



Dom Maklerski BDM S.A.

PAGED

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

WYCENA 62,0 PLN

12 SIERPIEŃ 2015

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Paged od zalecenia AKUMULUJ z ceną docelową 62,0 PLN/akcję. Spółka w 3Q'15 zakończy budowę fabryki sklejk mirror (wzrost mocy produkcyjnych sklejk ze 170 do 220 tys. m³, docelowo ok. 30 mln PLN EBITDA) i przy braku większych inwestycji wolne przepływy pieniężne wzrosną do 80-100 mln PLN (9-12% kapitalizacji), co umożliwi oddłużenie firmy (na koniec 2015 DN/EBITDA ok. 2,0x) zwiększając tym samym potencjał akwizycyjny i dywidendowy. Obecnie spółka jest na rosnącej ścieżce wynikowej (dwucyfrowa poprawa EBITDA 2015-2017) i handlowana z ponad 20% dyskontem do podmiotów porównywalnych.

W 2014 roku marże w segmencie sklejk były rekordowo wysokie (blisko 21%, 25,5% w 3Q'14) i nie należy oczekiwać ich utrzymania. Od początku roku obserwowana jest presja cenowa związana z napływem tańszych produktów drzewnych ze Wschodu. Niemniej przy niższych kosztach surowca drzewnego w 2H'15 i przy osłabieniu złotówki do euro (każde 10 groszy to ok. 4 mln PLN EBIT w skali roku) spółka powinna trzymać marżę ok. 19%. Wzrost wyników segmentu będzie zasługą większego o 10 tys. m³ potencjału produkcyjnego i oddaniu fabryki sklejk mirror (zakładamy pierwszą sprzedaż 5 tys. m³ w 4Q'15). Docelowo zakład ten powinien generować ponad 20% marży EBITDA (ok. 30 mln PLN) dzięki wykorzystaniu tańszego drewna iglastego.

Na rynku surowcowym obserwujemy spadek kosztów na 2H'15 (w aukcjach systemowych i e-drewno). W całym roku wzrost powinien wynosić ok. 3% r/r wobec 14% r/r wzrostu w 2014 roku. Ryzykiem na 2016 rok pozostaje zmiana systemu sprzedaży przez Lasy Państwowe. Wprowadzenie modyfikacji zgodnych z zaleceniami pokontrolnymi NIK (nie ma jeszcze raportu, w lipcu LP wstępnie poinformowały o potencjalnych zmianach) mogłoby doprowadzić do nawet 20% r/r wzrostu cen surowca, czego nie zakładamy (ok. 17 mln PLN utraty EBITDA w skali roku ceteris paribus- ponad 10% wyniku grupy).

Segment meblowy posiada potencjał do podwojenia generowanej marży. Od 2013 roku trwa tam restrukturyzacja mająca poprawić marżowość przynajmniej do poziomu średniej rynkowej (8-9% EBITDA przy obecnie poniżej 5% w Paged meble). Zakładamy, że przynajmniej do 2018 roku tak się stanie.

Od początku 2015 roku obserwowana jest presja cenowa na sklejce. Przy ok. 7% r/r wzroście drewna w 2Q'15 wyniki kwartału w segmencie będą nieznacznie słabsze. Wzrost EBITDA r/r będzie zasługą głównie konsolidacji Europa Systems (blisko 6 mln PLN EBITDA). Na 2H'15 cena drewna jest ok. 1% r/r niższa a wolumen większy, także z nowej fabryki sklejk mirror. W rezultacie wyniki w segmencie sklejk powinny być przynajmniej porównywalne. Lepiej powinno być w meblach. Wzrost skonsolidowanej EBITDA przy założeniu powtórzenia wyników w DTP powinien być dwucyfrowy. Takie tempo powinno być utrzymane także w latach 2016-2017 z uwagi na większy wolumen sprzedaży sklejk.

Spółka zapowiadała kolejne przejęcia. Koniec dużego programu inwestycyjnego i powrót do generacji FCFF zdecydowanie zwiększa potencjał akwizycyjny/dywidendowy. Obecnie spółka uczestniczy w procesie prywatyzacyjnym OZPS Orzechowo (ok. 20 tys. m³ mocy płyt, 50 mln PLN sprzedaży, 4 mln PLN EBITDA).

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	580,2	686,7	710,9	809,8	844,9	918,3
EBITDA [mln PLN]	47,4	105,5	120,2	144,8	156,0	172,5
EBIT [mln PLN]	28,9	87,4	95,8	110,0	119,2	136,1
Wynik netto [mln PLN]	16,5	58,4	60,8	72,5	75,8	95,1
P/BV	2,4	2,0	1,5	1,3	1,2	1,0
P/E	50,3	14,3	13,7	11,8	11,2	9,0
EV/EBITDA	21,0	9,4	9,6	8,0	6,8	5,6
EV/EBIT	34,4	11,4	12,1	10,5	8,9	7,0

Wycena SOTP [PLN]	62,0
Sklejka	55,6
Meble	6,9
Handel	1,5
Nieruchomości	3,7
Pozostałe	-2,6
DTP	11,6
Europa Systems	11,9
Dług netto'15	-19,3
Akcje własne	2,7
Udziały mniejszości	-10,1
Potencjał do wzrostu / spadku	12,7%
Koszt kapitału	7,8%

Cena rynkowa [PLN]	55,0
Kapitalizacja [mln PLN]	852,5
Ilość akcji [mln. szt.]	15,5

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	61,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	49,5

Stopa zwrotu za 3 mc	-8,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	10,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	36,8%

Struktura akcjonariatu:	
Mespiła Investments Limited	60,9%
CC14 FIZ	9,8%
Dyrekcja Generalna Lasów Państwowych	8,2%
Yawal	5,8%
Paged (akcje własne)	5,0%
Pozostali	10,3%

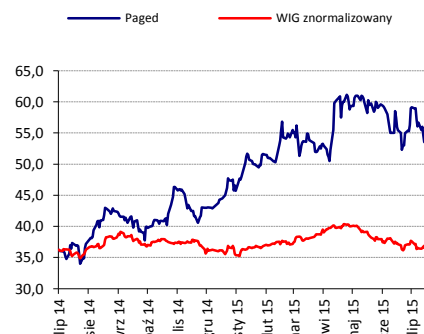
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
WYCENA SOTP.....	8
WYCENA DCF SEGMENTU SKLEJKOWEGO I MEBLOWEGO	9
ANALIZA PORÓWNAWCZA	12
O SPÓŁCE.....	13
SEGMENT SKLEJKOWY	14
SEGMENT MEBLOWY	16
SEGMENT WIERZYTELNOŚCI.....	17
SEGMENT HANDLOWY	18
SEGMENT NIERUCHOMOŚCI.....	18
ZADŁUŻENIE	19
OTOCZENIE RYNKOWE- SKLEJKA	20
POPYT/PODAŻ	20
CENY	22
KOSZTY PRODUKCJI	23
EFEKTYWNOŚĆ PRODUKCJI	24
OTOCZENIE RYNKOWE- DREWNO	25
CENY 2015	25
POTENCJALNE ZMIANY W SYSTEMIE SPRZEDAŻY DREWNA PRZEZ LP	25
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	28

WYCENA I PODSUMOWANIE

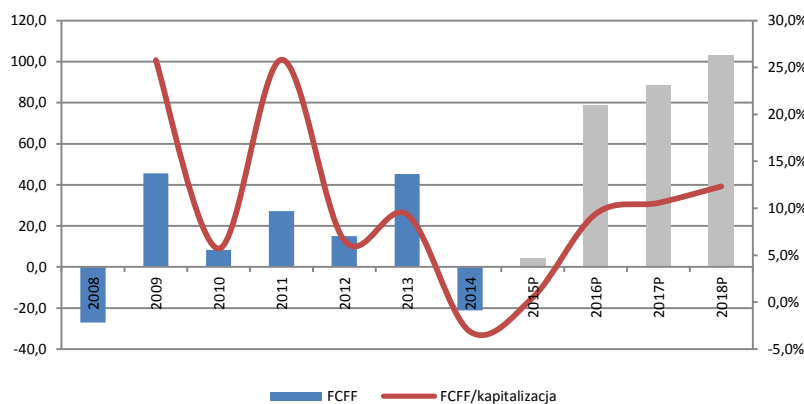
Wycena spółki opiera się na sumie części (SOTP) składającej się z wyceny DCF segmentu sklejkowego (strona 9) i meblowego Paged (strona 9), wyceny mnożnikowej segmentu handlowego i Europa Systems, a także wyceny rynkowej DTP (kurs GPW 4,30 PLN/akcję) i bilansowej nieruchomości z zastosowaniem odpowiedniego dyskonta. **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 62,0 PLN.**

Wycena SOTP [PLN/akcję]

Segment	Udział	EBITDA mln PLN			Implikowana wycena		Komentarz	
		2014	2015P	2016P	Scenariusz pesymistyczny	Scenariusz bazowy	Scenariusz pesymistyczny	Scenariusz bazowy
Paged	Sklejka*	99,5%	84,8	87,9	93,4	647,6	862,4	6,0x EBITDA (Grajewo LTM i '15)+120 mln PLN CAPEX na fabrykę mirror
	Meble	100,0%	7,4	6,8	11,3	67,7	107,5	8,0x EBITDA'15, wyniki w dołku, pod presją kosztów restrukturyzacyjnych
	Handel	100,0%	2,5	2,3	2,3		23,0	Wartość 0
	Nieruchomości	100,0%	0,3	0,3	0,3	28,5	57,0	Bilans 1Q'15- 50% dyskonta
	Pozostałe**	100,0%	-9,5	-4,1	-4,7	-40,5	-40,5	10,0x EBITDA'15
DTP	Wierzytelności	47,6%	26,8	28,5	28,5	153,6	180,4	EV DTP po historycznym minimum kursu (3,55)
Europa Systems***	Automatyka	68,9%	21,6	23,0	24,9	161,0	184,0	7,0x EBITDA'15 (Paged w sierpniu'14 kupił za 6,8x EBITDA'13)
Wartość firmy EV					1 017,8	1 373,8		
Dług netto 2015					299,0	299,0	na koniec 1Q'15 318 mln PLN	
Akcje własne					42,6	42,6	774,3k akcji kupionych za średnio 12,6 PLN/akcję i wycenianych obecnie na 55 PLN/akcję	
Wartość kapitału					761,4	1 117,4		
Udziały mniejszości					130,7	156,5	52,4% mniejszości w DTP, 31,2% mniejszości w Europa Systems, 0,5% mniejszości w sklejce (1,5% w Sklejka-Pisz)	
Wartość kapitału					630,8	960,9		
Liczba akcji					15,5	15,5	z uwzględnieniem 310 tys. warrantów serii F (program motyw.)	
Wartość kapitału/akcję					40,7	62,0		

Źródło: BDM S.A.*- fabryka sklejki mirror gotowa w 3Q'15, a pełen potencjał wynikowy osiągnie w 2018 roku (ok. 30 mln PLN EBITDA przy 140 mln PLN sprzedaży). **- pozostałe spółki (m.in. Ivopol) i funkcje korporacyjne. ***- spółka w grupie Paged od 08.2014.

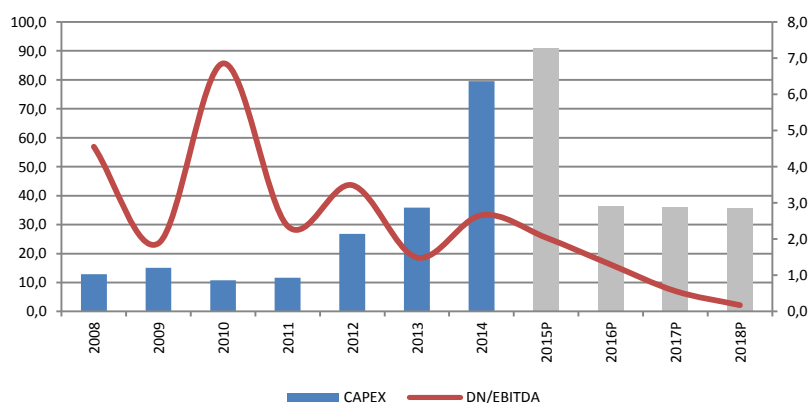
FCFF [mln PLN) i FCFF/kapitalizacji (bez DTP) 2008-2018P



Po okresie słabszych przepływów 2014-2015 związanych z realizacją dużego programu inwestycyjnego (szczyt 2Q-3Q'15) od 2016 roku wolne przepływy pieniężne sięgną 80-100 mln PLN czyli 9-12% kapitalizacji, co pozwoli na oddłużenie się, zwiększy potencjał akwizycyjny bądź dywidendowy.

Źródło: BDM S.A., spółka, LS- FCFF, PS- FCFF/kapitalizacji z końca okresu

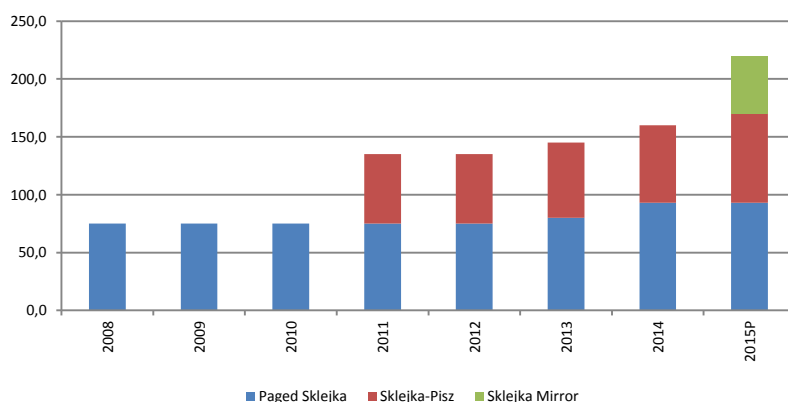
CAPEX i dług netto/EBITDA



Spółka jest na finiszu dużych inwestycji, głównie w segmencie sklejkowym (3Q '15 oddanie fabryki sklejk mirror).

Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

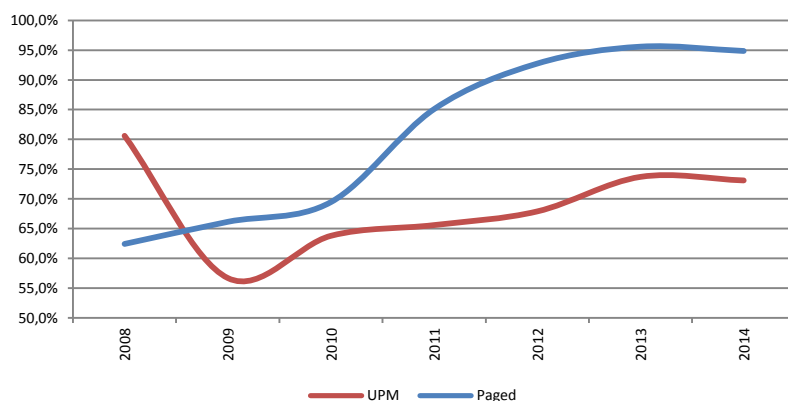
Moce produkcyjne sklejk [tys. m3]



Dzięki nowej fabryce w sklejkę mirror (3Q'15) i inwestycjom w bieżący majątek spółka zwiększy moce produkcyjne do 220 tys. m3 wobec 160 tys. m3 w 2014 roku i 145 tys. w 2013 roku. Przesunie to ją na 6 pozycję wśród największych europejskich producentów sklejk (10 miejsce po 2013 roku).

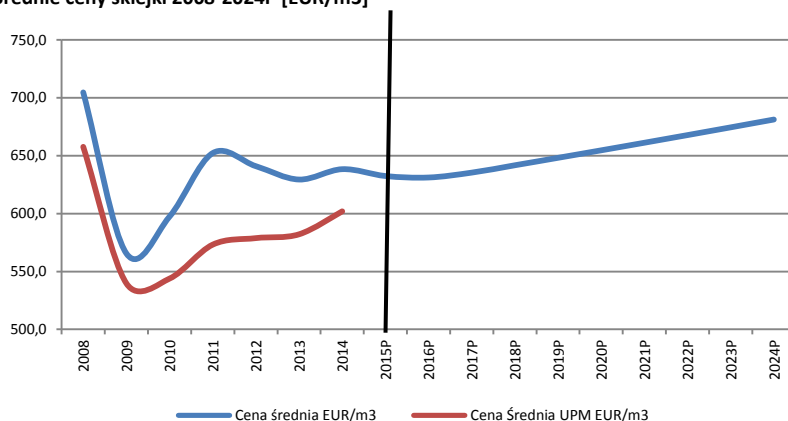
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

Wykorzystanie mocy produkcyjnych Paged i UPM



Spółkę charakteryzuje wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych (lider rynku UPM poniżej 80%). Od 3 lat Paged w pełni wykorzystuje swoje moce produkcyjne, stąd decyzja o budowie fabryki sklejk mirror (koniec 3Q'15).

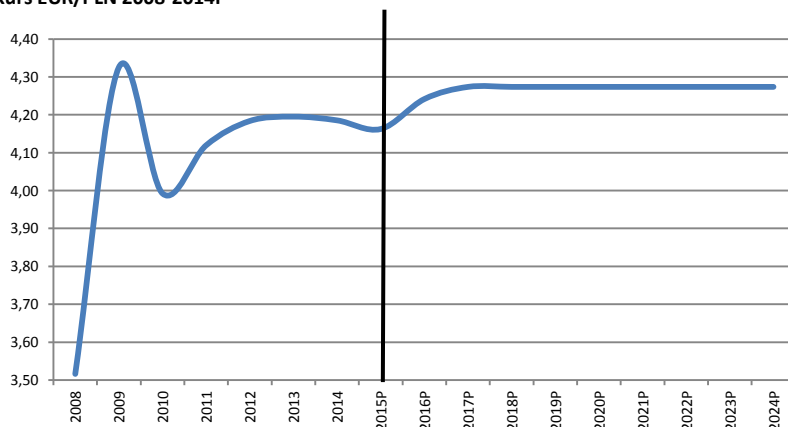
Źródło: BDM S.A., spółka, UPM, szacunki własne

Średnie ceny sklejk 2008-2024P [EUR/m³]

Obecnie obserwowana jest presja cenowa na sklejce związana z napływem tańszego produktu ze wschodu. Oczekujemy ok. 1% r/r spadku cen w 2015 roku i stabilizacji w 2016. Długoterminowo przyjmujemy 1% r/r wzrost, niemniej średnia cena sklejk nigdy w naszym modelu nie osiąga poziomów ze szczytu 2008.

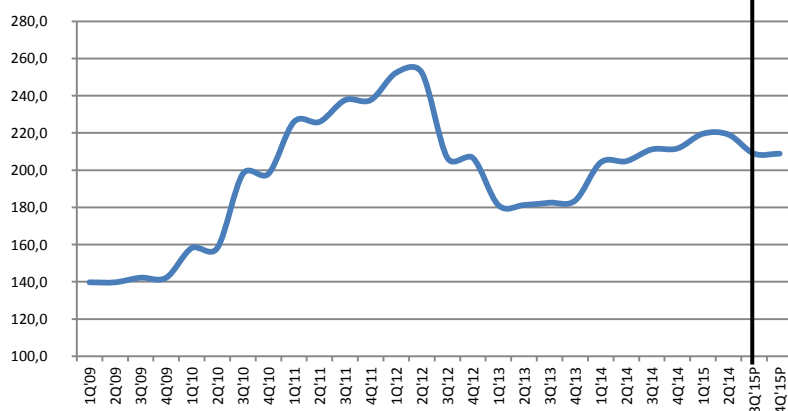
Źródło: BDM S.A., spółka, UPM, szacunki własne

Kurs EUR/PLN 2008-2014P



Spółka 50%-60% sklejk i ok. 60% mebli wysyła na eksport, głównie do UE a koszty w większości ponosi w złotych. Szacujemy, że każde 10 groszy wzrostu EUR/PLN (osłabienie złotówki) to ok. 4 mln PLN dodatkowej marży EBITDA w skali roku ceteris paribus

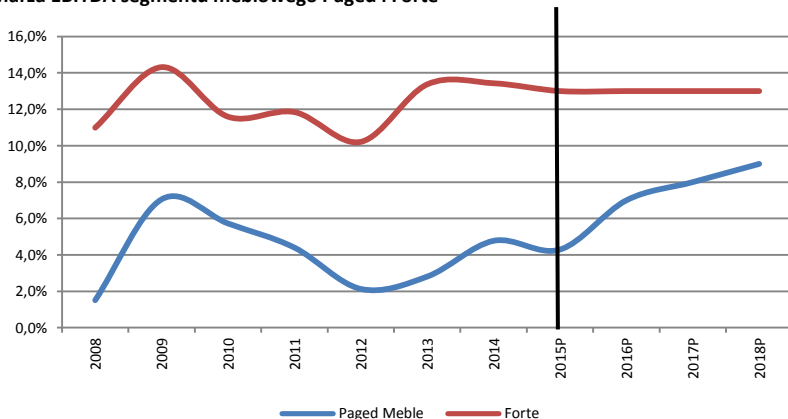
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Średnie ceny drewna 2009-2015P [PLN/m³]

Źródło: BDM S.A., e-drewno, Przemysł Drzewny.

Po wzroście o ok. 7% r/r w 1H'15 oczekujemy nieznacznego obniżenia kosztów na 2H'15 biorąc pod uwagę ostatnie wyniki aukcji systemowych i e-drewno. Na 2016 rok LP zapowiedziały zmianę systemu sprzedaży drewna mogącą skutkować nawet 20% wzrostem cen w skrajnym scenariuszu, czego nie zakładamy (wzrost 2% r/r po wzroście o 3% w 2015).

Marża EBITDA segmentu meblowego Paged i Forte



Źródło: BDM S.A., spółka, Forte, szacunki własne. *- marża Forte 2015-2018P to minimalny poziom określony w strategii (13%).

Trwająca od 2013 roku restrukturyzacja segmentu meblowego ma docelowo poprawić rentowność do przynajmniej średniej rynkowej (8-9%), co zakładamy, bądź wyżej (Forte minimalny cel 13% marży EBITDA).

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko nieutrzymania wysokich marż w segmencie sklejkowym

W 2014 roku (szczególnie w 3Q'14) marże realizowane w segmencie sklejkowym były rekordowo wysokie, powyżej 20% EBITDA (w 3Q'14 25,5%), na co złożyła się podwyżka cenników sklejk. Co prawda ceny sklejk są wciąż 8-9% poniżej szczytów z 2008 roku, ale wykorzystanie mocy europejskich producentów jest względnie niskie (UPM 74% w 2014 roku). W ostatnich miesiącach ceny sklejk poddane zostały presji ze strony producentów rosyjskich, którzy skorzystali na zdecydowanym osłabieniu rubla.

▪ Ryzyko substytucji sklejk przez płytę OSB

W długim terminie ryzykiem jest substytucja sklejk zdecydowanie tańszą płytą OSB (z odpadów drzewnych) o podobnych właściwościach (szczególnie w zastosowaniach budowlanych).

▪ Wzrosty cen drewna, brak dostępności surowca

W 2014 roku ceny drewna wzrosły o ponad 14% r/r. W 1H'15 wzrost wynosił ok. 7% r/r. Od 2009 roku w systemie zakupu surowca z LP dominuje system aukcyjny, co powoduje większą konkurencję i wzrost cen. Od 2013 roku jest to 30% masy nabywanej na aukcjach systemowych i e-drewno. W celu ograniczenia kosztów spółka informowała, że ok. 40% surowca musi sprowadzać z wschodniej granicy (Białoruś planuje rozwinąć własny przemysł drzewny i zakazać eksportu pełnowartościowego drewna). W lipcu'15 LP poinformowały o potencjalnych zmianach w systemie sprzedaży drewna na 2016 roku. Ich wprowadzenie w skrajnym scenariuszu mogłoby podnieść ceny o nawet 20% (ok. 17 mln PLN kosztów dla spółki), czego nie zakładamy.

▪ Umocnienie złotówki

Spółka ok. 60% sklejk i mebli wysyła na eksport, głównie do Niemiec i innych europejskich krajów, a koszty w większości ponosi w złotówkach. Wg spółki ok. 30% ekspozycji jest niezabezpieczonej (naturalnie i instrumentami pochodnymi), co oznacza że każde umocnienie złotówki o 10 groszy do euro powoduje utratę ok. 4 mln PLN EBIT w skali roku ceteris paribus.

▪ Brak poprawy rentowności segmentu meblowego

Od 2013 roku spółka prowadzi restrukturyzację w części meblowej. Jeszcze w 2010 segment ten odpowiadał za ponad 30% EBITDA spółki (6-7% marży). Obecnie jego rentowność jest marginalna (poniżej 5%). Średnia rentowność spółek meblowych to 8-9% EBITDA (Forte w strategii ma min. 13%). My w modelu zakładamy 9% (docelowo od 2018 roku) przy założeniach zarządu 10-14%.

▪ Ryzyko związane ze spółką DTP

DTP to spółka z branży obrotu wierzytelności (konsolidowana od 4Q'12) osiągająca ponad 50% marżę EBITDA i odpowiadająca tym samym za ponad 20% EBITDA grupy Paged. Spółka działa w trudnym, konkurencyjnym otoczeniu. Wysokie zyski w ostatnich kwartałach wynikały m.in. z obsługi dużej wierzytelności ze Stoczni Szczecińskiej (ostatnie wpływy 6-8 mln PLN w 2015 roku). Istnieje ryzyko nieutrzymania wysokich marż przez brak wystarczającego portfela wierzytelności bądź zmniejszenia krzywej spłat. Niemniej spółka odznacza się relatywnie niskim zadłużeniem w relacji do innych podmiotów windykacyjnych (19% kapitałów własnych, <1,0x EBITDA).

▪ Ryzyko związane z przejęciami innych podmiotów, projektami deweloperskimi

W ostatnich 3 latach spółka kupiła większościowe udziały w DTP (wierzytelności), Europa Systems (automatyka dla przemysłu) czy Ivopolu (wynajem samochodów). Łącznie zapłaciła ponad 210 mln PLN (98 mln PLN 47,6% DTP, 109,5 mln PLN 70% Europa Systems, 2,5 mln PLN 50% Ivopol). Akcje DTP handlowane są na rynku głównym GPW po cenie 4,62 PLN/akcję (strata 20 mln PLN) a obligacje Ivopol rynek Catalyst wycenia poniżej nominału. Ponadto spółka zapowiadała kolejne przejęcia niezwiązane z dotychczasową działalnością.

Spółka posiada nieruchomości inwestycyjne o wartości ponad 70 mln PLN. W przypadku działki w Warszawie na ul. Mineralnej spółka zapowiadała wybudowanie parku handlowego o powierzchni ponad 8 tys. m². Koszt budowy mógłby pochłonąć ponad 20 mln PLN. Istnieje ryzyko, że park handlowy nie przyniesie wymaganego zwrotu (nowy obszar działalności dla spółki).

▪ Ryzyko właścicielskie, niski free float

Dominujący akcjonariusz, czyli rodzina Mzyków (ponad 60% Paged) kontroluje również giełdowy Yawal (5,8% Paged). Akcjonariusz dał się tam poznać jako nieszanujący praw mniejszościowych inwestorów (m.in. konflikt z Pioneer TFI). Free float wynosi zaledwie 10%.

WYCENA SOTP

Wycena SOTP składa się z wyceny DCF segmentu sklejkowego (strona 9) i meblowego Paged (strona 9), wyceny mnożnikowej segmentu handlowego i Europa Systems, a także wyceny rynkowej DTP (kurs GPW 4,30 PLN/akcję) i bilansowej nieruchomości z zastosowaniem odpowiedniego dyskonta. **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 62,0 PLN.**

Wycena SOTP [PLN/akcję]

	Segment	Udział	EBITDA mln PLN			Implikowana wycena		Komentarz	
			2014	2015P	2016P	Scenariusz pesymistyczny	Scenariusz bazowy	Scenariusz pesymistyczny	Scenariusz bazowy
Paged	Sklejka*	99,5%	84,8	87,9	93,4	647,6	862,4	6,0x EBITDA (Grajewo LTM i '15)+120 mln PLN CAPEX na fabrykę mirror	DCF segmentu sklejkowego (strona)
	Meble	100,0%	7,4	6,8	11,3	67,7	107,5	8,0x EBITDA'15, wyniki w dołku, pod presją kosztów restrukturyzacyjnych	DCF segmentu meblowego (strona)
	Handel	100,0%	2,5	2,3	2,3		23,0	Wartość 0	10,0x EBITDA'15
	Nieruchomości	100,0%	0,3	0,3	0,3	28,5	57,0	Bilans 1Q'15- 50% dyskonta	Bilans 1Q'15- 20% dyskonta
	Pozostałe**	100,0%	-9,5	-4,1	-4,7	-40,5	-40,5	10,0x EBITDA'15	10,0x EBITDA'15
DTP	Wierzytelności	47,6%	26,8	28,5	28,5	153,6	180,4	EV DTP po historycznym minimum kursu (3,55)	Bieżące EV DTP (po 4,30)
Europa Systems***	Automatyka	68,9%	21,6	23,0	24,9	161,0	184,0	7,0x EBITDA'15 (Paged w sierpniu '14 kupił za 6,8x EBITDA'13)	8,0x EBITDA (spółki z grupy porównawczej 10,0x EBITDA)
Wartość firmy EV						1 017,8	1 373,8		
Dług netto 2015						299,0	299,0	na koniec 1Q'15 318 mln PLN	
Akcje własne						42,6	42,6	774,3k akcji kupionych za średnio 12,6 PLN/akcję i wycenianych obecnie na 55 PLN/akcję	
Wartość kapitału						761,4	1 117,4		
Udziały mniejszości						130,7	156,5	52,4% mniejszości w DTP, 31,2% mniejszości w Europa Systems, 0,5% mniejszości w sklejk (1,5% w Sklejka-Pisz)	
Wartość kapitału						630,8	960,9		
Liczba akcji						15,5	15,5	z uwzględnieniem 310 tys. warrantów serii F (program motyw.)	
Wartość kapitału/akcję						40,7	62,0		

Źródło: BDM S.A.*- fabryka sklejki mirror gotowa w 3Q'15, a pełen potencjał wynikowy osiągnie w 2018 roku (ok. 30 mln PLN EBITDA przy 140 mln PLN sprzedaży). **- pozostałe spółki (m.in. Ivopol) i funkcje korporacyjne. ***- spółka w grupie Paged od 08.2014.

Implikowane wskaźniki EV/EBITDA dla segmentu sklejkowego i meblowego dla zakładanej wyceny

	Wycena BDM [mln PLN]	Implikowany wskaźnik EV/EBITDA										
		2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Segment sklejkowy	862,4	10,2	9,8	9,2	8,0	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,4
Segment meblowy	107,5	14,6	15,9	9,6	8,2	7,1	7,0	6,9	6,7	6,6	6,5	6,3

Źródło: BDM S.A.

Wycena DCF segmentu sklejkowego i meblowego

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim free cash flows segmentu, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC dla grupy). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie stopy wolnej od ryzyka (4,0%), premii za ryzyko rynkowe (5,0%) oraz współczynnika beta 1,0. Końcowa wartość jest wyceną na dzień 12 sierpnia 2015.

Główne założenia w modelu DCF segmentu sklejkowego:

- Naszym benchmarkiem dla cen sklejk jest indeks cenowy dla rynku niemieckiego. W 2014 roku indeks ten wzrósł o 1,3%, podobnie jak średnie ceny w spółce (+1,2% w PLN, +1,4% w EUR). W 1Q'15 ceny praktycznie się nie zmieniły, ale w 2Q'15 była odczuwalna presja spadkowa związana z napływem tańszej sklejki ze Wschodu. Oczekujemy, że w 2015 ceny spadną o blisko 1% r/r, co obniży marżę w segmencie. W 2016 roku ceny pozostaną bez zmian (w EUR), ale dzięki osłabieniu złotówki (4,19 na 4,29 EUR/PLN) wzrosną o 2,3% r/r. W długim terminie przyjmujemy 1% r/r wzrost;
- W naszym modelu ceny nie osiągną nigdy poziomu z 2008 roku (ponad 700 EUR/m³);
- Oczekujemy, że spółka w pełni (95%) będzie wykorzystywała moce produkcyjne, tak jak to robiła w ostatnich 3 latach (2012-2014);
- Oczekujemy, że w 3Q'15 spółka uruchomi fabrykę sklejki mirror (50 tys. m³). Pierwszą sprzedaż 5 tys. m³ zrealizuje w 4Q'15. W 2016 oczekujemy 20 tys. m³ a dośnięcia do pełnych mocy oczekujemy w 2018 roku;
- W perspektywie do 2018 roku zakładamy, że sklejka mirror wygeneruje ok. 30 mln PLN EBITDA (marża ponad 20% z uwagi na większy udział tańszego drewna iglastego). Zarząd spółki informował, że potencjał fabryki to ok. 30 mln PLN EBITDA;
- Zakładamy średnio 3% r/r wzrost cen drewna w 2015 roku (LP mówią o ok. 5% r/r), z tym że na 2H'15 ceny będą niższe zgodnie z ostatnimi wynikami aukcji systemowych i e-drewno. Długoterminowo (od 2016 roku) zakładamy 2% r/r wzrost cen. Ryzykiem pozostają nowe propozycje LP, co do zmian systemu sprzedaży drewna na 2016 roku, mogące podnieść koszt nawet o 20% r/r, czego nie uwzględniamy w modelu;
- Ceny klejów opieramy o notowania mocznika, metanolu i melaminy. W 2014 roku średni koszt spadł o 3,9% r/r a w 2015 zakładamy, że się nie zmieni (-9% w 1Q'15, -5% w 2Q'15, +9% w 3Q'15 i +8% w 4Q'15), niemniej w 2H'15 po niższych cenach z pierwszego półrocza spodziewamy się wzrostów, co negatywnie będzie wpływać na rentowność biznesu sklejkowego;
- Na 2H'15 przypada szczyt inwestycji związany z oddaniem fabryki sklejki mirror. Dla całej grupy w 2015 roku oczekujemy CAPEX w wysokości ok. 90 mln PLN wobec 80 mln PLN w 2014 roku, z czego w samym segmencie sklejkowym ok. 85 mln PLN (73 mln PLN w 2014 roku). Potem nie zakładamy żadnych większych inwestycji.
- Na efektywną stopę podatkową wpłynie rozszerzenie WSSE w związku z inwestycją w nową fabrykę sklejki mirror. W rezultacie efektywna stopa podatkowa w latach 2015-2024 kształtować się będzie na poziomie 15-17%. W okresie rezidualnym przyjmujemy 19%;
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy konserwatywnie na poziomie 0%.

Główne założenia w modelu DCF segmentu meblowego:

- W segmencie meblowym oczekujemy stopniowej poprawy marży EBITDA z mniej niż 5% po 2014 roku do 9% od 2018 roku, co jest wartością średnią dla producentów mebli (Forte w strategii zakłada przynajmniej 13% marży). Po stronie sprzedaży oczekujemy stopniowego wzrostu (mniej niż rynek) w okolicach 180-190 mln PLN (154 mln PLN w 2014 roku);
- Spółka od dłuższego czasu nie inwestuje w majątek segmentu oprócz prowadzonej restrukturyzacji kosztowej. Spodziewamy się, że tak też będzie w kolejnych latach. Konserwatywnie zakładamy CAPEX na poziomie amortyzacji choć w minionych latach był on znacznie niższy;
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19%;
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy konserwatywnie na poziomie 0%.

Metoda DCF dla segmentu sklejkowego dała wartość na poziomie 862 mln PLN, a dla meblowego 107,5 mln PLN.

Model DCF- segment sklejkowy Paged

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	405,5	464,7	488,6	550,0	583,1	588,9	594,8	600,7	606,7	612,8	618,9
EBIT [mln PLN]	71,9	72,9	76,4	90,7	99,2	99,5	100,1	100,7	101,3	101,8	102,3
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	17,1%	15,7%	15,1%	15,2%	15,3%	15,4%	15,4%	15,5%	15,6%
Podatek od EBIT [mln PLN]	13,7	13,9	13,0	14,2	15,0	15,1	15,3	15,5	15,6	15,8	16,0
NOPLAT [mln PLN]	58,2	59,1	63,4	76,5	84,2	84,4	84,8	85,3	85,7	86,0	86,3
Amortyzacja [mln PLN]	13,0	15,0	17,0	16,6	16,2	15,7	15,3	14,8	14,4	13,9	13,5
CAPEX [mln PLN]	-72,5	-85,0	-18,0	-17,5	-17,0	-16,5	-16,0	-15,5	-15,0	-14,5	-14,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-3,2	-4,9	-2,0	-5,0	-2,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
FCF [mln PLN]	-4,6	-15,8	60,4	70,6	80,7	83,1	83,6	84,1	84,5	84,9	85,3
DFCF [mln PLN]		-15,3	54,3	58,6	61,6	58,3	53,8	49,6	45,8	42,2	38,9
Suma DFCF [mln PLN]		447,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]		909,6	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		414,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]		862,4									

Przychody zmiana r/r	14,6%	5,2%	12,6%	6,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	1,5%	4,7%	18,8%	9,3%	0,3%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%
FCF zmiana r/r	243,4%	-482,6%	16,9%	14,2%	3,0%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%
Marża EBITDA	18,9%	19,1%	19,5%	19,8%	19,6%	19,4%	19,2%	19,1%	18,9%	18,7%
Marża EBIT	15,7%	15,6%	16,5%	17,0%	16,9%	16,8%	16,8%	16,7%	16,6%	16,5%
Marża NOPLAT	12,7%	13,0%	13,9%	14,4%	14,3%	14,3%	14,2%	14,1%	14,0%	14,0%
CAPEX / Przychody	18,3%	3,7%	3,2%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%
CAPEX / Amortyzacja	566,5%	105,8%	105,3%	105,1%	105,0%	104,8%	104,6%	104,4%	104,2%	103,9%
Zmiana KO / Przychody	1,0%	0,4%	0,9%	0,5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%

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	71,5%	77,1%	86,8%	92,0%	97,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%
Udział kapitału obcego	28,5%	22,9%	13,2%	8,0%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,7%	8,0%	8,4%	8,7%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

Model DCF- segment meblowy Paged

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	405,5	157,6	160,8	164,0	167,3	170,6	174,0	177,5	181,0	184,7	188,4
EBIT [mln PLN]	71,9	3,0	7,5	9,3	11,3	11,6	11,9	12,2	12,5	12,8	13,2
Stopa podatkowa	19,0%	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]	13,7	0,6	1,4	1,8	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5
NOPLAT [mln PLN]	58,2	2,4	6,0	7,6	9,1	9,4	9,6	9,9	10,1	10,4	10,7
Amortyzacja [mln PLN]	13,0	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
CAPEX [mln PLN]	-72,5	-2,0	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-3,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
FCF [mln PLN]	-4,6	3,9	5,8	7,3	8,9	9,1	9,3	9,6	9,8	10,1	10,4
DFCF [mln PLN]		3,8	5,2	6,1	6,8	6,4	6,0	5,7	5,3	5,0	4,7
Suma DFCF [mln PLN]		55,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]		115,1	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		52,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]		107,5									

Przychody zmiana r/r	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	0,5%	150,4%	25,0%	20,7%	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
FCF zmiana r/r	-17,6%	47,1%	26,0%	21,4%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Marża EBITDA	4,3%	7,0%	8,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Marża EBIT	1,9%	4,6%	5,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%
Marża NOPLAT	1,5%	3,8%	4,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,7%
CAPEX / Przychody	1,3%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%
CAPEX / Amortyzacja	52,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%

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	71,5%	77,1%	86,8%	92,0%	97,4%	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	28,5%	22,9%	13,2%	8,0%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,7%	8,0%	8,4%	8,6%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

ANALIZA PORÓWNAWCZA

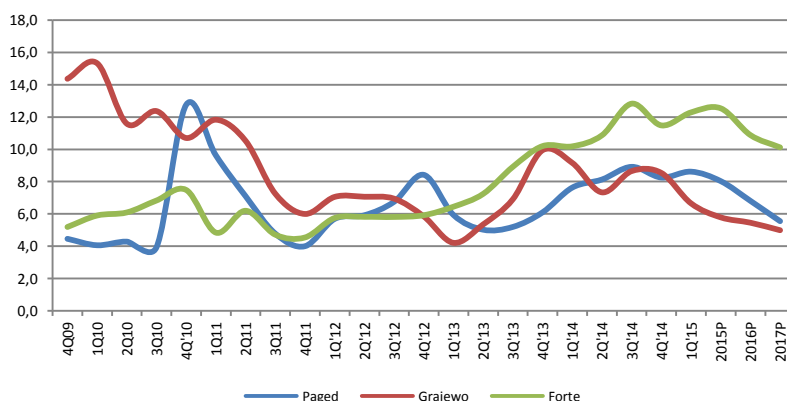
Analizy porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-2017 do wybranych spółek działających w sektorze przetwórstwa drzewnego, produkujących głównie płyty sklejone/płyty wiórowe/meble. Analizę oparto na wskaźnikach: P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach z 12 sierpnia 2015 roku. Porównując mnożniki Paged ze wskaźnikami innych spółek zauważalne jest istotne dyskonto. Dla EV/EBITDA '15-'17 dyskonto to wynosi ponad 20%.

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
HOWDEN JOINERY GROUP PLC	19,6	17,7	16,0	12,6	11,4	10,2	14,0	12,7	11,5
NORBORD INC	-	18,1	15,0	-	8,7	7,5	-	12,3	9,7
UPM-KYMMENE OYJ	13,7	13,3	12,7	8,3	7,7	7,2	13,1	12,1	11,3
GRAJEWÓ	10,3	9,9	9,3	5,8	5,5	5,0	8,0	7,6	6,9
FORTE	17,3	15,0	14,0	12,1	10,5	9,7	14,4	12,4	11,4
Mediana	15,5	15,0	14,0	10,2	8,7	7,5	13,6	12,3	11,3
PAGED	11,8	11,2	9,0	8,0	6,8	5,6	10,5	8,9	7,0
Premia/dyskonto do spółki	-24,3%	-24,9%	-35,8%	-21,9%	-22,0%	-25,5%	-22,7%	-27,8%	-37,4%

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 12.08.2015.

Porównanie historycznej wyceny EV/EBITDA Paged, Grajewo i Forte



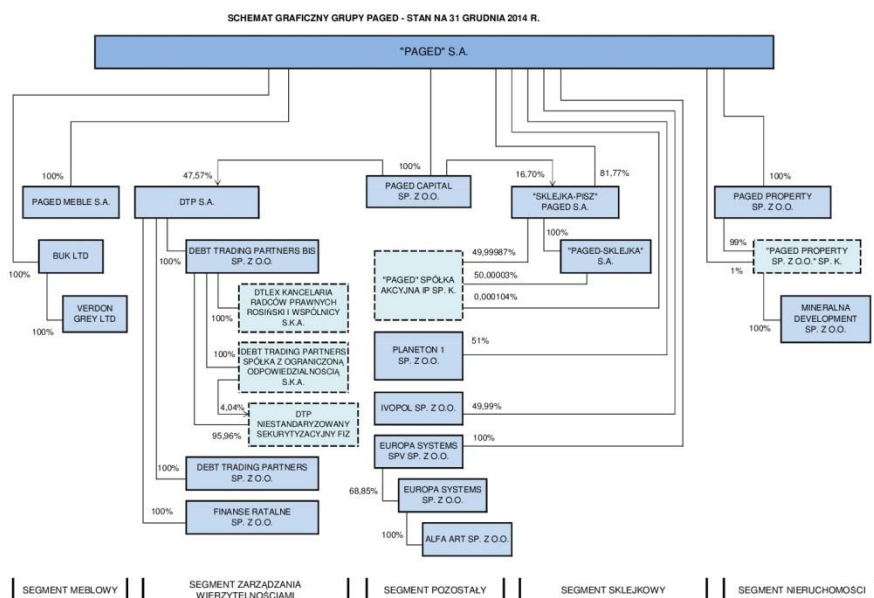
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

O SPÓŁCE

Paged to holding przemysłowo-inwestycyjny działający w obszarze drzewnym (produkcja sklejk, mebli), przemysłowym (automatyka dla przemysłu- Europa Systems od 3Q'14), wierzycielskim (spółka DTP od 4Q'12) czy nieruchomości. Od 1996 roku spółka notowana na giełdzie. Obecnie większościowym akcjonariuszem jest Pan Daniel Mzyk.

Spółka powstała na bazie przedsiębiorstwa państwowego, funkcjonującego pod nazwą Centrala Handlu Zagranicznego „Paged”, które zajmowało się eksportem i importem towarów przemysłu drzewnego, papierniczego. W 1983 r. z przedsiębiorstwa państwowego została utworzona spółka Centrala Handlu Zagranicznego „PAGED” Sp. z o.o.. Od roku 1991 Spółka CHZ „Paged” Sp. z o.o. zaczęła tworzenie sektora tartaczno, meblarskiego i sklejkowego. Na przełomie lat 1993/1994 została sprywatyzowana, a w 1996 roku weszła na GPW. Od 2000 roku kontrolowana przez rodzinę Mzyków.

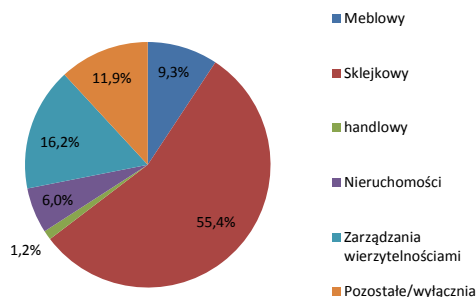
Schemat Organizacyjny Paged



Źródło: BDM S.A., spółka

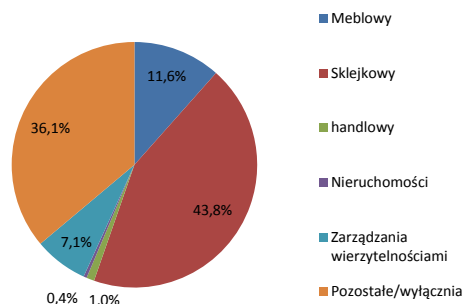
W swojej działalności spółka wyróżnia 6 segmentów: sklejkowy, meblowy, handlowy, nieruchomości, wierzycielski i pozostały, gdzie wykazywane są wyniki m.in. Europa Systems. Oczywiście dominującym biznesem spółki jest produkcja sklejk. Segment ten stanowi ponad 50% aktywów, generując 57% przychodów i 71% EBITDA (2014).

Udział segmentów w aktywach 2014



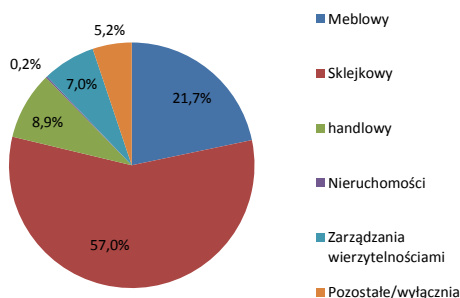
Źródło: BDM S.A., spółka

Udział segmentów w zobowiązaniach 2014



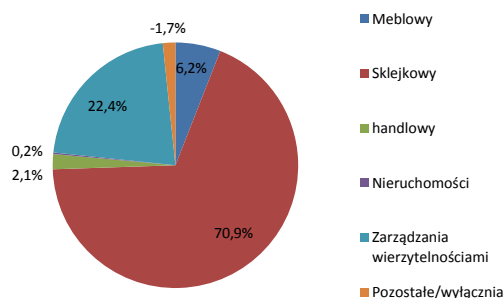
Źródło: BDM S.A., spółka

Udział segmentów w przychodach 2014



Źródło: BDM S.A., spółka

Udział segmentów w EBITDA 2014



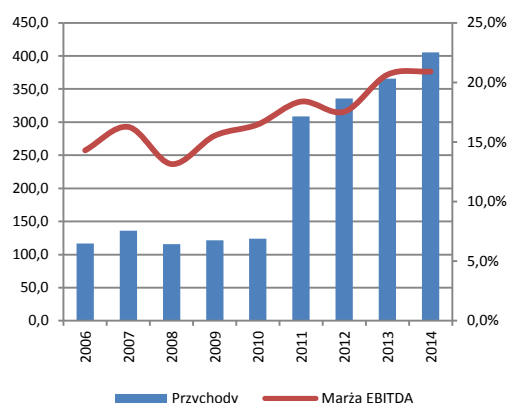
Źródło: BDM S.A., spółka

Segment sklejkowy

To trzon biznesu Paged, odpowiedzialny za 50-60% przychodów i jeszcze więcej zysków. Tworzą go 2 spółki: Paged Sklejka (Morąg) i Sklejka-Pisz (od grudnia 2010). W Paged Sklejka produkcja odbywa się w 3 zakładach: Morągu, Bartoszycach i Ełku. Łączna zdolność produkcyjna tych zakładów na koniec 2014 roku wynosiła 93k m3 sklejk. Z kolei zakład w Pisz dysponował mocami na poziomie 67k m3 sklejk. Na koniec 2015 roku zdolność ma być rozbudowana do 77k. ton. Łącznie więc zdolności produkcyjne sklejk to ok. 160k m3 produktu (170k m3 na koniec 2015). Od lipca'15 w Morągu funkcjonować ma dodatkowo zakład produkcyjny sklejki mirror (z drewna iglastego) o docelowych mocach produkcyjnych 50k m3. Łącznie więc zdolności produkcyjne sklejk będą oscylować w okolicach 220k m3. Jeszcze w 2010 roku wynosiły one zaledwie 75k m3 (w grudniu'10 za 65 mln PLN spółka kupiła od MSP 85% akcji Sklejki-Pisz. Obecnie ma 98,5%).

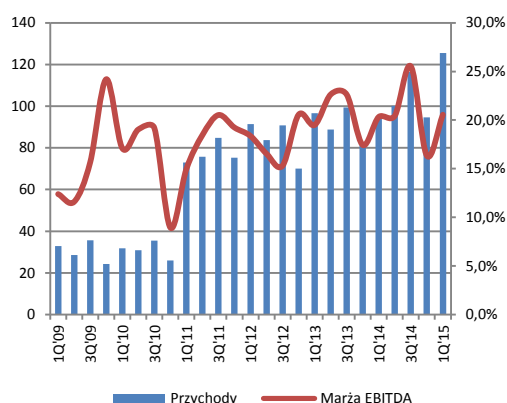
Sklejka to materiał drewnopochodny powstający przez sklekanie pewnej liczby cienkich (np. 1,5 mm) arkuszy drewna (tzw. fornirów), przy czym każdą kolejną warstwę układa się "przekręcając" arkusze cienkiego forniru o 90° względem warstwy poprzedniej. Dzięki temu sklejka jest bardziej wytrzymała niż inne płyty drewnopochodne i waży do 40% mniej. Do wyrobu sklejk używa się zwykle drewna brzozy, olchy, buka i sosny. Główne obszary zastosowań to budownictwo, meblarstwo, przemysł samochodowy/transportowy i stoczniowy.

Przychody i marża EBITDA 2006-2014 [mln PLN]



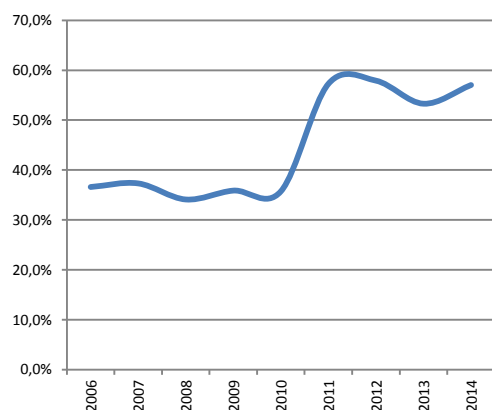
Źródło: BDM S.A., spółka. PS- przychody, LS- marża

Przychody i marża EBITDA 1Q'09-1Q'15 [mln PLN]



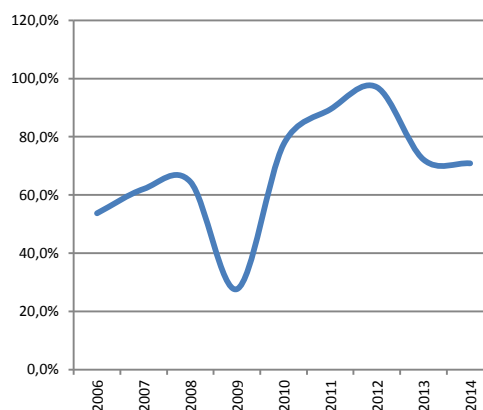
Źródło: BDM S.A., spółka. PS- przychody, LS- marża

Udział w przychodach grupy 2006-2014



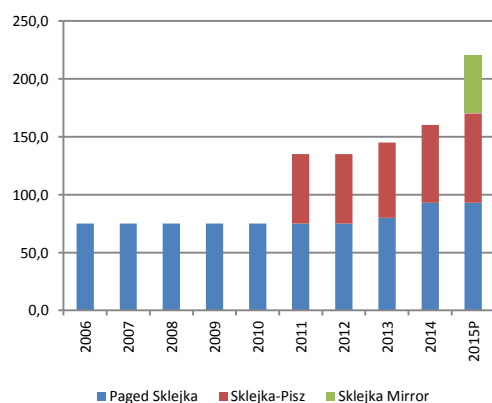
Źródło: BDM S.A., spółka

Udział w EBITDA grupy 2006-2014



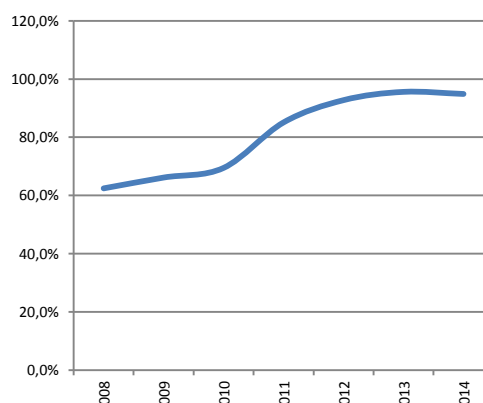
Źródło: BDM S.A., spółka

Moce produkcyjne sklejk



Źródło: BDM S.A., spółka

Wykorzystanie mocy produkcyjnych

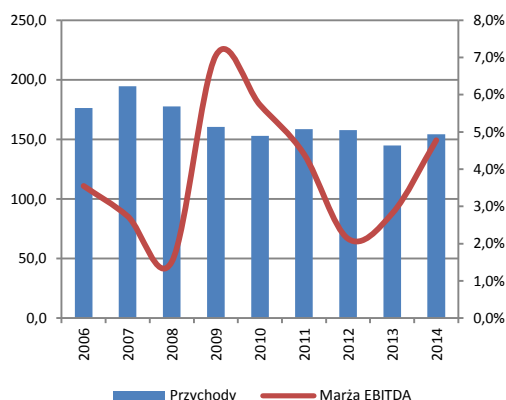


Źródło: BDM S.A., spółka

Segment meblowy

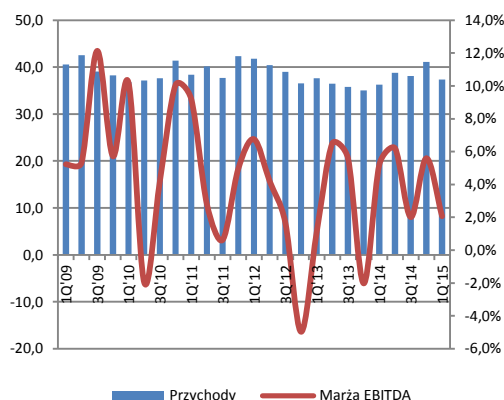
Segment meblowy spółki to historycznie najstarszy ale tracący na znaczeniu biznes grupy. W 2005 roku stanowił ponad 50% przychodów grupy i więcej niż 20% EBITDA. Obecnie to zaledwie nieco ponad 20% przychodów i 5% EBITDA. Spółka produkuje meble w 3 zakładach: w Jasienicach, Jarocinie i Sędziszowie Mazowieckim. Fabryki specjalizują się w produkcji mebli skrzyniowych, stołów, ław, krzeseł i foteli ze średniej i wyższej półki cenowej. Do segmentu zalicza się również sprzedaż brytyjskiej spółki handlowej BUK Ltd. Od lutego 2013 roku w spółce meblowej prowadzone są działania restrukturyzacyjne mające poprawić rentowność biznesu, bowiem na tle innych spółek meblowych jest ona skrajnie niska. Restrukturyzacja dotyczy wszystkich głównych obszarów jak produkcja, zaopatrzenie i logistyka, sprzedaż i marketing, projektowanie i rozwój produktów a także zarządzania procesem produkcyjnym i nieprodukcyjnym.

Przychody i marża EBITDA 2006-2014 [mln PLN]



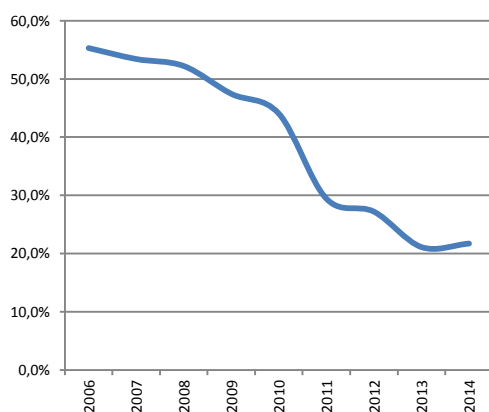
Źródło: BDM S.A., spółka. LS- przychody, PS- marża

Przychody i marża EBITDA 1Q'09-1Q'15 [mln PLN]



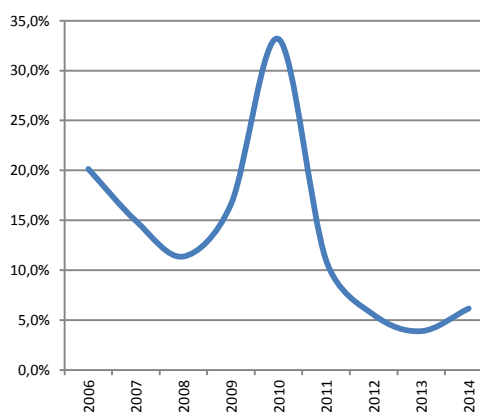
Źródło: BDM S.A., spółka. LS- przychody, PS- marża

Udział w przychodach grupy 2006-2014



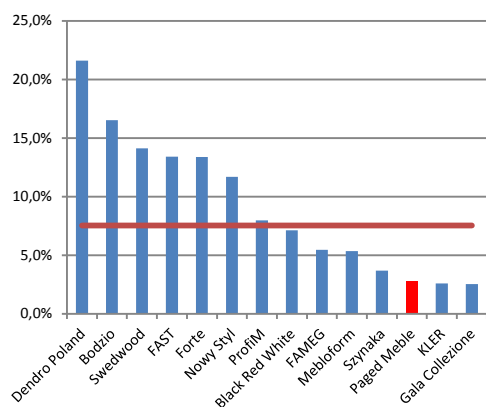
Źródło: BDM S.A., spółka

Udział w EBITDA grupy 2006-2014



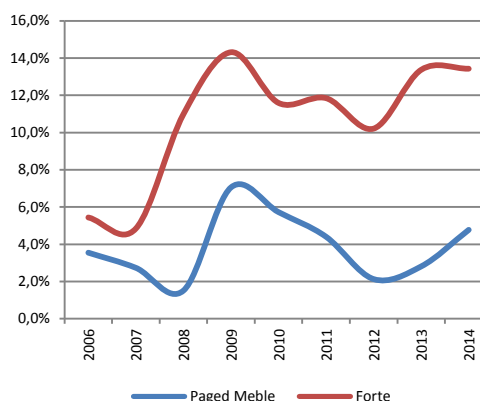
Źródło: BDM S.A., spółka

Porównanie rentowności EBITDA firm meblowych*



Źródło: BDM S.A., *- dane ze 2013 rok. Mediana 8%.

Porównanie rentowności Paged Meble i Forte

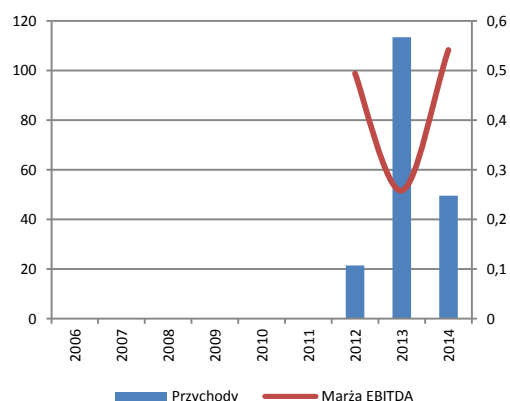


Źródło: BDM S.A., spółka

Segment wierzytelności

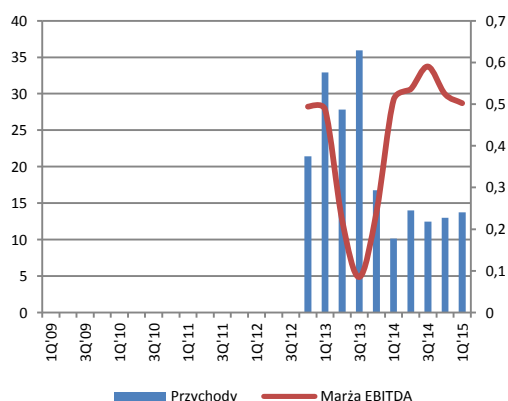
Segment wierzytelności spółka zaczęła budować od 4Q'12, kiedy nabyła większościowy pakiet windykacyjnej spółki DTP (w portfolio grupy DTP obecne jest od maja 2011 roku). DTP zajmuje się głównie zakupem i zarządzaniem portfelu wierzytelności (gł. z sektora bankowego) o wartości kilku do kilkuset mln PLN oraz świadczeniem usług finansowych i prawnych. Spółka jest notowana na głównym rynku GPW.

Przychody i marża EBITDA 2006-2014 [mln PLN]



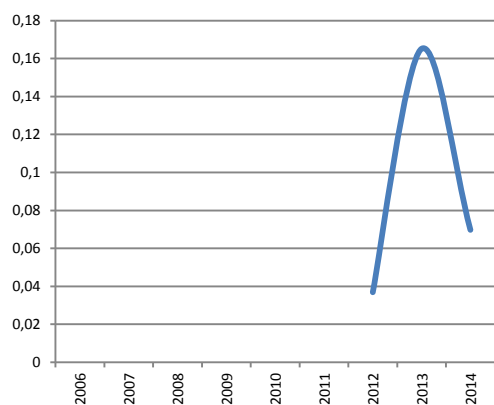
Źródło: BDM S.A., spółka. LS- przychody, PS- marża

Przychody i marża EBITDA 1Q'09-1Q'15 [mln PLN]



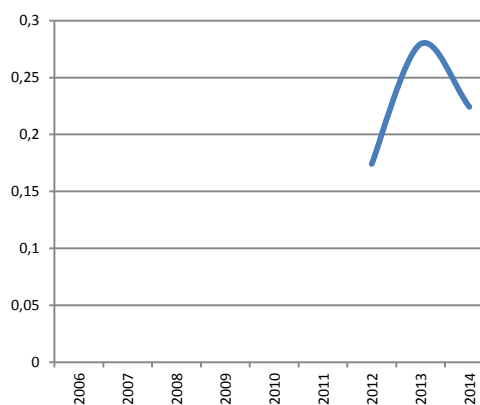
Źródło: BDM S.A., spółka. LS- przychody, PS- marża

Udział w przychodach grupy 2006-2014



Źródło: BDM S.A., spółka

Udział w EBITDA grupy 2006-2014

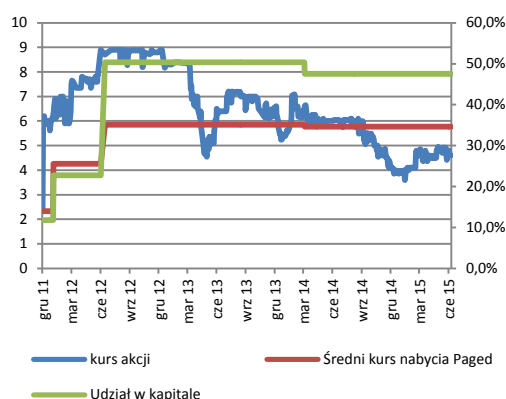


Źródło: BDM S.A., spółka

Udział w przychodach grupy 2006-2014

	pakiet	udział	cena
maj'11	11,8%	11,8%	2,33
luty'12	10,9%	22,7%	6,35
lipiec'12	27,6%	50,3%	7,0
lipiec'12	3,8%	54,1%	7,0
marzec'14	-2,4%	51,7%	6,4*
kwiecień'14	-2,2%	49,5%	6,4*
kwiecień'14	-1,9%	47,6%	6,4*

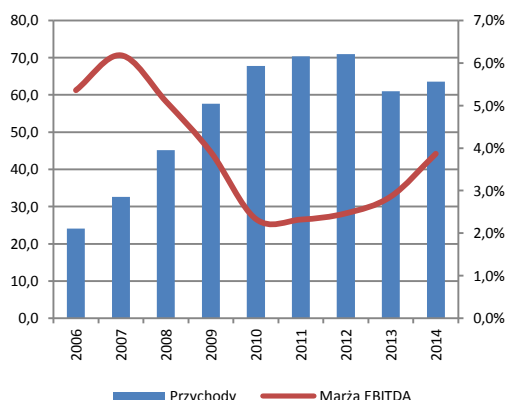
Źródło: BDM S.A., spółka. *- ceny nie podano. Zamknięcie z dnia transakcji.

Kurs akcji i nabycia DTP przez Paged

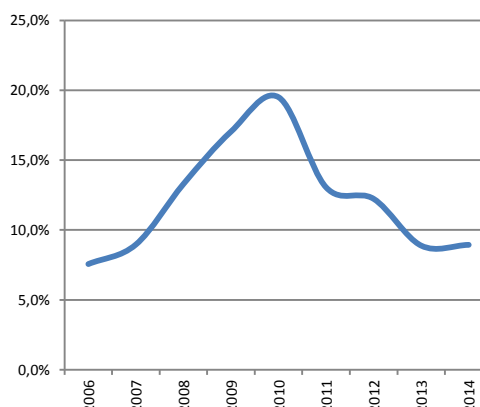
Źródło: BDM S.A., spółka. LS: kurs akcji i nabycia, PS- udział

Segment handlowy

To część spółki zajmująca się handlem drzewnymi i drewnopochodnymi materiałami dla budownictwa oraz przemysłu meblarskiego, w tym towarami pochodzącymi ze spółek Grupy Paged. W 2013 roku Spółka prowadziła sprzedaż poprzez 14 punktów handlowych. Obecnie roczne przychody segmentu to ok. 60 mln PLN (<10% ogółu) przy marży EBITDA na poziomie 3-4%.

Przychody i marża EBITDA 2006-2014 [mln PLN]

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

Udział w przychodach grupy 2006-2014

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

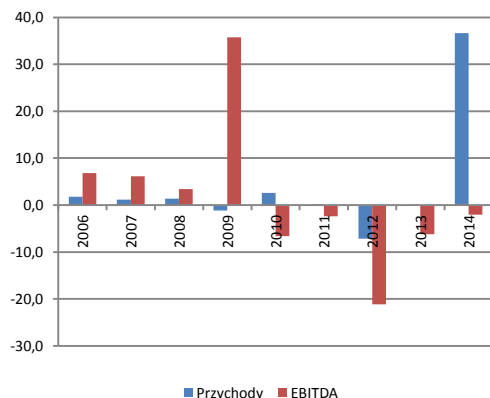
Segment nieruchomości

Reprezentowany przez Paged Property (nieruchomości Nowy Konik, Cisie) oraz Mineralna Development (Warszawa ul. Mineralna). Spółka rozważa realizację projektów deweloperskich (w planach jest park handlowy ponad 8 tys. m² PU). łączna wartość godziwa tych nieruchomości to ok. 55 mln PLN (prezentacja 1Q'14), a wszystkich nieruchomości inwestycyjnych spółki 71,3 mln PLN (raport 1Q'15).

Segment pozostałe (Europa Systems, Ivopol)

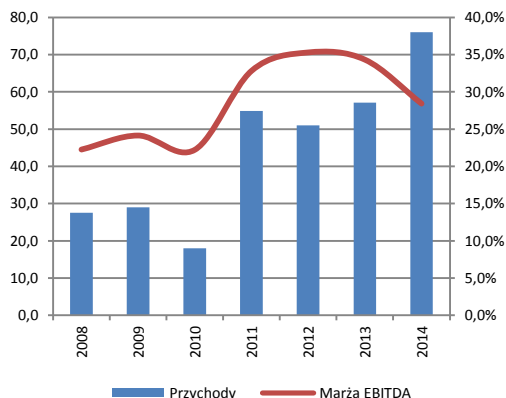
Oprócz wyników pozostałej działalności spółka w tym segmencie pokazuje wyniki Europa Systems. Spółka jest wiodącym polskim producentem i dostawcą rozwiązań do centrów dystrybucyjnych sieci handlowych, producentów FMCG i do firm produkujących opony, folię oraz papieru. Do grupy Paged trafiła w 3Q'14 kosztem 109,5 mln PLN (za 70%) i od tego momentu jest konsolidowana. W 2014 roku spółka wypracowała 76 mln PLN sprzedaży i 21,6 mln PLN EBITDA. Do segmentu pozostałego zalicza się również m.in. spółkę Ivopol, która świadczy usługi wynajmu samochodów zastępczych (pod marką RENT A CAR DIRECT). Spółka jest w konsolidacji od 1Q'14. Paged posiada 49,99% udziałów (kupione za 2,5 mln PLN, oczek. IRR 35%). W 2014 roku wypracowała 7,4 mln PLN przychodów, 1,7 mln PLN EBIT i 1,1 mln PLN zysku netto. Obligacje serii A o wartości 2,36 mln PLN są notowane na Catalyst.

Przychody i EBITDA segmentu 2006-2014 [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka.

Przychody i marża EBITDA EU Syst. 2008-2014 [mln PLN]



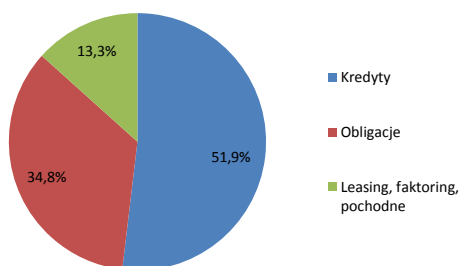
Źródło: BDM S.A., spółka. LS- przychody, PS- marża

ZADŁUŻENIE

Na koniec 1Q'15 spółka posiadała 354 mln PLN zadłużenia finansowego (318 mln PLN netto) składającego się z kredytów (52%), obligacji (35%) i gł. leasingu (13%). Na początku kwietnia'15 Paged wykupił zapadalne obligacje w kwocie 20 mln PLN (III seria). W obrocie pozostaje jeszcze 70 mln PLN obligacji Paged zapadalnych w 2017 i 2018 roku. DTP posiada 32,3 mln PLN obligacji zapadalnych w 2016 i 2017 roku a Ivopol 2,4 mln PLN zapadalnych w 2016 roku.

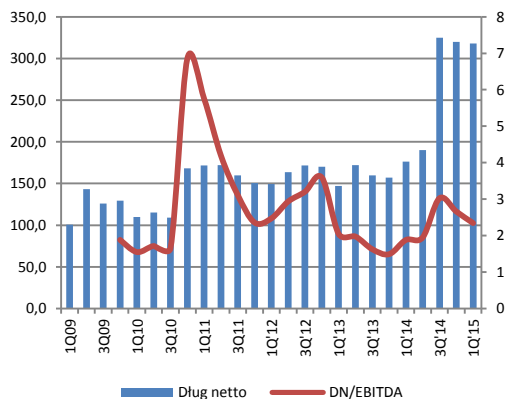
Spółka jest w okresie wzmożonych wydatków inwestycyjnych w związku z inwestycją w sklepę mirror. Niemniej w relacji do EBITDA zadłużenie netto nie przekraczało w ostatnich kwartałach poziomu 3,0x (w 1Q'15 2,3x EBITDA). W 2Q'15 przewidywany jest szczyt zadłużenia związany z ukończeniem fabryki sklejk mirror.

Struktura zadłużenia na 1Q'15



Źródło: BDM S.A., spółka.

Dług netto i dług netto/EBITDA [mln PLN]



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

Aktywne serie obligacji [mln PLN]

	Data emisji	Wartość mln PLN	Zapadalność	Oprocentowanie
IV seria	2014-08-12	49,0	2017-08-14	wibor6M+3,4%
V seria	2014-08-12	21,0	2018-08-13	wibor6M+3,6%
RAZEM Paged		70,0		
DTP seria C	2013-08-23	11,0	2016-08-01	wibor3m+4,5%
DTP seria D	2013-09-09	1,3	2016-08-01	
DTP seria A	2014-07-01	20,0	2017-06-25	wibor3m+4,2%
RAZEM DTP		32,3		
Ivopol	2014-06-26	2,4	2016-06-26	wibor3m+7,28%
RAZEM		104,6		

Źródło: BDM S.A., spółka.

Zapadalność obligacji [mln PLN]

	2015	2016	2017	2018
Zapadalność obligacji	20,0	14,6	69,0	21,0
DTP		12,3	20,0	
Paged SA	20,0		49,0	21,0
Ivopol		2,4		

Źródło: BDM S.A., spółka.

OTOCZENIE RYNKOWE- SKLEJKA

Popyt/podaż

Globalna produkcja sklejk w 2013 roku wynosiła 86 mln m³ i w latach 2006-2013 rosła średniorocznie o 2,4% r/r. Ok. 53% udział w globalnej produkcji mają Chiny, co wynika z gwałtownego rozwoju budownictwa (ok. 40% zużycia) i przemysłu (meblarstwo, motoryzacja czy opakowania to ok. 42% globalnego zużycia). Tempo wzrostu w ostatnich latach kształtowało się tam na średniorocznym poziomie 7,9%. Pozostałe kraje azjatyckie odpowiadały za ok. 19% globalnej produkcji (16 mln m³), a Ameryka Północna za ok. 14% (12 mln m³). Europa bez Rosji stanowiła zaledwie 3% globalnej produkcji (ok. 2,7 mln m³).

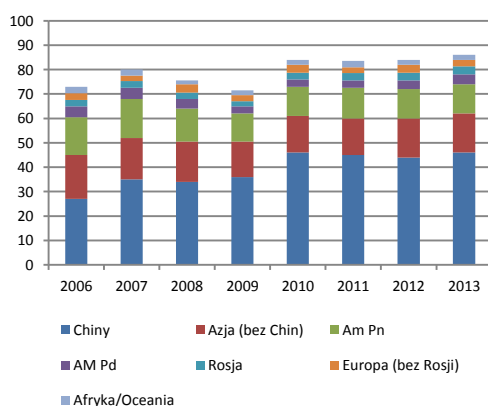
Największym producentem w bliskości Europy jest oczywiście Rosja, gdzie rocznie produkuje się ponad 3 mln m³ sklejk. Drugim producentem są Finowie (ok. 1 mln m³), gdzie 4 fabryki zlokalizowane ma największy europejski producent UPM. Drugim istotnym konkurentem Paged jest łotewska firma Latvijas (280 tys. m³ produkcji). Obecnie Paged z mocami produkcyjnymi na poziomie 170 tys. m³ (145 tys. m³ w 2013 roku) jest 10 producentem w Europie. Po oddaniu fabryki sklejk mirror (220 tys. m³) spółka wskoczy na 6 pozycję. W Polsce Paged nie ma konkurencji. Spółki w Morągu i Pieszku odpowiadają za ok. 2/3 sklejk wyprodukowanych w kraju.

Oprócz Rosji największym konsumentem sklejk w Europie są kraje nie posiadające własnej produkcji i tym samym zmuszone do importu jak Niemcy, UK czy Holandia. W rezultacie większość firm zlokalizowanych w pobliżu wysyła tam produkty. Oczywiście bliskość dużego rynku niemieckiego z sukcesem wykorzystuje Paged.

Paged w ostatnich 3 latach może pochwalić się wysokim stopniem wykorzystania mocy produkcyjnych (stąd decyzja o rozbudowie w sklepę mirror) bliskim 100% i poprawie efektywności. W Europie UPM wykorzystuje moce poniżej 80% i daleko mu do sprzedaży z okresu 2002-2007, kiedy spółka sprzedawała blisko 1 mln m³ sklejk rocznie. Niskie wykorzystanie mocy produkcyjnych europejskich konkurentów jest oczywiście zagrożeniem dla Pagedu. Ostatnio UPM podjął decyzję o rozbudowie estońskiej fabryki Otepää o ok. 40 tys. m³ (z 50 do 90 tys. m³). Inwestycja ma być ukończona w końcu 2016.

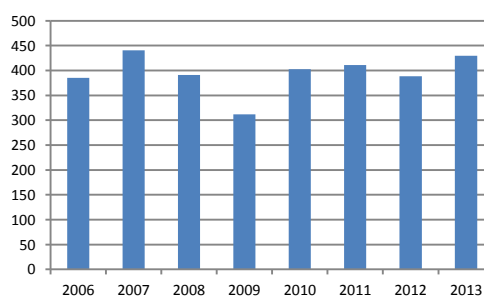
W długim terminie zagrożeniem dla działalności Paged jest oczywiście substytucja sklejk znacznie tańszą płytą OSB, produkowaną nie z drewna pełnowartościowego a z odpadów. Płyta OSB wypiera sklepkę szczególnie w budownictwie, jednak żaden materiał o podobnej wadze nie jest w stanie zastąpić sklejk pod względem wytrzymałości (zginanie, rozciąganie, ściskanie).

Produkcja sklejk na świecie 2006-2013 [mln m³]

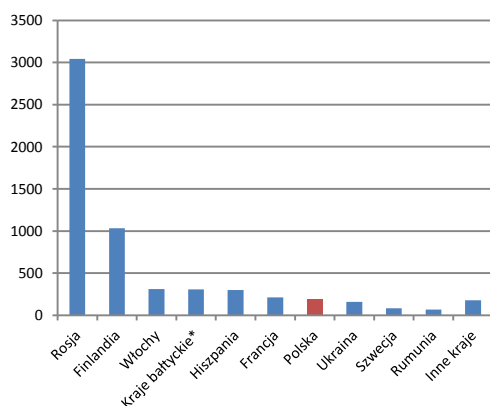


Źródło: BDM S.A., Indufor, Faostat

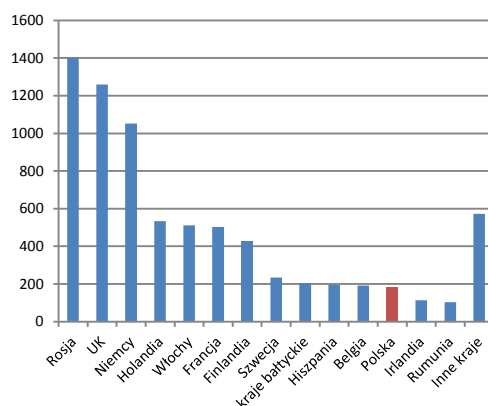
Produkcja sklejk w Polsce FAOSTAT *2006-2013 [tys. m³]



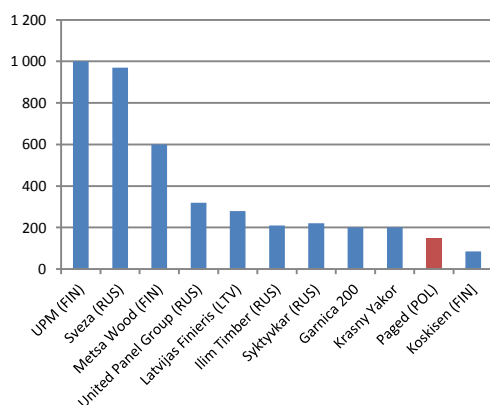
Źródło: BDM S.A., Faostat. *- dane Faostat nie pokrywają się z danymi FEIC, GUS (szeroka kategoria) i przede wszystkim danymi SPPD (Stowarzyszenia Producentów Płyt Drewnopochodnych), które są najbardziej wiarygodne. Wg nich produkcja sklejk w Polsce to ok. 220 tys. m³ w 2013 roku (190 tys. m³ w 2011).

Produkcja sklejk w krajach europejskich 2011 [tys. m3]


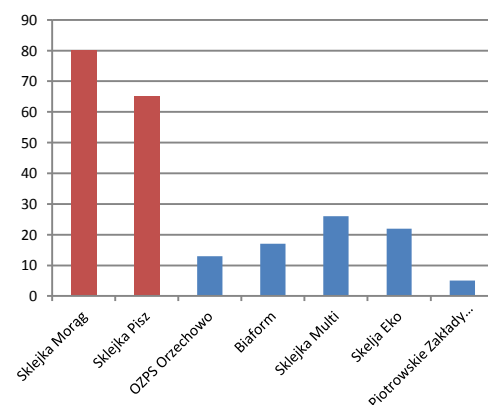
Źródło: BDM S.A., FEIC, SPPD za Paged

Konsumpcja sklejk w krajach europejskich 2011 [tys. m3]


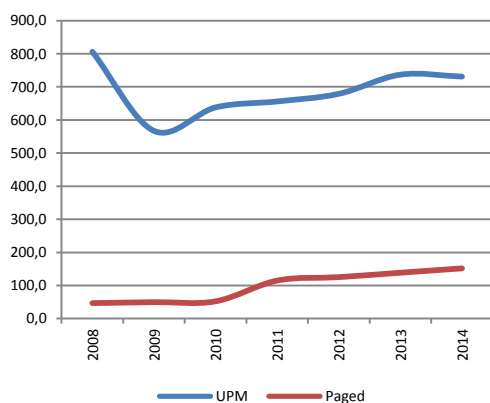
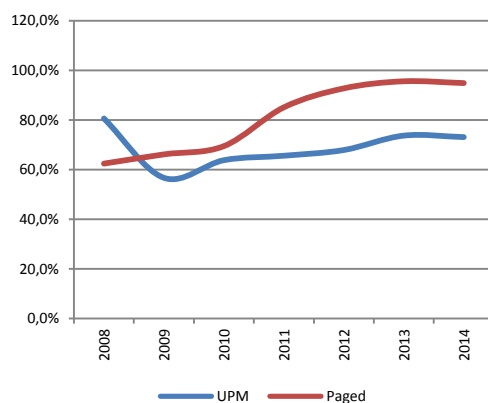
Źródło: BDM S.A., FEIC, SPPD za Paged

Moce produkcyjne sklejk w Europie 2013 [tys. m3]


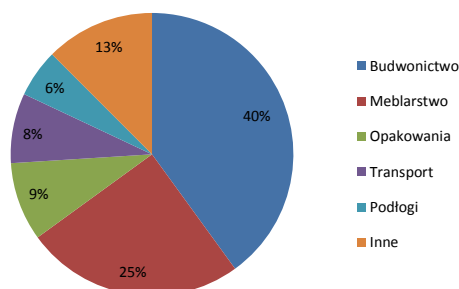
Źródło: BDM S.A., UPM

Moce produkcyjne sklejk w Polsce 2013 [tys. m3]


Źródło: BDM S.A., GPD

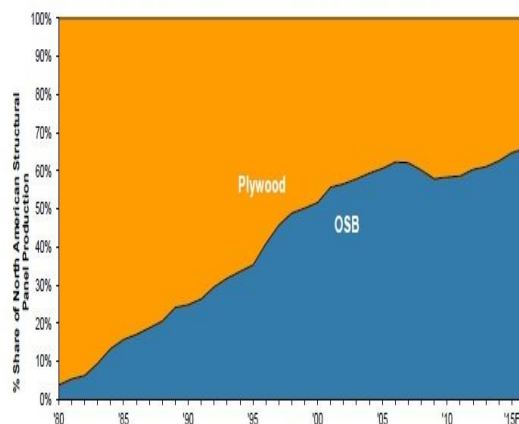
Sprzedaż sklejk przez UPM i Paged 2008-2014 [tys. m3]

Wykorzystanie mocy przez UPM i Paged 2008-2014


Zastosowanie sklejki



Źródło: BDM S.A., Indufor

Substytucja sklejki na przykładzie rynku amerykańskiego



Źródło: BDM S.A., Indufor

Ceny

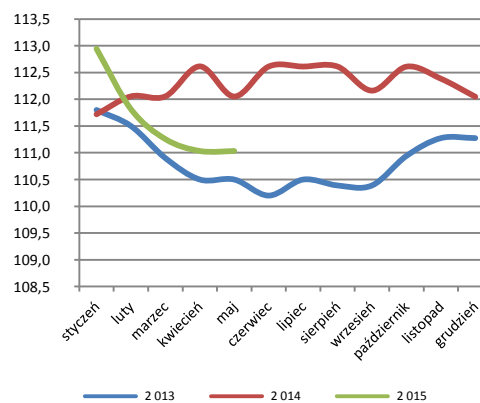
Ceny sklejki po załamaniu w 2009 roku dalej znajdują się 8-9% poniżej szczytu 2008. Wg danych UPM średnie ceny sklejki w 2014 roku wzrosły o 3,4% r/r do ok. 602 EUR/m³. W 1Q'15 ceny spadły o 1,4% r/r do 598 EUR/m³ po wzroście o 3,7% r/r w 4Q'14 (efekt bazy, w 1Q'14 +4,4% r/r). W modelu Paged posługujemy się indeksem cen sklejki publikowanym przez niemieckie biuro statystyczne (Niemcy to największy odbiorca polskiej sklejki - ok. 50% produkcji Paged trafia na eksport, głównie tam). Wg nich w 2014 roku ceny wzrosły o 1,3% r/r, a w 1Q'15 praktycznie się nie zmieniły r/r. Indeks pokazuje, że jesteśmy poniżej szczytów z 2011 roku, podczas gdy wg danych sprzedażowych UPM jesteśmy jakieś 20 EUR/m³ wyżej. Obecnie obserwowana jest presja cenowa na cenach sklejki w związku z dużym osłabieniem rubla i wzrostem konkurencyjności rosyjskich producentów.

Indeks cenowy sklejki na rynku niemieckim [2005=100]

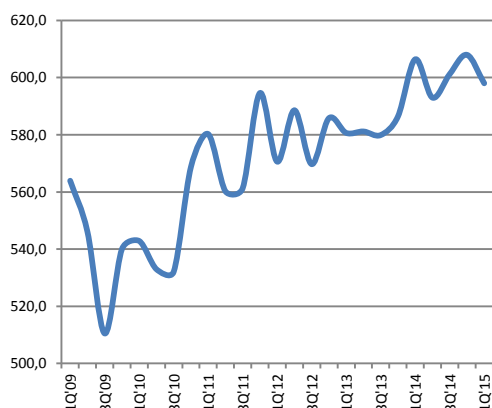


Źródło: BDM S.A., destatics

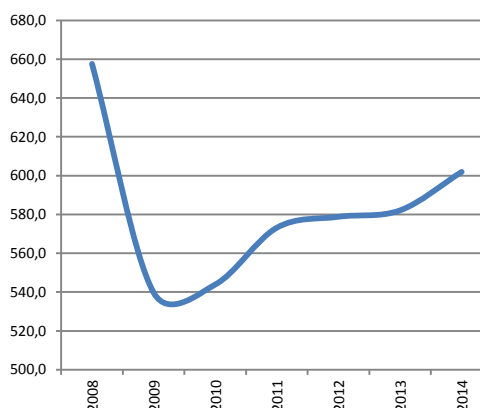
Indeks cenowy sklejki na rynku niemieckim [2005=100]



Źródło: BDM S.A., destatics

Średnia cena sprzedaży sklejki UPM [EUR/m³]

Źródło: BDM S.A., UPM

Średnia cena sprzedaży sklejki UPM [EUR/m³]

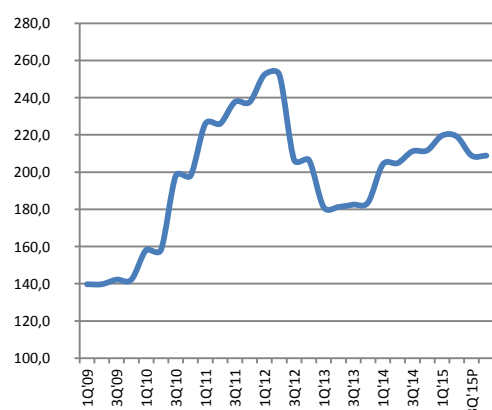
Źródło: BDM S.A., UPM

Koszty produkcji

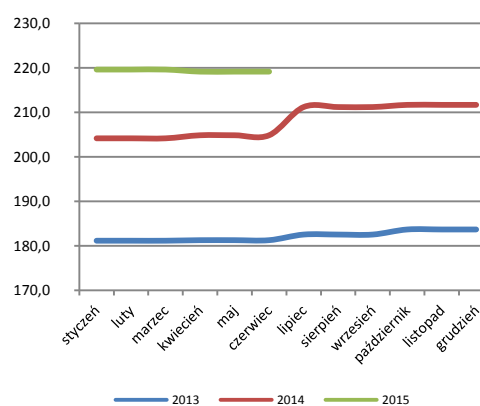
Ok. 30% w koszcie produkcji stanowi drewno (głównie liściaste jak brzoza, olcha czy buk). Na wyprodukowanie 1 m³ sklejki potrzeba ok. 2,5 m³ drewna okrągłego. Kleje to ok. 15% kosztów produkcji, energia ok. 6% a robocizna ok. 20%. Pozostałe materiały to 29% kosztów.

W modelu posługujemy się cenami drewna okrągłego gł. sosny z uwagi na brak danych odnośnie cen w przetargach zamkniętych drewna liściastego. W 2014 roku ceny wzrosły o ok. 14,2% r/r, a w 1H'15 ok. +7,0%. Na 2H'15 obniżyły się cenniki zarówno w aukcjach systemowych jak i e-drewno (ok. -1% r/r). W rezultacie szacujemy, iż w 2015 roku ceny wzrosną o ok. 3,0% r/r (LP informowała o wzroście do 5% r/r, spółka do 10% r/r).

W przypadku klejów posługujemy się naszym indeksem cen złożonym z mocznika, melaminy i metanolu. Po niższych cenach o ok. 9% r/r w 1Q'15 obecnie notowania klejów znajdują się na porównywalnym poziomie r/r. W rezultacie przy niższych cenach sklejki, wyższych cenach drewna i porównywalnych klejów oczekujemy nieznacznego obniżenia realizowanej marży w segmencie sklejkowym (spadek teoretycznej marży o 3,2% r/r). Zrealizowana marża w 2014 roku była rekordowa w spółce (szczególnie 3Q'14) i nie należy oczekiwać jej powtórzenia). Wzrost wyników ma wynikać z wyższego potencjału produkcyjnego (o ok. 10 tys. m³ w Piszku). W 4Q'15 spółka powinna też pokazać pierwsze efekty nowej fabryki sklejki mirror.

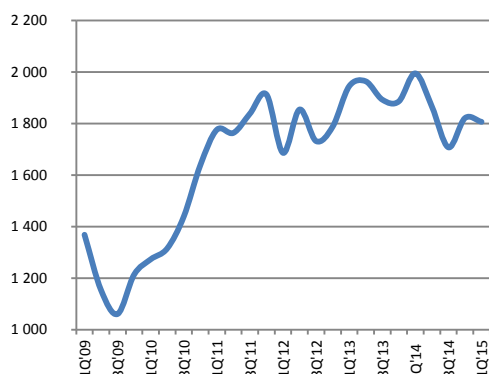
Średnie ceny drewna okrągłego- Sosna [PLN/m³]

Źródło: BDM S.A., e-drewno, Przemysł Drzewny

Średnie ceny drewna okrągłego- Sosna [PLN/m³]

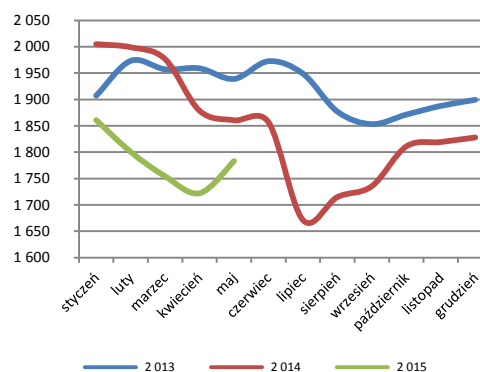
Źródło: BDM S.A., e-drewno, Przemysł Drzewny

Ceny klejów* [PLN/t]

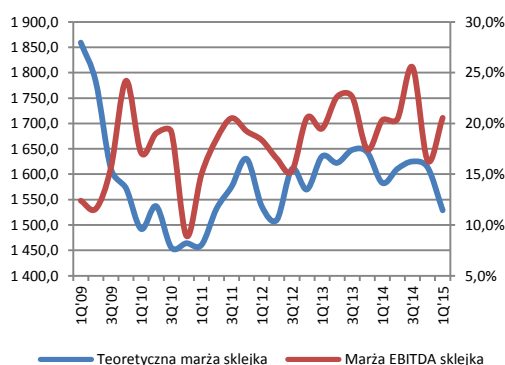


Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty. *-50% metanol, 38% mocznik, 12% melamina.

Ceny klejów* [PLN/t]

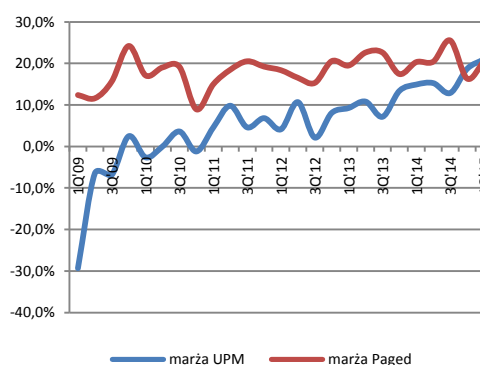


Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty. *-50% metanol, 38% mocznik, 12% melamina.

Teoretyczna marża na produkcji sklejk* [PLN/m³]

Źródło: BDM S.A., spółka. *- sklejka-2,5m³ drewna – 0,6MWh energii -0,18t klejów. LS- marża [PLN/m³], PS- marża EBITDA

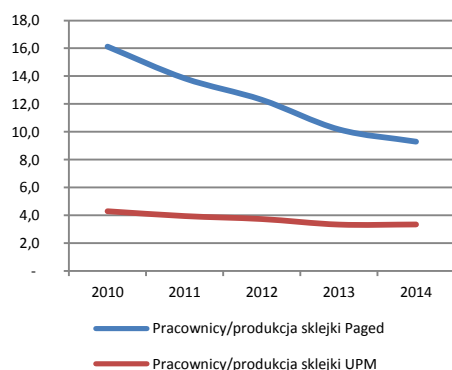
Porównanie marży Paged Sklejka i UPM Sklejka



Źródło: BDM S.A., spółka, UPM

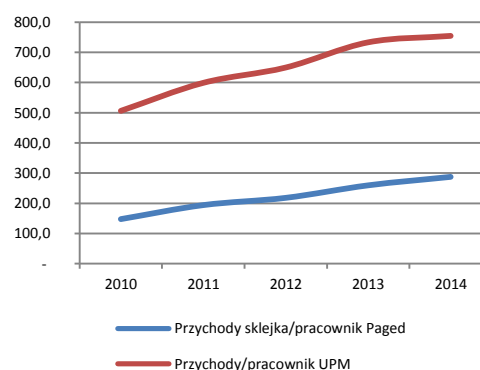
Efektywność produkcji

W ostatnich latach Paged zdecydowanie poprawił efektywność produkcji zmniejszając liczbę pracowników do ok. 9/m³ wyprodukowanej sklejki (ponad 16 prac./m³ w 2010 roku). Dzięki dużej automatyzacji w fińskim UPM wskaźnik ten wynosi ok. 3 pracowników/m³ wyprodukowanej sklejki (wysoki koszt pracy). Wciąż więc jest tu sporo do zrobienia. Przychód/pracownika w latach 2010-2014 rosł w średniorocznym tempie 10,5%, podczas gdy w UPM było to ponad 18% r/r. Osiągana Marża EBITDA jest obecnie porównywalna z fińskimi zakładami.

Liczba pracowników/m³ sklejki w Paged i UPM

Źródło: BDM S.A., spółka, UPM

Przychody/pracownik w Paged i UPM [PLN/prac.]



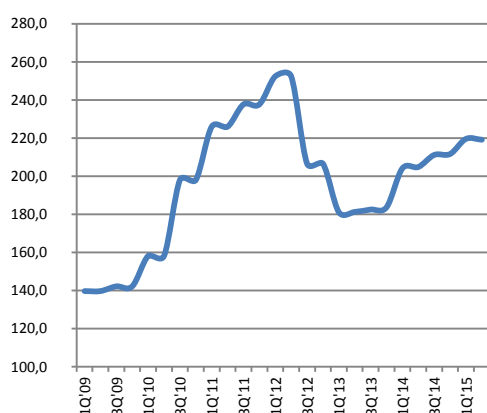
Źródło: BDM S.A., spółka, UPM

OTOCZENIE RYNKOWE- DREWNO

Ceny 2015

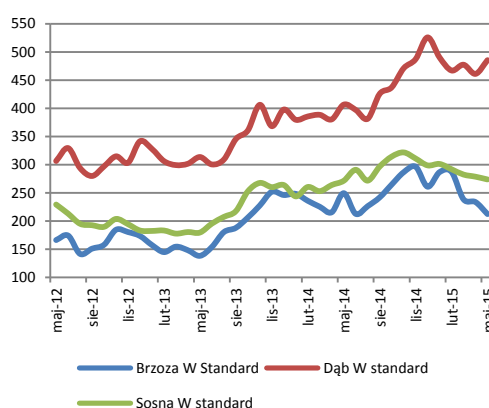
W 1Q'15 średnie ceny drewna okrągłego (sosna) rosły o ok. 7,6% r/r wobec 14,2% r/r wzrostu w 2014 roku. Podobna dynamika (7% r/r) była obserwowana w 2Q'15. Na 2H'15 spadły ceny na aukcjach systemowych, co również zapowiada spadek cen w e-drewno. Oczekujemy, że cenniki w 2H'15 będą nieco niższe w relacji r/r. Średniorocznie wzrost cen drewna wyniesie ok. 3% (LP informowały o ok. 5% r/r wzroście cen w 2015, KPPD z kolei o 15% r/r w 1Q'15). Paged spodziewa się wzrostu cen ok. 10%, który w całości jest w stanie przerzucić na klienta. My zakładamy ok. 1% niższe ceny sklejk w 2015 roku, co przy wyższych kosztach drewna spowoduje lekką erozję marż segmentu (19% EBITDA w 2015 roku wobec blisko 21% w 2014 roku).

Średnie ceny drewna okrągłego- sosna [PLN/m3]



Źródło: BDM S.A., e-drewno, Przemysł Drzewny

Średnie ceny na aukcjach e-drewno [PLN/m3]



Źródło: BDM S.A., e-drewno

Potencjalne zmiany w systemie sprzedaży drewna przez LP

W lipcu 2015 Lasy Państwowe poinformowały o potencjalnych zmianach w systemie sprzedaży drewna na 2016 rok wynikające z zaleceń pokontrolnych NIK (jeszcze nie wydano raportu). W naszej ocenie są one mniej korzystne dla branży i mogą skutkować ponadprzeciętnym wzrostem cen surowca drzewnego. Zmiany mają dotyczyć w szczególności:

- sprzedaż ofertowa, aukcje systemowe i e-drewno mają się odbywać raz w roku a nie jak dotychczas 2 razy;
- zlikwidowana ma zostać „procedura uzupełniająca” do sprzedaży ofertowej (mniej surowca);
- zamiast umów 2-letnich mają być podpisywane gwarancje dostawy surowca;
- poziom cen ofertowych ma zostać podniesiony z uwzględnieniem wielkości zakupu surowca (ceny ofertowe od 2013 roku są stałe, za wzrost średnich cen odpowiadają aukcje);
- cena ofertowa ma zostać ustalona w oparciu o cenniki z przetargów internetowych 2H'15 (w systemowych ceny na 2H'15 zostały ustalone na blisko 300 PLN/m3 sosny, a w e-drewnie na maj'15 274 PLN/m3 wobec ostatniej ceny ofertowej w okolicach 170-190 PLN/m3);
- ceny minimalne na e-drewno pozostaną na poziomie z 2015 roku;
- Historia zakupów będzie brana z ostatniego 1,5 roku a nie jak dotychczas z 3 lat;
- LP mają wprowadzić wyższe kary umowne za nieodebrany surowiec (do 10% wartości umowy) i wyższe wadium.

W naszej opinii wprowadzenie powyższych zmian może skutkować nawet 20% wzrostem cen drewna (przy założeniu stałych cen w systemowych i na e-drewnie), czego nie zakładamy (+2% r/r bez zmiany cen sklejk). Bez podwyżek cen sklejk obciążałoby to wyniki Pagedu o ok. 17 mln PLN (ponad 10% wyniku grupy).

WYNIKI 1Q'15 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki 1Q'15 okazały się lepsze od naszych oczekiwań szczególnie na poziomie marży. EBITDA była o 14% wyższa (+66% r/r) a przychody niecałe 5% (+29% r/r). Wzrost wyników r/r wynikał nie tylko z konsolidacji Europa Systems (szacujemy +4,5 mln PLN EBITDA) ale przede wszystkim ze wzrostu wyników segmentu sklejkowego (25,8 mln PLN EBITDA vs 21,3 mln PLN oczek. i 19,1 mln PLN przed rokiem). Marża w sklejkę powyżej 20% może być trudna do utrzymania w kolejnych okresach (presja na ceny sklejki, wyższe ceny drewna i stabilizacja klejów). Nieco zawiódł segment meblowy generując 0,8 mln PLN EBITDA wobec oczekiwanych 2,3 mln PLN. W 1Q'14 było to 1,9 mln PLN EBITDA, a w związku z prowadzonym procesem restrukturyzacji liczyliśmy na więcej. Zakładamy, że w 2015 roku przy wciąż sprzyjającym otoczeniu rynkowym segment ten jest w stanie wygenerować marżę EBITDA powyżej 5% wobec 4,8% w 2014 roku. Po restrukturyzacji docelowym poziomem powinno być więcej niż 10% marży wg Zarządu (zakładamy max 9%). Nieco lepszy wynik (6,9 mln PLN EBITDA vs 5,2 mln PLN rok temu) zanotował segment wierztelności. W przypadku DTP oczekujemy, że spółka ta będzie przynajmniej utrzymywać ubiegłoroczne wyniki.

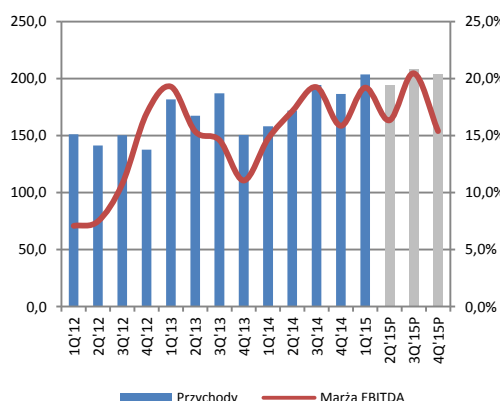
W 1Q'15 CFO wyniósł 38,2 mln PLN wobec 12,5 mln PLN przed rokiem. Na inwestycje spółka wydała blisko 24 mln PLN wobec 14,3 mln PLN w 1Q'14. Szczyt wydatków inwestycyjnych to 2Q'15 (oddanie sklejki mirror). Dług netto pozostał na porównywalnym poziomie q/q ale był istotnie wyższy r/r w związku z prowadzoną inwestycją w sklejkę mirror (318 mln PLN vs 176 mln PLN przed rokiem). W relacji do 12-miesięcznej EBITDA stanowił 2,3-krotność EBITDA wobec 1,9x przed rokiem i 2,7x w 4Q'14. Szczyt zadłużenia przypada na 2Q'15. Potem powinno ono spadać. Sytuacja finansowa spółki jest bezpieczna (kovenanty zdecydowanie powyżej 3,0x EBITDA) przy poprawiających się wynikach finansowych. Te w najbliższych kwartałach powinny utrzymać dwucyfrową dynamikę poprawy EBITDA. Na przełomie 2015/2016 DN/EBITDA powinien znaleźć się w okolicach 2,0x.

Wyniki 1Q'15 [mln PLN]

	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	1Q'15P BDM	różnica	2013	2014	zmiana r/r
Przychody	158,2	203,7	28,7%	194,8	4,6%	686,7	710,9	3,5%
Wynik brutto na sprzedaży	42,5	59,3	39,5%	53,0	11,8%	85,6	97,9	14,4%
EBITDA	23,6	39,1	65,6%	34,3	14,0%	120,2	149,4	24,2%
EBIT	18,8	30,5	62,7%	25,8	18,4%	95,8	114,6	19,5%
Zysk brutto	18,5	33,4	80,8%	19,7	69,5%	77,1	79,1	2,7%
Zysk netto	15,4	25,9	68,0%	14,8	74,9%	58,4	60,8	4,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	26,9%	29,1%		27,2%		12,5%	13,8%	
Marża EBITDA	14,9%	19,2%		17,6%		17,5%	21,0%	
Marża EBIT	11,9%	15,0%		13,2%		14,0%	16,1%	
Marża zysku netto	9,7%	12,7%		7,6%		8,5%	8,6%	

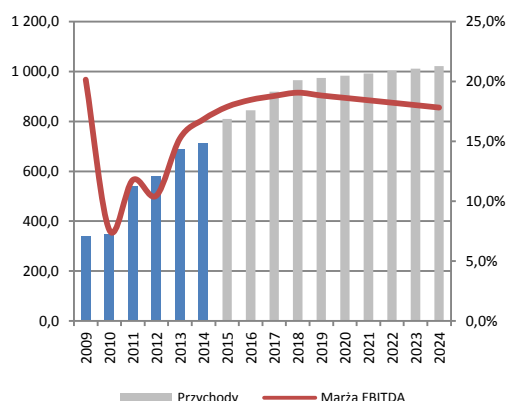
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wybrane dane finansowe 1Q'12-4Q'15P [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wybrane dane finansowe 2009-2024P [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wybrane dane finansowe 1Q'12-4Q'15P [mln PLN]

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15P	3Q'15P	4Q'15P
Przychody	151,0	141,4	150,2	137,6	181,7	167,3	187,0	150,6	158,2	171,9	194,2	186,6	203,7	194,0	208,4	203,7
segment sklejkowy	91,4	83,8	90,8	70,0	96,6	88,7	99,4	81,2	94,2	100,1	116,5	94,7	125,6	104,2	122,4	112,5
segment meblowy	41,8	40,4	39,0	36,5	37,6	36,5	35,8	35,0	36,3	38,8	38,1	41,1	37,3	41,2	38,7	40,4
segment handlowy	17,2	17,1	18,0	18,6	14,3	13,9	15,6	17,2	15,7	17,2	17,5	13,1	12,1	13,8	14,0	13,1
segment nieruchomości	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
segment wierzitelności	0,0	0,0	0,0	21,4	32,9	27,8	35,9	16,8	10,1	14,0	12,5	13,0	13,7	14,0	12,5	13,0
pozostale	0,3	-0,3	2,1	-9,2	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	1,4	9,3	24,3	14,6	20,5	20,5	24,3
w tym Europa Systems	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,3	24,3	14,6	20,5	20,5	24,3
Zysk brutto ze sprzedaży	28,8	25,6	34,5	39,8	54,9	42,4	43,5	34,2	42,5	50,9	54,4	53,1	59,3	51,5	63,8	50,0
EBITDA	10,7	10,6	16,2	23,3	35,1	25,7	27,3	16,6	23,3	29,5	37,4	29,6	39,1	31,7	42,6	31,3
segment sklejkowy	16,8	13,9	13,9	14,4	18,8	20,1	22,5	14,2	19,1	20,5	29,7	15,5	25,8	17,9	28,5	15,7
segment meblowy	2,8	1,7	0,7	-1,8	0,4	2,4	2,0	-0,7	1,9	2,4	0,8	2,3	0,8	1,2	1,9	2,8
segment handlowy	0,3	0,6	0,6	0,3	0,3	0,2	0,4	0,8	0,6	0,5	0,6	0,8	0,6	0,4	0,6	0,8
segment nieruchomości	-0,1	0,1	0,1	7,1	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
segment wierzitelności	0,0	0,0	0,0	10,6	16,0	6,1	3,1	4,0	5,2	7,5	7,4	6,8	6,9	7,5	7,4	6,8
pozostale	-9,1	-5,7	0,9	-7,2	-0,6	-3,0	-0,9	-1,7	-3,6	-1,5	-1,2	4,2	5,0	4,5	4,2	5,2
w tym Europa Systems	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,1	5,4	4,5	5,9	5,9	6,7
EBIT	6,4	6,1	11,7	4,6	30,8	21,5	23,0	12,1	18,8	24,7	31,3	21,1	30,5	22,9	33,9	22,6
Zysk brutto	8,0	1,6	11,8	5,5	26,1	16,9	24,0	10,1	18,5	19,5	27,2	14,0	33,4	19,2	30,1	18,8
Zysk netto	4,3	-1,6	8,5	5,2	14,0	14,1	28,1	2,2	15,4	14,7	21,3	9,4	25,9	12,3	22,1	12,1
<i>Marża EBITDA</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,5%</i>	<i>10,8%</i>	<i>16,9%</i>	<i>19,3%</i>	<i>15,4%</i>	<i>14,6%</i>	<i>11,1%</i>	<i>14,7%</i>	<i>17,1%</i>	<i>19,2%</i>	<i>15,9%</i>	<i>19,2%</i>	<i>16,3%</i>	<i>20,5%</i>	<i>15,4%</i>
<i>segment sklejkowy</i>	<i>18,4%</i>	<i>16,5%</i>	<i>15,3%</i>	<i>20,6%</i>	<i>19,5%</i>	<i>22,6%</i>	<i>22,6%</i>	<i>17,4%</i>	<i>20,3%</i>	<i>20,4%</i>	<i>25,5%</i>	<i>16,3%</i>	<i>20,6%</i>	<i>17,2%</i>	<i>23,3%</i>	<i>14,0%</i>
<i>segment meblowy</i>	<i>6,8%</i>	<i>4,2%</i>	<i>1,7%</i>	<i>-5,0%</i>	<i>1,1%</i>	<i>6,5%</i>	<i>5,6%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>5,2%</i>	<i>6,2%</i>	<i>2,0%</i>	<i>5,6%</i>	<i>2,1%</i>	<i>3,0%</i>	<i>5,0%</i>	<i>7,0%</i>
<i>segment handlowy</i>	<i>1,5%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,3%</i>	<i>1,6%</i>	<i>2,2%</i>	<i>1,4%</i>	<i>2,7%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,0%</i>	<i>2,7%</i>	<i>3,4%</i>	<i>6,0%</i>	<i>4,7%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,9%</i>
<i>segment nieruchomości</i>	<i>-18,3%</i>	<i>33,8%</i>	<i>34,0%</i>	<i>2235,5%</i>	<i>33,1%</i>	<i>-38,7%</i>	<i>73,0%</i>	<i>11,8%</i>	<i>19,6%</i>	<i>25,4%</i>	<i>19,4%</i>	<i>10,1%</i>	<i>32,6%</i>	<i>25,4%</i>	<i>19,4%</i>	<i>9,8%</i>
<i>segment wierzitelności</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>49,4%</i>	<i>48,7%</i>	<i>22,1%</i>	<i>8,5%</i>	<i>24,1%</i>	<i>51,0%</i>	<i>53,6%</i>	<i>59,0%</i>	<i>52,4%</i>	<i>50,2%</i>	<i>53,6%</i>	<i>59,0%</i>	<i>52,3%</i>
<i>pozostale</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>43,9%</i>	<i>78,4%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-12,3%</i>	<i>17,2%</i>	<i>34,0%</i>	<i>22,1%</i>	<i>20,7%</i>	<i>21,4%</i>
<i>w tym Europa Systems</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>22,2%</i>	<i>22,2%</i>	<i>30,9%</i>	<i>28,6%</i>	<i>28,6%</i>	<i>27,7%</i>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wybrane dane finansowe 2009-2024P [mln PLN]

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	338,2	347,3	539,0	580,2	686,7	710,9	809,8	844,9	918,3	964,3	973,5	982,8	992,2	1 001,8	1 011,5	1 021,3
segment sklejkowy	121,3	124,1	308,6	335,9	365,9	405,5	464,7	488,6	550,0	583,1	588,9	594,8	600,7	606,7	612,8	618,9
segment meblowy	160,4	152,9	158,6	157,8	144,9	154,4	157,6	160,8	164,0	167,3	170,6	174,0	177,5	181,0	184,7	188,4
segment handlowy	57,6	67,7	70,3	70,9	61,0	63,5	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0
segment nieruchomości	0,0	0,0	1,3	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
segment wierzitelności	0,0	0,0	0,0	21,4	113,4	49,6	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2
pozostale	-1,2	2,6	0,1	-7,1	0,1	36,6	80,0	88,0	96,8	106,5	106,5	106,5	106,5	106,5	106,5	106,5
w tym Europa Systems	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	33,6	80,0	88,0	96,8	106,5	106,5	106,5	106,5	106,5	106,5	106,5
Zysk brutto ze sprzedaży	77,4	80,1	127,9	128,6	175,1	200,9	224,5	238,2	262,6	278,6	280,5	282,7	285,0	287,3	289,6	234,1
EBITDA	68,1	26,4	63,5	60,7	104,7	119,7	144,8	156,0	172,5	183,8	183,3	183,1	182,8	182,6	182,3	182,0
segment sklejkowy	18,8	20,4	56,8	58,9	75,6	84,8	87,9	93,4	107,4	115,4	115,2	115,4	115,5	115,7	115,8	115,8
segment meblowy	11,3	8,8	7,0	3,4	4,1	7,4	6,8	11,3	13,1	15,1	15,4	15,7	16,0	16,3	16,6	17,0
segment handlowy	2,2	1,6	1,6	1,8	1,7	2,5	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
segment nieruchomości	0,0	2,2	0,5	7,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
segment wierzitelności	0,0	0,0	0,0	10,6	29,3	26,8	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5
pozostale	35,7	-6,6	-2,4	-21,1	-6,2	-2,0	18,9	20,2	20,9	22,2	21,6	20,9	20,2	19,5	18,8	18,1
w tym Europa Systems	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,5	23,0	24,9	26,9	29,0	28,5	28,0	27,4	26,9	26,4	25,8
EBIT	58,7	13,8	45,6	28,9	87,4	95,8	110,0	119,2	136,1	147,8	147,7	148,0	148,2	148,4	148,6	148,7
Zysk brutto	54,0	10,5	34,9	26,9	77,1	79,1	101,5	106,1	128,4	144,0	146,7	149,3	152,5	155,4	157,6	159,7
Zysk netto	45,8	9,3	26,6	16,5	58,4	60,8	72,5	75,8	95,1	108,5	110,9	113,4	116,4	119,1	121,2	123,2
<i>Marża EBITDA</i>	<i>20,1%</i>	<i>7,6%</i>	<i>11,8%</i>	<i>10,5%</i>	<i>15,2%</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,9%</i>	<i>18,5%</i>	<i>18,8%</i>	<i>19,1%</i>	<i>18,8%</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,4%</i>	<i>18,2%</i>	<i>18,0%</i>	<i>17,8%</i>
<i>segment sklejkowy</i>	<i>15,5%</i>	<i>16,5%</i>	<i>18,4%</i>	<i>17,5%</i>	<i>20,6%</i>	<i>20,9%</i>	<i>18,9%</i>	<i>19,1%</i>	<i>19,5%</i>	<i>19,8%</i>	<i>19,6%</i>	<i>19,4%</i>	<i>19,2%</i>	<i>19,1%</i>	<i>18,9%</i>	<i>18,7%</i>
<i>segment meblowy</i>	<i>7,1%</i>	<i>5,7%</i>	<i>4,4%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,8%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,3%</i>	<i>7,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,0%</i>
<i>segment handlowy</i>	<i>3,9%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,9%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>
<i>segment nieruchomości</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>39,7%</i>	<i>573,1%</i>	<i>19,3%</i>	<i>18,7%</i>	<i>21,8%</i>	<i>21,8%</i>	<i>21,8%</i>	<i>21,8%</i>	<i>21,8%</i>	<i>21,8%</i>	<i>21,8%</i>	<i>21,8%</i>	<i>21,8%</i>	<i>21,8%</i>
<i>segment wierzitelności</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>49,4%</i>	<i>25,8%</i>	<i>54,1%</i>	<i>53,7%</i>	<i>53,7%</i>	<i>53,7%</i>	<i>53,7%</i>	<i>53,7%</i>	<i>53,7%</i>	<i>53,7%</i>	<i>53,7%</i>	<i>53,7%</i>	<i>53,7%</i>
<i>pozostale</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-5,6%</i>	<i>23,7%</i>	<i>22,9%</i>	<i>21,6%</i>	<i>20,9%</i>	<i>20,2%</i>	<i>19,6%</i>	<i>18,9%</i>	<i>18,3%</i>	<i>17,6%</i>	<i>17,0%</i>
<i>w tym Europa Systems</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>22,2%</i>	<i>28,8%</i>	<i>28,3%</i>	<i>27,8%</i>	<i>27,3%</i>	<i>26,8%</i>	<i>26,3%</i>	<i>25,8%</i>	<i>25,3%</i>	<i>24,8%</i>	<i>24,3%</i>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	432,5	644,8	700,7	700,2	699,6	699,1	698,5	697,9	697,3	696,7	696,1	695,4
Wartości niematerialne i prawne	102,2	199,3	198,9	198,6	198,4	198,4	198,3	198,3	198,3	198,3	198,3	198,4
Rzeczowe aktywa trwałe	239,2	366,8	423,1	422,9	422,5	422,0	421,4	420,9	420,3	419,7	419,0	418,3
Aktywa obrotowe	264,1	417,2	447,2	493,0	505,7	523,6	513,5	528,2	563,9	587,9	611,2	634,3
Zapasy	65,2	97,2	110,7	115,5	125,5	131,8	133,1	134,4	135,7	137,0	138,3	139,6
Należności krótkoterminowe	61,4	121,4	137,0	142,9	155,3	163,1	164,7	166,2	167,8	169,4	171,1	172,7
Inwestycje krótkoterminowe	137,5	198,6	199,5	234,6	224,8	228,7	215,7	227,7	260,5	281,5	301,8	321,9
-środki pieniężne i ekwiwalenty	14,3	27,5	28,4	63,5	53,7	57,6	44,6	56,5	89,4	110,4	130,7	150,8
Aktywa razem	696,6	1 062,0	1 147,9	1 193,2	1 205,3	1 222,7	1 212,0	1 226,1	1 261,3	1 284,6	1 307,2	1 329,7
Kapitał (fundusz) własny	365,5	437,5	510,0	585,8	680,8	732,3	767,3	792,0	806,3	809,0	811,1	813,1
Kapitał (fundusz) podstawowy	36,5	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1
Kapitał (fundusz) zapasowy)	222,8	271,1	331,9	404,4	480,2	518,2	550,8	573,0	584,3	584,3	584,3	584,3
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	-14,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zysk (strata) netto okresu	58,4	60,8	72,5	75,8	95,1	108,5	110,9	113,4	116,4	119,1	121,2	123,2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	283,5	520,7	516,3	467,2	365,0	311,3	246,0	216,1	217,6	219,1	220,6	222,1
Rezerwy na zobowiązania	41,6	55,4	55,4	55,4	55,4	55,4	55,4	55,4	55,4	55,4	55,4	55,4
Zobowiązania długoterminowe	97,4	221,4	221,4	201,4	112,4	71,4	31,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
-oprocentowane	56,2	97,8	97,8	77,8	57,8	37,8	17,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	143,0	237,9	233,5	204,4	191,2	178,5	153,2	154,7	156,2	157,7	159,2	160,7
-oprocentowane	74,3	126,0	106,0	71,4	46,7	26,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	696,6	1 062,0	1 147,9	1 193,2	1 205,3	1 222,7	1 212,0	1 226,1	1 261,3	1 284,6	1 307,2	1 329,7
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	686,7	710,9	809,8	844,9	918,3	964,3	973,5	982,8	992,2	1 001,8	1 011,5	1 021,3
Koszty produktów, tow. i materiałów	511,6	510,0	585,3	606,7	655,7	685,8	693,1	700,1	707,2	714,5	721,9	787,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	175,1	200,9	224,5	238,2	262,6	278,6	280,5	282,7	285,0	287,3	289,6	234,1
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	89,5	103,0	115,2	119,0	126,5	130,7	132,7	134,7	136,8	138,9	141,0	85,4
Zysk (strata) na sprzedaży	85,6	97,9	109,3	119,2	136,1	147,8	147,7	148,0	148,2	148,4	148,6	148,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1,8	-2,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	105,5	120,2	144,8	156,0	172,5	183,8	183,3	183,1	182,8	182,6	182,3	182,0
EBIT	87,4	95,8	110,0	119,2	136,1	147,8	147,7	148,0	148,2	148,4	148,6	148,7
Saldo działalności finansowej	-10,3	-16,7	-8,5	-13,0	-7,7	-3,8	-1,1	1,3	4,3	7,0	9,0	11,0
Zysk (strata) brutto	77,1	79,1	101,5	106,1	128,4	144,0	146,7	149,3	152,5	155,4	157,6	159,7
Zysk (strata) netto	58,4	60,8	72,5	75,8	95,1	108,5	110,9	113,4	116,4	119,1	121,2	123,2
CF [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	64,0	57,9	126,5	137,4	145,6	159,1	163,8	163,2	162,6	162,0	161,4	160,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-36,1	-180,9	-88,7	-32,6	-30,8	-30,8	-30,8	-30,4	-27,7	-24,6	-22,0	-19,5
Przepływy z działalności finansowej	-37,2	136,3	-37,0	-69,7	-124,5	-124,5	-145,9	-120,9	-102,1	-116,4	-119,1	-121,2
Przepływy pieniężne netto	-9,3	13,2	0,9	35,1	-9,8	3,9	-13,0	11,9	32,8	21,0	20,3	20,1
Środki pieniężne na początek okresu	23,6	14,3	27,5	28,4	63,5	53,7	57,6	44,6	56,5	89,4	110,4	130,7
Środki pieniężne na koniec okresu	14,3	27,5	28,4	63,5	53,7	57,6	44,6	56,5	89,4	110,4	130,7	150,8

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%	14%	4%	9%	5%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	14%	20%	8%	11%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT zmiana r/r	10%	15%	8%	14%	9%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zysk netto zmiana r/r	4%	19%	5%	25%	14%	2%	2%	3%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	28%	28%	28%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	23%
Marża EBITDA	17%	18%	18%	19%	19%	19%	19%	18%	18%	18%	18%
Marża EBIT	13%	14%	14%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Marża brutto	11%	13%	13%	14%	15%	15%	15%	15%	16%	16%	16%
Marża netto	9%	9%	9%	10%	11%	11%	12%	12%	12%	12%	12%
COGS / przychody	72%	72%	72%	71%	71%	71%	71%	71%	71%	71%	77%
SG&A / przychody	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	8%
SG&A / COGS	20%	20%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	20%	11%
ROE	11%	11%	10%	11%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
ROA	6%	6%	6%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Dług	347,4	327,4	272,8	159,1	98,1	31,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	33%	29%	23%	13%	8%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
D / E	49%	40%	30%	15%	9%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
Dług / kapitał własny	64%	52%	38%	19%	11%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
Dług netto	319,9	299,0	209,3	105,4	40,5	-13,3	-56,5	-89,4	-110,4	-130,7	-150,8
Dług netto / kapitał własny	73%	59%	36%	15%	6%	-2%	-7%	-11%	-14%	-16%	-19%
Dług netto / EBITDA	2,7	2,1	1,3	0,6	0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8
Dług netto / EBIT	334%	272%	176%	77%	27%	-9%	-38%	-60%	-74%	-88%	-101%
EV	1 155,3	1 151,5	1 061,8	957,9	893,0	839,2	796,0	763,1	742,1	721,8	701,7
Dług / EV	30%	28%	26%	17%	11%	4%	0%	0%	0%	0%	0%
CAPEX / Przychody	12%	12%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%
CAPEX / Amortyzacja	340%	264%	100%	99%	100%	100%	100%	100%	99%	99%	99%
Amortyzacja / Przychody	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
Zmiana KO / Przychody	5%	2%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	145%	15%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Wskaźniki rynkowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S*	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
P/E*	13,7	11,8	11,2	9,0	7,9	7,7	7,5	7,3	7,2	7,0	6,9
P/BV*	1,5	1,3	1,2	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/CE*	9,8	7,9	7,6	6,5	5,9	5,8	5,7	5,6	5,6	5,5	5,4
EV/EBITDA*	9,6	8,0	6,8	5,6	4,9	4,6	4,3	4,2	4,1	4,0	3,9
EV/EBIT*	12,1	10,5	8,9	7,0	6,0	5,7	5,4	5,1	5,0	4,9	4,7
EV/S*	1,6	1,4	1,3	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
BVPS	35,6	40,8	46,8	54,2	58,8	62,3	65,2	67,3	68,7	70,1	71,5
EPS	4,0	4,7	4,9	6,1	7,0	7,2	7,3	7,5	7,7	7,8	7,9
CEPS	5,6	6,9	7,3	8,5	9,3	9,4	9,6	9,7	9,9	10,0	10,1
FCFPS	5,6	6,4	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,2	0,0	0,0
DPS w okresie	0,00	0,00	0,00	0,00	3,68	4,90	5,73	6,59	7,51	7,68	7,82
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	60,0%	70,0%	80,0%	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
DY*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,7%	8,9%	10,4%	12,0%	13,7%	14,0%	14,2%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 55,5 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, handel

Marek Jurzec
 Makler Papierów Wartościowych
 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 Paged

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Akumuluj	62,0	-	-	12.08.2015	55,5	52 934,4

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'15:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	5	50%
Trzymaj	1	10%
Redukuj	4	40%
Sprzedaj	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.

Klausele:

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 12.08.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 17.08.2015 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 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 12.08.2015 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.