

poniedziałek, 30 stycznia 2017 | komentarz specjalny

Stelmet – Wyniki 4Q'16 (3Q'16)

Rekomendacja: akumuluj | cena bieżąca: 31,25 PLN | cena docelowa: 33,80 PLN

STE PW; STE.WA | Przemysł drzewny, Polska

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Wyniki Grupy Stelmet w 4Q'16 (3Q'16) były gorsze od naszych oczekiwań na poziomie operacyjnym przede wszystkim za sprawą rezerw na restrukturyzację aktywów w Wielkiej Brytanii (w sumie 6,7 mln PLN) oraz kosztów IPO (2,0 mln PLN). Gdyby oczyścić wynik EBITDA o zdarzenia jednorazowe, to skorygowana rezultat wyniosłby 8,5 mln PLN vs. nasze oczekiwania 14,1 mln PLN (17 mln PLN przy wyniku bez wpływu zdarzeń jednorazowych). Spółka zakładała koszty restrukturyzacyjne w wynikach za 2016/17 rok, ale zostały one przyspieszone. Na odchylenie od prognozowanego wyniku miał spadek marży brutto ze sprzedaży – prawdopodobnie w efekcie osłabienia GBP do PLN. W kolejnych kwartałach warto zauważyć, że wpływ ten neutralizować będą oszczędności po stronie zakupu surowca drzewnego oraz przeniesienia produkcji z Wielkiej Brytanii do Polski. Pozytywnie w ostatnim kwartale zaskoczył przepływ gotówki z działalności operacyjnej (+63,6 mln PLN vs. oczekiwane 35,4 mln PLN). Dług netto okazał się o 16 mln PLN niższy na koniec roku niż zakładaliśmy.

W 4Q'16 (3Q'16) skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy Stelmet wyniosły 111,1 mln PLN i były o 11,3% wyższe od naszych oczekiwań. Wyższa od naszych oczekiwań sprzedaż miała miejsce w segmencie architektury ogrodowej (+15% vs. nasze prognozy) oraz produktu ubocznego (+23% vs. nasze prognozy). Niższa sprzedaż była w segmencie sprzedaży pelletu (-16% vs. nasze szacunki). Spółka w 4Q'16 (3Q'16) zakupiła 113,7 tys. m³ drewna, czyli o 15,9% więcej niż zakładaliśmy. Średnia cena sprzedaży wyniosła 263,7 PLN/m³ (zakładaliśmy 263,0 PLN/m³).

Wyniki finansowe Stelmet w 3Q'16

(mln PLN)	4Q'16	4Q'15	zmiana	4Q'16P	różnica	2017P	2016	zmiana
Przychody	111,1	123,7	-10,2%	99,8	11,3%	599,0	567,3	1,6%
EBITDA	4,1	12,2	-66,4%	14,1	-71,1%	105,2	82,4	12,6%
marża EBITDA	3,7%	9,8%	-	14,1%	-	17,6%	14,5%	-
EBIT	-1,4	7,2	-119,3%	9,0	-115,4%	67,7	61,7	-11,4%
Zysk brutto	10,8	6,4	69,7%	18,3	-41,1%	63,8	71,7	0,0%
Zysk netto	21,0	-1,9	-	14,9	41,7%	57,3	68,2	-3,5%

Źródło: Stelmet, PAP, Dom Maklerski mBanku

Wynik EBITDA Grupy Stelmet w 4Q'16 (3Q'16) wyniósł 4,1 mln PLN i był obciążony szeregiem czynników o charakterze jednorazowym. W 4Q'16 (3Q'16) Spółka zawiązała rezerwę na poczet kosztów restrukturyzacyjnych aktywów w Wielkiej Brytanii na 6,7 mln PLN (większość kosztów miała zostać poniesiona w kolejnym roku obrotowym, ale rezerwa została przyspieszona) oraz koszty IPO (2,0 mln PLN). Pozytywnie na wynik w 4Q'16 (3Q'16) wpłynęła korekta składki wypadkowej za poprzednie lata w kwocie 1,2 mln PLN. W sumie, gdyby wykluczyć powyższe zdarzenia, to skorygowany wynik EBITDA wyniósłby 8,5 mln PLN. W naszej prognozie zakładaliśmy, że koszty jednorazowe wyniosą 2,9 mln PLN. Tym niemniej Spółka w ostatnim kwartale roku obrotowego zanotowała spadek skonsolidowanego wyniku brutto ze sprzedaży z 35 mln PLN na 25 mln PLN (spadek marży brutto ze sprzedaży z 28,5% do 22,6%). Mogło mieć na to wpływ osłabienie GBP do PLN. Na wyniki negatywny wpływ miała również wyższa o 0,4 mln PLN amortyzacja.

Na poziomie wyniku brutto Spółka zaksięgowała wyraźnie wyższe, pozytywne różnice kursowe z tytułu przeszacowania zadłużenia w walutach obcych (przede wszystkim zadłużenia w GBP). Wpływ na to miały również zyski z wyceny oraz realizacji instrumentów finansowych.

Dług netto na koniec 4Q'16 (3Q'16) wyniósł 213,6 mln PLN i był niższy niż zakładaliśmy w naszych prognozach o 16,7 mln PLN (+0,57 PLN/akcja do wyceny). Przepływ gotówki z działalności operacyjnej był wysoki i wyniósł 63,6 mln PLN vs. 68,2 mln PLN w analogicznym okresie rok wcześniej. W naszych prognozach zakładaliśmy przepływ gotówki na poziomie +35,4 mln PLN.

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub podjęcia zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeleminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konfliktach interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, Zastal S.A., ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ippema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Pskom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PBKM, Stelmet, TXM S.A.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl