Pfleiderer Group

Trzymaj
(poprzednia: Kupuj)

Ograniczony potencjał wzrostu

Cena docelowa: 27,6 PLN
Potencjał wzrostu: +5%

Po niższych od oczekiwań wynikach za I kw.'19 oraz utrzymujących się negatywnych trendach cenowych na rynku płyty wiórowej obniżamy naszą wycenę do 27,6 PLN akcję z 30,8 PLN poprzednio. Wycena implikuje tylko 6% potencjału wzrostu, więc obniżamy naszą rekomendację do 'Trzymaj' z 'Kupuj'.

Spadki cen surowców szansą na poprawę marż. Drewno, mocznik i metanol są największymi pozycjami kosztowymi w spółce. Biorąc pod uwagę ostatnie trendy w ich cenach, stawiamy tezę, że oszczędności na kosztach surowców będą głównym driverem poprawy wyników w II kw.'19 i mogą dodać ok. 5mln EUR do EBITDY kw/kw. Niesie to jednak ze sobą ryzyko, że klienci będą się domagali obniżek cen. Póki co, spadki cen dotyczą tylko surowej płyty wiórowej. Jeżeli przeniosą się również na płytę laminowaną, presja na rentowność powróci. Co więcej, analiza sytuacji Eggera, największego konkurenta spółki, wskazuje, że szczyt rentowności w obecnym cyklu mamy już raczej za nami i może być trudno zrealizować spółce strategię poprawy marży EBITDA do 16% w 2021 roku. Rynek produkcji mebli w Niemczech przestał rosnąć, a w regionie Europy Wschodniej przybywa mocy produkcyjnych płyt.

Wezwanie. Główny akcjonariusz Strategic Value Partners ogłosił wezwanie na 23,5mln akcji (36,4% spółki) po 25,17 PLN za akcję. Wezwanie potrwa od 1 sierpnia do 16 sierpnia. Warunkiem powodzenia jest nabycie co najmniej 16,7mln akcji (26,1% spółki). Według nas wezwanie ma na celu de facto ściągnięcie spółki z giełdy. SVP posiada obecnie 29,7% spółki, Atlantik 19,3%, a akcje własne stanową 20%. Free-float wynosi więc 31%, poniżej ilości będącej przedmiotem wezwania. Nasza obecna wycena jest 10% wyższa od ceny w wezwaniu, widzimy więc potencjał do jej podniesienia. Niestety spółka publikuje wyniki za 2Q'19 dopiero 11 września, czyli po zakończeniu wezwania. Uważamy, że rynek wolałby je poznać przed decyzją o sprzedaży.

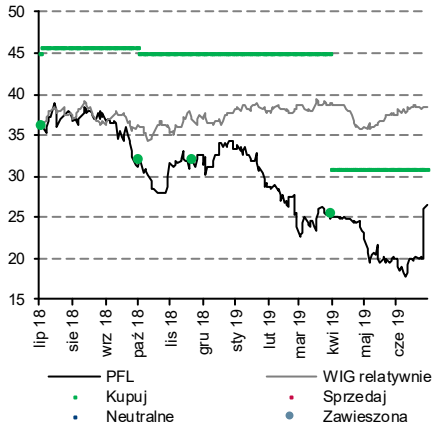
Czynniki ryzyka. Najważniejszymi czynnikami ryzyka operacyjnego są zmiany popytu i podaży oraz cen na rynku płyt wiórowych oraz zmiany cen podstawowych surowców do produkcji (drewno, mocznik, metanol, papier). Do ryzyk prawnych i regulacyjnych należą, m.in.: konsekwencje postępowania antymonopolowego, regulacje odnośnie cen energii w Niemczech, ryzyko utraty certyfikatu FSC oraz przepisy odnośnie emisji formaldehydu przez produkty spółki.

mln EUR	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	930	1 006	1 062	1 050	1 101	1 134
EBITDA	109	120	134	120	144	150
EBITDA skor.	148	127	142	130	144	150
EBIT	37	46	55	27	52	59
Zysk netto	15	17	6	-5	15	21
EPS (EUR)	0,23	0,26	0,11	-0,09	0,29	0,42
P/E (x)	27,2	23,4	54,3	-	21,3	14,9
EV/EBITDA skor. (x)	5,2	5,8	5,6	6,2	5,3	4,8
P/BV (x)	1,5	1,7	2,4	2,5	2,2	2,0
DY (%)	3,7%	4,2%	4,5%	0,0%	0,0%	2,3%

DANE SPÓŁKI

Ticker			PFL
Sektor			Drzewny
Kurs (PLN)			26,40
52 tyg. min/max (PLN)			17,75 / 39,9
Liczba akcji (mln szt.)			64,7
Kapitalizacja (mln PLN)			1 708
Free-float			31,0%
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,10
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	32,3%	6,9%	-27,6%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	2019-04-17	30,80
Kupuj	2018-12-07	45,00
Kupuj	2018-10-18	45,00
Kupuj	2018-07-19	45,80
Kupuj	2018-04-19	45,00
Kupuj	2017-12-08	45,80

AKCJONARIAT

	Udział %
Strategic Value Partners	29,7%
Atlantik	19,3%
NN OFE	9,9%

WAŻNE DATY

Raport za II kw.'19	11.09.2019
Raport za III kw.'19	6.11.2019

ANALITYK

Maciej Marcinowski

Informacje dotyczące dokumentu oraz zastrzeżenia prawne znajdują się w ostatniej części dokumentu.

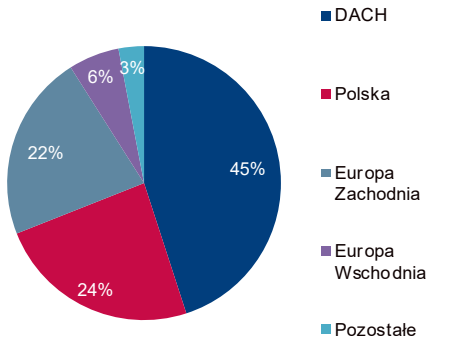
Pfleiderer

Bloomberg ticker PFL PW

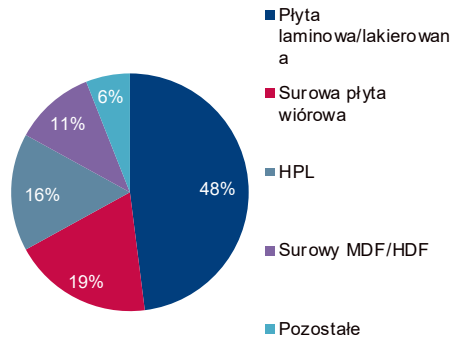
Rekomendacja	**Trzymaj**
Cena docelowa (PLN)	**27,6**
Kurs (PLN)	**26,40**
Potencjał wzrostu	**5%**
Poprzednia rekomendacja	Kupuj
Poprzednia cena docelowa (PLN)	30,8
Liczba akcji (mln)	64,7
Kapitalizacja (mln PLN)	1 708
EV (mln PLN)	2 188

Maciej Marcinowski

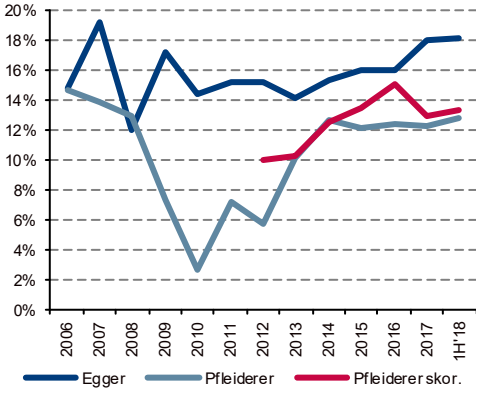
Struktura geograficzna przychodów (2018)



Struktura produktowa przychodów (2018)



Marża EBITDA: Grupa Pfleiderer vs. Egger



Wskaźniki rynkowe	2017	2018	2019P	2020P	2021P
P/E (x)	23,4	54,3	-	21,3	14,9
P/E skor. (x)	18,1	26,9	123,3	21,3	14,9
P/BV (x)	7,3	10,3	10,6	9,5	8,7
EV/EBITDA (x)	6,1	6,0	6,7	5,3	4,8
EV/EBITDA skor. (x)	5,8	5,6	6,2	5,3	4,8
EV/Sprzedaż (x)	1,1	1,2	1,2	1,1	1,0
FCF Yield (%)	18,0%	-2,3%	8,0%	9,1%	13,5%
DY (%)	4,2%	4,5%	0,0%	0,0%	2,3%

Wskaźniki finansowe	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EPS (EUR)	0,26	0,11	-0,09	0,29	0,42
EPS skor. (EUR)	0,34	0,23	0,05	0,29	0,42
DPS (EUR)	0,26	0,28	0,00	0,00	0,15
BVPS (EUR)	3,62	2,57	2,48	2,77	3,04
Liczba akcji skor. (mln)	64,7	51,8	51,8	51,8	51,8
Kapitalizacja skor. (mln EUR)	401	321	321	321	321
EV (mln EUR)	730	796	801	762	716

Rachunek zysków i strat (mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	**1 006**	**1 062**	**1 050**	**1 101**	**1 134**
Koszty wytworzenia	775	824	835	858	881
Zysk brutto ze sprzedaży	231	239	215	242	254
EBITDA	120	134	120	144	150
EBITDA skor.	**127**	**142**	**130**	**144**	**150**
Amortyzacja	74	79	92	92	91
EBIT	46	55	27	52	59
Zysk brutto	30	24	-3	23	32
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0
Zysk netto	17	6	-5	15	21
Zysk netto skor.	**22**	**12**	**3**	**15**	**21**

Rachunek przepływów pieniężnych (mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy z działalności operacyjnej	**133**	**72**	**95**	**98**	**111**
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-67**	**-85**	**-69**	**-69**	**-68**
CAPEX	-60	-79	-69	-69	-68
Przepływy z działalności finansowej	**-79**	**-37**	**-20**	**-20**	**-28**
Dywidenda	-17	-15	0	0	-8
FCF	72	-7	26	29	43
Przepływy pieniężne netto	-14	-50	6	9	16

Bilans (mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	**944**	**902**	**911**	**894**	**880**
Rzeczowe aktywa trwałe	554	559	545	531	517
Wartość firmy	68	67	67	67	67
Wartości niematerialne i prawne	83	79	70	61	52
Gotówka	84	33	39	48	64
Pasywa	**944**	**902**	**911**	**894**	**880**
Kapitał własny	234	133	128	144	157
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0
Zobowiązania oprocentowane	339	432	442	412	382
Dług netto skor.	330	476	480	441	395
Kapitał obrotowy netto	19	50	40	47	46

Wskaźniki operacyjne	2017	2018	2019P	2020P	2021P
wzrost sprzedaży (%)	8%	6%	-1%	5%	3%
wzrost EPS skor. (%)	-49%	-33%	-78%	478%	43%
marża brutto na sprzedaży (%)	22,9%	22,5%	20,5%	22,0%	22,4%
marża EBITDA skor. (%)	12,6%	13,4%	12,4%	13,0%	13,2%
marża EBIT (%)	4,6%	5,2%	2,6%	4,7%	5,2%
marża netto skor. (%)	2,2%	1,1%	0,2%	1,4%	1,9%
ROE skor. (%)	8,8%	8,9%	2,0%	11,1%	14,3%
ROA skor. (%)	2,3%	1,3%	0,3%	1,7%	2,4%
CAPEX/Sprzedaż (%)	6,0%	7,4%	6,6%	6,3%	6,0%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,8	1,0	0,8	0,7	0,7
Dług netto skor./kapitał własny (x)	1,4	3,6	3,7	3,1	2,5
Dług netto skor./EBITDA skor. (x)	2,6	3,4	3,7	3,1	2,6
Cykl konwersji gotówki (dni)	11	12	17	15	16
Cykl rotacji zapasów (dni)	44	47	50	49	49
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	12	12	12	12	12
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	45	47	45	45	45

Źródło: spółka, Trigon DM

Spis treści

Podsumowanie inwestycyjne..... 4

Wycena DCF..... 8

Wycena porównawcza..... 10

Grupa Pfleiderer - model biznesowy i strategia..... 12

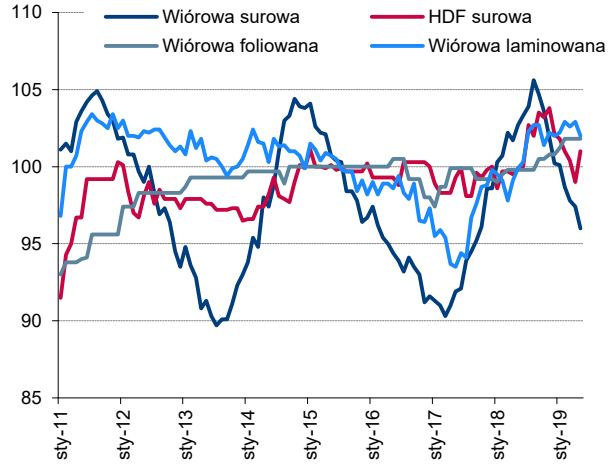
Czynniki ryzyka..... 18

Prognozy finansowe..... 19

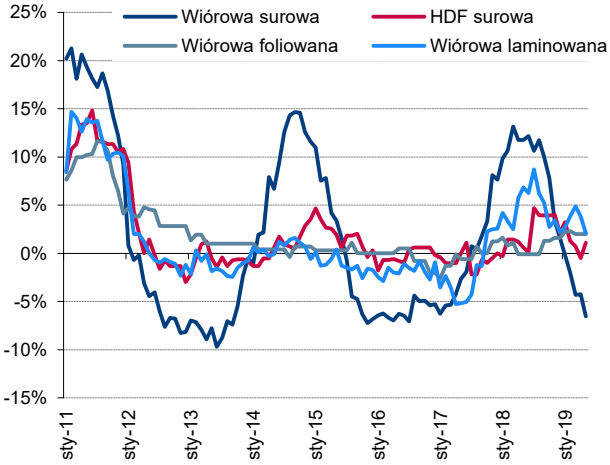
Podsumowanie inwestycyjne

Presja na wyniki przez spadek cen płyty wiórowej

Indeksy cen płyt drewnopochodnych w Niemczech



Indeksy cen płyt drewnopochodnych w Niemczech (r/r)



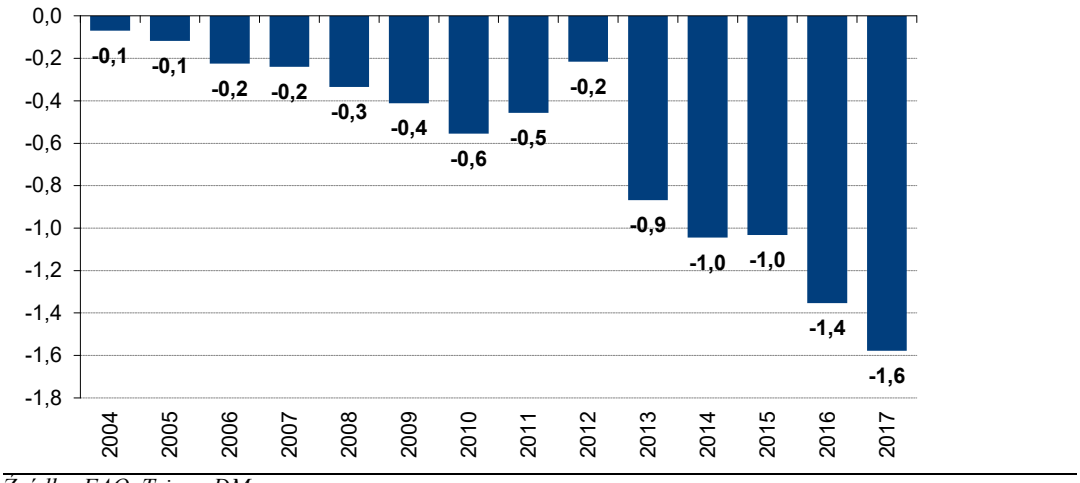
Źródło: Trigon DM, DEstatis

Od września ubiegłego roku ceny surowej płyty wiórowej na niemieckim rynku są w trendzie spadkowym. Ostatni odczyt za maj'19 wskazuje na spadek o 6,5% r/r. Presja cenowa była główną przyczyną spadku wyników spółki, która za I kw.'19 odnotowała tylko 20,8mln EUR EBITDY (-43% r/r). Za część spadku odpowiadał pożar w fabryce w Baruth oraz dodatkowe koszty doradztwa. Niemniej jednak podawana przez spółka skorygowana EBITDA na poziomie 27,9mln EUR również implikuje spadek o 25% r/r i była najniższa w 3-letniej historii spółki. Póki co zmiany cen r/r pozostałych gatunków płyt wiórowych utrzymują się powyżej zera. Jeżeli presja cenowa wystąpi również w płytach laminowanych, spółka odczuje kolejne spadki swojej rentowności, gdyż ten segment jest ważniejszy dla całej grupy kapitałowej.

Nowe zdolności produkcyjne w Polsce

Uważamy, że spadki cen płyty surowej w Polsce są jeszcze silniejsze, na co wpływ miało uruchomienie nowych mocy produkcyjnych przez Forte (500tys. m3 w II kw.'18) oraz oczekiwanie na start fabryki Eggera (650tys. m3 w lipcu'19). Dodatkowo obciąża to wyniki polskich fabryk spółki.

Bilans handlowy płyty wiórowej w Polsce (mln m3)



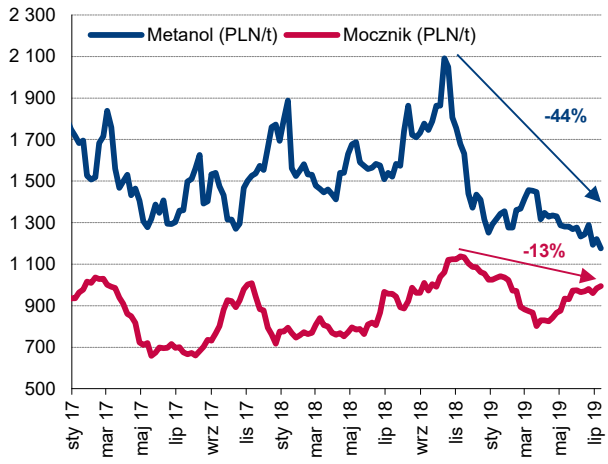
Źródło: FAO, Trigon DM

Biorąc pod uwagę bilans handlowy płyty wiórowej w Polsce (-1,6mln m3 w 2017), dodatkowe moce powinny zostać wchłonięte przez rynek. Niemniej jednak, uważamy, że dotychczasowi duzi eksporterzy płyty

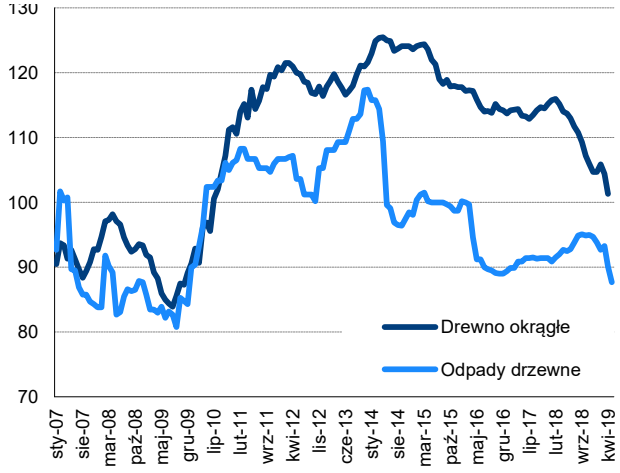
do Polski (Białoruś, Ukraina) nie zrezygnują tak łatwo z tego rynku. Alternatywą dla nich jest rynek rosyjski, na którym również powstają nowe moce, głównie Kronospanu. Co więcej, niedawno Kronospan podjął decyzję o rozbudowie zakładu na Ukrainie.

Spadki cen surowców szansą na poprawę rentowności od II kw.'19

Ceny metanolu i mocznika [PLN/t]



Ceny drewna w Niemczech



Źródło: Trigon DM, DEstatis, Bloomberg

Drewno, mocznik i metanol są największymi pozycjami kosztowymi w spółce. Biorąc pod uwagę ostatnie trendy w ich cenach, stawiamy tezę, że oszczędności na kosztach surowców będą głównym driverem poprawy wyników w II kw.'19 i mogą dodać ok. 5mln EUR do EBITDY kw/kw. Ceny metanolu spadły od szczytu w listopadzie o 44%, natomiast mocznika o 13%. Mogłoby się wydawać, że pozytywny efekt powinien być już widoczny w wynikach za I kw.'19. Niemniej jednak, kwartalne kontraktowanie cen i efekt magazynowy przesuwają ten efekt na II kw.'19. Jeśli chodzi o ceny drewna, ważniejsze dla spółki jest zachowanie cen drewna odpadowego. Spółka zużywa tylko 10-15% drewna okrągłego w Niemczech i 30-40% w Polsce. Od szczytu w listopadzie'18 ceny drewna odpadowego spadły w Niemczech o 8%.

Prognoza wyników za II kw.'19

Zakładamy, że presja cenowa nie pozwoli spółce na poprawę przychodów kw/kw, pomimo powrotu produkcji w Baruth. Niemniej jednak, niższe ceny chemii i drewna przyczynią się do poprawy rentowności. Szacujemy, że EBITDA w II kw.'19 wyniesie 30mln EUR, a na poziomie skorygowanym 33mln PLN, po uwzględnieniu kolejnych 3mln EUR kosztów doradztwa. Porównując wyniki r/r trzeba pamiętać, że od 2019 EBITDA uwzględnia dodatkowe 2,2mln EUR kwartalnie z tytułu wprowadzenia standardu IFRS 16.

Prognoza wyników za II kw.'19

mln EUR	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	r/r	kw/kw
Przychody	268,8	264,4	266,5	262,8	262,3	259,1	*-2%*	*-1%*
EBITDA	36,5	32,9	35,2	29,2	20,8	30,3	*-8%*	*46%*
EBITDA skor.	37,3	33,6	37,3	34,4	27,9	33,3	*-1%*	*19%*
EBIT	18,0	13,9	15,2	7,6	-2,5	7,3	*-47%*	*n.a.*
Zysk netto	7,3	-1,6	9,8	-9,7	-11,0	-0,1	*n.a.*	*n.a.*
P/E trailing 12M	27,7	91,1	28,6	66,3	-	-		
EV/EBITDA trailing 12M	5,4	5,5	5,4	5,3	6,4	6,5		
zmiana przychodów r/r	6,5%	4,3%	8,8%	2,9%	-2,4%	-2,0%		
marża EBITDA	13,6%	12,4%	13,2%	11,1%	7,9%	11,7%		
marża EBIT	6,7%	5,3%	5,7%	2,9%	-	2,8%		
marża netto	2,7%	-	3,7%	-	-	-		

Źródło: dane spółki, Trigon DM

Zmiany prognoz na lata 2019-21

Niższe od oczekiwań wyniki za I kw.'19 oraz kontynuacja spadków cen surowej płyty wiórowej skłaniają nas do obniżenia prognozy EBITDA na ten rok do 120mln EUR. Teoretycznie na kolejne lata nie obniżamy założeń EBITDY, ale wynika to tylko z uwzględnienia dodatkowych 10mln EUR rocznej amortyzacji po zastosowaniu standardu IFRS 16. Na poziomie EBIT i zysku netto korekta prognoz w dół, która przyczyniła się do obniżenia wyceny, jest już widoczna.

Zmiany prognoz spółki na najbliższe 3 lata

	2019P			2020P			2021P		
mln EUR	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	**1 050**	1 068	-2%	**1 101**	1 113	-1%	**1 134**	1 143	-1%
EBITDA	**120**	134	-11%	**144**	144	0%	**150**	147	2%
EBIT	**27**	51	-47%	**52**	61	-16%	**59**	65	-10%
Zysk netto	**-5**	18	-	**15**	26	-42%	**21**	30	-28%

Źródło: Trigon DM

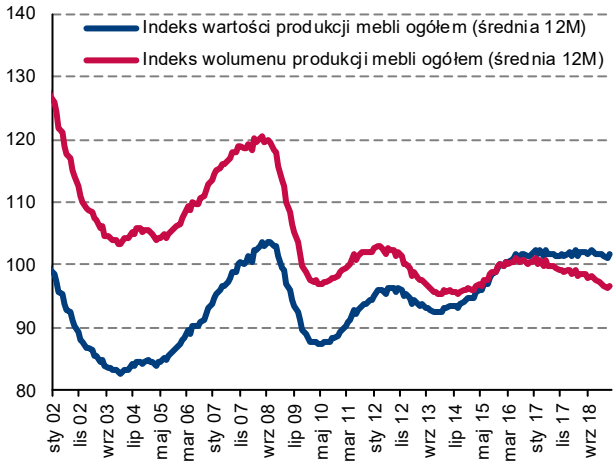
Rynek meblowy w Polsce pozostaje silny, w Niemczech jedyna nadzieja w kuchniach

Produkcja mebli w Polsce rośnie nieustannie od 2013 roku, średnio po 8% rocznie. W ostatnich 3 kwartałach wzrost spowolnił do 4% r/r, ale odczyt majowy na +11% r/r napawa optymizmem. Eksport odpowiada za 85% sprzedaży. Pomimo rekordowej produkcji mebli, przemysł meblarski wciąż ma pole do wzrostu gdyż, po poniesieniu znaczących inwestycji, użycie mocy wytwórczych jest na poziomie 87%.

Charakterystyka niemieckiego rynku meblarskiego jest nieco inna. Pod względem wartości produkcji jest on niemal 4 razy większy niż rynek polski, a na eksport trafia mniej więcej połowa produkcji. W przeciwieństwie do Polski, produkcja pod względem wolumenowym nie rośnie i różnica między wartością, a wolumenem produkcji wciąż się powiększa, co może być w przyszłości odpowiedzialne za przerost mocy na rynku surowej płyty wiórowej. Jest to spowodowane przenoszeniem produkcji tańszych mebli do krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Wspomniane trendy są jeszcze lepiej widoczne na niemieckim rynku mebli kuchennych. Wolumeny kuchni rosną, ale mimo to są 9% niższe niż w 2008, wartościowo natomiast produkcja jest 19% wyższa. To pokazuje, że lokalizacja i koszy pracy nie są istotne w przypadku drogich mebli premium. Producenci mebli kuchennych są głównymi klientami spółki i odpowiadają za ok. 50% sprzedaży do rynku meblowego. Sprzedaż spółki w Niemczech wciąż będzie podążała za niemieckim rynkiem meblarskim, ale z 50% udziałem w meblach kuchennych powinna utrzymać rynek dla swoich produktów o wartości dodanej. Co więcej, główni producenci mebli kuchennych w Niemczech (Nobilia, Leicht, Nolte, Pino, Hacker, Schuller, Schmidt, Rotpunkt) ogłosili plany dwucyfrowego wzrostu mocy produkcyjnych do 2021 roku (względem 2018).

Dynamika wartości produkcji mebli w Polsce

Rynek mebli w Niemczech



Źródło: Trigon DM, DEstatis, GUS

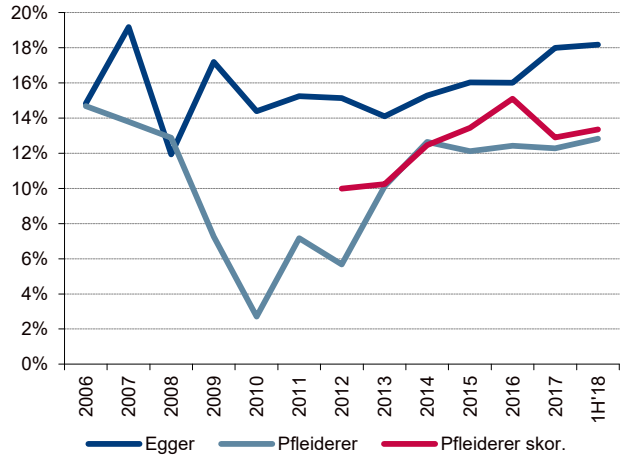
Porównanie do Eggera wskazuje na wychylenie cyklu w górę

Z uwagi na profil i strukturę jakościową produkcji, najbardziej porównywalną spółką do Pfleiderer jest Egger, która nie jest spółką publiczną. Egger posiada 19 zakładów produkcyjnych w 9 krajach (Austria, Niemcy, Francja, Wielka Brytania, Rosja, Rumunia, Turcja, Polska, Argentyna), a dwudziesta fabryka jest w trakcie budowy (USA). Po oddaniu zakładu w Polsce, zdolności produkcyjne spółki to ponad 9mln m3 płyt drewnopochodnych.

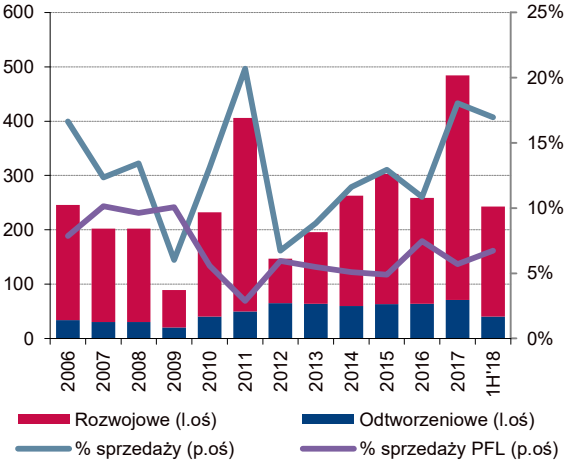
Przed kryzysem sprzedaż Eggera była mniejsza od Pfleiderera, a obie firmy osiągały podobne marże EBITDA, lecz Egger wykorzystał problemy swojego konkurenta. W latach 2010-2011, gdy Pfleiderer przeżywał perturbacje, Egger zwiększył skalę inwestycji co spowodowało ogromny wzrost przychodów (82% wzrostu od 2009 do 2017). Od 2011 Pfleiderer skutecznie zmniejszał lukę w zyskowności między nim a konkurentem, ale na poziomie raportowanym zatrzymał się w ostatnich latach w przedziale 12-13% marży EBITDA, podczas gdy Egger w okresie kwi'18-wrz'18 osiągnął 18,2% rentowności EBITDA w segmencie płyt drewnopochodnych.

Egger wydaje rocznie średnio 10% swoich przychodów na inwestycje rozwojowe, podczas gdy w PFL jest to tylko ok. 2% sprzedaży. Wydaje się więc, że konkurent na dobre odskoczył już od Pfleiderera i trudno będzie mu się zbliżyć do niego rentownością. Co więcej, biorąc pod uwagę historyczne zależności, wydaje się, że Egger jest w cyklicznej górce swoich wydatków inwestycyjnych i rentowności, co może zapowiadać schłodzenie w całej branży płyt drewnopochodnych. W naszych prognozach Pfleiderer osiąga maksymalną marżę EBITDA na poziomie 13,2% w 2021, poniżej 16% zakładanych w swojej strategii.

Marża EBITDA Egger vs. Pfleiderer



CAPEX w Eggerze (mln EUR)



Źródło: Egger, dane spółki, Trigon DM

Wycena DCF

Główne założenia

- Zakładamy stabilne moce produkcyjne spółki. Wykorzystanie mocy w 2019 roku zakładamy na 92-93%, co po części wynika z pożaru w jednej z fabryk w styczniu'19. W dłuższym terminie zakładamy powrót do 96-97%. Zakładamy stopniowy spadek sprzedaży płyty surowej o 1% rocznie na rzecz płyt laminowanych. Moce laminowania nie są ograniczeniem dla spółki.

- Przyjmujemy 5% spadek średniej ceny płyty surowej w 2019 roku. W kolejnych latach zakładamy powrót do przeciętnych wzrostów o 1,5% rocznie. Założenie to jest identyczne dla płyt laminowanych.

- Szacujemy poprawę rentowności EBITDA do 2021 roku, ale tylko do poziomu 13,2%, poniżej celu strategicznego spółki na 16%.

- Zakładamy średnią stawkę podatkową na poziomie 26% (19% w Polsce i 30% w Niemczech).

- W latach 2019-2022 uwzględniamy 10mln PLN dodatkowej amortyzacji wynikającej z wprowadzenia standardu IFRS 16. Odpowiednio skorygowaliśmy poziom długu netto o 40mln PLN. W roku 2024 amortyzacja spada o kolejne 7mln PLN w związku z zakończeniem amortyzacji dla wartości niematerialnych i prawnych (relacje z klientami) powstałych po reorganizacji grupy w styczniu 2016.

- Zakładamy coroczne wydatki inwestycyjne na ok. 70mln EUR rocznie. 1/3 stanowią inwestycje odtworzeniowe, 1/3 wymagania środowiskowe, a tylko 1/3 to wydatki pro-rozwojowe.

- Skonsolidowany dług netto na 31.12.2018 uwzględnia pozabilansowy faktoring w kwocie 77mln EUR oraz korektę o 40mln EUR z tytułu uwzględniania IFRS 16.

- Kurs EUR/PLN w długim terminie ustaliliśmy na poziomie 4,30.

- Liczbę akcji skorygowaliśmy o 20% posiadanych akcji własnych, więc do wyliczeń przyjęliśmy 51,8mln akcji.

- W zgodzie z naszą metodologią, zakładamy dla spółki 6,0% premii za ryzyko jako dla członka indeksu sWIG80.

- Stopa wolna od ryzyka ustanowiona została na poziomie 2,7%, beta na poziomie 1,0x a współczynnik wzrostu po okresie prognozy na 1%.

- Powyższe parametry implikują średni ważony koszt kapitału (WACC) na poziomie 8,3%.

Wycena DCF

mln EUR	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
EBIT	**27**	**52**	**59**	**62**	**64**	**73**	**75**	**77**	**78**	**80**
Stopa podatkowa	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
NOPAT	**20**	**38**	**43**	**46**	**47**	**54**	**55**	**57**	**58**	**60**
Amortyzacja	92	92	91	89	80	73	73	73	73	73
Nakłady inwestycyjne	**69**	**69**	**68**	**69**	**69**	**69**	**69**	**69**	**69**	**73**
Zmiany w kapitale obrotowym	-10	7	-1	2	0	1	1	1	1	1
FCF	**53**	**54**	**67**	**65**	**58**	**57**	**58**	**60**	**61**	**58**
Marża EBITDA skor.	*12,4%*	*13,0%*	*13,2%*	*13,1%*	*12,2%*	*12,1%*	*12,0%*	*11,9%*	*11,9%*	*11,8%*

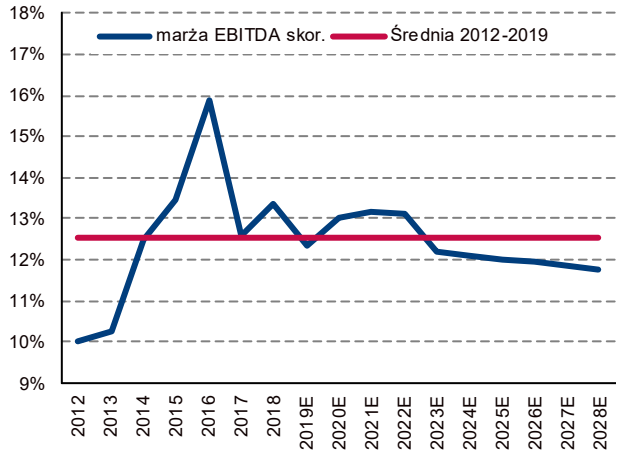
Dług / kapitał własny	354,2%
Stopa wolna od ryzyka	**2,7%**
Premia rynkowa	6,0%
Beta nielewarowana	**1,0**
Koszt długu po podatku	3,8%
Koszt kapitału	24,4%
WACC	**8,3%**
Wartość bieżąca FCF 2019-28	389
Stopa wzrostu FCF po '28	1,0%
Zdyskontowana wartość rezydualna	360
Dług netto (31.12.2018)*	516
Wartość spółki (1.01.2019)	**234**
Miesiąc	7
Liczba akcji (mln szt.)	51,8
Obecna wartość	**267**
Obecna wartość na akcję (EUR)	**5,2**
Cena docelowa 12M (EUR)	**6,4**
Cena docelowa 12M (PLN)	**27,6**

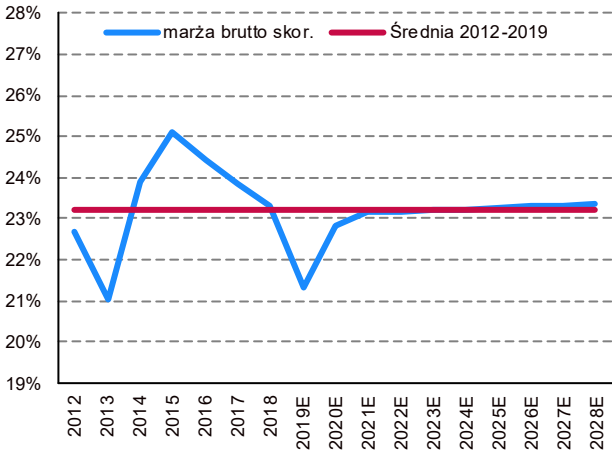
Analiza wrażliwości wyceny

Stopa wzrostu (g) \ Stopa wolna od ryzyka	1,7%	2,2%	2,7%	3,2%	3,7%
0,0%	30,5	26,1	22,1	18,5	15,1
0,5%	33,8	29,0	24,7	20,7	17,1
1,0%	37,6	32,4	**27,6**	23,3	19,4
1,5%	42,1	36,2	30,9	26,2	21,9
2,0%	47,4	40,7	34,8	29,6	24,8

*Źródło: Trigon DM, *raportowany dług netto powiększony o faktoring pozabilansowy 77mln EUR oraz 40mln EUR zobowiązań z tytułu leasingu zgodnie z IFRS 16*

Założenia marżowe dla spółki





Źródło: dane spółki, Trigon DM

Wycena porównawcza

Dla celów wyceny porównawczej, przyjmujemy różne grupy w celu lepszego ukazania ekspozycji spółki zarówno na rynek polski jak i niemiecki.

Grupy porównawcze dla Pfleiderer Group

				Mkt cap	P/E			EV/EBITDA		
Spółka	Kraj	Cena	Waluta	min EUR)	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Grajewo	**POLAND**	**26,10**	**PLN**	**396**	**-82,4**	**26,3**	**18,4**	**7,3**	**6,1**	**5,9**
Polski sektor drzewny										
Fabryki Mebli Forte SA	POLAND	31,90	PLN	179	13,0	11,0	9,8	10,0	9,3	8,9
Stelmet SA	POLAND	6,95	PLN	48	10,2	10,9	10,7	6,7	6,8	6,7
Mediana					***11,6***	***10,9***	***10,2***	***8,3***	***8,1***	***7,8***
Sektor drzewny w Europie Zachodniej										
Howden Joinery Group PLC	BRITAIN	486,50	GBp	3 257	14,6	13,4	12,5	9,5	8,8	8,3
DFS Furniture PLC	BRITAIN	244,50	GBp	579	13,1	11,5	9,9	7,1	6,6	6,0
Leifheit AG	GERMANY	20,55	EUR	206	30,0	20,2	15,7	9,0	7,0	5,9
Nobia AB	SWEDEN	54,35	SEK	877	10,9	10,0	8,7	6,8	6,2	5,8
Tarkett SA	FRANCE	20,16	EUR	1 321	14,9	11,9	10,8	6,9	6,4	6,1
Corticeira Amorim SGPS SA	PORTUGAL	9,92	EUR	1 319	18,0	15,0	13,4	10,9	9,5	8,6
Mediana					***14,7***	***12,7***	***11,7***	***8,1***	***6,8***	***6,1***
Polskie spółki przemysłowe										
Mangata Holding SA	POLAND	68,00	PLN	106	9,1	10,0	9,2	6,0	6,1	5,7
Sanok Rubber Co SA	POLAND	23,80	PLN	150	9,3	8,9	8,5	6,4	6,2	4,8
Grupa Kety SA	POLAND	326,00	PLN	730	12,0	11,2	11,0	8,0	7,6	7,3
Apator SA	POLAND	24,50	PLN	190	10,4	10,1	8,9	6,7	6,5	6,1
Wielton SA	POLAND	8,70	PLN	123	7,9	6,7	6,7	7,2	6,7	6,1
Sniezka SA	POLAND	89,00	PLN	263	18,2	17,5	16,5	11,7	11,0	10,5
Alumetal SA	POLAND	37,00	PLN	134	9,6	9,4	9,2	6,7	6,4	5,8
Amica SA	POLAND	121,00	PLN	220	8,0	7,8	8,0	5,7	5,5	5,3
Mediana					***9,5***	***9,7***	***9,1***	***6,7***	***6,5***	***5,9***
Materiały budowlane DACH										
HeidelbergCement AG	GERMANY	66,60	EUR	13 215	10,4	9,4	8,6	6,7	6,4	6,1
Wienerberger AG	AUSTRIA	21,50	EUR	2 502	11,4	9,9	9,4	6,6	6,2	6,1
LafargeHolcim Ltd	SWITZERLAND	48,41	CHF	27 338	13,5	12,1	11,0	7,3	7,0	6,7
Sika AG	SWITZERLAND	153,30	CHF	19 601	27,3	23,0	20,6	17,2	14,6	13,3
SFS Group AG	SWITZERLAND	77,65	CHF	2 626	14,7	13,9	13,5	8,5	8,0	7,8
Indus Holding AG	GERMANY	37,10	EUR	907	10,6	9,8	9,3	6,5	6,2	5,9
AMAG Austria Metall AG	AUSTRIA	32,00	EUR	1 128	21,9	16,4	n.a.	9,3	8,0	6,7
Arbonia AG	SWITZERLAND	12,10	CHF	758	21,8	17,2	14,3	6,9	6,2	5,6
Zehnder Group AG	SWITZERLAND	35,90	CHF	380	13,3	11,6	10,6	5,9	5,4	5,0
Mediana					***13,5***	***12,1***	***10,8***	***6,9***	***6,4***	***6,1***
Zagraniczni producenci płyt drewnopochodnych										
Mohawk Industries Inc	USA	151,13	USD	9 713	14,2	12,6	10,9	9,0	8,3	7,5
Boise Cascade Co	USA	26,14	USD	904	15,2	11,9	10,0	7,3	6,6	5,8
Trex Co Inc	USA	71,54	USD	3 714	29,9	25,3	22,9	20,8	17,7	16,1
Canfor Corp	CANADA	10,27	CAD	876	n.a.	9,0	n.a.	7,1	4,4	n.a.
Norbord Inc	CANADA	30,63	CAD	1 704	27,4	10,6	13,9	10,5	5,9	6,8
West Fraser Timber Co Ltd	CANADA	54,75	CAD	2 561	25,9	10,0	n.a.	8,7	5,6	n.a.
Interfor Corp	CANADA	12,10	CAD	554	n.a.	12,5	n.a.	8,0	4,6	n.a.
Stella-Jones Inc	CANADA	46,87	CAD	2 207	19,0	17,1	15,5	11,7	10,9	9,6
Western Forest Products Inc	CANADA	1,48	CAD	382	14,5	9,4	n.a.	6,6	5,3	n.a.
Ta Ann Holdings Bhd	MALAYSIA	2,25	MYR	214	14,5	10,5	8,8	7,2	6,5	5,9
Jaya Tiasa Holdings BHD	MALAYSIA	0,48	MYR	99	n.a.	n.a.	11,6	29,6	6,6	5,3
Duratex SA	BRAZIL	12,35	BRL	2 029	30,6	22,1	15,9	10,5	9,0	7,8
Mediana					***19,0***	***11,9***	***12,7***	***8,9***	***6,5***	***7,2***

Źródło: Trigon DM, Bloomberg

Wycena porównawcza na akcję [PLN]

Grupa porównawcza	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Polski sektor drzewny	0,0	13,6	18,3	42,9	56,5	57,0
Sektor drzewny w Europie Zach.	0,0	15,8	20,8	40,4	40,8	35,3
Polskie spółki przemysłowe	0,0	12,2	16,2	26,6	37,1	33,4
Materiały budowlane DACH	0,0	15,1	19,3	29,2	36,0	36,4
Zagr. producenci płyt drewnianych	0,0	14,9	22,8	48,3	37,7	49,3

Źródło: Trigon DM

Wycena porównawcza na akcję - podsumowanie [PLN]

Grupa porównawcza	Waga	P/E 2019-21P	EV/EBITDA 2019-21P	Średnia
Polski sektor drzewny	20%	10,6	52,1	**31,4**
Sektor drzewny w Europie Zach.	20%	12,2	38,8	**25,5**
Polskie spółki przemysłowe	20%	9,4	32,4	**20,9**
Materiały budowlane DACH	20%	11,5	33,9	**22,7**
Zagr. producenci płyt drewnianych	20%	12,5	45,1	**28,8**
Średnia ważona		**11,3**	**40,5**	**25,9**

Źródło: Trigon DM

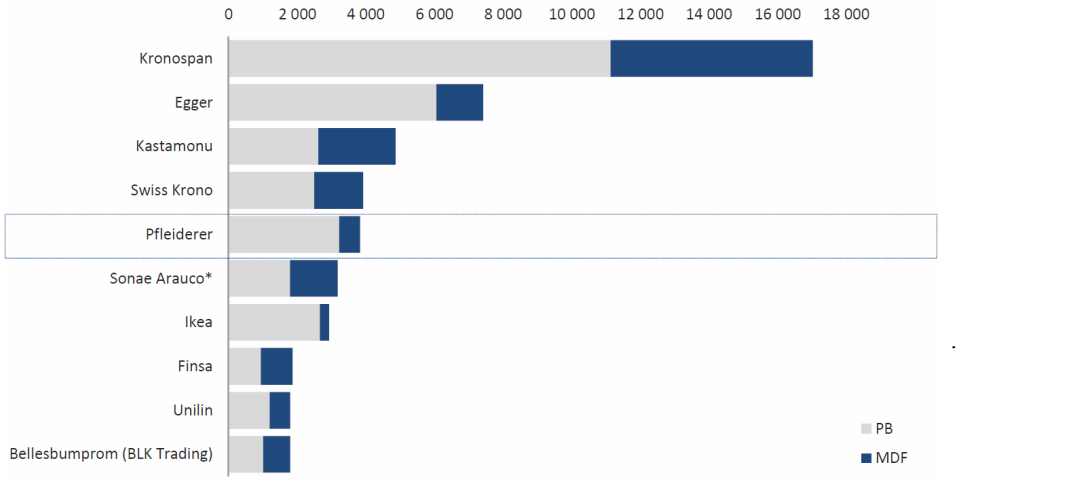
W wycenie porównawczej używamy raportowanych wyników zarówno EBITDA, jak i zysku netto. Z uwagi na duży udział amortyzacji wycena porównawcza wskazuje znaczne różnice między wycenami na bazie P/E i EV/EBITDA. Dodatkowo, dla roku 2019 na bazie P/E przyjęliśmy wycenę 0 w związku z prognozowaną stratą netto w całym roku. Wycena porównawcza wskazuje na przedział 0-57 PLN na akcję ze średnią na poziomie 25,9 PLN, czyli 6% niżej niż wycena DCF.

Grupa Pfleiderer - model biznesowy i strategia

Podstawowe informacje

Pfleiderer jest jednym z wiodących europejskich producentów płyt drewnopochodnych dla przemysłu meblarskiego i budowlanego. Jego zdolności produkcyjne wynoszą 3,3mln m3 płyt wiórowych oraz 0,6mln m3 płyt pilśniowych (HDF/MDF). Składa się na to pięć zakładów produkcyjnych w Niemczech oraz trzy w Polsce. Dodatkowo, spółka jest właścicielem firmy Silekol, wytwarzającej kleje do produkcji płyt, zarówno na potrzeby własne, jak i dla klientów zewnętrznych.

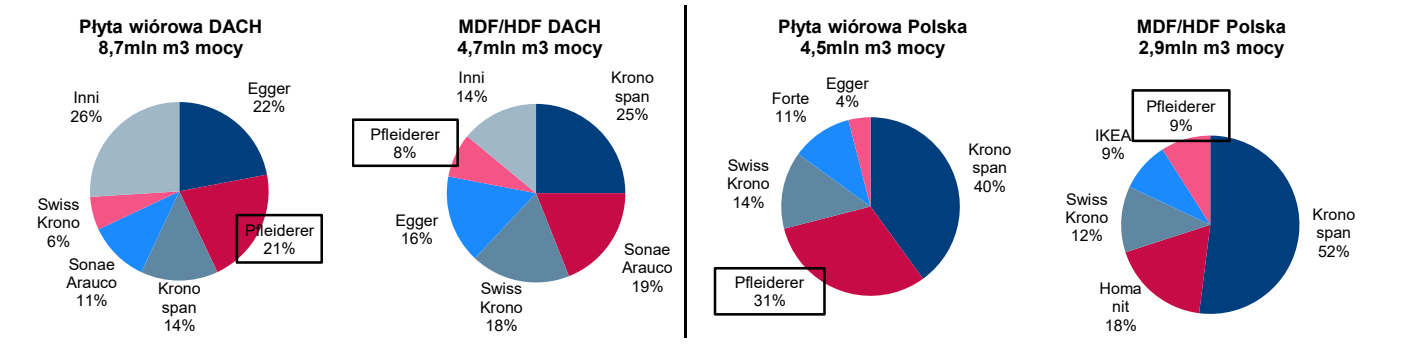
Moce produkcyjne w Europie - 10 największych podmiotów (w tys. m3)



Źródło: dane spółki

Pod względem zdolności produkcyjnych jest ex aequo największym producentem płyt wiórowych w regionie DACH (Niemcy, Austria, Szwajcaria) i nr 2 w Polsce. Produkcja płyt pilśniowych jest znacznie mniej istotnym elementem biznesu w porównaniu do największych konkurentów spółki (piąta pozycja zarówno w Polsce, jak i DACH). Podstawą produkcji są surowe płyty wiórowe oraz płyty MDF/HDF, których część jest następnie lakierowana lub laminowana i sprzedawana z wyższą marżą.

Podział mocy produkcyjnych na rynku paneli drewnianych w Polsce i DACH

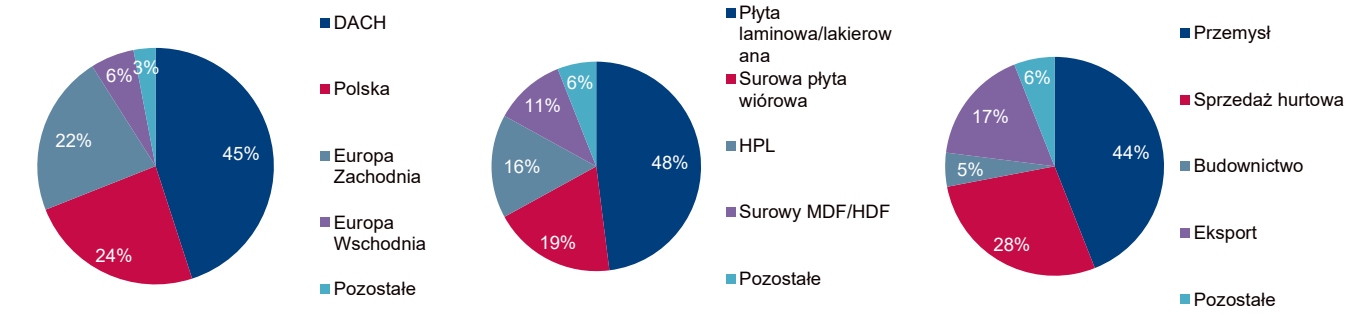


Źródło: dane spółki

Produkty Pfleiderera są podzielone na trzy główne kategorie: produkty podstawowe, produkty o wartości dodanej i inne produkty pomocnicze. Produkty podstawowe to surowe płyty wiórowe, surowe płyty pilśniowe średniej gęstości ("MDF") oraz surowe płyty pilśniowe o wysokiej gęstości ("HDF"). Produkty o wartości dodanej to płyty laminowane (płyta wiórowa) i lakierowane (MDF/HDF) oraz laminaty wysokociśnieniowe ("HPL"). Ponadto, spółka czerpie przychody z innych produktów dodatkowych, w tym żywic, impregnowanego papieru, krawędzi, folii i energii elektrycznej. Sprzedaż z niemieckich fabryk jest oparta w większości o produkty premium i dedykowana dla Europy Zachodniej. Na rynku polskim większe znaczenie mają natomiast produkty podstawowe, podobne u wszystkich konkurentów, gdzie większe znaczenie odgrywa ich cena.

W 2018 roku, 64% przychodów stanowiły produkty o wartości dodanej, a produkty podstawowe odpowiadały za 30% sprzedaży. Jeśli chodzi o rozbicie geograficzne, 45% przychodów grupy pochodziło z regionu DACH, a 24% z Polski. Pozostałe kraje Europy Zachodniej również stanowią istotną część 22% sprzedaży.

Rozbicie przychodów na regiony, grupy produktowe i kanały sprzedaży za 2018 rok



Źródło: dane spółki

Pod względem wolumenowym, spółka wyprodukowała w ubiegłym roku 3,278mln m3 płyt wiórowych i 0,595mln m3 płyt pilśniowych, czyli w całości wykorzystała swoje zdolności produkcyjne. Wolumen sprzedaży płyt laminowanych zależy wyłącznie od popytu, gdyż spółka posiada dużo wolnych mocy w tym zakresie. W roku 2019 wolumen produkcji powinien spaść z uwagi na pożar w fabryce Baruth oraz spadek popytu na płytę surową w Polsce po uruchomieniu własnej fabryki przez Forte.

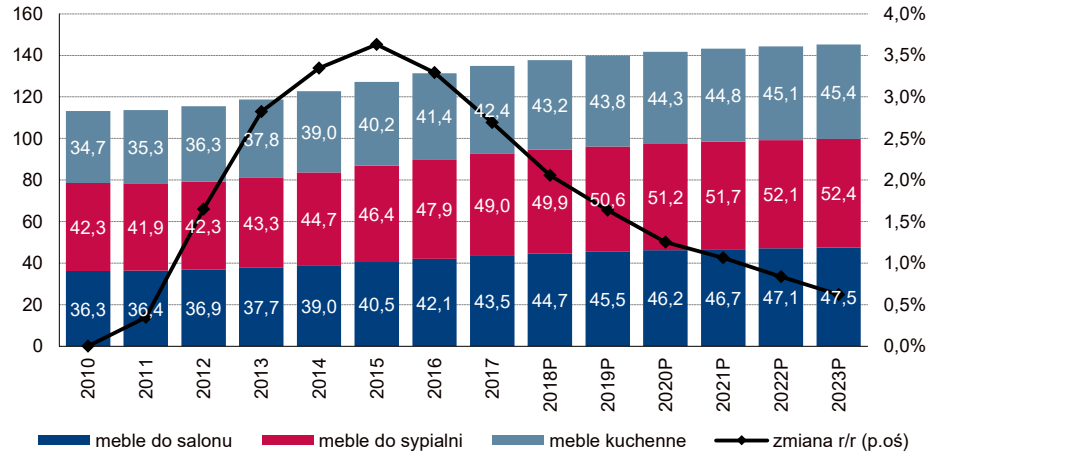
Wolumeny produkcji głównych kategorii produktów

tys.		2018	2017	Zmiana (%)
Produkcja surowych płyt wiórowych brutto (produkty gotowe; półprodukty dla laminowanych płyt wiórowych)	m^3	3 278	3 292	0%
Płyty wiórowe laminowane	m^2	106 972	108 053	-1%
Surowe płyty MDF/HDF (wyroby gotowe, półprodukty dla płyt pilśniowych lakierowanych)	m^3	595	573	4%

Źródło: dane spółki

Czynniki kształtujące popyt

Popyt na meble skrzyniowe w Europie (mld USD)

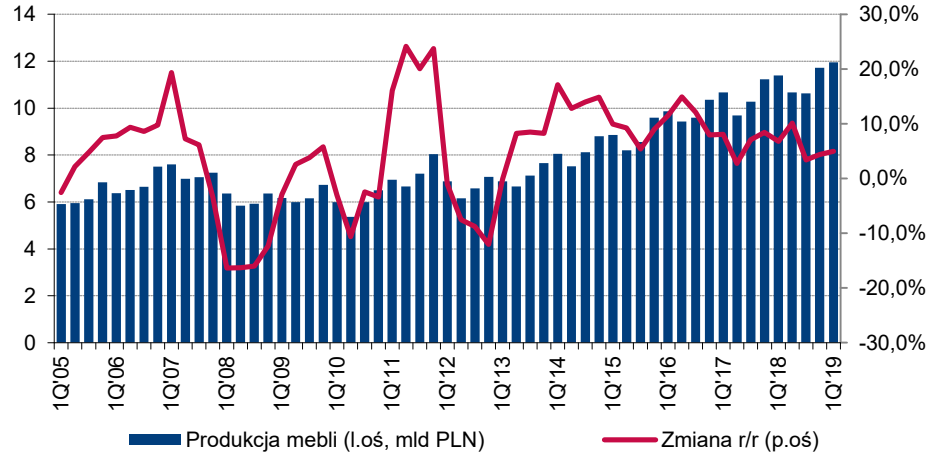


Źródło: Statista, Trigon DM

Popyt na płyty wiórowe jest napędzany głównie przez rynek meblarski. Zarówno Polska, jak i Niemcy są nastawione na eksport produkowanych mebli. Pomimo, iż prognozy wzrostu popytu na meble w Europie są umiarkowane, ośrodki ich produkcji nie rozkładają się równomiernie i są skupione w Polsce (dla tańszych mebli) oraz w Niemczech (dla mebli premium) i wypierają produkcję w tych segmentach z innych krajów.

Dlatego też Niemcy i Polska to dwa największe kraje w Europie pod względem produkcji płyt drewnopochodnych, potrzebnych do produkcji mebli.

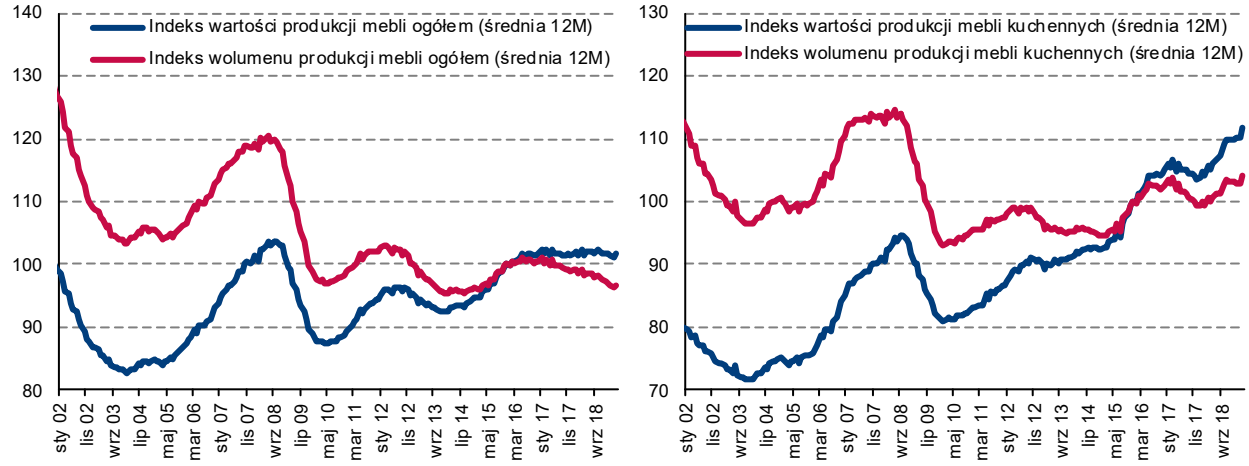
Produkcja mebli w Polsce



Źródło: GUS, Trigon DM

Produkcja mebli w Polsce rośnie nieustannie od 2013 roku, średnio po 8% rocznie, jednak w ostatnich 3 kwartałach wzrost spowolnił do 4% r/r. Eksport odpowiada za 85% sprzedaży. Pomimo rekordowej produkcji mebli, przemysł meblarski wciąż ma pole do wzrostu gdyż, po poniesieniu znaczących inwestycji, użycie mocy wytwórczych jest na poziomie 87%. Sprzedaż spółki na rynku polskim jest mocno skorelowana z koniunkturą na rynku meblarskim. Wierzymy że polscy wytwórcy mebli będą coraz bardziej konkurencyjni na rynkach eksportowych, a proces zdobywania udziałów w rynkach zagranicznych będzie kontynuowany. Średnie ceny eksportowe polskich mebli są wciąż ok. 40% niższe od tych w Niemczech i Włoszech. Uważamy że wciąż istnieje pole do tego by zwiększać wartość polskich mebli wraz z polepszaniem wzornictwa i jakości. To jest naszym zdaniem dobra perspektywa dla spółki w kontekście planów zwiększenia udziału produktów wysokomarżowych.

Rynek mebli w Niemczech



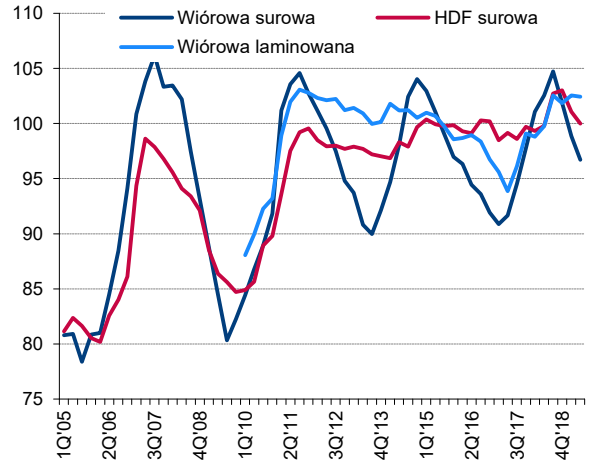
Źródło: Trigon DM, DEstatis

Charakterystyka niemieckiego rynku meblarskiego jest nieco inna. Pod względem wartości produkcji jest on niemal 4 razy większy niż rynek polski, a na eksport trafia mniej więcej połowa produkcji. W przeciwieństwie do Polski, produkcja pod względem wolumenowym nie rośnie i różnica między wartością, a wolumenem produkcji wciąż się powiększa, co może być w przyszłości odpowiedzialne za przerost mocy na rynku surowej płyty wiórowej. Jest to spowodowane przenoszeniem produkcji tańszych mebli do krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Wspomniane trendy są jeszcze lepiej widoczne na niemieckim rynku mebli kuchennych. Wolumeny kuchni rosną, ale mimo to są 9% niższe niż w 2008, wartościowo natomiast produkcja jest 19% wyższa. To pokazuje, że lokalizacja i koszy pracy nie są istotne w przypadku drogich

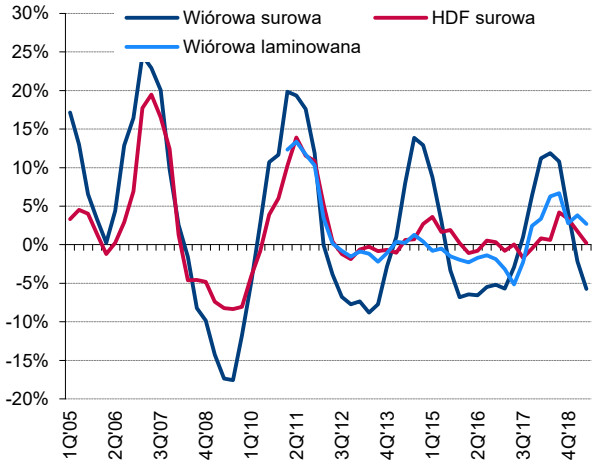
mebli premium. Producenci mebli kuchennych są głównymi klientami spółki i odpowiadają za ok. 50% sprzedaży do rynku meblowego. Sprzedaż spółki w Niemczech wciąż będzie podążała za niemieckim rynkiem meblarskim, ale z 50% udziałem w meblach kuchennych powinna utrzymać rynek dla swoich produktów o wartości dodanej. Co więcej, główni producenci mebli kuchennych w Niemczech (Nobilia, Leicht, Nolte, Pino, Hacker, Schuller, Schmidt, Rotpunkt) ogłosili plany dwucyfrowego wzrostu mocy produkcyjnych do 2021 roku (względem 2018).

Ceny

Indeksy cen płyt drewnopochodnych w Niemczech



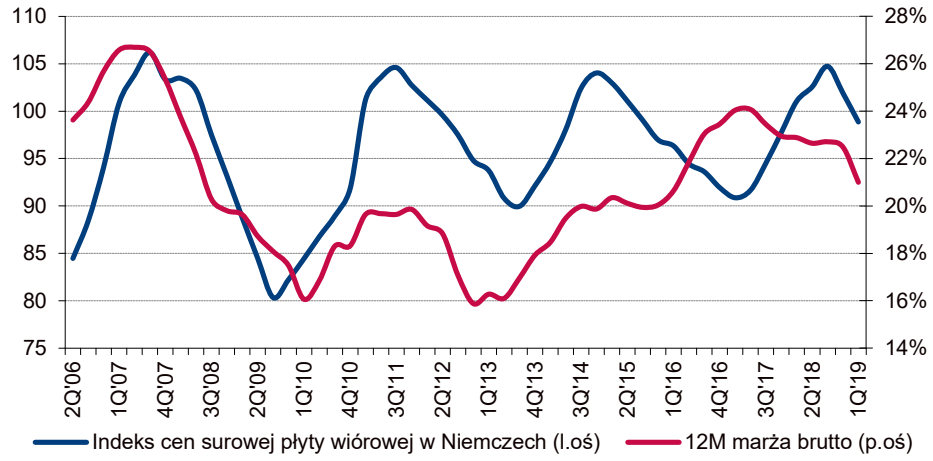
Indeksy cen płyt drewnopochodnych w Niemczech (r/r)



Źródło: Trigon DM, DEstatis

Informacji o trendach w cenach płyt drewnopochodnych dostarcza Niemiecki Urząd Statystyczny. Nie ma szeregów czasowych przedstawiających ceny płyt drewnopochodnych w Polsce. Nominalnie mogą być one nieco niższe od niemieckich, lecz poruszają się w podobnych trendach. Ceny surowej płyty wiórowej wzrosły o 9% r/r w 2018, ale w tym roku notują spadek o 6% r/r. Spadki w Polsce są jeszcze silniejsze z uwagi na uruchomienie nowych fabryk przez Forte i Eggera, co zaburzyło równowagę na rynku. Musi minąć kilka kwartałów, zanim rosnący rynek meblowy wchłonie dodatkową podaż płyt. Ceny płyt laminowanych nie są tak cykliczne i ich dynamika wzrostu r/r pozostaje dodatnia w tym roku. Im wyższy udział produktów o wysokiej wartości dodanej tym bardziej stabilne powinny być marże. Sprzedaż i marże Grajewa są mocno skorelowane z cenami płyt wiórowych, ale nie zawsze wynikają ze zmian popytu i podążają w tym samym kierunku. W latach 2016-2018 miały miejsce pewne anomalie, które wynikały z ruchów cen surowców do produkcji po stronie kosztowej.

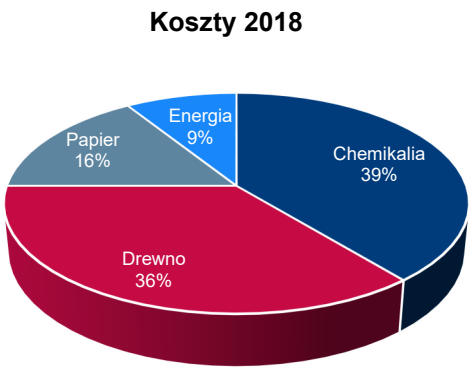
Korelacja cen płyty wiórowej z rentownością spółki



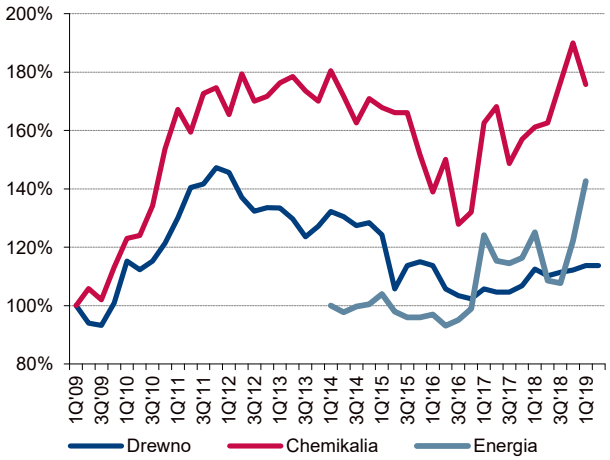
Źródło: dane spółki, DEstatis, Trigon DM

Koszty

Koszyk grup materiałów stosowanych do produkcji płyt



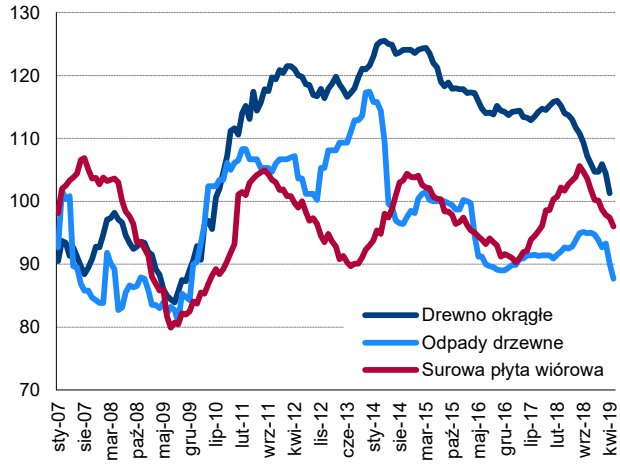
Indeks cen podstawowych składników kosztowych



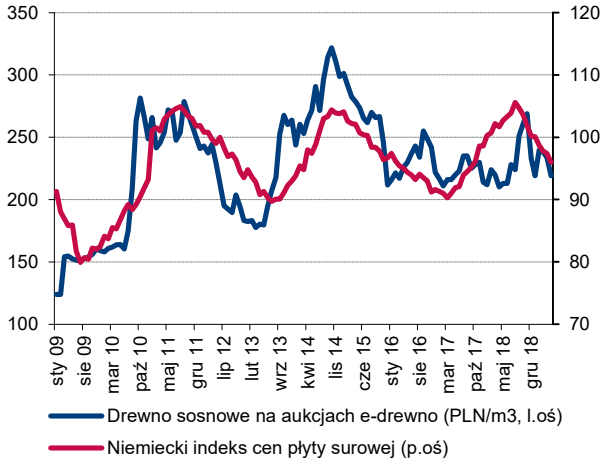
Źródło: dane spółki, Trigon DM

Największe pozycje kosztowe w procesie produkcji płyt stanowią drewno oraz chemikalia, które odpowiadają za 35-40% koszyka surowców. Spółka pozyskuje drewno z różnych źródeł. Zakupy drewna okrągłego z lasów odpowiadają tylko za 20-25% zapotrzebowania (10-15% w Niemczech i 30-40% w Polsce), pozostałą część stanowią wióry, ścinki oraz drewno z recyklingu. Zwiększanie udziału drewna odpadowego pozytywnie wpływa na rentowność, konkurencją na tym polu są jednak producenci pelletu, celulozy i zakłady energetyczne. W ostatnich miesiącach ceny drewna spadają zarówno w Niemczech, jak i w Polsce, co pozwoli na poprawę marż od II kw.'19.

Niemcy: Ceny drewna



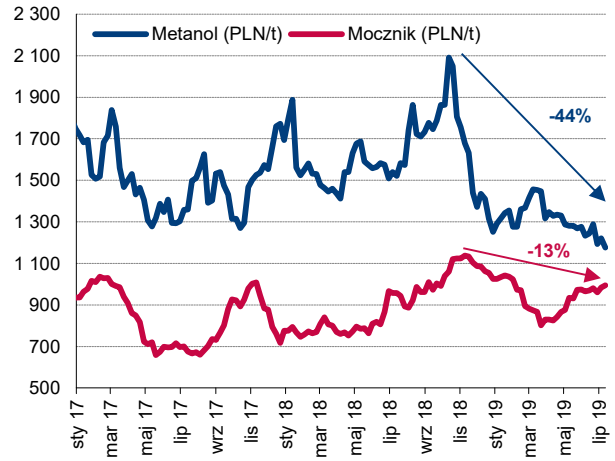
Polska: Ceny drewna sosnowego z Lasów Państwowych



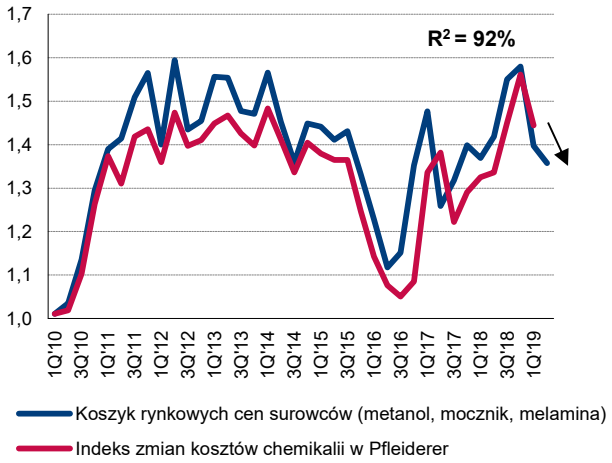
Źródło: DEstatis, e-drewno, Trigon DM

Jeżeli chodzi o chemikalia, to spółka używa żywice produkowane przez spółkę zależną Silekol. Głównym składnikiem w produkcji żywic są metanol oraz mocznik, choć niektóre żywice wymagają również użycia melaminy oraz fenolu. Gwałtowny wzrost cen mocznika i metanolu był odpowiedzialny za spadek rentowności spółki w ostatnich kwartałach. Niemniej jednak ceny te od kilku miesięcy spadają i od szczytu w listopadzie ubiegłego roku spadły już o 44% dla metanolu i 13% dla mocznika. Wraz z niższymi cenami drewna pozwoli to spółce na poprawę marż, nawet pomimo spadających cen płyty wiórowej. Póki co spadki dotyczą głównie płyty surowej. Jeżeli niższe ceny surowców wywołają presję ze strony klientów na obniżki cen płyt laminowanych, zakładany trend poprawy rentowności może się szybko skończyć.

Ceny metanolu i mocznika [PLN/t]



Korelacja rynkowych cen chemikaliów z kosztami Pfleiderer



Źródło: Trigon DM, Grupa Azoty, Bloomberg

Strategia

Strategia spółki „Diamond Approach"

Źródło: dane spółki

We wrześniu 2017 zarząd spółki przedstawił nadrzędną „Diamentową Strategię" zakładającą osiągnięcie wyznaczonych długoterminowych celów w pięciu wymiarach: handlowym, operacyjnym, ludzkim, kultury korporacyjnej i wartości dla akcjonariuszy. W 2018 roku zespoły Pfleiderer opracowały i rozwinęły szczegółowe inicjatywy, mające na celu osiągnięcie tych założeń poprzez działania oddolne przewidziane w szczegółowym planie strategicznym. Celem jest osiągnięcie 1,3mld EUR przychodów i marży EBITDA na poziomie co najmniej 16% w 2021 roku, co implikuje co najmniej 208mln EUR EBITDY. Przy pomocy firmy doradczej spółka zidentyfikowała szereg inicjatyw strategicznych, które pozwolą na wygenerowanie 30mln EUR oszczędności, z których część będzie widoczna już w 2019 roku.

Czynniki ryzyka

Konsekwencje postępowania antymonopolowego

W dniu 28 grudnia 2017 UOKiK nałożył karę na polskie fabryki grupy Pfleiderer (37mln PLN) za udział w zmowie cenowej. Spółka odwołuje się od tej decyzji, ale zawiązała rezerwę na całą kwotę w wynikach za 2017 rok. Wcześniej w 2011 roku, niemiecki urząd antymonopolowy również ukarał spółkę za zmowę cenową. Kara 11mln EUR została już zapłacona, ale nad spółką cały czas wisi ryzyko roszczeń odszkodowawczych ze strony klientów. Do tej pory pozwy złożyły firmy Classen, Oeseder oraz Alno. Pozwy opiewają łącznie na 100mln EUR. Spółka zawiązała do tej pory rezerwę w kwocie 5mln EUR.

Cena energii w Niemczech zależy od zmian w Ustawie o OZE

W Niemczech koszty energii są w dużym stopniu determinowane przez Ustawę o OZE (Erneuerbare-Energien -Gesetz, "EEG"). Zmiany w prawie znacząco zaostrzyły wymogi korzystania ze zwolnienia (częściowego) z opłat EEG przez co istnieje ryzyko, iż w przyszłości jedna lub więcej niemieckich spółek z Grupy Kapitałowej Pfleiderer przestanie spełniać wymogi niezbędne do uzyskania częściowego zwolnienia z tej opłaty lub nie będzie się kwalifikować jako podmiot objęty zasadą „zwolnienia ze względu na nadmierne obciążenie podmiotów energochłonnych". Istnieje realna możliwość, że zwolnienie EEG dla podmiotów energochłonnych przestanie obowiązywać w przyszłości (po zastosowaniu odpowiednich środków), a wynikające z tego straty mogą być poważne. Ryzyko to jest ograniczane przez pozyskiwanie zewnętrznej wiedzy fachowej i wdrażanie wewnętrznych środków w celu zapewnienia przestrzegania bardziej surowych wymogów.

Ryzyko utraty certyfikatu FSC

Ponieważ normy określone przez Radę ds. Dobrej Gospodarki Leśnej (FSC) stały się bardziej rygorystyczne, w ślad za nimi zaostrzone również zostały minimalne wymogi dotyczące drewna wykorzystywanego przez Grupę Kapitałową Pfleiderer do produkcji płyt wiórowych. Z powodu braku zasobów oraz ze względu na zaostrzone wymogi minimalne może się okazać, że spółka nie będzie w stanie dostosować się do nowych przepisów, na skutek czego utraci certyfikat FSC. Oznaczałoby to, że przestanie spełniać wymogi kilku klientów, co wiązałoby się ze znaczną potencjalną stratą. Niemniej jednak, spółka ocenia prawdopodobieństwo ziszczenia się tego ryzyka na niewielkie.

Formaldehyd jako substancja rakotwórcza

W 2014 roku formaldehyd został zaklasyfikowany jako substancja rakotwórcza kategorii 1B i mutagenna kategorii 2 przez Komitet REACH UE. Jako czynnik rakotwórczy kategorii 1, stosowanie formaldehydu jest regulowane przez dyrektywy dot. substancji rakotwórczych w miejscu pracy. Zapobieganie zagrożeniom chemicznym w miejscu pracy opiera się przede wszystkim na zastąpieniu produktu niebezpiecznego produktami innymi niż niebezpieczne lub mniej szkodliwymi (substytucja) lub, gdy nie jest to możliwe, na ograniczaniu ekspozycji. Poszukiwanie substytutu jest więc wymogiem dla pracodawców i zastępuje wszelkie inne środki mające na celu zmniejszenie ryzyka. Pracodawca musi być w stanie uzasadnić nieudane próby zastąpienia formaldehydu inną substancja. Jeśli zamiana nie jest możliwa, pracodawca jest zobowiązany do stosowania zamkniętego systemu technologicznego. W przypadku, gdy zamknięty system nie jest technicznie możliwy, pracodawca powinien zmniejszyć narażenie do minimów określonych w dyrektywie KE. Zastosowanie formaldehydu w produktach przeznaczonych dla konsumentów ma zostać ograniczone. Istnieje ryzyko, że formaldehyd może być dalej przekwalifikowany do kategorii 1A, jak zostało zaproponowana przez francuskie władze, co może spowodować dodatkowe konsekwencje prawne. Nie można nawet wykluczyć powszechnego zakazu używania formaldehydu z możliwością ubiegania się o indywidualne zwolnienia. W Stanach Zjednoczonych obowiązują bardziej rygorystyczne wytyczne odnośnie obecności formaldehydu. Spółka na chwilę obecną nie spełnia najbardziej rygorystycznych norm, wymagałoby to od niej dużych nakładów inwestycyjnych na zmianę technologii produkcji.

Prognozy finansowe

Rachunek wyników (mln EUR)

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	**929,6**	**1 006,4**	**1 062,5**	**1 049,6**	**1 100,7**	**1 134,3**
Koszty w ytw orzenia	711,5	775,5	823,6	834,9	858,4	880,7
Zysk brutto ze sprzedaży	**218,1**	**230,9**	**238,9**	**214,7**	**242,3**	**253,6**
Koszty sprzedaży	111,4	131,8	131,7	132,7	139,2	143,4
Koszty ogólnego zarządu	49,5	52,0	49,6	49,6	50,6	51,6
Zysk ze sprzedaży	57,1	47,2	57,6	32,3	52,5	58,6
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-19,7	-1,1	-2,8	-5,0	-1,0	0,0
EBITDA	**108,7**	**120,0**	**133,8**	**119,7**	**143,6**	**149,5**
EBITDA skor.	**147,8**	**126,7**	**141,9**	**129,7**	**143,6**	**149,5**
Amortyzacja	71,4	73,9	79,0	92,4	92,0	91,0
EBIT	**37,4**	**46,1**	**54,8**	**27,3**	**51,5**	**58,5**
Wynik na działalności finansow ej	-24,3	-15,7	-30,6	-30,6	-28,0	-26,3
Zysk brutto	**13,1**	**30,4**	**24,2**	**-3,3**	**23,5**	**32,2**
Podatek dochodow y	-1,7	13,2	18,3	1,5	8,4	10,7
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	**14,7**	**17,1**	**5,9**	**-4,8**	**15,0**	**21,5**
Zysk netto skor.	**43,7**	**22,1**	**11,9**	**2,6**	**15,0**	**21,5**
marża brutto ze sprzedaży	23,5%	22,9%	22,5%	20,5%	22,0%	22,4%
marża EBITDA skor.	15,9%	12,6%	13,4%	12,4%	13,0%	13,2%
marża EBIT	4,0%	4,6%	5,2%	2,6%	4,7%	5,2%
marża netto skor.	4,7%	2,2%	1,1%	0,2%	1,4%	1,9%
zmiana przychodów r./r.	148%	8%	6%	-1%	5%	3%
zmiana w yniku brutto ze sprzedaży r./r.	191%	6%	3%	-10%	13%	5%
zmiana EBITDA skor. r./r.	171%	-14%	12%	-9%	11%	4%
zmiana EBIT r./r.	5%	23%	19%	-50%	89%	14%
zmiana zysku netto skor. r./r.	48%	-49%	-46%	-78%	478%	43%

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P
Przychody	**268,8**	**264,4**	**266,5**	**262,8**	**262,3**	**259,1**
Koszty w ytw orzenia	206,1	204,3	206,0	207,1	216,7	206,3
Zysk brutto ze sprzedaży	**62,7**	**60,1**	**60,5**	**55,7**	**45,6**	**52,8**
Koszty sprzedaży	33,4	32,8	32,0	33,5	33,9	32,5
Koszty ogólnego zarządu	12,7	13,1	11,3	12,5	12,0	12,0
Zysk ze sprzedaży	16,6	14,2	17,1	9,7	-0,4	8,3
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1,3	-0,3	-1,9	-2,0	-2,1	-1,0
EBITDA	**36,5**	**32,9**	**35,2**	**29,2**	**20,8**	**30,3**
EBITDA skor.	**37,3**	**33,6**	**37,3**	**34,4**	**27,9**	**33,3**
Amortyzacja	18,5	19,0	19,9	21,6	23,3	23,0
EBIT	**18,0**	**13,9**	**15,2**	**7,6**	**-2,5**	**7,3**
Wynik na działalności finansow ej	-6,7	-11,6	-2,5	-9,7	-8,1	-7,5
Zysk brutto	**11,3**	**2,3**	**12,7**	**-2,1**	**-10,7**	**-0,2**
Podatek dochodow y	3,9	3,8	2,9	7,6	0,3	-0,1
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	**7,3**	**-1,6**	**9,8**	**-9,7**	**-11,0**	**-0,1**
Zysk netto skor.	**7,3**	**-1,6**	**9,8**	**-9,7**	**-11,0**	**-0,1**
marża brutto ze sprzedaży	23,3%	22,7%	22,7%	21,2%	17,4%	20,4%
marża EBITDA skor.	13,9%	12,7%	14,0%	13,1%	10,6%	12,9%
marża EBIT	6,7%	5,3%	5,7%	2,9%	-	2,8%
marża netto skor.	2,7%	-	3,7%	-	-	-
zmiana przychodów r./r.	6,5%	4,3%	8,8%	2,9%	-2,4%	-2,0%
zmiana w yniku brutto ze sprzedaży r./r.	5,2%	0,1%	10,1%	-1,3%	-27,3%	-12,1%
zmiana EBITDA skor. r./r.	16,2%	12,4%	18,8%	3,0%	-25,2%	-0,9%
zmiana EBIT r./r.	44,6%	-17,6%	29,5%	52,1%	-	-47,4%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-29,2%	-	2088,2%	-	-	-

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln EUR)

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa trwałe	**721,4**	**727,7**	**717,7**	**724,6**	**691,6**	**658,5**
Rzeczowe aktywa trwałe	548,9	554,3	558,6	544,6	530,6	516,6
Wartości niematerialne i prawne	83,1	82,9	79,2	70,1	61,1	52,0
Wartość firmy	66,2	67,5	66,8	66,8	66,8	66,8
Należności długoterminowe	9,0	16,3	8,5	8,5	8,5	8,5
Inwestycje długoterminowe	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
Pozostałe	12,9	5,3	3,3	33,3	23,3	13,3
Aktywa obrotowe	**223,5**	**216,8**	**184,5**	**186,0**	**202,5**	**221,1**
Zapasy	91,9	96,3	116,3	110,8	117,6	118,7
Należności handlowe	32,9	35,7	33,8	35,3	36,0	37,6
Pozostałe	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Gotówka	97,7	83,8	33,5	39,0	48,1	63,9
Aktywa	**944,9**	**944,5**	**902,2**	**910,6**	**894,1**	**879,6**
Kapitał własny	**271,3**	**234,5**	**133,3**	**128,5**	**143,5**	**157,5**
Kapitał zakładowy	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Pozostałe	249,8	210,6	120,7	126,6	121,8	129,3
Zysk (strata) netto	14,7	17,1	5,9	-4,8	15,0	21,5
Kapitały mniejszości	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Zobowiązania długoterminowe	**472,2**	**465,4**	**545,8**	**553,5**	**521,1**	**488,8**
Zobowiązania oprocentowane	329,8	336,2	425,9	435,9	405,9	375,9
Pozostałe	142,4	129,3	120,0	117,6	115,3	112,9
Zobowiązania krótkoterminowe	**201,5**	**244,6**	**223,1**	**228,6**	**229,5**	**233,3**
Zobowiązania oprocentowane	10,9	2,5	6,2	6,2	6,2	6,2
Zobowiązania handlowe	80,7	112,6	100,3	105,9	106,7	110,5
Pozostałe	109,9	129,4	116,6	116,6	116,6	116,6
Pasywa	**944,9**	**944,5**	**902,2**	**910,6**	**894,1**	**879,6**
Kapitał obrotowy netto	44,1	19,4	49,8	40,2	46,9	45,8
Dług netto	242,9	254,8	398,6	403,1	364,0	318,2
Dług netto skor.	368,6	329,6	475,7	480,2	441,1	395,4
Dług netto/EBITDA (x)	1,6	2,0	2,8	3,1	2,5	2,1
Dług netto/kapitał własny (x)	0,9	1,1	3,0	3,1	2,5	2,0
ROE (%)	16%	9%	6%	2%	11%	14%
ROA (%)	7%	2%	1%	0%	2%	2%
Cykl konwersji gotówki (dni)	19	11	12	17	15	16
Cykl rotacji zapasów (dni)	47	44	47	50	49	49
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	13	12	12	12	12	12
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	41	45	47	45	45	45

Rachunek przepływów pieniężnych (mln EUR)

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy z działalności operacyjnej	**121,9**	**132,7**	**71,6**	**94,8**	**98,1**	**111,2**
Zysk (strata) netto	14,7	17,1	5,9	-4,8	15,0	21,5
Amortyzacja	71,4	73,9	79,0	92,4	92,0	91,0
Zmiany w kapitale obrotowym	-20,4	24,7	-30,5	9,6	-6,7	1,1
Zmiana zapasów	-55,3	-4,4	-20,0	5,5	-6,8	-1,2
Zmiana należności handlowych	-13,4	-2,8	1,8	-1,5	-0,7	-1,6
Zmiana zobowiązań handlowych	48,3	31,9	-12,3	5,6	0,8	3,9
Pozostałe	56,2	17,0	17,2	-2,3	-2,3	-2,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-62,9**	**-67,2**	**-84,9**	**-69,3**	**-69,0**	**-67,9**
CAPEX	-69,4	-60,5	-78,8	-69,3	-69,0	-67,9
Pozostałe	6,6	-6,7	-6,1	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	**18,0**	**-79,4**	**-37,0**	**-20,0**	**-20,0**	**-27,5**
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	-49,4	-2,0	70,1	-20,0	-20,0	-20,0
Wpływy z emisji akcji	82,2	-60,7	-92,5	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	-14,8	-16,7	-14,6	0,0	0,0	-7,5
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto	77,0	-13,9	-50,3	5,5	9,1	15,8
Środki pieniężne na początek okresu	20,7	97,7	83,8	33,5	39,0	48,1
Środki pieniężne na koniec okresu	97,7	83,8	33,5	39,0	48,1	63,9

Źródło: Spółka, Trigon DM

Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2
02-566 Warszawa
T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12
http://www.trigon.pl | E: recepcja@trigon.pl

Research:

Zbigniew Porczyk, CFA
Strategia, TMT, Wydobycie, Przemysł ciężki

Grzegorz Kujawski
Handel detaliczny, Transport, Przemysł, Finanse

Kacper Koproń
Gry komputerowe, TMT

Katarzyna Kosiorek
Biotechnologia

Michał Kozak
Paliwa, Chemia

Maciej Marcinowski
Strategia, Banki, Finanse, Przemysł drzewny

Łukasz Rudnik
Automotive, Przemysł metalowy, Przemysł spożywczy

David Sharma

Martyna Szymczykowska

Sales:

Paweł Szczepański

Paweł Czupryński

Sebastian Kosakowski

Artur Pałka

Michał Sopiński

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski") odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW"), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa"). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.
Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu *Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE* („Rozporządzenie MAR"), oraz w *Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów* „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji").

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki
min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym
CF – cash flow, przepływy pieniężne
capex – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
rentowność zysku brutto na sprzedaży - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – Pfleiderer Group S.A.
KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%
TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%
SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.
Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.
Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.
Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.
Dokument sporządził: Maciej Marcinowski

Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.
Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.
Jako podstawy wyceny lub metodyk oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model DCF.
Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.
Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.
Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.
Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.
Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.
Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.
O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.
Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiejkolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta, ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisje inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzani rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski, ii) nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.
Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktem interesów znajdują się na stronie www.trigon.pl.
Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.
Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody GPW.
Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechniane może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.
Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:
- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.trigon.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem") oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;
- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.
Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.
Data sporządzenia: 16 lipca 2019 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 16 lipca 2019 r. godz.: 11:00