



Zapraszamy do zapoznania się z raportem na temat **Grupy Kapitałowej Pfeiderer Grajewo S.A.** przygotowanym przez analityków Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych.

Spis treści:

1. Profil Spółki
2. Struktura akcjonariatu i organizacyjna
3. Analiza i perspektywy sektora/branży - pozycja Spółki
4. Analiza finansowa
5. Plany strategiczne i perspektywy - Jeden Pfeiderer
6. Ostatnie rekomendacje
7. Analiza techniczna
8. Podsumowanie raportu

Pfeiderer Grajewo

1. Profil Spółki

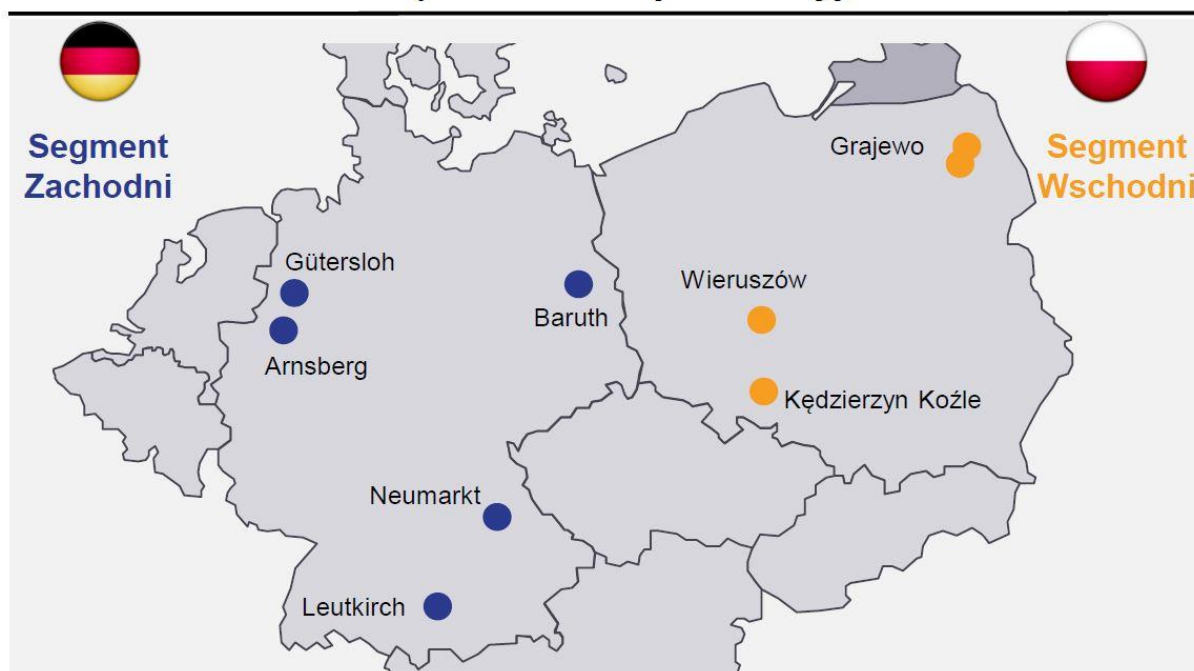
Grupa Pfeiderer Grajewo jest jednym z wiodących europejskich producentów wyrobów drewnopochodnych specjalizując się w produkcji materiałów w meblarstwie, przemyśle wnętrzarskim i budownictwie. Historia polskiej części Spółki sięga 1974 roku, kiedy powstało przedsiębiorstwo państwowe Zakłady Płyt Wiórowych w Grajewie. W 1994 roku nastąpiła jego komercjalizacja, w wyniku której trzy lata później Spółka zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W 1999 roku większościowy pakiet akcji nabył europejski lider branży produktów drewnopochodnych - Pfeiderer AG z Niemiec. Historia zatoczyła koło i w 2016 roku Pfeiderer Grajewo (nazwa od 2002 roku) przejęło spółkę matkę z Niemiec w tak zwanej transakcji przejęcia odwrotnego (kluczowa część strategii „Jeden Pfeiderer” opisywanej w dalszej części raportu). Podczas Walnego Zgromadzenia w dniu 29 czerwca 2016 roku podjęto uchwałę w sprawie zmiany firmy na Pfeiderer Group Spółka Akcyjna oraz zmiany siedziby na Wrocław. Zmiany te nastąpią z dniem ich rejestracji w Krajowym Rejestrze Sądowym.

Pfeiderer Grajewo wyszczególnia dwa segmenty prowadzonej działalności: Wschodni (zakłady produkcyjne w Polsce) i Zachodni (zakłady produkcyjne w Niemczech). Ten drugi segment wykazywany jest od 16 stycznia 2016 roku, po przejęciu niemieckiej spółki. Pfeiderer Grajewo skupia działalność na najbardziej atrakcyjnych rynkach - DACH (Niemcy, Austria i Szwajcaria) i Polska.

Pfeiderer Grajewo prowadzi działalność w 9 zakładach produkcyjnych zlokalizowanych w Polsce oraz Niemczech, zatrudniając łącznie ok. 3,3 tys. osób. Grupa jest w stanie sprzedawać produkty w całej Europie. Zarządza również oddziałami handlowymi w Wielkiej Brytanii, Holandii, Szwajcarii i Francji. Rozmieszczenie zakładów produkcyjnych przedstawia poniższa mapa.



Połączona baza produkcyjna



Źródło: Pfeleiderer Grajewo S.A.

Spółka posiada w swojej ofercie szeroką gamę produktów. Wśród nich wyróżnia produkty o wyższej wartości dodanej takie jak płyty laminowane/lakierowane (MFC) i laminaty wysokociśnieniowe (HPL). Są to produkty o wyższej, stabilnej rentowności, bardziej odporne na wahania koniunktury. Pfeleiderer koncentruje się na rozwoju tej grupy asortymentowej. Płyty laminowane to jeden z podstawowych materiałów wykorzystywanych do produkcji wszystkich typów mebli i elementów zabudowy wnętrza, a także aranżacji w postaci okładzin ściennych. Produkty podstawowe to płyta wiórowa surowa, a także płyta MDF/HDF, których rentowności są niższe i są bardziej podatne na zmiany koniunktury. Pozostałe przychody są generowane między innymi ze sprzedaży energii elektrycznej (przez trzy elektrownie w Niemczech), papieru impregnowanego, ścinki i folii, klejów czy też żywicy Silekol. W I półroczu 2016 roku Pfeleiderer Group osiągnął 458,5 mln euro przychodów ze sprzedaży, z czego sprzedaż płyt wiórowych odpowiadała za 65,2% łącznych przychodów, laminaty HPL za 15,9%, a płyty MDF/HDF za 12%.

2. Struktura akcjonariatu i organizacyjna

W dniu 19 stycznia 2016 roku Pfeleiderer Grajewo S.A. oraz Atlantik S.A. zawarły umowę, na podstawie której Spółka nabyła jedyny udział w Pfeleiderer GmbH, o wartości nominalnej 30 mln euro, co stanowi 100% kapitału zakładowego Pfeleiderer GmbH. Transakcja ta była przejęciem odwrotnym ponieważ Pfeleiderer Grajewo - spółka zależna,



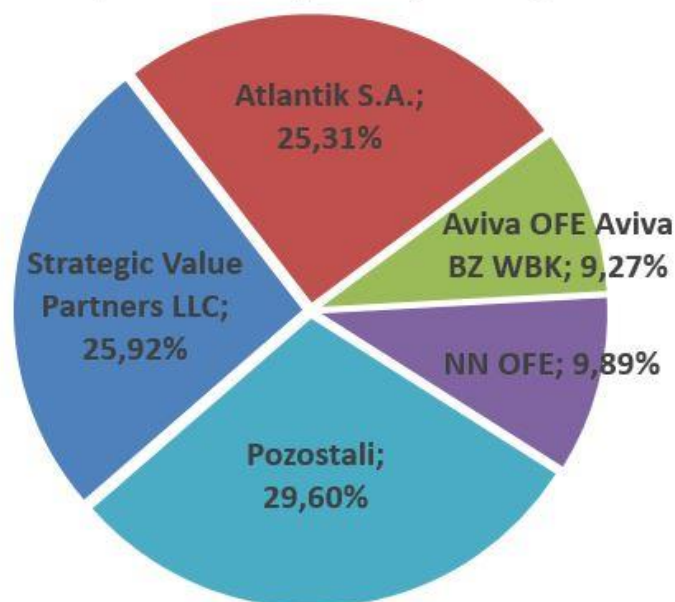
przejęła spółkę matkę posiadającą większościowy pakiet akcji w Grajewie - 65,11%. Przejęcie było integralną częścią projektu „Jeden Pfleiderer”, mającego na celu stworzenie w pełni zintegrowanej Grupy Kapitałowej. Wartość godziwa zapłaty na dzień przejęcia wyniosła 261 707 tys. euro (ponad 1,16 mld zł). Płatność zrealizowano w następujący sposób:

- 119 353 tys. euro - płatność gotówkowa,
- 7 375 tys. euro - niegotówkowe rozliczenie z Atlantik S.A.,
- 134 979 tys. euro - niegotówkowe rozliczenie poprzez przejęcie zobowiązania Atlantik S.A. do zapłaty powyższej kwoty na rzecz Pfleiderer Service GmbH.

W transakcji tej Pfleiderer Grajewo przejęło spółkę dwa razy większą od siebie. Widoczne jest to po następujących liczbach:

- przychody Segmentu Wschodniego w I połowie 2016 roku wyniosły 169,7 mln euro, a przychody Segmentu Zachodniego 305,7 mln euro;
- zatrudnienie w Segmencie Wschodnim wyniosło na koniec czerwca 1 249 w przeliczeniu na pełne etaty wobec 2 190 w Segmencie Zachodnim,
- aktywa grupy na dzień 30 czerwca 2016 roku wynosiły 965,9 mln euro wobec 397,3 mln euro na dzień 31 grudnia 2015 roku.

Struktura akcjonariatu Pfleiderer Grajewo S.A. - 30 czerwiec 2016 r.
(udział w kapitale zakładowym równy udziale głosów na WZ)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Pfleiderer Grajewo S.A.

W celu sfinansowania transakcji przejęcia Spółka przeprowadziła emisję akcji, która zakończyła się pozyskaniem blisko 362 mln zł brutto (wyemitowano 15 077 007 akcji po cenie 24 zł). Emisja akcji była skierowana do obecnych akcjonariuszy Spółki i inwestorów instytucjonalnych w Polsce. Pozyskane środki posłużyły również na



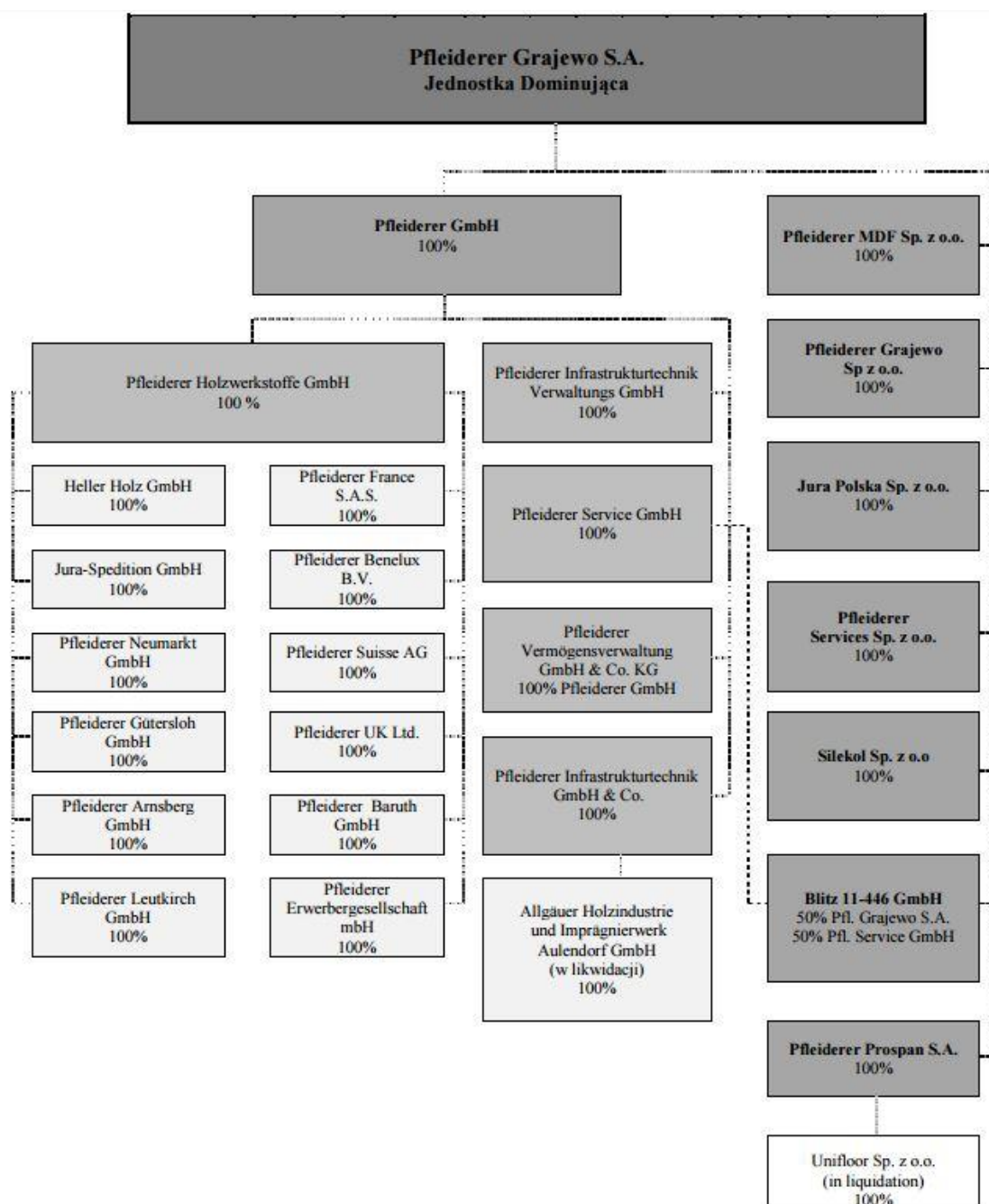
zmniejszenie zadłużenia powiększonej grupy. Dodatkowo w ofercie prywatnej Pfeiderer Service GmbH, podmiot pośrednio zależny od Atlantik S.A., zaoferował 8 298 244 akcje. Operacje te spowodowały znaczne zmiany w akcjonariacie Spółki. Jego stan na dzień 30 czerwca 2016 roku przedstawia grafika powyżej.

W porównaniu do stanu na dzień 31 grudnia 2015 roku w akcjonariacie Spółki pojawił się Atlantik S.A. z udziałem 25,31% (wcześniej podmiot ten posiadał 100% udziałów w Pfeiderer GmbH, które kontrolowało 65,11% akcji Pfeiderer Grajewo S.A.). W akcjonariacie pojawiły się również fundusze zarządzane przez Strategic Value Partners LLC z udziałem 25,92%. Swój udział zwiększyło NN OFE, z 5,32% do 9,89%. Z kolei Aviva OFE Aviva BZ WBK, pomimo zwiększenia nominalnej ilości posiadanych akcji do 6 mln sztuk, zmniejszyło nieznacznie udział w kapitale i liczbie głosów na WZ do 9,27% z 9,93%. Udział akcji w rękach pozostałych akcjonariuszy zwiększył się z 19,64% do 29,6%.

Dokonane przejęcie zmieniło strukturę organizacyjną Grupy Kapitałowej Pfeiderer Grajewo S.A. Spółka Pfeiderer Grajewo S.A. jest podmiotem dominującym, posiadającym 100% udziałów w niemieckiej odnodze (Segment Zachód z Pfeiderer GmbH) oraz 100% udziałów w polskiej odnodze (Segment Wschód). Strukturę organizacyjną Grupy Kapitałowej na dzień 30 czerwca 2016 roku przedstawia grafika poniżej. W związku z przeprowadzonym przejęciem Spółka prowadzi procesy mające na celu reorganizację Grupy Kapitałowej, dlatego obecna struktura może ulec zmianie. W ramach przeprowadzonych zmian nastąpi między innymi przeniesienie działalności operacyjnej z Pfeiderer Grajewo S.A., która stanie się spółką holdingową, czy też przeniesienie działalności sprzedażowej/usług wsparcia do jednej spółki Pfeiderer Polska sp. z o.o., która docelowo będzie skupiać w sobie działalność w tym zakresie wszystkich spółek z Grupy. Procesy reorganizacyjne powinny potrwać do I kw. 2017 roku.



Struktura Grupy Kapitałowej Pfeiderer Grajewo S.A. na dzień 30 czerwca 2016 roku



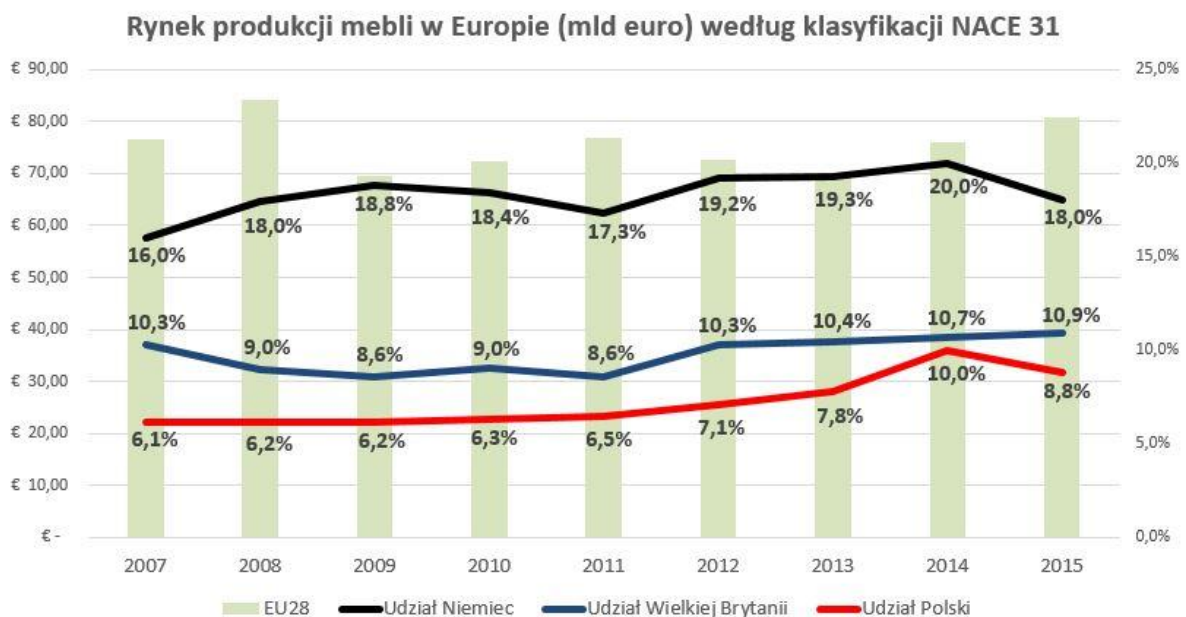
Źródło: Pfeiderer Grajewo S.A.



3. Analiza i perspektywy sektora/branży - pozycja Spółki

Pfleiderer Grajewo prowadzi działalność w branży produktów drewnopochodnych, dla której meblarstwo i budownictwo są głównymi motorami napędowymi. Na rynkach DACH i w Polsce wolumen sprzedaży produktów drewnopochodnych w 2014 roku w pracach wykończeniowych w 71% był skierowany do branży meblarskiej i w 19% do branży budowniczej, a w przypadku płyt drewnopochodnych było to odpowiednio 60% i 24%. Jednocześnie rynek DACH oraz rynek polski są największymi w swoich regionach (Europa Zachodnia i Wschodnia) pod względem sprzedaży wolumenowej płyt w Europie.

Europejski rynek produkcji mebli był wart 80,8 mld euro w 2015 roku (zgodnie z danymi Eurostatu na podstawie wartości produkcji zakwalifikowanej do NACE 31). Od 2013 roku rynek ten dynamicznie rósł, zwiększając swoją wartość o ponad 10 mld euro, zbliżając się do rekordowego 2008 roku - 84,1 mld euro.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Trzy kraje odpowiadały za blisko 38% europejskiego rynku produkcji mebli w 2015 roku wobec 32,4% w 2007 roku. Są nimi przedstawione na powyższym wykresie Niemcy, Wielka Brytania oraz Polska. Największy udział na poziomie 18% miały w 2015 roku Niemcy, a nominalna wielkość niemieckiego rynku wyniosła 14,5 mld euro. Drugim pod względem wielkości jest rynek Wielkiej Brytanii - 8,8 mld euro w 2015 roku. Pomimo czerwcowego referendum, w którym Brytyjczycy zagłosowali za wyjściem z Unii Europejskiej, Pfleiderer Grajewo nie odczuwa negatywnych skutków tej decyzji, a przedstawiciele Spółki spodziewają się, że w najbliższych kwartałach nie zmieni się



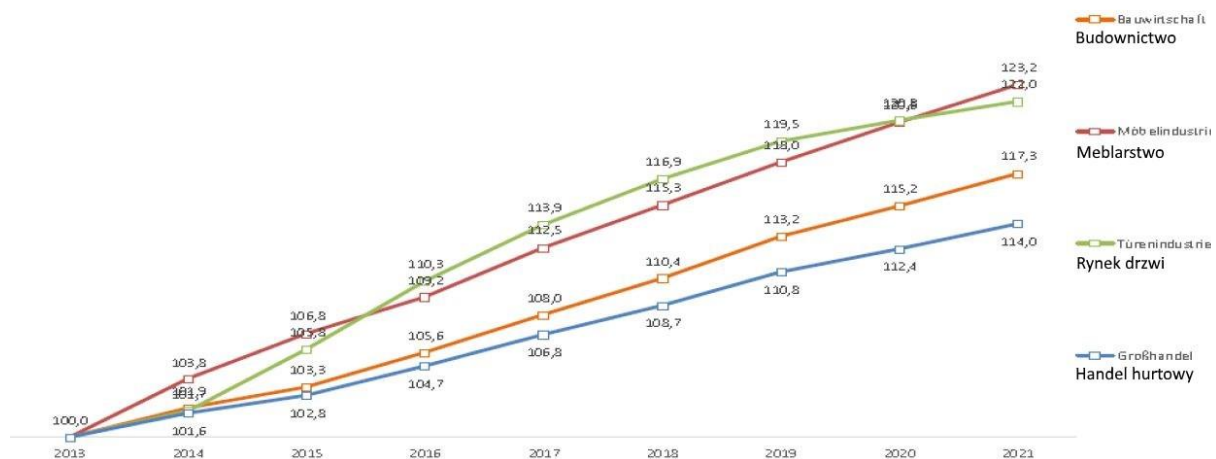
to. Polska jest trzecim rynkiem - 7,1 mld euro w 2015 roku, i rośnie najszybciej. Średnie roczne tempo wzrostu całego europejskiego rynku produkcji mebli od 2009 roku do 2015 roku wyniosło 2,2%, w Niemczech było to 1,5%, w Wielkiej Brytanii 5,7%, a w Polsce 7,5%.

Wartość produkcji sprzedanej mebli w Polsce od stycznia do lipca 2016 roku wyniosła 22 mld zł (zgodnie z danymi GUSu na podstawie produkcji sprzedanej przemysłu według sekcji i działów PKD) i była większa o 12,3% w porównaniu do analogicznego okresu 2015 roku. Przy porównywaniu wielkości rynku należy wziąć pod uwagę, że Spółka koncentruje produkcję na jego konkretnych segmentach. W Polsce są to meble do kuchni i salonu, a w tym segmencie wzrost był mniejszy, bardziej płaski. Nie zmienia to jednak pozytywnego obrazu polskiego rynku, który dynamicznie rośnie.

Równie dobrze prezentuje się polski rynek budownictwa mieszkaniowego. Zgodnie z danymi opublikowanymi przez GUS w okresie od stycznia do lipca 2016 roku oddano do użytkowania 85 848 mieszkań, czyli o 11,7% więcej niż przed rokiem. W tym samym czasie wydano pozwolenia lub dokonano zgłoszenia z projektem budowlanym na budowę 116 475 mieszkań, czyli o 12,2% więcej rok do roku. Liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto, wzrosła do 101 336, czyli o 6,1%. Spółka spodziewa się utrzymania pozytywnego trendu w kolejnych latach, co pokazuje poniższy wykres przedstawiający prognozowaną dynamikę wzrostu czterech sektorów (2013 to rok bazowy).

Prognozowana dynamika wzrostu wybranych rynków w Polsce

Treiber HWS [Basisjahr: 2013=100]



Źródło: Pfeleiderer Grajewo S.A.

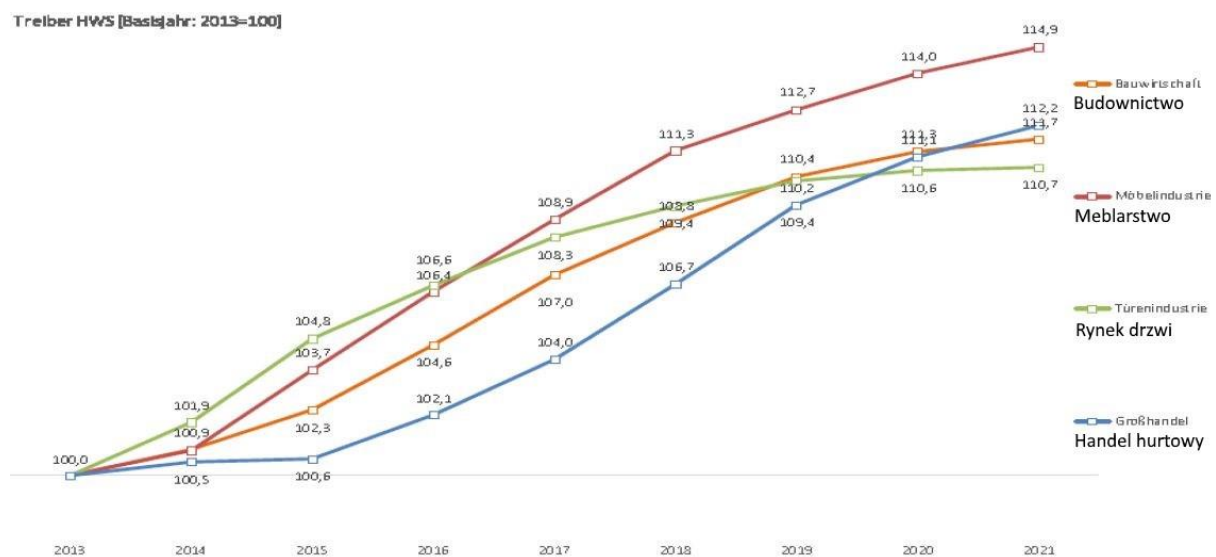
Europa Wschodnia to dynamicznie rozwijające się gospodarki pobudzone przez korzystny wpływ zmian strukturalnych, których wzrost napędzany jest głównie nowymi inwestycjami budowlanymi. Widoczna jest tendencja zwiększających się wymagań konsumentów, które zrównują się z wymaganiami na rynkach Europy Zachodniej, co przekłada się na zwiększenie popytu na produkty o wyższej wartości dodanej, czyli o wyższej rentowności. Sprzyja temu także coroczny wzrost zamożności mieszkańców



tej części Europy. Ważnym elementem jest eksport, którego głównym kierunkiem w przypadku Polski są Niemcy, a istotną rolę odgrywają także Wielka Brytania i Holandia. Pomimo regularnych inwestycji w nowe moce produkcyjne, podaż nadal rośnie wolniej niż popyt.

Na rynku mieszkaniowym w Niemczech trwa silna hossa. W 2015 roku liczba wydanych pozwoleń na budowę oraz tych aktualnie prowadzonych wyniosła 220 598 i była większa o 5,4% niż w 2014 roku (zgodnie z danymi Destatis - niemieckiego urzędu statystycznego). W okresie od stycznia do czerwca 2016 roku liczba ta sięgnęła 116 717 i była większa o 13,1% w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego. Z kolei liczba wydanych mieszkań w 2015 roku wyniosła 308 687 (+8,4% rok do roku), a w okresie od stycznia do czerwca 2016 roku 182 820 co było wynikiem aż o 30,4% lepszym niż przed rokiem. Perspektywy przed niemieckim rynkiem są pozytywne, co pokazuje poniższy wykres, chociaż prognozowane dynamiki wzrostowe są mniejsze niż w przypadku Polski. Trzeba mieć jednak na uwadze, że rynek niemiecki jest większy i stabilniejszy.

Prognozowana dynamika wzrostu wybranych rynków w Niemczech



Źródło: Pfeleiderer Grajewo S.A.

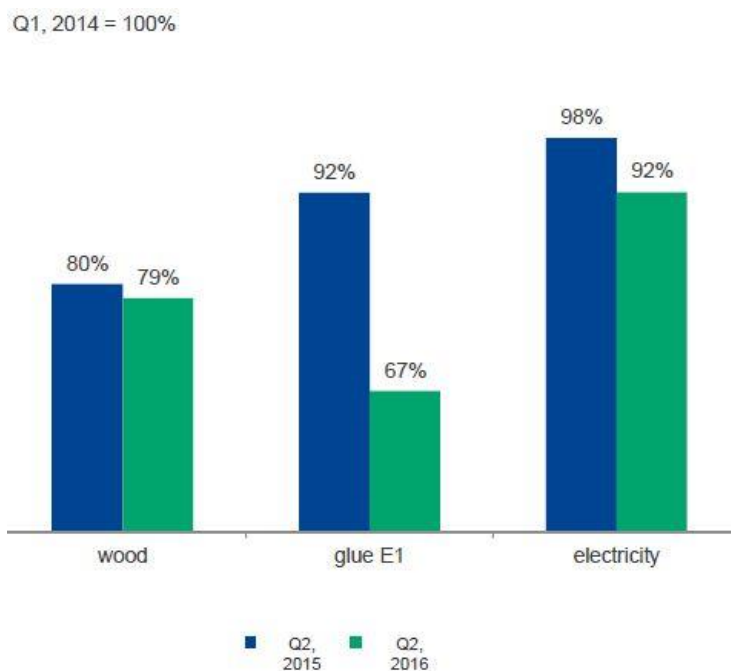
W Europie Zachodniej funkcjonują duże i stabilne rynki budowlane i meblarskie, gdzie popyt związany jest głównie z usługami remontowymi. Widoczny jest rosnący popyt na produkty o dobrych właściwościach technicznych i estetycznych, co przekłada się na konieczność dostarczania bardziej doprecyzowanych produktów o wyższej jakości. Notowany wzrost wolumenów sprzedaży jest powolny, ale stabilny. Rynkom sprzyja otoczenie makroekonomiczne.

Ceny drewna, czyli podstawowego materiału wykorzystywanego przez Spółkę w produkcji, znacznie spadły na przestrzeni ostatnich dwóch lat. Wykres poniżej przedstawia procentową zmianę ceny drewna (a także kleju i energii elektrycznej)



w II kw. 2015 i 2016 roku w relacji do ceny z I kw. 2014 roku. Niższe ceny węgla wynikają między innymi z dobrej sytuacji ekonomicznej i dużej ilości drewna z recyklingu, które jest tańsze. Wpływ na ceny mają także cieplejsze zimy, co w konsekwencji zmniejsza popyt na drewno używane do ogrzewania mieszkań. Zdaniem przedstawicieli Pfleiderer Grajewo, ceny drewna powinny pozostać na zbliżonym poziomie w kolejnych okresach.

Procentowa zmiana ceny drewna, kleju i energii



Źródło: Pfleiderer Grajewo S.A.

Pod względem mocy produkcyjnych Pfleiderer Grajewo jest liderem na rynku polskim i niemieckim. Na rynku europejskim zajmuje trzecią pozycję zgodnie z danymi za II kw. 2015 roku przedstawionymi w prezentacji Spółki z 21 sierpnia 2015 roku, z mocami na poziomie 3,1 mld m sześciennych. Największe moce produkcyjne posiadał Kronospan - 10,6 mld m sześciennych, a drugi pod tym względem był Egger - 5,4 mld m sześciennych. Udział 10 największych podmiotów w łącznych zdolnościach produkcyjnych wyniósł 66%.

4. Analiza finansowa

W związku z przejściem Pfleiderer GmbH w dniu 19 stycznia 2016 roku i konsolidacją wyników Segmentu Zachodniego od tego dnia wyniki finansowe Spółki są nieporównywalne z poprzednimi okresami sprawozdawczymi. W prezentacji za I półrocze 2016 roku Pfleiderer Grajewo podało porównywalne wyniki - uwzględniające konsolidację od 1 stycznia 2016 roku, a także odpowiednio przekształcone wyniki za I półrocze 2015 roku. W dalszej części raportu dane porównywalne będą określane



danymi pro forma. Poniżej w tabeli przedstawione zostały wyniki zarówno ze sprawozdania finansowego jak i pro forma.

Wybrane pozycje wynikowe (mln euro)	I półrocze 2016 r. I półrocze 2015 r.		I półrocze 2016 r. I półrocze 2015 r.	
	Sprawozdanie finansowe		Pro forma	
Przychody ze sprzedaży	458,5	189,9	489,3	497,5
Zysk brutto ze sprzedaży	102,5	37,0	106,8	121,4
Wynik EBITDA	50,7	26,3	51,8	60,5
Wynik EBITDA oczyszczona	-	-	70,4	64,5
Wynik operacyjny	16,1	18,7	13,8	37,3
Wynik brutto	5,0	17,8	1,2	19,7
Wynik netto	7,1	14,5	4,1	14,0

Źródło: Pfleiderer Grajewo S.A.

W I półroczu 2016 roku Pfleiderer Grajewo zaraportowało przychody na poziomie 458,5 mln euro. Wartość ta była ponad dwukrotnie większa niż w I półroczu 2015 roku, co było wynikiem konsolidacji Segmentu Zachodniego. Zysk operacyjny spadł do 16,1 mln euro jednak EBITDA była większa niż przed rokiem - 50,7 mln euro, co jest efektem wyższej amortyzacji połączonych podmiotów. Na poziomie zysku brutto i netto Spółka odnotowała słabsze wyniki, co było efektem znacznych kosztów poniesionych przy transakcji przejęcia, a także innych zdarzeń jednorazowych (wpłynęły one także na zysk operacyjny).

Dane pro forma przedstawione w prezentacji Spółki pozwalają na dokonanie porównania wyników wraz z podziałem na Segment Zachodni i Wschodni. Zakładając konsolidację od dnia 1 stycznia 2016 roku Spółka osiągnęła w I półroczu bieżącego roku przychody na poziomie 489,3 mln euro wobec 497 mln euro przed rokiem. Nieznaczny spadek przychodów był efektem niższych cen sprzedaży i negatywnego wpływu różnic kursowych w wysokości 14,6 mln euro, które po części zostały zrekompensowane przez stabilny wzrost wolumenu sprzedaży (9,2 mln euro), a także niższe ceny materiałów do produkcji. W Segmencie Zachodnim przychody wzrosły o 3,2%, do poziomu 336,6 mln euro, co było efektem zwiększenia sprzedaży produktów o wartości dodanej. W Segmencie Wschodnim przychody spadły o 10,7%, do poziomu 169,7 mln euro, na co wpływ miało głównie obniżenie obrotów w fabryce płyt HDF w Grajewie, presja cenowa związana z importem tańszych płyt z Białorusi i Ukrainy na polski rynek oraz negatywny wpływ różnic kursowych (4,4 mln EUR). Pozytywną tendencją był wzrost sprzedaży produktów z wartością dodaną.

Wynik EBITDA pro forma wyniósł 51,8 mln euro wobec 60,5 mln euro w I półroczu 2015 roku. Wyniki zostały istotnie obciążone zdarzeniami jednorazowymi, między innymi związanymi z procesem re-IPO w wysokości 10,2 mln euro oraz kosztami prawnej i finansowej integracji jednostek biznesowych znajdujących się we Wschodniej i Zachodniej Europie - 4,2 mln EUR. Po wyłączeniu dodatkowych kosztów, oczyszczona EBITDA pro forma wyniosła 70,4 mln euro wobec 64,5 mln euro przed rokiem, co daje wzrost o 9,1%.



W I półroczu 2016 roku Pfleiderer Grajewo wygenerowało 43,1 mln euro przepływów z działalności operacyjnej (dane ze sprawozdania finansowego). Na działalność inwestycyjną przeznaczył 28,7 mln euro. Z kolei z działalności finansowej Spółka pozyskała 47,3 mln euro, na co złożyły się wpływy z emisji akcji w wysokości 80,9 mln euro pomniejszone o spłatę kredytów i pożyczek i zapłaconych odsetek. Tym samym łączne przepływy pieniężne w tym okresie były dodatnie i wyniosły 61,7 mln euro. Na koniec czerwca 2016 roku spółka posiadała 82,4 mln euro środków pieniężnych.

Wybrane pozycje wynikowe pro forma (mln euro)	2015 r.	2014 r.	2013 r.
Przychody ze sprzedaży	984,5	959,9	923,8
Zysk brutto ze sprzedaży	247,0	229,6	194,4
Wynik EBITDA	119,2	121,4	93,5
Oczyszczona EBITDA	132,3	119,7	94,6
Wynik operacyjny	75,4	76,6	50,1
Wynik brutto	36,7	41,7	16,3
Wynik netto	24,1	28,7	-6,4
Przepływy operacyjne	132,0	107,2	53,8
Przepływy inwestycyjne	-43,5	-25,6	-71,8
Przepływy finansowe	-55,9	-60,5	-218,8
Przepływy razem	32,6	21,1	-236,8
Środki pieniężne na koniec okresu	86,8	54,4	27,4

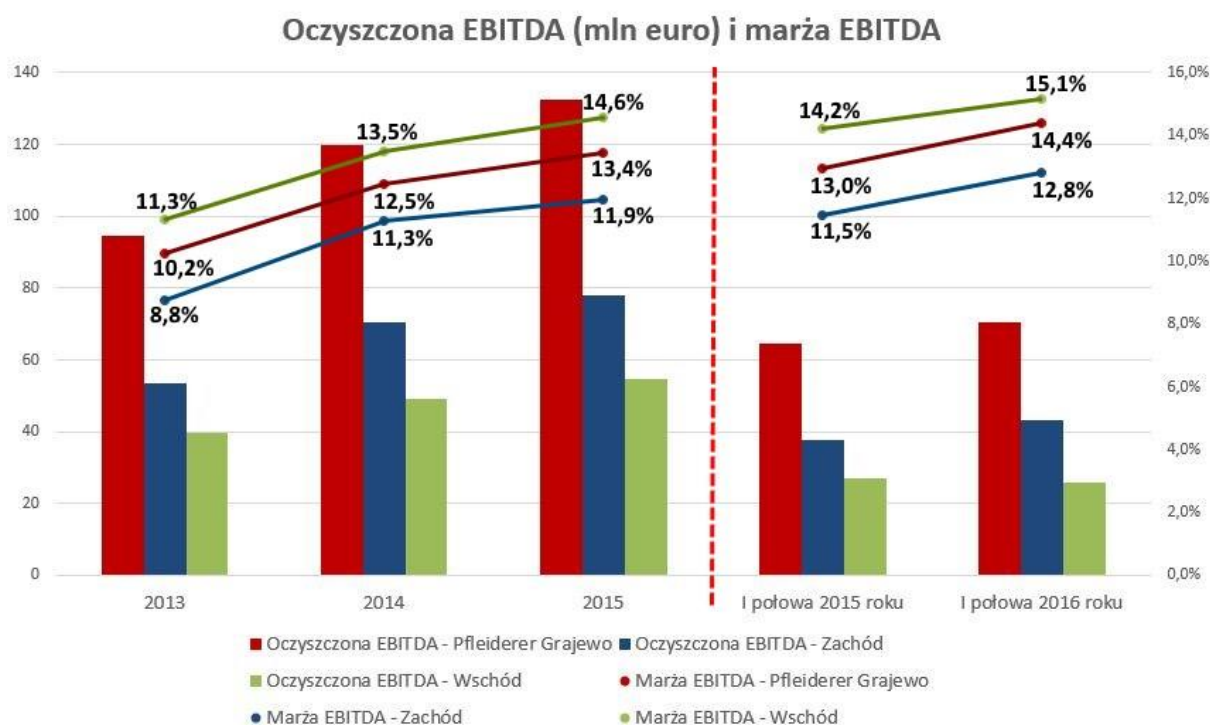
Źródło: Pfleiderer GmbH

Ze względu na połączenie Segmentu Zachodniego ze Wschodnim powyższa tabela przedstawia wyniki pro forma z rocznych sprawozdań finansowych Pfleiderer GmbH, które pokazują połączone wyniki segmentów w latach 2013 - 2015. Widać w nich systematyczny wzrost przychodów. W 2015 roku 65% wygenerowanych przychodów pochodziło ze sprzedaży produktów z wartością dodaną, a dominującym kierunkiem sprzedaży były Niemcy - 61%. Dzięki wolniejszemu wzrostowi podstawowych kosztów, Spółka zwiększyła marżę zysku brutto na sprzedaży z 23,9% w 2014 roku do 25,1% w 2015 roku. Zyski na kolejnych poziomach rachunku zysków i strat są mniejsze, co wynika ze zdarzeń jednorazowych, które w 2014 roku podwyższyły zaraportowane wyniki o 14,1 mln euro wobec ujemnego salda w 2015 roku na poziomie 1,8 mln euro. Pokazuje to oczyszczony wynik EBITDA, który systematycznie rośnie rok do roku w dwucyfrowym tempie. Ponadto, w 2015 roku Spółka wykazała pierwsze koszty związane z reorganizacją struktury organizacyjnej, związaną ze strategią „Jeden Pfleiderer”, w wysokości 6,1 mln euro.

W wynikach pro forma widać systematyczny wzrost generowanych przepływów z działalności operacyjnej. W 2015 roku wyniosły one 132 mln euro wobec 107,2 mln euro w 2014 roku i 53,8 mln euro w 2013 roku. Za wyjątkiem 2013 roku, przepływy operacyjne wystarczały do pokrycia wydatków związanych z inwestycjami



i finansowaniem prowadzonej działalności. Miało to przełożenie na rosnący stan środków pieniężnych w Spółce.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Pfl. Grajewo S.A. i Pfl. GmbH

Powyższy wykres przedstawia wartość wypracowanego przez Spółkę oczyszczonego wyniku EBITDA i marżę EBITDA (liczoną jako stosunek oczyszczonego EBITDA do przychodów) w okresie 2013 - I półrocze 2016 roku (dane pro forma). Kolorem czerwonym zaznaczone są wyniki uzyskane przez połączone Segmenty Zachodni i Wschodni. Na niebiesko zaznaczono tylko wyniki Segmentu Zachodniego, a na zielono tylko Segmentu Wschodniego. Dane za lata 2013 - 2015 zostały pobrane z rocznych sprawozdań Pfl. GmbH, a dane za półrocza z prezentacji wynikowej za I półrocze 2016 roku. Wykres pokazuje, że Spółka systematycznie zwiększa oczyszczony wynik EBITDA w obydwóch segmentach. Ponadto, rośnie także wypracowywana marża EBITDA, która na koniec 2015 roku wyniosła 13,4% (14,6% w Segmencie Wschodnim i 11,9% w Segmencie Zachodnim).



Wybrane pozycje z bilansu (mln euro)	Czerwiec 2016 r.	Grudzień 2015 r.
Aktywa trwałe	728,7	224,1
Rzeczowe aktywa trwałe	532,7	163,9
Wartości niematerialne	93,3	1
Wartość firmy	67	25,3
Aktywa obrotowe	237,2	173,2
Zapasy	90,4	36,7
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	59,5	113,1
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	82,4	20,7
Kapitał własny	262,4	279,3
Zobowiązania długoterminowe	485,5	42,5
Kredyty i pożyczki	331,3	9,6
Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku dochodowego	64,7	3,8
Przychody przyszłych okresów z tytułu pomocy publicznej	24,8	26,6
Zobowiązania krótkoterminowe	218	75,5
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	166,1	62,5
Kredyty i pożyczki	10,9	5,1
Suma bilansowa	965,9	397,3

Źródło: Pfleiderer Grajewo S.A.

Wartość aktywów Pfleiderer Grajewo zwiększyła się z 397,3 mln euro na koniec 2015 roku do 965,9 mln euro na koniec I półrocza 2016 roku. Jest to wynikiem konsolidacji Segmentu Zachodniego. Aktywa Spółki stanowią w większości aktywa trwałe, które na koniec czerwca 2016 roku wynosiły 728,7 mln euro, czyli ponad 75% sumy bilansowej. W aktywach trwałych dominują rzeczowe aktywa trwałe, te z kolei to głównie zakłady produkcyjne. Zwiększenie pozycji wartości firmy do 67 mln euro nastąpiło na skutek różnicy pomiędzy wstępnym szacunkiem wartości godziwej nabytych aktywów netto Segmentu Zachodniego a wartością godziwą przekazanej zapłaty, która powiększyła tę pozycję o 41,5 mln euro. Na wartości niematerialne składają się posiadane prawa i licencje, między innymi licencja SAP. Wartość aktywów obrotowych wyniosła na koniec czerwca 2016 roku 237,2 mln euro. Największe pozycje w tej grupie aktywów to zapasy - 90,4 mln euro, środki pieniężne - 82,4 mln euro, a także należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe - 59,5 mln euro.

Kapitał własny Pfleiderer Grajewo wyniósł na koniec czerwca 2016 roku 262,4 mln euro i stanowił 27,2% aktywów. Oznacza to zarazem, że po przejściu Spółka finansuje się w 72,8% kapitałem obcym. Jest to wysoki poziom, a dodatkowym sygnałem ostrzegawczym mógłby być jego dalszy wzrost w kolejnych okresach. Wartość kapitałów obcych to 703,5 mln euro, z czego 342,2 mln euro to oprocentowane zadłużenie. Odejmując od tej wartości stan środków pieniężnych posiadanych przez spółkę, otrzymujemy dług netto na poziomie 259,8 mln euro. Niemal całość oprocentowanego



długu to długoterminowe obligacje - 331,3 mln euro. W przeważającej większości są to obligacje o stałym oprocentowaniu 7,875% i terminie wymagalności przypadającym na 2019 rok o wartości nominalnej 321,7 mln euro. W zobowiązaniach krótkoterminowych przeważają zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania w wysokości 166,1 mln euro. Wśród nich największa pozycja to zobowiązania z tytułu dostaw i usług w wysokości 92,5 mln euro. Spółka wyszczególnia również zobowiązania z tytułu faktoringu w wysokości 23,4 mln euro, z tytułu dywidendy w wysokości 14,6 mln euro, czy też pozostałe zobowiązania w wysokości 19,5 mln euro.

W dniu 29 lipca 2016 roku Pfleiderer wypłaciło 64,7 mln euro swoim akcjonariuszom w formie dywidendy. W przeliczeniu na złotówki dywidenda wyniosła 1 zł na akcję. Stopa dywidendy w ostatnim dniu z prawem do dywidendy wyniosła 3,5%. Poprzednią dywidendę spółka wypłaciła w 2008 roku. Nowa polityka dywidendy zakłada docelową wielkość dywidendy w wysokości 25% - 50% skonsolidowanego zysku netto.

Wybrane wskaźniki finansowe pro forma	I półrocze 2016 r.	I półrocze 2015 r.
Dług netto	259,8 mln euro	269,7 mln euro
Dług netto/oczyszczona EBITDA	1,88	2,15
ROA	3,2%	1,1%
ROE	10%	4,1%

Źródło: Pfleiderer Grajewo S.A., dane przekształcone dla porównywalności

Pomimo wysokiego ogólnego poziomu zadłużenia (72,8%) wskaźnik długu netto do oczyszczonego wyniku EBITDA wyniósł 1,88x w I półroczu 2016 roku i był mniejszy niż w analogicznym okresie roku poprzedniego - 2,15x. Tendencja spadku wartości tego wskaźnika widoczna jest już od kilku lat, na koniec grudnia 2013 roku wynosił on 5,9x. Za powszechnie bezpieczne wartości tego wskaźnika uznaje się poziom poniżej 3x. W I półroczu bieżącego roku Spółka poprawiła rentowność zarówno na poziomie aktywów jak i kapitału własnego. Wskaźnik ROA wzrósł z 1,1% do 3,2%, a wskaźnik ROE z 4,1% do 10%.

Wybrane wskaźniki rynkowe na dzień 16.09.2016	Pfleiderer Grajewo	Forte	Paged
C/Z	39,93	17,70	62,50
C/WK	2,16	3,70	1,62
kapitalizacja (mln zł)	2 452,2	1 797,4	766,3

Źródło: obliczenia własne

Przedstawione w tabeli powyżej wskaźniki rynkowe dla Pfleiderer Grajewo zostały wyliczone na podstawie zysku netto połączonych dwóch segmentów za ostatnie 12 zaraportowanych miesięcy (pro forma). Do przeliczenia euro na złotówki został użyty średni kurs z dnia 16 września 2016 roku opublikowany przez NBP - 4,3244. Wartość wskaźnika ceny do zysku dla takich założeń wyniosła 39,93, a ceny do wartości księgowej 2,16. Są to relatywnie wysokie wartości jednak trzeba mieć na uwadze,



że zyski Spółki zostały obciążone dodatkowymi kosztami, co przełożyło się na podwyższenie wskaźników.

W porównaniu do dwóch notowanych na polskiej giełdzie spółek z branży meblarskiej - Forte i Paged, kapitalizacja rynkowa Pfleiderer Grajewo jest największa - 2,45 mld zł. Natomiast pod względem wskaźników C/Z i C/WK Pfleiderer Grajewo plasuje się pośrodku konkurentów. Najwyższa wartość wskaźnika C/WK charakteryzuje Forte - 3,70. Z kolei najwyższy wskaźnik C/Z zanotował Paged - 62,50. W tym wypadku należy jednak zwrócić uwagę na znaczne koszty jednorazowe, które poniosło Paged w związku z dokonanymi odpisami na działalności windykacyjnej, i które istotnie obniżyły zyski za ostatnie 12 raportowanych miesięcy (w II kw. 2016 roku spółka sprzedała swoje udziały w Grupie Kapitałowej DTP S.A. na poziomie 47,57% w kapitale zakładowym i liczbie głosów na WZ). Dlatego wskaźniki rynkowe dla Paged nie są w pełni porównywalne.

5. Plany strategiczne i perspektywy - Jeden Pfleiderer

Głównym czynnikiem mającym wpływ na wyniki przyszłych okresów Pfleiderer Grajewo będzie postępujący proces integracji Segmentu Zachodniego ze Wschodnim, który jest realizacją strategii „Jeden Pfleiderer”. Spółka poniosła już z tego tytułu znaczne koszty, które zostały opisane w rozdziale z analizą wyników finansowych. Przedstawiciele Spółki szacują, że w II półroczu 2016 roku mogą pojawić się kolejne, dodatkowe koszty w wysokości około 8 mln euro. W 2017 roku tak zwane „one-offy” nie powinny się już wydarzyć, a jeśli się pojawią to na wartość 1 - 2 mln euro.

Docelowe synergie z połączenia oraz realizacji strategii „Jeden Pfleiderer” szacowane są na poziomie co najmniej 30 mln euro do końca 2018 roku. W I półroczu 2016 roku oszczędności z tego tytułu wyniosły 6,2 mln euro. Na moment obecny przedstawiciele Spółki szacują, że łączne synergie przekroczą zakładany poziom o około 10%.

Wśród oczekiwanych synergii przychodowych połączenia dwóch segmentów Spółka wymienia:

- spójną politykę marki pod marką Pfleiderer;
- harmonizację produktów;
- utworzenie jednolitej organizacji sprzedaży;
- efektywniejsze pozycjonowanie Segmentu Wschodniego w branży produktów o wyższej wartości dodanej;
- usprawnienie procesów wewnętrznych.

Oczekiwane synergie kosztowe to:

- zwiększenie wydajności produkcji poprzez wspólne zakupy, wykorzystanie mocy produkcyjnych;
- wymiana technologii, know-how i lepsza współpraca;
- optymalizacja łańcucha dostaw;
- redukcja kosztów marketingu;
- usprawnienie procesów i rozwiązań informatycznych.

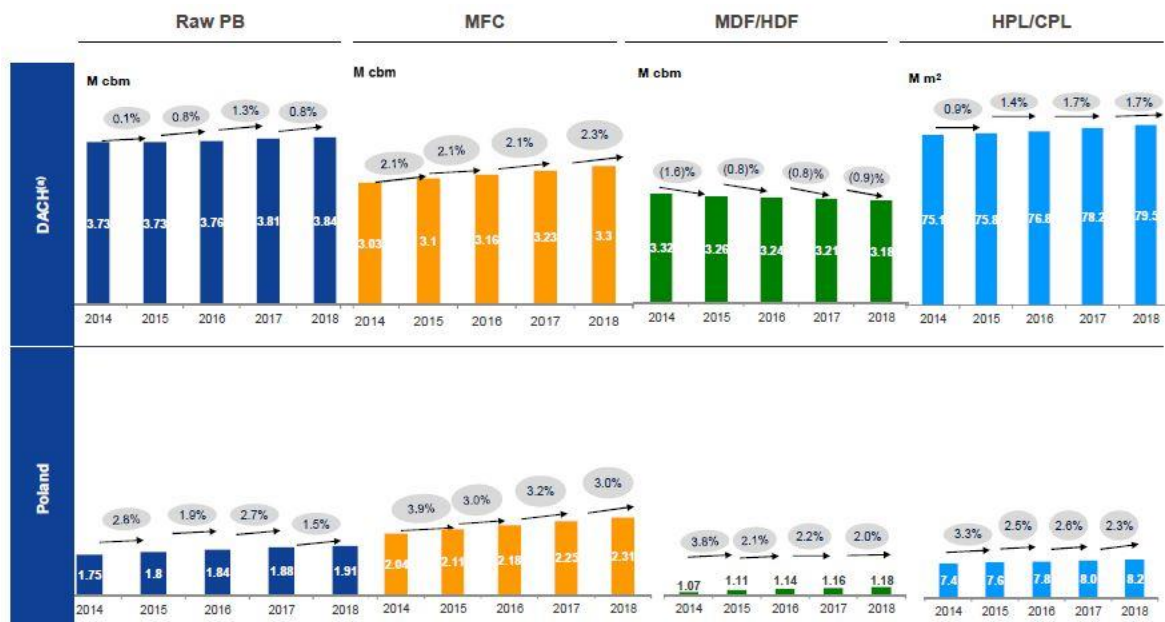


Ponadto, Spółka liczy na wiele innych synergii na różnych płaszczyznach, takich jak chociażby eliminacja zbędnych i powielających się funkcji, obniżenie poziomu zapasów, wdrożenie programu „Jeden SAP”, usprawnienie procesu realizacji dostaw, czy też usprawnienie inwestycji.

Jedną z podjętych przez Spółkę inicjatyw jest „Jedna Kolekcja”, która ma na celu znaczne zmniejszenie liczby dekorów. Pozwoli to na uzyskanie wielu korzyści na różnych płaszczyznach. Po pierwsze, pozwoli na wprowadzenie do Segmentu Wschodniego wyrobów o wyższej wartości dodanej z Segmentu Zachodniego. Ograniczenie liczby dekorów oznacza, że na jeden dekor będzie przypadać większy wolumen produktów, a większe zużycie surowców w ramach dekoru obniży ceny zakupu. To z kolei będzie miało pozytywny wpływ na dostawy, zakupy i produkcję, a także przełoży się na mniejsze zapasy i koszty magazynowania.

Strategia Pflleiderer Grajewe zakłada koncentrację na produktach o wyższej wartości dodanej, które charakteryzują się wysoką rentownością i są bardziej odporne na wahania koniunktury. Są to płyty MFC oraz HPL/CPL. Jak pokazuje poniższa grafika, Spółka oczekuje wzrostu w tych segmentach na swoich głównych rynkach, z czego wyższe dynamiki są oczekiwane na rynku polskim, jednak jest on nominalnie znacznie mniejszy niż rynek DACH. Ta tendencja była widoczna w wynikach za I półrocze 2016 roku, w którym spółka odnotowała zwiększone wolumeny sprzedaży produktów o wyższej wartości dodanej. W segmencie produktów podstawowych Pflleiderer Grajewe również zakłada wzrost, większy na rynku polskim, za wyjątkiem spadku w segmencie płyt MDF/HDF na rynku DACH. Ponadto, Spółka prowadzi badania nad doskonaleniem obecnych i wprowadzaniem nowych produktów.

Prognozy sprzedaży grup produktów w latach 2014-2018 na rynkach DACH i Polska



(a) DACH defined as Germany, Austria and Switzerland | Source: B+L (2015)

Źródło: Pflleiderer Grajewe S.A.



Do poprawy przyszłych wyników mają przyczynić się obecnie prowadzone i planowane inwestycje. Główną inwestycją jest tak zwany „Czteropak Grajewo”, dotyczący rozbudowy zakładu produkcyjnego w Grajewie. Inwestycja ta jest szacowana na 45 mln zł, z czego 22 mln zł już wydano. Dotychczasowe inwestycje pozwoliły na zwiększenie o około 30% mocy produkcyjnych lakierowanych płyt HDF, do 9 milionów metrów kwadratowych rocznie. Ponadto, linia produkcyjna do lakierowania zwiększyła konkurencyjność Spółki, a także moce produkcyjne produktów o wyższej wartości dodanej. Cała inwestycja ma przyczynić się do zwiększenia przychodów o 70 - 80 mln zł i powiększyć marżę o 6 - 7 mln zł w 2017 roku i o 15 - 16 mln zł w 2018 roku. Spółka przeprowadza także dwie inwestycje w Wieruszowie na łączną wartość 21 mln zł. Pierwsza z nich została uruchomiona w marcu 2016 roku i dotyczy zwiększenia produkcji o wyższej wartości dodanej. Ma ona przyczynić się do zwiększenia przychodów o 20 mln zł i marży o 6 - 7 mln zł w 2017 roku. Druga inwestycja dotyczy zwiększenia mocy produkcyjnych i planowana jest na wrzesień/październik 2016 roku. Ma ona powiększyć przychody o 6 mln euro, a marżę o 1,2 mln euro.

6. Ostatnie rekomendacje

Data rekomendacji	Cena docelowa jednej akcji	Zalecenie	Instytucja
Wrzesień 2016 roku	42,40 zł	kupuj	DM BZ WBK
Sierpień 2016 roku	39,30 zł	kupuj	Wood & Company
Czerwiec 2016 roku	31 zł	trzymaj	DM PKO BP
Czerwiec 2016 roku	38,12 zł	kupuj	DM Noble Securities
Kwiecień 2016 roku	40,50 zł	kupuj	DM DBM
Kwiecień 2016 roku	40,50 zł	kupuj	Deutsche Bank
Kwiecień 2016 roku	45,49 zł	kupuj	Trigon DM

Rekomendacje dla Pfeleiderer Grajewo wydane po transakcji przejęcia niemieckiej odnogi są przychylne dla Spółki. Najwyższą rekomendację wydali analitycy Domu Maklerskiego Trigon, ustalając cenę docelową jednej akcji na 45,49 zł w kwietniu 2016 roku. Najmniej przychylną rekomendację wydali analitycy Domu Maklerskiego PKO BP, którzy wycenili akcję Spółki na 31 zł w czerwcu. Z kolei najnowsza rekomendacja z września wydana przez DM BZ WBK wskazuje wartość jednej akcji na 42,40 zł.



7. Analiza techniczna



Źródło: Stooq.pl

Kurs akcji Pfleiderer Grajewo od września 2013 roku do sierpnia 2016 roku konsolidował się pomiędzy poziomem 20 zł i 33 zł. W trakcie ostatnich sesji kurs akcji wybił górą z kanału bocznego, co jest wzrostowym sygnałem klasycznej analizy technicznej. Istotny jest także fakt sposobu wybicia - na wykresie tygodniowym widoczne są duże, wzrostowe świece o wysokim korpusie, którym towarzyszył zwiększony wolumen. Na poziomie cenowym 33 zł nastąpiła klasyczna wymiennność oporu we wsparcie. Jeśli wybicie górą z kanału ma być kontynuowane, potencjalna korekta ostatnich wzrostów powinna zatrzymać się najdalej w pobliżu poziomu 33 zł.

8. Podsumowanie raportu

W dniu 19 stycznia 2016 roku Pfleiderer Grajewo S.A. przejęło niemiecką spółkę matkę Pfleiderer GmbH. Przejęcie było integralną częścią projektu „Jeden Pfleiderer”, mającego na celu stworzenie w pełni zintegrowanej Grupy Kapitałowej. Obecnie Spółka jest w trakcie przeprowadzania procesów reorganizacyjnych, mających przynieść liczne synergie z połączenia Segmentu Wschodniego z Zachodnim. Mają one wynieść co najmniej 30 mln euro do końca 2018 roku. Jednak na moment obecny przedstawiciele Spółki zapowiadają, że będą one większe o około 10%. Z kolei



w I półroczu 2016 roku oszczędności wyniosły 6,2 mln euro. Procesy reorganizacyjne mają się skończyć w I kw. 2017 roku.

Pfleiderer Grajewo prowadzi działalność w branży produktów drewnopochodnych, dla której meblarstwo i budownictwo są głównymi motorami napędowymi. Najważniejszymi rynkami dla Spółki są te najbardziej atrakcyjne w Europie - DACH (Niemcy, Austria i Szwajcaria) oraz Polska. Europejski rynek produkcji mebli był wart 80,8 mld euro w 2015 roku (zgodnie z danymi Eurostatu), a największe rynki to Niemcy, Wielka Brytania i Polska. Rynek niemiecki jest rynkiem dojrzałym, o stabilnym popycie, związanym głównie z usługami remontowymi. Z kolei rynek polski jest najszybciej rosnącym, dla którego średnie roczne tempo wzrostu w latach 2009 - 2015 wyniosło 7,5%. Dobre perspektywy rysują się także przed branżą budowlaną, szczególnie w Niemczech, gdzie można mówić o wielkiej hossie. Zgodnie z danymi niemieckiego urzędu statystycznego Destatis, w okresie od stycznia do czerwca 2016 roku liczba wydanych mieszkań wyniosła 182 820 co było wynikiem aż o 30,4% lepszym niż przed rokiem.

Wyniki finansowe Spółki są obciążone kosztami zdarzeń jednorazowych związanych z transakcją przejęcia i konsolidacji Segmentu Zachodniego, a także prowadzonego procesu reorganizacji Grupy Kapitałowej. Pierwsze z nich pojawiły się już w wynikach za 2015 rok, co przełożyło się na spadek zysków rok do roku. Jednak analizując oczyszczony o wpływ zdarzeń jednorazowych i dodatkowych kosztów wynik EBITDA widać, że Spółka systematycznie poprawia zyski w tempie dwucyfrowym, a także zwiększa generowane marże. W I połowie 2016 roku marża oczyszczonego wyniku EBITDA wyniosła 14,4% wobec 13% w analogicznym okresie roku poprzedniego. Marża Segmentu Wschodniego wyniosła 15,1%, a Segmentu Zachodniego 12,8%.

Mankamentem Spółki jest widoczny w bilansie wysoki poziom zadłużenia. Na koniec czerwca 2016 roku zobowiązania Spółki stanowiły 72,8% sumy bilansowej. Wartość kapitałów obcych to 703,5 mln euro, z czego 342,2 mln euro to zadłużenie oprocentowane (obligacje). Ze względu na wysoki stan środków pieniężnych zadłużenie netto jest mniejsze i wyniosło 259,8 mln euro. Pomimo wysokiego udziału kapitałów obcych w strukturze finansowania, wskaźnik długu netto do oczyszczonego wyniku EBITDA spadł do 1,88x na koniec I półroczu 2016 roku. Ponadto, Spółka poprawiła rentowności na aktywach i kapitale własnym.

Pfleiderer Grajewo zamierza koncentrować się na sprzedaży produktów o wyższej wartości dodanej. Charakteryzują się one wyższą rentownością, a także są bardziej odporne na wahania koniunktury. W 2015 roku przychody ze sprzedaży produktów o wyższej wartości dodanej wyniosły 65% ogólnej sprzedaży, a głównym kierunkiem sprzedaży były Niemcy - 61%. Spółka widzi również rosnący popyt na takie produkty, zarówno w Segmencie Wschodnim (zwiększające się wymagania konsumentów, które zrównują się z wymaganiami na rynkach Europy Zachodniej), jak i w Segmencie Zachodnim (rosnący popyt na produkty o dobrych właściwościach technicznych i estetycznych). Dlatego Pfleiderer Grajewo podjął szereg inwestycji, mających na celu zwiększenie konkurencyjności i mocy produkcyjnych produktów o wyższej wartości dodanej. Największą inwestycją jest obecnie projekt o nazwie „Czteropak Grajewo”, który ma na celu rozbudowę zakładu produkcyjnego w Grajewie.



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych

Adrian Mackiewicz

Analitik giełdowy SII

amackiewicz@sii.org.pl

Autorzy niniejszej Analizy nie są powiązani w żaden sposób z Emitentem. Niniejsza Analiza powstała w związku z umową zawartą z Grupą Kapitałową Pflaederer Grajewo S.A., obejmującą swoim zakresem m.in. przygotowanie raportu analitycznego. W ciągu ostatnich 12 miesięcy SII świadczyło usługi z zakresu relacji inwestorskich Grupie Kapitałowej Pflaederer Grajewo S.A. Stowarzyszenie nie wyklucza złożenia oferty świadczenia takich usług Emitentowi w przyszłości.

Treść powyższej Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autor Analizy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.