

poniedziałek, 29 lipca 2019 | komentarz specjalny

Pfleiderer Group – Warto rozważyć udział w wezwaniu...

Pozycjonowanie: niedoważaj | cena bieżąca: 28,00 PLN

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

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Spadające dynamicznie ceny płyty drewnopochodnej w Niemczech w V'19 oraz VI'19, przy braku adekwatnego spadku cen surowców, naszym zdaniem będą negatywnie wpływały na wyniki w 2H'19. Obecnie wskaźniki nastrojów w przemyśle meblarskim w Niemczech utrzymują się na najniższym od trzech lat poziomie, co nie wróży szybkiego odwrócenia koniunktury. Dodatkowo Grupa w 2H'19 będzie się musiała zmierzyć z nowymi mocami Egger w Polsce (wzrost potencjału produkcyjnego o 10% w skali kraju i 19% w płycie dla meblarstwa). Wysokie zadłużenie

(3,4x EBITDA'12M na koniec 1Q'19) prawdopodobnie będzie się utrzymywać blisko kowenantów bankowych (3,75x EBITDA) z uwagi na możliwe płatności 10,6 mln EUR zaległych podatków i 9,5 mln EUR kary do UOKiK. Naszym zdaniem Grupie Pfleiderer zajmie co najmniej trzy lata, aby wskaźnik dług netto do EBITDA spadł poniżej 3,0x. Dodatkowo liczymy, że najbliższa wypłata dywidendy będzie mieć miejsce nie szybciej niż w 2021 roku. Nie zmieniamy naszego zalecenia niedoważaj, a ostatnie wzrosty kursu pod wezwanie stanowią okazję do wyjścia z inwestycji.

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku dla Pfleiderer Group

Rachunek zysków i strat

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprz.	1 006	1 062	1 029	1 068	1 106
Laminowana płyta HPL	503	510	485	504	525
Surowa płyta wiórowa	161	170	175	184	191
Surowy MDF	181	202	192	197	202
	101	117	112	117	120
Koszty zarządu	52	50	50	51	51
Koszty sprzedaży	132	132	130	132	135
Poz. dział. operacyjna	-1	-3	0	0	0
EBIT	46	55	33	43	51
marża %	4,6%	5,2%	3,2%	4,0%	4,6%
EBITDA	120	134	112	117	121
marża %	11,9%	12,6%	10,8%	11,0%	11,0%
Wynik brutto	30	24	10	22	31
Wynik netto	17	6	8	17	24

Przepływy operacyjne

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy operacyjne	133	77	90	106	106
Amortyzacja	74	79	78	74	70
Kapitał obrotowy	13	-29	-20	-4	-4
Przepływy inw.	-67	-85	-69	-70	-60
CAPEX	-67	-85	-69	-70	-60
Przepływy finansowe	-80	-37	-23	-71	-54
Dług	28	99	0	-50	-25
Dywidendy/buy-back	-52	-106	0	0	-9
Emisje akcji	0	0	0	0	0
Odsetki od długu	-24	-21	-24	-22	-21
Zmiana stanu śr. pien.	-14	-45	-2	-36	-8
ŚP na koniec okr.	84	39	37	2	-6
DPS (EUR)	0,25	0,26	0,00	0,00	0,13
FCF	36	-38	11	29	42

Zmiana prognoz

	2019P	2020P	2021P
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	-1,8%	-0,5%	-0,5%
Dług netto	+1,5%	-0,2%	-1,5%
DPS	0,0%	-100,0%	-28,9%

Bilans

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	944	902	887	857	851
Aktywa trwałe	728	718	702	700	694
Wartość firmy	68	67	67	67	67
Majątek obrotowy	217	184	185	157	157
Zapasy	96	116	114	119	125
Nal. krótkoterminowe	36	34	33	35	37
Środki pieniężne	84	33	37	2	-6
Kapitał własny	240	133	141	158	174
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0
Zob. długoterminowe	390	478	484	434	409
Zob. krótkoterminowe	207	201	194	195	197
Dług	339	432	432	382	357
Dług netto	255	399	395	381	363
(Dług netto / Kap. wł.)	106%	299%	279%	240%	209%
(Dług netto / EBITDA)	2,1	3,0	3,5	3,2	3,0

Wskaźniki

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
P/E	24,8	71,8	52,7	24,9	17,5
P/CE	4,7	5,0	4,9	4,6	4,5
P/BV	1,8	3,2	3,0	2,7	2,4
P/(BV-goodwill)	2,5	6,4	5,7	4,6	4,0
FCF/EV	5,3%	-4,6%	1,3%	3,7%	5,3%
EV/EBITDA	5,7	6,2	7,3	6,9	6,5
EV/EBIT	14,7	15,0	24,6	18,8	15,3
EV/S	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7
CFO/EBITDA	111%	58%	81%	90%	88%
DYield	3,9%	4,0%	0,0%	0,0%	2,0%
Buy-back yield	8,4%	20,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (EUR)	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
Liczba akcji (mln)	64,7	64,7	64,7	64,7	64,7
MC (mln EUR)	424	424	424	424	424
EV (mln EUR)	679	823	819	805	788

Wskaźniki po umorzeniu akcji własnych

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
P/E	23,5	65,9	42,1	20,0	14,0
EV/EBITDA	5,5	5,9	6,6	6,1	5,8
FCF/EV	5,5%	-4,8%	1,5%	4,1%	5,9%
P/BV	1,7	2,9	2,4	2,1	1,9
DYield	4,1%	4,4%	0,0%	0,0%	2,5%

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

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 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – 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.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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 29 lipca 2019 o godzinie 08:48. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 29 lipca 2019 o godzinie 08:48.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, 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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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 branż 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	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-07-26	2019-05-29	2019-04-16		2019-01-30	2018-09-28	2018-08-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	28.00	20.40	25.50	28.40	32.60	36.45	37.30

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 Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

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

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
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