

PFNonwovens – shrnutí roku 2018 a výhled na rok 2019

Akcie výrobce netkaných textilií PFNonwovens (dále jen PFN) v uplynulém roce **mírně oslabily o 1,8 % na 806 Kč. Jedná se o první meziroční pokles od roku 2011.** I přesto tento akciový titul překonal výkonnost celé pražské burzy, jejíž index PX loni ztratil 8,5 %.

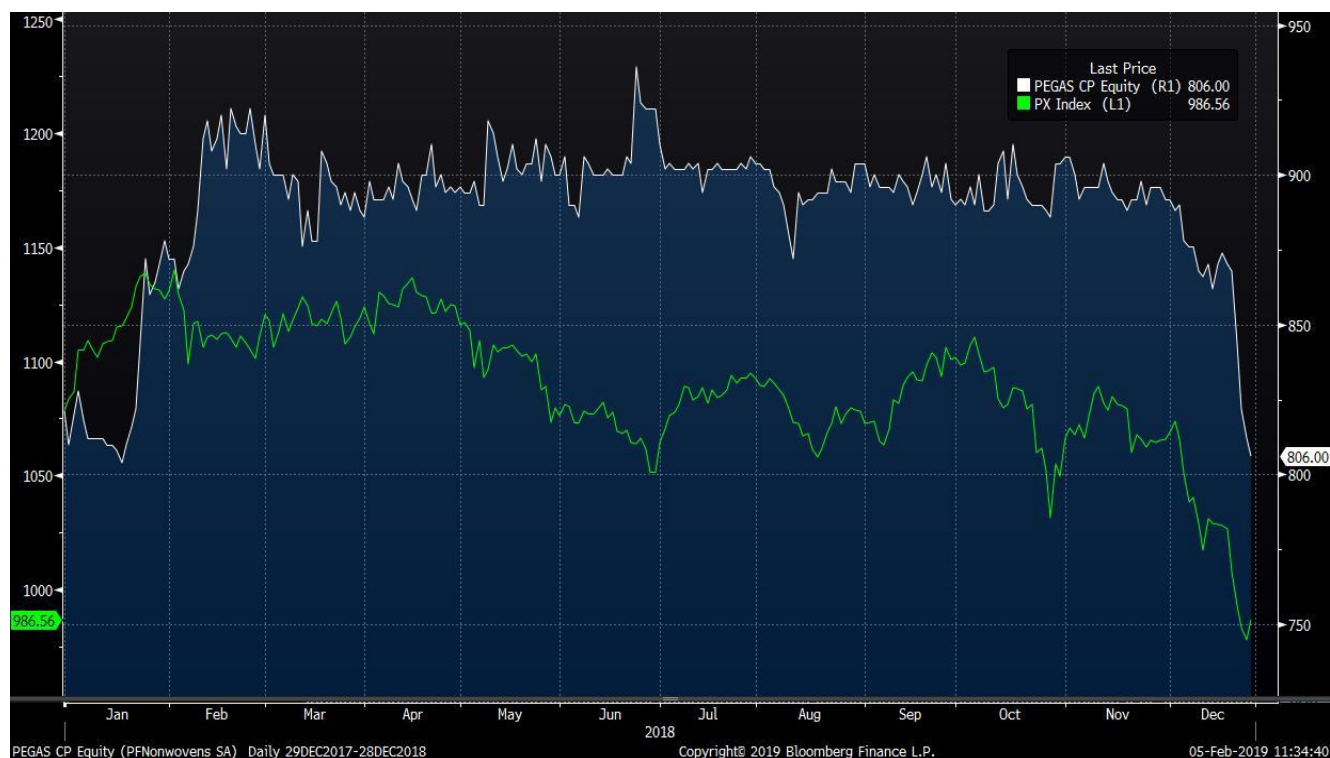
Při shrnutí roku 2018 je potřeba nejprve zmínit několik technických záležitostí, které se loni udály a jenž souvisí s předloňskou změnou akcionářské struktury, v rámci níž se majoritním vlastníkem společnosti s 88,7% podílem stala tuzemská investiční skupina R2G Rohan Czech s.r.o. (později přejmenovaná na PFNonwovens Holding s.r.o.). Za prvé, společnost od začátku loňského roku provedla změnu reportingu svých hospodářských výsledků z eur do korun a za druhé, v červnu došlo ke změně názvu firmy z Pegas Nonwovens na PFNonwovens.

Co se týče samotného hospodaření, tak v průběhu loňského roku se vyvíjelo příznivě a **společnost má podle našich odhadů nakročeno k cca 14% meziročnímu růstu provozního zisku EBITDA k úrovním poblíž 1340 mil. Kč.** Výhled managementu společnosti na rok 2018 je tradičně posazen do širokého rozmezí, konkrétně 1220 – 1380 mil. Kč, a to zejména kvůli hůře předvídatelnému vývoji cen základních vstupních materiálů (polymerů). **Ceny polymerů se však v průběhu loňského roku vyvíjely pro společnost spíše příznivým směrem.** Zatímco v roce 2017 vykazovaly výraznější volatilitu, což sráželo marže a ziskovost zejména ve 2Q 2017, tak od začátku roku 2018 ceny vstupů zaznamenávaly mnohem větší stabilitu, resp. mírný růst. To byla téměř ideální situace, kdy PFN na jedné straně mohl profitovat z poměrně stabilního vývoje provozních nákladů a na druhé straně výnosy těžily ze zabudovaného přenosového mechanismu, prostřednictvím kterého se do finálních cen produkce promítaly vyšší ceny polymerů oproti roku 2017. Byl tak vytvořen solidní základ k tomu, aby EBITDA za rok 2018 mohla vykázat růst.

Kromě vnějších vlivů v podobě cen polymerů měl do loňských výsledků hospodaření výraznější pozitivní dopad i **celoroční příspěvek nové tuzemské výrobní linky, jenž byla komerčně zprovozněna v průběhu 2Q 2017.** Tato linka s roční kapacitou cca 10 tis. tun, která je podle našich odhadů schopná ročně přinášet do EBITDA zhruba 100 mil. Kč, tak znamenala impuls do hospodaření v prvním loňském pololetí. Ziskovost za rok 2018 byla rovněž významně pozitivně ovlivněna **absencí mimořádného vlivu v podobě uplatnění opčního akciového plánu ze strany managementu (prodej warrantů),** ke kterému došlo ve 3Q 2017 a který znamenal zátěž do předloňských osobních nákladů, resp. EBITDA zisku ve výši cca 50 mil. Kč.

Vedle toho se v průběhu roku 2018 dle našeho názoru evidentně slušně vyvíjela poptávka po produktech společnosti, z průběžně zveřejňovaných výkazů jsme nezaznamenávali problémy s odbytem. Jinými slovy, i přes to, že objemy produkce byly v prvních třech kvartálech loňského roku téměř v souladu s našimi odhady, tak vykázané výnosy mírně překonávali naše prognózy, což signalizovalo dobré prodeje. Nic nenasvědčuje tomu, že by se provozní ziskovost za 4Q 2018 měla nějak výrazněji vychýlit od ziskovosti z předchozích loňských kvartálů. Ceny vstupů by totiž měly vykazovat v závěru roku 2018 stabilní úroveň, výrobní linky v tomto období většinou fungují plynule bez větších odstávek s pozitivním dopadem do objemu prodejů, resp.

tržeb, a tak i za 4Q 2018 očekáváme relativně silnou EBITDA kolem úrovně 340 mil. Kč. **Celkově vzato, PFN směřuje k výše zmíněnému 14% růstu EBITDA za rok 2018, což by znamenalo nejsilnější výsledek v historii společnosti.**



zdroj: Bloomberg

Výhled na rok 2019

Letošní rok bude z pohledu PFN významný, bude do značné míry průlomový. Dojde totiž k rozšíření výrobní kapacity hned o dvě výrobní linky. **Nejprve je v plánu otevření celého výrobního závodu v Jihoafrické republice (JAR) s jednou linkou o roční kapacitě cca 10 tis. tun, jejíž komerční náběh je očekáván na konci prvního pololetí. Následně na 3Q 2019 je naplánováno otevření tuzemské semikomerční linky s roční kapacitou 8 – 15 tis. tun.** Širší rozpětí kapacity je dáno novým konceptem, kdy tato linka bude sloužit jak pro komerční, tak pro testovací účely. Souběh komerčního a testovacího provozu by měl být přínosem, když poskytuje možnost zkrátit proces komercializace nových materiálů a celkově se celý řetězec od vývoje, testování až po finální produkty určené zákazníkům může zefektivnit a zrychlit. Semikomerční linka tak podle našeho názoru přináší ideální podmínky k rozvoji dalších nových, technologicky vyspělých materiálů a zároveň bude samozřejmě schopna vyrábět i standardní netkané textilie. Pro PFN to bude znamenat větší flexibilitu směrem ke svým zákazníkům s možností pružněji reagovat na jejich potřeby.

Od letošního rozšíření výrobních kapacit očekáváme **nárůst produkce o zhruba 7 % na úroveň poblíž 119 tis. tun a příspěvek do EBITDA v rozmezí 90 – 100 mil. Kč.** Měl by to být hlavní impuls do letošního hospodaření a podle našich odhadů to **posune letošní EBITDA zisk do rozmezí 1400 – 1440 mil. Kč, což je meziroční navýšení o 4,5 – 7,5 %.** PFN aktuálně vyrábí na deseti linkách, z toho devět funguje v ČR (tři v Bučovicích a šest ve Znojmě – Přímětících) a jedna je v egyptském závodě. Letos se tak jejich počet rozšíří na dvanáct. Odbyt ze svých dvou nových linek by společnost měla mít zajištěný, když dlouhodobá strategie PFN je taková, že kontrakty se zákazníky jsou podepisovány ještě před samotnou výstavbou nové výrobní kapacity.

Celkově předpokládáme, že PFN do letošního roku vstoupil s téměř vyprodanou výrobní kapacitou, společnost by se i nadále měla orientovat na svých čtyři až pět hlavních zákazníkům, **to vše indikuje i v roce 2019 stabilní poptávku bez výraznějších výkyvů směrem dolů.** Na výhled letošní EBITDA ze strany samotného managementu si budeme muset počkat až na konec března (28. 3.), kdy PFN zveřejňuje výsledky za rok 2018. Prognóza bude zřejmě jako obvykle konzervativně posazena do širšího rozpětí zejména kvůli hůře predikovatelnému vývoji cen polymerů, nicméně jak naznačujeme výše, letošní hospodaření by mělo mít rostoucí tendenci.

Na poli dividendy nepředpokládáme změnu. **To znamená, že i letos zřejmě dividenda vyplacena nebude.** K jejímu pozastavení poprvé došlo loni, což souviselo s nástupem nového majoritního vlastníka v podobě R2G. Noví majitelé se rozhodli ke změně strategie spočívající ve stabilizaci, posílení hotovostní pozice s tím, že volné prostředky mohou být v budoucnu využity na případné akviziční příležitosti nebo investice do dalšího rozšiřování výrobních kapacit. V letošním roce by měla končit větší investiční vlna související s výstavbou nového závodu v JAR a nové tuzemské semikomerční linky, což s sebou přinášelo velké CAPEX v rozmezí cca 700 – 1000 mil. Kč ročně a tlak na zadluženost. Námí předpokládané odeznění investiční aktivity v roce 2020 a s tím související možný výraznější pokles CAPEX až k úrovním 200 – 300 mil. Kč pak může vytvářet potenciální prostor pro dividendu. Nicméně to je jen naše spekulace pro rok 2020, pro ten letošní nemáme žádné indikace, že management chystá změnu strategie a proto s výplatou dividendy v roce 2019 nepočítáme.

Sledovaným tématem roku 2019 bude vývoj akcionářské struktury společnosti. Situace prozatím zůstává nezměněna, tedy skupina R2G (resp. nově PFNonwovens Holding) stále, díky předloňské dobrovolné nabídce převzetí, drží v PFN 88,7% podíl. Zbýlých 11,3 % akcií je ve vlastnictví minoritních akcionářů, akcie PFN jsou tak nadále obchodovány na pražské burze. Je otázkou jak dlouho tato situace vydrží. Ačkoliv se loni v tomto směru nic nestalo, tak my jsme nadále toho názoru, že pravděpodobnější variantou je budoucí odkup 11,3% podílu. Nahrává tomu např. již dříve uskutečněný přesun sídla společnosti z Lucemburska do ČR a změna statutu z lucemburské na českou akciovou společnost, což majoritnímu vlastníkovi umožňuje provést vytěsnění (squeeze out) minorit již při dosažení 90% podílu. Navíc se domníváme, že ponechávat relativně malý 11,3% podíl na burze není pro majoritního vlastníka příliš efektivní, ať už z pohledu nákladů na pravidelný reporting hospodářských výsledků, možných neshod s minoritními akcionáři na valných hromadách či nutnosti určité neustálé otevřenosti, čehož mohou využívat konkurenční společnosti.

Z celkového pohledu se nám tedy jeví jako reálnější varianta ovládnutí celého PFN, tzn. odkup zbylého 11,3% podílu od minoritních akcionářů (ať už formou výše zmíněného vytěsnění, dobrovolné či povinné nabídky převzetí) a stažení akcií z pražské burzy. Odkupní cena by podle našeho názoru měla nabízet určitou prémii vůči tržní ceně na burze. Indikací může být cena 1010 Kč stanovená v rámci dobrovolné nabídky převzetí případně ponížená o dividendu ve výši 1,30 EUR (cca 33 Kč) vyplacenou v roce 2017. **Aktuálně na tento akciový titul ponecháváme investiční doporučení „držet“ s cílovou cenou 895 Kč.**