



## Pfleiderer- Komentarz do wyników za 1Q'18

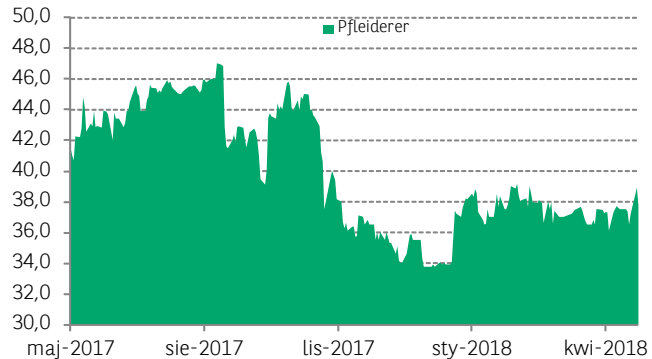
Michał Krajczewski, CFA +48 22 507 52 91, [michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl](mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl)

analityk: Michał Krajczewski, CFA

2018-05-16

### Podstawowe dane o spółce

Cena	37,75
Kapitalizacja (mln zł)	2 442,5
Free float	51,1%
Wartość dzienna obrotów (tys PLN)	342,0
P/E	38,9
EV/EBITDA	6,73



### Wyniki 1Q18

mln PLN	1Q'18	1Q'17	r/r	1Q'18	BGŻ BNP	różnica	1Q'18	kons. PAP	różnica
<b>Przychody</b>	<b>268,8</b>	<b>252,4</b>	6,5%	<b>268,8</b>	<b>270,4</b>	-0,6%	<b>268,8</b>	<b>269,9</b>	-0,4%
Core West	194,1	182,3	6,5%	194,1	196,9	-1,4%			
Core East	99,5	92,9	7,1%	99,5	95,6	4,1%			
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>62,7</b>	<b>59,6</b>	5,2%	<b>62,7</b>	<b>62,8</b>	-0,1%			
marża brutto ze sprzedaży	23,3%	23,6%		23,3%	23,2%				
<b>EBITDA</b>	<b>36,5</b>	<b>30,6</b>	19,4%	<b>36,5</b>	<b>33,7</b>	8,2%	<b>36,5</b>	<b>34,4</b>	6,1%
marża EBITDA	13,6%	12,1%		13,6%	12,5%		13,6%	12,7%	
Core West	26,4	22,8	15,9%	26,4	24,6	7,3%			
marża EBITDA	13,6%	12,5%		13,6%	12,5%				
Core East	10,1	7,7	31,8%	10,1	9,1	10,5%			
marża EBITDA	10,1%	8,2%		10,1%	9,6%				
<b>EBIT</b>	<b>18,0</b>	<b>12,4</b>	44,6%	<b>18,0</b>	<b>15,1</b>	18,8%	<b>18,0</b>	<b>15,1</b>	19,1%
marża EBIT	6,7%	4,9%		6,7%	5,6%		6,7%	5,6%	
<b>Zysk netto</b>	<b>7,3</b>	<b>10,4</b>	-29,2%	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	13,4%	<b>7,3</b>	<b>8,4</b>	-12,7%
marża netto	2,7%	4,1%		2,7%	2,4%		2,7%	3,1%	
<b>Cash flow operacyjny</b>	<b>18,4</b>	<b>11,9</b>	54,4%						

### Komentarz do wyników

Wyniki Pfleiderera oceniamy umiarkowanie pozytywnie – spółka pierwszy raz od dłuższego czasu pozytywnie zaskoczyła wynikami finansowymi, choć odbyło się to głównie na poziomie kosztów SG&A, a nie marży brutto na sprzedaży.

Wyniki powyżej rynkowego konsensusu

Dobra koniunktura w branży meblarskiej oraz budowlanej przekładają się na utrzymanie solidnych wolumenów sprzedaży w obydwu segmentach Pfleiderera. Spółka raportuje stopniowe postępy w podwyżkach cen produktów, jak i zwiększa udział zaawansowanych płyt w przychodach. W efekcie spowolniony został trend z 2H'17 spadku marży brutto na sprzedaży (-0,29 pkt. proc. w 1Q'18). Zysk jest jednak nadal pod wpływem silnie drożących surowców, głównie chemicznych oraz cen energii elektrycznej, a Spółka z opóźnieniem może przenieść wyższe koszty na odbiorców końcowych. We wpływie na EBITDA obserwowany jest już natomiast pozytywny łączny efekt cen i mixu produktowego (+14,6 mln EUR r/r na EBITDA) wobec cen surowców (-10,6 mln PLN).

Poprawa EBITDA z powodu ograniczenia kosztów SG&A, obserwowane zahamowanie spadku mbns

Efekty dają natomiast wprowadzone w 2H'17 działania mające na celu optymalizację kosztów oraz poprawiające efektywność sprzedaży, dzięki którym o 2,1% r/r obniżone zostały koszty SG&A. W efekcie EBITDA wyniosła 36,5 mln EUR (+19,4% r/r).

Spadek zysku netto w ujęciu r/r wynika z zanotowanych w 1Q'17 wysokich różnic kursowych (+7,9 mln EUR). W tym samym czasie saldo kosztów finansowych obniżone zostało o ponad 1 mln EUR, przy niewielkim wzroście podatku.

Zysk netto pod wpływem różnic kursowych

Pozytywnie oceniamy natomiast wygenerowany w kwartale cash flow operacyjny, który był efektem dalszej optymalizacji kapitału obrotowego.

Poprawa OCF w 1Q'18



## Perspektywy 2018 r.

Podtrzymujemy umiarkowanie pozytywną oceną Spółki oczekując pozytywnych efektów na marży brutto na sprzedaży przez realizowane podwyżki cen produktów oraz trwające inwestycje w optymalizację produkcji.

- Zarząd w dalszym ciągu pozytywnie ocenia koniunkturę na głównych rynkach i najważniejszych dla Pfeiderera branżach, co jest odzwierciedlone w silnym portfelu zamówień.
- Ceny surowców notują dalsze wzrosty na początku drugiego kwartału. Poza podwyżkami cen produktów, źródłem poprawy marży ma być dostrzegany przez Zarząd, bardzo duży potencjał w optymalizacji procesów produkcyjnych i kosztów SG&A oraz zwiększenie udziału w sprzedaży produktów value-added. Powyższe działania powinny być wyraźniej widoczne w drugiej połowie roku.
- Zarząd spodziewa się, iż wynik EBITDA w 2018 r. wyraźnie przekroczy obecny konsensus rynkowy (146,7 mln EUR).
- Duży, pozytywny wpływ na wyniki powinny mieć inwestycje. Planowany na 2018 r. CAPEX to ok. 70 mln EUR (76,3 mln EUR przed rokiem). Nowe inwestycje w Leutkirch i Neumarkt, zakończone w 1Q'18 powinny w kolejnych latach dodać 14,6 mln EUR do EBITDA.

Oczekujemy na poprawę marży po podwyżkach cen produktów, dokonanych inwestycjach i optymalizacji kosztów



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Aniol	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	<a href="mailto:adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl">adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl">szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl">marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl">artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>

#### Internetowe serwisy transakcyjne

**SIDOMA WEB**

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

**SIDOMA PROFESSIONAL**

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.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  
OCF - (operating cash flow) = cash flow z działalności operacyjnej



#### Nota prawna

Biuro Maklerskie Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ 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 BGZ 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 jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ 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 (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

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 BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ 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 BGZ 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](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

Autorzy: **Michał Krajczewski**  
nr ewidencyjny: **KW/2018/05/16/PFL/02**  
Data sporządzenia: **2018-05-16**