

Doporučení: Koupit
Cílová cena: 834 Kč

PFNonwovens

Souhrn doporučení

Doporučení:	Koupit
Cílová cena (12M):	834 Kč
Předchozí doporučení (28.2.2019):	Akumulovat
Předchozí cílová cena (28.2.2019):	895 Kč
Datum vydání:	12. 9. 2019

Základní informace

Odvětví: produkce netkaných textilií	
Tržní kapitalizace:	5,99 mld. Kč
Závěrečná cena k 11. 9. 2019:	684 Kč
Roční maximum (16.10.2018, čas 16:25):	910 Kč
Roční minimum (29.8.2019, čas 16:25):	668 Kč
Zařazeno v indexu:	PX
Podíl v indexu PX:	0,37 %

Struktura akcionářů

PFNonwovens Holding s.r.o.:	88,7 %
Free float:	11,3 %

Graf č.1: Roční vývoj akcie PFN



zdroj: www.fio.cz/e-broker

V naší nové analýze na výrobce netkaných textilií PFNonwovens **snížujeme cílovou cenu z úrovně 895 Kč na 834 Kč.**

K téměř sedmiprocentní korekci cílové ceny nás vedly zejména jak **slabší než očekávané výsledky hospodaření ve 2Q 2019**, což pravděpodobně způsobí navzdory našim původním předpokladům meziroční pokles provozního zisku EBITDA za celý letošní rok, tak **větší zohlednění nízkého free float, resp. nízké likvidity na akcích PFNonwovens** (dále jen PFN), což se promítlo ve zvýšení rizikové přírážky, potažmo diskontní míry v našem modelu ocenění.

Po slušném vstupu do letošního roku, kdy PFN za 1Q 2019 vykázal 6% meziroční růst EBITDA zisku, **přišel ve 2Q 2019 naopak neočekávaný 23% pokles provozního hospodaření.** Nepředpokládané problémy s řízením zásob vedly k neefektivní a slabší výrobě, což negativně ovlivnilo provozní náklady, provozní marže, potažmo ziskovost. **Management společnosti posléze sice podržel celoroční výhled EBITDA v rozmezí 1300 – 1450 mil. Kč, nicméně prognózu upřesnil na spodní hranu intervalu.** To bylo pod našimi odhady, když jsme za letošek předpokládali díky zprovoznění nových výrobních kapacit EBITDA zisk spíše v horní polovině rozmezí, konkrétně 1400 – 1440 mil. Kč. V reakci na slabší než očekávanou produkci ve 2Q 2019 jsme zkorigovali predikci objemu výroby pro druhou polovinu letošního roku o zhruba 3,3 tis. tun, což pak vyústilo ve snížení celoročního výhledu produkce z původních 117,5 tis. tun na úroveň poblíž 113,7 tis. tun. To se pak negativně projevilo do námi předpokládaného vývoje celoroční EBITDA, když **aktuálně za letošní rok očekáváme její pokles z loňských 1347 mil. Kč na 1318 mil. Kč.** Náš konzervativnější pohled na letošní vývoj hospodaření jsme pak promítli i do střednědobé prognózy a **pro období 2020 – 2022 jsme přistoupili ke snížení predikce výroby, resp. EBITDA v průměru o 4,3 %, resp. 3,7 % na úroveň 127 – 129 tis. tun, resp. 1430 – 1460 mil. Kč.**

Zároveň v naší cílové ceně oproti předchozí analýze více **akcentujeme vliv akcionářské struktury společnosti na objemy obchodování s akciemi PFN a jejich likviditu.** Po realizaci dobrovolné nabídky převzetí a následném ovládnutí 88,7% podílu se nám ještě loni jevila jako pravděpodobnější varianta ovládnutí celé společnosti ze strany majoritního vlastníka R2G Rohan Czech s.r.o. (přejmenováno na PFNonwovens Holding s.r.o.) za cenu, jenž by mohla být atraktivní pro minoritní akcionáře. K další fázi odkupu akcií od minorit však doposud nedošlo a prozatím ani ze strany managementu společnosti, potažmo majoritního akcionáře nebyla

Tabulka č.1: Základní ukazatele

PFNonwovens	2017	2018
Produkce (tuny)	109 157	109 845
Výnosy (mil. Kč)	6116	6485
EBITDA (mil. Kč)	1176	1347
EBITDA marže (%)	19,2	20,8
Provozní náklady bez odpisů (mil. Kč)	4940	5138
Čistý dluh (mil. Kč)	4980	4677
P/E	32,7	8,7
ROA (%)	1,9	7,5
ROE (%)	5,3	16,4

zdroj: PFN, Bloomberg

naznačena další korporátní akce v tomto směru. To pak nepříznivě ovlivňuje objemy obchodů s akcemi PFN, titul se stává méně likvidním a zároveň více náchylným k výkyvům při agresivnějších objednávkách. Na tuto situaci reagujeme zvýšením rizikové přírážky, což následně vedlo k nárůstu diskontní sazby v průměru o téměř jeden procentní bod s negativním dopadem do cílové ceny.

Nicméně základní teze pro střednědobý vývoj hospodaření zůstávají velmi podobné jako v předchozí analýze. **Rozšíření výrobních kapacit v Jihoafrické republice (JAR) a ČR o celkových 18 – 25 tis. tun by mělo vést od příštího roku k výraznějšímu nárůstu produkce, prodeje a provozní ziskovosti.** Jak nový výrobní závod v JAR o jedné výrobní lince s roční kapacitou 10 tis. tun, jenž začal komerčně vyrábět od letošního června, tak nová tuzemská semikomerční linka o roční kapacitě 8 – 15 tis. tun (komerční rozjezd je naplánován na 4Q 2019) budou v příštím roce naplno působit na hospodaření společnosti, což by podle našich odhadů mělo navýšit objem produkce z bezmála 114 tis. tun na cca 127,4 tis. tun a zisk EBITDA o téměř 9 % y/y na 1432 mil. Kč. Jak již zmiňujeme výše, v dalších letech shledáváme potenciál roční produkce k hranici 128 – 129 tis. tun s EBITDA ziskem blíže úrovni 1460 mil. Kč.

I když management společnosti zatím neavizuje návrat k dividendové politice, naše predikce ziskovosti, resp. vývoje cash flow **naznačují možnosti pro opětovné vyplácení dividendy.** Domníváme se, že v letošním roce odezní významná investiční vlna spojená s výstavbou závodu v JAR a české semikomerční linky, což podle našich odhadů v příštím roce výrazně srazí CAPEX z letošní plánované hladiny až 1450 mil. Kč k úrovním 400 – 500 mil. Kč. To ve spojitosti s nárůstem EBITDA a pozitivním dopadem do provozního cash flow indikuje dostatečný objem volného cash flow k pokrytí alespoň takové dividendy, která byla vyplacena v roce 2017, tzn. v absolutní částce cca 290 – 300 mil. Kč, tedy 33 – 34 Kč na akcii (cca 5% dividendový výnos). A zároveň bez výrazného tlaku na zadlužení společnosti. Podle našeho názoru tak PFN bude mít od příštího roku dostatečný finanční polštář k tomu, aby navázal na tehdejší dividendovou politiku. Upozorňujeme však, že se jedná pouze o naši hypotézu opřenou o predikci hospodaření. PFN prozatím návrat k dividendě neindikuje, potenciální informace ohledně možnosti budoucí výplaty očekáváme nejdříve v březnu příštího roku při oznámení výsledků hospodaření za rok 2019.

Akcie PFN v průběhu letošního roku vyklesaly až na čtyřapůlletá minima. Aktuálně se obchodují na úrovni 7,9x EV/EBITDA, resp. 7,7x P/E, zatímco akcie veřejně obchodovaných konkurenčních společností se v průměru nachází na cca 9x EV/EBITDA, resp. 16x P/E. I po očištění o mimořádný daňový bonus zaúčtovaný ve 4Q 2018 vychází ukazatel P/E na úrovni 10x. Je tak patrné, že v relativním srovnání se sektorem jsou akcie PFN levné a obchodují se s diskontem. Ten je znatelný i vůči naší cílové ceně 834 Kč, která se nachází 22 % nad aktuální cenou akcie. I přes nízký free float, který přináší výše zmíněná rizika související s nižšími objemy obchodů a likviditou, v naší nové analýze dáváme větší váhu předpokládanému budoucímu růstu hospodaření způsobeném rozšířením výrobních kapacit. Akcie PFN se nachází na dlouhodobých minimech a podle našeho názoru se obchodují na zajímavých úrovních. **Nadále tak máme pozitivní náhled na tento akciový titul a zvyšujeme investiční doporučení z „akumulovat“ na „koupit“.**

Představení společnosti

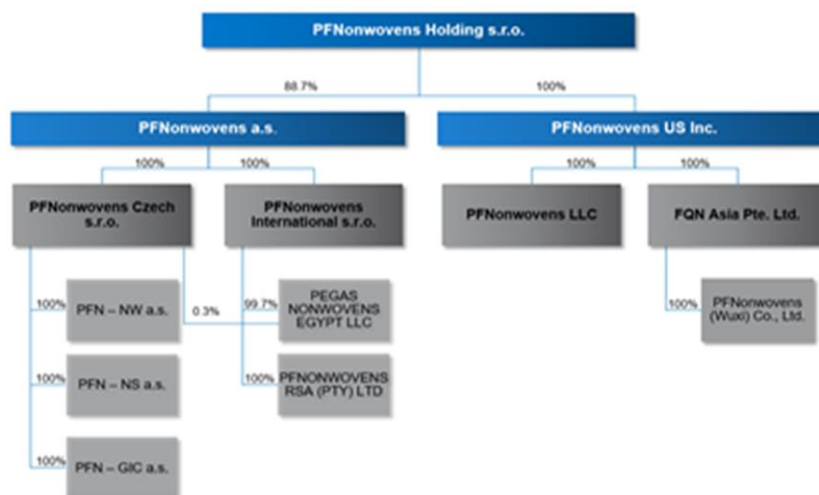
Společnost PFNonwovens a.s. (dále jen PFN nebo PFNonwovens) vznikla v roce 1990 a řadí se mezi přední evropské výrobce netkaných textilií. Produkce společnosti byla od roku 2002 rozšířena o výrobu bikomponentních netkaných textilií na bázi polypropylenů a polyetylenů. Převážná většina produkce PFN je používána pro účely výroby jednorázových hygienických potřeb, jako jsou dětské plenky, výrobky pro inkontinenci dospělých či dámské hygienické zboží. V menší míře jsou produkty společnosti využívány ve stavebnictví, nábytkářství, zemědělství a pro lékařské aplikace.

Níže uvedený graf č.4 znázorňuje strukturu Skupiny. Majoritním akcionářem společnosti PFN se v září 2017 v souvislosti s dobrovolnou nabídkou převzetí stala společnost R2G Rohan Czech s.r.o. (v červnu 2018 proběhla změna názvu na PFNonwovens Holding s.r.o.). Hlavní akcionář vlastní 88,7% podíl. PFNonwovens má pod sebou dvě stoprocentně vlastněné dceřiné firmy, PFNonwovens Czech s.r.o. a PFNonwovens International s.r.o. Pod tuzemskou dceřinou společností pak spadají tři provozní firmy, a to PFN – GIC a.s., PFN – NW a.s. a PFN – NS a.s.

Výše zmíněná PFNonwovens International s.r.o. byla založena v roce 2010 za účelem realizace zahraničních investičních příležitostí. V návaznosti na to v červnu 2011 vznikla dceřiná firma Pegas Nonwovens Egypt LLC provozující egyptský výrobní závod s roční kapacitou 20 tis. tun, jehož komerční produkce započala ve 3Q 2013. V polovině roku 2016 došlo k dalšímu rozšíření Skupiny, když v Jihoafrické republice (JAR) byla založena dceřiná společnost PFNonwovens RSA (PTY) Ltd. Následně byl v této africké zemi postaven nový výrobní závod s linkou o roční kapacitě 10 tis. tun a komerční výroba byla zahájena letos v červnu.

Většina výrobních kapacit (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).

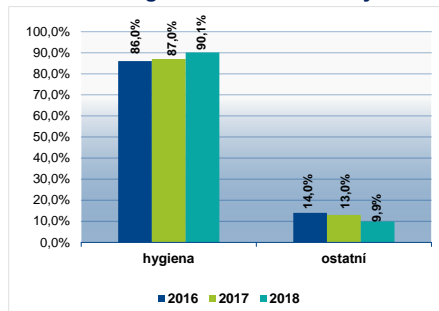
Graf č.4: Struktura Skupiny



zdroj: PFN

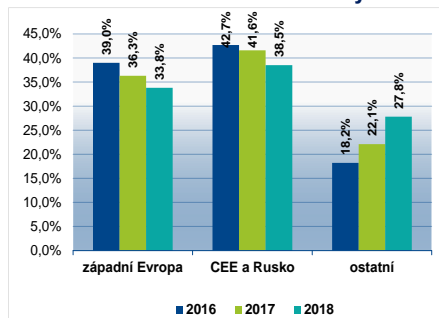
Rozdělení výnosů společnosti

Graf č.2: Segmentové rozdělení výnosů



zdroj: PFN

Graf č.3: Teritoriální rozdělení výnosů



zdroj: PFN

Produkce a výnosy společnosti

Jak uvádíme výše, společnost PFN vyrábí netkané textilie, které se dále dělí na standardní a bikomponentní. Celková produkce v roce 2018 vzrostla o 0,6 % na 109 845 tun. Podíl výnosů z prodeje netkaných textilií určených k výrobě hygienických produktů na celkových výnosech činil v loňském roce 90,1 %, což je o 3 procentní body více než v roce 2017. Pegas tak nadále potvrzuje svojí významnou pozici v segmentu hygieny. Zbýlý téměř 10% podíl na celkových tržbách je pak tvořen výnosy z prodeje netkaných textilií pro potřeby stavebnictví, zemědělství a zdravotnictví.

Z hlediska geografického PFN realizuje největší odbyt v zemích střední a východní Evropy a Rusku. Výnosy plynoucí z tohoto teritoria v loňském roce tvořily 38,5 % celkových tržeb (meziroční pokles o 3,1 procentního bodu). Dalším významným odbytištěm jsou západoevropské trhy s 33,8% podílem na celkových výnosech za loňský rok, což je pokles z 36,3 % vykázaných v roce 2017. Díky rozšíření výrobních kapacit o egyptský závod se PFN v posledních letech prosazuje i na ostatních trzích, zejména na Blízkém východě. V roce 2018 tak výnosy z prodejů do ostatních teritorií tvořily 27,8 % tržeb, zatímco v předešlém roce se podíl pohyboval na úrovni 22,1 %. Segmentové a teritoriální rozdělení výnosů je znázorněno v grafech č.2 a 3.

Výsledky hospodaření za 1H 2019

PFN měl slušný vstup do letošního roku. Navzdory mírnému poklesu produkce společnost za první letošní čtvrtletí vykázala 4,4% meziroční růst tržeb na 1607 mil. Kč, když pozitivně působily jak rostoucí prodeje, tak meziročně vyšší ceny polymerů, které se prostřednictvím přenosového mechanismu projevily do cen finální produkce. Nákladová strana hospodaření pak navíc profitovala z více než 4% mezikvartálního poklesu základních vstupních surovin (polymerů). Hlavní provozní ukazatel v podobě zisku EBITDA tak téměř v souladu s naší prognózou vzrostl o 6,2 % y/y na 348 mil. Kč. Příznivý vývoj na provozní úrovni hospodaření se pak projevil i do čisté ziskovosti. Ta navíc v souladu s očekáváním těžila z meziročního poklesu úrokových nákladů (pozitivní vliv splacení čtyřletých dluhopisů v objemu cca 2,3 mld. Kč z konce roku 2018) a příznivého dopadu nehotovostních měnových vlivů v objemu 32 mil. Kč. Čistý zisk tak za 1Q 2019 vzrostl z loňských 108 mil. Kč na 202 mil. Kč.

Výsledky za druhý letošní kvartál však zklamaly jak naše očekávání, tak i odhady trhu. Výnosy ve výši 1552 mil. Kč se sice příliš neodchýlily od naší predikce a zaznamenaly 4,3% meziroční pokles, nicméně provozní náklady se vyvíjely nepříznivým směrem a byly o 3,8 % vyšší, než jsme předpokládali. EBITDA zisk tak ve 2Q 2019 zaznamenal téměř 23% y/y pokles na 258 mil. Kč a poměrně výrazně zaostal za naším odhadem posazeným na hladinu 328 mil. Kč. Provozní ziskovost byla i za očekáváním managementu společnosti. PFN ve 2Q 2019 vykázal meziroční pokles produkce o 3 % na 26,6 tis. tun (my jsme odhadovali téměř stabilní objem výroby v blízkosti 27,2 tis. tun). Nižší produkci společnost odůvodňuje snížením zásob hotových výrobků na dlouhodobá minima, což vedlo k nízké efektivitě výroby. Tato situace se pak podle našeho názoru promítla do vyšších provozních nákladů, což sráželo EBITDA marži (dosáhla pouhých 16,6 %, pokles z loňských 20,7 %), potažmo EBITDA zisk.

Tabulka č.2: Hospodářské výsledky za 1Q 2019

mil. Kč	1Q 2019	Odhady Fio	1Q 2018	y/y
Výnosy	1607	1603	1539	4,4%
EBITDA	348	357	327	6,2%
EBIT	223	239	212	5,1%
Čistý zisk	202	196	108	86,8%
Zisk na akcii (Kč)	23,1	22,3	12,4	86,8%

zdroj: PFN

Tabulka č.3: Hospodářské výsledky za 2Q 2019

mil. Kč	2Q 2019	Odhady Fio	2Q 2018	y/y
Výnosy	1552	1575	1621	-4,3%
EBITDA	258	328	335	-22,9%
EBIT	130	205	219	-40,5%
Čistý zisk	45	151	172	-74,0%
Zisk na akcii (Kč)	5,1	17,2	19,6	-74,0%

zdroj: PFN

Slabší provozní úroveň hospodaření se projevila i do konečného výsledku, když čistý zisk za 2Q 2019 dosáhl výše 45 mil. Kč a meziročně poklesl z hladiny 172 mil. Kč. Čistá ziskovost byla navíc tlumena FX vlivy v podobě mezikvartálního oslabení dolaru vůči euru a vyššími daňovými náklady.

Výhled hospodaření

Tabulka č.4: Výhled hospodaření

mil. Kč	2019	2020	2021	2022
Výnosy	6533	7003	7052	7085
EBITDA	1318	1432	1451	1462
Odpisy	527	560	560	560
EBIT	791	872	891	902
Čistý zisk	591	619	633	637

zdroj: odhady Fio banky

Překvapivě poměrně slabý druhý letošní kvartál pravděpodobně bude mít negativní dopad i do celoročních výsledků. Management společnosti sice po výsledcích za 2Q 2019 potvrdil letošní výhled EBITDA v intervalu 1300 – 1450 mil. Kč, nicméně prognóza byla specifikována na spodní hranu rozpětí. To zklamalo naše očekávání, když jsme pro letošní rok počítali s EBITDA ziskem v rozmezí 1400 – 1440 mil. Kč. I přesto, že letos by se již do hospodaření mělo pozitivně promítnout spuštění nových výrobních kapacit v JAR a České republice, tak aktuálně očekáváme, že se společnosti ve druhém pololetí nepodaří vykompenzovat slabý 2Q 2019 a za celoročně bude vykázán meziroční pokles provozního zisku EBITDA.

Především objem produkce se v prvním letošním pololetí nevyvíjel podle představ managementu a rovněž zaostal i za naší predikcí o zhruba tisíc tun. Byť to nebylo tak markantní, tak již v 1Q 2019 byla výroba mírně za úrovní loňského prvního čtvrtletí, což při slušném vývoji objemu prodeje již počátkem roku vedlo k poklesu skladových zásob hotových výrobků. Jak uvádíme výše, problém s minimální úrovní zásob přetrvával i ve 2Q, což vedlo k neefektivní výrobě, která tak prohloubila svůj meziroční pokles. Místo toho, aby se objem kvartální produkce nacházel alespoň nad úrovní 27 tis. tun, tak dosahoval v prvních dvou letošních čtvrtletích pouze 26,6 tis. tun. A to i přesto, že komerční výroba z nového výrobního závodu v JAR započala již v červnu, zatímco předchozí plány hovořily o začátku druhého pololetí. Pozitivní dopad z produkce v JAR tak byl kompenzován nižší výrobou v jiných závodech.

Podle dosavadního vývoje produkce v 1H 2019 to tak nevypadá, že bude naplněn náš původní výhled letošní výroby ve výši cca 117,5 tis. tun. Naši prognózu tedy korigujeme k úrovním kolem 113,7 tis. tun, k čemuž přispěje i pozdější náběh nové tuzemské semikomerční linky, která se měla dle původních indikací managementu rozjet již v průběhu 3Q 2019, zatímco

Tabulka č.5: Předchozí výhled hospodaření

mil. Kč	2018*	2019	2020	2021
EBITDA	1347	1420	1495	1508

zdroj: odhady Fio banky, rok 2018: skutečnost

PFN po nevýrazném 2Q 2019 indikuje letošní EBITDA na spodní hraně rozpětí 1300 – 1450 mil. Kč, což bylo pod našimi odhady posazenými do intervalu 1400 – 1440 mil. Kč.

Korigujeme letošní predikci EBITDA z úrovně 1400 – 1440 mil. Kč na 1318 mil. Kč, což by znamenalo meziroční pokles provozní ziskovosti o 2,2 %.

Tabulka č.6: Výhled produkce (v tis. tun)

2019	2020	2021	2022
113,7	127,4	128,0	128,5

zdroj: odhady Fio banky

Tabulka.č.7: Předchozí výhled produkce (v tis. tun)

2018*	2019	2020	2021
109,8	117,5	133,0	134,1

zdroj: odhady Fio banky, rok 2018: skutečnost

Korekce letošní predikce posouvá níže i naše střednědobé prognózy produkce a ziskovosti o cca 4 %.

aktuální informace hovoří o 4Q 2019. V našich dřívějších predikcích jsme očekávali letošní příspěvek ze semikomerční linky ve výši cca 3,8 tis. tun, aktuálně její přínos snižujeme na zhruba 1,9 tis. tun. Výše uvedené vlivy a konzervativnější pohled na objem produkce ve druhém pololetí nás přiměly ke snížení letošní predikce EBITDA zisku z 1400 – 1440 mil. Kč na hladinu poblíž 1318 mil. Kč, což by byl pokles z loňských rekordních 1347 mil. Kč.

Nárůst kapacit povede k výraznějšímu zvýšení ziskovosti ve střednědobém horizontu

Základní teze pro střednědobý horizont zůstávají stejné jako v naší předchozí analýze, když od příštího roku by se měly do ziskovosti společnosti již naplno projevovat nové výrobní kapacity v JAR a ČR. Jak uvádíme výše, nový výrobní závod v JAR s jednou linkou o roční kapacitě 10 tis. tun je už postaven a produkuje. Konzervativně předpokládáme, že tato linka by měla ročně vyrábět alespoň 9 tis. tun. Byť PFN produkci za jednotlivé závody nezveřejňuje, tak očekáváme, že již v letošním roce její příspěvek do celoroční výroby bude činit kolem 4,88 tis. tun. V roce 2020 tak přínos jihoafrické linky odhadujeme na dalších cca 4,13 tis. tun.

Výraznější dopad do hospodaření v příštím roce bude mít znojemská semikomerční linka s roční kapacitou 8 – 15 tis. tun. Tento nový projekt, jenž je specifický tím, že na něm může souběžně probíhat jak komerční, tak testovací provoz (proto široké rozpětí kapacity) s pozitivním dopadem do finální kvality materiálů, se rozběhne až koncem letošního roku. Hlavní porce příspěvku do objemu produkce připadne až na rok 2020, náš odhad činí cca 9,6 tis. tun.

Výroba tak díky novým kapacitám v příštím roce výrazněji vzroste, podle našich odhadů o zhruba 12 % y/y na 127,4 tis. tun. To by se mělo pozitivně promítnout do EBITDA, u které očekáváme meziroční nárůst o 8,6 % na úroveň poblíž 1432 mil. Kč. Za předpokladu, že PFN nebude v příštích dvou – třech letech investovat do nových výrobních kapacit (v současnosti společnost neoznámila žádný nový projekt, byť výrobní závod v JAR má dle dřívějších vyjádření prostor na další dvě výrobní linky, každá s roční kapacitou cca 10 tis. tun), se roční výroba ve střednědobém horizontu bude dle naší aktuální predikce pohybovat poblíž hranice 130 tis. tun, konkrétně v rozmezí 128 – 129 tis. tun. Provozní ziskovost by tak měla mít potenciál se držet i v dalších letech výrazněji nad hranicí 1400 mil. Kč, pro roky 2021 a 2022 počítáme s úrovní 1450 – 1460 mil. Kč.

Přesto jsme, s ohledem na letošní slabší než očekávanou produkci a ziskovost, o něco konzervativnější v našich střednědobých prognózách. Ve srovnání s naší předchozí analýzou tak ponížujeme výhled produkce, resp. EBITDA pro roky 2020 – 2022 v průměru o 4,3 %, resp. 3,7 %, když původně jsme předpokládali posun ročního objemu výroby k hladině 133 – 134 tis. tun, resp. nárůst EBITDA k 1500 mil. Kč.

Rétorika týkající se dividendové politiky zůstává neměnná, tedy výplata dividendy není managementem společnosti avizovaná.

Nicméně námi očekávaný růst provozní ziskovosti a předpokládaný výraznější pokles CAPEX vytváří dostatečnou likvidní pozici pro opětovnou výplatu dividendy od roku 2020.

Dividenda není avizovaná, po odeznění významných CAPEX však vzniká prostor pro její opětovné vyplacení

Společnost PFN naposledy vyplatila dividendu v roce 2017 a to ve výši 1,30 EUR (cca 33,5 Kč) na akcii. Po změně akcionářské struktury, kdy v rámci dobrovolné nabídky převzetí získala majoritní 88,7% podíl společnost R2G Rohan Czech s.r.o. (změna názvu na PFNonwovens Holding s.r.o.) však došlo k přerušení výplaty dividend. V roce 2018 tak poprvé od vstupu PFN na pražskou burzu v roce 2006 nebyla dividendy vyplacena a situace se opakovala i v letošním roce. Po vstupu do PFN nový majoritní vlastník v polovině roku 2017 avizoval, že dividendy nejsou prioritou, záměrem bylo stabilizovat zadlužení a kumulovat hotovost pro případné investiční projekty.

Čistý dluh se i díky rekordnímu loňskému provoznímu zisku podařilo na konci roku 2018 zredukovat z 4,37x na 3,47x násobek EBITDA. Letošní očekávané významné navýšení investičních výdajů (CAPEX) spojené s dokončením výrobního závodu v JAR a tuzemské semikomerční linky spolu s předpokládaným meziročním poklesem EBITDA podle našich odhadů povede k opětovnému nárůstu zadlužení k cca 3,75x ke konci roku 2019. Významná investiční vlna by však podle našeho názoru měla letošním rokem skončit a míra zadlužení klesat k úrovni 3,4 – 3,2x. Zatímco letos PFN očekává CAPEX až na úrovni 1450 mil. Kč, tak v příštím roce odhadujeme jejich výraznější pokles do rozmezí 400 – 500 mil. Kč, když objem investic by měl být tvořen z části už jen běžnými (udržovacími) CAPEX (odhadujeme kolem 250 mil. Kč) a zbytek výdajů může být vynaložen na eventuelní doplatek za semikomerční linku. To v kontextu námi očekávaného 8,6% růstu EBITDA povede dle našich odhadů v roce 2020 k vytvoření dostatečného volného cash flow na to, aby mohla být vyplacena alespoň taková dividendy jako v roce 2017, tedy v rozmezí 33 – 34 Kč na akcii (v absolutní výši 290 – 300 mil. Kč). To by indikovalo slušný cca 5% dividendový výnos. Prostor pro výplatu dividendy sledujeme i v roce 2021, kdy objem CAPEX by mohl (za předpokladu nerealizace nových investičních projektů) klesnout až na úroveň běžných investičních výdajů do rozmezí 200 – 300 mil. Kč.

Od doby zastavení výplaty dividendy však zatím nedošlo ke změně rétoriky týkající se dividendové politiky. Management společnosti tak prozatím nenaznačil změnu směru, výše uvedené jsou tak pouze naše hypotézy vycházející z naší aktuální prognózy hospodaření. Eventuelní informace ohledně případné budoucí dividendy lze očekávat nejdříve v březnu příštího roku při oznámení výsledků hospodaření za rok 2019.

Ocenění společnosti
Tabulka č.8: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2019	2020	2021	2022	pokračující fáze
risk free rate (%)	2,16	2,37	2,57	2,77	3,27
market return (%)	9,0	9,1	9,2	9,3	10,0
beta	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62
equity risk premium (%)	4,24	4,17	4,11	4,05	4,17
risk surcharge (%)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
cost of equity (%)	8,40	8,54	8,68	8,82	9,44
cost of debt (%)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,5
tax rate (%)	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
cost of debt after tax (%)	2,43	2,43	2,43	2,43	2,84
equity weight	0,51	0,55	0,62	0,67	0,67
debt weight	0,49	0,45	0,38	0,33	0,33
WACC (%)	5,48	5,80	6,28	6,72	7,27

zdroj: odhady Fio banky, Bloomberg

Tabulka č.9: Model diskontovaného cash flow

v mil. Kč	2019	2020	2021	2022
EBIT	791	872	891	902
tax rate (%)	19,0	19,0	19,0	19,0
NOPAT	641	706	722	731
odpisy	527	560	560	560
CAPEX	1400	459	255	293
změna ČPK	-33	88	40	152
CF to the firm	-200	444	884	753
DCF	-63	643	821	652
sum of DCF	2 053			
terminal value	10 190			
čistý dluh	4 936			
equity value	7 306			
počet emitovaných akcií (mil. ks)	8,76			
cílová cena (CZK)	834			

zdroj: výpočty a odhady Fio banky

Pro výpočet cílové ceny (vnitřní hodnoty) akcie PFN, 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 přírážky, ve které zohledňujeme zejména menší free float, nižší objemy obchodování s akciemi PFN a jejich nižší likviditu.

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.10: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

pokračující růst	WACC				
	6,87%	7,07%	7,27%	7,47%	7,67%
0,6%	851	806	764	724	687
0,8%	890	842	798	756	716
1,0%	932	881	834	789	748
1,2%	976	922	872	825	781
1,4%	1024	966	913	863	816

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 PFN potenciál dodávat na trh technologicky vyspělejší materiály. Otevření linky je ve Znojmě plánováno na 4Q 2019.
- Výstavba dalších dvou menších výrobních linek v rámci nového závodu v JAR. Závod totiž pojme až tři linky. První byla zprovozněna letos v červnu.
- Potenciál výraznějšího proniknutí na africké trhy s otevřením nového výrobního závodu v JAR.
- Potenciál rostoucí spotřeby hygienických výrobků v regionu Blízkého východu a Afriky.
- Prostor pro další linku (nebo dvě menší) v rámci egyptského závodu.

• Hrozby

- Geopolitická rizika v Egyptě a obecně na Blízkém východě mohou mít nepříznivý dopad na ekonomické prostředí v regionu a negativně tak ovlivnit odbyt PFN.
- Konkurence v Egyptě: poblíž závodu PFN vyrábí netkané textilie také turecká firma Gulsan.
- 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 spoluvědoucím 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 zájmů 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 – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu přesahuje 20 %

Akumulovat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi 5 % a 20 %, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí +5% až -5%

Redukovat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi -5 % a -20 %, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu je nižší než -20 %.

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 PFNonwovens naleznete na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/akcie-stocklist/66380-pfnonwovens>. 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 podílů 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**