

PFNonwovens

Akcie textilky doporučujeme nově *Držet* s cílovou cenou 924 CZK

Držet

Cena 26.10.18	888 CZK
12m cíl	924 CZK
Pot. růst ceny	4,1 %
Dividenda	0 CZK
Celkový výnos	4,1 %

Sektorové doporučení

Snížit váhu

Typ investice

Defenzivní akcie

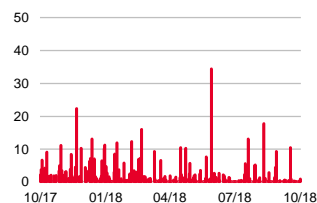
Nízká tržní kapitalizace

Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Textilka PFNonwovens (dříve Pegas Nonwovens) prošla v posledním roce zásadními změnami. Jejím novým majoritním vlastníkem je PFNonwovens Holding s.r.o., který drží ve firmě bezmála 90 %. Vedle toho hlavní akcionář akvíroval podobně velkou americkou společnost PFNonwovens US, čímž vznikl jeden z největších globálních hráčů v oboru netkaných textilií. PFNonwovens přesunula svoje sídlo do České republiky a novou účetní měnou se stala česká koruna. Textilka pokračuje v expanzi v Jihoafrické republice, kde by měl být zahájen komerční provoz v polovině příštího roku. Vedle toho na sklonku minulého roku podepsala smlouvu o dodávce semikomerční linky do znojemského závodu, která by měla vedle komerčního provozu sloužit pro testování a vývoj technologicky vyspělých netkaných materiálů. Právě tato investice se nejvíce podepsala na našich střednědobých odhadech. Management je schopen každoročně v předstihu vyprodávat svoji výrobní kapacitu a věříme, že podobně tomu bude i u nových linek. Odhadujeme i nepatrně vyšší ziskové marže, když roste podíl prodeje technologicky vyspělých materiálů pro hygienu na úkor textilií určených pro stavebnictví a další odvětví.

Očekávaný vývoj v letošním roce: Celoroční provoz nové linky ve Znojmě, která byla uvedena do provozu ve Q2 17, se projeví na nárůstu objemu vyrobeného množství. EBITDA očekáváme na úrovni 1,317 mld. CZK, což je v souladu s predikcí managementu (1,22 až 1,38 mld. CZK). Vloni vzrostlo čisté zadlužení společnosti vůči EBITDA nad 4násobek, pro letošní rok očekáváme úroveň pod 3,8x.

Dividendová politika: Valná hromada na jaře rozhodla, že z loňského zisku PFNonwovens nevyplatí žádnou dividendu. Vzhledem k současné výši zadlužení a probíhajícím investicím neuvažujeme, že by se společnost ve střednědobém horizontu vrátila ke své předchozí mírně progresivní dividendové politice.

Ocenění společnosti: K ocenění akcií jsme použili metodu diskontovaných volných peněžních toků. Námi nově stanovená cílová cena ve výši 924 CZK za kus nabízí vůči stávající tržní ceně výnos 4,1 %, což odpovídá doporučení *Držet*. Současné ocenění se pohybuje na základě letošní EV/EBITDA na 9,7x či EV/Sales 2,1x, což představuje prémii oproti mediánu trhu 5,1x, resp. 0,6x. Ocenění je i nepatrně vyšší na základě odhadovaného zisku pro příští rok, kdy P/E dosahuje 13,3x oproti trhu 11,9x. Tuto prémii ale lze pouze částečně ospravedlnit vyšší ziskovostí.

Data o akcii

RIC PGSN.PR	Bloom PEGAS CP		
52týdenní rozmezí	777 - 940		
Tržní kap. (mld. CZK)	8,2		
Tržní kap. (mil. EUR)	317		
Volně obchod. (%)	99		
Výkon (%)	1m	3m	12m
Akcie	-0,4	-1,8	3,0
Relativně k PX	4,1	2,0	3,4

Zdroj: Bloomberg

Finanční data

	2017	2018f	2019f	2020f
Výnosy (mil. CZK)	5736	6028	6520	7261
EBITDA marže (%)	20,2	21,8	21,0	21,7
Vykázaný čistý zisk	212	492	422	663
Zisk na akcii (CZK, upr.)	39	67	63	78
Dividenda na akcii (CZK)	33	0	0	0
Výplatní poměr (%)	98,6	0,0	0,0	0,0
Úrokové krytí (x)	6,0	7,5	7,9	9,7
Čistý dluh/VK (%)	156,1	107,8	93,9	79,0

Poměrové ukazatele

	2017	2018f	2019f	2020f
P/E (cílová cena, x)	20,9	13,8	14,6	11,8
Price / cash flow	6,8	6,3	7,3	6,1
Dividendový výnos (%)	4,0	0,0	0,0	0,0
Price / book value (x)	1,7	1,7	1,6	1,4
EV/výnosy (x)	2,1	2,2	2,0	1,7
EV/EBITDA (x)	10,5	9,9	9,4	7,8
EV/IC (x)	1,7	1,7	1,6	1,5
ROE (%)	5,0	11,1	8,6	12,2

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/PEGASupd_1709

http://bit.ly/PFN_Q218res

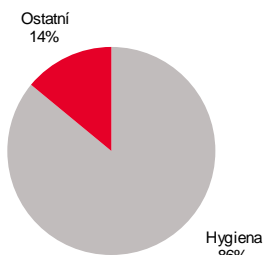
Očekávané události: Výsledky hospodaření za třetí kvartál letošního roku by měly být oznámeny 15. listopadu 2018.



Základní přehled o společnosti

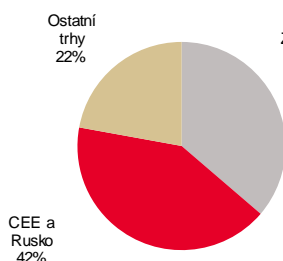
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> Silné postavení společnosti v rámci oboru netkaných textilií Zaměření na technologicky vyspělé materiály pro oblast hygieny Plné využití výrobních kapacit Využívání nejmodernějších technologií Silný R&D tým 	<ul style="list-style-type: none"> Vysoká citlivost na ceny vstupních surovin Malý okruh zákazníků Vyšší zadluženost Nulová dividendová politika Nízký objem volně obchodovatelných akcií na trhu a slabá likvidita
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> Rozšíření produkce díky výstavbě nových linek v České republice a Jihoafrické republice od příštího roku Potenciál výstavby dalších dvou linek v Jihoafrické republice v následujících letech Rostoucí spotřeba hygienických produktů na trzích v Africe a na Blízkém východě Synergické efekty v souvislosti s akvizicí mateřské společnosti PFNonwovens Holding, která se stala 100% vlastníkem americké firmy PFNonwovens US Flexibilita v dodávkách výrobků odběratelům 	<ul style="list-style-type: none"> Geopolitická rizika v souvislosti s ekonomickým či politickým vývojem v Egyptě a Jihoafrické republice Vyšší konkurence v Egyptě po zprovoznění druhé linky společnosti Gulsan Group Závislost na jednom dodavateli technologie, společnosti Reicofil Odchod jednoho z hlavních odběratelů může vést vzhledem k vysoké koncentraci v odvětví k výraznému propadu tržeb a zisku

Tržby podle segmentů (2017)

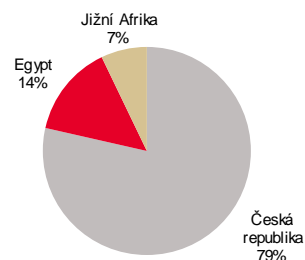


Zdroj: PFNonwovens

Tržby podle geografie (2017)

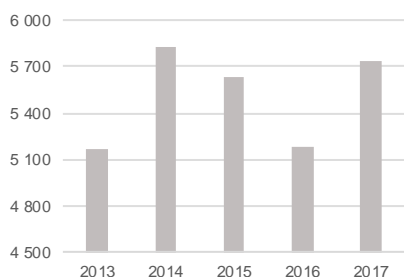


Instalovaná kapacita v roce 2019

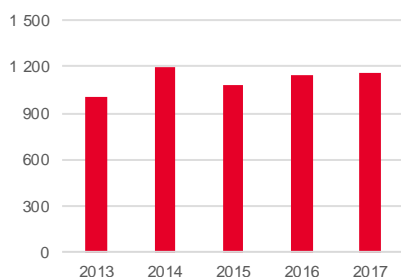


Pozn.: Celková instalovaná výrobní kapacita by měla od příštího roku činit 140 tis. tun

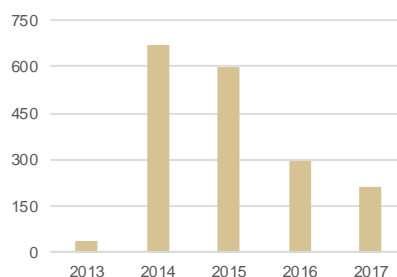
Historický vývoj tržeb (mil. CZK)



Historický vývoj EBITDA (mil. CZK)



Historický vývoj čistého zisku (mil. CZK)



Pozn.: Na základě nové reportovací měny jsou hodnoty přepočteny do CZK průměrným kurzem za daný rok

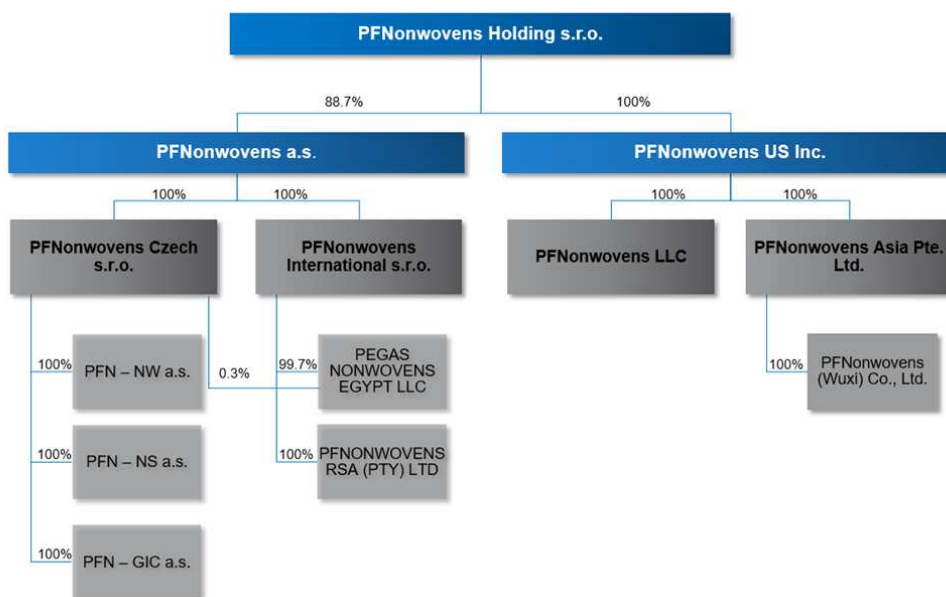
Zdroj: PFNonwovens

Změny ve společnosti

Nová vlastnická struktura

Společnost R2G Rohan Czech s.r.o. vloni podala dobrovolnou nabídku na převzetí akcií za 1010 CZK za kus. Na základě toho získala v tehdejší firmě Pegas Nonwovens 88,7% podíl. R2G Rohan Czech zároveň letos koupila amerického výrobce netkaných textilií First Quality Nonwovens. Na jaře letošního roku proběhly změny v názvech společností. R2G Rohan Czech se přeměnila na PFNonwovens Holding s.r.o., Pegas Nonwovens na PFNonwovens a.s. a First Quality Nonwovens na PFNonwovens US Inc. S tím souvisela i změna sídla PFNonwovens a.s. z Lucemburska do České republiky. Následující obrázek ukazuje strukturu celého koncernu.

PFNonwovens Holding s.r.o. a jeho dceřiné společnosti



Zdroj: PFNonwovens

Budoucnost akcií na pražské burze – ano, či ne?

Otázkou je, jak majoritní vlastník naloží s minoritním podílem 11,3 %, který je v současné chvíli volně obchodovatelným na pražské burze. Na jaře proběhnuvší valná hromada nerozhodla o stažení akcií z hlavního trhu. K vytěsnění minoritních akcionářů je zapotřebí minimálně 90% podíl. Připouštíme, že se setrváním akcií na burze, respektive s minoritním akcionářským podílem jsou spojeny náklady s pravidelným zveřejňováním hospodářských výsledků, informační povinnost či potenciální vznik sporů s minoritáři. Obchodní aktivita s akciemi se zároveň logicky velmi snížila. Na druhou stranu přítomnost na regulovaném trhu lze považovat za pozitivum z pohledu transparentnosti firmy pro odběratele či dodavatele nebo lepšího přístupu ke zdrojům financování. Z našeho pohledu převážily tyto faktory, a proto jsou akcie nadále veřejně obchodovatelné na pražském trhu. Majoritní vlastník má v současné době natolik silnou většinu, že je schopen prosazovat svoji dlouhodobou strategii. Prostředky, které by jinak musel vynaložit (zhruba 1 mld. CZK na základě ceny z loňské dobrovolné nabídky) na odkup zbývajících podílů, tak může použít na další investice. Za současné situace by tak dle nás přistoupil k odkupu v případě vzniku sporů s minoritními akcionáři.

Spekulace o podobě firmy v budoucnosti.

Majoritní vlastník PFNonwovens Holding k akvizici americké firmy First Quality Nonwovens (nově PFNonwovens US – PFNUS) příliš informací nesdělil, respektive se ani nezmiňoval o budoucí spolupráci s českým PFNonwovens. Její dřívější vlastník First Quality Enterprises,

který má několik vlastních značek pro hygienické potřeby, na svých webových stránkách žádné detailní údaje neuvádí. PFNUS je velikostí podobná české PFNonwovens (PFN) a její roční výrobní produkce je odhadovaná na zhruba 120 tis. tun. Vyrábí na osmi linkách ve dvou lokalitách v Pensylvánii a jedné lince v Číně. **Spojením těchto dvou společností tak vznikne jeden z největších hráčů na poli netkaných textilií s působností na čtyřech kontinentech.** Zda holding bude fungovat v této podobě nebo dojde k fúzi společností či akvizici dalšího subjektu, jsou nyní jen spekulace. Každopádně cílem majoritního vlastníka je vybudovat silného hráče a využít synergií v rámci nákupů surovin, technologického vývoje či profesních znalostí zaměstnanců a nabídnout odběratelům flexibilitu v dodávkách materiálů nejrůznější kvality.

Vedení společnosti

Akvizice PFNUS s sebou přinesla i změnu ve vedení společnosti PFN i celého holdingu PFNonwovens. V průběhu léta a podzimu odstoupil z pozice generálního ředitele a člena představenstva František Řezáč. Finanční ředitel Marian Rašík se stal CFO celého holdingu a po krátké pauze byl opětovně zvolen členem představenstva PFN. Allen Bodford, který je generálním ředitelem PFNonwovens Holding, se stal zároveň předsedou představenstva PFN.

Hospodaření společnosti

Výsledky za první polovinu roku

Mil. CZK	H1 17	H1 18	yoy
Tržby	2 992	2 984	0%
EBITDA	555	662	19%
Provozní zisk	333	431	30%
Čistý zisk	119	280	134%

Zdroj: PFNonwovens

Se změnou sídla textilky došlo i ke změně měny, ve které společnost účtuje, z eura na české koruny. Výsledky hospodaření za uplynulé roky jsou přepočítány průměrnými kurzy CZK/EUR, respektive kurzem CZK/EUR ke konci daných období.

Letošní první pololetí je díky rozjezdu nové linky ve Znojmě (zahájení výroby ve Q2 17) charakteristické nárůstem celkové produkce. Ta se za první pololetí přehoupla přes 54,5 tis. tun, což znamená meziroční nárůst o čtyři procenta. **Za pozitivum hodnotíme další nárůst podílu výrobků určených pro hygienu k 89,2 %**, který vzrostl z 87 % za rok 2017, což má pozitivní vliv na vývoj marží.

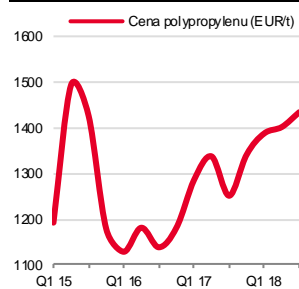
Tržby v meziročním srovnání nedoznaly velkých změn a činily bezmála 3 mld. CZK. To bylo způsobeno zvláště posílením kurzu koruny vůči euru vzhledem ke skutečnosti, že převážná část tržeb je realizována v euru. Naopak kurz měl pozitivní dopad na cenu vstupních surovin, díky čemuž provozní náklady bez odpisů v prvním pololetí klesly o 4,7 % na 2,32 mld. CZK. EBITDA vzrostla o 19 % na 662 mil. CZK, kdy pozitivní vliv měl mechanismus přenesení cen vstupních materiálů, když ceny polymerů v letošním prvním pololetí spíše stagnovaly oproti jejich růstu v H1 17. Příznivě v meziročním srovnání přispělo i přecenění opčního akciového plánu, když náklad ve výši 5,4 mil. CZK představoval pouze čtvrtinu nákladu v loňském roce. **EBITDA marže vzrostla o 3,6 pb na 22,2 %**. Nárůst čistého zisku o 134 % na 280 mil. CZK byl ovlivněn výrazně nižšími kurzovými ztrátami a úrokovými náklady než vloni. Zadlužení společnosti se snížilo, když čistý dluh vůči EBITDA klesnul k 3,72 násobku z 4,29 ke konci loňského roku.

Předpověď výsledků pro letošní rok

Mil. CZK	2017	2018	yoy
Tržby	5 736	6 028	5%
EBITDA	1 160	1 317	14%
Provozní zisk	708	844	19%
Čistý zisk	212	492	133%

Zdroj: PFNonwovens, Ekonomický a strategický výzkum KB

Průměrná cena polypropylenu



Zdroj: Bloomberg

Ceny polymerů v závěru prvního pololetí vzrostly, což bude působit mírně negativně na EBITDA ve Q3 18 kvůli přenosovému mechanismu cen. Během léta se ceny stabilizovaly a ziskovost za čtvrtý kvartál by pak měla těžit z přenosu vstupních cen polymerů do koncových cen zákazníkům.¹ Meziročně očekáváme jejich zvýšení o zhruba 11 %. **Nárůst produkce odhadujeme oproti roku 2017 ve výši 2,3 % a z linek by tak mělo sjet téměř 111,7 tis. tun nových textilií.**

Tržby by se měly oproti loňskému roku zvýšit o 5,1 % a přesáhnout výši 6 mld. CZK, a to díky vyšší produkci i vyšším cenám polymerů. Na druhou stranu budou tržby negativně ovlivněny

¹ Ceny vstupů se do koncových cen zákazníkům promítají se 3 až 4měsíčním zpožděním, zatímco v nákladech se objevují se zpožděním pouze 1 až 2 měsíců.

posilujícím kurzem koruny vůči euru. Ten bude naopak pozitivně působit na ceny vstupních materiálů, které odhadujeme o 4,4 % vyšší. Celkové personální náklady by měly rovněž meziročně klesnout zejména kvůli jejich loňskému zvýšení v souvislosti s uskutečněnými manažerskými transakcemi. **EBITDA očekáváme na úrovni 1,317 mld. CZK, což je v souladu s predikcí managementu v rozmezí 1,22 až 1,38 mld. CZK.** EBITDA marže by měla dosáhnout 21,8 % ve srovnání s 20,2 % v loňském roce.

Čistý zisk by měl být letos více jak dvojnásobný ve srovnání s rokem 2017.

Finanční výsledek by měl dle našich odhadů skončit se ztrátou 279 mil. CZK, což je o zhruba 111 mil. CZK méně než v loňském roce. Důvodem jsou jednak nižší úrokové náklady a zejména pak očekávané nižší kurzové ztráty. V souvislosti s tím budou v listopadu splaceny vydané veřejné dluhopisy v nominální výši 2,3 mld. CZK, a to prostřednictvím výtěžku z privátní emise z ledna 2017, příjmu z křížového měnového swapu, který emisi veřejných dluhopisů zajišťuje, a krátkodobého bankovního úvěru. Čistý zisk by tak na základě výše uvedeného měl být více jak dvojnásobný ve srovnání s loňským rokem. **Očekáváme jej na úrovni 492 mil. CZK,** čemuž by měla pomoci i nižší efektivní daň.

Investice by letos neměly činit více jak 1,05 mld. CZK.

Management oznámil, že celkové investiční výdaje by neměly letos přesáhnout úroveň 1,05 mld. CZK. V rámci nich počítáme se zhruba 125 mil. CZK jako investicí na běžný provoz, zbytek by pak měl připadnout na kapitálové výdaje spojené s instalací nové linky ve Znojmě a výstavbou závodu v Jihoafrické republice.

Čistý dluh k EBITDA by měl ke konci roku klesnout k 3,75násobku.

Zadlužení společnosti měřeno ukazatelem čistého dluhu vůči EBITDA by mělo v letošním roce klesnout k 3,75násobku oproti 4,29 ke konci loňského roku, což považujeme za relativně vysoké. Z tohoto pohledu bylo vítaným krokem rozhodnutí valné hromady nevyplatit z loňského zisku žádnou dividendu.

Střednědobý výhled

Do budoucna předpokládáme další rozšiřování výrobní kapacity společnosti.

Naše výhledy počítají s dalším postupným navyšováním celkové produkční kapacity.

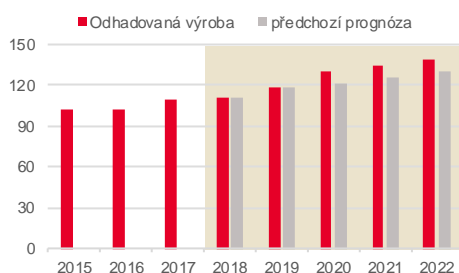
Aktuálními projekty je instalace nové výrobní linky ve Znojmě a komplexní výstavba včetně infrastruktury v Jižní Africe. V roce 2017 PFNonwovens koupila pozemek v Jihoafrické republice a poté informovala o uzavření smlouvy na dodávku výrobní linky s instalovanou výrobní kapacitou okolo 10 tis. tun. Investiční výdaje management odhadl na 30 až 35 mil. EUR (tedy cca 768 až 896 mil. CZK při průměrném kurzu za letošní rok). Do provozu by se měla linka dostat ve druhém kvartále příštího roku. Očekáváme její pozvolný náběh s plným dopadem až v roce 2020 a příspěvkem do EBITDA v rozmezí 90 až 100 mil. CZK. V delším horizontu lze předpokládat, že v Jižní Africe by mohly přibýt ještě další dvě linky s podobným výkonem. My v našich projekcích prozatím uvažujeme pouze s jednou další linkou, která by mohla být v provozu od roku 2021.

V České republice bude na konci příštího roku uvedena do provozu dvanáctá linka. Ta bude instalována již ve vystavěné hale, která dosud sloužila jako skladovací prostor. Jedná se o semikomerní výrobní linku s výrobní kapacitou 8 až 15 tis. tun. Relativně široký rozsah kapacity je odvislý od použité vstupní suroviny a vyráběného produktu. Předpokládáme, že finálním výrobkem budou vysoce technologicky vyzpělé materiály, a tudíž se její skutečná výrobní kapacita bude pohybovat ve spodní polovině uvedeného intervalu. Na druhou stranu linka umožní i vývoj a testování nových produktů, což v konečném důsledku může zrychlit a zefektivnit celý proces od výroby až po finální dodávku materiálu koncovému zákazníkovi. Odhadujeme roční pozitivní vliv do EBITDA okolo 130 až 140 mil. CZK.

Instalace nové výrobní linky ve Znojmě se projevila na našich střednědobých odhadech oproti předešlé prognóze nárůstem produkce i celkové ziskovosti od roku 2020. V 5letém horizontu očekáváme průměrný růst EBITDA ve výši 7,7 %, čímž by se EBITDA měla dostat

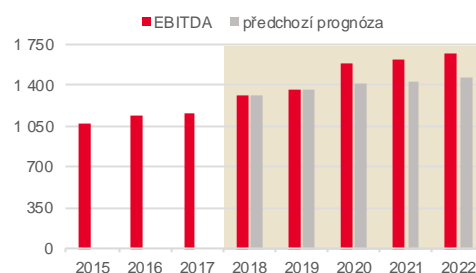
nad úroveň 1,66 mld. CZK v roce 2022. EBITDA marži v průměru odhadujeme lehce nad 21,5 %. Čistý zisk bude nadále do velké míry ovlivňován kurzovými změnami v souvislosti s vnitropodnikovou půjčkou v Egyptě. Ta by měla být celá splacena nejpozději v roce 2024, vliv z přecenění by tak měl slábnout. V případě jihoafrického závodu chce management co nejvíce využívat přirozeného hedgingu, dopad pohybů randu by měl být omezený. Druhou podstatnou položkou finančního výsledku jsou úrokové náklady. Ty by měly se splatností výše zmíněných dluhopisů klesnout, ve střednědobém horizontu však budou negativně působit rostoucí úrokové sazby na poskytnuté úvěry, případně nově emitované dluhopisy. Čistý zisk upravený o kurzové pohyby by tak měl v následujících letech růst o zhruba 7 %.

Odhadovaná výroba (tis. tun)



Zdroj: PFNonwovens, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Odhadovaný vývoj EBITDA (mil. CZK)



Pozn.: Předchozí prognóza byla odhadována v eurech. Ta byla přepočítána na koruny očekávaným kurzem CZK/EUR v následujících letech.

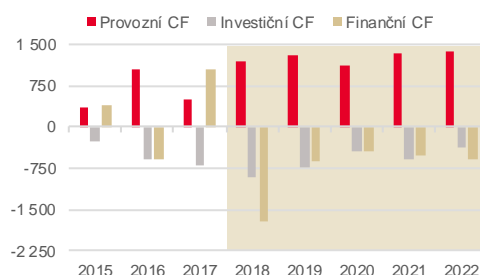
Dividendová politika

Nulová dividendu nejen pro letošní rok.

Návrh managementu nevyplatit dividendu z loňského zisku byl schválen na jarní valné hromadě. Stalo se tak poprvé od vstupu společnosti na pražskou burzu, která realizovala mírně progresivní dividendovou politiku. Ta za posledních deset let vzrostla z 0,85 EUR na akcii až na loňských 1,30 EUR. Schválení návrhu bylo v souladu s dřívějšími prohlášeními nového majoritního vlastníka, který chce vygenerované volné cash flow použít na splácení stávajících dluhů a budoucí investice či akvizice.

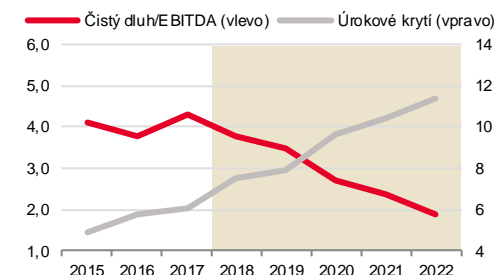
Čistý dluh vůči EBITDA by se ke konci letošního roku mohl pohybovat pod hranicí 3,8násobku. V následujících letech by se měl poměr dále snižovat, pod úroveň dvojnásobku jej odhadujeme až v roce 2022. Nepředpokládáme tak, že by v následujících třech až pěti letech došlo ke změně v dividendové politice. **Proto s výplatou dividendy ve střednědobém horizontu dále nepočítáme.**

Budoucí vývoj cash flow (mil. CZK)



Zdroj: PFNonwovens, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaná zadluženost a úrokové krytí



Ocenění společnosti

Sektorové srovnání

Pro sektorové srovnání jsou dostupné jen omezené údaje k jednotlivým společnostem, navíc někteří významní konkurenti jsou v rukou privátních vlastníků, a tak porovnání s nimi není vůbec možné. Z dat, která máme k dispozici z agentury Bloomberg, nám vyplývá, že **akcie PFNonwovens se obchodují s mírnou premií oproti trhu**. Výrazně vyšší ocenění je patrné u ukazatelů EV/EBITDA či EV/Sales, nepatrně vyšší je ale i cena akcií vůči očekávanému zisku pro příští rok v porovnání s konkurenty. Na druhou stranu ukazatel ROE či marže EBITDA se pohybují nad mediánem, což částečně vyšší ocenění ospravedlňuje. I tak jsme ale premii vůči trhu zohlednili ve stanovení naší cílové ceny.

Pegas Nonwovens vs. konkurenti

	P/E TTM	P/E 2018	P/E 2019	P/BV TTM	EV/EBITDA TTM	EV/EBITDA 2018	EV/Sales TTM	EV/Sales 2018	ROE TTM	ROA TTM	EBITDA marže
PFNONWOVENS	32,8	13,0	13,3	1,8	10,5	9,7	2,2	2,1	10,9	4,0	22,0
Ahlstrom	n/a	n/a	n/a	n/a	5,5	n/a	0,7	n/a	17,1	6,2	13,0
Avgol	12,0	n/a	n/a	2,4	9,3	n/a	1,3	n/a	21,1	4,8	14,3
Buckeye	43,8	25,9	22,9	4,1	19,7	14,1	8,8	7,5	14,9	6,6	44,5
Fiberweb	n/a	n/a	n/a	n/a	4,3	n/a	0,4	n/a	3,9	2,6	8,6
Lentex	12,4	n/a	n/a	1,0	8,1	n/a	1,1	n/a	8,8	4,5	13,9
Low&Bonar	n/a	9,7	5,7	0,6	n/a	4,8	0,7	0,6	-22,2	-8,0	-3,3
Petropar	n/a	n/a	n/a	n/a	4,5	n/a	1,0	n/a	35,6	11,1	21,9
Providencia	n/a	n/a	n/a	n/a	6,1	n/a	0,9	n/a	-12,7	-5,2	15,2
Suominen	19,2	31,5	11,9	1,0	8,2	5,1	0,5	0,5	5,0	2,1	6,1
Medián trhu	15,8	25,9	11,9	1,0	7,1	5,1	0,9	0,6	8,8	4,5	13,9
PFN vs. medián	108%	-50%	12%	70%	47%	89%	136%	274%	23%	-13%	58%

Zdroj: Bloomberg, PFNonwovens, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Fair value a cílová cena

Pro stanovení fair value akcií společnosti PFNonwovens jsme použili metodu diskontovaných volných hotovostních toků (DFCF).

Volný cash flow ze zisku let 2018-22 jsme diskontovali ke konci října 2018. Kvůli postaveným i plánovaným závodům v Egyptě a Jihoafrické republice jsme vážili české, egyptské i jihoafrické parametry, jako jsou bezriziková sazba nebo riziková premie země, podle poměru instalované výrobní kapacity ve všech třech zemích.

Na základě našeho modelu jsme odhadli **fair value akcií PFNonwovens na 963 CZK za kus**.

Cílová cena je 4 % pod fair value kvůli negativním parametrům sektorové atraktivity a spekulativního potenciálu.

Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 % - 130 % fair value.

- **Sektorová atraktivita (-5 %):** SG drží pro sektor doporučení *Podvázat* z titulu vysokého ocenění a vyšší zadluženosti.
- **Atraktivita společnosti (+3 %):** Snížili jsme na +3 % z předchozích +5 %. Atraktivnost akcií podporuje každoročně vyprodaná výrobní kapacita a oznámená expanze v zahraničí. Na druhou stranu limitujícím faktorem může být nulová dividendová politika, relativně vysoký dluh a nejistota spojená s budoucím setrváním akcií na burze.
- **Spekulativní potenciál (-2 %):** Nepatrně jsme zvýšili na -2 % z předchozích -3 %. Ačkoliv ziskovost z pohledu ROE či marží je oproti konkurentům nepatrně vyšší, současné ocenění akcií vůči ostatním se může zdát nepřiměřeně vysoké.

Za pomoci výše uvedených parametrů **stanovujeme cílovou cenu pro akcie PFNonwovens na 924 CZK** (fair value -4 %).

Parametry a metody ocenění akcií PFNonwovens

	2018	2019	2020	2021	2022
Vážené náklady kapitálu	6,0 %	6,0 %	6,1 %	6,4 %	6,9 %
Míra vlastního kapitálu	8,2 %	8,2 %	8,3 %	8,4 %	8,6 %
Beta	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44
Bezriziková úroková míra	4,8 %	4,8 %	4,9 %	5,0 %	5,2 %
Prémie za vlastní kapitál	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %
Riziková prémie země	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Míra cizího kapitálu po dani	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
DFCF (mil. CZK)					
EBITDA	1 317	1 368	1 579	1 617	1 667
Zaplacené daně	-73	-99	-155	-152	-161
Změna pracovního kapitálu	-49	33	-299	-119	-122
Kapitálové výdaje	-908	-729	-433	-579	-383
<i>FCFF</i>	288	574	692	767	1 001
Explicit value	2 733				
Dlouhodobá míra růstu	2,0 %				
Terminal value	10 473				
Čistý dluh	4 770				
Fair value (mil. CZK)	8 437				
Fair value na akcii (CZK)	963				

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Analýza citlivosti ocenění

DFCF					
Vážené náklady kapitálu / míra růstu	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
-100 bb	1031	1173	1353	1585	1897
-50 bb	883	996	1136	1311	1537
6,3 % / 6,9 % *	760	852	963	1099	1270
+ 50 bb	656	732	822	930	1063
+ 100 bb	567	631	705	793	898

Pozn.: * první hodnota odpovídá průměru za roky 2018-22, druhá hodnota po roce 2022

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

Rizika ve prospěch nižšího ocenění

- **Investice v Egyptě a Jihoafrické republice:** Expanze do Egypta a Jihoafrické republiky přináší novou sadu rizik včetně těch spojených s politickou a mezinárodní situací, personálem a kvalitou infrastruktury. Expanzi jsme v našem ocenění zohlednili vyššími diskontními sazbami. Naplnění těchto rizik by vedlo k dalšímu růstu diskontních sazeb, popř. i nižší ziskovosti z egyptských či jihoafrických závodů.
- **Růst výrobní kapacity:** V našem ocenění počítáme s další výstavbou nových závodů a postupným zvyšováním výrobní kapacity. Případná nižší ziskovost firmy by mohla vést k nedostatečnému poklesu zadlužení a tím oddálení nové výstavby. Rozhodnutí managementu dále nerozšiřovat svoji výrobní kapacitu by se výrazně negativně projevilo na našem ocenění.
- **Klientské portfolio:** Trh osobní hygieny je relativně koncentrovaný a stejně tak klientské portfolio PFNonwovens. Problémy s jediným klíčovým klientem mohou ohrozit ziskovost společnosti.
- **Konkurence:** Očekávaný růst trhu osobní hygieny může přilákat nové výrobce, zvýšit konkurenci a tlačit na další pokles marží.
- **Dodavatel technologie:** PFNonwovens je závislý na jediném dodavateli technologie a technické podpory. Reicofil je světovým lídrem v této oblasti. Taková závislost může ohrozit ziskovost PFNonwovens, pokud by se dodavatel rozhodl změnit podmínky podpory. Kromě toho se mohou technologie jiných výrobců ukázat jako efektivnější než Reicofil.
- **Neočekávané přerušení výroby:** Výrobní linky PFNonwovens pracují nepřetržitě a takřka se 100% využitím. Významnější přerušení výroby by mohlo mít dopad na ziskovost i tržby.
- **Devizové riziko:** Největším rizikem z pohledu pohybu měnových kurzů je vnitropodniková půjčka v EUR poskytnutá dceřiným společností v Egyptě, které vedou účetnictví v USD. Oslabování dolaru vede ke kurzovým ztrátám, které se následně promítnou do konsolidovaných čísel. Rizikem jsou i emitované eurové dluhopisy v českých entitách.
- **Likvidita akcií a stažení z burzy:** Majoritní vlastník má dostatečně vysoký podíl, aby prosadil na valně hromadě stažení akcií z burzy. Tím by se staly akcie pro minoritní akcionáře velmi nelikvidní.

Rizika ve prospěch vyššího ocenění

- **Struktura portfolia produktů:** Za pozitivní riziko považujeme rychlejší postup v optimalizaci výrobního procesu a přesun k technologicky náročnějším produktům, což má příznivý dopad na vývoj marží.
- **Rychlejší rozšiřování výrobních kapacit v ČR:** Předpokládáme, že v České republice, odkud míří většina produkce do Evropy, je PFNonwovens schopna díky technologicky vyspělejším materiálům vyrábět s vyšší marží. Dynamičtější expanze v ČR by se tak mohla promítnout do rychlejšího růstu marží.
- **Synergie v souvislosti s akvizicí PFNonwovens US:** Spolupráce s americkou společností PFNonwovens US by mohla přinést úsporu nákladů v oblasti nákupů vstupních surovin nebo technologického vývoje.

Finanční údaje PFNonwovens 2015 – 2022f

mil. CZK	2015	2016	2017	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f
OCENĚNÍ								
P/E (x)	16,9	19,3	20,9	13,8	14,6	11,8	11,3	10,8
Price/cash flow (x)	18,2	6,4	14,5	6,8	6,3	7,3	6,1	5,9
Price/FCFF (x)	57,2	11,7	-37,5	28,2	14,1	11,7	10,6	8,1
Price/book value (x)	1,6	1,6	1,7	1,7	1,6	1,4	1,3	1,1
EV/výnosy (x)	2,0	2,1	2,1	2,2	2,0	1,7	1,6	1,5
EV/EBITDA (x)	10,3	9,7	10,5	9,9	9,4	7,8	7,4	6,7
EV/IC (x)	1,6	1,6	1,7	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4
Dividendový výnos, brutto (%)	4,1	4,4	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

ÚDAJE NA AKCII (CZK)								
EPS (upr.) *	43	40	39	67	63	78	82	85
Cash flow	40	119	57	136	148	127	152	156
Vlastní kapitál (book value)	459	489	474	534	582	658	732	810
Hrubá dividendenda	30	34	33	0	0	0	0	0

VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT								
Tržby	5 636	5 187	5 736	6 028	6 520	7 261	7 476	7 692
EBITDA	1 081	1 145	1 160	1 317	1 368	1 579	1 617	1 667
Depreciace a amortizace (bez GW)	-395	-405	-451	-473	-515	-574	-583	-600
EBITA	686	740	708	844	853	1 006	1 034	1 067
Amortizace goodwillu	0	0	0	0	0	0	0	0
Čisté úrokové náklady	-218	-197	-192	-171	-169	-160	-152	-143
Mimořádné neprovozní položky	238	-86	-199	-108	-164	-28	-84	-77
Daň z příjmu	-110	-163	-107	-73	-99	-155	-152	-161
Menšinové podíly	0	0	0	0	0	0	0	0
Jiné	3	4	5	6	7	8	9	10
Vykázaný čistý zisk	596	295	212	492	422	663	646	686
Upravený čistý zisk *	359	381	410	600	586	690	730	763

VÝKAZ CASH FLOW								
EBITDA	1 081	1 145	1 160	1 317	1 368	1 579	1 617	1 667
Změna provozního kapitálu	602	-166	561	49	-33	299	119	122
Jiné provozní CF	-1 317	67	-1 223	-175	-40	-767	-404	-420
Provozní CF	366	1 046	498	1 190	1 294	1 111	1 333	1 369
Čisté kapitálové výdaje	-252	-569	-684	-908	-729	-433	-579	-383
Investiční CF	-252	-569	-684	-908	-729	-433	-579	-383
CF z finančních aktivit	397	-581	1 044	-1 694	-623	-441	-527	-578
Čistá změna hotovosti	511	-105	858	-1 411	-58	237	226	409

ROZVAHA								
Dlouhodobá aktiva	7 282	7 489	7 399	7 888	8 139	8 010	8 068	7 943
z toho Nehmotná aktiva	2 384	2 429	2 477	2 492	2 529	2 541	2 604	2 696
Pracovní kapitál	1 851	1 686	2 247	2 295	2 262	2 561	2 680	2 803
Vlastní kapitál	4 235	4 288	4 155	4 681	5 103	5 766	6 412	7 098
Menšinové podíly	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezervy	0	0	0	0	0	0	0	0
Čisté zadlužení	-4 427	-4 344	-4 974	-4 943	-4 749	-4 272	-3 818	-3 145
Enterprise value	11 174	11 087	12 170	13 043	12 849	12 372	11 918	11 245

Pozn.: * bez mimořádných položek (zejména kurzové změny) a goodwillu
 Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PFNonwovens

Poměrové ukazatele PFNonwovens 2015 – 2022f

	2015	2016	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f
ZISKOVOST								
ROIC (%)	9,1	4,3	3,0	6,5	5,3	8,1	7,8	8,3
ROE (%)	14,2	6,9	5,0	11,1	8,6	12,2	10,6	10,2
ROA (%)	5,8	2,8	1,9	4,4	3,9	5,9	5,6	5,7
ROS (%)	7,0	6,8	6,0	9,7	8,5	9,4	9,6	9,7
MARŽE								
Hrubá marže (%)	25,8	28,8	27,1	27,6	26,8	27,2	27,4	27,6
EBITDA marže (%)	19,2	22,1	20,2	21,8	21,0	21,7	21,6	21,7
Provozní marže (%)	12,2	14,3	12,4	14,0	13,1	13,8	13,8	13,9
Čistá marže (%)	10,6	5,7	3,7	8,2	6,5	9,1	8,6	8,9
DYNAMIKA RŮSTU								
Tržby (%)	-3,3	-8,0	10,6	5,1	8,2	11,4	3,0	2,9
EBITDA (%)	-9,4	6,0	1,3	13,5	3,9	15,4	2,4	3,1
Provozní zisk (%)	-15,7	7,9	-4,3	19,1	1,1	17,9	2,8	3,2
Vykázaný čistý zisk (%)	-11,5	-50,6	-28,2	132,6	-14,3	57,0	-2,5	6,2
Upravený čistý zisk (%) *	-26,4	6,2	7,7	46,2	-2,4	17,9	5,8	4,5
Zisk na akcii (%)	-22,2	-7,9	-1,8	70,5	-5,4	23,5	4,3	4,7
FINANCOVÁNÍ								
Čistý dluh / vlastní kapitál (%)	122,5	116,6	156,1	107,8	93,9	79,0	67,5	57,2
Čistý dluh / EBITDA upr. (%) *	4,1	3,8	4,3	3,8	3,5	2,7	2,4	1,9
Úrokové krytí (x)	4,9	5,7	6,0	7,5	7,9	9,7	10,4	11,4
Výplatní poměr (%)	41,5	49,6	98,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Pozn.: * bez mimořádných položek (zejména kurzové změny) a goodwillu
 Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, PFNonwovens

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Ekonomové



Viktor Zeisel
(420) 222 008 523
viktor_zeisel@kb.cz



Monika Junicke
(420) 222 008 509
monika_junicke@kb.cz



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz



Jakub Matějů
(420) 222 008 598
j_mateju@kb.cz

Akčioví analytici



Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz



Jiří Kostka
(420) 222 008 560
jiri_kostka@kb.cz



Sektory
David Kocourek
(420) 222 008 569
david_kocourek@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Hlavní ekonom SG Poland



Jaroslaw Janecki
(48) 225 284 162
jaroslaw.janecki@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank



Evgeny Koshelev
(7) 495 725 5637
evgeny.koshelev@rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG



Florian Libocor
(40) 213 016 869
florian.libocor@brd.ro

Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG



Carmen Lipara
(40) 213 014 370
carmen.lipara@brd.ro

Ekonom



Ioan Mincu
(40) 213 014 472
george.mincu-radulescu@brd.ro

Akčiový analytik



Laura Simon, CFA
(40) 213 014 370
laura.simon@brd.ro

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



Klaus Baader
(852) 2166 4095
klaus.baader@sgcib.com

Eurozóna



Michel Martinez
(33) 1 4213 3421
michel.martinez@sgcib.com



Anatoli Annenkov
(44) 20 7762 4676
anatoli.annenkov@sgcib.com



Yvan Mamalet
(44) 20 7762 5665
yvan.mamalet@sgcib.com



Velká Británie
Brian Hilliard
(44) 20 7676 7165
brian.hilliard@sgcib.com

Severní Amerika



Stephen Gallagher
(212) 278 4496
stephen.gallagher@sgcib.com



Omair Sharif
(1) 212 278 48 29
omair.sharif@sgcib.com



Latinská Amerika
Dev Ashish
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.com



Indie
Kunal Kumar Kundu
(91) 80 6716 8266
kunal.kundu@sgcib.com

Čína



Wei Yao
(33) 1 57 29 69 60
wei.yao@sgcib.com



Japonsko
Takuji Aida
(81) 3-6777-8063
takuji.aida@sgcib.com



Arata Oto
(81) 3 6777 8064
arata.oto@sgcib.com



Korea
Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@sgcib.com

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



Brigitte Richard-Hidden
(33) 1 42 13 78 46
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



Guy Stear
(33) 1 41 13 63 99
guy.stear@sgcib.com

Fixed Income



Adam Kurpiel
(33) 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@sgcib.com



Bruno Braizinha
(1) 212 278 5296
bruno.braizinha@sgcib.com



Jean-David Cirotteau
(33) 1 42 13 72 52
jean-david.cirotteau@sgcib.com



Cristina Costa
(33) 1 58 98 51 71
cristina.costa@sgcib.com

Vedoucí strategie sazeb pro Evropu



Jorge Garayo
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb pro USA
Ciaran O'Hagan
(33) 1 42 13 58 60
ciaran.ohagan@sgcib.com



Shakeeb Hulikatti
(91) 80 2802 4380
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com

Měnové kurzy



Kit Juckes
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@sgcib.com



Marc-Henri Thoumin
(44) 20 7676 7770
marc-henri.thoumin@sgcib.com



Kevin Ferret
(44) 20 7676 7073
kevin.ferret@sgcib.com

Měnové deriváty



Olivier Korber
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com



Alvin T. Tan
(44) 20 7676 7971
alvin-t.tan@sgcib.com

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



Jason Daw
(65) 6326 7890
jason.daw@sgcib.com



Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.com



Kiyong Seong
(852) 2166 4658
kiyong.seong@sgcib.com



Marek Dřimal
(44) 20 7550 2395
marek.drimal@sgcib.com

Rozvíjejících se trhů



Régis Chatellier
(44) 20 7676 7354
regis.chatellier@sgcib.com



Bertrand Delgado
+1 212 278 6918
bertrand.delgado-calderon@sgcib.com

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázáni při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícimu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá dozoru České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>

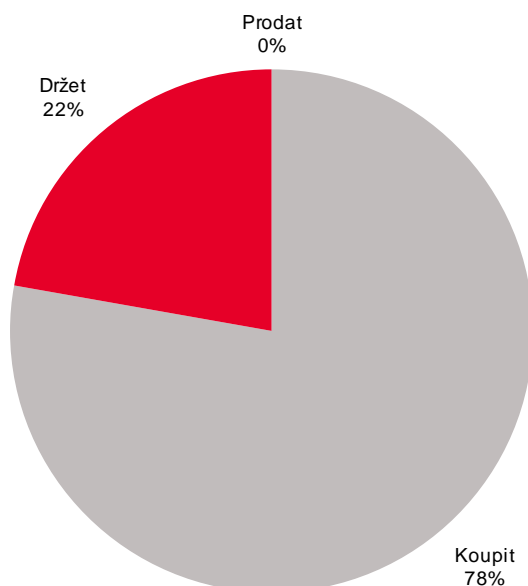
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

Toto doporučení není aktualizováno v pravidelných intervalech. Datum další aktualizace dosud nebylo stanoveno a bude ovlivněno relevantními změnami faktů podstatných pro toto doporučení tak, aby odrazilo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či prémie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení zohledňuje také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v období 3-6 měsíců po vydání doporučení. Cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou tak nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců následujících po období prvních 3-6 měsíců od vydání doporučení. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (9 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Doporučení KB Equity Research pro 12měsíční horizont

KOUPIT: odhadovaný celkový výnos ve výši 15 % a více v horizontu následujících 12 měsíců

DRŽET: odhadovaný celkový výnos ve výši 0 až 15 % v horizontu následujících 12 měsíců

PRODAT: odhadovaný celkový výnos nižší než 0 % v horizontu následujících 12 měsíců

Celkový výnos pro akcionáře znamená odhad cenového zhodnocení akcie plus všechny odhadované peněžní dividendy včetně příjmů z mimořádných dividend vyplacených v následujících 12 měsících. Konkrétní doporučení je určeno podle odhadovaného celkového výnosu uvedeného výše v čase zahájení pokrývání akcie nebo změny doporučení. V mezichase může dojít k cenovým pohybům či jiným situacím na trzích, které mohou implikovat jiné doporučení. Takové mezitímní odchylky od původního doporučení jsou možné, ale jsou předmětem revize KB Equity Research.

Přehled doporučení vydaných KB a vztahy s jednotlivými emitenty

	Avast	CME	ČEZ	Fortuna	Kofola	MONETA Money Bank	O2 CR	PFNonwovens	Philip Morris CR	Vienna Insurance
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů										
Doporučení	koupit	koupit	koupit	konec	koupit	koupit	držet	držet	koupit	koupit
Cílová cena	GBp 342	USD 5	CZK 620	pokrývání	CZK 484	CZK 93	CZK 270	CZK 924	CZK 17546	EUR 27
Datum	15.6.2018	27.7.2017	11.6.2018	9.5.2018	26.9.2018	6.3.2018	18.9.2017	26.10.2018	22.8.2017	11.9.2018
Cena v den publikace	GBp 214	USD 4,3	CZK 557	CZK 206	CZK 282	CZK 84,4	CZK 273	CZK 918	CZK 15500	EUR 23,3
Investiční horizont	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců
Autor	J. Kostka	J. Kostka	M. Frayer	J. Kostka	J. Kostka	M. Frayer	M. Frayer	M. Frayer	J. Kostka	M. Frayer
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)										
Doporučení		koupit	koupit	prodat		koupit	držet	v revizi	držet	koupit
Cílová cena		USD 4,2	CZK 542	CZK 198		CZK 90	CZK 267	v revizi	CZK 13500	EUR 26
Datum		27.4.2017	20.9.2017	4.1.2018		17.8.2017	31.1.2017	17.5.2018	25.5.2017	3.3.2017
Doporučení		koupit	držet	koupit		koupit	koupit	prodat	koupit	
Cílová cena		USD 3,7	CZK 448	CZK 198		CZK 95	CZK 267	CZK 876	CZK 13500	
Datum		10.3.2017	14.9.2016	30.11.2017		9.6.2017	9.12.2016	13.9.2017	13.6.2016	
Doporučení			koupit	v revizi		koupit	držet	prodat		
Cílová cena			CZK 420	v revizi		CZK 90	CZK 260	CZK 876		
Datum			12.2.2016	9.11.2017		6.9.2016	22.3.2016	13.9.2017		
Doporučení				držet				držet		
Cílová cena				CZK 128				CZK 876		
Datum				12.6.2017				19.4.2017		
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF DDM ERM	DFCF DDM	DFCF	DDM	DDM ERM
Četnost doporučení	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty										
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem	Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny.									
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Pozn.: DFCF – Model diskontovaného volného cash flow, DDM – Dividendový diskontní model, ERM – Excess return model

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Do uvedeného přehledu nezahrnujeme naše jednorázová krátkodobá doporučení založená na analýzách Sociétés Générale.