktového mixu (očekávané makroekonomické oživení by mělo vytvořit prostor pro dražší a technologicky pokročilejší materiály, tzn. vyšší marže). Také vyšší poptávka po průmyslových netkaných textiliích by měla pomoci vyrovnat přebytek kapacit v oboru.
- Rozšířená kapacita a její využití by mělo ovlivňovat cenu akcií společnosti
- Dynamika poptávky po hygienických a průmyslových netkaných textiliích bude také ovlivňovat ceny.
- Fluktuace kurzu EUR/CZK ovlivňuje přehodnocení dluhu v € a má také dopad na náklady denominované v Kč (například mzdy).
- Fúze a akvizice nelze nikdy vyloučit (Pegas jako cíl či jako nakupující).

**Ocenění**

Pro odvození roční cílové ceny jsme použili standardní model diskontovaných volných peněžních toků. Podrobnosti modelu včetně citlivostních tabulek naleznete níže. Parametr beta jsme ve sledovaném období ponechali na hodnotě 1,4, protože Pegas ve srovnání s obdobnými společnostmi v oboru stále patří k těm s vyšším zadlužením. Avšak společnost dokázala podstatně snížit svůj čistý dluh a pokud v tom bude dále pokračovat, můžeme parametr beta v budoucnu snížit. Bezriziková úroková míra je na 4,4%, tržní riziková prémie na 5,8% a necháváme růst konečné hodnoty nezměněny na 0% kvůli nedostatku dlouhodobých růstových impulzů. Naše roční cílová cena je odvozená od vynásobení v € denominované hodnoty společnosti (naš model je v €) očekávaným kurzem EUR/CZK na 24,8.

## WACC calculation

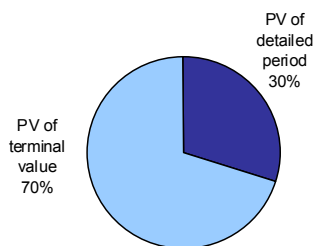
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e (TV)
Risk free rate	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%
Equity risk premium	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.5%
Beta	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.0
<b>Cost of equity</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.5%</b>	<b>9.8%</b>
Cost of debt	3.6%	3.6%	3.6%	5.2%	5.2%	5.2%	5.1%
Effective tax rate	11.0%	9.8%	11.2%	13.0%	13.5%	14.0%	19.0%
<b>After-tax cost of debt</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.2%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.1%</b>
Equity weight	48%	51%	52%	55%	59%	60%	70%
<b>WACC</b>	<b>7.7%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.9%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.3%</b>	<b>8.1%</b>

## DCF valuation

(EUR mn)	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e (TV)
Sales growth	7.1%	14.5%	24.8%	3.4%	16.2%	1.1%	4.0%
EBIT	21.7	19.0	23.7	23.8	31.0	29.0	28.0
EBIT margin	16.7%	12.8%	12.7%	12.4%	13.9%	12.9%	12.4%
Tax rate	11.0%	9.8%	11.2%	13.0%	13.5%	14.0%	19.0%
Taxes on EBIT	-2.4	-1.9	-2.6	-3.1	-4.2	-4.1	-5.3
<b>NOPLAT</b>	<b>19.3</b>	<b>17.2</b>	<b>21.0</b>	<b>20.7</b>	<b>26.9</b>	<b>24.9</b>	<b>22.7</b>
+ Depreciation	16.0	15.5	17.8	19.6	19.0	17.7	17.5
Capital expenditures / Depreciation	43.2%	222.7%	72.4%	38.0%	185.5%	78.8%	90.0%
+/- Change in working capital	2.8	-2.6	-5.1	-0.9	-2.0	-0.3	0.0
Chg. working capital / chg. Sales	33.0%	-13.7%	-13.7%	-13.7%	-6.5%	-12.7%	0.0%
- Capital expenditures	-6.9	-34.5	-12.9	-7.5	-35.3	-13.9	-18.5
<b>Free cash flow to the firm</b>	<b>31.2</b>	<b>-4.4</b>	<b>20.9</b>	<b>32.0</b>	<b>8.6</b>	<b>28.4</b>	<b>21.7</b>
Terminal value growth							0.0%
Terminal value							269.4
Discounted free cash flow - Dec 31 2009	28.9	-3.8	16.6	23.4	5.7	17.4	165.1
<b>Enterprise value - Dec 31 2009</b>	<b>253.4</b>						
Minorities	0.0						
Non-operating assets	0.0						
Net debt	92.4						
Other adjustments	0.0						
<b>Equity value - Dec 31 2009</b>	<b>161.1</b>						
Number of shares outstanding (mn)	9.2						
Cost of equity	12.5%						
<b>12M target price per share (EUR)</b>	<b>20.2</b>						
EURCZK exchange rate (12M forecast)	24.8						
<b>12M target price per share (CZK)</b>	<b>500.0</b>						
Current share price (CZK)	440.0						
Up/Downside	13.6%						

## Enterprise value breakdown

## Sensitivity (per share)



WACC	Terminal value EBIT margin				
	500	11.4%	11.9%	12%	12.9%
7.1%	523.3	548.0	572.6	597.3	622.0
7.6%	487.8	510.9	533.9	556.9	580.0
8.1%	456.7	478.3	500.0	521.6	543.2
8.6%	429.3	449.6	470.0	490.3	510.7
9.1%	404.9	424.1	443.3	462.6	481.8
WACC	Terminal value growth				
	500	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%
7.1%	500.0	533.9	572.6	617.3	669.3
7.6%	470.0	500.0	533.9	572.6	617.3
8.1%	443.3	470.0	500.0	533.9	572.6
8.6%	419.5	443.3	470.0	500.0	533.9
9.1%	398.0	419.5	443.3	470.0	500.0

## Konkurence

## Pegas se v současnosti obchoduje s diskontem vůči svým konkurentům

Jak jsme již zmínili v předchozích reportech, je celkový nedostatek vhodných veřejně obchodovatelných konkurentů Pegasu. Nejbližším konkurentem je podle nás brazilská společnost Providencia. Při pohledu na poměrové ukazatele se například podle ukazatele P/E Pegas obchoduje s výrazným diskontem vůči mediánu a dokonce i vůči hodnotám společnosti Providencia. Snížení čistého dluhu umožnilo Pegasu dosáhnout diskontu také podle poměru EV/EBITDA (-2,1% a -5,4% pro roky 2010 a 2011). Navíc Pegas má nadprůměrné marže, které by spíše měly znamenat prémii vůči konkurentům a nikoli diskont. Celkově relativní ocenění hovoří jasně pro Pegas a poukazuje na to, že je v současnosti podhodnocený. To podporuje náš býčí pohled.

## Peer group comparison

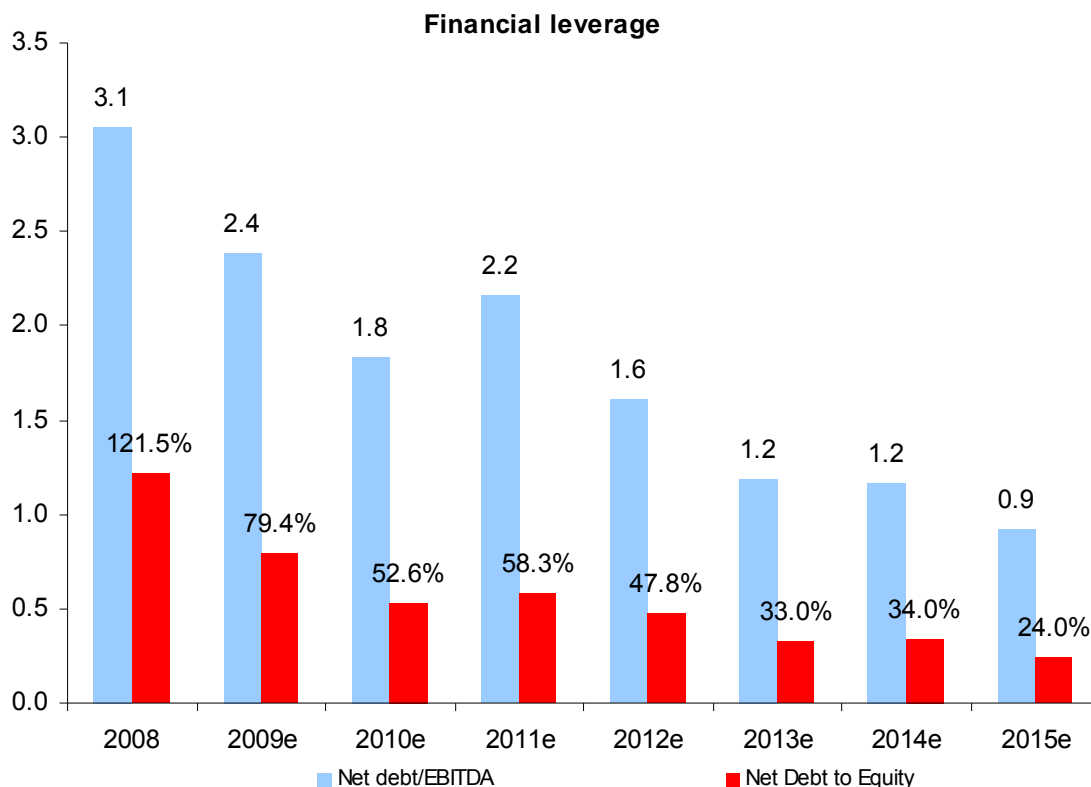
	Price	Mcap (EURmn)		P/E		EV/EBITDA		EBITDA margin	
		2010e	2011e	2010e	2011e	2010e	2011e	2010e	2011e
Ahlstrom	12.4	577.7	30.0	18.6	10.8	6.9	5.6%	8.5%	
Providencia	7.7	260.7	14.5	16.3	4.2	4.0	26.8%	25.9%	
Fiberweb	52.3	57.7	6.7	n.a.	3.8	3.7	10.8%	10.9%	
Schow (Fibertex)	90.0	308.5	17.6	10.3	10.1	8.8	6.7%	7.5%	
Suominen	1.6	38.5	16.8	20.0	6.2	6.9	11.1%	9.6%	
<b>Peer group median</b>			<b>16.8</b>	<b>17.5</b>	<b>6.2</b>	<b>6.9</b>	<b>10.8%</b>	<b>9.6%</b>	
<b>Pegas (EG estimates)</b>	<b>17.3</b>	<b>159.3</b>	<b>7.3</b>	<b>9.5</b>	<b>6.1</b>	<b>6.5</b>	<b>28.6%</b>	<b>24.8%</b>	
Premium/discount			-56.4%	-45.5%	-2.1%	-5.4%			
Implied value			39.5	31.7	17.6	18.2			

Source: Bloomberg &amp; Erste Group Research

## Finanční údaje

**Poměr čistého dluhu a vlastního kapitálu by měl letos klesnout pod 70%**

Vývoj čistého dluhu je pro Pegas klíčový. Během změn vlastníků v roce 2006 se výše čistého dluhu zvýšila na více jak 120% vlastního kapitálu. Avšak management společnosti dokázal splatit významnou část tohoto dluhu a čisté zisky také pomohly zvýšit vlastní kapitál (i přes výplatu dividend). Odhadujeme, že čistý dluh klesne ke konci roku 2009 pod 80%, což je relativně stabilní úroveň, a v následujících letech by měl dále klesat. Předpokládáme, že poměr čistého dluhu a vlastního kapitálu by měl dále klesnout pod 70%, což již představuje úroveň středně zadlužené společnosti. Pegas by toho měl dosáhnout ještě letos (viz graf níže).



Zdroj: Erste Group Research &amp; firemní data

**Zvýšený výhled ziskovosti**

Tabulka níže ukazuje změny v odhadech ve srovnání s předchozím reportem. Zahrnuli jsme klíčové údaje jako tržby, dividendy, EBIT a jiné. Je třeba si uvědomit, že zisk na akcii je ovlivněn forexovým přeceněním dluhů a závisí na výhledu kurzu EUR/CZK. Také odhady EBIT jsou ovlivněné odpisy, které byly upraveny, aby odrážely nový plán kapitálových výdajů (odhadovali jsme, že by Pegas potřeboval letos zaplatit 40% nové výrobní linky, zatímco nyní je pravděpodobné, že zaplatí velkou část kupní ceny jen v roce 2011). Celkově jsme zvýšili ziskovost EBITDA, jelikož rok 2009 ukázal, že je Pegas schopen dosahovat dobré ziskovosti i za velmi turbulentní doby.

## Change in estimates

Consolidated, IFRS (EUR, mn)	2009e			2010e			2011e		
	Now	Before	Change	Now	Before	Change	Now	Before	Change
Revenues	121.4	116.5	4.2%	129.9	125.8	3.3%	148.8	143.1	4.0%
EBITDA	38.7	35.7	8.5%	37.1	34.4	8.0%	36.9	35.9	2.7%
EBIT	22.8	19.0	19.8%	21.7	17.7	22.3%	19.0	18.4	3.5%
Net profit	19.3	20.0	-3.5%	21.7	17.8	21.7%	16.7	15.0	11.5%
EPS	2.1	2.2	-3.6%	2.3	1.9	21.6%	1.8	1.6	11.1%
Dividends / share	0.90	0.9	0.0%	0.95	0.9	5.6%	1.00	0.9	11.1%
Net debt	92.4	96.0	-3.8%	68.0	90.2	-24.6%	79.8	88.6	-9.9%

Source: Erste Group Research

<b>Income Statement</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
(IAS, EUR mn, 31/12)	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011
<b>Net sales</b>	<b>120.94</b>	<b>121.97</b>	<b>142.77</b>	<b>116.55</b>	<b>125.79</b>	<b>143.07</b>
Invent. changes + capitalized costs	120.94	121.97	142.77	116.55	125.79	143.07
<b>Total revenues</b>	<b>120.94</b>	<b>121.97</b>	<b>142.77</b>	<b>116.55</b>	<b>125.79</b>	<b>143.07</b>
Other operating revenues	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Material costs	-73.74	-78.42	-97.10	-73.55	-83.07	-97.65
Personnel costs	-5.11	-6.28	-6.55	-7.26	-8.34	-9.50
Other operating expenses	0.03	1.11	0.36	0.00	0.00	0.00
<b>EBITDA</b>	<b>42.12</b>	<b>38.38</b>	<b>39.49</b>	<b>35.74</b>	<b>34.37</b>	<b>35.92</b>
Depreciation/amortization	-12.15	-12.33	-16.81	-16.73	-16.64	-17.47
<b>EBIT</b>	<b>29.98</b>	<b>26.04</b>	<b>22.68</b>	<b>19.01</b>	<b>17.73</b>	<b>18.45</b>
Financial result	-7.63	-6.00	-8.52	0.68	0.75	-2.28
Extraordinary result	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>EBT</b>	<b>22.34</b>	<b>20.05</b>	<b>14.16</b>	<b>19.69</b>	<b>18.48</b>	<b>16.17</b>
Income taxes	-1.60	2.09	0.73	0.30	-0.69	-1.14
Result from discontinued operations	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Minorities and cost of hybrid capital	-0.43	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Net result after minorities</b>	<b>20.31</b>	<b>22.14</b>	<b>14.89</b>	<b>19.98</b>	<b>17.79</b>	<b>15.04</b>
<b>Balance Sheet</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
(IAS, EUR mn, 31/12)						
Intangible assets	84.40	87.35	86.40	86.40	86.40	86.40
Tangible assets	110.61	137.36	121.44	110.11	112.54	113.87
Financial assets	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Total fixed assets</b>	<b>195.01</b>	<b>224.71</b>	<b>207.84</b>	<b>196.52</b>	<b>198.94</b>	<b>200.27</b>
Inventories	8.36	12.42	12.73	11.07	10.94	12.45
Receivables and other current assets	23.59	26.24	27.36	23.31	25.16	28.61
Other assets	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Cash and cash equivalents	22.05	0.51	0.31	5.49	6.34	5.02
<b>Total current assets</b>	<b>54.00</b>	<b>39.17</b>	<b>40.40</b>	<b>39.87</b>	<b>42.45</b>	<b>46.08</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>249.01</b>	<b>263.88</b>	<b>248.24</b>	<b>236.39</b>	<b>241.39</b>	<b>246.35</b>
<b>Shareholders'equity</b>	<b>76.96</b>	<b>93.89</b>	<b>99.18</b>	<b>106.00</b>	<b>110.86</b>	<b>115.74</b>
<b>Minorities</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>Hybrid capital and other reserves</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
Pension and other LT personnel accruals	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
LT provisions	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Interest-bearing LT debts	122.85	116.51	96.13	78.13	75.13	72.13
Other LT liabilities	15.23	12.19	11.38	11.38	11.28	11.18
<b>Total long-term liabilities</b>	<b>138.08</b>	<b>128.70</b>	<b>107.51</b>	<b>89.51</b>	<b>86.41</b>	<b>83.31</b>
Interest-bearing ST debts	13.32	6.55	24.72	23.31	21.38	21.46
Other ST liabilities	20.66	34.75	16.83	17.57	22.73	25.84
<b>Total short-term liabilities</b>	<b>33.98</b>	<b>41.30</b>	<b>41.55</b>	<b>40.88</b>	<b>44.12</b>	<b>47.30</b>
<b>TOTAL LIAB. , EQUITY</b>	<b>249.01</b>	<b>263.88</b>	<b>248.24</b>	<b>236.39</b>	<b>241.39</b>	<b>246.35</b>
<b>Cash Flow Statement</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
(IAS, EUR mn, 31/12)						
Cash flow from operating activities	27.28	31.54	35.12	37.62	32.40	30.99
Cash flow from investing activities	-5.73	-18.88	-18.62	-5.40	-19.07	-18.81
Cash flow from financing activities	0.00	-34.44	-14.65	-31.90	-17.21	-15.46
<b>CHANGE IN CASH , CASH EQU.</b>	<b>21.55</b>	<b>-21.53</b>	<b>-0.20</b>	<b>5.18</b>	<b>0.85</b>	<b>-1.32</b>
<b>Margins &amp; Ratios</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
Sales growth	10.4%	0.9%	17.1%	-18.4%	7.9%	13.7%
EBITDA margin	34.8%	31.5%	27.7%	30.7%	27.3%	25.1%
EBIT margin	24.8%	21.4%	15.9%	16.3%	14.1%	12.9%
Net profit margin	17.2%	18.2%	10.4%	17.1%	14.1%	10.5%
ROE	20.2%	25.9%	15.4%	19.5%	16.4%	13.3%
ROCE	13.1%	10.2%	6.5%	9.0%	8.4%	7.0%
Equity ratio	30.9%	35.6%	40.0%	44.8%	45.9%	47.0%
Net debt	114.1	122.5	120.5	96.0	90.2	88.6
Working capital	20.0	-2.1	-1.2	-1.0	-1.7	-1.2
Capital employed	206.3	228.6	231.1	213.3	212.3	215.5
Inventory turnover	8.7	7.5	7.7	6.2	7.5	8.3

Zdroj: Company data, odhady Erste Group