



autor: Michał Krajczewski, CFA

data sporządzenia: 07.11.2016 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
34,50	2 232,2	50,04%	89,2	22,3	1,97

Pfleiderer Group posiada 5 fabryk w Niemczech oraz 4 fabryki w Polsce i jest jednym z europejskich liderów w produkcji płyt drewnopochodnych.

Wyniki kwartalne	wyniki raportowane			wyniki porównywalne			3Q '16	3Q '16 - konsensus	różnica
	3Q '16	3Q '15	r/r	3Q '16	3Q '15	r/r			
Przychody	237,3	89,4	165,5%	237,3	244,4	-2,9%	237,3	242,4	-2,1%
EBITDA oczyszczona	36,5	13,2	176,5%	36,5	31,6	15,7%	36,5	-	-
<i>marża EBITDA</i>	15,4%	14,8%		15,4%	12,9%		15,4%	-	
EBITDA	25,4	11,2	126,8%	25,4	26,7	-4,8%	25,4	28,3	-10,2%
<i>marża EBITDA</i>	10,7%	12,5%		10,7%	10,9%		10,7%	11,7%	
EBIT	7,1	7,4	-3,6%	7,1	15,1	-52,9%	7,1	8,8	-18,9%
<i>marża EBIT</i>	3,0%	8,3%		3,0%	6,2%		3,0%	3,6%	
Zysk netto	9,4	5,4	74,7%	9,4	1,1	753,2%	9,4	0,6	1472,7%
<i>marża netto</i>	4,0%	6,0%		4,0%	0,5%		4,0%	0,2%	

Komentarz do wyników

Wyniki podane przez Pfleiderer Grajewo w 3Q'16 oceniamy neutralnie. Choć były one znacznie poniżej rynkowego konsensusu, podobnie jak w poprzednich kwartałach duży wpływ interpretację rezultatów miały zdarzenia jednorazowe. Zwracamy uwagę, iż oczyszczona EBITDA okazała się 15,7% wyższa r/r w ujęciu porównywalnym.

W trzecim kwartale spadek przychodów o 2,9% był, podobnie jak w całym br., pochodną obniżenia obrotów w segmencie Core East o 8,2% r/r. Utrata przychodów wynikała z niższych wolumenów sprzedaży płyt HDF (-13,7 mln EUR w okresie 1-3Q'16) z uwagi na nadpodaż tego produktu na rynku oraz z niższych cen produktów, które wynikały ze znaczącej presji konkurencyjnej ze strony importowanej płyty z kierunku wschodniego. Zarząd dostrzega jednak, iż spadek przychodów w segmencie Core East powinien być zatrzymany. W samym 3Q'16 ubytek przychodów w obszarze MDF wyniósł jedynie 1,5 mln EUR. Na przychody negatywnie działały też różnice kursowe (-5,8 mln EUR) z uwagi na osłabienie PLN w stosunku do EUR (Pfleiderer raportuje wyniki w EUR). W segmencie Core West przychody były zbliżone do tych z ubiegłego roku. Spadek cen produktów był zrównoważony wyższymi wolumenami sprzedaży.

Pozytywnym aspektem jest dalsza poprawa rentowności - na poziomie oczyszczonej EBITDA marża wyniosła 15,4%, co zgodnie z naszymi obliczeniami było najwyższym poziomem w ostatnich latach. Spółka korzystała ze spadków cen surowców oraz prawie 100% wykorzystaniu mocy produkcyjnych. W podziale na segmenty, raportowana marża EBITDA w Core West była podobna r/r, w Core East była o 1,7 pkt. proc. wyższa.

Łączne saldo jednorazowych kosztów w 3Q'16 wyniosło -11,1 mln EUR, na co składał się 7,3 mln EUR rezerwy związanej z ograniczeniem zatrudnienia w Niemczech (150 etatów w latach 2017-2018) oraz 3,8 mln EUR rezerwy związanej z potencjalnymi kosztami postępowania antymonopolowego.

Pozytywnie na zysk netto działały natomiast różnice kursowe (+4,9 mln EUR) oraz korzyść podatkowa w wysokości 4,7 mln EUR.

Spółka zdołała poprawić przepływy pieniężne z działalności operacyjnej - w 3Q'16 wyniosły one 79,2 mln EUR vs 26,7 mln EUR w 3Q'15 w ujęciu porównywalnym.



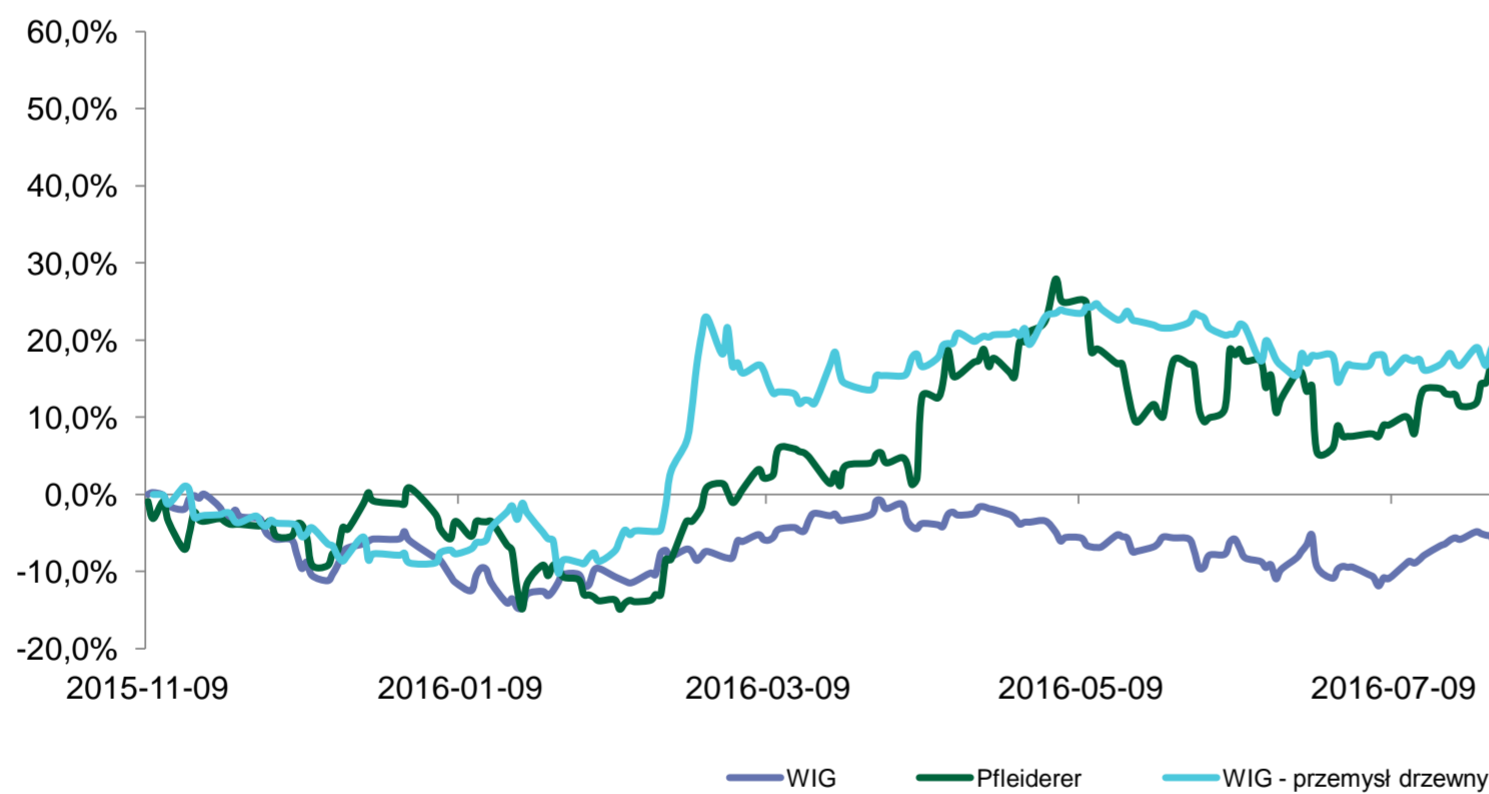
Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

Raportowane wyniki oceniamy neutralnie, z uwagi na znaczący wpływ zdarzeń jednorazowych.

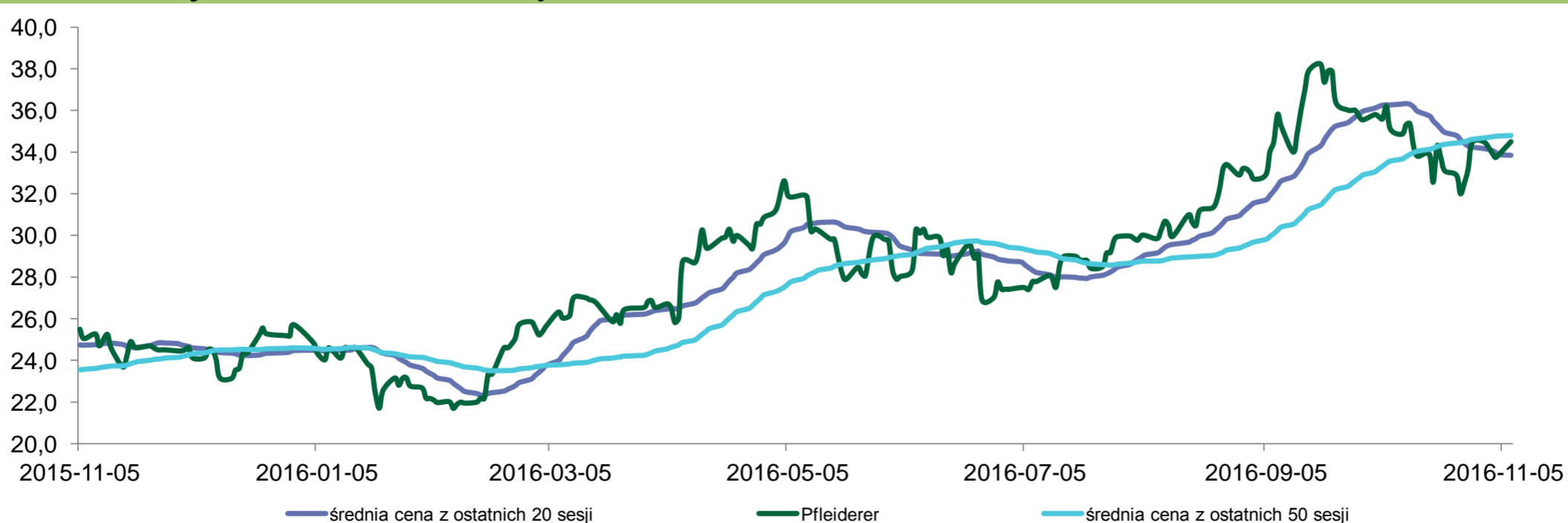
Podtrzymujemy naszą pozytywną ocenę Pfleiderer Grajewo z uwagi na następujące fakty:

- Zgodnie z oczekiwaniami realizowane są synergie związane z połączeniem (16,4 mln EUR po 3Q'16 w porównaniu do 6,2 mln EUR po 1H'16 z 30 mln EUR planu w horyzoncie 2018 r.). Zarząd nie wyklucza, iż łączne synergie mogą przekroczyć planowane 30 mln EUR
- Podtrzymane zostały oczekiwania niskiego, dwucyfrowego wzrostu oczyszczonej EBITDA w 2016 r.
- Zarząd nie spodziewa się dalszych, jednorazowych kosztów w kolejnych kwartałach.
- Pod koniec 1Q'17 zaprezentowana ma zostać nowa strategia obejmująca lata 2017-2020, która ma opisać wykorzystanie nowej, wspólnej kolekcji.
- Spółka w dalszym ciągu redukuje zadłużenie - po 2Q'16 wskaźnik długu netto do oczyszczonej EBITDA wyniósł 1,88x przy 1,96x po 1Q'16. Zarząd pracuje również nad refinansowaniem obligacji high-yield wyemitowanych przez niemiecką spółkę, co przyniosłoby znaczące oszczędności finansowe, które szacujemy na co najmniej 10 mln EUR rocznie.
- Kontynuowane są inwestycje w optymalizację i zwiększenie produkcji w obszarze tzw. value-added products. W 3Q'16 zakończony został projekt nowej linii lakierniczej w Grajewie. Z uwagi na pozytywną ocenę rynku przez Zarząd, 10 mln EUR ma być przeznaczony na zwiększenie o 10% mocy produkcyjnych w Neumarkt.

Pfleiderer vs WIG vs WIG - przemysł drzewny



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego telefon adres email

Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	k.choromanski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórne telefon adres email

Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 329 43 24	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego telefon adres email

Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
-----------------	--------------	--

Internetowe serwisy transakcyjne

bmBGZ.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

eIPO.bmBGZ

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA - (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgowa) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf