

PFNonwovens – shrnutí roku 2019 a výhled na rok 2020

Akciónům výrobce netkaných textilií PFNonwovens (dále jen PFN) se v uplynulém roce nedařilo, **oslabily o 13 % na 700 Kč a byly nejztrátovějším titulem pražské burzy**. Po předloňské stagnaci tak loni přišel výraznější pokles, kdy se akcie dostávala až na čtyřapůlletá minima. Byť jsme v průběhu roku 2019 byli svědky určitého zakolísání hospodaření, když PFN ve 2Q představil slabší než očekávanou provozní ziskovost a kvůli tomu byl upřesněn výhled EBITDA zisku na **spodní hranu stanového rozpětí 1300 – 1450 mil. Kč** a bude tak za rok 2019 zřejmě zaznamenán mírný cca 3 – 4% pokles provozní ziskovosti z předloňských rekordních 1347 mil. Kč, tak z fundamentálního pohledu nadále PFN vnímáme jako **stabilní etablovanou společnost průběžně investující do rozšiřování výrobních kapacit s pozitivním dopadem do budoucího vývoje hospodaření**.

Z hlediska vývoje ceny akcií tak podle našeho názoru nebyl ani tak limitujícím faktorem vývoj hospodaření jako spíše **akcionářská struktura společnosti**. Ta se po tehdejší realizaci dobrovolné nabídky převzetí výrazně změnila, když již téměř dva a půl roku má společnost PFN významného majoritního vlastníka s 88,8% podílem. Došlo tak k výrazné redukci free floatu, tzn. ke snížení objemu volně obchodovaných akcií na burze, což má nepříznivé dopady do objemů obchodů, titul se stává méně likvidním a zároveň více náchylný k výkyvům při agresivnějších objednávkách. K dobrovolné nabídce převzetí ze strany společnosti R2G Rohan Czech s.r.o. (později přejmenované na PFNonwovens Holding s.r.o.) došlo během léta 2017. Většina tehdejších akcionářů na ni za cenu 1010 Kč na akcii přistoupila a nový investor tehdy získal výše zmíněný téměř 90% podíl.

V následujících měsících po realizaci dobrovolné nabídky převzetí se na trhu všeobecně spíše očekávalo, že dojde ze strany nového majoritního vlastníka k dalším krokům směřujícím k úplnému ovládnutí společnosti PFN, tedy k odkupu zbylých 11,2 % akcií od minoritních akcionářů. Okolnosti tomu nahrávaly. Jednak již při oznámení záměru nabídky převzetí představitelé R2G naznačovali, že jsou připraveni ovládnout celý PFN, jednak koncem roku 2017 došlo přesunem sídla PFN z Lucemburska do ČR ke změně statutu z lucemburské na českou akciovou společnost, což mimo jiné např. znamená snížení hranice pro vytěsnění (squeeze out) minoritních akcionářů z 95 % na 90 %. Nový majoritní vlastník tak měl po tomto kroku se svým 88,8% podílem blíže k realizaci vytěsnění. Doposud však ze strany PFNonwovens Holding nedošlo k další fázi odkupu akcií od minorit, ať už ve formě vytěsnění či dalšího kola dobrovolné nabídky převzetí. **A to byl podle našeho názoru významný aspekt vytvářející v loňském roce negativní tlak na akcie PFN.**



zdroj: Bloomberg

Výhled na rok 2020

Jak již naznačujeme výše, z fundamentálního pohledu je PFN stále zajímavou společností s rostoucím výhledem hospodaření. PFN v průběhu loňského roku otevřel nové výrobní kapacity. **V červnu nejprve rozjel první komerční dodávky z nového výrobního závodu v Jihoafrické republice (JAR), kde byla postavena výrobní linka o roční kapacitě 10 tis. tun. Na konci 3Q 2019 pak byla spuštěna výroba z tuzemské semi-komerční linky s roční kapacitou 8 – 15 tis. tun.** Jak je patrné tato linka disponuje variabilní kapacitou, což souvisí s novou platformou, díky níž může v rámci jednoho výrobního procesu současně probíhat komerční a testovací výroba s pozitivním dopadem do kvality finálních produktů a jejich komercializace. PFN se touto investicí opět o něco výše posunul technologicky, když z této linky je schopen produkovat nejvyspělejší materiály, na druhou stranu linka může vyrábět i standardní netkané textilie. Společnost tak tím získává větší flexibilitu ve vztahu k zákazníkům. Obecně tento nový přístup v podobě semi-komerční linky má potenciál zefektivnit a zrychlit celý řetězec od vývoje, testování až po finální produkty s příznivým dopadem do hospodaření společnosti. Celkově tak PFN aktuálně operuje na deseti tuzemských výrobních linkách, jedné egyptské a jedné jihoafrické s tím, že potenciální roční kapacita se již dostává k hranici 140 tis. tun.

Obě dvě nové linky budou poprvé celoročně přispívat do ziskovosti a měly by tak být hlavním impulsem do letošního vývoje ziskovosti. Očekáváme, že jejich meziroční příspěvek do celkové produkce by mohl činit téměř 13 tis. tun. **Objem výroby tak letos vidíme meziročně vyšší o cca 13 % poblíž úrovně 127 tis. tun, což podle našich predikcí může přinést pozitivní efekt do EBITDA kolem 110 – 130 mil. Kč.** Loňské jednorázové problémy s řízením zásob, které se negativně projevíly do nižší výroby s nepříznivým dopadem do ziskovosti ve 2Q 2019, by se již letos opakovat neměly. Relativně slabá loňská srovnávací základna, předpokládané stabilní vztahy s hlavními čtyřmi až pěti zákazníky (mezi významné odběratele by i nadále měly patřit globální společnosti jako např. Procter&Gamble, Kimberly – Clark či Ontex), což by mělo indikovat i pro letošní rok téměř vyprodané výrobní kapacity, výše zmíněný příspěvek nových linek, to vše by podle našich odhadů mělo posunout **provozní ziskovost přes hladinu 1400 mil. Kč, konkrétně předpokládáme slušný cca 10% nárůst EBITDA zisku až k úrovni 1430 mil. Kč.**

PFN byl vždy na pražské burze považován za atraktivní dividendový titul. Po změně vlastnické struktury však byla dividendy zastavena a její poslední výplata se konala v roce 2017, když činila 1,30 EUR na akcii (cca 33 Kč). **Letos však podle našeho názoru vzniká prostor pro její obnovení.** Především loni skončila vlna značných investic do rozšiřování výrobních kapacit, když investiční výdaje (CAPEX) gradovaly a zřejmě za rok

2019 dosáhnou úrovně kolem 1400 mil. Kč, což by znamenalo posun z předloňských 717 mil. Kč. **V letošním roce již očekáváme výraznější pokles CAPEX do rozmezí 400 – 500 mil. Kč**, přičemž udržovací investice by se měly pohybovat kolem 250 mil. Kč a zbytek může podle našeho názoru ještě činit určitý doplatek za tuzemskou semi-komerční linku. Kombinace námi očekávaného růstu provozní ziskovosti a předpokládaného poklesu CAPEX by měla letos vést k poklesu čistého dluhu z cca 3,8x k úrovním přibližujícím se 3x násobku EBITDA. **Likvidní pozice tak letos zřejmě bude daleko robustnější**, vygenerované free cash flow predikujeme alespoň na úrovni 500 mil. Kč. Podle našeho názoru se tedy letos vytvoří dostatečný finanční polštář pro obnovení výplaty alespoň takové dividendy jako v roce 2017, tedy v blízkosti 33 Kč na akcii, v absolutní výši cca 290 mil. Kč. To by indikovalo téměř 5% dividendový výnos. **Podobný pohled na potenciální výplatu dividendy lze uplatnit i pro rok 2021**, kdy navíc očekáváme, za předpokladu nerealizace nových investičních projektů, další pokles CAPEX do rozmezí 200 – 300 mil. Kč.

Jedná se však pouze o naši indikaci na základě naší predikce cash flow. Management, resp. majoritní vlastník prozatím nezměnil rétoriku, doposud nebyla naznačena změna směru v dividendové politice. **Eventuální informace ohledně případných úvah o dividendě lze očekávat letos na jaře** při oznámení výsledků hospodaření za loňský rok.

Shrneme-li, akcie PFN se nyní obchodují kolem úrovně 680 Kč a stále se nachází v blízkosti několikaletých minim. **Diskont je patrný jak ve vztahu k naší cílové ceně 834 Kč, tak ve vztahu k ostatním veřejně obchodovaným společnostem.** Zatímco akcie konkurenčních firem se aktuálně v průměru obchodují za cca 16x P/E, tak PFN se pohybuje na 7x P/E. **Z fundamentálního pohledu tak nadále vnímáme akcie PFN jako podhodnocené.** Byť limitujícím faktorem pro další vývoj může být, jak zmiňujeme výše, akcionářská struktura společnosti, tak na aktuálních cenách vidíme omezený prostor pro další pokles a spíše shledáváme větší potenciál pro posun směrem vzhůru. Minoritním akcionářům tak na současných cenových úrovních doporučujeme spíše držet pozice a vyčkat na další vývoj. Ať už se jedná o budoucí hospodaření, na které máme pozitivní náhled s hypotetickým prostorem pro opětovnou výplatu dividendy nebo o možnost případné korporátní akce, v rámci které by přeci jen došlo ze strany majoritního vlastníka k odkupu akcií.