

środa, 8 sierpnia 2018 | komentarz specjalny

Pfleiderer Group – Skup akcji własnych

Pozycjonowanie: przeważaj | cena bieżąca: 37,30 PLN

PFL PW; PFLP.WA | Przemysł drzewny, Polska, Niemcy

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Pfleiderer Group zaprosił do sprzedaży 7,5 mln akcji (11,7% akcji w obrocie) po 40 PLN/akcja (7,2% premii do bieżącej ceny na giełdzie). W przypadku powodzenia wezwania i założeniu, że główni akcjonariusze Strategic Value Partners i Atlantic nie wezmą udziału w sprzedaży swoich walorów free float Pfleiderer spadnie z 43% do 31%, a zadłużenie netto według naszych oczekiwań wzrośnie na koniec 2018 roku do 372 mln EUR (2,7x EBITDA). Naszym zdaniem zwiększenie zadłużenia do poziomu nieco poniżej 3,0x EBITDA nie powinno wpłynąć na bieżącą płynność finansową (odsetki w odniesieniu do EBITDA poniżej

20%), ale spółka stanie się jeszcze bardziej wrażliwa na cykle koniunkturalne (już obecnie produkcja płyty jest bardzo cykliczna). Jeśli wezwanie się powiedzie (a tak zakładamy) i wszystkie akcje własne zostałyby umorzone, to Pfleiderer byłby handlowany na lata 2019-2020 na wskaźnikach P/E 10,5-12,7x oraz EV/EBITDA 5,4-5,7x. Spółka, zakładając maksymalną wypłatę 70% zysku w dywidendzie (aktualna polityka) naszym zdaniem może utrzymać wskaźnik DYield na poziomie ponad 5% (FCF/EV powyżej 6% w latach 2019-2020). Aktualizujemy nasze prognozy o skup akcji własnych i zmianę oprocentowania długu.

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku dla Pfleiderer Group

Rachunek zysków i strat

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody ze sprz.	930	1 006	1 065	1 106	1 147
Laminowana płyta	474	503	531	553	575
HPL	149	161	173	183	192
Surowa płyta wiórowa	158	181	194	199	204
Surowy MDF	93	101	105	108	112
Koszty zarządu	49	52	52	53	54
Koszty sprzedaży	111	132	130	132	135
Poz. dział. operacyjna	-20	-1	0	0	0
EBIT	37	46	61	69	77
marża %	4,0%	4,6%	5,7%	6,2%	6,7%
EBITDA	109	120	136	143	150
marża %	11,7%	11,9%	12,7%	13,0%	13,1%
Wynik brutto	13	30	45	45	56
Wynik netto	15	17	36	36	43

Przepływy operacyjne

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przepływy operacyjne	123	89	120	128	130
Amortyzacja	71	74	75	75	73
Kapitał obrotowy	9	13	-3	-3	-3
Przepływy inw.	-62	-67	-70	-70	-70
CAPEX	-53	-67	-70	-70	-70
Przepływy finansowe	16	-80	-12	-48	-97
Dług	-22	28	111	0	-50
Dywidendy/buy-back	-15	-52	-107	-25	-25
Emisje akcji	81	0	0	0	0
Odsetki od długu	-29	24	-17	-25	-23
Zmiana stanu śr. pien.	78	-58	39	10	-36
Śr. pien. na koniec okr.	98	40	78	88	52
DPS (EUR)	0,23	0,25	0,26	0,39	0,39
FCF	52	57	47	51	55

Zmiana prognoz

	2018P	2019P	2020P
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	-3,7%	-13,8%	-9,5%
Dług netto	+24,2%	+26,4%	+27,3%
DPS	0,0%	-3,7%	-13,8%

Źródło: Pfleiderer Group, prognozy Dom Maklerski mBanku

Bilans

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	955	944	935	950	923
Aktywa trwałe	721	728	714	713	714
Wartość firmy	66	68	68	68	68
Majątek obrotowy	233	217	221	238	209
Zapasy	92	96	103	108	113
Nal. krótkoterminowe	43	36	38	41	43
Środki pieniężne	98	84	78	88	52
Kapitał własny	271	240	113	124	142
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0
Zob. długoterminowe	387	390	503	503	453
Zob. krótkoterminowe	194	207	208	210	212
Dług	341	339	450	450	400
Dług netto	243	255	372	362	348
(Dług netto / Kap. wł.)	90%	106%	329%	293%	245%
(Dług netto / EBITDA)	2,2	2,1	2,7	2,5	2,3

Wskaźniki

	2016	2017	2018P	2019P	2020P
P/E	38,5	33,1	15,9	15,9	13,1
P/CE	6,6	6,2	5,1	5,1	4,9
P/BV	2,1	2,4	5,0	4,6	4,0
P/(BV-goodwill)	2,8	3,3	12,5	10,1	7,6
FCF/EV	6,4%	6,9%	5,0%	5,5%	6,0%
EV/EBITDA	7,5	6,9	6,9	6,5	6,1
EV/EBIT	21,7	17,9	15,4	13,5	11,9
EV/S	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8
CFO/EBITDA	113%	74%	89%	90%	87%
DYield	2,6%	2,9%	3,0%	4,4%	4,4%
Buy-back yield	0,0%	6,3%	15,9%	0,0%	0,0%
Cena (EUR)	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Liczba akcji (mln)	64,7	64,7	64,7	64,7	64,7
MC (mln EUR)	568	568	568	568	568
EV (mln EUR)	811	823	939	930	916

Wskaźniki po umorzeniu akcji własnych

	2016	2017	2018P	2019P	2020P
P/E	38,5	31,5	14,6	12,7	10,5
EV/EBITDA	7,5	6,6	6,6	5,7	5,4
FCF/EV	6,4%	7,1%	5,2%	6,3%	6,9%
P/BV	2,1	2,2	4,6	3,7	3,2
DYield	2,6%	3,1%	3,3%	5,5%	5,5%

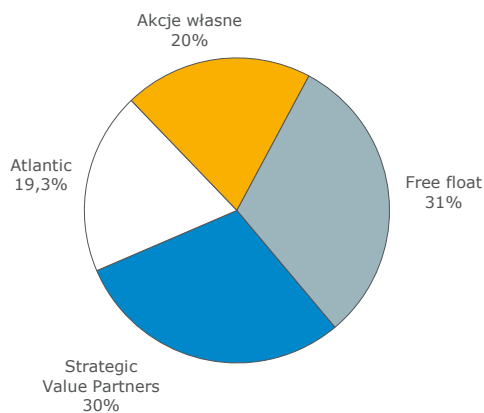
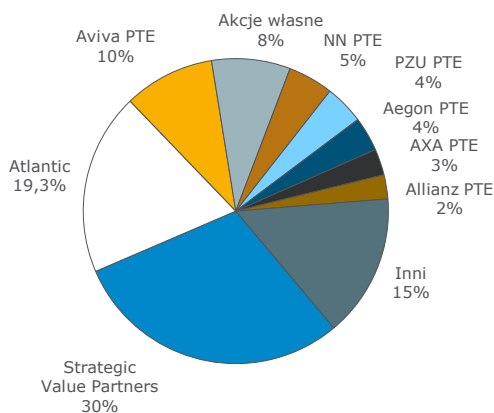
Skup akcji własnych

- Pfleiderer Group ogłosił zaproszenie do składania ofert sprzedaży nie więcej niż **7,5 mln akcji własnych**, (ok. **11,66%** akcjonariatu) **po 40 PLN** za jedną akcję.
- Zapisy** zainteresowanych sprzedażą akcji przyjmowane będą **od 6 do 21 sierpnia**. Przewidywanym dniem zawarcia transakcji zakupu jest 24 sierpnia.
- Nabyte akcje Pfleiderer Group może przeznaczyć do umorzenia, na realizację programu motywacyjnego bądź mogą one być w inny sposób zbyte w celu realizacji potrzeb wynikających z działalności spółki.
- Obecnie **Pfleiderer posiada 5,4 mln akcji własnych**. Wcześniejsze skupy były realizowane po cenach **37,5 PLN/akcja** oraz **47,0 PLN/akcja**. W przypadku powodzenia bieżącego wezwania po **40 PLN/akcja** Pfleiderer posiadać będzie **12,9 mln akcji własnych** odpowiadającym **20%** akcji znajdujących się w obrocie.
- W przypadku umorzenia 20% akcji własnych **udział Strategic Value Partners i Atlantic wzrośnie do 61,2%** (o ile nie wezmą udziału w wezwaniu; jak na razie Strategic Value Partners ogłosił, że nie sprzedaje swoich akcji). Tym samym, po umorzeniu **free float** spadłby do **39%** (z 43% obecnie).
- Zakładamy, że realizacja zadań inwestycyjnych (Capex około **75 mln EUR** w 2018 roku), wypłata dywidendy (około **17 mln EUR**), oraz skup akcji własnych (około **90 mln EUR**) spowoduje wzrost zadłużenia netto o około **117 mln EUR** do poziomu **372 mln EUR**. Według naszych szacunków **zadłużenie netto do EBITDA** wzrośnie do poziomu **2,7x** (najwyżej od 2013 roku), a

wskaźnik pokrycia odsetek EBITDA do **17%** w 2019 roku i **15%** w 2020 roku. Poziom zadłużenia i relacja wartości odsetek do EBITDA naszym zdaniem nie budzą znaczącego ryzyka dla funkcjonowania spółki w obecnym momencie koniunktury, tym niemniej według nas może to zwiększyć ryzyko inwestycji z punktu widzenia inwestorów. Już teraz około 40% popytu na płytę w Europie generowane jest przez branżę budowlaną i producentów podłóg, a pozostałe 60% przez producentów mebli. Osłabienie koniunktury w przyszłości przy powyższym zadłużeniu naszym zdaniem może skutkować dotkliwą przeceną wartości akcji, tym bardziej, że spółka do 2013 roku znajdowała się w restrukturyzacji zarówno operacyjnej, jak i finansowej.

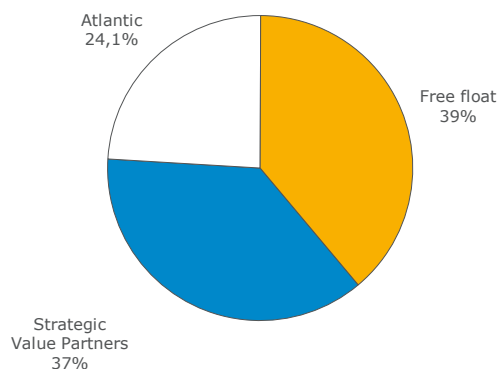
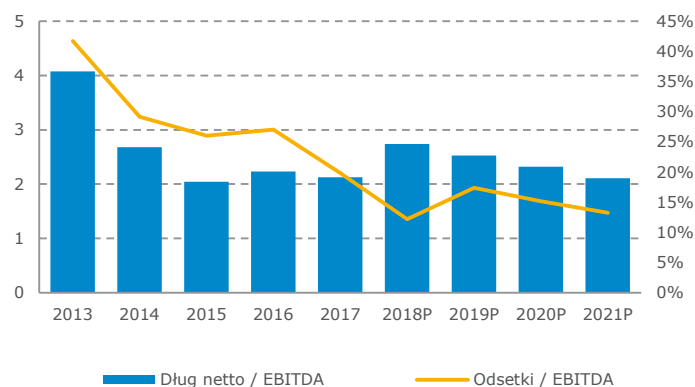
- W naszych kalkulacjach zakładamy, że łączny **koszt odsetek w 2019 roku wzrośnie o 8,3 mln EUR** do poziomu **25 mln EUR** (założenie konserwatywne, kwota może być bliżej 6 mln EUR).
- Zakładamy, że **koszt finansowania w relacji do EBITDA** będzie utrzymywał się w kolejnych latach **poniżej 20%**. Jest to poziom znacznie poniżej tego, jaki miał miejsce w latach 2013-16, kiedy spółka miała na bilansie drogie euroobligacje o kuponie 7,9% rocznie.
- W naszych prognozach zakładamy, że w kolejnych latach Grupa Pfleiderer wypłacać będzie około **70% zysku w dywidendzie** (aktualna polityka dywidendowa), co implikuje **DYield** na lata 2019-20 na poziomie około **5,5%** (skorygowany o akcje własne, z których Grupa nie wykonuje praw udziałowych).

Akcjonariat Grupy Pfleiderer aktualnie (lewy wykres) oraz po skupie akcji własnych (prawy wykres)



Źródło: Pfleiderer Group, Stooq, prognozy Dom Maklerski mBanku

Zadłużenie netto w relacji do EBITDA i relacja odsetek do EBITDA Grupy Pfleiderer (lewy wykres) oraz akcjonariat Grupy Pfleiderer w przypadku umorzenia akcji własnych (prawy wykres)



Źródło: Pfleiderer Group, Stooq, prognozy Dom Maklerski mBanku

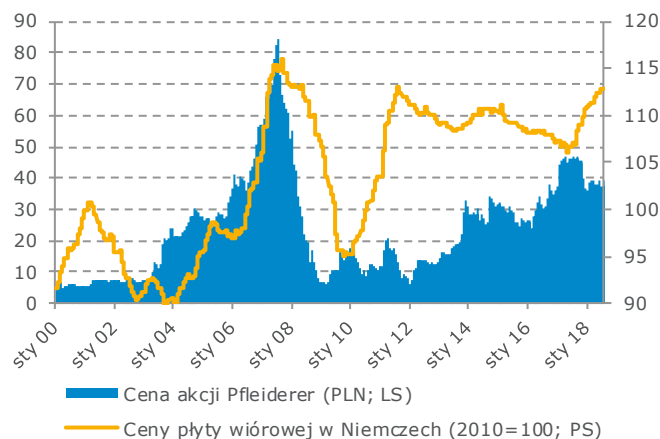
Ceny płyty wyraźnie w górę, ale koszty również wyższe

- **Ceny płyty** drewnopochodnej nieustannie **rosną** i obecnie są o około **6,2% wyższe** od lokalnego dołka zanotowanego w maju 2017 roku.
- Wyższe ceny płyty rekompensują dynamicznie **rosnące** od 2Q'17 koszty **surowców chemicznych** jak melamina czy metanol. Obecnie **odbijają ceny mocznika** (efekt

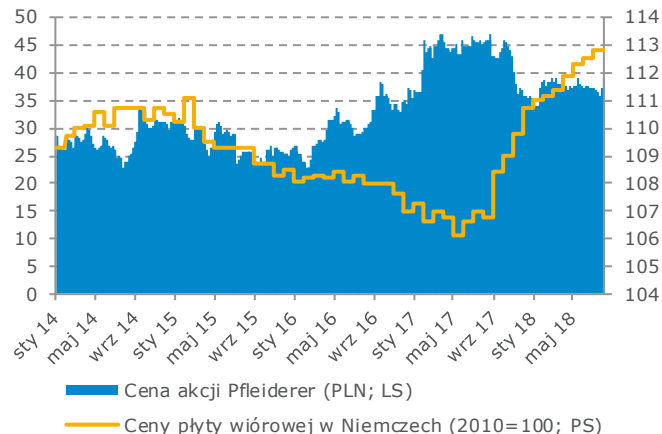
rosnących cen gazu ziemnego) oraz **energii elektrycznej**. Koszty energii naszym zdaniem będą najbardziej opóźniać poprawę marży w kolejnych kwartałach.

- Mimo negatywnego wpływu rosnących kosztów energii i surowców chemicznych oczekujemy, że w kolejnych kwartałach Pfeiderer zanotuje poprawę wartości EBITDA w ujęciu r/r (**pozytywne momentum wynikowe trwa od 1Q'18**).

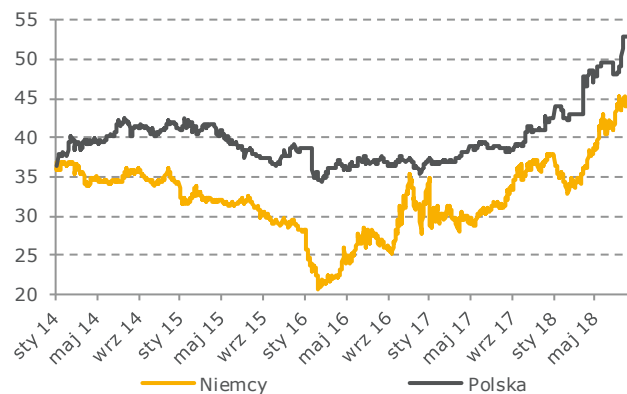
Cena akcji Pfeiderer Grajewo (PLN) oraz notowania płyty drewnopochodnej w Niemczech w latach 2000-18 (lewy wykres) oraz w latach 2014-18 (prawy wykres)



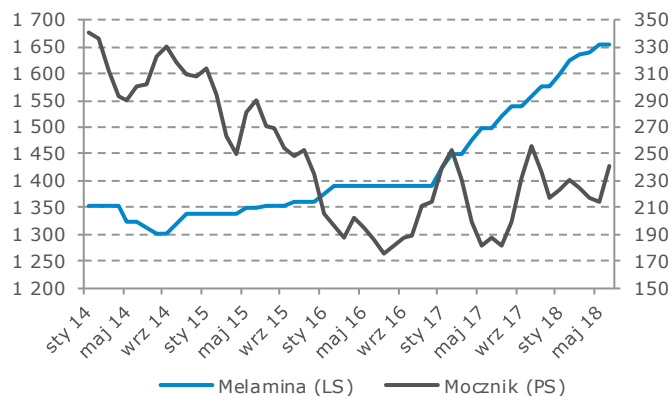
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku



Ceny energii w Niemczech oraz w Polsce (lewy wykres; EUR/MWh) oraz ceny melaminy oraz mocznika (prawy wykres; EUR/t)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku



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
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
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

PRZEWAGAŻENIE (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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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 powstania 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.

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.

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 8 sierpnia 2018 o godzinie 08:35. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 8 sierpnia 2018 o godzinie 08:35.

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., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, 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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

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.

Rekomendacje dotyczące spółki Pflaiderer Group wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-08-08	2018-04-27	2017-11-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	37,30	37,30	36,65

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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