



Dom Maklerski BDM S.A.

GRAJEWO

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 35,2 PLN

20 LISTOPAD 2014

W ostatnich kwartałach spółka pozytywnie zaskakiwała wynikami, na co wpływ miały wyższe oszczędności z programu poprawy efektywności oraz niższe od zakładanych koszty kluczowych surowców: drewna i klejów. Skłoniło nas to do podwyższenia prognoz na lata 2014-2016 i zmiany zalecenia z redukcji na AKUMULUJ z ceną docelową 35,2 PLN/akcję. Przy obecnej kapitalizacji Grajewo handlowane jest z wyraźnym dyskontem do Forte (18% w '14, 4% w '15) i spółek z grupy porównawczej (18% w '14, 12% w '15).

Na konferencji po wynikach 4Q'13 spółka zapowiedziała program inwestycyjny na lata 2014-2017 w wysokości blisko 400 mln PLN, mający się przełożyć na ok. 115 mln PLN dodatkowej marży (perspektywa ok. 270 mln PLN EBITDA). Na ostatniej konferencji po 3Q'14 spółka potwierdziła te założenia (ok. 80 mln PLN efektów vs 2014 rok, perspektywa ok. 280 mln PLN EBITDA). W naszym modelu prezentujemy bardziej konserwatywne podejście (długoterminowa EBITDA 250-260 mln PLN). Przy EBITDA powyżej 200 mln PLN i nakładach inwestycyjnych 100-120 mln PLN (do 2016 roku, potem równe amortyzacji) pojawia się perspektywa powrotu do polityki dywidendowej (DY ok. 4%).

Od 3Q'13 jesteśmy w kolejnym cyklu podwyżek cen płyt. Historyczne analogie wskazują, że potrwa on do 1Q'15-3Q'15 (cykl szczyt-szczyt, dołek-dołek 14-16 kwartałów w latach 1995-2014). Z drugiej strony dzięki zakupom tańszego drewna odpadowego i słabej koniunkturze na rynku mocznika i melaminy spółka nie ma presji na kosztach kluczowych surowców. Liczymy więc, że spółka jest w stanie przynajmniej utrzymywać marżę brutto na sprzedaży na dotychczasowym poziomie (20-21%), co potwierdzają historyczne analogie (mediana marży 2005-2014 ok. 21%). Ewentualnym zagrożeniem dla powyższego scenariusza może być import ukraińskiej płyty, niemniej jego potencjał nie jest duży (ok. 100 tys. m3 przy wielkości polskiego rynku blisko 3,7 mln m3).

Uwzględniając ryzyko importu ukraińskiej płyty spodziewamy się płaskich cen w 2015 roku. Zakładamy jedynie wzrost wolumenów sprzedaży, co wynikać będzie z dobrej koniunktury na rynku meblowym (produkcja +5% r/r), wzrostu potencjału produkcyjnego spółki i lepszej użycia zdolności (łącznie +6,8% r/r, w kolejnych latach 0%- pełne wykorzystanie mocy).

Rynek płyt drewnopochodnych w Polsce ma do 2016 roku średniorocznie rosnąć o 1,8%, a w krajach niemieckojęzycznych o 0,8%. W przypadku MDF/HDF średnioroczny wzrost ma sięgnąć ponad 3% (w DACH -1,8%). Na tym tle nasze prognozy odnośnie płaskiego rynku płyt w 2015 roku (brak wzrostu cen) i założenie 2% r/r wzrostu w długim terminie uważamy za konserwatywne.

W 3Q'14 produkcja sprzedana mebli wzrosła o 14,0% r/r, ale produkcja płyt drewnopochodnych spadła o 9,5% r/r. Spółka informowała, że przedłużył się postój remontowy, co miało istotny wpływ na produkcję. W rezultacie mimo wysokiego sezonu spółka nie wykorzystwała pełnego potencjału. Lepszy powinien być 4Q'14 (sezonowość, wyższa użycia mocy), przez co w całym roku liczymy na ponad 200 mln PLN EBITDA.

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	1 725,2	1 789,9	1 462,1	1 559,1	1 597,6	1 629,5
EBITDA [mln PLN]	213,7	230,2	155,6	203,8	220,5	227,8
EBIT [mln PLN]	136,2	153,2	108,4	151,4	162,8	165,9
Wynik netto [mln PLN]	33,2	49,8	54,8	109,5	120,1	123,8
P/BV	1,4	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9
P/E	8,5	13,1	25,8	14,0	12,8	12,4
EV/EBITDA	6,0	5,8	10,0	8,0	7,4	7,1
EV/EBIT	9,4	8,8	14,3	10,8	10,1	9,7

Wycena DCF [PLN]	36,3
Wycena porównawcza [PLN]	30,7
Wycena końcowa [PLN]	35,2
Potencjał do wzrostu / spadku	13,5%
Koszt kapitału	8,4%
Cena rynkowa [PLN]	31,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1538,3
Ilość akcji [mln. szt.]	49,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	33,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	22,3
Stopa zwrotu za 3 mc	23,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	15,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	19,2%
Struktura akcjonariatu:	
Pfleiderer GmbH	65,1%
Aviva OFE	9,9%
ING OFE	5,3%
Pozostali	19,6%

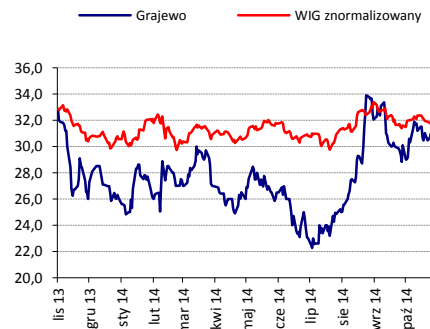
Krzysztof Brymora

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
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	5
WYCENA DCF.....	6
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	9
WYNIKI 3Q'14.....	10
OTOCZENIE RYNKOWE	11
RYNEK PŁYT DREWNOPOCHODNYCH	11
WZROST IMPORTU PŁYTY Z UKRAINY	13
RYNEK DREWNA W POLSCE	14
ZAKAZ EKSPORTU DREWNA PRZEZ BIAŁORUŚ OD 2016 ROKU	14
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO.....	15
SYTUACJA PFLEIDERER GMBH	16
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2014-2016	17
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	18

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki 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 36,3 PLN. Natomiast wycena porównawcza do producentów płyt/mebli, oparta na prognozach wyników na lata 2014 – 2016 dała wartość 1 akcji na poziomie 30,7 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 spółek porównywalnych. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 35,2 PLN.

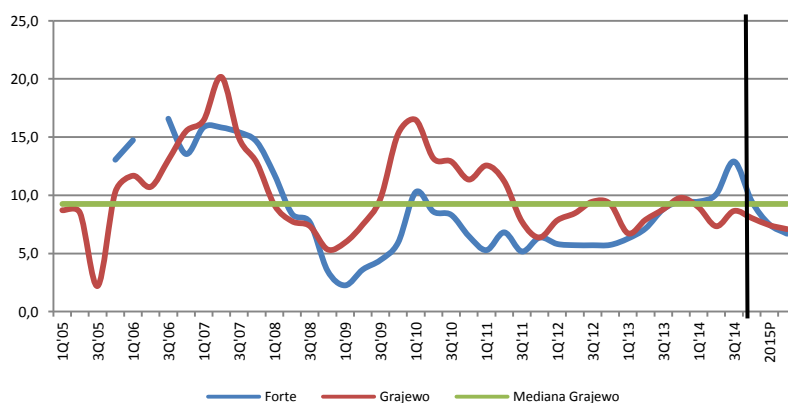
Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	36,3
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	30,7

Wycena spółki [PLN] **35,2**

Źródło: BDM S.A.

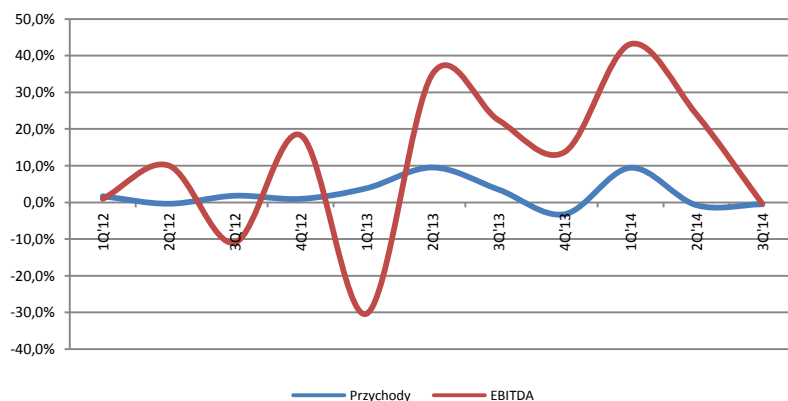
Historyczna wycena spółek EV/EBITDA Grajewo i Forte



Grajewo historycznie było drożej wyceniane od Forte (mediana EV/EBITDA 2005-2014 9,25x przy Forte 8,0x). Obecnie spółka handlowana jest z dyskontem do Forte. Dyskonto to w latach 2014-2015P wynosi 18-4%.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

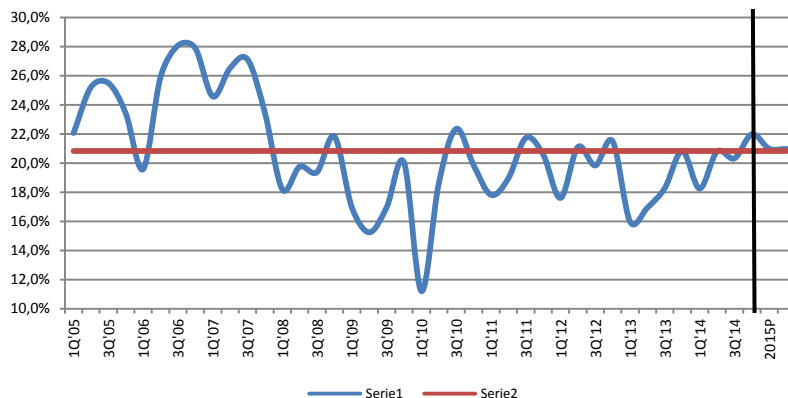
Poziom zaskoczenia wyników Grajewo vs prognozy BDM



Od 2Q'13 spółka pozytywnie zaskakiwała nas wynikami (szczególnie 1H'14), co wpłynęło na podwyższenie prognoz wyników vs poprzedni raport. Wyniki za 3Q'14 były już zgodne z naszymi oczekiwaniami.

Źródło: BDM S.A., spółka

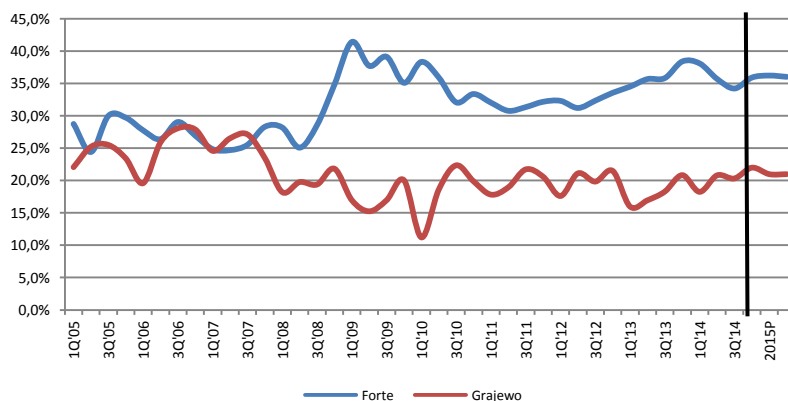
Historyczna marża brutto Grajewa (prognoza 4Q'14-2016) vs mediana (2005-2014)



Spółka powróciła do swojej historycznej marży brutto w okolicach 20-21%. Długoterminowo zakładamy, że marża będzie utrzymywać się w tych rejonach.

Źródło: BDM S.A., spółka

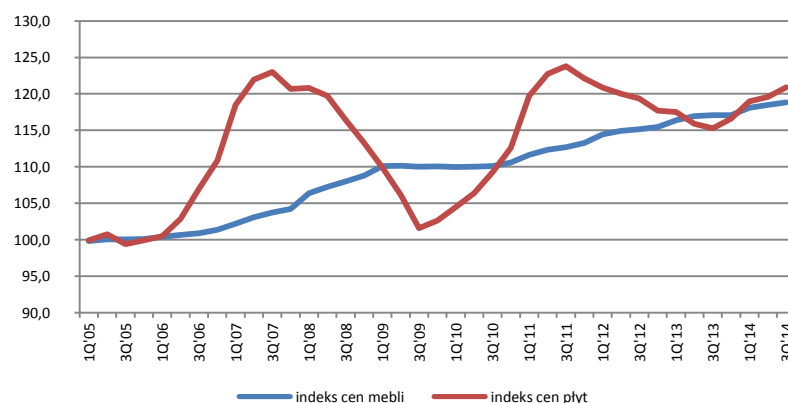
Historyczna marża brutto Grajewa i Forte (prognoza 4Q'14-2016)



Generalnie marże Grajewa i Forte kształtują się w różnych cyklach. W latach 2015-2016 w Fortę wysoką marżę będzie jeszcze trzymać polityka zabezpieczeń kursowych. W długim terminie przy oczekiwanym umocnieniu złotówki do 3,8 EUR/PLN i presji na płacach (wyrównanie do średniej) zakładamy, że marża spadnie w okolice historycznej mediany 32-33%.

Źródło: BDM S.A., spółki

Cykle na rynku mebli i płyt wiórowych (2005=100)



Do zmiany cyklu marż Grajewa/Forte przyczyni się także cykl na rynku mebli/płyty wiórowej. Obecnie jesteśmy w cyklu podwyżek cen płyt wiórowych, który potrwa wg nas do 1H'15. Uwzględniając ryzyko napływu tańszej płyty z Ukrainy konserwatywnie spodziewamy się płaskiego rynku w 2015 roku.

Źródło: BDM S.A., destatis.de

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 dobra koniunkturę na rynkach zagranicznych i słabość lokalnych producentów (dwucyfrowy wzrost krajowej produkcji sprzedanej mebli wobec spadku w Niemczech).

▪ 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. Łącznie z transakcjami w przetargach zamkniętych średni wzrost cen drewna okrągłego na 2014 rok można szacować na ok. 15% r/r. Na razie nie przełożyło się to na znaczny wzrost kosztów spółki, bowiem w dużej mierze korzysta ona z tańszego drewna odpadowego (w prezentacji spółka podawała wzrost rzędu 3% r/r).

▪ 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/PLN. 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 Koszicach, 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 przetrzymaniem wyższych kosztów drewna na klientów. Dodatkowo w związku z konfliktem na wschodzie Europy na rynku polskim z większym wolumenem zaczęła się pojawiać płyta ukraińska.

▪ Ryzyko sprzedaży udziałów przez Pfeiderer GmbH

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.

▪ Postępowanie antymonopolowe

W dniu 2 kwietnia 2012 roku spółka otrzymała postanowienie Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów w sprawie wszczęcia postępowania antymonopolowego dotyczącego zawarcia przez: Kronospan Szczecinek, Kronospan Mielec, Kronopol, Pfeiderer Grajewo i Pfeiderer Prospan porozumienia ograniczającego konkurencję na krajowym rynku wprowadzania do obrotu płyt wiórowych i płyt pilśniowych. Do tej spory UOKiK nie przedstawił spółce żadnych zarzutów.

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 (4,0%, poprzednio 4,5%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Zmiany głównych założeń w modelu:

- Nieznacznie skorygowaliśmy wolumeny i ceny płyt. W 2014 roku wolumen sprzedaży wzrosł o ok. 6,4% r/r, a w 2015 roku o 6,8% r/r. Zmiana wynika z aktualizacji mocy produkcyjnych. Dzięki prowadzonemu programowi poprawy efektywności nominalne moce płyty wiórowej wzrosły z 1,21 mln m³ do 1,25 mln m³ w 2014 roku (+3,3% r/r) i docelowo do 1,3 mln m³ (+4% r/r). W perspektywie 2013-2015 łączny wzrost mocy produkcyjnych sięgnie 7,4%, co potwierdziła spółka na konferencji wynikowej po 3Q'14. Na konferencjach po 1Q'14 i 2Q'14 spółka informowała, że może być to nawet 10-15% w obecnym CAPEX. W przypadku dalszego wzrostu mocy produkcyjnych niezbędne są dodatkowe, wysokie nakłady inwestycyjne. Spółka informowała, że taką decyzję podejmie w 2H'15 (koszt budowy zakładu od podstaw to 120-140 mln EUR).
- W przypadku cen płyt konserwatywnie spodziewamy się płaskiego rynku w 2015 roku, choć cykle na rynku płyt wskazują na utrzymanie wzrostowej tendencji przynajmniej do połowy 2015 roku (poprzednio oczekiwaliśmy +3% r/r). Uwzględniliśmy ryzyko napływu tańszej płyty z Ukrainy, choć naszym zdaniem jest ono ograniczone.
- Skorygowaliśmy ceny surowców, biorąc pod uwagę realizację po 1-3Q'14. Obniżyliśmy koszty drewna (w 2014 roku +2% r/r vs +10% r/r poprzednio i w 2015 roku bez zmian vs +2% poprzednio) i klejów (w 2014 roku -3,3% r/r vs +3% r/r poprzednio oraz -7% r/r w 2015 roku vs +2% r/r poprzednio).
- Zaktualizowaliśmy CAPEX. Obecnie w latach 2014-2017 oczekujemy ok. 400 mln PLN nakładów inwestycyjnych (poprzednio 405 mln PLN). W 2014 roku CAPEX wyniesie ok. 115 mln PLN (97 mln PLN po 1-3Q'14), w 2015 roku ok. 120 mln PLN (spółka zapowiadała 100-120 mln PLN), a w 2016 roku ok. 100 mln PLN. Potem zakładamy CAPEX na poziomie amortyzacji.
- Wg założeń zarządu planowany CAPEX 2014-2017 (ok. 400 mln PLN) przełoży się na ok. 115 mln PLN efektów vs 2013 rok (konferencja po 4Q'13) i ok. 80 mln PLN vs 2014 rok (konferencja po 3Q'14), co daje potencjał do EBITDA w wysokości 270-280 mln PLN (w naszym modelu długoterminowa EBITDA sięga 250-260 mln PLN).
- Nie zakładamy innych, większych projektów inwestycyjnych, choć spółka sygnalizowała taki zamiar (decyzja w połowie 2015 roku). Oczekiwany CAPEX pozwoli na wzrost mocy produkcyjnych o niecałe 10% do 2015 roku vs 2013 rok. Koszt nowej fabryki od podstaw to 120-140 mln EUR.
- Od 2009 roku spółka nie wypłaciła dywidendy przez inwestycję głównie w Rosji i załamanie koniunktury. Pod sprzedaż aktywów rosyjskich spółka nie ma już ciężaru zadłużenia, a prognozowany CAPEX rzędu ok. 100-120 mln PLN rocznie przy generowanej EBITDA powyżej 200 mln PLN pozwoli na powrót do polityki dywidendowej. Szacujemy, że stanie się to w 2015 roku, a DY będzie sięgać ok. 4% w najbliższych latach.

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2014-2023 przyjęliśmy na poziomie 19%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 49,6 mln akcji.
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 2%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 20 listopada 2014 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,8 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 36,3 PLN.

Model DCF

	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 462,1	1 559,1	1 597,6	1 629,5	1 662,1	1 695,4	1 729,3	1 763,8	1 799,1	1 835,1	1 871,8
EBIT [mln PLN]	108,4	151,4	162,8	165,9	172,3	180,9	189,5	193,0	196,5	199,9	203,3
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	28,8	30,9	31,5	32,7	34,4	36,0	36,7	37,3	38,0	38,6
NOPLAT [mln PLN]	92,9	122,6	131,9	134,4	139,6	146,5	153,5	156,4	159,2	161,9	164,7
Amortyzacja [mln PLN]	48,1	52,5	57,8	61,9	62,9	62,0	61,1	60,2	59,3	58,4	57,5
CAPEX [mln PLN]	-65,9	-115,4	-121,4	-101,0	-63,2	-62,2	-61,3	-60,4	-59,5	-58,6	-57,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,0	17,9	-1,1	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1
FCF [mln PLN]	75,1	77,6	67,0	94,3	138,4	145,3	152,3	155,1	158,0	160,7	163,5
DFCF [mln PLN]		76,9	61,3	79,5	107,3	103,5	99,6	93,1	86,9	81,2	75,7
Suma DFCF [mln PLN]		864,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]		2 383,7	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		1 104,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 969,1									
Dług netto [mln PLN]		138,1									
Odkup pakietu mniejszościowego HDF Grajewo*		29,0									
Wartość kapitału [mln PLN]		1 802,0									
Udziały mniejszości* [mln PLN]		0,0									
Ilość akcji [mln szt.]		49,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		36,3									

Przychody zmiana r/r	6,6%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	39,6%	7,5%	1,9%	3,9%	4,9%	4,8%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%
FCF zmiana r/r	3,3%	-13,6%	40,7%	46,7%	5,0%	4,8%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%
Marża EBITDA	13,1%	13,8%	14,0%	14,2%	14,3%	14,5%	14,4%	14,2%	14,1%	13,9%	13,9%
Marża EBIT	9,7%	10,2%	10,2%	10,4%	10,7%	11,0%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Marża NOPLAT	7,9%	8,3%	8,2%	8,4%	8,6%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
CAPEX / Przychody	7,4%	7,6%	6,2%	3,8%	3,7%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,1%
CAPEX / Amortyzacja	220,0%	210,3%	163,2%	100,4%	100,3%	100,3%	100,3%	100,3%	100,3%	100,3%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	-1,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-18,5%	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	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
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	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	87,3%	87,3%	88,6%	92,5%	95,8%	99,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	12,7%	12,7%	11,4%	7,5%	4,2%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,4%	8,4%	8,5%	8,7%	8,8%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

*. Spółka pod koniec 2013 roku odkupiła udziały mniejszościowe od właściciela Pfeleiderer GmbH (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	31,1	32,9	35,2	38,1	42,0	47,1	54,6	66,4	87,6
	0,8	29,4	31,0	33,0	35,5	38,7	42,9	48,9	57,8	72,7
	0,9	27,8	29,3	31,0	33,1	35,8	39,4	44,2	51,2	62,1
	1,0	26,4	27,7	29,2	31,0	33,3	36,3	40,3	45,8	54,1
	1,1	25,1	26,2	27,6	29,2	31,2	33,7	37,0	41,5	48,0
	1,2	23,9	24,9	26,1	27,5	29,2	31,4	34,1	37,8	43,0
	1,3	22,8	23,7	24,7	26,0	27,5	29,3	31,7	34,7	38,9

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%	33,0	35,1	37,8	41,2	45,8	52,2	61,8	77,8	109,8
	4,0%	29,4	31,0	33,0	35,5	38,7	42,9	48,9	57,8	72,7
	5,0%	26,4	27,7	29,2	31,0	33,3	36,3	40,3	45,8	54,1
	6,0%	23,9	24,9	26,1	27,5	29,2	31,4	34,1	37,8	43,0
	7,0%	21,8	22,6	23,5	24,6	25,9	27,5	29,5	32,1	35,5
	8,0%	19,9	20,6	21,3	22,2	23,2	24,4	25,9	27,8	30,2
	9,0%	18,3	18,9	19,5	20,1	21,0	21,9	23,1	24,5	26,2

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%	64,4	59,8	55,7	52,2	49,0	46,2	43,7	41,4	39,4
	4,0%	54,5	50,0	46,2	42,9	40,0	37,5	35,2	33,2	31,4
	5,0%	47,1	42,9	39,4	36,3	33,7	31,4	29,3	27,5	25,9
	6,0%	41,4	37,5	34,2	31,4	28,9	26,8	25,0	23,4	21,9
	7,0%	36,9	33,2	30,1	27,5	25,3	23,4	21,7	20,2	18,9
	8,0%	33,2	29,7	26,8	24,4	22,4	20,6	19,1	17,7	16,5
	9,0%	30,1	26,8	24,2	21,9	20,0	18,4	17,0	15,7	14,6

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 20 listopada 2014 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 Grajewo ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1522 mln PLN, co odpowiada 30,7 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 31,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika EV/EBITDA'14 Grajewo jest notowane z 18% dyskontem.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
DURATEX	12,0	10,3	8,7	6,3	5,6	5,1	10,0	9,1	7,8
NORBORD	-	25,9	11,2	17,6	9,9	6,2	48,3	15,7	7,9
LOUISIANA-PACIFIC	-	43,5	15,0	-	10,4	5,3	-	25,9	6,8
MOHAWK INDUSTRIES	17,5	15,2	13,3	10,6	9,2	8,0	14,8	12,7	10,6
PAGED	10,7	8,6	7,5	8,5	6,1	5,5	10,3	7,4	6,8
FABRYKI MEBLI FORTE	14,0	10,8	9,8	9,8	7,7	6,9	11,4	8,8	7,9
MEDIANA	13,0	13,0	10,5	9,8	8,5	5,8	11,4	10,9	7,8
GRAJEWO	14,0	12,8	12,4	8,0	7,4	7,1	10,8	10,1	9,7
Premia/dyskonto do spółki	7,8%	-1,6%	18,7%	-17,6%	-12,1%	21,4%	-4,7%	-7,6%	24,7%
Wycena wg wskaźnika	28,7	31,5	26,1	38,1	35,6	25,3	32,6	33,7	24,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		28,8			33,0			30,3	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		30,7							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 20.11.2014.

WYNIKI 3Q'14

Wyniki 3Q'14 okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami. Dane GUS sygnalizowały wcześniej o możliwych problemach produkcji płyt w Polsce (-9,5% r/r przy wzroście produkcji sprzedanej mebli o ok. 14% r/r), co potwierdziła spółka na konferencji prasowej (dłużej trwający postój remontowy). W rezultacie przychody spadły o 2,3% r/r, a spółka nie wykorzystała w pełni potencjału w sezonowo mocnym kwartale (wykorzystanie mocy produkcyjnych 88,7% wobec 98,9% w 2Q'14). Po stronie kosztów surowców drewno podrożało o 3% r/r (podobnie jak w 2Q'14), kleje staniały o ok. 6% r/r, a energia i papier odpowiednio o 5% r/r i 1% r/r. Pozwoliło to utrzymać marże brutto ze sprzedaży w okolicy 20%. Nieznacznie wzrosły koszty sprzedaży, ale spadły zarządu. Wyższa od oczekiwań okazała się amortyzacja (oddanie nowych inwestycji), co nieznacznie obniżyło marże EBIT i netto. Niższe koszty finansowe i wcześniejszy wykup udziałów mniejszości od Pfeleiderer GmbH pozwoliły podnieść zysk netto do 26 mln PLN.

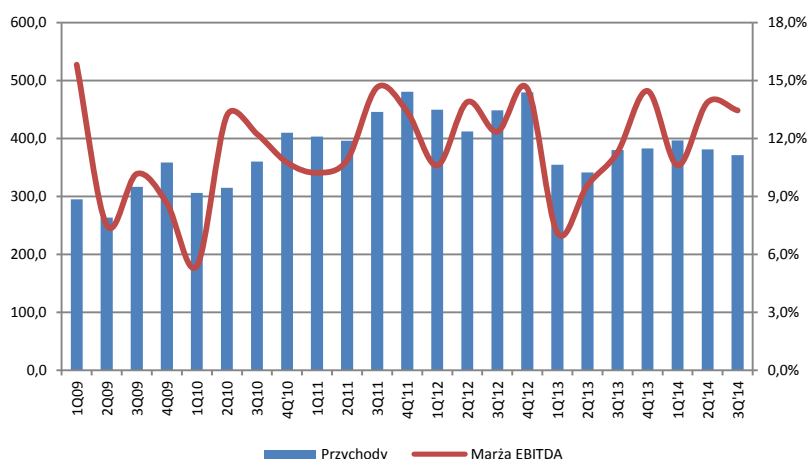
W rachunku przepływów pieniężnych spółka kolejny raz pokazała silny CFO na poziomie 56,7 mln PLN przy EBITDA ok. 50 mln PLN (istotny spadek należności r/r). Mimo znacznie wyższych nakładów inwestycyjnych (CAPEX 46 mln PLN vs 12 mln PLN w 3Q'13) dług netto utrzymał się poniżej 120 mln PLN i stanowił 0,6x EBITDA. Pozycja gotówkowa spółki jest bardzo dobra i w 2015 roku pojawi się miejsce na wypłatę dywidendy (oczek. DY 3,6%).

Wyniki 3Q2014 [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r	3Q'14P BDM	różnica
Przychody	380,1	371,3	-2,3%	373,2	-0,5%
Wynik brutto na sprzedaży	69,5	75,4	8,5%	77,9	-3,2%
EBITDA	42,8	49,9	16,5%	50,1	-0,4%
EBIT	32,4	36,1	11,3%	37,9	-4,8%
Zysk netto	17,5	26,0	48,6%	27,9	-7,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,4%	19,8%		20,3%	
Marża EBITDA	12,6%	13,1%		13,1%	
Marża EBIT	9,5%	9,5%		9,9%	
Marża netto	5,1%	6,8%		7,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wybrane dane finansowe [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

Rynek płyt drewnopochodnych

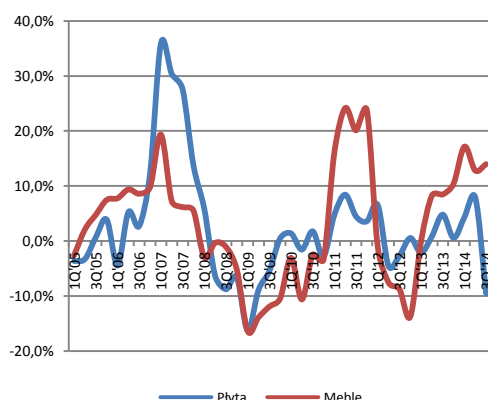
W latach 2009-2013 na europejskim rynku zamknięto ok. 9,5 mln m³ mocy produkcyjnych płyt (ok. 20%). Obecnie cały rynek ocenia się na ok. 65 mln m³ płyt (44 mln m³ wiórowa, 16 mln m³ MDF/HDH i ok. 5 mln m³ OSB). Polska (10% udziału), po Niemczech (20%) i Francji (13%) jest trzecim co do wielkości rynkiem płyt w Europie.

Przy poprawie koniunktury w sektorze meblowym i ograniczeniu mocy produkcyjnych płyt od 3Q'13 jesteśmy w kolejnym cyklu podwyżek cen płyt. Historyczne analogie wskazują, że potrwa on do 1Q'15-3Q'15 (cykl szczyt-szczyt, dołek-dołek 14-16 kwartałów w latach 1995-2014). Na podstawie indeksu koniunktury niemieckiego IFO szczytu na rynku płyt moglibyśmy się spodziewać już w 4Q'14 (zwroty IFO regularnie wyprzedzały rynek płyt o średnio 7 miesięcy). Obecne zwwyżki sięgają ok. 4-5% i oczekujemy utrzymania tego poziomu do końca roku (średniorocznie ok. 4% r/r). W 2015 roku z uwagi na „ryzyko ukraińskie” spodziewamy się płaskiego rynku mimo wspomnianej cykliczności rynku.

W 3Q'14 mimo 14% r/r wzrostu produkcji sprzedanej mebli produkcja płyt wiórowych spadła o 9,5% r/r. Sama spółka informowała o przedłużonym postoju remontowym (o ok. tydzień), którego nie było w 2Q'14. Na produkcję w polskich zakładach mógł mieć wpływ także wyższy wolumen importu ukraińskiej płyty. Niemniej potencjał wzrostu importu jest ograniczony. Oceniamy go na ok. 100 tys. m³ przy wielkości polskiego rynku 3,7 mln m³ (ok. 3%)

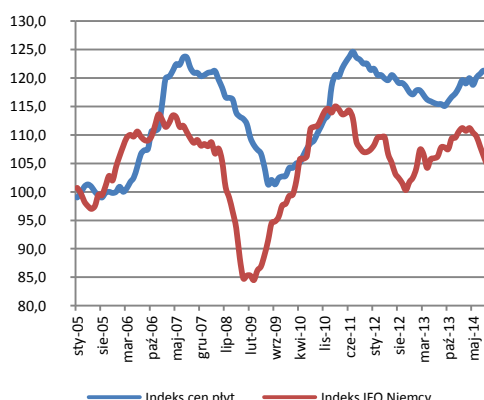
Wg B+L Marktdaten GmbH popyt na płyty wiórowe w Polsce ma do 2016 roku średniorocznie rosnąć o 1,8%, a w krajach niemieckojęzycznych o 0,8%. W przypadku MDF/HDF średnioroczny wzrost ma sięgnąć ponad 3%, a w DACH rynek ma spadać o 1,8%. Na tym tle nasze prognozy odnośnie płaskiego rynku płyt w 2015 roku (brak wzrostu cen) i założenie 2% r/r wzrostu w długim terminie uważamy za konserwatywne.

Dynamika produkcji sprzedanej mebli i płyt* w Polsce



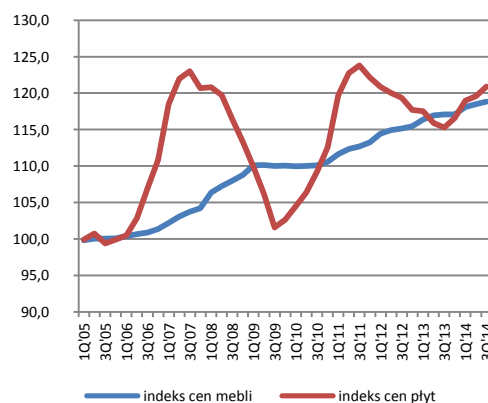
Źródło: BDM S.A., GUS. * produkcja wolumenowa

Indeks cen płyt na tle indeksu koniunktury IFO Niemcy



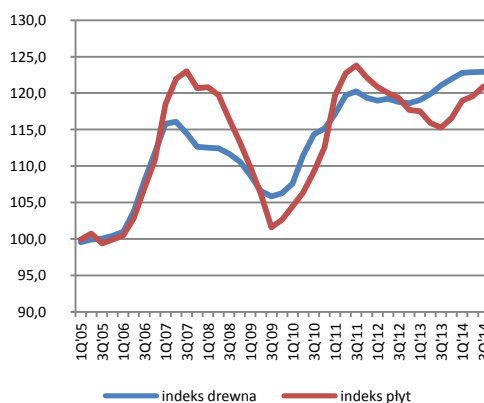
Źródło: BDM S.A. Bloomberg, destatis.de

Indeks cen mebli i płyty wiórowej Niemcy (2005=100)



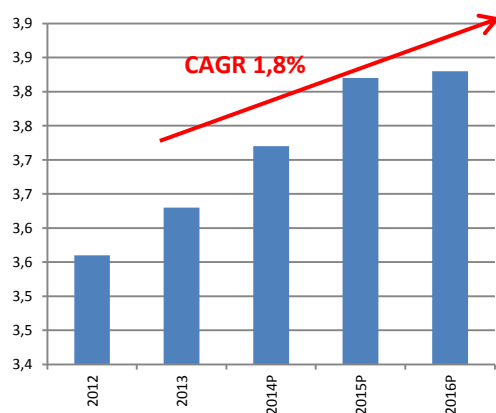
Źródło: BDM S.A., destatis.de

Indeks cen płyty i drewna Niemcy (2005=100)



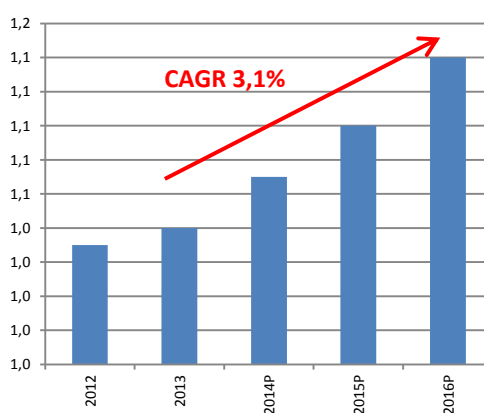
Źródło: BDM S.A., destatis.de

Popyt na płyty wiórowe* w Polsce [mln m3]



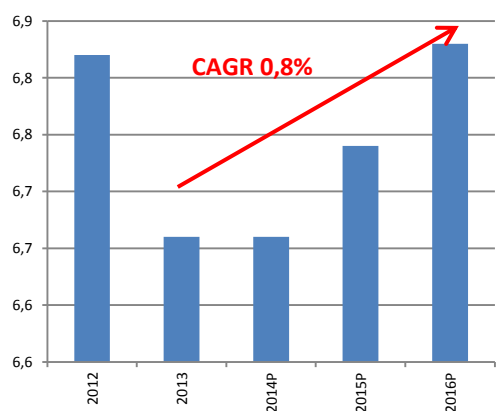
Źródło: BDM S.A., B+L Marketdaten GmbH za Pfeleiderer GmbH 3Q'2014. *- surowe+laminowane

Popyt na płyty MDF/HDF w Polsce [mln m3]



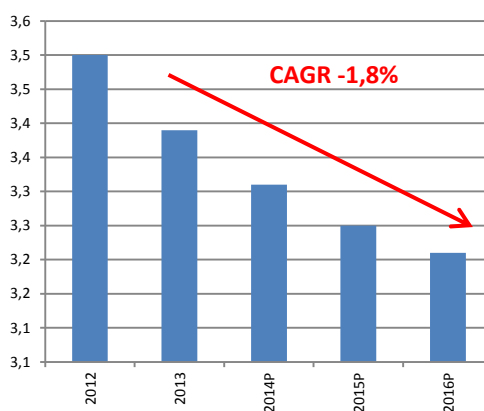
Źródło: BDM S.A., B+L Marketdaten GmbH za Pfeleiderer GmbH 3Q'2014.

Popyt na płyty wiórowe* w krajach DACH [mln m3]**



Źródło: BDM S.A., B+L Marketdaten GmbH za Pfeleiderer GmbH 3Q'2014. *- surowe+laminowane. **- kraje niemieckojęzyczne

Popyt na płyty MDF/HDF w krajach DACH [mln m3]**

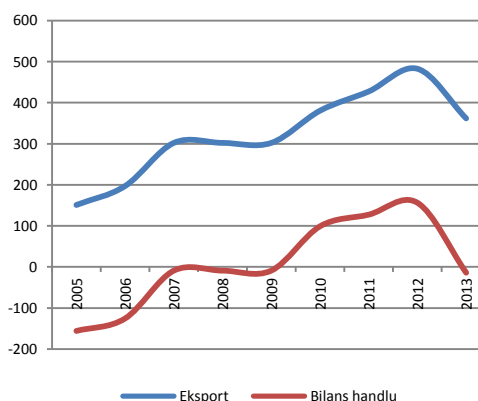
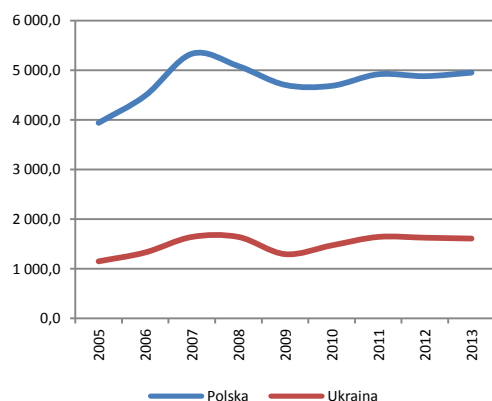


Źródło: BDM S.A., B+L Marketdaten GmbH za Pfeleiderer GmbH 3Q'2014. **- kraje niemieckojęzyczne

Wzrost importu płyty z Ukrainy

Przez słabość ukraińskiej hrywny i po zamknięciu rynku zbytu do Rosji do Polski importowane są większe ilości płyty wiórowej z Ukrainy. Ukraina rocznie produkuje ok. 1,6 mln m³ (Polska blisko 5 mln m³, z czego 1,2 mln m³ zakłady Grajewo) i od kilku lat jest eksporterem netto na poziomie ponad 100 tys. m³ płyty. Naturalnie największym partnerem handlowym jest Rosja (także Białoruś). W 2012 roku eksport netto płyty wiórowej sięgnął tam ok. 100 tys. m³. Z Polską bilans handlowy był lekko ujemny, ale obecnie mogą pojawić się nadwyżki ukraińskiego eksportu. Niemniej potencjał nie jest na tyle znaczący (ok. 100 tys. m³) aby napływ tańszej płyty znacząco wpłynął na ceny/wolumeny w Polsce.

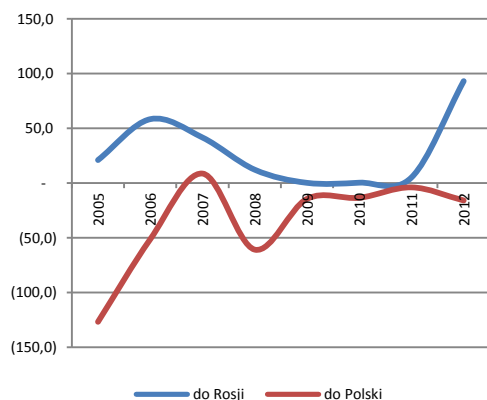
Produkcja płyt wiórowych w Polsce i na Ukrainie [tys. m³] Bilans handlowy płyty wiórowej na Ukrainie [tys. m³]



Źródło: BDM S.A., Faostat

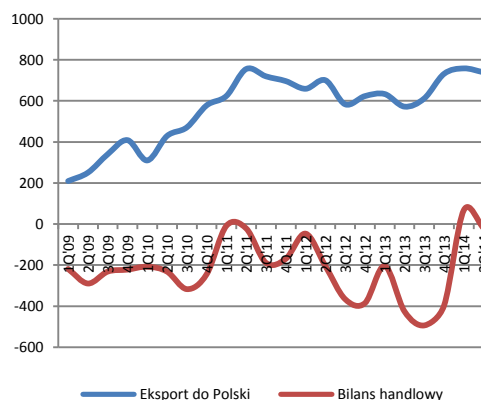
Źródło: BDM S.A., Faostat

Eksport netto płyty wiórowej z Ukrainy [tys. m³]



Źródło: BDM S.A., Faostat

Eksport Ukrainy i bilans handlowy z Polską [mln USD]

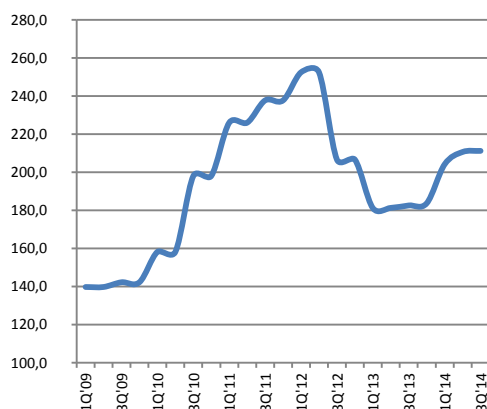


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Ukrstat

Rynek drewna w Polsce

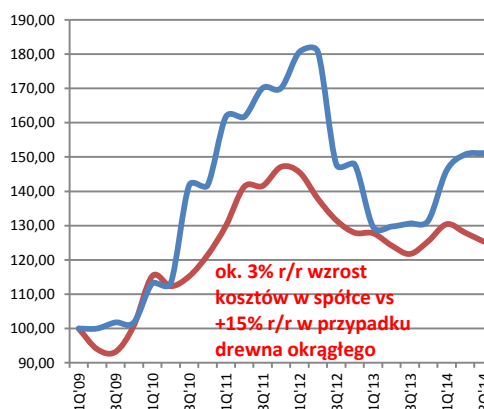
Do 2009 roku polski przemysł drzewny korzystał z tańszego kosztu surowca względem tego na Zachodzie na poziomie ok. 20%. Drewno z LP, głównego dostawcy, było sprzedawane w przetargach ograniczonych z historią zakupową. Od tego czasu nastąpiło urynkowanie procesu sprzedaży poprzez przekierowanie 30% wolumenu na otwarte przetargi, w których udział mógł wziąć każdy. W 2010 roku było to nawet 50% masy drewna, co przy wyjściu światowej gospodarki z kryzysu spowodowało drastyczny wzrost cen drewna (wzrost importu, pojawienie się energetyki na rynku). Od 2012 roku zmodyfikowano system i ceny spadły. Niemniej są już na poziomie podobnym jak w Niemczech. Obecnie obserwujemy ok. 15% r/r wzrost cen drewna okrągłego z uwagi na wysokie cenniki w aukcjach systemowych i e-drewno (+30% r/r). Ryzykiem dla przyszłych cen jest zamknięcie białoruskiego rynku drzewnego od 2016 roku.

Średnie ceny drewna w Polsce [PLN/m³]



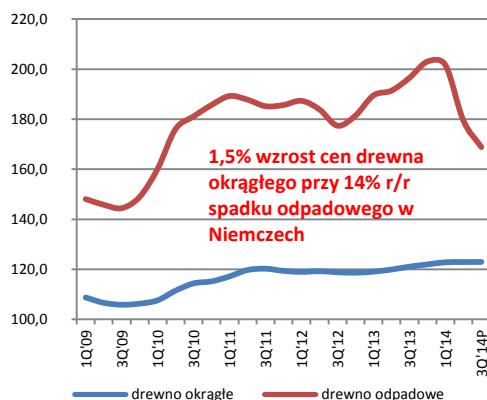
Źródło: BDM S.A. Rynek Drzewny, e-drewno, GUS. Uwzględnia ceny z przetargów ograniczonych, aukcje systemowe i e-drewno.

Indeks kosztów drewna w spłocie vs drewna okrągłego



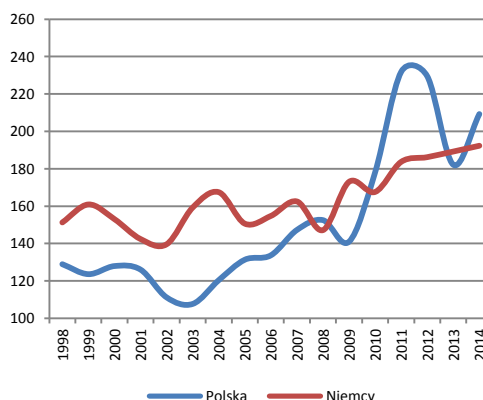
Źródło: BDM S.A. spółka, Rynek Drzewny, e-drewno, GUS. 1Q'09=100.

Indeksy cen drewna okrągłego i odpadowego w Niemczech



Źródło: BDM S.A. destatis.de. 2005=100

Długoterminowe ceny drewna w Polsce i w Niemczech



Źródło: BDM S.A. GUS, Rynek Drzewny, e-drewno, destatis.de. Ceny uśrednione w PLN/m³

Zakaz eksportu drewna przez Białoruś od 2016 roku

Podczas wizyty w krajowym centrum leśnictwa (19 sierpnia 2014) prezydent Białorusi Aleksander Łukaszenka zapowiedział, że od 1 stycznia 2016 roku zostanie wprowadzony zakaz eksportu drewna. Białoruś rocznie pozyskuje ok. 2,2 mln m³ drewna, z czego 1,9 mln eksportuje. Polska jest największym odbiorcą białoruskiego drewna (ok. 2/3 wolumenu) i brak tego wolumenu może wpłynąć na ceny surowca. W skali całego zużycia drewna okrągłego w Polsce nie są to jednak duże wolumeny (ok. 1,3 mln m³ drewna przy konsumpcji Polski ok. 40 mln m³- 3,3%). Wg informacji spółki zakupy drewna z Białorusi stanowią mniej niż 10% zakupów surowca.

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

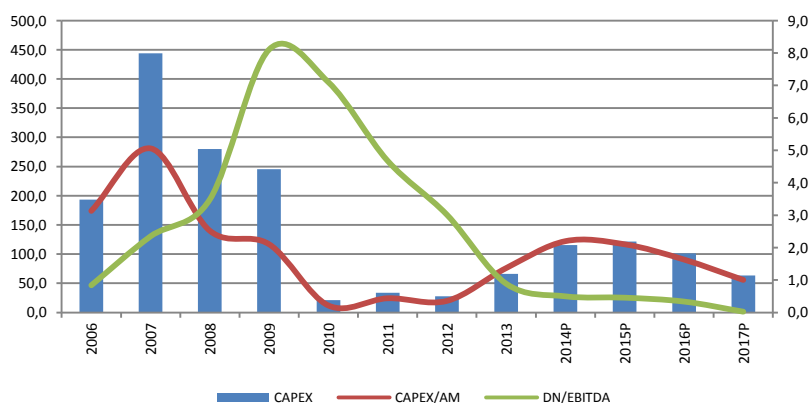
Do 2017 roku spółka ma program inwestycyjny w wysokości ok. 400 mln PLN. W 1-3Q'14 spółka wydała blisko 100 mln PLN, a na konferencji zapowiedziała ok. 115 mln PLN na koniec roku. W latach 2015-2016 nakłady sięgną 100-120 mln PLN by od 2017 roku być na poziomie amortyzacji. Skumulowane efekty do 2017 roku spółka na konferencji pod koniec 2013 roku oceniała na ok. 115 mln PLN EBITDA czyli ok. 270 mln PLN EBITDA w perspektywie do 2017 roku (na konferencji po 3Q'14 potwierdziła efekty ok. 80 mln PLN w perspektywie do 2017 roku, co daje docelowo ok. 280 mln PLN EBITDA), co patrząc już po efektach 2014 roku wydaje się założeniem realnym, aczkolwiek nie w pełni uwzględnionym w naszych prognozach (długoterminowa EBITDA w modelu 250-260 mln PLN). Przy EBITDA powyżej 200 mln PLN i nakładach rocznych 100-120 mln PLN do 2016 roku pojawia się miejsce na dalszą redukcję zadłużenia i wypłatę dywidendy.

Program inwestycyjny [mln PLN]

	2014P	2015P	2016P	2017P	RAZEM
Prospan	20	40	60	0	120
Silekol	11	11	0	0	22
MDF Grajewo	22	22	0	0	43
Grajewo	28	6	6	6	45
Pozostały odtworzeniowy	40	40	40	40	160
RAZEM	120	118	106	46	390

Źródło: BDM S.A., spółka

Program inwestycyjny i zadłużenie spółki [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka. Lewa skala: CAPEX, prawa skala: CAPEX w relacji do amortyzacji i dług netto do EBITDA

SYTUACJA PFLEIDERER GMBH

Po przyjęciu i zaakceptowaniu planu naprawczego przez sąd w sierpniu 2012 (kapitał został zredukowany do zera i podwyższony kwotą 30 mln EUR przez Atlantik, spółka zniknęła z giełdy i stała się „z ograniczoną odpowiedzialnością”) jedynym właścicielem spółki jest fundusz PE Atlantik (dawni wierzyciele Pfeiderer).

Obecnie spółka prowadzi działalność produkcyjną w 8 lokalizacjach podzielonych na segmenty „Core West” i „Core East” (Core West: 5 w Niemczech, Core East: 3 w Polsce: Grajewo (wiórowa i HDF), Wieruszów, Silekol w Kędzierzynie).

Strategia zakłada doinwestowanie fabryk oraz dalszą poprawę efektywności produkcji i wyników spółki. W 2013 roku CAPEX wzrósł o 13% r/r (szczególnie mocno w Grajewie), a w 1-3Q'14 nakłady zwiększyły się o blisko 45% r/r (więcej niż podwoiły się w Grajewie). Oczyszczona EBITDA w tym samym okresie wzrosła o 44% r/r. (+59% r/r na Zachodzie i +38% r/r w Grajewie). W samym 3Q'14 EBITDA spadła o 7% r/r (-16% r/r na Zachodzie +1% r/r w Grajewie) przy 3% r/r wzroście przychodów (+6% r/r na Zachodzie, -1,6% r/r w Grajewie).

W czerwcu 2014 spółka wyemitowała 321,7 mln EUR obligacji po stałym oprocentowaniu 7,875% zapadających w 2019 roku (rating Moody's Caa1). Obligacje mają zrefinansować obecne zadłużenie i mogą być najwcześniej wykupione w sierpniu 2016 roku.

Wybrane dane finansowe Pfeiderer GmbH [mln EUR]

	2011	2012	2013	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14	zmiana r/r
Przychody	1 014,7	954,1	923,8	-3,2%	691,6	727,5	5,2%
Zachód		641,6	608,9	-5,1%	460,0	475,5	3,4%
Wschód (Grajewo)		342,0	349,1	2,1%	257,4	275,2	6,9%
EBITDA Adj	96,6	95,4	94,6	-0,8%	59,8	86,3	44,4%
Zachód		66,4	53,4	-19,6%	31,3	49,8	58,9%
Wschód (Grajewo)		30,3	39,6	30,7%	26,3	36,2	37,9%
Marża EBITDA Adj.	9,5%	10,0%	10,2%		8,6%	11,9%	
Zachód		10,3%	8,8%		6,8%	10,5%	
Wschód (Grajewo)		8,9%	11,3%		10,2%	13,2%	
CAPEX	28,2	47,7	53,9	13,0%	28,2	40,8	44,7%
Zachód		41,6	33,8	-18,8%	19,4	17,7	-8,6%
Wschód (Grajewo)		6,1	20,3	232,8%	8,8	23,1	161,4%
Zadłużenie netto	685,8	533,8	356,7	-33,2%		343,7	
Zachód	462,1	363,9	323,5	-11,1%		315,0	
Wschód (Grajewo)	223,7	169,9	33,2	-80,4%	26,8	28,7	7,0%

Źródło: BDM S.A., Pfeiderer GmbH, Grajewo

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2014-2016

Prognozy na lata 2014-2016 uległy podwyższeniu na poziomie marży, głównie dzięki niższym kosztom drewna w 2014 roku (w marcu szacowaliśmy średni wzrost cen drewna na ok. 10% r/r wobec 2% r/r obecnie- tańsze drewno odpadowe), a także klejów (+3% r/r poprzednio vs -3,3% r/r w'14 i +2% r/r vs -7% r/r w '15- brak odbicia na rynku mocznika i melaminy). Wyższe od naszych założeń okazały się także oszczędności związane z programem poprawy efektywności (pozytywne zaskoczenie EBITDA w 1Q'14 +43% i w 2Q'14 +24%).

Zmiana założeń na lata 2014-2016 [mln PLN]

	2014P			2015P			2016P		
	Poprzednio*	Aktualnie	zmiana	Poprzednio*	Aktualnie	zmiana	Poprzednio*	Aktualnie	zmiana
Przychody	1 509,6	1 559,1	3,3%	1 645,7	1 597,6	-2,9%	1 673,9	1 629,5	-2,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	276,1	317,2	14,9%	306,7	335,1	9,3%	320,2	341,7	6,7%
EBITDA	166,3	203,8	22,6%	191,4	220,5	15,2%	205,7	227,8	10,7%
EBIT	119,5	151,4	26,6%	140,1	162,8	16,2%	150,6	165,9	10,2%
Zysk netto	89,8	109,5	21,9%	106,0	148,2	39,9%	115,0	123,8	7,6%
Marża brutto	18,3%	20,3%		18,6%	21,0%		19,1%	21,0%	
Marża EBITDA	11,0%	13,1%		11,6%	13,8%		12,3%	14,0%	
Marża EBIT	7,9%	9,7%		8,5%	10,2%		9,0%	10,2%	
Marża netto	6,0%	7,0%		6,4%	9,3%		6,9%	7,6%	

Źródło: BDM S.A. *- prognozy z dnia 10.03.2014

Główne założenia w modelu [mln PLN]

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Zmiana cen płyty EUR	-2,14%	-2,64%	3,24%	0,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Zmiana wolumenu płyt	-0,4%	-23,0%	6,4%	6,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
wykorzystanie mocy wiórowa	90,0%	91,8%	95,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%
wykorzystanie mocy HDF	79,0%	90,4%	95,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%
Zmiana cen drewna PLN	-3,1%	-8,0%	2,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zmiana cen klejów PLN	-3,2%	8,9%	-3,3%	-7,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zmiana cen papieru PLN	0,0%	-3,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana cen energii PLN	0,0%	-10,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Przychody	1 789,9	1 462,1	1 559,1	1 597,6	1 629,5	1 662,1	1 695,4	1 729,3	1 763,8	1 799,1	1 835,1	1 871,8
zmiana r/r	3,8%	-18,3%	6,6%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk brutto na sprzedaży	358,1	262,1	317,2	335,1	341,7	351,7	363,8	376,1	383,3	390,6	397,9	405,2
zmiana r/r	4,5%	-26,8%	21,0%	5,7%	2,0%	2,9%	3,4%	3,4%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%
marża	20,0%	17,9%	20,3%	21,0%	21,0%	21,2%	21,5%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,6%
EBITDA	230,2	155,6	203,8	220,5	227,8	235,3	242,9	250,6	253,3	255,8	258,3	260,8
zmiana r/r	7,7%	-32,4%	31,0%	8,2%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%
marża	12,9%	10,6%	13,1%	13,8%	14,0%	14,2%	14,3%	14,5%	14,4%	14,2%	14,1%	13,9%
EBIT	153,2	108,4	151,4	162,8	165,9	172,3	180,9	189,5	193,0	196,5	199,9	203,3
zmiana r/r	12,5%	-29,2%	39,6%	7,5%	1,9%	3,9%	4,9%	4,8%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%
marża	8,6%	7,4%	9,7%	10,2%	10,2%	10,4%	10,7%	11,0%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Zysk netto	49,8	152,1	109,5	120,1	123,8	133,5	144,5	155,4	159,9	163,2	166,0	168,7
zmiana r/r	50,0%	205,3%	-28,0%	9,6%	3,1%	7,9%	8,2%	7,5%	2,9%	2,0%	1,7%	1,7%
marża	2,8%	10,4%	7,0%	7,5%	7,6%	8,0%	8,5%	9,0%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

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	854,2	917,9	957,0	957,2	957,4	957,6	957,8	958,0	958,2	958,2
Wartości niematerialne i prawne	110,0	109,4	108,9	108,6	108,5	108,4	108,4	108,3	108,3	108,3	108,3	108,4
Rzeczowe aktywa trwałe	583,7	623,8	687,3	751,3	790,5	790,9	791,1	791,3	791,5	791,7	791,9	791,9
Aktywa obrotowe	1 076,8	327,6	362,6	381,1	401,4	428,7	453,9	469,0	496,0	521,4	530,5	539,8
Zapasy	174,8	177,7	189,5	194,2	198,0	202,0	206,0	210,2	214,4	218,6	223,0	227,5
Należności krótkoterminowe	70,6	133,5	120,2	123,2	125,6	128,1	130,7	133,3	136,0	138,7	141,5	144,3
Inwestycje krótkoterminowe	17,5	16,5	52,9	63,8	77,8	98,6	117,1	125,5	145,7	164,1	166,1	168,0
-środki pieniężne i ekwiwalenty	17,5	16,5	52,9	63,8	77,8	98,6	117,1	125,5	145,7	164,1	166,1	168,0
Aktywa razem	1 807,0	1 118,8	1 216,8	1 299,0	1 358,4	1 385,9	1 411,3	1 426,6	1 453,9	1 479,4	1 488,7	1 498,1
Kapitał (fundusz) własny	527,4	651,3	731,9	797,2	860,9	932,5	996,9	1 051,2	1 086,8	1 106,0	1 108,8	1 111,6
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	385,6	445,7	507,6	561,0	604,3	635,4	651,4	651,4	651,4
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	-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 okresu	49,8	152,1	109,5	120,1	123,8	133,5	144,5	155,4	159,9	163,2	166,0	168,7
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 221,9	467,5	484,9	501,8	497,5	453,4	414,4	375,4	367,1	373,4	379,9	386,5
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	348,1	365,0	360,7	346,5	332,5	318,6	317,1	323,4	329,8	336,4
-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	1 216,8	1 299,0	1 358,4	1 385,9	1 411,3	1 426,6	1 453,9	1 479,4	1 488,7	1 498,1

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	1559,1	1597,6	1629,5	1662,1	1695,4	1729,3	1763,8	1799,1	1835,1	1871,8
Koszty produktów, tow. i materiałów	1431,8	1200,1	1241,9	1262,4	1287,8	1310,4	1331,6	1353,2	1380,5	1408,5	1437,2	1466,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	358,1	262,1	317,2	335,1	341,7	351,7	363,8	376,1	383,3	390,6	397,9	405,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	205,5	158,4	168,5	172,4	175,8	179,3	182,9	186,6	190,3	194,1	198,0	202,0
Zysk (strata) na sprzedaży	152,6	103,7	148,7	162,8	165,9	172,3	180,9	189,5	193,0	196,5	199,9	203,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,6	4,8	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	230,2	155,6	203,8	220,5	227,8	235,3	242,9	250,6	253,3	255,8	258,3	260,8
EBIT	153,2	108,4	151,4	162,8	165,9	172,3	180,9	189,5	193,0	196,5	199,9	203,3
Saldo działalności finansowej	-92,7	-27,5	-14,7	-14,5	-13,1	-7,5	-2,4	2,3	4,4	4,9	5,0	5,0
Zysk (strata) brutto	60,6	81,0	136,6	148,2	152,8	164,9	178,4	191,8	197,4	201,4	204,9	208,3
Zysk (strata) netto	49,8	152,1	109,5	120,1	123,8	133,5	144,5	155,4	159,9	163,2	166,0	168,7

CF [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	228,1	40,7	194,7	191,6	198,2	203,3	208,4	213,5	215,1	216,9	218,7	220,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-27,7	544,9	-142,8	-119,5	-98,7	-60,2	-58,7	-57,6	-56,1	-54,6	-53,6	-52,5
Przepływy z działalności finansowej	-192,6	-586,6	-15,5	-61,2	-85,5	-122,3	-131,1	-147,6	-138,8	-143,9	-163,2	-166,0
Przepływy pieniężne netto	7,7	-1,1	36,5	10,9	14,0	20,8	18,6	8,4	20,2	18,4	2,0	2,0
Środki pieniężne na początek okresu	19,6	17,5	16,5	52,9	63,8	77,8	98,6	117,1	125,5	145,7	164,1	166,1
Środki pieniężne na koniec okresu	17,5	16,5	52,9	63,8	77,8	98,6	117,1	125,5	145,7	164,1	166,1	168,0

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%	6,6%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA zmiana r/r	-32,4%	31,0%	8,2%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%
EBIT zmiana r/r	-29,2%	39,6%	7,5%	1,9%	3,9%	4,9%	4,8%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%
Zysk netto zmiana r/r	205,3%	-28,0%	9,6%	3,1%	7,9%	8,2%	7,5%	2,9%	2,0%	1,7%	1,7%
Marża brutto na sprzedaży	17,9%	20,3%	21,0%	21,0%	21,2%	21,5%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,6%
Marża EBITDA	10,7%	13,1%	13,8%	14,0%	14,2%	14,3%	14,5%	14,4%	14,2%	14,1%	13,9%
Marża EBIT	7,4%	9,7%	10,2%	10,2%	10,4%	10,7%	11,0%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Marża brutto	5,5%	8,8%	9,3%	9,4%	9,9%	10,5%	11,1%	11,2%	11,2%	11,2%	11,1%
Marża netto	10,4%	7,0%	7,5%	7,6%	8,0%	8,5%	9,0%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%
COGS / przychody	82,1%	79,7%	79,0%	79,0%	78,8%	78,5%	78,3%	78,3%	78,3%	78,3%	78,4%
SG&A / przychody	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
SG&A / COGS	13,2%	13,6%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
ROE	23,3%	15,0%	15,1%	14,4%	14,3%	14,5%	14,8%	14,7%	14,8%	15,0%	15,2%
ROA	1,7%	2,8%	13,6%	9,0%	9,2%	9,1%	9,6%	10,2%	10,9%	11,0%	11,0%
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%	12,7%	12,7%	11,4%	7,5%	4,2%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	16,0%	14,5%	14,5%	12,8%	8,2%	4,4%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	23,7%	21,1%	20,6%	18,0%	11,2%	6,0%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	138,1	101,6	100,7	76,7	6,0	-57,6	-111,0	-145,7	-164,1	-166,1	-168,0
Dług netto / kapitał własny	21,2%	13,9%	12,6%	8,9%	0,6%	-5,8%	-10,6%	-13,4%	-14,8%	-15,0%	-15,1%
Dług netto / EBITDA	0,9	0,5	0,5	0,3	0,0	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Dług netto / EBIT	127,3%	67,1%	61,9%	46,3%	3,5%	-31,8%	-58,6%	-75,5%	-83,5%	-83,1%	-82,7%
EV	1 676,4	1 640,0	1 639,1	1 615,1	1 544,3	1 480,8	1 427,4	1 392,7	1 374,3	1 372,3	1 370,3
Dług / EV	9,2%	9,4%	10,0%	9,6%	6,8%	4,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	4,5%	7,4%	7,6%	6,2%	3,8%	3,7%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%
CAPEX / Amortyzacja	137,0%	220,0%	210,3%	163,2%	100,4%	100,3%	100,3%	100,3%	100,3%	100,3%	100,1%
Amortyzacja / Przychody	3,3%	3,4%	3,6%	3,8%	3,8%	3,7%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%
Zmiana KO / Przychody	-54,7%	-1,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	243,9%	-18,5%	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*	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
P/E*	10,1	14,0	12,8	12,4	11,5	10,6	9,9	9,6	9,4	9,3	9,1
P/BV*	2,4	2,1	1,9	1,8	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4
P/CE*	7,7	9,5	8,7	8,3	7,8	7,4	7,1	7,0	6,9	6,9	6,8
EV/EBITDA*	10,8	8,0	7,4	7,1	6,6	6,1	5,7	5,5	5,4	5,3	5,3
EV/EBIT*	15,5	10,8	10,1	9,7	9,0	8,2	7,5	7,2	7,0	6,9	6,7
EV/S*	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
BVPS	13,1	14,7	16,1	17,3	18,8	20,1	21,2	21,9	22,3	22,3	22,4
EPS	3,1	2,2	2,4	2,5	2,7	2,9	3,1	3,2	3,3	3,3	3,4
CEPS	4,0	3,3	3,6	3,7	4,0	4,2	4,4	4,4	4,5	4,5	4,6
FCFPS	1,5	1,6	1,4	1,9	2,8	2,9	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3
DPS w okresie	0,0	0,0	1,1	1,2	1,2	1,6	2,0	2,5	2,9	3,3	3,3
Payout ratio	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	60,0%	70,0%	80,0%	90,0%	100,0%	100,0%
DY	0,0%	0,0%	3,6%	3,9%	4,0%	5,2%	6,6%	8,1%	9,4%	10,6%	10,8%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 31,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciek Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, media/rozrywka, banki i finanse,
handel stałą

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/papierniczy

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 Grajewo

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Akumuluj	35,2	Redukuj	24,7	20.11.2014	31,0	53 193,0
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 4Q'14:

Kupuj	1	20,0%
Akumuluj	1	20,0%
Trzymaj	1	20,0%
Redukuj	2	40,0%
Sprzedaj	0	0,0%

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

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).

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.

Klauzule:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: 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. 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.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 20.11.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 25.11.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, 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 wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów 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 rekomendację 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 nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

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 nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowywanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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 nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek 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.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM 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 dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 20.11.2014 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą 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. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.