



Dom Maklerski BDM S.A.

GRAJEWO

RAPORT ANALITYCZNY

Dotychczas wyniki Grajewo wspierały niższe ceny drewna i efekty wdrażanego przez spółkę programu poprawy efektywności. Przez znaczny wzrost kosztów podstawowego surowca w 2014 roku (ok. 10% r/r) przy ograniczonej możliwości przerzucenia ich na klientów (bilans popyt/podaż sprzyja odbiorcom) czynnik ten przestanie wpływać na marżę spółki, a poprawa wyników może okazać się niższa od oczekiwań rynku. Obecna wycena spółki (EV/EBITDA'14 9,2x, P/E'14 15,5x) uwzględnia bowiem już optymistyczny scenariusz. Na najbliższe lata strategia Grajewo zakłada doinwestowanie obecnych fabryk, co pozwoli podnieść jakość i efektywność produkcji. Niemniej długoterminowo wskazujemy na ograniczone efekty takich działań wskutek utraty głównej przewagi konkurencyjnej (do 2009 roku krajowe ceny drewna były do 20% niższe niż w Niemczech) czy koncentracji spółki na produktach technologicznie schyłkowych (płyta wiórowa zastępowana jest przez MDF). W rezultacie obniżamy zalecenie z Akumuluj na REDUKUJ ustalając jednocześnie cenę docelową na poziomie 24,7 PLN/akcję.

W przetargach na 1H'14 średni wzrost cen surowca drzewnego należy szacować na blisko 13% r/r. Przez większy udział w strukturze zakupowej drewna odpadowego oczekujemy ok. 10% r/r wzrostu kosztów w całym roku. W rezultacie przy ograniczonej możliwości przerzucenia podwyżek na klientów spółka straci główny czynnik poprawy marż. Oczekujemy, że lepsze wyniki uda się wypracować dzięki programowi optymalizacji kosztowej (ok. 10 mln PLN w 2014 roku). Niemniej taka poprawa przy obecnej wycenie rynkowej spółki może być pewnym rozczarowaniem.

Mimo pełnego wykorzystania mocy produkcyjnych w 4Q'13 spółka pokazała tylko nieznaczny wzrost sprzedaży r/r. Z analizy zapasów wynika, że część produkcji trafiła „na magazyn”. Niejednoznacznie wyglądają także dane rynkowe. Produkcja sprzedana mebli w ostatnich miesiącach rośnie dwucyfrowo (styczeń'14 +16% r/r), ale nie koresponduje z danymi o produkcji płyt wiórowych GUS (0% styczeń'14). Naszym zdaniem wynika to z dużej konkurencji na rynku w związku z otwarciem kilku fabryk płyt w regionie.

Po sprzedaży aktywów rosyjskich Grajewo zamknęło się na rozwój, zarówno geograficznie jak i technologicznie (płyta wiórowa jest wypierana przez MDF). Z drugiej strony oddłużenie spółki pozwoliło na wdrożenie szerokiego programu inwestycji w polskich zakładach, dość zaniedbanych w tej kwestii przez ostatnie lata. Podniesienie jakości i efektywności produkcji jest główną strategią spółki do 2017 roku. Oprócz nakładów odtworzeniowych inwestycje mają sięgnąć 230 mln PLN, a ich efekty szacujemy w optymistycznym scenariuszu na 100 mln PLN. Niemniej obecna wycena rynkowa wydaje się uwzględniać bardziej optymistyczny scenariusz wzrostu wyników.

	2011	2012	2013*	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	1 725,2	1 789,9	1 462,1	1 509,6	1 645,7	1 673,9
EBITDA [mln PLN]	213,7	230,2	155,6	166,3	191,4	205,7
EBIT [mln PLN]	136,2	153,2	108,4	119,5	140,1	150,6
Wynik netto [mln PLN]	33,2	49,8	54,8	89,8	106,0	115,0
P/BV	2,5	2,4	2,1	2,0	1,8	1,7
P/E	41,8	27,9	25,3	15,5	13,1	12,1
EV/EBITDA	11,2	9,0	9,8	9,2	8,0	7,4
EV/EBIT	17,5	13,6	14,1	12,7	10,9	10,1

*- wynik oczyszczony o zysk na transakcji sprzedaży aktywów rosyjskich w kwocie 97,2 mln PLN

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport. Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

REDUKUJ

(POPRIEDNIO AKUMULUJ)

WYCENA 24,7 PLN

10 MARZEC 2014

Wycena DCF [PLN]	24,3
Wycena porównawcza [PLN]	26,3
Wycena końcowa [PLN]	24,7
Potencjał do wzrostu / spadku	-11,7%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	28,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1389,5
Ilość akcji [mln. szt.]	49,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	32,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	17,3
Stopa zwrotu za 3 mc	4,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	61,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	62,6%
Struktura akcjonariatu:	
Pfleiderer AG	65,1%
Aviva OFE	9,9%
ING OFE	5,3%
Pozostali	19,6%

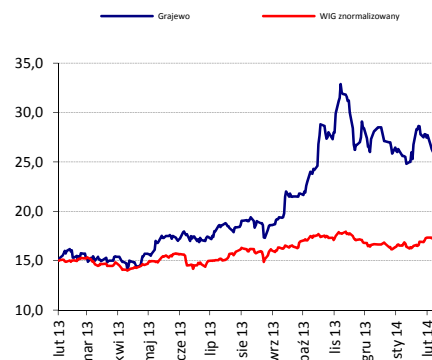
Krzysztof Brymora

brymora@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-35

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	9
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	12
WYNIKI 4Q'13 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	13
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena Grupy Ciech opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2014-2023 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 24,3 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek z branży, oparta na prognozach wyników na lata 2014 – 2016 dała wartość 1 akcji na poziomie 26,3 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej z uwagi na trudności w doborze porównywalnych spółek. **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 24,7 PLN.**

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	24,3
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	26,3
wg mnożników spółek porównywalnych		28,1
wg transakcji M&A w 2013 roku		24,5

Wycena spółki [PLN] **24,7**

Źródło: BDM S.A.

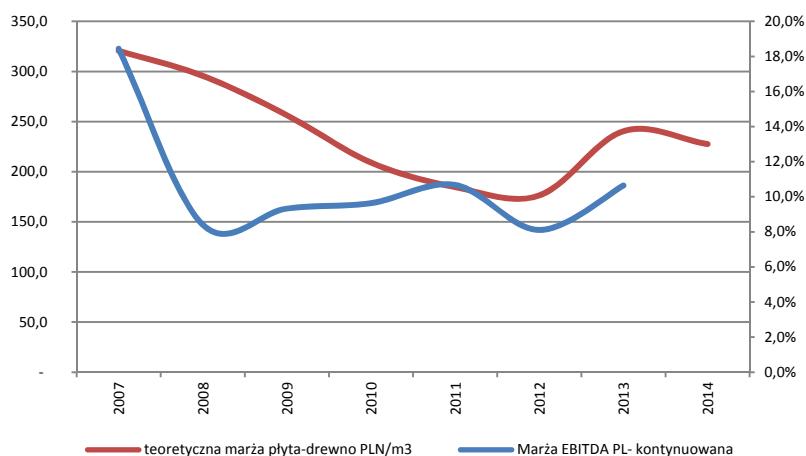
Grajewo opublikowało dobre wyniki w 2H'13 dzięki niższym cenom drewna i wdrażanemu programowi poprawy efektywności. Wg założeń spółki czynnik ten powinien wspierać marżę także w 2014 i kolejnych latach (szeroki plan inwestycji na poziomie 230 mln PLN do 2017 roku + nakłady odtworzeniowe). Niemniej niższe koszty drewna przestaną pomagać wynikom firmy w bieżącym roku. Na podstawie przetargów na 1H'14 średni wzrost cen drewna szacujemy na blisko 13% r/r. Zakładamy, że poziomy te utrzymają się do końca 2014 roku. Krajowe ceny odpowiadają tym w Niemczech, gdzie również obserwujemy podwyżki. Uwzględniając niższą dynamikę wzrostu cen surowca odpadowego (+6,8% r/r w styczniu'14 na rynku niemieckim) oczekujemy ok. 10% r/r wzrostu kosztów dla spółki

Wobec wyższych cen podstawowego surowca zakładamy stopniowe podwyżki cen produktów, co już obserwujemy na rynku niemieckim. W styczniu'14 średnie ceny płyt wzrosły tam o 0,9% m/m i 0,4% r/r. Średniorocznie zakładamy ok. 4% podwyżki, co nominalnie zneutralizuje wyższy koszt drewna. Niemniej przy obecnym, korzystnym dla odbiorców bilansie popyt/podaż na rynku płyt (nowe moce konkurentów) założenie to wydaje się dość optymistyczne.

Zaostrzającą sytuację konkurencyjną na rynku płyt potwierdza także dysproporcja między dynamiką wzrostu krajowej produkcji sprzedanej mebli, a produkcją płyt wiórowych. Podczas gdy, od kilku miesięcy obserwujemy dwucyfrowe tempo wzrostu produkcji sprzedanej mebli, sama produkcja płyt nie rośnie. Niejednoznacznie w tym kontekście wyglądają dane finansowe spółki za 4Q'13. Grajewo informowało o pełnym wykorzystaniu mocy produkcyjnych, co oznacza wzrost produkcji o ponad 10% r/r. Tymczasem wzrost przychodów w tym okresie sięgnął zaledwie 0,8% r/r, a ceny nie spadały w tak dramatycznym tempie. Odpowiedzi należy szukać w poziomie zapasów, który był dość wysoki jak na sezonowe prawidłowości. Liczymy, że spółka upłyni ten zapas w 1H'14 co wpłynie na sprzedaż i poprawę marż (niższy koszt produkcji). Z drugiej strony wysoka produkcja na tzw. magazyn może oznaczać trudności w zbyciu produktów. Ryzykiem po stronie wolumenów pozostaje także słaba sytuacja na niemieckim rynku meblowym. Dotychczas krajowi producenci potrafili to wykorzystać zdobywając większy udział rynkowy tańszymi meblami. Niemniej przeciągający się okres dekonunktury w niemieckim przemyśle meblowym może negatywnie wpłynąć także na ich sprzedaż.

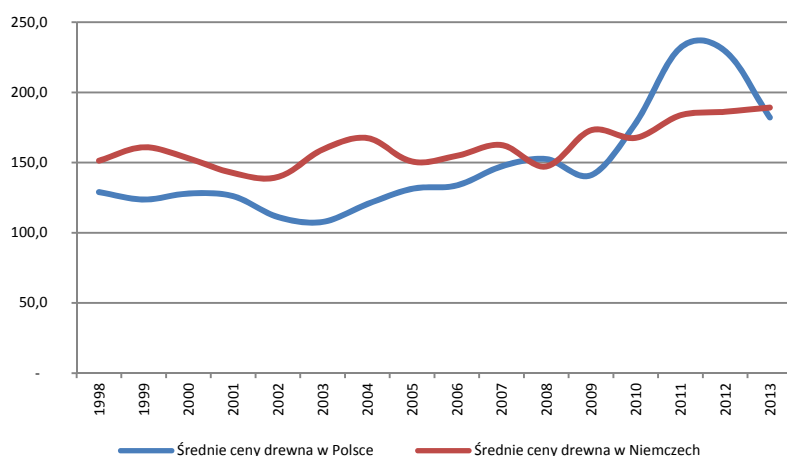
Po sprzedaży aktywów rosyjskich strategia spółki na najbliższe lata koncentruje się na szerokim planie inwestycyjnym (230 mln PLN do 2017 roku + nakłady odtworzeniowe) poprawiającym efektywność i jakość produkcji w celu sprostania zaostrzającej się konkurencji. Niemniej portfolio spółki (1,25 mln m³ płyty wiórowej i 0,25 mln m³ HDF) jest schyłkowe. Udział płyt wiórowych w produkcji mebli systematycznie spada na rzecz bardziej przetworzonej MDF. Dużą popularnością cieszą się także płyty komórkowe (HDF w połączeniu z papierowym „plastrem miodu”).

Wciąż ryzykiem pozostaje słaba sytuacja finansowa głównego właściciela, który przechodzi restrukturyzację. Docelowo pakiet akcji Grajewo (65%) trafi na sprzedaż. Pod koniec stycznia'13 spółka odkupiła od właściciela udziały mniejszości w spółkach Silekol i HDF. Transakcja wyceniła fabrykę HDF na ok. 8,3x EBITDA i 6,6x EBITDA za Silekol, czyli z dyskontem do wyceny rynkowej Grajewo (9,2x EBITDA'14).

Teoretyczna marża płyty-drewno [PLN/m³] na tle marży EBITDA spółki

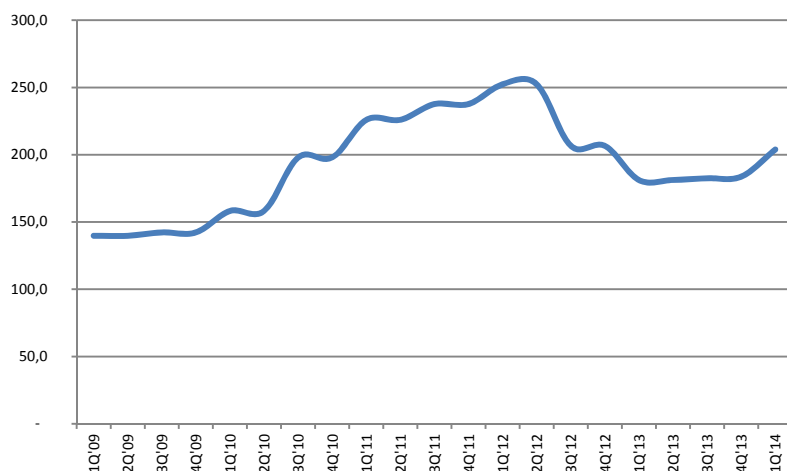
Od 2H'12 za poprawę marż w spółce odpowiada spadek cen surowca drzewnego (zmiana systemu sprzedaży). W 2014 roku czynnik ten wygaśnie wskutek ok. 10% wzrostu kosztów (przetargi na 1H'14). Za poprawę wyników ma być odpowiedzialny program poprawy efektywności (ok. 10 mln PLN w 2014 roku).

Źródło: BDM S.A., GUS, Rynek Drzewny, e-drewno.pl, spółka

Średnie ceny drewna w Polsce i w Niemczech [PLN/m³]

Przez urynkowanie systemu sprzedaży drewna w 2009 roku krajowe ceny dorównały swoim poziomem do niemieckich, przez co polski przemysł drzewny utracił część przewagi konkurencyjnej. W rezultacie niemożliwy jest powrót do marż realizowanych w latach 2006-2008. W 2013 roku ceny w Polsce były niższe niż za zachodnią granicą, wobec czego pojawił się spory popyt i wzrost cen na e-drewno.

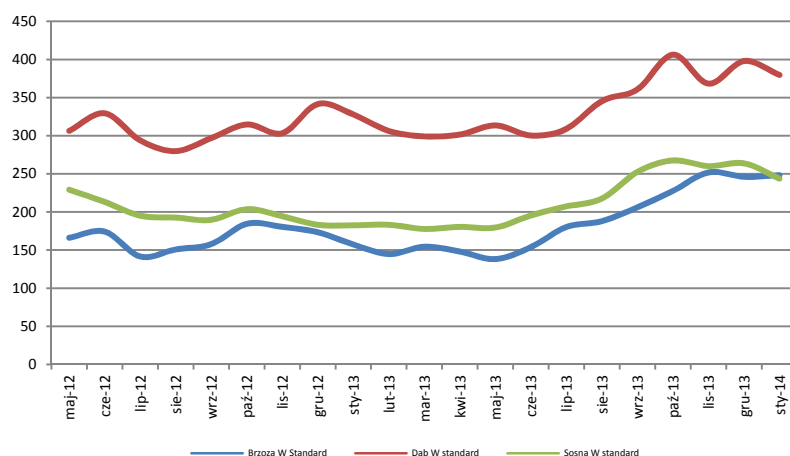
Źródło: BDM S.A., GUS, destatics.de, Rynek Drzewny, e-drewno.pl

Średnie ceny drewna sosnowego w Polsce [PLN/m³]

Wzrost cen surowca drzewnego szacujemy w 2014 roku na ok. 10%. Przetargi na 1H'14 pokazują dynamikę blisko 13% r/r. W strukturze zakupowej Grajewo przeważa surowiec odpadowy, gdzie spółka oczekuje stabilnych cen. Patrząc na zachowanie cen surowca odpadowego w Niemczech (wzrost 6,8% r/r w styczniu'14) oczekiwania te są dość optymistyczne.

Źródło: BDM S.A., GUS, Rynek Drzewny, e-drewno.pl

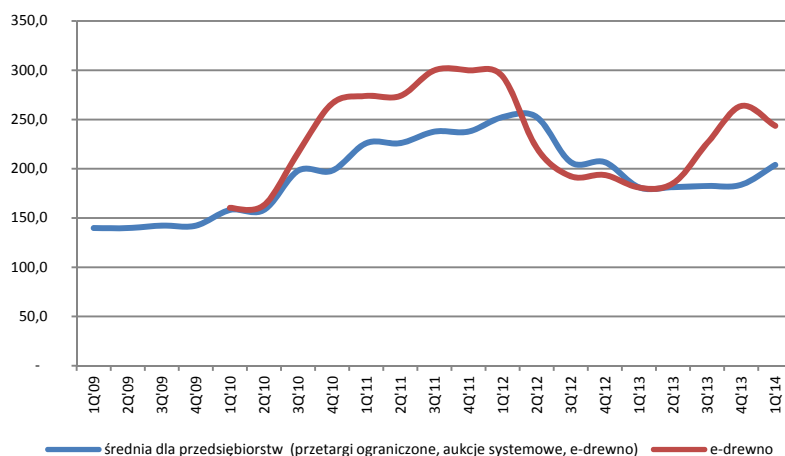
Średnie ceny na e-drewno.pl [PLN/m3]



Źródło: BDM S.A., e-drewno.pl

Wzrost średnich stawek drewna windują aukcje systemowe i e-drewno (30% sprzedaży). Dynamiki sięgają ponad 30% r/r. Wg naszych informacji ceny przetargach ograniczonych na 1H'14 pozostały na zbliżonych poziomach. W rezultacie średni wzrost cen na 1H'14 można szacować na blisko 13% r/r (w całym roku zakładamy ok. 10% wzrostu kosztów dla spółki).

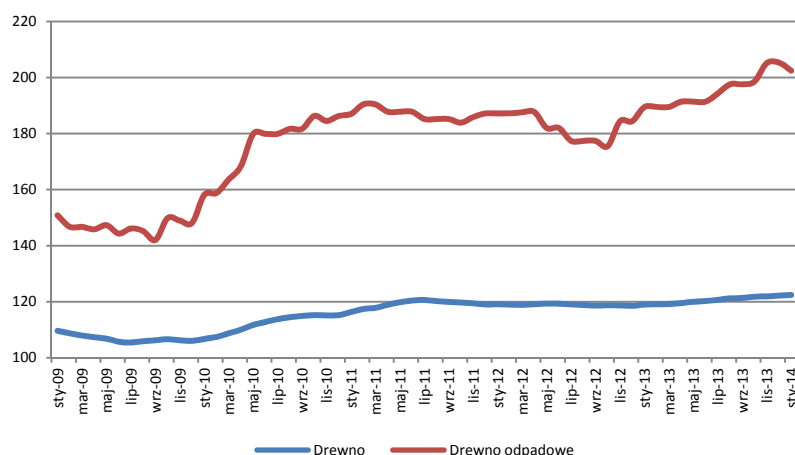
Średnie ceny w przetargach ograniczonych/aukcjach a aukcje e-drewno [PLN/m3]



Źródło: BDM S.A., GUS, Rynek Drzewny, e-drewno.pl

Transakcje na e-drewno są niejako spotowe i wyprzedzają ceny na przetargach ograniczonych.

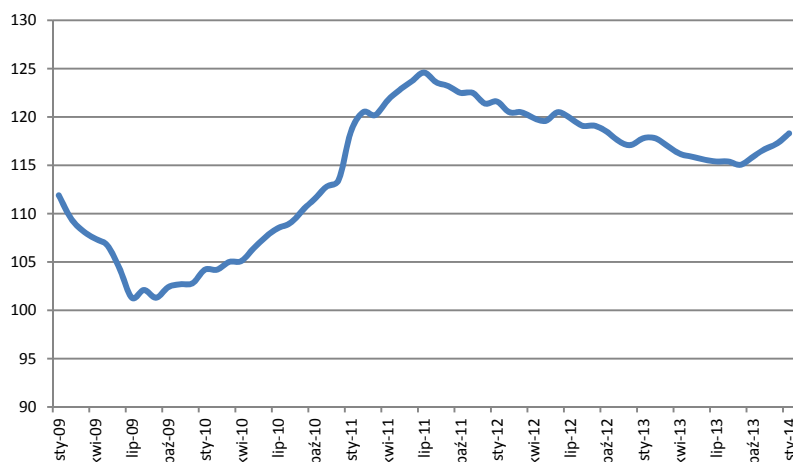
Indeksy cen drewna w Niemczech [2005= 100]



Źródło: BDM S.A., destatics.de

W 2013 roku ceny drewna okrągłego w Niemczech wzrosły o 1,3% r/r, a odpadowego o 6,9%. W styczniu'14 dynamika ta kształtowała się odpowiednio +2,9% r/r i +6,8% r/r. Spółka sygnalizowała, że spodziewa się wzrostu cen drewna okrągłego i stabilizacji surowca przemysłowego, przez co wzrost cen będzie mniejszy niż 10%. Założenie to uznajemy za dość optymistyczne (przyjmujemy ok 10% wzrost cen drewna).

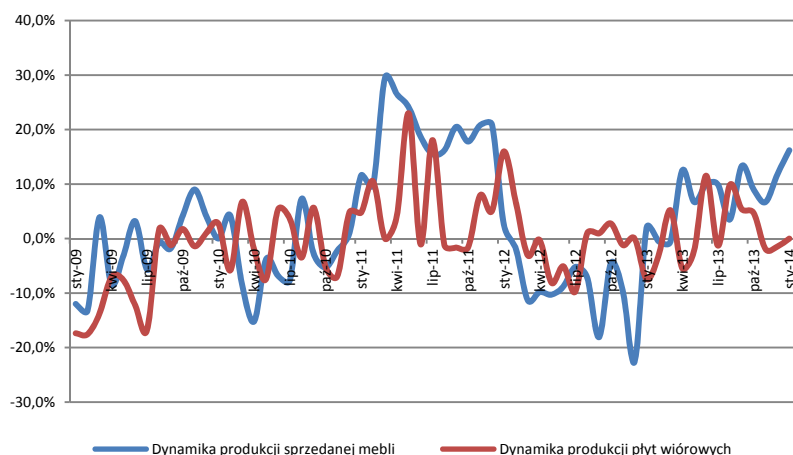
Indeks cenowy płyty wiórowej w Niemczech [2005=100]



Źródło: BDM S.A., destatics.de

Po lekkim trendzie spadkowym od 2H'11 w ostatnich miesiącach obserwujemy delikatne podwyżki. W styczniu'14 było to +0,9% m/m wobec naszych oczekiwań +2% q/q na 1Q'14. Oczekujemy, że w związku ze wzrostem kosztów drewna ceny płyt średniorocznie wzrosną o ok. 4% r/r po spadku o 2,6% r/r w 2013. Potencjał wzrostu może ograniczać zaostrzająca się konkurencja.

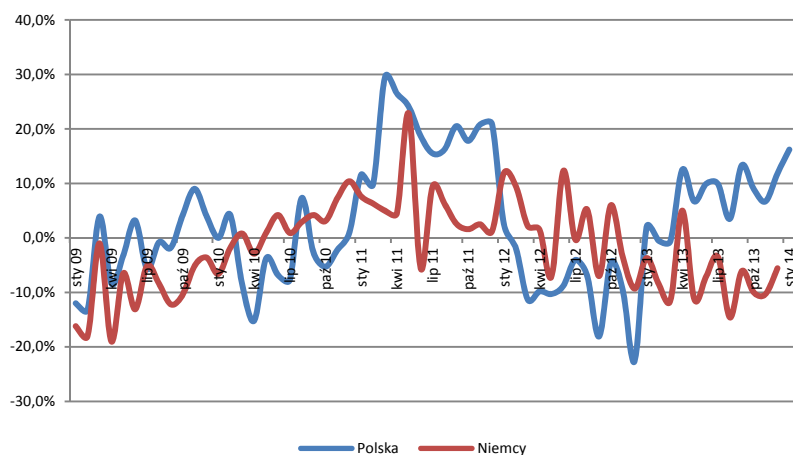
Dynamika produkcji sprzedanej mebli a produkcji płyt wiórowych [r/r]



Dobra koniunktura w branży meblowej (dwucyfrowe tempo wzrostu w ostatnich miesiącach) nie do końca przekłada się na produkcję płyt wiórowych, co wiążemy z zaostrzającą się konkurencją na rynku płyt.

Źródło: BDM S.A., GUS

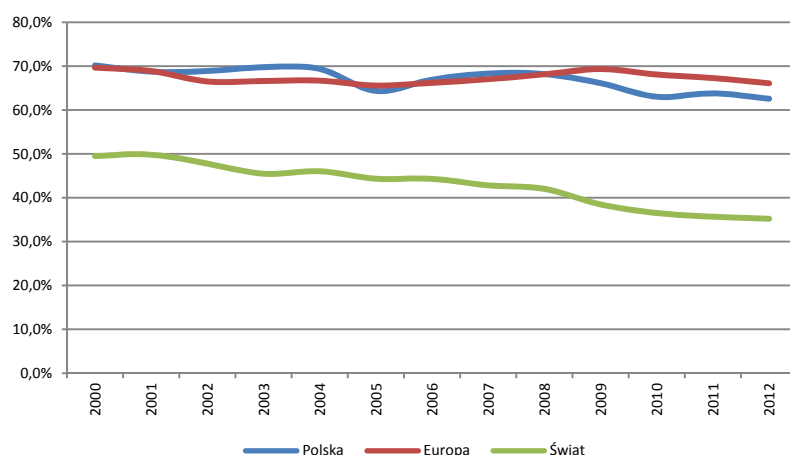
Dynamika produkcji sprzedanej mebli w Polsce a w Niemczech



Źródło: BDM S.A., GUS, destatics.de

Jesteśmy optymistami, co do kształtowania się koniunktury w branży meblowej (wzrost w 2014 rzędu 5-6%). Niemniej ryzykiem dla takiego scenariusza jest znaczący spadek sprzedaży w Niemczech, głównym rynku eksportowym. Do tej pory krajowym przedsiębiorcom udawało się przechwycić część rynku, niemniej utrzymująca się słaba koniunktura przez dłuższy czas może przełożyć się na ich sprzedaż.

Udział płyty wiórowej w produkcji płyt drewnopochodnych

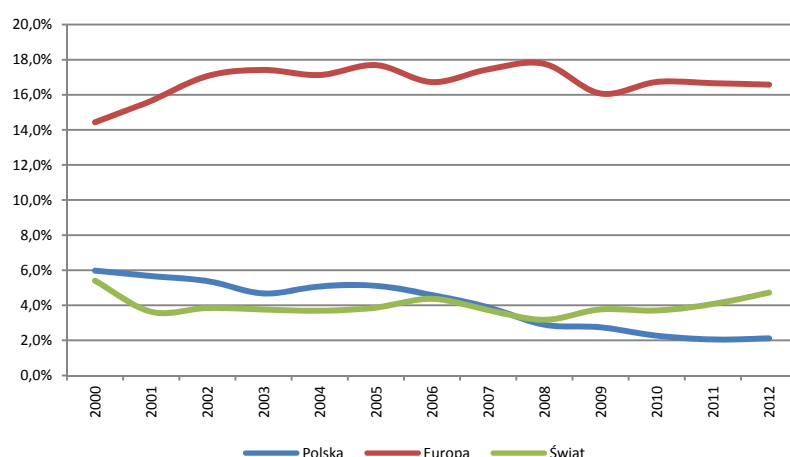


Źródło: BDM S.A., FAO

Długoterminowo perspektywy spółki są mało optymistyczne.

Obecnie Grajewo koncentruje się na inwestycjach i poprawie jakości produktu. Kierunki do dalszej ekspansji (głównie wschód) są obecnie raczej zamknięte, a podstawowym produktem spółki jest płyta wiórowa, której znaczenie w produkcji mebli spada.

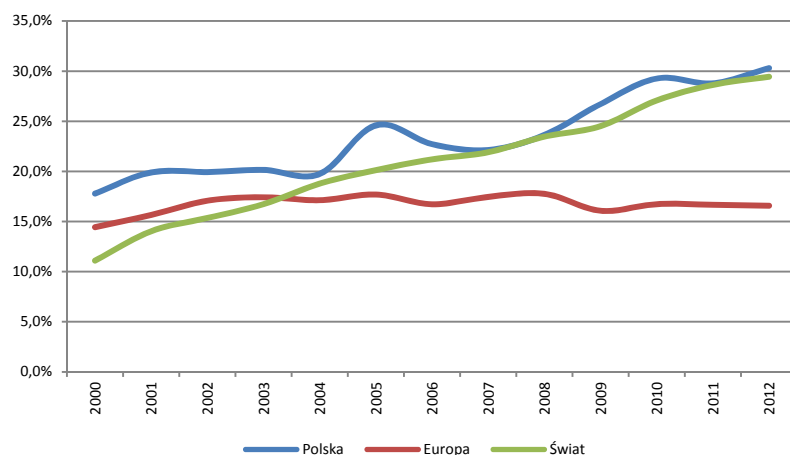
Udział płyty HDF w produkcji płyt drewnopochodnych



Źródło: BDM S.A., FAO

Spółka posiada 1,25 mln m³ mocy produkcyjnych w obszarze płyty wiórowej i 0,25 mln m³ HDF. Znaczenie zarówno płyty wiórowej jak i HDF maleje w produkcji mebli. Szansą dla HDF jest wzrost popytu na płytę komórkową (2x HDF i papierowy plaster miodu w środku). Od płyty wiórowej rynek stopniowo odchodzi.

Udział płyty MDF w produkcji płyt drewnopochodnych



Źródło: BDM S.A., FAO

Spadek znaczenia płyty wiórowej odbywa się kosztem rosnącego wykorzystania MDF.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Otoczenie makroekonomiczne

Branża meblarska jest działalnością cykliczną (wrażliwą na zmiany koniunktury gospodarczej), która wcześniej reaguje na pogorszenie nastrojów gospodarczych oraz później wychodzi z kryzysu. Obserwowane od 2Q'09 ożywienie w globalnej gospodarce przełożyło się na wyniki firm dopiero w 2H'10. Na dobre wyniki udało się poprawić w 2011 roku, kiedy popyt na meble napędzały dodatkowo inwestycje związane z EURO 2012. Kryzys budowlany w 2012-2013 krajowe firmy meblarskie przetrzymały wykorzystując dobrą koniunkturę na rynkach zagranicznych, głównie w Niemczech. Producenci płyt skorzystali dodatkowo na obniżce cen drewna o ponad 10% (zmiana systemu sprzedaży). Teraz efekty te mogą wygasnąć. W 2014 oczekujemy ok. 10% podwyżki cen podstawowego surowca, czego nie zneutralizują wyższe ceny płyt. Od strony popytowej niepokojąco wygląda koniunktura w Niemczech, głównym rynku meblowym dla naszych producentów.

▪ Wzrosty cen drewna

W latach 2010-2011 roku obserwowaliśmy dynamiczne wzrosty cen drewna rzędu 30% r/r wynikające z urynkowania systemu sprzedaży i wzrostu popytu ze strony energetyki (projekty biomasowe). W 2H'12 LP wysłuchały postulatów branży i przesunęły część puli przeznaczonej do sprzedaży na aukcjach w stronę „starego” systemu dla odbiorców z tzw. historią zakupową (ceny spadły o ok. 13% r/r). W efekcie 70% masy drewna sprzedawane jest w przetargach ograniczonych (historia zakupowa), a 30% na aukcjach (systemowe i e-drewno). Obecnie od kilku miesięcy obserwujemy dynamiczne wzrosty na aukcjach e-drewno (ponad 30% r/r), które zostały podtrzymane na aukcjach systemowych. Na razie nie przełożyły się one na ceny w przetargach zamkniętych, ale i tak średni wzrost cen drewna na 1H'14 można szacować na 10-13% r/r. Drewno stanowi ponad 30% w kosztach spółki.

▪ Sytuacja na rynku walutowym

Spółka większość produktów sprzedaje w kraju do branży meblowej (ok. 26% trafia na eksport). Niemniej 80% swojej produkcji krajowe firmy meblowe wysyłają na eksport, z czego 40-50% do Niemiec. Istotny dla branży jest więc kurs EUR/USD. Przy oczekiwanym umocnieniu złotówki branża meblowa będzie tracić swoją konkurencyjność, co może przełożyć się na poziom zamówień w spółce.

▪ Otoczenie konkurencyjne

W ostatnich dwóch latach w regionie powstały przynajmniej 4 nowe fabryki (Sweedspan w Koszках, rozbudowa słowackiej Malacky na Słowacji, Kronospan na Białorusi czy Kastamonu w Rumuni). W rezultacie bilans popyt/podaż bardziej w tym momencie sprzyja odbiorcom i firmy produkujące płyty mogą mieć problemy z przerzuceniem wyższych kosztów drewna na klientów.

▪ Ryzyko sprzedaży udziałów przez Pfeiderer AG

W marcu'12 spółka Pfeiderer AG złożyła wniosek o ogłoszenie upadłości. W kwietniu sąd otworzył postępowanie upadłościowe i wyraził zgodę na działanie zarządu jako dłużnika zachowującego posiadanie (debtor in possession). Upadłość dotyczy spółki holdingowej, która nie prowadzi działalności operacyjnej. W rezultacie spółki zależne (bezpośrednim podmiotem dominującym Grajewa jest Pfeiderer Service) funkcjonują w normalnym trybie. Pod koniec sierpnia'12 w spółce ujawnił się inwestor strategiczny (fundusz PE Atlantik), który stanie się jedynym właścicielem Pfeiderer AG. W naszej opinii, za bliżej nieznanym podmiotem, stoją obecni wierzyciele, którzy będą kontynuować proces restrukturyzacji (sprzedaż niestrategicznych i niedochodowych aktywów). Docelowo więc większościowy pakiet Grajewa może trafić na sprzedaż.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych 4,5%, premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta na poziomie 1x (wcześniej lewarowany z uwagi na duże zadłużenie spółki).

Główne zmiany w założeniach modelu

- Oczekujemy ok. 10% r/r wzrostu cen drewna w Polsce w 2014 roku, do czego skłaniają nas wyniki przetargów na 1H'14 (wzrost o 12,9%). W strukturze zużycia drewna w spółce przeważa surowiec odpadowy (ok. 60%), gdzie spółka spodziewa się stabilnych cen. Niemniej wskazujemy, że na rynku niemieckim dynamika wzrostu cen w tej klasie drewna (styczeń'14) sięga 6,8% r/r, a drewna pełnowartościowego blisko 3% r/r. W kolejnych latach zakładamy stabilizację (+2% r/r);
- W związku z wyższym kosztem surowca zakładamy średnioroczną podwyżkę cen płyt wiórowych na poziomie ok. 4% r/r (w Niemczech po styczniu'14 cenniki wskazują na 0,4% r/r), która pozwoli nominalnie zneutralizować wzrost cen drewna (spadnie marża procentowa). Niemniej przy presji ze strony nowych konkurentów założenie to jest dość optymistyczne. Na 2015 rok zakładamy ok. 3% wzrost (+2% drewno), a w kolejnych latach +2% r/r (podobnie drewno);
- Zgodnie z naszymi prognozami zakładamy ok. 3% podwyżkę cen klejów, co negatywnie wpłynie na marżę (mocznik ok. +10% r/r, metanol ok. +3% r/r, melamina -0,6% r/r);
- Zgodnie z założeniami spółki oczekujemy ok. 10 mln PLN oszczędności w 2014 roku na różnych działaniach optymalizacyjnych, które spółka wdrożyła w 2H'14. W efekcie spółkę będzie stać na poprawę ubiegłorocznych rezultatów;
- Spółka informowała o ok. 10% wzroście mocy produkcyjnych dzięki eliminacji tzw. wąskich gardeł w produkcji płyty. Zakładamy, że efektywnie stanie się to w 2015 roku, co przełoży się na ok. 100 mln PLN rocznie więcej sprzedaży. Do tego czasu spółka będzie wykorzystywała pełne moce produkcyjne;
- Uwzględniamy także zapowiadane efekty realizacji szerokiego programu inwestycji w spółce jak nowe formatyzarki, optymalizacja energetyki i suszarni, nowe produkty w zależnym Silekolu, które łącznie (wraz ze zwiększonymi mocami produkcyjnymi) powinny dać ok. 100 mln PLN EBITDA do 2017 roku przy zwiększonej sprzedaży o ok. 300 mln PLN;
- Spółka informowała o nakładach inwestycyjnych w 2014 roku na poziomie powyżej 100 mln PLN (zakładamy ok. 120 mln PLN). Wg spółki CAPEX w latach 2014-2017 ma wynieść ok. 230 mln PLN+ nakłady odtworzeniowe, co daje ok. 390 mln PLN inwestycji;
- W związku z większym CAPEX nie zakładamy wypłaty dywidendy z zysku za 2013 rok, choć główny właściciel, przechodzący restrukturyzację może przegłosować jej wypłatę. Ewentualna wypłata dywidendy przyczyni się do wzrostu zadłużenia w przybliżeniu o tę kwotę.

Ponadto:

- Do obliczeń przyjęliśmy 49,6 mln akcji;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 10 marca 2014 roku;
- Wzrost FCF po okresie szczegółowej prognozy przyjęliśmy na poziomie 2%.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,2 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 24,3 PLN.

Model DCF

	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 462,1	1 509,6	1 645,7	1 673,9	1 702,7	1 732,1	1 762,0	1 792,6	1 823,7	1 855,5	1 887,9
EBIT [mln PLN]	108,4	119,5	140,1	150,6	150,9	153,5	156,1	158,7	161,2	163,6	166,1
Stopa podatkowa	14,3%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	15,5	22,7	26,6	28,6	28,7	29,2	29,7	30,1	30,6	31,1	31,6
NOPLAT [mln PLN]	92,9	96,8	113,5	122,0	122,2	124,4	126,5	128,5	130,6	132,6	134,5
Amortyzacja [mln PLN]	48,1	46,8	51,4	55,1	55,7	53,9	52,1	50,3	48,6	46,8	45,0
CAPEX [mln PLN]	-65,9	-122,1	-119,9	-106,9	-56,0	-54,0	-52,6	-50,9	-49,0	-47,1	-45,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,0	19,4	-4,0	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
FCF [mln PLN]	75,1	40,9	40,9	69,4	121,1	123,4	125,1	127,1	129,2	131,4	133,5
DFCF [mln PLN]		37,8	34,8	54,2	86,6	80,8	74,8	69,4	64,4	59,8	55,5
Suma DFCF [mln PLN]		618,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 816,7		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		755,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 373,6									
Dług netto [mln PLN]		138,1									
Odkup pakietu mniejszościowego HDF Grajewo*		29,0									
Wartość kapitału [mln PLN]		1 206,5									
Udziały mniejszości [mln PLN]		0,0									
Ilość akcji [mln szt.]		49,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		24,3									

Przychody zmiana r/r	3,2%	9,0%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
EBIT zmiana r/r	10,2%	17,2%	7,5%	0,2%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%
FCF zmiana r/r	-45,6%	0,2%	69,5%	74,6%	1,9%	1,3%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%
Marża EBITDA	11,0%	11,6%	12,3%	12,1%	12,0%	11,8%	11,7%	11,5%	11,3%	11,3%	11,2%
Marża EBIT	7,9%	8,5%	9,0%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%	8,8%
Marża NOPLAT	6,4%	6,9%	7,3%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%
CAPEX / Przychody	8,1%	7,3%	6,4%	3,3%	3,1%	3,0%	2,8%	2,7%	2,5%	2,4%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	261,1%	233,4%	193,9%	100,4%	100,2%	101,0%	101,0%	100,9%	100,6%	100,1%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	-1,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-40,8%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Stopa wolna od ryzyka	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Udział kapitału własnego	87,0%	87,2%	88,5%	92,3%	95,6%	98,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Udział kapitału obcego	13,0%	12,8%	11,5%	7,7%	4,4%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,9%	8,9%	9,0%	9,1%	9,3%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%

Źródło: BDM S.A.

*- Spółka pod koniec 2013 roku odkupiła udziały mniejszościowe od właściciela Pfeiderer AG (Silekol 93 mln PLN za 50% i HDF Grajewo 29 mln PLN za 28,8%). Zapłata za HDF Grajewo miała miejsce na początku stycznia 2014.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	0,7	21,3	22,5	24,1	26,0	28,4	31,7	36,3	43,2	54,6
	0,8	20,0	21,1	22,4	24,1	26,1	28,9	32,6	37,9	46,3
	0,9	18,8	19,8	21,0	22,4	24,1	26,4	29,5	33,7	40,1
	1,0	17,8	18,6	19,6	20,9	22,4	24,3	26,8	30,3	35,2
	1,1	16,8	17,6	18,4	19,5	20,8	22,5	24,6	27,4	31,3
	1,2	15,9	16,6	17,4	18,3	19,4	20,8	22,6	25,0	28,1
	1,3	15,1	15,7	16,4	17,2	18,2	19,4	20,9	22,9	25,5

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	3,0%	22,7	24,1	25,9	28,1	31,1	35,1	40,8	49,9	66,3
	4,0%	20,0	21,1	22,4	24,1	26,1	28,9	32,6	37,9	46,3
	5,0%	17,8	18,6	19,6	20,9	22,4	24,3	26,8	30,3	35,2
	6,0%	15,9	16,6	17,4	18,3	19,4	20,8	22,6	25,0	28,1
	7,0%	14,3	14,8	15,4	16,2	17,0	18,1	19,4	21,1	23,2
	8,0%	12,9	13,3	13,8	14,4	15,1	15,9	16,9	18,1	19,6
	9,0%	11,7	12,0	12,4	12,9	13,4	14,1	14,8	15,7	16,8

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3,0%	43,0	40,0	37,4	35,1	33,0	31,1	29,4	27,8	26,4
	4,0%	36,6	33,6	31,1	28,9	26,9	25,1	23,5	22,1	20,8
	5,0%	31,7	28,9	26,4	24,3	22,5	20,8	19,4	18,1	16,9
	6,0%	27,8	25,1	22,8	20,8	19,1	17,6	16,3	15,1	14,1
	7,0%	24,7	22,1	20,0	18,1	16,5	15,1	13,9	12,8	11,9
	8,0%	22,1	19,7	17,6	15,9	14,4	13,1	12,0	11,0	10,1
	9,0%	20,0	17,6	15,7	14,1	12,7	11,5	10,4	9,5	8,7

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2014-2016 do wybranych spółek działających w sektorze przetwórstwa drzewnego, produkujących głównie płyty wiórowe, MDF i HDF. Analizę oparto na wskaźnikach: P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT (każdemu ze wskaźników przypisaliśmy równą wagę). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen. Obliczenia bazują na kursach z 10 marca 2014 roku. Z uwagi na trudności w doborze spółek do analizy uwzględniliśmy także wycenę spółki na podstawie transakcji M&A spółek działających w branży płyt drewnopochodnych przeprowadzonych w 2013 roku. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią arytmetyczną tych wycen. Jej udział w końcowej wycenie spółki jest równy 20% z uwagi na trudności w doborze podmiotów porównywalnych.

Porównując wyniki Grajewa ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 28,1 PLN/akcję. Na podstawie transakcji M&A przeprowadzonych w 2013 roku otrzymaliśmy wycenę na poziomie 24,5 PLN/akcję. **Wycena metodą porównawczą jest średnią arytmetyczną otrzymanych wycen i wynosi 26,3 PLN/akcję.**

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
DURATEX	10,8	9,7	8,3	5,9	5,3	4,8	8,0	7,2	6,2
NORBORD	18,8	11,3	10,9	9,1	6,4	3,5	12,7	7,9	7,6
SONAE INDUSTRIA SGPS SA	0,0	0,0	9,1	10,1	7,2	6,6	0,0	14,3	10,7
LOUISIANA-PACIFIC	24,4	12,1	10,2	8,3	5,2	4,4	12,3	6,9	5,6
MOHAWK INDUSTRIES	17,5	14,7	12,7	10,4	9,2	8,0	14,5	12,5	10,6
RAYONIER	23,0	20,6	19,5	12,2	11,3	11,0	19,3	17,8	17,7
FABRYKI MEBLI FORTE	16,7	13,5	14,9	11,2	9,1	9,7	13,7	10,9	11,9
MEDIANA	18,2	12,8	10,9	10,1	7,2	6,6	13,2	10,9	10,6
GRAJEWO	15,5	13,1	12,1	9,2	8,0	7,4	12,7	10,9	10,1
Premia/dyskonto do spółki	-14,8%	2,5%	10,9%	-9,3%	10,5%	11,4%	-3,6%	0,4%	-4,5%
Wycena wg wskaźnika	32,9	27,3	25,2	31,1	25,1	24,9	29,2	27,9	29,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		28,5			27,0			28,8	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		28,1							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 10.03.2014.

Wycena porównawcza wg transakcji M&A w 2013 roku na rynku płyt

Kupujący	Przejmowany	Data	Moce produkcyjne tys. m3	Wartość transakcji mln USD	EV/EBITDA*	EV/sales*	EV/capacity USD/m3
Grajewo	Silekol	gru-13	-	61,1	6,2	0,4	-
Grajewo	Grajewo HDF	gru-13	250 HDF	105,2	8,3	1,3	420,8
Mohawk, USA	Spano, Belgia	sty-13	700 PB, 270 MDF	168,0	5,6	0,6	173,2
Sweedwood (Ikea)	Pfleiderer OOO	sty-13	500 PB	209,2	5,4	1,5	418,4
Georgia Pacific, USA	Temple Inland, USA	lip-13	1900 PB	710,0	-	1,0	373,7
MEDIANA					5,9	1,0	396,0
Grajewo			1250 PB, 250 HDF	509,0**	9,2	1,0	333,9
Premia/dyskonto					55,3%	-0,6%	-15,7%
Wycena wg wskaźnika PLN/akcję					17,1	28,2	28,4
Waga wskaźnika					33,3%	33,3%	33,3%
Wycena spółki						24,5	

Źródło: BDM S.A., Bloomberg. *- Oprócz transakcji z udziałem Grajewa wyniki finansowe spółek za 2012 rok. **- dla ceny 28 PLN/akcję Grajewa, wskaźniki liczone do prognozowanych wyników 2014 roku.

WYNIKI 4Q'13 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki 4Q'13 okazały się lepsze na poziomie marży, ale słabsze po stronie przychodowej od naszych oczekiwań. Spółka mimo pełnego wykorzystania mocy produkcyjnych (96,9% vs 82,7% w 4Q'12) pokazała tylko nieznaczny wzrost przychodów, co sugeruje niższe zrealizowane ceny sprzedaży (o czym spółka informowała na konferencji) bądź produkcję na tzw. magazyn. Analiza poziomu zapasów (nieporównywalne z 4Q'13, ale sezonowo zapasy rosły q/q w mniejszym tempie) wskazuje głównie na ten drugi czynnik. Z jednej strony spółka zgromadziła część produkcji po korzystnych kosztach wytworzenia (podwyżki cen drewna wejść od 1Q'14) i oczekujemy, że pozytywnie wpłynie to na marżę 1H'14, z drugiej natomiast wątpliwa wydaje się teza ożywienie popytu rynkowego. Dane odnośnie produkcji sprzedanej mebli z ostatnich miesięcy pokazują dwucyfrowy wzrost (styczeń'14 +16% r/r), ale nie korespondują z danymi o produkcji płyt wiórowych GUS (0% styczeń'14). Naszym zdaniem wynika to z dużej konkurencji na rynku w związku z otwarciem kilku fabryk płyt w regionie.

W rachunku CF spółka zaprezentowała bardzo dobry CFO (86,2 mln), co jest typowe dla okresu 4Q. Po stronie inwestycji spółka wydała 94,1 mln PLN na odkup 50% udziałów w Silekol od głównego właściciela, o czym informowano pod koniec 2013 roku. W rezultacie zadłużenie netto wzrosło o 25 mln PLN q/q do 138 mln PLN i stanowiło 0,9x EBITDA. Zapłata 29 mln PLN za pozostałe udziały w HDF Grajewo miała miejsce w styczniu. Spółka informowała także o ponad 100 mln PLN CAPEX w bieżącym roku (65 mln PLN w 2013) i jeśli główny udziałowiec Pfleiderer AG zdecyduje o wypłacie dywidendy wpłynie to na dalsze zwiększenie zadłużenia. Na razie jest ono na bezpiecznym poziomie. Mając wcześniejsze doświadczenia spółka zamierza „pilnować” wskaźnika DN/EBITDA do max 1,5x.

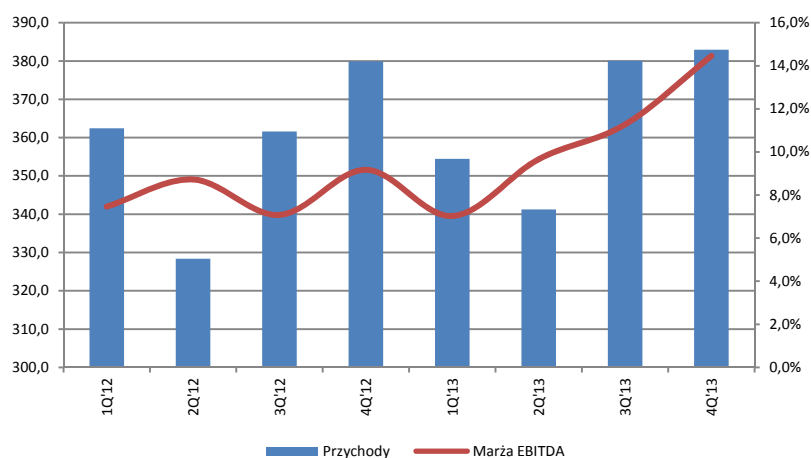
W kolejnych kwartałach oczekujemy stopniowego wzrostu cen płyt wiórowych (2% q/q, po styczniu'14 jest +0,9% m/m) w odpowiedzi na ok. 10% wzrost cen drewna (średnia z wszystkich przetargów wskazuje na blisko 13% wzrost r/r w 1H'14, ale w strukturze zakupowej spółki dominuje surowiec odpadowy, gdzie spodziewane są mniejsze dynamiki). Podwyżki cen produktów (ok. 4% średnio w 2014 roku) pozwolą nominalnie utrzymać wyniki, a wzrost będzie wynikał z zapowiedzianych efektów optymalizacyjnych (ok. 10 mln PLN wskazywanych przez spółkę), co będzie widać szczególnie w 1H'14. Niemniej istnieje ryzyko, że w związku z korzystną dla odbiorców sytuacją popyt/podaż na rynku płyt drewnopochodnych podwyżek nie uda się wprowadzić w oczekiwanej skali. Z drugiej strony spółka nie spodziewa się aż 10% wzrostu cen drewna z uwagi na korzystniejsze cenniki drewna przemysłowego. Naszym zdaniem, na podstawie rynku niemieckiego, nie można wysunąć takich wniosków.

Wyniki 4Q'2013 [mln PLN]

	4Q'12	4Q'12 LFL	4Q'13	zmiana r/r	4Q'13P BDM	różnica
Przychody	479,7	379,9	382,9	0,8%	395,7	-3,2%
Wynik brutto na sprzedaży	103,1	63,1	79,8	26,5%	76,6	4,1%
EBITDA	69,9	34,8	55,4	58,9%	48,7	13,7%
EBIT	51,4	24,2	39,6	63,7%	38,1	4,0%
Wynik netto	24,1	17,8	24,0	34,8%	26,3	-8,7%
Marża zysku brutto	21,5%	16,6%	20,8%		19,4%	
Marża EBITDA	14,6%	9,2%	14,5%		12,3%	
Marża EBIT	10,7%	6,4%	10,4%		9,6%	
Marża netto	5,0%	4,7%	6,3%		6,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Spółka. LFL- dane porównywalne, działalność kontynuowana

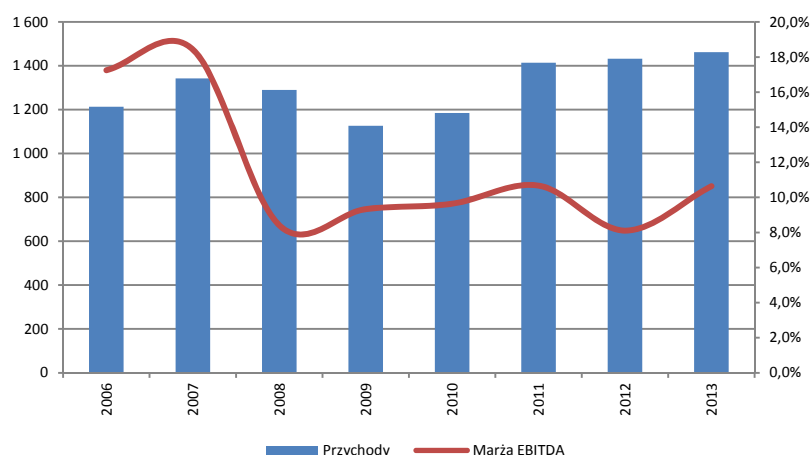
Wybrane dane finansowe z działalności kontynuowanej 2012-2013 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Spółka zrealizowała bardzo dobrą marżę w 2H'13 dzięki niższym cenom drewna i pozytywnym efektom inwestycji. W kolejnych kwartałach wygaśnie czynnik niższych cen drewna. Zakładamy, że uda się wprowadzić przy tym podwyżki cen płyt w skali ok. 4% r/r, które nominalnie zneutralizują koszty drewna, ale przy nowych inwestycjach konkurencji jest to założenie dość optymistyczne.

Wybrane dane finansowe z działalności kontynuowanej 2006-2013 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża na poziomie tej z 2H'13 jest nie do utrzymania. Wyższą rentowność spółka osiągała ostatni raz w 2007 roku, kiedy ceny płyt i drewna kształtowały się na zupełnie różnych poziomach (np. urynkowano system sprzedaży drewna, który odebrał konkurencyjność spółki). W kolejnych latach oczekujemy marży EBITDA na poziomie ok. 12%.

Wybrane, kwartalne dane finansowe- działalność kontynuowana [mln PLN]

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14P	2Q'14P	3Q'14P	4Q'14P
Przychody	362,4	328,4	361,6	379,9	354,5	341,3	380,1	382,9	362,6	352,4	382,0	412,6
Wynik brutto na sprzedaży	52,2	54,8	54,0	63,1	56,6	57,8	69,5	79,8	55,9	63,7	75,2	81,3
EBITDA	27,1	28,6	25,6	34,8	24,9	33,0	42,8	55,4	29,4	37,9	47,5	51,5
EBIT	16,0	18,0	14,8	24,2	14,4	22,4	32,4	39,6	17,7	26,2	35,8	39,8
Wynik netto	-0,4	7,7	4,7	17,8	104,3	5,9	17,5	24,0	12,6	19,5	27,2	30,5
Marża zysku brutto	14,4%	16,7%	14,9%	16,6%	16,0%	16,9%	18,3%	20,8%	15,4%	18,1%	19,7%	19,7%
Marża EBITDA	7,5%	8,7%	7,1%	9,2%	7,0%	9,7%	11,3%	14,5%	8,1%	10,7%	12,4%	12,5%
Marża EBIT	4,4%	5,5%	4,1%	6,4%	4,1%	6,6%	8,5%	10,4%	4,9%	7,4%	9,4%	9,7%
Marża netto	-0,1%	2,3%	1,3%	4,7%	29,4%	1,7%	4,6%	6,3%	3,5%	5,5%	7,1%	7,4%
Zmiana r/r												
Przychody					-2,2%	3,9%	5,1%	0,8%	2,3%	3,3%	0,5%	7,7%
Wynik brutto na sprzedaży					8,5%	5,5%	28,7%	26,5%	-1,2%	10,1%	8,2%	1,9%
EBITDA					-8,0%	15,1%	67,4%	58,9%	18,2%	14,8%	10,8%	-6,9%
EBIT					-10,4%	25,0%	119,2%	63,7%	23,3%	16,7%	10,3%	0,5%
Wynik netto						-23,5%	271,5%	34,8%	-87,9%	232,3%	55,7%	27,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	730,2	791,2	866,6	935,1	986,9	987,1	987,2	987,7	988,2	988,7	988,9	989,0
Wartości niematerialne i prawne	110,0	109,4	109,0	108,9	108,9	109,0	109,0	109,0	109,0	109,0	109,1	109,1
Rzeczowe aktywa trwałe	583,7	623,8	699,6	768,2	820,0	820,2	820,2	820,7	821,2	821,7	821,9	821,9
Aktywa obrotowe	1 076,8	327,6	321,6	348,6	353,9	369,2	381,0	381,7	400,5	421,0	428,5	436,3
Zapasy	174,8	177,7	183,5	200,0	203,4	206,9	210,5	214,1	217,8	221,6	225,5	229,4
Należności krótkoterminowe	70,6	133,5	116,4	126,9	129,0	131,3	133,5	135,8	138,2	140,6	143,0	145,5
Inwestycje krótkoterminowe	17,5	16,5	21,8	21,7	21,4	31,0	37,0	31,8	44,5	58,8	59,9	61,3
-środki pieniężne i ekwiwalenty	17,5	16,5	21,8	21,7	21,4	31,0	37,0	31,8	44,5	58,8	59,9	61,3
Aktywa razem	1 807,0	1 118,8	1 188,2	1 283,7	1 340,7	1 356,3	1 368,2	1 369,4	1 388,8	1 409,7	1 417,4	1 425,2
Kapitał (fundusz) własny	527,4	651,3	712,2	773,2	835,2	895,6	947,2	988,1	1 016,5	1 031,8	1 033,9	1 035,9
Kapitał (fundusz) podstawowy	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4
Kapitał (fundusz) zapasowy	195,8	207,8	330,9	375,8	428,8	486,3	533,4	570,1	595,4	608,4	608,4	608,4
Niepodzielony wynik finansowy	-6,9	-15,3	-15,3	-15,3	-15,3	-15,3	-15,3	-15,3	-15,3	-15,3	-15,3	-15,3
Zysk (strata) netto	49,8	152,1	89,8	106,0	115,0	117,9	122,4	126,5	129,6	132,0	134,0	136,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 221,9	467,5	476,0	510,4	505,5	460,7	420,9	381,3	372,3	377,8	383,6	389,4
Rezerwy na zobowiązania	16,1	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4
Zobowiązania długoterminowe	182,7	86,8	86,8	86,8	86,8	56,8	31,8	6,8	0,0	0,0	0,0	0,0
-oprocentowane	182,7	86,8	86,8	86,8	86,8	56,8	31,8	6,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	994,7	330,7	339,2	373,6	368,7	353,8	339,1	324,5	322,2	327,8	333,5	339,3
-oprocentowane	528,4	67,7	67,7	77,7	67,7	47,7	27,7	7,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	1 807,0	1 118,8	1 188,2	1 283,7	1 340,7	1 356,3	1 368,2	1 369,4	1 388,8	1 409,7	1 417,4	1 425,2

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	1789,9	1462,1	1509,6	1645,7	1673,9	1702,7	1732,1	1762,0	1792,6	1823,7	1855,5	1887,9
Koszty produktów, tow. i materiałów	1431,8	1200,1	1233,5	1339,0	1353,7	1379,1	1402,6	1426,8	1451,5	1476,8	1502,7	1529,3
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	358,1	262,1	276,1	306,7	320,2	323,6	329,4	335,2	341,1	346,9	352,8	358,7
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	205,5	158,4	156,5	166,6	169,7	172,7	175,9	179,1	182,4	185,7	189,1	192,6
Zysk (strata) na sprzedaży	152,6	103,7	119,5	140,1	150,6	150,9	153,5	156,1	158,7	161,2	163,6	166,1
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,6	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	230,2	155,6	166,3	191,4	205,7	206,6	207,4	208,2	209,0	209,8	210,4	211,1
EBIT	153,2	108,4	119,5	140,1	150,6	150,9	153,5	156,1	158,7	161,2	163,6	166,1
Saldo działalności finansowej	-92,7	-27,5	-8,6	-9,2	-8,6	-5,3	-2,5	0,1	1,3	1,8	1,8	1,8
Zysk (strata) brutto	60,6	81,0	110,9	130,8	141,9	145,5	151,1	156,2	160,0	162,9	165,4	167,9
Zysk (strata) netto	49,8	152,1	89,8	106,0	115,0	117,9	122,4	126,5	129,6	132,0	134,0	136,0

CF [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	228,1	40,7	165,0	164,0	178,2	178,4	178,2	178,0	178,0	178,2	178,4	178,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-27,7	544,9	-150,4	-119,3	-106,3	-55,0	-52,9	-51,7	-49,5	-47,2	-45,3	-43,2
Przepływy z działalności finansowej	-192,6	-586,6	-9,3	-44,8	-72,3	-113,8	-119,3	-131,5	-115,8	-116,7	-132,0	-134,0
Przepływy pieniężne netto	7,7	-1,1	5,3	-0,1	-0,3	9,6	6,0	-5,2	12,7	14,3	1,1	1,3
Środki pieniężne na początek okresu	19,6	17,5	16,5	21,8	21,7	21,4	31,0	37,0	31,8	44,5	58,8	59,9
Środki pieniężne na koniec okresu	17,5	16,5	21,8	21,7	21,4	31,0	37,0	31,8	44,5	58,8	59,9	61,3

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	-18,3%	3,2%	9,0%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
EBITDA zmiana r/r	-32,4%	6,9%	15,1%	7,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
EBIT zmiana r/r	-29,2%	10,2%	17,2%	7,5%	0,2%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%
Zysk netto zmiana r/r	205,3%	-40,9%	18,0%	8,5%	2,5%	3,8%	3,4%	2,4%	1,8%	1,5%	1,5%
Marża brutto na sprzedaży	17,9%	18,3%	18,6%	19,1%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Marża EBITDA	10,7%	11,0%	11,6%	12,3%	12,1%	12,0%	11,8%	11,7%	11,5%	11,3%	11,2%
Marża EBIT	7,4%	7,9%	8,5%	9,0%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%	8,8%
Marża brutto	5,5%	7,3%	8,0%	8,5%	8,5%	8,7%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%
Marża netto	10,4%	6,0%	6,4%	6,9%	6,9%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
COGS / przychody	82,1%	81,7%	81,4%	80,9%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%
SG&A / przychody	10,8%	10,4%	10,1%	10,1%	10,1%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
SG&A / COGS	13,2%	12,7%	12,4%	12,5%	12,5%	12,5%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%
ROE	23,3%	12,6%	13,7%	13,8%	13,2%	12,9%	12,8%	12,8%	12,8%	13,0%	13,1%
ROA	1,7%	2,8%	13,6%	7,6%	8,3%	8,6%	8,7%	8,9%	9,2%	9,3%	9,4%
Dług	154,5	154,5	164,5	154,5	104,5	59,5	14,5	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	13,8%	13,0%	12,8%	11,5%	7,7%	4,4%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	16,0%	14,9%	14,7%	13,0%	8,4%	4,5%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-25,3%	-7,2%	-6,6%	-5,7%	-3,5%	-1,6%	0,1%	0,8%	1,1%	1,1%	1,1%
Dług / kapitał własny	23,7%	21,7%	21,3%	18,5%	11,7%	6,3%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	138,1	132,7	142,8	133,2	73,6	22,6	-17,2	-44,5	-58,8	-59,9	-61,3
Dług netto / kapitał własny	21,2%	18,6%	18,5%	15,9%	8,2%	2,4%	-1,7%	-4,4%	-5,7%	-5,8%	-5,9%
Dług netto / EBITDA	0,9	0,8	0,7	0,6	0,4	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Dług netto / EBIT	127,3%	111,0%	102,0%	88,4%	48,8%	14,7%	-11,0%	-28,0%	-36,5%	-36,6%	-36,9%
EV	1 527,6	1 522,2	1 532,3	1 522,6	1 463,0	1 412,0	1 372,2	1 345,0	1 330,7	1 329,5	1 328,2
Dług / EV	10,1%	10,2%	10,7%	10,1%	7,1%	4,2%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	4,5%	8,1%	7,3%	6,4%	3,3%	3,1%	3,0%	2,8%	2,7%	2,5%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	137,0%	261,1%	233,4%	193,9%	100,4%	100,2%	101,0%	101,0%	100,9%	100,6%	100,1%
Amortyzacja / Przychody	2,8%	3,1%	3,1%	3,3%	3,3%	3,1%	3,0%	2,8%	2,7%	2,5%	2,4%
Zmiana KO / Przychody	-54,7%	-1,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	243,9%	-40,8%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Wskaźniki rynkowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S*	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
P/E*	9,1	15,5	13,1	12,1	11,8	11,4	11,0	10,7	10,5	10,4	10,2
P/BV*	2,1	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3
P/CE*	7,0	10,2	8,8	8,2	8,0	7,9	7,8	7,7	7,7	7,7	7,7
EV/EBITDA*	9,8	9,2	8,0	7,4	7,1	6,8	6,6	6,4	6,3	6,3	6,3
EV/EBIT*	14,1	12,7	10,9	10,1	9,7	9,2	8,8	8,5	8,3	8,1	8,0
EV/S*	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
BVPS	13,1	14,4	15,6	16,8	18,0	19,1	19,9	20,5	20,8	20,8	20,9
EPS	3,1	1,8	2,1	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7	2,7	2,7
CEPS	4,0	2,8	3,2	3,4	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
FCFPS	1,5	0,8	0,8	1,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,7
DPS za okres	0,0	0,0	0,9	1,1	1,2	1,4	1,7	2,0	2,4	2,7	2,7
Payout ratio	0,0%	0,0%	42,4%	46,1%	48,8%	57,8%	67,7%	78,1%	88,4%	98,5%	98,5%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 28,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
IT, media, handel

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Redukuj	24,7	Akumuluj	14,0	10.03.2014	28,0	51 669,5
Akumuluj	14,0	Akumuluj	8,5	16.11.2012	12,0	43 778,5
Akumuluj	8,5	Redukuj	13,6	27.09.2011	7,3	37 808,8
Redukuj	13,6	Akumuluj	12,5	03.02.2011	15,7	47 559,1
Akumuluj	12,5	-	-	11.01.2011	10,8	46 679,0

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'14:

Kupuj	4	44,4%
Akumuluj	3	33,3%
Trzymaj	0	0,0%
Redukuj	1	11,1%
Sprzedaj	1	11,1%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
ROA – stosunek zysku netto do aktywów
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Kluczule:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest z nim zgodny.

Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 10.03.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 13.03.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.

Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nie trafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.
Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.