



Dom Maklerski BDM S.A.

GRAJEWO

RAPORT ANALITYCZNY

Obecnie spółka handlowana jest z ok. 30% dyskontem do Forte i 10-20% do Paged. Krótkoterminowo liczymy na silne wyniki 1Q'15, mając perspektywę podniesienia założeń na 2H'15 (niska baza, przeciętnie ok. 20% wyniku spółka realizowała w 1Q, a 30% w 4Q). W dłuższym terminie niskie zadłużenie (90 MPLN długu netto, 0,5x EBITDA) oraz wysoka zdolność do generowania gotówki (3-6% kapitalizacji w 2014-2016 i 9-10% w kolejnych latach) stwarza perspektywę wypłaty solidnych dywidend. W rezultacie podnosimy rekomendację do KUPUJ z ceną docelową 35,9 PLN/akcję.

Informacje o większej integracji Pfeiderer z Grajewem w lutym'15 były w naszej opinii jedną z głównych przyczyn spadku kursu akcji z ok. 30 PLN/akcję do ok. 24 PLN/akcję. Proces ten rodzi naszym zdaniem ryzyko odwrotnego przejścia (przejście spółki matki przez Grajewo- ryzyko „przeplacenia” za aktywa „matki”) i w następnej kolejności sprzedaży całej spółki przez dominującego akcjonariusza Pfeiderer GmbH.

W 1Q'15 utrzymywał się silny popyt na produkty meblarskie, a spółka powinna zejść z zapasów nagromadzonych po 4Q'14. Sprzyjały ceny surowców, a dodatkowo liczymy na dalsze efekty programu poprawy rentowności. W rezultacie oczekujemy 50,5 mln PLN EBITDA (+20% r/r) i 26,4 mln PLN zysku netto (+29,7% r/r) przy 398,2 mln PLN sprzedaży (+0,3% r/r). Cash flow wspomogł napływ ostatniej transzy ze sprzedaży fabryki rosyjskiej (rachunek ESCROW) w wysokości 4 mln EUR, dlatego oczekujemy dalszej redukcji zadłużenia netto (89,9 mln na koniec 2014).

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 konferencji po 3Q'14 spółka potwierdziła te założenia (ok. 80 mln PLN efektów vs 2014 rok, perspektywa ok. 270 mln PLN EBITDA). W naszym modelu prezentujemy bardziej konserwatywne podejście (długoterminowa EBITDA 250-260 mln PLN dopiero po 2020 roku).

Po sprzedaży aktywów rosyjskich w 1Q'13 zadłużenie nie stanowi już w spółce problemu, a program inwestycyjny, nie jest na tyle duży, aby „pożerać” bieżącą gotówkę. Spółka ma wysoką zdolność do generowania wysokich przepływów pieniężnych (3-4% w 2014-2016P i 9-10% w kolejnych latach), co stwarza perspektywę wypłaty solidnych dywidend.

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	1 789,9	1 462,1	1 522,8	1 556,9	1 621,0	1 653,4
EBITDA [mln PLN]	230,2	155,6	196,5	210,8	219,3	227,8
EBIT [mln PLN]	153,2	108,4	142,9	151,3	155,9	163,5
Wynik netto [mln PLN]	49,8	54,8	103,3	114,5	120,1	129,3
P/BV	1,4	1,2	1,1	0,9	0,9	0,8
P/E	13,1	25,8	15,4	12,6	12,0	11,2
EV/EBITDA	5,8	10,0	8,5	6,9	6,6	6,0
EV/EBIT	8,8	14,3	11,7	9,7	9,3	8,4

*- ceny z końca okresu

KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 35,9 PLN

30 KWIECIEŃ 2015

Wycena DCF [PLN]	36,4
Wycena porównawcza [PLN]	34,0
Wycena końcowa [PLN]	35,9
Potencjał do wzrostu / spadku	23,5%
Koszt kapitału	8,6%
Cena rynkowa [PLN]	29,1
Kapitalizacja [mln PLN]	1444,1
Ilość akcji [mln. szt.]	49,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	32,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	24,7
Stopa zwrotu za 3 mc	0,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	-8,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	28,8%
Struktura akcjonariatu:	
Pfeiderer GmbH	65,1%
Aviva OFE	9,9%
ING OFE	5,3%
Pozostali	19,6%

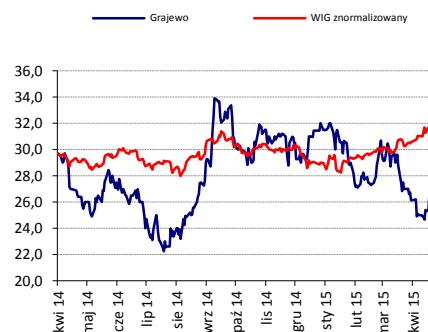
Krzysztof Brymora

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 2014	10
PROGNOZA 1Q'15 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	12
OTOCZENIE RYNKOWE- AKTUALIZACJA.....	13
RYNEK PŁYT DREWNOPOCHODNYCH	13
CENY KLUCZOWYCH SUROWCÓW	14
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO	16
SYTUACJA PFLEIDERER GMBH	17
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2014-2016	18
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	19

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2015-2024 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 36,4 PLN. Natomiast wycena porównawcza do producentów płyt/mebli, oparta na prognozach wyników na lata 2015 – 2017 dała wartość 1 akcji na poziomie 34,0 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 35,9 PLN.**

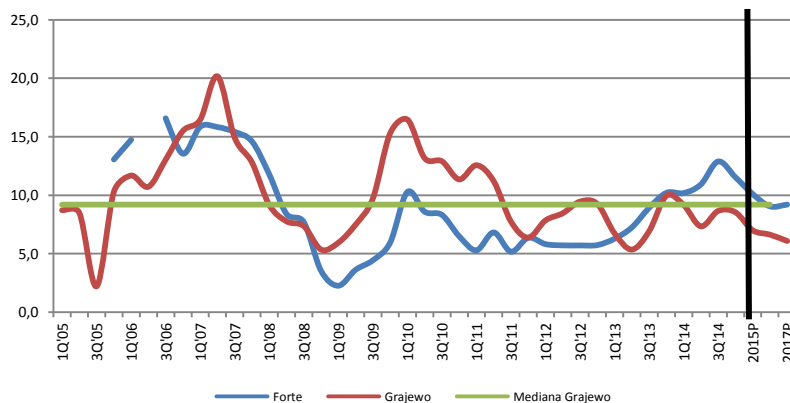
Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	36,4
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	34,0

Wycena spółki [PLN] **35,9**

Źródło: BDM S.A.

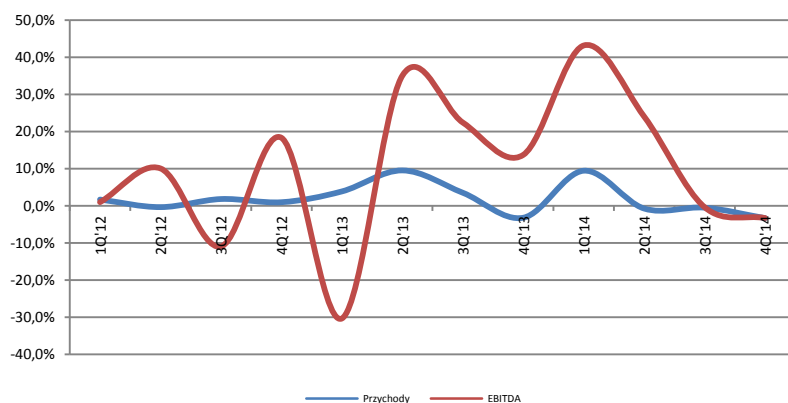
Historyczna wycena spółek EV/EBITDA Grajewo i Forte



Obecnie spółka handlowana jest z dyskontem do Forte. Dyskonto to w latach 2014-2017P wynosi ok. 30%.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Poziom zaskoczenia wyników Grajewo vs prognozy BDM



Od 2Q'13 spółka pozytywnie zaskakiwała nas wynikami (szczególnie 1H'14). Liczymy, że w tym roku będzie podobnie, a potencjał podniesienia prognoz widzimy na 2H'15.

Źródło: BDM S.A., spółka

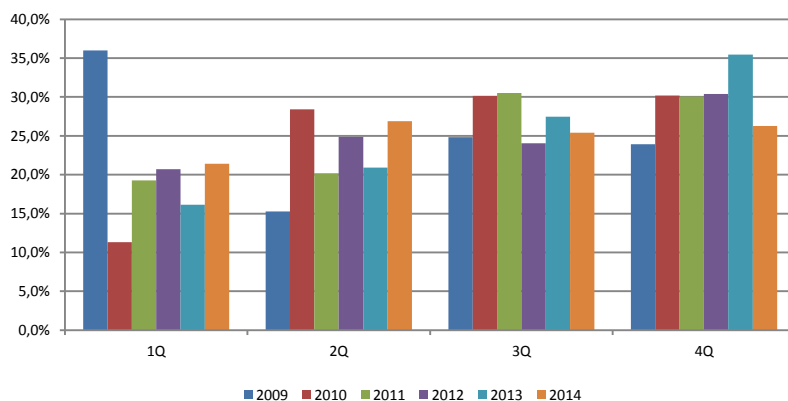
Proгноза wyników na 1Q'15 i 2015 rok [mln PLN]

	1Q'14	1Q'15P	zmiana r/r	2014	2015P	zmiana r/r
Przychody	396,8	398,2	0,3%	1 522,8	1 556,9	2,2%
Wynik brutto na sprzedaż	72,4	79,6	10,0%	302,6	322,1	6,4%
EBITDA	42,1	50,5	20,0%	196,5	210,8	7,3%
EBIT	30,1	35,7	18,6%	142,9	151,3	5,9%
Zysk brutto	25,7	33,2	28,9%	128,0	141,3	10,4%
Zysk netto	20,3	26,9	32,1%	103,3	114,5	10,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	18,2%	20,0%		19,9%	20,7%	
Marża EBITDA	10,6%	12,7%		12,9%	13,5%	
Marża EBIT	7,6%	9,0%		9,4%	9,7%	
Marża zysku netto	5,1%	6,7%		6,8%	7,4%	

Źródło: BDM S.A., spółka

Mimo wysokiej bazy liczymy na mocny 1Q'15 (EBITDA +20% r/r). Popyt na produkty meblarskie wciąż jest dobry (sprzedaż z zapasów 4Q'14), spółce sprzyjają ceny surowców, a efekty daje program inwestycyjny.

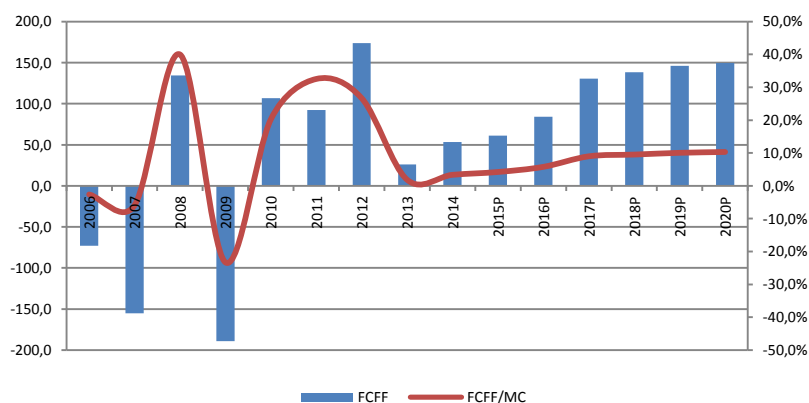
Sezonowość wyniku EBITDA w latach 2009-2014



Sezonowo spółka największe zyski realizuje w 4Q (ok. 30% całorocznego wyniku), a najmniejsze w 1Q (ok. 20%). W rezultacie silny 1Q'15 może być sygnałem podniesienia prognoz na 2H'15 i cały rok (oczekujemy ok. 210 MPLN EBITDA). Baza wynikowa na ten okres jest niska.

Źródło: BDM S.A., spółka

Wolne przepływy pieniężne w latach 2006-2020P [mln PLN]



Stabilna sytuacja zadłużeniowa (90 MPLN długu netto, 0,5x EBITDA) oraz wysoka zdolność do generowania gotówki (3-6% kapitalizacji w 2014-2016 i 9-10% w kolejnych latach) stwarza perspektywę wypłaty solidnych dywidend.

Źródło: BDM S.A., spółka. Lewa skala: FCFF, prawa skala: FCFF w relacji do kapitalizacji spółki.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko sprzedaży udziałów przez głównego akcjonariusza/przejęcia aktywów Pfeiderer GmbH

W lutym '15 spółka poinformowała o większej integracji ze spółką matką Pfeiderer GmbH, czego sygnałem była zmiana w zarządzie Grajewo (obecnego prezesa Gątkiewicza zastąpił Michael Wolff- prezes Pfeiderer GmbH). W naszej opinii większa integracja może być przygotowaniem do sprzedaży całego biznesu przez głównego akcjonariusza Pfeiderer GmbH (dawni wierzyciele). Pojawia się ryzyko odwrotnego przejęcia i „przełacenia” za aktywa spółki matki.

▪ 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. W 2014 roku średnie ceny drewna okrągłego wzrosły o ponad 14% r/r. Niemniej spółka informowała o ok. 3% r/r wzroście kosztów kluczowego surowca, co wynika ze spadku cen drewna odpadowego (-7,6% r/r). Obecnie sytuacja jest podobna (rosną cenniki okrągłego, spadają odpadowego).

▪ 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 przerzuceniem wyższych kosztów drewna na klientów. Dodatkowo w związku z konfliktem na wschodzie Europy na rynku polskim z większym wolumenem zaczęła się pojawiać płyta ukraińska.

▪ 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 Prosopan 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%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Zmiany głównych założeń w modelu:

- Rozłożyliśmy w czasie poprawę wolumenów sprzedaży płyt. Obecnie oczekujemy wzrostu o 3,4% r/r w 2015 roku i 2,9% r/r w 2016 roku. Poprzednio oczekiwaliśmy +6,8% r/r w 2015 roku. Spółka w 2013-2014 rozbudowała potencjał produkcyjny z 1,21 mln m³ do 1,3 mln m³ płyty wiórowej.
- W związku z presją cenową ze strony producentów wschodnich obniżyliśmy nasze oczekiwania co do średniej ceny płyty. Obecnie oczekujemy 1,6% r/r spadku na '15 wobec 0% r/r poprzednio.
- Zaktualizowaliśmy ceny surowców, biorąc pod uwagę realizację po 1Q'15. Podwyższyliśmy koszty drewna (+1,6% r/r w '15 wobec 0% r/r poprzednio) i klejów (-1,5% r/r w '15 wobec -7% r/r poprzednio).
- CAPEX pozostał praktycznie bez zmian. W latach 2014-2017 wyniesie ok. 400 mln PLN. Wg założeń zarządu przełoży się on 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 dopiero po 2020 roku).
- Nie zakładamy dywidendy (poprzednie oczekiwaliśmy ok. 50% zysku z 2014 roku, czyli DY poniżej 4%), co jest zgodne z rekomendacją zarządu i RN. Uważamy, że stabilna pozycja gotówkowa i wysoka generacji FCFF w końcu umożliwi powrót do polityki dywidendowej (wyplata z zysku za 2015 rok).
- Dzięki procesowi integracji Pfeleiderer GmbH z Grajewem grupa oczekuje ok. 15 mln EUR synergii do 2017 roku. Na konferencji po 4Q'14 spółka informowała, że ok. 1/3 (5 mln EUR, 20 mln PLN) przypadnie na Grajewo. Nie zakładamy jednak żadnych efektów.

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2015-2024 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 30 kwietnia 2015 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,8 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 36,4 PLN.

Model DCF

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 522,8	1 556,9	1 621,0	1 653,4	1 686,5	1 720,2	1 754,6	1 789,7	1 825,5	1 862,0	1 899,3
EBIT [mln PLN]	142,9	151,3	155,9	163,5	173,1	182,9	187,5	192,2	196,7	201,3	205,8
Stopa podatkowa	19,3%	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]	27,6	28,8	29,6	31,1	32,9	34,7	35,6	36,5	37,4	38,2	39,1
NOPLAT [mln PLN]	115,3	122,6	126,3	132,4	140,2	148,1	151,9	155,6	159,4	163,0	166,7
Amortyzacja [mln PLN]	53,5	59,5	63,4	64,3	63,3	62,4	61,4	60,5	59,6	58,7	57,7
CAPEX [mln PLN]	-109,7	-119,6	-101,9	-64,2	-63,3	-62,4	-61,6	-60,7	-59,8	-58,8	-57,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-5,9	-1,1	-3,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2
FCF [mln PLN]	53,2	61,3	84,0	130,6	138,3	146,1	149,7	153,4	157,0	160,7	164,4
DFCF [mln PLN]		57,9	73,1	104,4	101,6	98,5	92,6	87,1	81,8	76,8	72,1
Suma DFCF [mln PLN]		845,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 397,1										
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 050,5										
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 896,2										
Dług netto [mln PLN]	89,8										
Wartość kapitału [mln PLN]	1 806,4										
Ilość akcji [mln szt.]	49,6										
Wartość kapitału na akcję [PLN]	36,4										

Przychody zmiana r/r	2,2%	4,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	5,9%	3,1%	4,8%	5,9%	5,6%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%
FCF zmiana r/r	15,1%	37,2%	55,4%	5,9%	5,6%	2,5%	2,5%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%
Marża EBITDA	13,5%	13,5%	13,8%	14,0%	14,3%	14,2%	14,1%	14,0%	14,0%	14,0%	13,9%
Marża EBIT	9,7%	9,6%	9,9%	10,3%	10,6%	10,7%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Marża NOPLAT	7,9%	7,8%	8,0%	8,3%	8,6%	8,7%	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%
CAPEX / Przychody	7,7%	6,3%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,0%	3,0%
CAPEX / Amortyzacja	201,2%	160,8%	99,9%	100,0%	100,1%	100,2%	100,3%	100,3%	100,3%	100,3%	100,2%
Zmiana KO / Przychody	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	3,3%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
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	92,0%	93,7%	95,3%	96,8%	98,8%	100,0%	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	8,0%	6,3%	4,7%	3,2%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

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	31,8	33,6	35,8	38,6	42,2	47,2	54,4	65,7	86,0
	0,8	30,0	31,6	33,5	35,9	38,9	43,0	48,7	57,3	71,5
	0,9	28,4	29,8	31,4	33,5	36,1	39,4	44,0	50,7	61,2
	1,0	27,0	28,2	29,6	31,4	33,6	36,4	40,2	45,5	53,4
	1,1	25,6	26,7	28,0	29,5	31,4	33,8	36,9	41,2	47,3
	1,2	24,4	25,4	26,5	27,8	29,4	31,5	34,1	37,6	42,5
	1,3	23,3	24,1	25,1	26,3	27,7	29,4	31,6	34,5	38,5

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%	33,7	35,8	38,3	41,6	46,0	52,2	61,5	76,9	107,8
	4,0%	30,0	31,6	33,5	35,9	38,9	43,0	48,7	57,3	71,5
	5,0%	27,0	28,2	29,6	31,4	33,6	36,4	40,2	45,5	53,4
	6,0%	24,4	25,4	26,5	27,8	29,4	31,5	34,1	37,6	42,5
	7,0%	22,2	23,0	23,9	24,9	26,1	27,6	29,5	31,9	35,2
	8,0%	20,4	21,0	21,7	22,5	23,4	24,6	26,0	27,7	30,0
	9,0%	18,7	19,2	19,8	20,4	21,2	22,1	23,1	24,4	26,0

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

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-2017 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 30 kwietnia 2015 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.

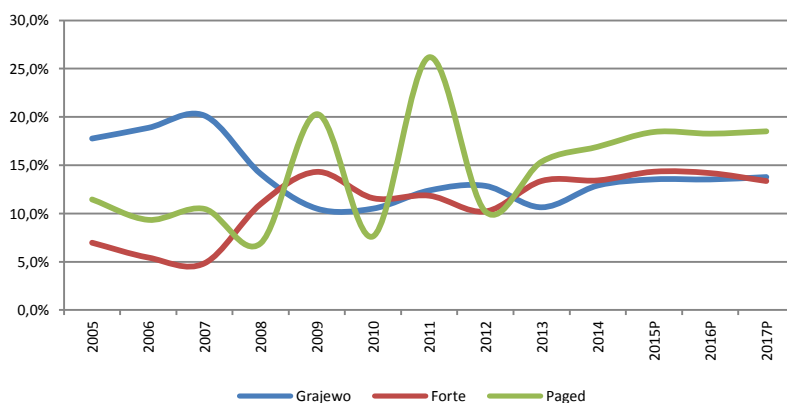
Porównując wyniki Grajewo ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,69 mld PLN, co odpowiada 34,0 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 29,1 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika EV/EBITDA'15 Grajewo jest notowane z ponad 20% dyskontem.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
DURATEX	16,6	12,6	9,7	7,1	6,2	5,2	12,1	9,9	8,8
NORBORD	-	12,8	15,1	-	8,4	7,4	-	10,3	9,7
LOUISIANA-PACIFIC	-	24,3	11,3	-	8,4	4,9	-	12,0	6,3
MOHAWK INDUSTRIES	18,6	15,7	14,0	11,6	9,8	8,7	16,0	13,2	11,4
PAGED	13,2	10,2	8,4	8,4	7,0	5,7	10,8	8,7	7,0
FABRYKI MEBLI FORTE	14,1	12,7	13,2	10,1	9,0	9,2	11,7	10,5	10,9
MEDIANA	15,4	12,7	12,3	9,2	8,4	6,6	11,9	10,4	9,3
GRAJEWO	12,6	12,0	11,2	6,9	6,6	6,0	9,7	9,3	8,4
Premia/dyskonto do spółki	-17,8%	-5,7%	-9,1%	-24,7%	-21,7%	-8,1%	-18,7%	-10,9%	-9,2%
Wycena wg wskaźnika	35,4	30,9	32,0	38,8	37,1	31,5	35,9	32,7	31,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		32,8			35,8			33,5	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		34,0							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 30.04.2015.

Porównanie marż EBITDA: Grajewo, Forte i Paged



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI 2014

Wyniki samego 4Q'14 lekko rozczarowały, co spółka tłumaczyła brakiem wymaganych zapasów po okresie przedłużonego postoiu remontowego w 3Q'14. W 4Q'14 zapasy zostały już odbudowane, co dobrze wróży wynikom 1Q'15. Od strony cash flow w ostatnich latach 4Q był mocny pod względem generowania gotówki. W ostatnim raportowanym kwartale CFO był zaburzony właśnie odbudowaniem zapasów i wyniósł zaledwie 26 mln PLN (EBITDA 52 mln PLN). Liczymy, że poprawi się w 1Q'15. Niemniej spółka i tak była w stanie zredukować zadłużenie netto ze 120 mln PLN do niecałych 90 mln PLN głównie dzięki mniejszemu CAPEX (13 mln PLN) i napływowi kolejnej transzy z rachunku ESCROW ze sprzedaży rosyjskich aktywów. Ostatnia transza (4 mln EUR) wspomże cash flow w 1Q'15.

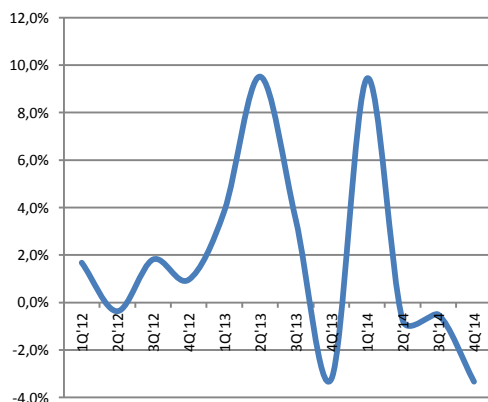
W 2014 roku spółka poprawiła EBITDĘ ze 156 mln PLN do 197 mln PLN. Pomagały ceny kluczowych surowców i wdrożony program poprawy efektywności (pierwsze efekty inwestycji). Liczymy, że te czynniki będą wspierać wyniki również w 2015 roku mimo gorszego otoczenia dla cen produktów spółki. 2014 rok był nieco nietypowy. Spółka pokazała mocne 1H'14 i to głównie w tym okresie przypadło pozytywne zaskoczenie, po którym konsensus wyników zaczął się podnosić. W 2H'14 już jednak nieco rozczarowała. W 3Q'14 spółka miała postój remontowy, w 4Q'14 brakło w związku z tym wolumenów sprzedaży (brak zapasów). Dodatkowo przeszkadzała sytuacja na rynkach wschodnich (presja na ceny płyt w związku z importem ukraińskiego produktu), co szczególnie znalazło odzwierciedlenie po stronie przychodów (zerwanie kontraktu na dostawy filmów do Rosji). Okres 1Q'15 był jednak udany dla spółki i mimo wysokiej bazy liczymy na poprawę wyników. Pola do większych, pozytywnych zaskoczeń szukalibyśmy w 2H'15.

Wyniki 4Q2014 [mln PLN]

	4Q'13	4Q'14	zmiana r/r	4Q'14P BDM	różnica	4Q'14P konsensus	różnica	2013*	2014	zmiana r/r
Przychody	382,9	373,9	-2,4%	386,7	-3,3%	399,6	-6,4%	1 462,1	1 522,8	4,2%
Wynik brutto na sprzedaży	79,8	75,6	-5,2%	82,8	-8,7%	-	-	262,1	302,6	15,5%
EBITDA	55,4	51,6	-6,8%	53,4	-3,3%	52,0	-0,7%	155,6	196,5	26,2%
EBIT	39,6	36,6	-7,8%	39,5	-7,4%	38,4	-4,8%	108,4	142,9	31,8%
Zysk brutto	31,8	32,9	3,4%	36,0	-8,7%	-	-	81,0	128,0	58,1%
Zysk netto	24,0	27,4	13,9%	29,2	-6,2%	29,0	-5,7%	54,8	103,3	88,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,8%	20,2%		21,4%		-		17,9%	19,9%	
Marża EBITDA	14,5%	13,8%		13,8%		13,0%		10,6%	12,9%	
Marża EBIT	10,4%	9,8%		10,2%		9,6%		7,4%	9,4%	
Marża zysku netto	6,3%	7,3%		7,5%		7,3%		3,8%	6,8%	

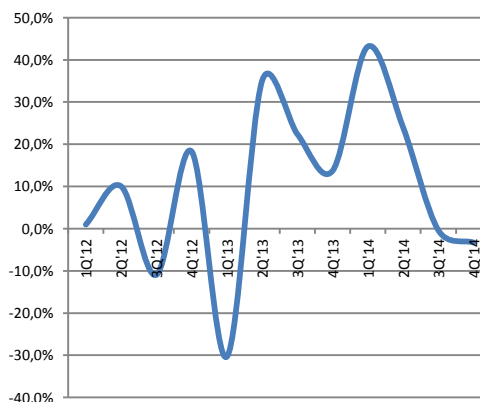
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Poziom zaskoczenia przychodów vs oczek. BDM



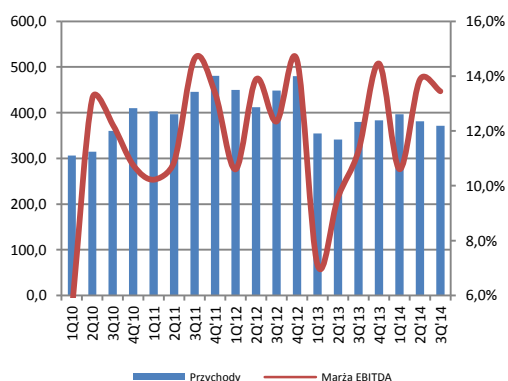
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Poziom zaskoczenia EBITDA vs oczek. BDM



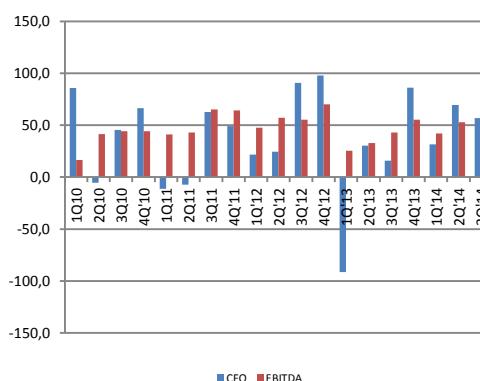
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża EBITDA 2010-2014 [mln PLN]



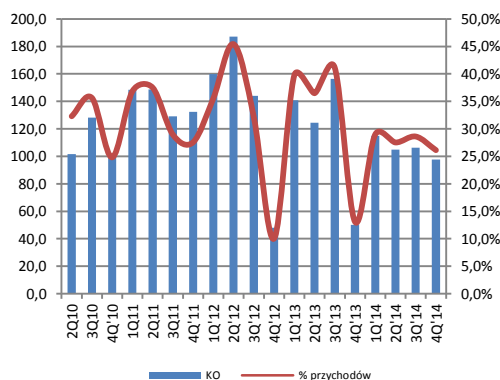
Źródło: BDM S.A., spółka. LS: przychody, PS: marża

CFO i EBITDA 2010-2014 [mln PLN]



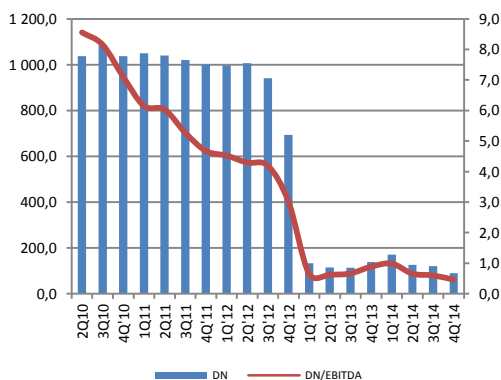
Źródło: BDM S.A., spółka

Kapitał obrotowy 2010-2014 [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka. LS: KO, PS: KO/przychody

Dług netto i jego relacja do EBITDA 2010-2014 [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka. LS: dług netto, PS: DN/EBITDA

PROGNOZA 1Q'15 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

W 1Q'15 produkcja sprzedana mebli wzrosła o blisko 10% r/r, a produkcja płyt wiórowych wg GUS spadła o 1,3% r/r. Liczymy jednak na wzrost wolumenów sprzedaży spółki, co będzie wynikać z większego potencjału produkcyjnego (moce płyt wiórowych +50k m3 r/r w 2015 roku) i redukcji nagromadzonych zapasów z 4Q'14 (zakładamy +6k m3 r/r, +1,6% r/r wzrostu wolumenu sprzedaży płyt). Ceny w 1Q'14 notowały lekką tendencję spadkową (-1,1% q/q, +0,2% r/r) w związku z podażą, jaką wywierają producenci ze wschodu. Wg nas potencjał napływu ukraińskiej płyty na krajowy rynek jest niewielki, dlatego oczekujemy wyhamowania tendencji spadkowej. Koszty drewna okrągłego rosły w 1Q'15 o 7,6% r/r, ale spadały odpadowego o 12,6% r/r, dlatego nie oczekujemy wzrostu średniego kosztu dla spółki. Z pewnością marże poprawi niższy koszt klejów (-9,4% r/r) z uwagi na znaczący spadek cen metanolu. Ten czynnik będzie miał wpływ na sprzedaż zależnego Silekol (ok. połowa sprzedaży na zewnątrz), dlatego w skali grupy nie oczekujemy wzrostu przychodów. Liczymy z kolei na dalsze efekty programu poprawy rentowności. W rezultacie oczekujemy 50,5 mln PLN EBITDA (+20% r/r) i 26,4 mln PLN zysku netto (+29,7% r/r) przy 398,2 mln PLN sprzedaży (+0,3% r/r). Cash flow wspomogło napływ ostatniej transzy ze sprzedaży fabryki rosyjskiej (rachunek ESCROW) w wysokości 4 mln EUR, dlatego oczekujemy dalszej redukcji zadłużenia netto (89,9 mln na koniec 2014).

Prognoza na 1Q'15 [mln PLN]

	1Q'14	1Q'15P	zmiana r/r	2014	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	396,8	398,2	0,3%	1 522,8	1 556,9	2,2%	1 621,0	4,1%
Wynik brutto na sprzedaży	72,4	79,6	10,0%	302,6	322,1	6,4%	332,5	3,2%
EBITDA	42,1	50,5	20,0%	196,5	210,8	7,3%	219,3	4,0%
EBIT	30,1	35,7	18,6%	142,9	151,3	5,9%	155,9	3,1%
Zysk brutto	25,7	33,2	28,9%	128,0	141,3	10,4%	148,3	4,9%
Zysk netto	20,3	26,9	32,1%	103,3	114,5	10,8%	120,1	4,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	18,2%	20,0%		19,9%	20,7%		20,5%	
Marża EBITDA	10,6%	12,7%		12,9%	13,5%		13,5%	
Marża EBIT	7,6%	9,0%		9,4%	9,7%		9,6%	
Marża zysku netto	5,1%	6,7%		6,8%	7,4%		7,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Perspektywa kolejnych kwartałów [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15P	2Q'15P	3Q'15P	4Q'15P
Przychody	354,5	341,3	380,1	382,9	396,8	380,8	371,3	373,9	398,2	380,6	386,4	391,7
Wynik brutto na sprzedaży	56,6	57,8	69,5	79,8	72,4	79,2	75,4	75,6	79,6	81,8	78,5	82,1
EBITDA	25,2	32,7	42,8	55,4	42,1	52,8	49,9	51,6	50,5	57,2	51,5	51,5
EBIT	14,7	22,1	32,4	39,6	30,1	40,2	36,1	36,6	35,7	42,4	36,6	36,7
Wynik brutto	7,5	13,6	27,4	31,8	25,7	36,8	32,6	32,9	33,2	39,8	34,1	34,2
Wynik netto	104,3	5,9	17,5	24,0	20,3	29,6	26,0	27,4	26,9	32,3	27,6	27,7
Marża zysku brutto ze sprzedaży	16,0%	16,9%	18,3%	20,8%	18,2%	20,8%	20,3%	20,2%	20,0%	21,5%	20,3%	21,0%
Marża EBITDA	7,1%	9,6%	11,3%	14,5%	10,6%	13,9%	13,4%	13,8%	12,7%	15,0%	13,3%	13,2%
Marża EBIT	4,1%	6,5%	8,5%	10,4%	7,6%	10,6%	9,7%	9,8%	9,0%	11,1%	9,5%	9,4%
Marża zysku netto	29,4%	1,7%	4,6%	6,3%	5,1%	7,8%	7,0%	7,3%	6,7%	8,5%	7,2%	7,1%
Zmiana r/r												
Przychody	-21,2%	-17,2%	-15,3%	-20,2%	12,0%	11,6%	-2,3%	-2,4%	0,3%	-0,1%	4,1%	4,8%
Wynik brutto na sprzedaży	-28,5%	-33,5%	-21,9%	-22,6%	27,9%	37,0%	8,5%	-5,2%	10,0%	3,3%	4,1%	8,6%
EBITDA	-47,1%	-42,9%	-22,6%	-20,8%	66,9%	61,7%	16,5%	-6,8%	20,0%	8,3%	3,1%	-0,2%
EBIT	-47,3%	-41,2%	-10,8%	-22,8%	104,7%	81,6%	11,3%	-7,8%	18,6%	5,4%	1,5%	0,3%
Wynik brutto	-54,0%	-1881,6%	52,1%	17,5%	243,6%	170,1%	19,0%	3,4%	28,9%	8,3%	4,7%	3,9%
Wynik netto	723,5%	12,6%	23,6%	-0,5%	-80,5%	405,3%	48,6%	13,9%	32,1%	9,0%	6,4%	1,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

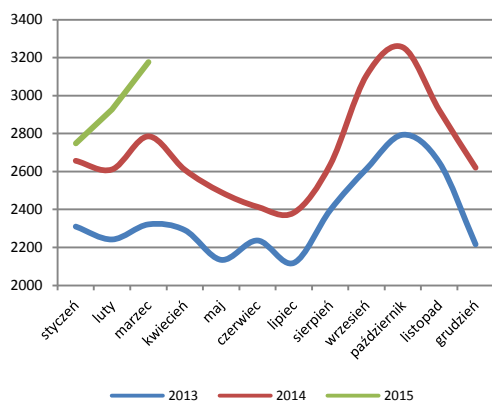
OTOCZENIE RYNKOWE- AKTUALIZACJA

Rynek płyt drewnopochodnych

W 1Q'15 mimo 10% r/r wzrostu produkcji sprzedanej mebli (+14% w marcu'15) produkcja płyt wiórowych spadła o 1,3% r/r (-0,2% w marcu'15). Jest to trzeci kwartał wyraźnej dywergencji między tymi danymi. Tymczasem spółka na konferencjach informowała o pełnym wykorzystaniu mocy produkcyjnych (oprócz 3Q'14 kiedy trwał postój remontowy). Na 2015 rok potencjał produkcyjny spółki w płycie wiórowej jest większy o ok. 50k m3 (1,3 mln m3) i liczymy, że spółka sprzeda taką ilość. W 2014 roku wolumen sprzedaży wzrósł efektywnie o ok. 35k m3 przy wzroście potencjału produkcyjnego o 40k m3.

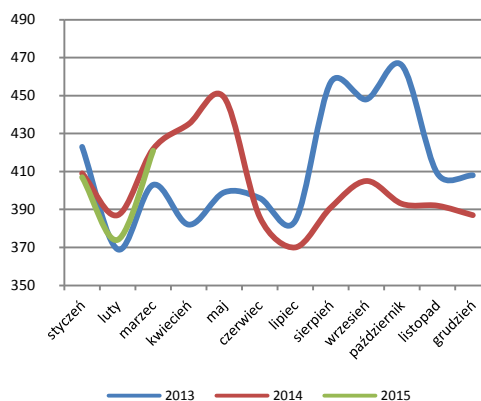
Ceny płyt drewnopochodnych na rynku niemieckim od października'14 znajdują się w lekkim trendzie spadkowym (w całym'14 +3,1% r/r), co związane jest z większą presją cenową ze strony producentów na rynkach wschodnich. W 1Q'15 średnia cena płyty spadła o 1,1% q/q (w relacji r/r wzrost o 0,2%), niemniej wskazujemy, że główny spadek ma obecnie miejsce w obszarze płyt OSB (-14% r/r w 1Q'15). Dla spółki jest to niewielki obszar rynku (sprzedaż odpowiednika OSB czyli płyty MFP <70k m3, ok. 5% sprzedaży płyt ogółem). Ceny płyty wiórowej surowej rosły w 1Q'15 o ok. 8,9% r/r (36%), laminowanej spadały o 0,8% r/r (46%), a HDF rosły o 3,6% r/r (17%).

Dynamika produkcji sprzedanej mebli w Polsce [mln PLN]



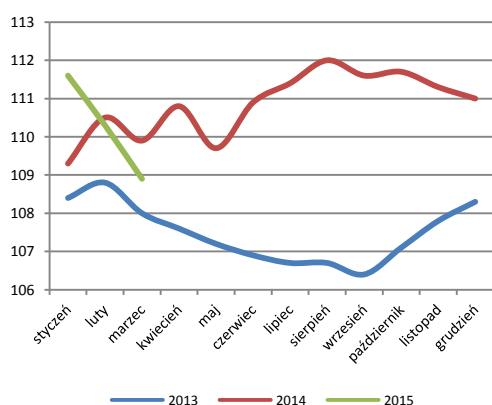
Źródło: BDM S.A., GUS.* produkcja wolumenowa

Indeks cen płyt na tle indeksu koniunktury IFO Niemcy



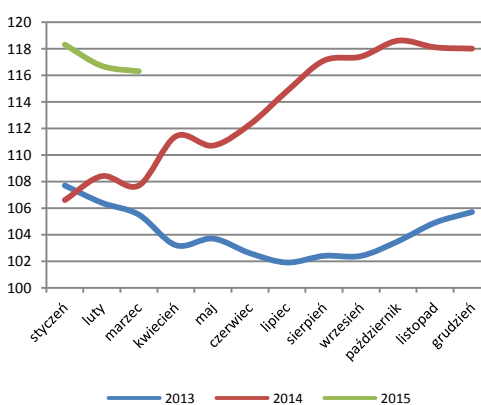
Źródło: BDM S.A. Bloomberg, destatis.de

Indeks cen płyt drewnopochodnych w Niemczech



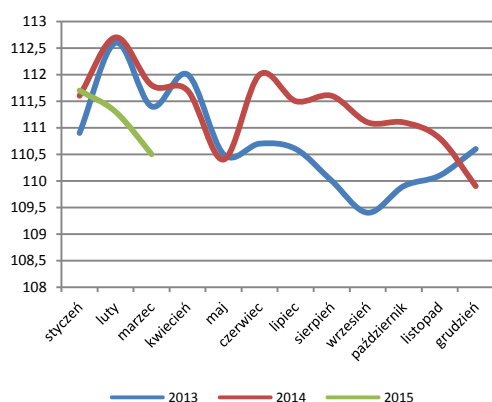
Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100

Indeks cen płyty wiórowej surowej w Niemczech [



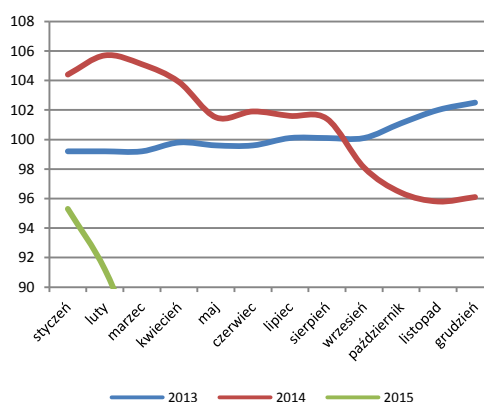
Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100

Indeks cen płyty laminowanej w Niemczech



Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100

Indeks cen płyty OSB w Niemczech



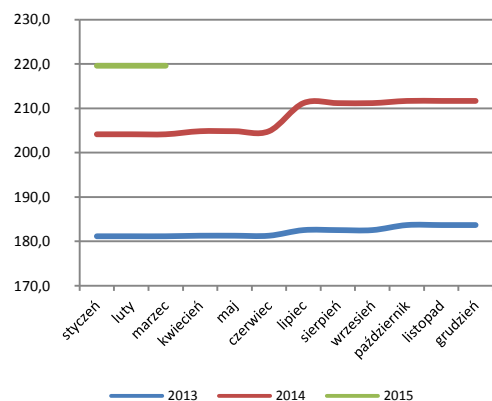
Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100

Ceny kluczowych surowców

W 1Q'15 ceny drewna okrągłego w Polsce wzrosły o 7,6% r/r po wzroście o ok. 14,2% w 2014 roku. Ceny drewna odpadowego na rynku niemieckim spadły z kolei o 12,6% r/r po spadku o 7,6% r/r w 2014 roku (z rekordowych poziomów), na co wpływ miała ciepła zima i zmiana w ustawodawstwie o OZE. Do 3Q'14 spółka informowała o blisko 3% r/r wzroście kosztów drewna. W 2015 roku również nie powinien stanowić on problemu. Szacujemy wzrost cen drewna okrągłego na 4,8% r/r i 2% r/r spadek cen drewna odpadowego (w całym roku wzrost kosztów dla spółki nie powinien przekroczyć 2% r/r).

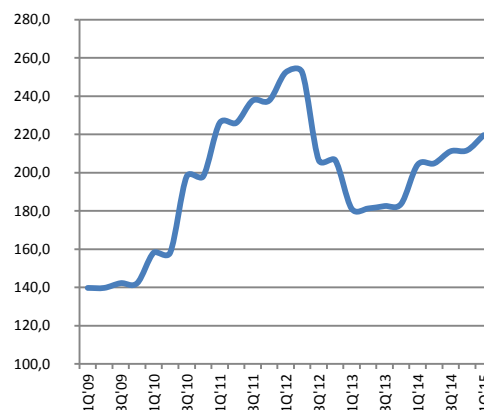
Komfortowej sytuacji spodziewamy się również w przypadku kosztów klejów (-1,5% r/r) i papieru (bez zmian). Obecnie najmocniej tanieje metanol, a ceny mocznika i melaminy zachowują się stabilnie. W 1Q'15 spadek kosztów klejów wyniósł 9,4% r/r.

Średnie ceny drewna okrągłego w Polsce [PLN/m3]



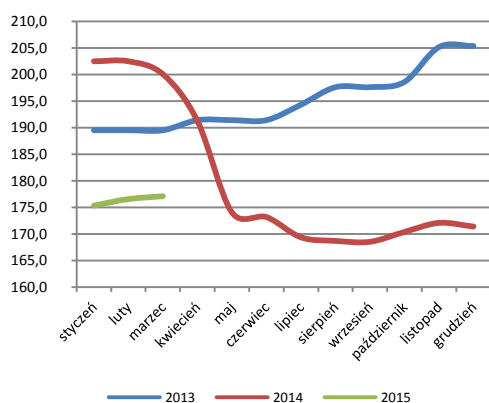
Źródło: BDM S.A. Rynek Drzewny, e-drewno, GUS. Uwzględnia ceny z przetargów ograniczonych, aukcje systemowe i e-drewno.

Średnie ceny drewna okrągłego w Polsce [PLN/m3]



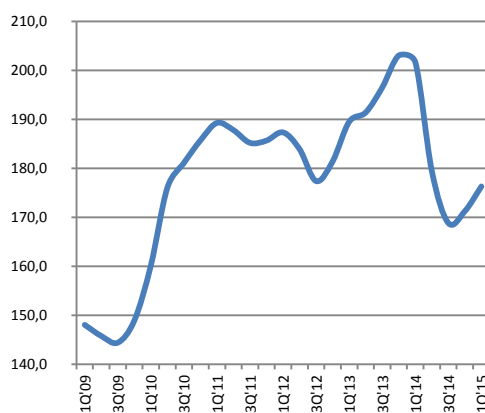
Źródło: BDM S.A. Rynek Drzewny, e-drewno, GUS. Uwzględnia ceny z przetargów ograniczonych, aukcje systemowe i e-drewno.

Indeksy cen drewna odpadowego w Niemczech



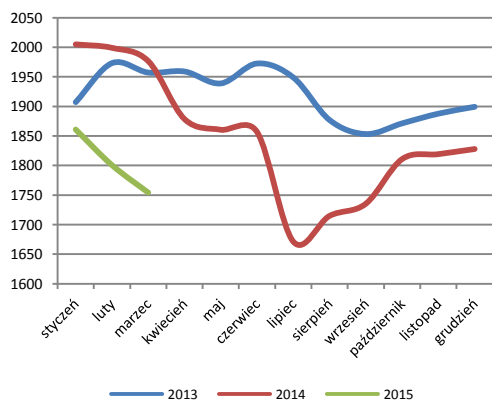
Źródło: BDM S.A. destatis.de. 2005=100

Indeksy cen drewna odpadowego w Niemczech



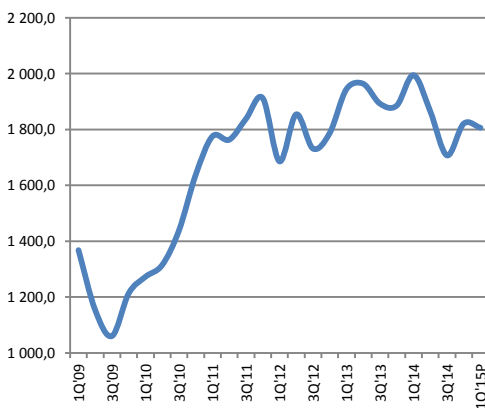
Źródło: BDM S.A. destatis.de. 2005=100

Ceny klejów** [PLN/t]



Źródło: BDM S.A. Grupa Azoty, spółka. ** - 50% metanol, 38% mocznik, 12% melamina

Ceny klejów** [PLN/t]



Źródło: BDM S.A. Grupa Azoty, spółka. ** - 50% metanol, 38% mocznik, 12% melamina

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

Na konferencji po 2013 roku spółka zapowiedziała program inwestycyjny na lata 2014-2017 w wysokości 390 mln PLN, który ma przynieść ok. 115 mln PLN efektów (perspektywa 270 mln PLN EBITDA w 2017-2018 roku), co spółka potwierdzała na kolejnych konferencjach (po 3Q'14 zarząd szacował pozostałe efekty na ok. 80 mln PLN w perspektywie do 2017 roku, czyli docelowo ok. 270 mln PLN EBITDA).

W 2014 roku spółka wydała ok. 114 mln PLN na inwestycje wobec 66 mln PLN w 2013 roku. Skonsolidowana EBITDA wzrosła ze 156 do 196 mln PLN (o 40 mln PLN), a główną przyczyną poprawy były inwestycje przeprowadzone w latach 2013-2014. Kolejne ok. 80 mln PLN efektów spółka ma zrealizować do 2017 roku (perspektywa 270 mln PLN EBITDA).

W prezentacji za 2014 rok Pfeiderer GmbH informował o efektach działań operacyjnych na poziomie 60 mln EUR w całej grupie, z tego 14,7 mln EUR w samym Grajewie (ok. 61,5 mln PLN). Ok. 4,3 mln EUR (ok. 18 mln PLN) to efekt wyższych cen, 3,9 mln EUR (16,3 mln PLN) wyższych wolumenów, a 6,5 mln EUR (ok. 27 mln PLN) to efekt redukcji kosztów/inwestycji w latach 2013/2015.

Plan inwestycyjny spółki 2014-2015

	2014		2015P	
	plan	realizacja	plan	główne inwestycje
Prospan	36,9	38,0	61,8	Kocioł na biomasę 26 MPLN, modernizacja linii do oklejania blatów 22 MPLN
Silekol	4,0	10,4	2,9	
MDF Grajewo	26,9	7,8	17,0	modernizacja ciągów 6,7 MPLN, w zawieszeniu linia do lakierowania, formatyzarki i szlifiarki
Grajewo	46,3	57,5	26,9	III faza modyfikacji linii do pozyskiwania drewna odpadowego 3,5 MPLN
RAZEM	114,1	113,7	108,6	

Źródło: BDM S.A., spółka

CAPEX przedstawiony na konferencji po 2013 roku [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
Odtworzeniowy	40	40	40	40	160
RAZEM	120	118	106	46	390

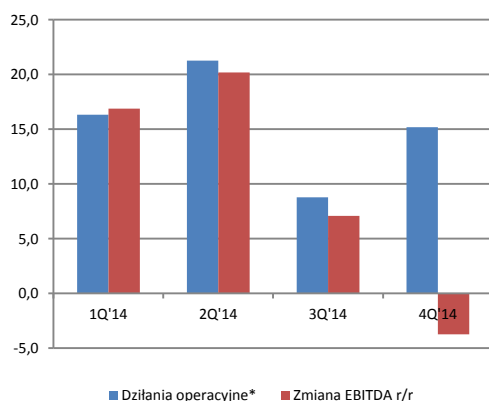
Źródło: BDM S.A., spółka

CAPEX- aktualizacja po 2014 roku [mln PLN]

	2014	2015P	2016P	2017P	RAZEM
Prospan	38	62	60	0	160
Silekol	10	3	0	0	13
MDF Grajewo	8	17	0	0	25
Grajewo	58	27	6	6	96
Pozostały odtworzeniowy			40	40	80
RAZEM	114	109	106	46	374

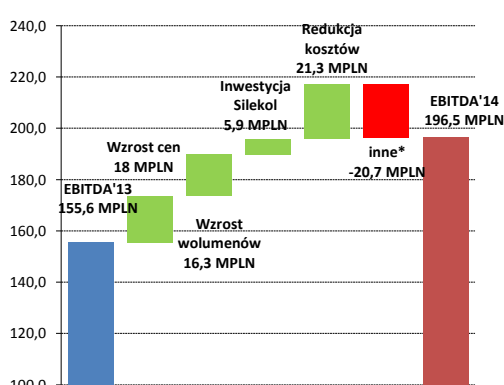
Źródło: BDM S.A., spółka

Wpływ programu poprawy efektywności na wyniki 2014 roku



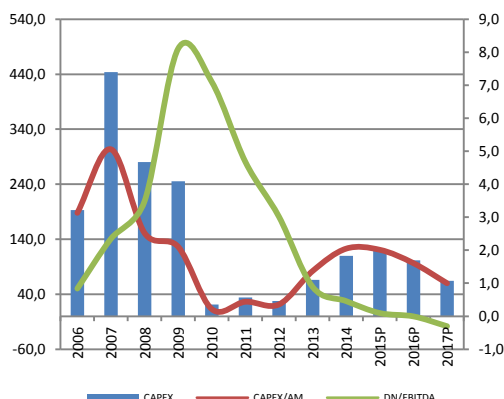
Źródło: BDM S.A., spółka, Pfeiderer GmbH. *- wg prezentacji Pfeiderer po 4Q'14.

Wpływ programu poprawy efektywności na wyniki 2014 roku



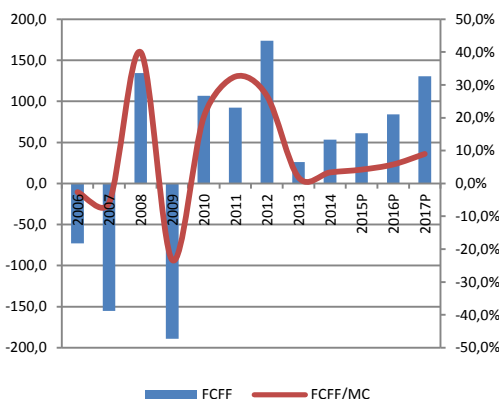
Źródło: BDM S.A., spółka, Pfeiderer GmbH. *- gł. wzrost cen drewna -8,4 mln PLN.

CAPEX w latach 2006-2017P i zadłużenie netto [mln PLN]



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

Wolne przepływy pieniężne w latach 2006-2017P [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka. Lewa skala: FCFF, prawa skala: FCFF w relacji do kapitalizacji spółki.

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 Grupa Pfeiderer 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).

W 4Q'14 niemieckie fabryki zanotowały 16% r/r wzrost oczyszczonej EBITDA, dzięki skutecznemu programowi restrukturyzacji. W całym 2014 roku EBITDA części zachodniej sięgnęła 75,5 mln EUR wobec 46 mln EUR w Grajewie. Zadłużenie netto części zachodniej koncernu spadło z 315 mln EUR po 3Q'14 do 303 mln EUR (4x EBITDA).

Na NWZA w styczniu'14 została zmieniona RN Grajewo. W dniu 16 lutego 2015 roku RN dokonała zmian w zarządzie spółki. Prezesa Gątkiewicza zastąpił Michael Wolff, obecny prezes Pfeiderer GmbH. Dyrektorem finansowym pozostał p. Rafał Karcz (trafił również do Zarządu Pfeiderer GmbH). Tym samym spółka poinformowała o większej integracji Pfeiderer GmbH z Grajewem. Synergie płynące z procesu integracji części zachodniej i wschodniej (Grajewo) spółka szacuje na 15 mln EUR do 2017 roku, z czego ok. 1/3 będzie przypadać na akcjonariuszy Grajewo (informacja na konferencji po 4Q'14).

Informacje o większej integracji Pfeiderer z Grajewem były w naszej opinii jedną z głównych przyczyn spadku kursu akcji z ok. 30 PLN/akcję do ok. 24 PLN/akcję. Proces ten rodzi naszym zdaniem ryzyko odwrotnego przejęcia (przejęcie spółki matki przez Grajewo- ryzyko „przeplacenia” za aktywa „matki”) i w następnej kolejności sprzedaży całej spółki przez dominującego akcjonariusza Pfeiderer GmbH. Wcześniej strategię głównego akcjonariusza ocenialiśmy jako sprzedaż części wschodniej biznesu (Grajewo) i następnie sprzedaż zachodniej np. poprzez ponowne IPO.

Wybrane dane finansowe Pfeiderer GmbH [mln EUR]

	2011	2012	2013	2014	zmiana r/r	4Q'13	4Q'14	zmiana r/r
Przychody	1 014,7	954,1	923,8	959,9	3,9%	232,2	232,4	0,1%
Zachód	628,4	641,6	608,9	604,1	-0,8%	148,9	128,6	-13,6%
Wschód (Grajewo)	386,3	342,0	349,1	355,8	1,9%	91,7	80,6	-12,1%
EBITDA Adj	96,6	95,4	94,6	121,4	28,3%	34,8	35,1	0,7%
Zachód	48,7	66,4	53,4	75,5	41,4%	22,1	25,7	16,4%
Wschód (Grajewo)	47,9	30,3	37,5	45,9	22,6%	11,2	9,7	-13,4%
Marża EBITDA Adj.	9,5%	10,0%	10,2%	12,6%		15,0%	15,1%	0,0%
Zachód	7,8%	10,3%	8,8%	12,5%		14,8%	20,0%	0,0%
Wschód (Grajewo)	12,4%	8,9%	10,7%	12,9%		12,2%	12,0%	0,0%
CAPEX	28,2	47,7	53,9	48,3	-10,4%			
Zachód	20,6	41,6	33,8	22,7	-32,9%			
Wschód (Grajewo)	7,6	6,1	20,3	25,6	26,2%			
Zadłużenie netto	685,8	533,8	356,7	323,7	-9,2%			
Zachód	462,1	363,9	323,5	302,8	-6,4%			
Wschód (Grajewo)	223,7	169,9	33,2	21,0	-36,8%			
DN/EBITDA	7,1	5,6	3,8	2,7				
Zachód	9,5	5,5	6,1	4,0				
Wschód (Grajewo)	4,7	5,6	0,9	0,5				

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

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2014-2016

Prognozy na lata 2014-2016 uległy nieznacznemu obniżeniu, głównie dzięki niższej cenie płyt wiórowych (-1,6% r/r w '15 vs 0% r/r poprzednio) i rozłożeniu w czasie przyrostu wolumenów sprzedaży (+3,4% r/r w '15 i +2,9% w '16 wobec +6,8% r/r w '15 poprzednio). Po stronie surowców spodziewamy się obecnie 1,6% wzrostu kosztów drewna i spadku o 1,5% cen klejów w 2015 roku wobec 0% r/r dla drewna i -7% dla klejów poprzednio.

Zmiana założeń na lata 2014-2016 [mln PLN]

	2014			2015P			2016P		
	Poprzednio*	Aktualnie**	zmiana	Poprzednio*	Aktualnie	zmiana	Poprzednio*	Aktualnie	zmiana
Przychody	1 559,10	1 522,8	-2,3%	1 597,60	1 556,9	-2,5%	1 629,50	1 621,0	-0,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	317,2	302,6	-4,6%	335,1	322,1	-3,9%	341,7	332,5	-2,7%
EBITDA	203,8	196,5	-3,6%	220,5	210,8	-4,4%	227,8	219,3	-3,7%
EBIT	151,4	142,9	-5,6%	162,8	151,3	-7,1%	165,9	155,9	-6,0%
Zysk netto	109,5	103,3	-5,7%	148,2	141,3	-4,7%	123,8	120,1	-3,0%
Marża brutto	20,3%	19,9%		21,0%	20,7%		21,0%	20,5%	
Marża EBITDA	13,1%	12,9%		13,8%	13,5%		14,0%	13,5%	
Marża EBIT	9,7%	9,4%		10,2%	9,7%		10,2%	9,6%	
Marża netto	7,0%	6,8%		9,3%	9,1%		7,6%	7,4%	

Źródło: BDM S.A. *- prognozy z dnia 20.11.2014. **- wyniki raportowane

Główne założenia w modelu [mln PLN]

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Zmiana cen płyty EUR	-2,6%	3,1%	-1,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zmiana wolumenu płyt	-23,0%	6,7%	3,4%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
wykorzystanie mocy wiórowa	91,8%	94,7%	95,2%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%
wykorzystanie mocy HDF	90,4%	97,2%	95,2%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%
Zmiana cen drewna PLN	-8,0%	2,1%	1,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zmiana cen klejów PLN	8,9%	-3,9%	-1,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zmiana cen papieru PLN	-3,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana cen energii PLN	-10,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Przychody	1 462,1	1 522,8	1 556,9	1 621,0	1 653,4	1 686,5	1 720,2	1 754,6	1 789,7	1 825,5	1 862,0	1 899,3
zmiana r/r	-18,3%	4,2%	2,2%	4,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk brutto na sprzedaży	262,1	302,6	322,1	332,5	343,6	356,8	370,3	378,7	387,1	395,6	404,1	412,7
zmiana r/r	-26,8%	15,5%	6,4%	3,2%	3,3%	3,8%	3,8%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%
marża	17,9%	19,9%	20,7%	20,5%	20,8%	21,2%	21,5%	21,6%	21,6%	21,7%	21,7%	21,7%
EBITDA	155,6	196,5	210,8	219,3	227,8	236,4	245,2	249,0	252,7	256,3	259,9	263,5
zmiana r/r	-32,4%	26,2%	7,3%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%
marża	10,6%	12,9%	13,5%	13,5%	13,8%	14,0%	14,3%	14,2%	14,1%	14,0%	14,0%	13,9%
EBIT	108,4	142,9	151,3	155,9	163,5	173,1	182,9	187,5	192,2	196,7	201,3	205,8
zmiana r/r	-29,2%	31,8%	5,9%	3,1%	4,8%	5,9%	5,6%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%
marża	7,4%	9,4%	9,7%	9,6%	9,9%	10,3%	10,6%	10,7%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%
Zysk netto	152,1	103,3	114,5	120,1	129,3	139,9	151,2	157,1	161,3	165,1	168,8	172,5
zmiana r/r	205,3%	-32,1%	10,8%	4,9%	7,6%	8,3%	8,0%	3,9%	2,7%	2,3%	2,3%	2,2%
marża	10,4%	6,8%	7,4%	7,4%	7,8%	8,3%	8,8%	9,0%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%

Źródło: BDM S.A.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	791,2	890,6	950,8	989,3	989,3	989,3	989,3	989,5	989,7	989,9	990,1	990,1
Wartości niematerialne i prawne	109,4	110,5	110,3	110,3	110,3	110,3	110,4	110,4	110,5	110,5	110,6	110,6
Rzeczowe aktywa trwałe	623,8	679,0	739,4	777,9	777,9	777,8	777,8	778,0	778,1	778,2	778,4	778,4
Aktywa obrotowe	327,6	326,4	402,0	416,0	470,2	517,6	546,2	568,7	593,7	602,6	611,7	620,9
Zapasy	177,7	181,0	185,1	192,7	196,5	200,5	204,5	208,6	212,7	217,0	221,3	225,8
Należności krótkoterminowe	133,5	123,9	125,8	130,9	133,6	136,2	139,0	141,7	144,6	147,5	150,4	153,4
Inwestycje krótkoterminowe	16,5	21,4	91,1	92,4	140,1	180,8	202,7	218,4	236,4	238,2	239,9	241,7
-środki pieniężne i ekwiwalenty	16,5	18,5	88,2	89,4	137,1	177,9	199,8	215,4	233,4	235,2	237,0	238,8
Aktywa razem	1 118,8	1 217,0	1 352,8	1 405,4	1 459,5	1 506,8	1 535,5	1 558,2	1 583,3	1 592,5	1 601,7	1 611,0
Kapitał (fundusz) własny	651,3	756,4	870,8	933,7	1 002,9	1 065,3	1 118,6	1 154,7	1 174,6	1 178,4	1 182,1	1 185,8
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	207,8	293,8	397,1	454,3	514,4	566,1	608,1	638,3	654,0	654,0	654,0	654,0
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	-15,3	51,7	51,7	51,7	51,7	51,7	51,7	51,7	51,7	51,7	51,7	51,7
Zysk (strata) netto okresu	152,1	103,3	114,5	120,1	129,3	139,9	151,2	157,1	161,3	165,1	168,8	172,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	467,5	460,6	482,0	471,6	456,5	441,5	416,9	403,4	408,7	414,1	419,6	425,2
Rezerwy na zobowiązania	18,4	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
Zobowiązania długoterminowe	86,8	63,7	63,7	53,7	43,7	33,7	18,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
-oprocentowane	86,8	63,7	63,7	53,7	43,7	33,7	18,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	330,7	279,6	284,8	284,4	279,3	274,3	264,7	269,9	275,2	280,6	286,1	291,7
-oprocentowane	67,7	44,7	44,7	34,7	24,7	14,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	1 118,8	1 217,0	1 352,8	1 405,4	1 459,5	1 506,8	1 535,5	1 558,2	1 583,3	1 592,5	1 601,7	1 611,0

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	1462,1	1522,8	1556,9	1621,0	1653,4	1686,5	1720,2	1754,6	1789,7	1825,5	1862,0	1899,3
Koszty produktów, tow. i materiałów	1200,1	1220,2	1234,8	1288,5	1309,8	1329,7	1350,0	1376,0	1402,6	1429,9	1457,9	1486,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	262,1	302,6	322,1	332,5	343,6	356,8	370,3	378,7	387,1	395,6	404,1	412,7
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	158,4	167,1	170,8	176,6	180,1	183,7	187,4	191,1	195,0	198,9	202,8	206,9
Zysk (strata) na sprzedaży	103,7	135,6	151,3	155,9	163,5	173,1	182,9	187,5	192,2	196,7	201,3	205,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	4,8	7,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	155,6	196,5	210,8	219,3	227,8	236,4	245,2	249,0	252,7	256,3	259,9	263,5
EBIT	108,4	142,9	151,3	155,9	163,5	173,1	182,9	187,5	192,2	196,7	201,3	205,8
Saldo działalności finansowej	-27,5	-14,9	-10,0	-7,6	-3,9	-0,3	3,8	6,5	7,0	7,1	7,1	7,2
Zysk (strata) brutto	81,0	128,0	141,3	148,3	159,6	172,8	186,7	194,0	199,2	203,8	208,4	213,0
Zysk (strata) netto	152,1	103,3	114,5	120,1	129,3	139,9	151,2	157,1	161,3	165,1	168,8	172,5

CF [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	40,7	183,5	183,1	188,0	195,9	202,0	208,1	210,4	213,1	215,8	218,6	221,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	544,9	-89,6	-100,8	-99,2	-60,1	-58,0	-56,4	-55,1	-53,7	-52,7	-51,7	-50,7
Przepływy z działalności finansowej	-586,6	-92,4	-12,7	-87,6	-88,0	-103,2	-129,8	-139,7	-141,4	-161,3	-165,1	-168,8
Przepływy pieniężne netto	-1,1	1,4	69,7	1,2	47,7	40,8	21,9	15,6	18,0	1,8	1,8	1,8
Środki pieniężne na początek okresu	17,5	16,5	18,5	88,2	89,4	137,1	177,9	199,8	215,4	233,4	235,2	237,0
Środki pieniężne na koniec okresu	16,5	18,5	88,2	89,4	137,1	177,9	199,8	215,4	233,4	235,2	237,0	238,8

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	4,2%	2,2%	4,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA zmiana r/r	26,2%	7,3%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%
EBIT zmiana r/r	31,8%	5,9%	3,1%	4,8%	5,9%	5,6%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%
Zysk netto zmiana r/r	-32,1%	10,8%	4,9%	7,6%	8,3%	8,0%	3,9%	2,7%	2,3%	2,3%	2,2%
Marża brutto na sprzedaży	19,9%	20,7%	20,5%	20,8%	21,2%	21,5%	21,6%	21,6%	21,7%	21,7%	21,7%
Marża EBITDA	12,9%	13,5%	13,5%	13,8%	14,0%	14,3%	14,2%	14,1%	14,0%	14,0%	13,9%
Marża EBIT	9,4%	9,7%	9,6%	9,9%	10,3%	10,6%	10,7%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%
Marża brutto	8,4%	9,1%	9,1%	9,7%	10,2%	10,9%	11,1%	11,1%	11,2%	11,2%	11,2%
Marża netto	6,8%	7,4%	7,4%	7,8%	8,3%	8,8%	9,0%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%
COGS / przychody	80,1%	79,3%	79,5%	79,2%	78,8%	78,5%	78,4%	78,4%	78,3%	78,3%	78,3%
SG&A / przychody	11,0%	11,0%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
SG&A / COGS	13,7%	13,8%	13,7%	13,8%	13,8%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
ROE	13,7%	13,1%	12,9%	12,9%	13,1%	13,5%	13,6%	13,7%	14,0%	14,3%	14,5%
ROA	8,5%	8,5%	8,5%	8,9%	9,3%	9,8%	10,1%	10,2%	10,4%	10,5%	10,7%
Dług	108,4	108,4	88,4	68,4	48,4	18,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	8,9%	8,0%	6,3%	4,7%	3,2%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	9,8%	8,7%	6,7%	4,9%	3,3%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	14,3%	12,4%	9,5%	6,8%	4,5%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	89,8	20,2	-1,1	-68,8	-129,6	-181,1	-215,4	-233,4	-235,2	-237,0	-238,8
Dług netto / kapitał własny	11,9%	2,3%	-0,1%	-6,9%	-12,2%	-16,2%	-18,7%	-19,9%	-20,0%	-20,0%	-20,1%
Dług netto / EBITDA	0,5	0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Dług netto / EBIT	62,9%	13,3%	-0,7%	-42,1%	-74,9%	-99,0%	-114,9%	-121,5%	-119,6%	-117,7%	-116,0%
EV	1 543,8	1 474,1	1 452,9	1 385,2	1 324,4	1 272,9	1 238,6	1 220,5	1 218,7	1 217,0	1 215,2
Dług / EV	7,0%	7,4%	6,1%	4,9%	3,7%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	7,2%	7,7%	6,3%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,0%
CAPEX / Amortyzacja	204,8%	201,2%	160,8%	99,9%	100,0%	100,1%	100,2%	100,3%	100,3%	100,3%	100,2%
Amortyzacja / Przychody	3,5%	3,8%	3,9%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,0%
Zmiana KO / Przychody	4,6%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	115,3%	3,3%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Wskaźniki rynkowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S*	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/E*	14,0	12,6	12,0	11,2	10,3	9,6	9,2	9,0	8,7	8,6	8,4
P/BV*	1,9	1,7	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
P/CE*	9,2	8,3	7,9	7,5	7,1	6,8	6,6	6,5	6,4	6,3	6,3
EV/EBITDA*	7,8	6,9	6,6	6,0	5,6	5,2	4,9	4,8	4,7	4,6	4,6
EV/EBIT*	10,7	9,7	9,3	8,4	7,6	6,9	6,6	6,3	6,1	6,0	5,9
EV/S*	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
BVPS	15,2	17,5	18,8	20,2	21,5	22,5	23,3	23,7	23,7	23,8	23,9
EPS	2,1	2,3	2,4	2,6	2,8	3,0	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5
CEPS	3,2	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,4	4,5	4,5	4,6	4,6
FCFPS	1,2	1,7	2,6	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3	3,3
DPS w okresie	0,0	0,0	1,2	1,2	1,6	2,0	2,4	2,8	3,3	3,3	3,4
Payout ratio	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	60,0%	70,0%	80,0%	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%
DY	0,0%	0,0%	4,0%	4,2%	5,4%	6,8%	8,4%	9,8%	11,2%	11,4%	11,7%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 29,1 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 stała

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

Marek Jurzec

tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

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
Kupuj	35,9	Akumuluj	35,2	30.04.2015	29,1	56 510,1
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 2Q'15:

Kupuj	2	40,0%
Akumuluj	2	40,0%
Trzymaj	1	20,0%
Redukuj	0	0,0%
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 30.04.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 06.05.2015 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 przygotowanymi 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 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.

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 30.04.2015 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 zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.