



Dom Maklerski BDM S.A.

PFLEIDERER GRAJEWÓ

RAPORT ANALITYCZNY

W styczniu'16 Grajewo sfinalizowało transakcję przejęcia niemieckich aktywów Pfeiderera po atrakcyjnych mnożnikach (4,2x EV/EBITDA'15). Przy uwzględnieniu zapowiadanych synergii i efektów nowych inwestycji, a także biorąc pod uwagę dobrą koniunkturę na rynku płyt drewnopochodnych spółka handlowana jest z istotnym dyskontem do porównywalnych podmiotów. Dodatkowo wysoka generacja gotówki (wolne przepływy pieniężne 10-20% kapitalizacji) daje pole do silnych strumieni dywidend po refinansowaniu zadłużenia i obniżeniu kosztów finansowych (konserwatywnie w 2017 roku). Mając to na względzie utrzymujemy rekomendację KUPUJ dla spółki podwyższając jednocześnie cenę docelową do 40,5 PLN/akcję.

Na zakup Pfeiderer GmbH zarząd przygotowywał inwestorów przynajmniej od lutego'15, kiedy dominujący akcjonariusz (Pfeiderer) dokonał zmian w zarządzie Grajewo wskazując na większą integrację spółek. Synergie z połączenia części wschodniej i zachodniej zarząd oceniał wówczas na 15 mln EUR do końca 2017 roku (konferencja, wywiad). Obecnie, przy pełnej integracji synergii wg zarządu mają sięgnąć ok. 30 mln EUR rocznie (ok. 3 pkt. proc. marży EBITDA) od końca 2018 roku.

Przejęte aktywa to 5 fabryk płyt wiórowych zlokalizowanych w Niemczech o łącznych mocach produkcyjnych 2,24 mln m³, z czego 1,88 mln m³ stanowi płyta wiórowa/MFC, a 0,36 mln m³ płyta MDF. Fabryki wydają się być doinwestowane, a produkty odznaczają się większą wartością dodaną niż w Grajewie (więcej płyty laminowanej kosztem surowej, produkcja HPL). Grupa Pfeiderer położyła nacisk na restrukturyzację części zachodniej w latach 2011-2013 inwestując tam blisko 100 mln EUR wobec 34 mln EUR w Grajewie. Obecnie CAPEX jest mniejszy, a grupa realizuje główny program inwestycyjny w Grajewie - ok. 105 mln EUR w latach 2014-2017.

Płyty drewnopochodne trafiają głównie do przemysłu meblowego (ok. 60%) i budowlanego (24%). Obecnie obserwujemy bardzo dobre otoczenie w tych segmentach. Produkcja sprzedana mebli w Polsce w 1Q'16 wzrosła o 11,5% po ponad 8% r/r wzroście w 2015 roku. W Niemczech dynamika produkcji sprzedanej mebli wyraźnie przyspieszyła. W okresie styczeń-luty'16 wzrosła o 5,7% r/r wobec 5,9% r/r w 2015 roku (najlepiej od 8 lat!). Niskie stopy procentowe wypychają gotówkę w rynek mieszkaniowy. W Polsce pozwolenia na budowę wzrosły w 1Q'16 o 8% r/r, a w Niemczech w styczniu'16 o ponad 30% r/r po wzroście o ponad 20% r/r w listopadzie-grudniu'15. Statystyki rynku mieszkaniowego w Polsce wskazywały, że 4Q'15 i 1Q'16 to drugie w historii najlepsze kwartały. W rezultacie oczekujemy mocnych wyników Pfeiderer w 1Q'16 i w całym roku, z blisko dwucyfrową dynamiką poprawy EBITDA.

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody* [mln EUR]	923,8	959,9	984,5	1 000,9	1 046,3	1 091,3
EBITDA* [mln EUR]	93,5	121,4	119,2	131,7	153,6	173,7
EBITDA Adj.* [mln EUR]	94,6	119,6	132,3	144,7	153,6	173,7
EBIT* [mln EUR]	50,1	76,6	75,4	67,7	88,7	112,9
Wynik netto* [mln EUR]	-23,1	19,1	10,4	19,0	29,5	64,6
P/BV	2,3	2,1	2,1	1,1	1,1	1,0
P/E	-	27,7	20,4	14,6	15,6	7,1
EV/EBITDA	9,0	6,8	5,5	4,9	4,8	3,9
EV/EBIT	16,7	10,8	8,2	8,9	8,3	6,0

*- dane pro forma. Wskaźniki oczyszczone

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 40,5 PLN

(POPRZEDNIO: 35,9 PLN)

27 KWIECIEŃ 2016

Wycena DCF [PLN]	39,4
Wycena porównawcza [PLN]	44,8
Wycena końcowa [PLN]	40,5
Potencjał do wzrostu / spadku	30,5%
Koszt kapitału	10,0%

Cena rynkowa [PLN]	31,0
Kapitalizacja [mln PLN]	2 005,7
Ilość akcji [mln. szt.]	64,7

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	31,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	22,5

Stopa zwrotu za 3 mc	31,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	27,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	22,5%

Struktura akcjonariatu:	
Strategic Value Partners	25,9%
Atlantik	25,3%
NN OFE	9,9%
Aviva OFE	9,3%
Pozostali	29,6%

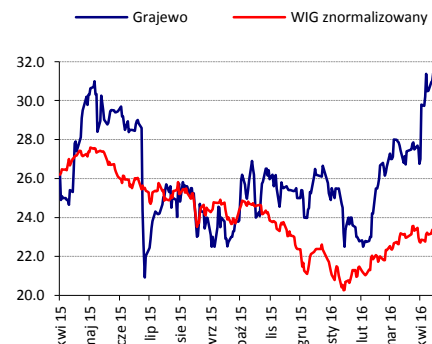
Krzysztof Brymora

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.....	7
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
HISTORIA PFLEIDERER GMBH.....	12
NA DRODZE DO BANKRUCTWA	12
RESTRUKTURYZACJA FINANSOWA	12
RESTRUKTURYZACJA OPERACYJNA	13
OPIS PRZEJĘTYCH AKTYWÓW.....	14
PORTFOLIO PRODUKTOWE	15
STRUKTURA KOSZTÓW.....	16
HISTORYCZNE WYNIKI FINANSOWE	17
ZADŁUŻENIE	19
PROGNOZY NA 1Q'16 I 2016	20
OCZEKIWANIA ZARZĄDU VS BDM NA 2016 ROK	20
PROGRAM INWESTYCYJNY	21
CZĘŚĆ ZACHODNIA (CORE WEST)	21
CZĘŚĆ WSCHODNIA (CORE EAST).....	21
SYNERGIE	22
OTOCZENIE RYNKOWE- AKTUALIZACJA.....	23
OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE.....	23
RYNEK PŁYT DREWNOPOCHODNYCH	24
CENY PŁYT DREWNOPOCHODNYCH	25
CENY KLUCZOWYCH SUROWCÓW	26
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	27

WYCENA I PODSUMOWANIE

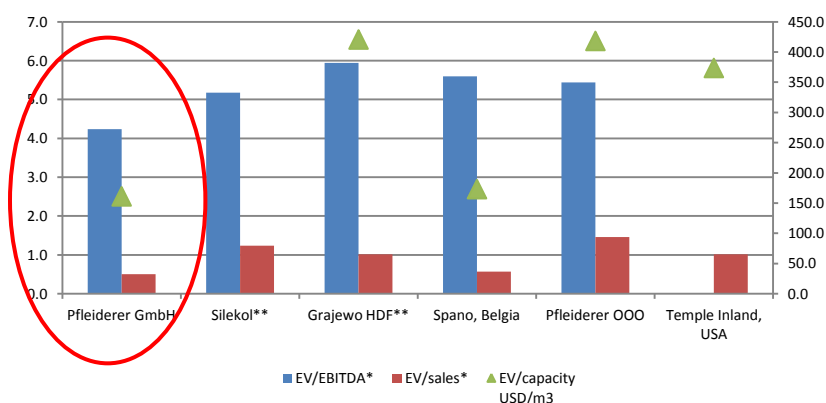
Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 39,4 PLN. Natomiast wycena porównawcza, oparta na prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 44,8 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej (50%) z uwagi na trudności w doborze spółek porównawczych. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 40,5 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	39,4
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	44,8
Wycena spółki [PLN]		40,5

Źródło: BDM S.A.

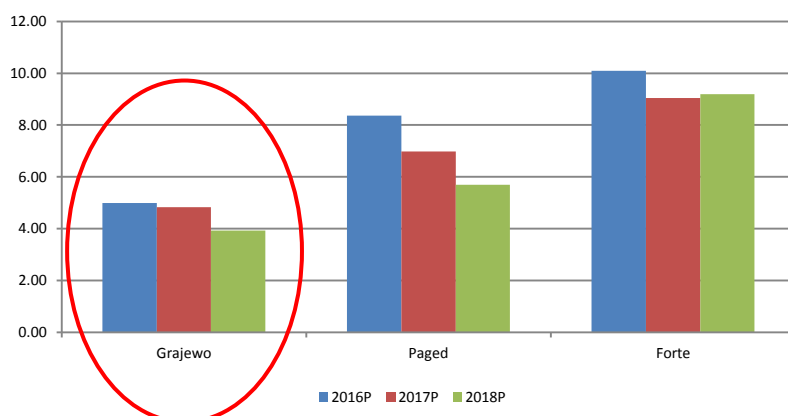
Wskaźniki dla ostatnich transakcji M&A na rynku płyt



Spółka w styczniu sfinalizowała transakcję przejęcia niemieckich aktywów Pfeiderera po atrakcyjnych mnożnikach 4,2x EV/EBITDA'15, 0,5x EV/sprzedaż i 161 USD/m3 mocy produkcyjnych (z wyraźnym dyskontem do tego typu transakcji).

Źródło: BDM S.A., spółki. LS: EV/EBITDA, EV/Sales, PS: EV/capacity. *- wskaźniki dla kupującego Mohawk, Sweedwood i Georgia Pacific liczone dla 2012 roku. W przypadku Grajewa i Pfeiderer dla 2015 roku. **- odkup mniejszościowych udziałów od Pfeiderer Service

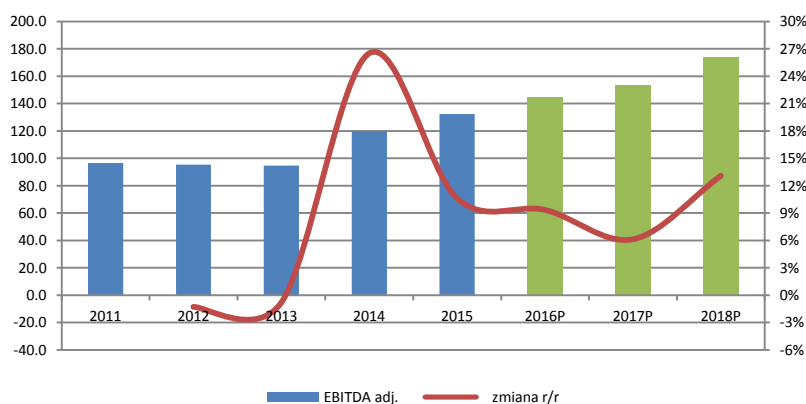
EV/EBITDA 2016-2018P dla Grajewa i spółek porównywalnych



W rezultacie obecna grupa, po osiągnięciu zakładanych synergii i efektów inwestycji handlowana jest z wyraźnym dyskontem do podmiotów porównywalnych.

Źródło: BDM S.A., spółki. Prognozy BDM

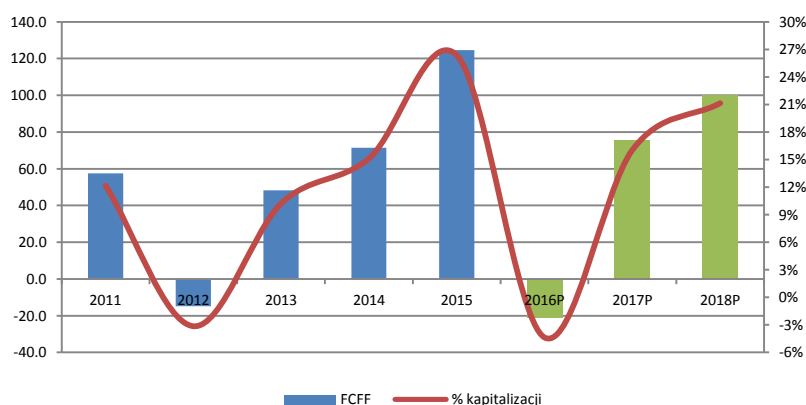
Oczyszczona EBITDA w latach 2011-2015 i prognoza na 2016-2018 [mln EUR]



W latach 2011-2015 oczyszczona EBITDA wzrastała w blisko dwucyfrowym tempie (CAGR 8,2%). Oczekujemy, że trend ten zostanie utrzymany w najbliższych 3 latach (CAGR 9,5%) z uwagi na efekty synergii, mocny rynek meblowy czy zrealizowane inwestycje.

Źródło: BDM S.A., Pfleiderer. Prognozy BDM. LS: oczyszczona EBITDA, PS: dynamika r/r

FCFF [mln EUR] i FCFF/kapitalizacja



Grupa w ostatnich latach wygenerowała sporo gotówki. W latach 2013-2015 wolne przepływy pieniężne stanowiły aż 10-26% kapitalizacji. Przy EBITDA >140 mln EUR i CAPEX max 50-60 mln EUR szacujemy iż w latach 2017-2018 FCFF/kapitalizacji sięgną 16-21%, co daje miejsce na duże dywidendy (>10% kapitalizacji po refinansowaniu zadłużenia w 2017 roku).

Źródło: BDM S.A., Pfleiderer. Prognozy BDM. LS: FCFF, PS: FCFF/kapitalizacja. Na koniec 2015 roku spółka operowała na ujemnym kapitale obrotowym, co uważamy za sytuację nietypową. Konserwatywnie oczekujemy powrotu KO do ok. 4% sprzedaży, co ma negatywny wpływ na FCFF w 2016 roku.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ **Podaż akcji przez fundusz Atlantik**

W lutym'15 spółka poinformowała o większej integracji ze spółką matką Pfeiderer GmbH, czego sygnałem była zmiana w zarządzie Grajewa (obecnego prezesa Gątkiewicza zastąpił Michael Wolff- prezes Pfeiderer GmbH). W czerwcu'15 spółka ogłosiła plany przejęcia zachodnich aktywów Pfeiderer GmbH od głównego właściciela w związku z wyjściem z akcjonariatu funduszu Atlantik (100% PF). Po emisji akcji fundusz Atlantik wciąż posiada 25,3% akcji połączonego podmiotu. Docelowe wyjście z akcjonariatu tego inwestora jest największym ryzykiem dla kursu akcji (po 6-miesięcznym lock-up- koniec w lipcu'16).

▪ **Otoczenie makroekonomiczne**

Branża meblarska jest działalnością cykliczną (wrażliwą na zmiany koniunktury gospodarczej), która wcześniej reaguje na pogorszenie nastrojów gospodarczych oraz później wychodzi z kryzysu. Kryzys 2008/2009 spowodował od 10% (MFC) do 30% (wiórowa surowa) spadek cen produktów spółki. Obecnie koniunktura trwa już ponad 5 lat, co rodzi ryzyko kolejnego załamania. Niemniej rynek płyt drewnopochodnych jest bardziej zbilansowany niż w 2007/2008, kiedy średnie wykorzystanie mocy sięgało 70-80% (zamknięto 15-20% mocy w Europie), a spółka mniej zadłużona.

▪ **Wysokie zadłużenie po przejęciu**

Zadłużenie netto Pfeiderer na koniec 4Q'15 wynosiło 245 mln EUR (1,9x EBITDA 12m). Spadek zadłużenia w rejonie oczekiwane przez zarząd 1,5-2,0x EBITDA udało się osiągnąć głównie dzięki redukcji kapitału obrotowego, która naszym zdaniem nie jest trwała. Refinansowanie najbardziej kosztownego długu (322 mln EUR obligacji po 7,875%) zakładamy dopiero w sierpniu 2017 (wcześniej nie będzie się opłacać z uwagi na wysoką premię). Do tego czasu spółka będzie ponosić wysokie koszty jego obsługi. Ponadto w przypadku załamania rynku podobnego do tego w 2008/2009, czego nie zakładamy, spółka mogłaby przekroczyć kowenanty finansowe (w Polsce Grajewo zadłużenie netto/EBITDA < 2,5x, w Niemczech < 3,0x EBITDA)

▪ **Wzrosty cen drewna w Polsce**

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 Lasy Państwowe 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). 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). Na 1Q'16 surowiec jest tańszy o 5,8% r/r (szacujemy w całym roku spadek o 3,3% r/r). Ryzykiem dla cen są kolejne zmiany w systemie sprzedaży drewna przez Lasy Państwowe.

▪ **Otoczenie konkurencyjne**

W ostatnich dwóch latach w regionie powstały przynajmniej 4 nowe fabryki (Sweedspan w Koszках, rozbudowa słowackiej Malacky na Słowacji, Kronospan na Białorusi czy Kastamonu w Rumuni). Dodatkowo w związku z konfliktem na wschodzie Europy na rynku polskim z większym wolumenem zaczęła się pojawiać płyta ukraińska czy białoruska, co wpływa na spadek cen produktów podstawowych.

We wrześniu'15 o planach budowy fabryki płyt poinformowało Forte, największy klient Grajewa (ok. 7% sprzedaży- ok. 230 tys. m3 płyty). Fabryka miałaby mieć wydajność 250 tys. m3 płyt rocznie, co po rozbudowie mocy produkcyjnych mebli pokryje ok. 50% zapotrzebowania spółki. Zarząd boi się o dostępność płyty po 2018 roku.

▪ **Niezrealizowanie oczekiwanych synergii po połączeniu**

Zarząd sygnalizował zrealizowanie do 30 mln EUR synergii (ok. 3 pkt. proc. marży EBITDA) do końca 2018 roku, co zakładamy w swoich prognozach.

- **Zmiana ustawy o OZE w Niemczech (niem. EEG)**

W sierpniu 2014 roku weszła nowelizacja ustawy o OZE w Niemczech (niem. EEG) mająca na celu. m.in. ograniczenie wsparcia dla przedsiębiorstw energochłonnych (od 2000 roku niemiecki przemysł energochłonny był zwolniony z kosztów OZE). W 2014 roku Pfeiderer GmbH uzyskał w ten sposób ok. 19,3 mln EUR wsparcia (27% EBITDA adj.), a w 2015 roku 19,8 mln EUR (25%). W przyszłości fabryki Pfeiderer GmbH mogą nie spełnić wymagań ustawowych do w.w. pomocy czego nie zakładamy.

- **Ryzyko związane z upadłością Pfeiderer GmbH**

W związku z niedawnym procesem upadłościowym Pfeiderer GmbH mogą pojawić się roszczenia byłych akcjonariuszy bądź zobowiązania podatkowe w związku z rozliczaniem strat z lat ubiegłych i zmianą kontroli (tzw. szkodliwe przejęcie wg. niemieckiego prawa). W prospekcie grupa skwantyfikowała to ryzyko na 3-10 mln EUR dodatkowych zobowiązań podatkowych.

- **Postępowanie antymonopolowe**

We wrześniu 2011 Niemiecki Urząd Antymonopolowy ukarał 5 firm za zмовę cenową na rynku płyt (Glunz- Sonae, Pfeiderer, Kronoply, Rauch Spanplattenwerk, Egger). łączna kara wyniosła 42 mln EUR. Większość (28 mln EUR) zapłacił Glunz. Ok 11 mln EUR zostało nałożone na Pfeiderer. W 2015 roku spółka informowała, że zapłaciła ok. 3 mln EUR, a resztę 8 mln EUR zapłaci w 2016 roku- uwzględnione w modelu).

W związku z udziałem w kartelu klienci grupy złożyli pozwy o odszkodowanie. 3 wskazanych w prospekcie klientów żąda odszkodowania nawet 115 mln EUR + odsetki. Wynik sporu prawnego jest trudny do przewidzenia- nieuwzględnione w modelu.

W dniu 2 kwietnia 2012 roku Grajewo otrzymało postanowienie Prezesa UOKiK w sprawie wszczęcia postępowania antymonopolowego dotyczącego zawarcia przez: Kronospan Szczecinek, Kronospan Mielec, Kronopol, Pfeiderer Grajewo i Pfeiderer Prospan porozumienia ograniczającego konkurencję na krajowym rynku wprowadzania do obrotu płyt wiórowych i płyt pilśniowych. Do tej pory UOKiK nie przedstawił spółce żadnych zarzutów, a spółka nie skwantyfikowała ryzyka. Potencjalna maksymalna kara nałożona przez UOKiK to 10% przychodów (Grajewo, Wieruszów) czyli ok. 109 mln PLN (26 mln EUR)- nieuwzględnione w modelu.

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 1,2.

Główne założenia w modelu (szczegóły zostały przedstawione na ostatnich stronach raportu):

Moce produkcyjne:

- Zakładamy rozbudowę mocy produkcyjnych łącznie o ok. 200 tys. m³ (100 tys. m³ w Neumark od 2H'16 i 90 tys. m³ w Grajewie i Wieruszowie od końca 2015 roku) zgodnie z informacjami podawanymi przez zarząd;
- Zakładamy przywrócenie wolumenów sprzedaży HDF od początku 2017 roku (utrącenie kontraktu z Ikea) w związku z nową inwestycją o której spółka informowała w 3-4Q'15 (CAPEX 42 mln PLN);

Wolumeny sprzedaży:

- Oczekujemy, że w polskich fabrykach spółka będzie stopniowo maksymalizować sprzedaż produktów bardziej przetworzonych jak MFC (podobnie jak w Niemczech), gdzie ma wciąż wolne moce produkcyjne;
- W Niemczech zakładamy stopniowe dociążenie linii HPL, która obecnie wykorzystywana jest wg naszych szacunków w 80%;

Ceny produktów:

- Benchmarkiem dla cen płyt drewnopochodnych są miesięczne indeksy publikowane przez niemiecki urząd statystyczny (ostatni odczyt za marzec'16);
- Dobra koniunktura na rynku płyt trwa już 5 lat. Obecnie obserwowane spadki cen (3-4% r/r) związane są z presją ze strony wschodnich producentów i dotyczą podstawowych produktów jak płyta surowa (-6% r/r). Ceny płyt laminowanych (MFC) spadają zaledwie o 2% r/r, a HDF o 1% r/r.
- W związku z dobrą koniunkturą w branży meblowej oczekujemy lekkiej poprawy cenników od 2Q'16. Średnie dynamiki zmian cen płyt w 2016 roku będą naszym zdaniem kształtować się na poziomie -0,1% dla płyty surowej, +1% dla MFC, +1,1% dla MDF i +2% dla HDF;
- W długim terminie oczekujemy ok. 1% r/r wzrostu cen płyt surowych/MDF i ok. 2% r/r wzrostu produktów bardziej przetworzonych jak płyty laminowane (MFC), HPL i lakierowane HDF;

Ceny surowców:

- W 1Q'16 ceny drewna okrągłego w Polsce są niższe o ok. 5,8% r/r. W związku z większym wykorzystaniem drewna poużytkowego szacujemy, że koszty dla Grajewa są niższe o ok. 10% (średnio w całym 2016 roku -4,6%). W Niemczech ceny są porównywalne. W przypadku klejów obserwujemy dwucyfrowe spadki, co ma przełożenie na dużo niższy koszt żywicy (-15% r/r w 2016 roku);
- W długim terminie oczekujemy ok. 2% r/r wzrostu kosztów drewna. Ceny klejów opieramy na prognozach dla metanolu, mocznika i melaminy, które z kolei w długim terminie są skorelowane z kosztami ropy naftowej/zbóż (mocznik). Przy obecnym odbiciu cen ropy naftowej oczekujemy jednocyfrowego wzrostu kosztów kleju w latach 2017-2019 (3-8% r/r), po spadku o 15% r/r w 2016 roku i 3% r/r w 2015 roku;

Synergie:

- Synergie możliwe do uzyskania po połączeniu zarząd szacuje na 30 mln EUR rocznie od końca 2018 roku, co daje ok. 3 pkt. proc. marży EBITDA (nowy system IT, redukcja kosztów surowcowych i zatrudnienia, optymalizacja logistyki, sprzedaży- ujednolicenie dekorów itp.). Zakładamy, że są one wykonalne (wzrost oczyszczonej marży EBITDA w latach 2015-2019 to >3 pkt. proc. w naszym modelu);
- Koszty synergii przyjmujemy zgodnie z informacjami zarządu na poziomie 6 mln EUR (pozostałe typu system IT znajdują odzwierciedlenie w CAPEX);

Inne operacyjne:

- W 2015 roku spółka zakończyła inwestycję w kocioł biomasowy w Wieruszowie (produkcja ciepła w oparciu o zrębki drewna z produkcji płyt). Zastąpienie gazu spalaniem biomasy z własnego źródła da naszym zdaniem ok. 10 mln PLN oszczędności;
- Nie zakładamy wzrostu zatrudnienia. Rozbudowa mocy wynika głównie z programu poprawy efektywności i eliminacji wąskich gardeł produkcyjnych. W Niemczech szacujemy średni wzrost płac na poziomie 2% rocznie a w Polsce 3% rocznie;
- Oczekujemy, że spółka część miejsc pracy po integracji zredukuje bądź przeniesie z Niemiec do Polski (40 osób- konferencja po zakończeniu 2015 roku), co da wymierne oszczędności. Miejscem nowej siedziby spółki jest Wrocław;
- Kursy walut zakładamy zgodnie z krzywą futures (długoterminowo EUR/PLN 4,37). W wycenie na dzień 26.04.2016 przyjmujemy 4,3 EUR/PLN;
- W RZiS uwzględniamy 5 mln EUR kosztów związanych z procesem RE-IPO w 1Q'16 (alokujemy do Core East). Pozostałe 6 mln EUR uwzględniamy w kapitale własnym. Łączne 11 mln EUR to wydatek gotówkowy w 1Q'16 (uwzględnione w cash flow i wycenie DCF);
- W 4Q'16 w RZiS uwzględniamy 8 mln EUR grzywny związanej z postępowaniem antymonopolowym (patrz: czynniki ryzyka)- alokowane do Core West;

CAPEX:

- W całej grupie Pfeleiderer CAPEX w 2016 roku ma sięgnąć ok. 50 mln EUR (zarząd), rozłożony mniej więcej po połowie w segmentach Core West i Core East. W 2017 roku przyjmujemy CAPEX na poziomie 53 mln EUR (25 mln EUR w Core West i 28 mln EUR w Core East);
- W Grajewie spółka w 2013 roku ogłosiła plan inwestycyjny w wysokości ok. 95 mln EUR na lata 2014-2017. Plan ten został podtrzymany w nowej strategii grupy. W 3Q'15 spółka ogłosiła informację o nowej inwestycji wartości ok. 10 mln EUR (przywrócenie mocy HDF);
- W Niemczech program inwestycyjny jest obecnie (2014-2015) mniejszy niż w części wschodniej. W kolejnych latach będzie większy (wyższa amortyzacja);
- Niemiecka fabryka Baruth leasinguje elektrownię CHP. Spółka ma wykupić elektrownię do końca 2015 roku za ok. 5,8 mln EUR;

Pozostałe założenia:

- Zarząd informował o wycenie rzeczowych aktywów trwałych części zachodniej do wartości godziwej w momencie przejścia (zakładamy, że one-off 130 mln PLN nie będzie widoczny w RZiS tylko w kapitale własnym), co zaowocuje zwiększeniem amortyzacji o ok. 20 mln EUR rocznie;
- Zarząd informował o kosztach transakcyjnych połączenia przypadających na akcjonariuszy Grajewa w wysokości do max 11 mln EUR (uwzględniliśmy 5 mln EUR w PDO, a resztę w kapitałach);
- Zarząd zarekomendował wypłatę 1 PLN dywidendy na akcję z zysku 2015 roku (56% zysku netto Grajewa), co daje DY rzędu 3,2%. W kolejnych latach dywidenda ma stanowić do 70% zysku netto;
- Zakładamy refinansowanie obligacji Pfeleiderer GmbH (ok. 322 mln EUR z kuponem 7,875% zapadalnych w 2019 roku) w sierpniu 2017 roku. Spółka będzie musiała zapłacić 6,3 mln EUR premii z tego tytułu i pokryć koszty nowego finansowania, ale roczne oszczędności na kosztach finansowych przekroczą 6 mln EUR. Pierwsza opcja call to sierpień 2016, ale wiązałoby się to z zapłaceniem blisko 13 mln EUR premii;

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w najbliższych latach przyjęliśmy na poziomie 29-26% (Polska 19%, Niemcy 30,3%);
- Liczbę akcji przyjmujemy na poziomie na 64,70 mln szt. w związku z emisją 15,08 mln szt. nowych akcji na przejęcie Pfeleiderera;
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 0%;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 27 kwietnia 2016 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 2,5 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 39,4 PLN.

Model DCF

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln EUR]	984,5	1 000,9	1 046,3	1 091,3	1 114,1	1 134,1	1 154,5	1 175,4	1 196,8	1 218,7	1 241,1
EBIT adj. [mln EUR]	75,4	67,7	88,7	112,9	110,2	110,6	115,3	115,6	115,4	114,9	114,1
Stopa podatkowa	34,4%	36,9%	25,8%	26,5%	26,5%	26,6%	26,7%	26,6%	26,5%	26,4%	26,3%
Podatek od EBIT [mln EUR]	25,9	25,0	22,8	29,9	29,2	29,5	30,8	30,8	30,6	30,3	30,0
NOPLAT [mln EUR]	49,4	42,7	65,8	83,0	81,0	81,1	84,5	84,8	84,8	84,5	84,1
Amortyzacja [mln EUR]	43,8	64,0	64,9	60,8	56,9	53,8	51,2	49,1	47,4	45,9	44,5
CAPEX [mln EUR]	-48,3	-50,0	-53,0	-42,0	-42,9	-43,7	-44,4	-45,2	-46,0	-45,6	-44,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln EUR]	79,5	-77,4	-1,9	-1,9	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
FCF [mln EUR]	124,5	-20,7	75,8	99,9	94,1	90,4	90,4	87,9	85,3	83,9	82,9
DFCF [mln EUR]	-	-19,6	66,0	79,8	69,0	60,8	55,7	49,5	43,8	39,3	35,3
Suma DFCF [mln EUR]		479,7									
Wartość rezydualna [mln EUR]		839,7	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln EUR]		357,9									
Wartość firmy EV [mln EUR]		837,6									
Dług netto [mln EUR]		245,2									
Wpływy z emisji- koszty emisji* [mln EUR]		0,1									
Dług netto skoryg. [mln EUR]		245,1									
Wartość kapitału [mln EUR]		592,5									
Ilość akcji [mln szt.]		64,7									
Wartość kapitału na akcję [EUR]		9,2									
Kurs EUR/PLN		4,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		39,4									

Przychody zmiana r/r	1,7%	4,5%	4,3%	2,1%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
EBIT zmiana r/r	-10,2%	31,0%	27,3%	-2,4%	0,4%	4,2%	0,3%	-0,2%	-0,5%	-0,7%
FCF zmiana r/r	-	-	31,7%	-5,8%	-3,9%	0,0%	-2,9%	-2,9%	-1,6%	-1,2%
Marża EBITDA	13,2%	14,7%	15,9%	15,0%	14,5%	14,4%	14,0%	13,6%	13,2%	12,8%
Marża EBIT	6,8%	8,5%	10,3%	9,9%	9,8%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,2%
Marża NOPLAT	4,3%	6,3%	7,6%	7,3%	7,2%	7,3%	7,2%	7,1%	6,9%	6,8%
CAPEX / Przychody	5,0%	5,1%	3,8%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,7%	3,6%
CAPEX / Amortyzacja	78,1%	81,7%	69,1%	75,4%	81,2%	86,7%	92,0%	97,1%	99,4%	100,7%
Zmiana KO / Przychody	7,7%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	471,7%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%

Źródło: BDM S.A. *- wpływy do spółki na obniżkę zadłużenia 11 mln EUR- koszty całej emisji przypadające na akcjonariuszy Grajewo 11 mln EUR.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
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	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Koszt kapitału własnego	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Udział kapitału własnego	67,5%	68,7%	73,7%	74,3%	78,6%	80,3%	84,9%	89,7%	92,7%	97,8%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,0%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Udział kapitału obcego	32,5%	31,3%	26,3%	25,7%	21,4%	19,7%	15,1%	10,3%	7,3%	2,2%
WACC	8,4%	8,7%	8,9%	8,9%	9,1%	9,2%	9,4%	9,6%	9,7%	9,9%

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	10,4	11,2	12,0	13,2	14,6	16,6	19,5	24,1	32,4
	0,8	9,8	10,4	11,2	12,2	13,4	15,1	17,4	20,9	26,7
	0,9	9,2	9,8	10,5	11,3	12,3	13,7	15,6	18,4	22,7
	1,0	8,7	9,2	9,8	10,5	11,4	12,6	14,1	16,3	19,6
	1,1	8,2	8,6	9,2	9,8	10,6	11,6	12,9	14,7	17,3
	1,2	7,7	8,1	8,6	9,2	9,8	10,7	11,8	13,3	15,3
	1,3	7,3	7,7	8,1	8,6	9,2	9,9	10,9	12,1	13,8

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%	10,3	11,0	11,9	12,9	14,4	16,3	19,0	23,4	31,1
	4,0%	8,9	9,4	10,0	10,8	11,8	13,0	14,7	17,1	20,8
	5,0%	7,7	8,1	8,6	9,2	9,8	10,7	11,8	13,3	15,3
	6,0%	6,8	7,1	7,4	7,9	8,4	9,0	9,7	10,7	12,0
	7,0%	6,0	6,2	6,5	6,8	7,2	7,6	8,2	8,8	9,7
	8,0%	5,2	5,4	5,7	5,9	6,2	6,5	6,9	7,4	8,0
	9,0%	4,6	4,8	5,0	5,2	5,4	5,6	5,9	6,3	6,7

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%	16,8	15,9	15,0	14,3	13,6	12,9	12,4	11,8	11,3
	4,0%	14,8	13,8	12,9	12,2	11,5	10,8	10,2	9,7	9,2
	5,0%	13,2	12,2	11,3	10,5	9,8	9,2	8,6	8,0	7,6
	6,0%	11,8	10,8	9,9	9,2	8,5	7,9	7,3	6,8	6,3
	7,0%	10,6	9,7	8,8	8,0	7,4	6,8	6,3	5,8	5,3
	8,0%	9,7	8,7	7,9	7,1	6,5	5,9	5,4	4,9	4,5
	9,0%	8,8	7,9	7,0	6,3	5,7	5,2	4,7	4,2	3,8

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-2018 do wybranych, zagranicznych i polskich spółek działających w sektorze produkcji płyt i mebli. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach z 27 kwietnia 2016 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 20% z uwagi na trudności w doborze spółek z grupy porównawczej.

Porównując wyniki Grajewo ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 2,9 mld PLN, co odpowiada 44,8 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 31,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) Grajewo handlowane jest z istotnym dyskontem. Dyskonto potwierdza również porównanie wyceny do innych transakcji na rynku płyt drewnopochodnych w latach 2013-2015.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
DURATEX	-	20,3	15,8	8,0	6,9	6,2	0,0	13,9	11,4
NORBORD	17,8	9,2	9,0	9,3	5,9	5,6	12,3	6,4	6,9
LOUISIANA-PACIFIC	-	15,0	11,2	-	7,0	5,1	0,0	8,2	6,5
MOHAWK	-	15,2	14,2	-	9,5	8,5	0,0	12,5	10,8
PAGED	16,3	8,4	7,5	10,6	5,8	5,2	13,9	7,7	6,7
FORTE	10,5	13,3	12,6	7,2	9,3	8,5	10,1	12,0	11,6
Mediana	14,8	14,2	11,9	9,5	7,0	5,9	11,8	10,1	8,9
PFLEIDERER Grajewo	14,6	15,6	7,1	4,9	4,8	3,9	8,9	8,3	6,0
Premia/dyskonto	-1,5%	9,6%	-40,3%	-46,7%	-31,2%	-34,2%	-24,9%	-17,7%	-32,8%
Wycena wg wskaźnika	18,7	28,3	52,0	64,7	53,5	54,7	36,5	41,7	53,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników	38,1			61,0			47,6		
Waga wskaźnika	33,3%			33,3%			33,3%		

Wycena 1 akcji [PLN] 44,8

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 27.04.2015.

Wybrane transakcje M&A na rynku płyt

Kupujący	Przejmowany	Data	Moce produkcyjne tys. m3	Wartość transakcji mln USD	EV/EBITDA*	EV/sales*	EV/capacity USD/m3
Grajewo	Pfleiderer GmbH	gru-15	1880 PB, 360 MDF	361,2	4,2	0,5	161,2
Grajewo	Silekol**	gru-13	350 tys. ton klejów	61,1	5,2	1,2	-
Grajewo	Grajewo HDF**	gru-13	250 HDF	105,2	5,9	1,0	420,8
Mohawk, USA	Spano, Belgia	sty-13	700 PB, 270 MDF	168,0	5,6	0,6	173,2
Sweedwood (Ikea)	Pfleiderer OOO	sty-13	500 PB	209,2	5,4	1,5	418,4
Georgia Pacific, USA	Temple Inland, USA	lip-13	1900 PB	710,0	-	1,0	373,7
Mediana					5,4	1,0	373,7
Pfleiderer Grajewo			3 110 PB, 610 MDF/HDF	782,5	5,5	0,7	210,3
Premia/dyskonto					1,3%	-26,9%	-43,7%

Źródło: BDM S.A., Grajewo. *- wskaźniki dla kupującego Mohawk, Sweedwood i Georgia Pacific liczone dla 2012 roku. W przypadku Grajewo i Pfleiderer dla 2015 roku. **- odkup mniejszościowych udziałów od Pfleiderer Service

HISTORIA PFLEIDERER GmbH

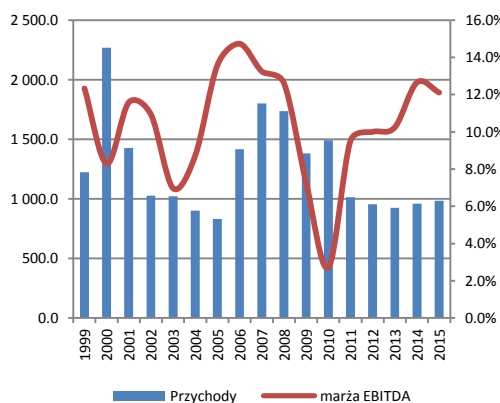
Grajewo jest częścią koncernu Pfeleiderer od 1999 roku. Od tego czasu niemiecki holding wspierał działalność biznesową polskiej spółki poprzez przejęcia (w 2006 roku Silekol- kędzierzyński producent żywic, w 2007 roku 100% Prospan- zakład płyt wiórowych w Wieruszowie) i rozwój organiczny (fabryka HDF w Grajewie od 2007 roku, inwestycje na Wschodzie: fabryka płyt wiórowych od 2006 roku i niedokończona fabryka MDF- sprzedane do Sweedspan pod koniec 2012 roku). Grajewo odpowiada za rozwój segmentu wschodniego (Core East) grupy Pfeleiderer. Przed transakcją Pfeleiderer posiadał 65,1% akcji Grajewa, z kolei 100% właścicielem był fundusz Atlantik (dawni wierzyciele Pfeleiderer).

Na drodze do bankructwa

Strategia grupy Pfeleiderer polegała na znacznym i szybkim wzroście skali biznesu zarówno poprzez akwizycję i wzrost ograniczony (nowe fabryki). Spółka rozwijała się w Europie (Wschód poprzez Grajewo) oraz w Ameryce Północnej (fabryka Moncure w US, spółka Uniboard Kanada i Pergo). Szybki rozwój i geograficzna ekspansja utrudniała osiąganie synergii, a narastające zadłużenie stanowiło ryzyko w momencie pogorszenia koniunktury.

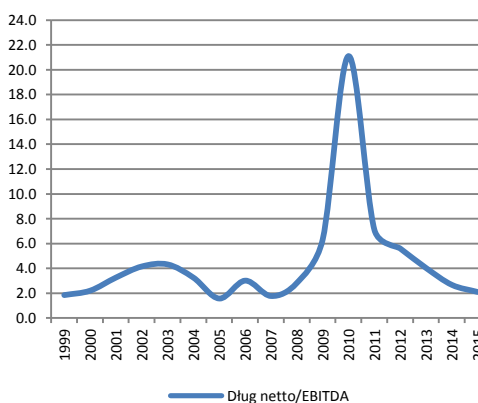
U progu kryzysu gospodarczego 2008/2009 zadłużenie spółki sięgało 618 mln EUR i stanowiło 2,8x rocznej EBITDA (219 mln EUR). W 2009 roku na skutek załamania koniunktury gospodarczej (spadek cen płyty wiórowej o ponad 30% r/r) wyniki spadły o ponad 50% r/r (EBITDA 100 mln EUR), a spółka przekroczyła kowenanty bankowe i stanęła na krawędzi bankructwa. Okres 2010 był jeszcze trudniejszy dla spółki w konsekwencji na początku 2011 roku straty przekroczyły wielkość kapitału własnego i spółka musiała podjąć decyzję o bolesnej restrukturyzacji.

Wybrane dane finansowe Pfeleiderer [mln EUR]



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

Wybrane dane finansowe Pfeleiderer



Źródło: BDM S.A., Pfeleiderer

Restrukturyzacja finansowa

W lipcu 2011 akcjonariusze Pfeleiderer przyjęli plan restrukturyzacji polegający m.in. na umorzeniu 40% zobowiązań wobec wierzycieli (380 mln EUR) czy podwyższeniu o 100 mln EUR kapitału (emisja skierowana głównie do funduszy hedgingowych, którzy objęliby 80% udziałów w spółce). Plan został w większości przyjęty przez kredytodawców jednak układ oprotowali „obligatariusze hybrydowi” w 1Q'12 (330 mln EUR długu miało zostać skonwertowane na 4% kapitału). W związku z tym 28 marca 2012 roku Pfeleiderer został zmuszony do złożenia wniosku o upadłość. Upadłość dotyczyła tylko spółki holdingowej bez wpływu na działalność operacyjną.

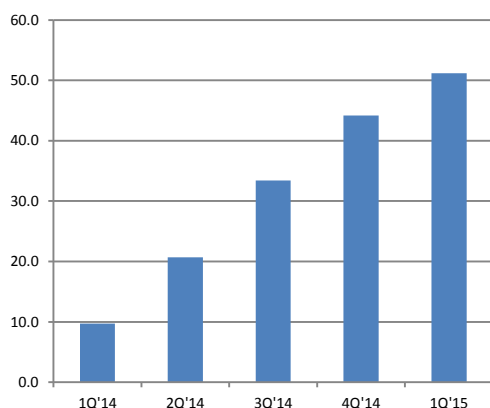
W sierpniu 2012 spółka zaprezentowała plan naprawczy przed sądem. Główne jego punkty dotyczyły redukcji kapitałów do zera oraz znacznej emisji akcji (30 mln EUR) z pozbawieniem prawa poboru do inwestora strategicznego i zdjęcie spółki z giełdy. Inwestorem okazał się Atlantik, fundusz związany z dotychczasowymi wierzycielami. Stał się on jedynym właścicielem spółki. W październiku'12 plan został zatwierdzony przez sąd, a spółka wyszła z postępowania upadłościowego w grudniu 2012. Po głębokiej restrukturyzacji operacyjnej w czerwcu 2014 spółka zrefinansowała zadłużenie (321,7 mln EUR obligacji po stałym oprocentowaniu 7,875% zapadających w 2019 roku-rating Moody's B2, S&P B- (styczeń'16), opcja call sierpień 2016).

Restrukturyzacja operacyjna

W czasie restrukturyzacji finansowej prowadzono również szeroką restrukturyzację operacyjną skutkującą obniżeniem zadłużenia z ponad 1 mld EUR (2010) do ok. 320 mln EUR. W związku z dużą nadpodażą mocy produkcyjnych na rynku płyt (w latach 2008-2011 zamknięto ok. 20% zdolności w Europie) spółka zredukowała liczbę swoich fabryk z 22 do 8. W 2010/2011 3 fabryki zostały na stałe zamknięte (Gschwend, Ebersdorf i Nidda o łącznych mocach 950 tys. m³ płyt). Spółka sprzedała swój biznes w Ameryce Północnej (2 fabryki w Moncure i Północnej Karolinie w 2011 roku, spółkę Uniboard Kanada i Pergo w 2012 roku) i w Rosji (Grajewo sfinalizowało sprzedaż fabryki płyt wiórowych i niedokończonej MDF w styczniu 2013 roku). W rezultacie zatrudnienie grupy zmniejszyło się z ok. 5,6 tys. do 3,4 tys. osób. Spółka wprowadziła nową organizację, podzieliła biznes na segment zachodni i wschodni (Grajewo) od 2012 roku. Kluczowe działania w części zachodniej dotyczyły modernizacji największej fabryki w Neumark (wymieniono najstarszą linię produkcyjną) i w Leutkirch (zwiększenie wykorzystania drewna odpadowego, poprawa efektywności- program KRAFT), a także optymalizacji łańcucha dostaw i redukcji kosztów organizacji (program OPIP, Future West). Do 1Q'15 skumulowane efekty wdrożonych programów operacyjnych to ponad 50 mln EUR w części zachodniej z czego ponad 27 mln EUR to redukcja kosztów.

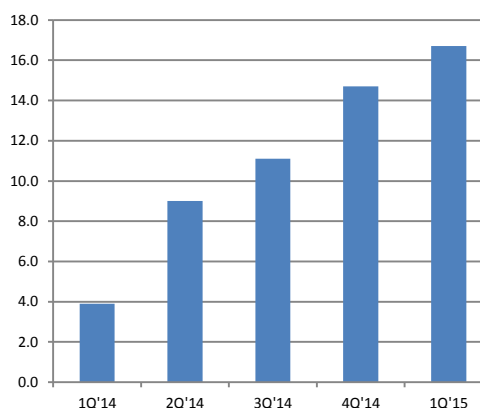
Również w części wschodniej wdrożony został szeroki program poprawy efektywności podobny do tego w części Zachodniej. Pierwsze efekty przyniósł już w 2014 roku. Sama redukcja kosztów związana z programem to wg prezentacji Pfeiderer ok. 27 mln PLN (6,5 mln EUR). Oprócz redukcji wąskich gardeł udało się to zrealizować głównie dzięki budowie i modernizacji linii sortowania wiórów (Grajewo, Wieruszów), modernizacji linii pozyskiwania drewna odpadowego (Grajewo) i produkcji formaliny (Silekol).

Skumulowane e. restrukturyzacji [mln EUR]- Core West



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer- ostatnie dostępne dane

Skumulowane e. restrukturyzacji [mln EUR]- Core East



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer- ostatnie dostępne dane

OPIS PRZEJĘTYCH AKTYWÓW

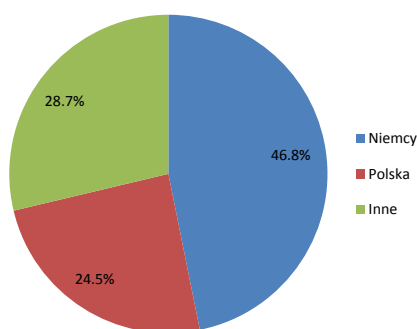
Niemiecka spółka działa w 5 lokalizacjach. Łączne moce produkcyjne to 2,24 mln m³ płyty z czego 1,88 mln m³ płyty wiórowej a 0,36 mln m³ płyty MDF (dla porównania Grajewo ma 1,23 mln m³ płyty wiórowej i 0,25 mln m³ HDF). Trzy fabryki posiadają własne źródła energii (łączna moc cieplna ok. 270 MW). Wg informacji zarządu fabryki są doinwestowane. Wg dostępnych sprawozdań główny CAPEX w części zachodniej przypadał na lata 2011-2013 (blisko 100 mln EUR) i teraz jest mniejszy (43 mln EUR w 2014-2015). Grupa zaplanowała na lata 2014-2017 ok. 100 mln EUR nakładów w części wschodniej (Grajewo), które przez lata było niedoinwestowane (w 2014-2015 wydano 52 mln EUR).

Moce produkcyjne Pfeiderer w podziale na produkty/fabryki (2014)

	Zachód					Wschód				RAZEM Core East	RAZEM GRUPA
	Arnsberg	Baruth	Leutkirch	Neumark	Gutersloh	RAZEM Core West	Wieruszów	Grajewo	Grajewo HDF	Silekoi	
Płyta wiórowa tys. m ³			380	900	600	1 880	600	630			1 230
Płyta MDF/HDF tys. m ³		360				360			250		610
Lakier, płyta HDF tys. m ²									33 400		33 400
Powierzchniowanie tys. m ²			19 000	20 000	36 600	75 600	28 700	21 000			49 700
Impregnacja/filmy tys. m ²			50 000		120 000	170 000	95 000	80 000			175 000
HPL + elementy tys. m ²	23 600		9 100			32 700	2 200				2 200
Folie tys. m ²						0		40 000			40 000
Obrzeża tys. m ²						0		12 000			12 000
Energia MWh		124 000		127 000	110 000	361 000					0
Żywice tys. ton	20					20		18		340	358
Zatrudnienie	408	130	383	885	364	2 170	470	653	138	99	1 360

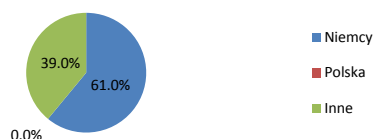
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer. Lakier.- lakierowana

Struktura geograficzna sprzedaży Pfeiderer w 2015 roku

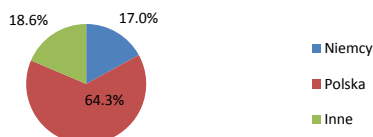


Źródło: BDM S.A., Pfeiderer, Grajewo

Struktura geograficzna sprzedaży Pfeiderer- Core West

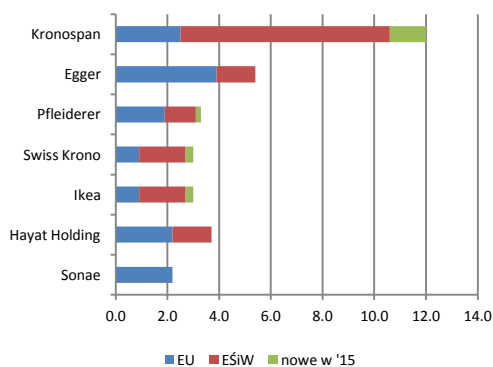


Struktura geograficzna sprzedaży Pfeiderer- Core East



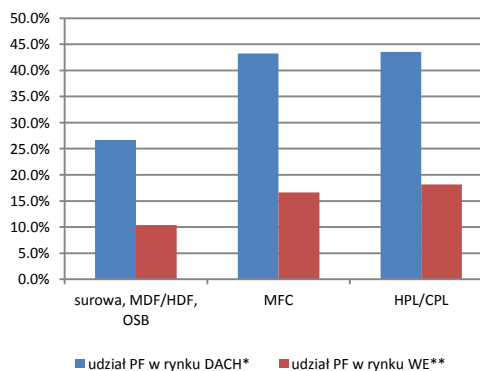
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer, Grajewo. Szacunki BDM

Najwięksi producenci płyt w Europie [mln m³]



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

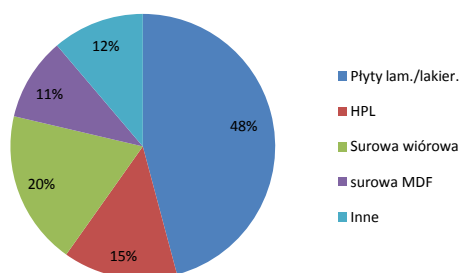
Udział Pfeiderer (Core West) w rynku DACH i WE 2014



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer. *- kraje niemieckojęzyczne. **- WE- Europa Zachodnia.

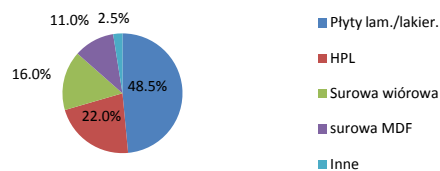
PORTFOLIO PRODUKTOWE

Struktura produktowa sprzedaży Pfeiderer w 2015 roku

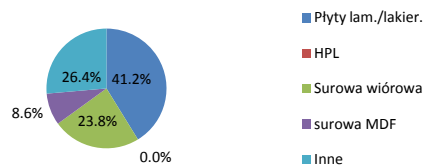


Źródło: BDM S.A., Pfeiderer, szacunki BDM

Struktura produktowa sprzedaży Pfeiderer- Core West

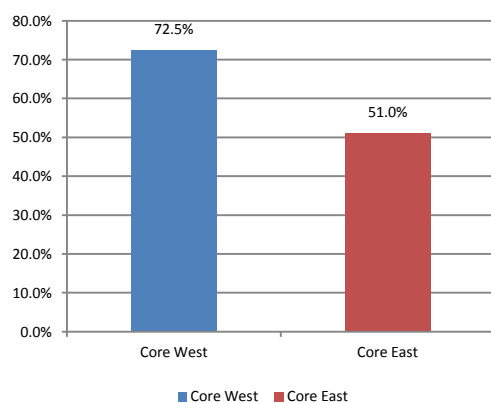


Struktura produktowa sprzedaży Pfeiderer- Core East



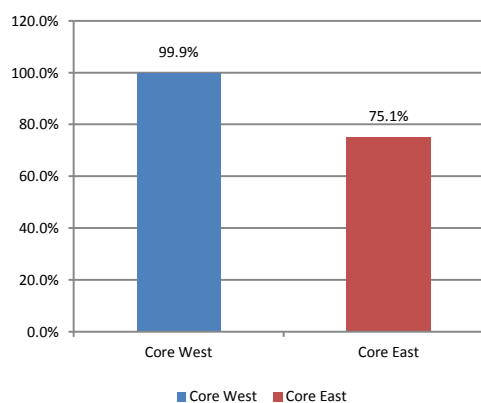
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer, Grajewo. Szacunki BDM

Udział płyty laminowanej w produkcji ogółem w 2015



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

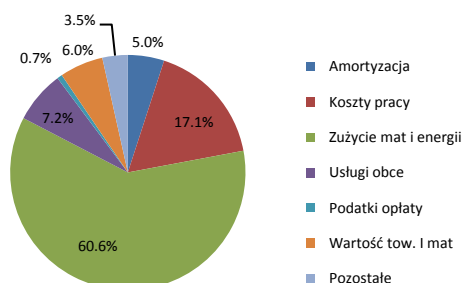
Wykorzystanie mocy produkcyjnych laminowania w 2015



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

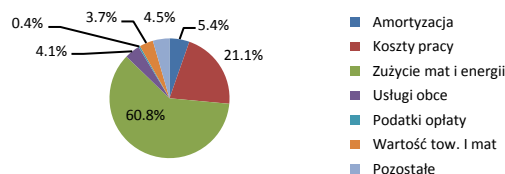
STRUKTURA KOSZTÓW

Struktura kosztów rodzajowych Pfeiderer w 2014 roku

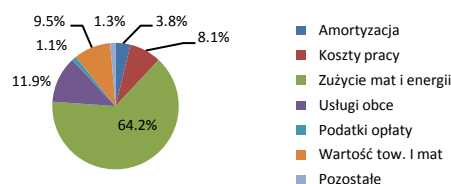


Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

Struktura kosztów rodzajowych Pfeiderer- Core West

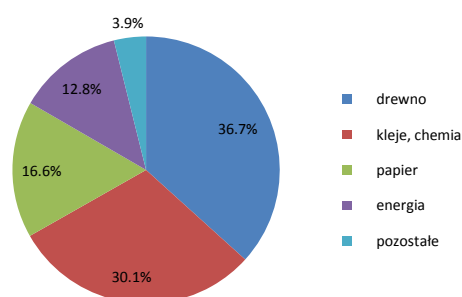


Struktura kosztów rodzajowych Pfeiderer- Core East



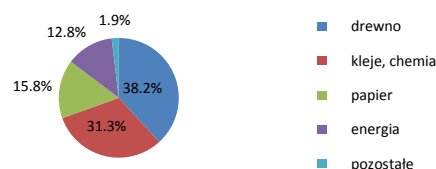
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer, Grajewo. Szacunki BDM

Struktura kosztów materiałowych Pfeiderer w 2014 roku

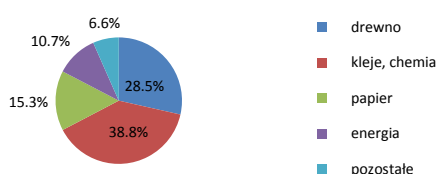


Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

Struktura kosztów materiałowych Pfeiderer- Core West

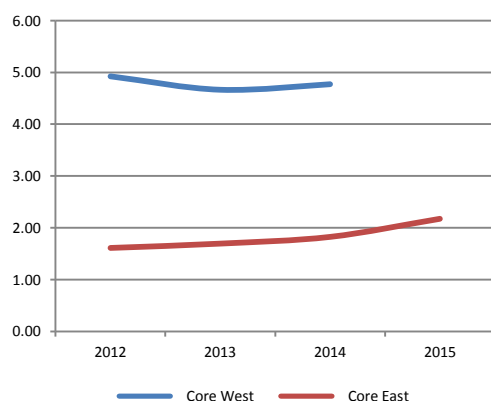


Struktura kosztów materiałowych Pfeiderer- Core East



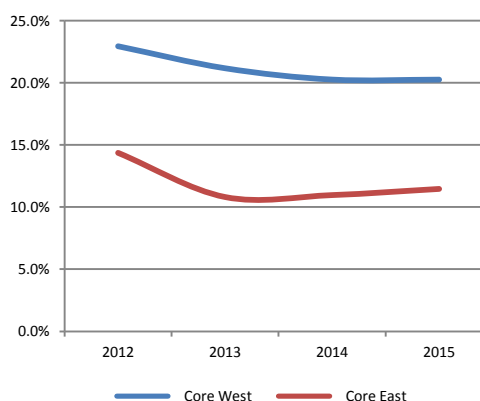
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer, Grajewo. Szacunki BDM

Średnia miesięczna pensja Pfeiderer [tys. EUR/msc]*



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer. *- w tym świadczenia

Koszty SG&A*/przychody



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer, Grajewo. *- koszty sprzedaży i zarządu

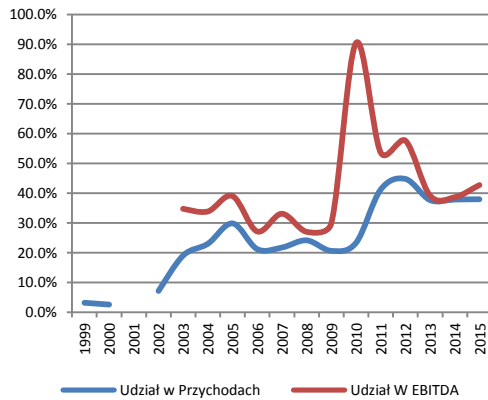
HISTORYCZNE WYNIKI FINANSOWE

Wybrane dane finansowe Pfeiderer w podziale na segmenty [mln EUR]

mln EUR	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2012	2013	2014	2015
Przychody	231,3	226,4	234,0	232,2	245,5	240,8	241,2	232,4	252,0	245,5	244,4	242,6	954,1	923,8	959,9	984,5
Core West	154,2	154,5	151,3	148,9	158,6	156,5	160,4	151,3	164,5	161,8	164,6	160,4	641,6	608,9	626,8	651,3
Core East	86,0	81,2	90,2	91,7	94,9	91,4	89,0	88,7	96,2	93,8	89,3	94,9	342,0	349,1	363,9	374,2
wyłączenia	-8,9	-9,3	-7,5	-8,4	-7,9	-7,1	-8,2	-7,6	-8,7	-10,0	-9,6	-12,7	-29,5	-34,2	-30,8	-41,0
Zysk brutto ze sprzedaży	102,2	45,1	47,3	54,6	54,2	56,6	58,1	60,9	59,0	63,5	58,0	67,6	216,4	194,4	229,6	248,1
Core West	88,6	31,3	30,9	35,5	37,2	37,7	40,1	42,9	41,2	44,1	40,4	47,4	169,3	135,5	157,8	173,1
Core East	13,6	13,8	16,4	19,1	17,0	18,9	18,1	17,9	17,8	19,4	17,6	20,2	48,7	60,6	73,2	75,0
wyłączenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,6	-1,7	-1,4	0,0
EBITDA	13,0	17,5	25,6	37,3	29,6	29,6	26,8	35,4	28,6	32,0	26,7	32,0	54,2	93,5	121,4	119,2
Core West	5,5	9,8	14,6	24,6	19,5	16,8	14,9	22,9	16,1	18,4	15,6	18,2	377,5	54,6	74,1	68,2
Core East	5,6	7,4	11,0	13,3	10,0	12,8	12,0	12,1	12,5	13,6	11,1	13,8	11,1	37,3	47,0	51,0
wyłączenia	1,9	0,3	0,0	-0,6	0,1	0,0	-0,1	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	-334,4	1,6	0,3	0,0
EBITDA Adj.	17,1	21,4	19,6	34,8	26,7	31,8	28,8	32,3	29,9	34,6	31,5	36,3	95,4	94,6	119,6	132,3
Core West	10,5	11,0	9,8	22,1	15,8	18,8	15,4	20,5	17,1	20,4	18,4	21,9	66,4	53,4	70,6	77,8
Core East	6,6	8,3	11,4	13,3	10,8	13,0	12,5	12,7	12,8	14,2	13,1	14,5	30,3	39,6	49,0	54,5
wyłączenia	0,0	2,2	-1,6	-0,6	0,1	0,0	0,9	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,3	1,6	0,0	0,0
EBIT	2,8	7,1	15,4	24,7	19,1	18,4	15,6	23,5	17,0	20,3	15,2	22,9	14,0	50,1	76,6	75,4
Core West	-1,9	2,4	7,0	16,3	12,1	8,9	7,2	14,9	8,5	10,8	8,1	9,1	348,6	23,8	43,0	36,5
Core East	2,8	4,5	8,3	9,1	6,9	9,5	8,5	8,3	8,5	9,6	7,0	13,8	-0,1	24,7	33,2	38,9
wyłączenia	1,9	0,3	0,0	-0,6	0,1	0,0	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-334,5	1,6	0,4	0,0
Zysk brutto	-0,3	-12,2	6,5	11,5	11,2	11,5	6,4	12,6	8,3	11,4	6,2	10,9	-67,3	16,3	41,7	36,7
Zysk netto	-21,7	-23,8	8,7	2,8	5,9	4,1	2,8	6,4	3,0	5,4	-1,9	3,9	141,0	-23,1	19,1	10,4
Marża zysku brutto	44,2%	19,9%	20,2%	23,5%	22,1%	23,5%	24,1%	26,2%	23,4%	25,9%	23,7%	27,9%	22,7%	21,0%	23,9%	25,2%
Core West	57,5%	20,3%	20,4%	23,8%	23,5%	24,1%	25,0%	28,4%	25,0%	27,3%	24,6%	29,5%	26,4%	22,3%	25,2%	26,6%
Core East	15,8%	17,0%	18,1%	20,8%	17,9%	20,7%	20,3%	20,2%	18,5%	20,7%	19,7%	21,3%	14,2%	17,4%	20,1%	20,0%
Marża EBITDA adj.	7,4%	9,5%	8,4%	15,0%	10,9%	13,2%	12,0%	13,9%	11,9%	14,1%	12,9%	15,0%	10,0%	10,2%	12,5%	13,4%
Core West	6,8%	7,1%	6,5%	14,8%	10,0%	12,0%	9,6%	13,6%	10,4%	12,6%	11,2%	13,6%	10,3%	8,8%	11,3%	11,9%
Core East	7,7%	10,2%	12,7%	14,5%	11,3%	14,3%	14,0%	14,3%	13,3%	15,1%	14,6%	15,2%	8,9%	11,3%	13,5%	14,6%
CFO	-16,3	15,1	6,5	48,5	2,5	34,7	30,6	39,3	11,7	31,2	30,4	58,7	142,3	53,8	107,2	132,0
CFI	-6,0	-9,5	-12,3	-43,9	13,0	-16,7	-13,8	-8,0	-2,3	-10,0	-9,5	-21,7	-56,3	-71,8	-25,6	-43,5
CAPEX	-6,0	-9,1	-12,8	-21,4	-10,0	-16,0	-14,6	-7,5	-2,8	-9,6	-13,0	-16,9	-56,6	-50,6	-48,9	-48,3
CFF	-138,1	-23,4	-23,0	-34,3	-5,8	-21,4	-17,9	-15,5	-8,7	-10,6	-23,9	-12,6	-113,6	-218,8	-60,5	-55,9
Dług netto	-	-	-	380,8	366,2	352,1	343,7	323,7	275,7	269,5	268,3	243,5	558,4	380,8	323,7	243,5
Core West	-	-	-	347,6	325,3	321,8	315,0	302,7	261,6	258,1	257,7	249,5	388,2	347,6	302,7	249,5
Core East	-	-	-	33,2	40,9	30,4	28,7	21,0	14,1	11,8	11,0	-6,0	170,2	33,2	21,0	-6,0
Dług netto/EBITDA	-	-	-	4,10	3,57	3,12	2,81	2,71	2,24	2,14	2,09	1,84	5,86	4,03	2,71	1,84
Core West	-	-	-	6,51	5,54	4,84	4,37	4,29	3,64	3,51	3,37	3,21	5,85	6,51	4,29	3,21
Core East	-	-	-	0,84	0,93	0,63	0,58	0,43	0,28	0,23	0,21	-0,11	5,62	0,84	0,43	-0,11

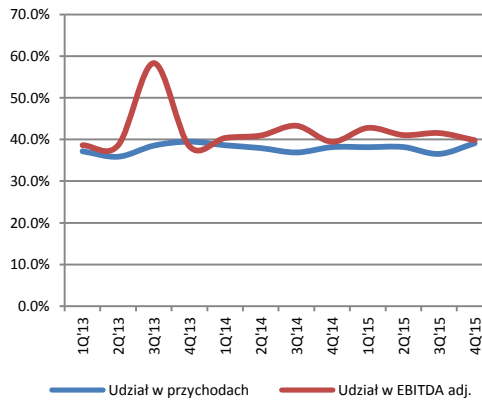
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer, Grajewo. Core East- Grajewo

Udział w przychodach i EBITDA Grajewa w Pfeiderer



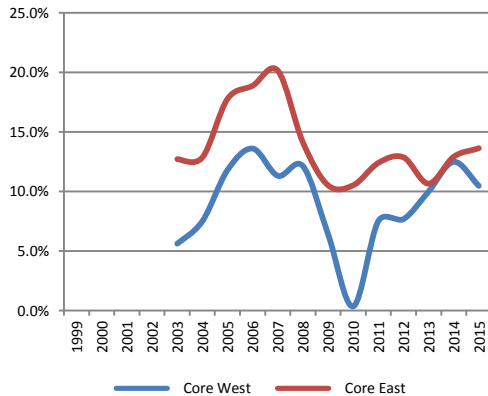
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer, Grajewo

Udział w przychodach i EBITDA Grajewa w Pfeiderer



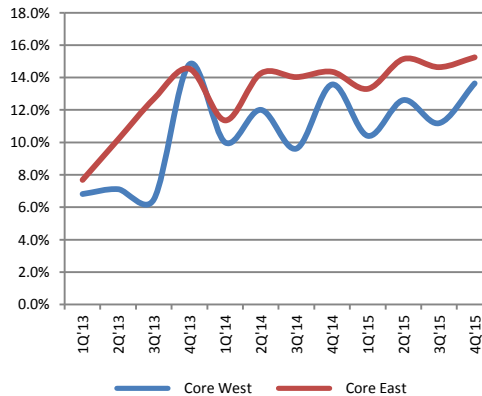
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer, Grajewo

Porównanie marż EBITDA Pfeiderer i Grajewa (Core East)



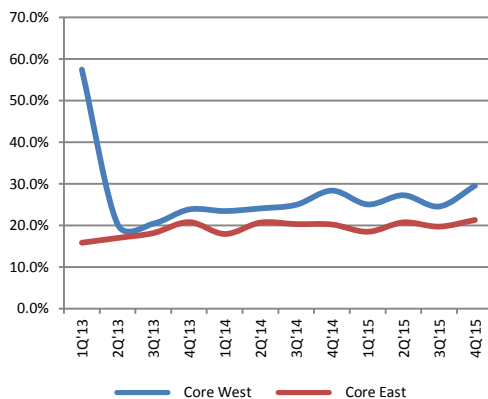
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer, Grajewo. EBITDA raportowana

Porównanie marż EBITDA Pfeiderer i Grajewa (Core East)



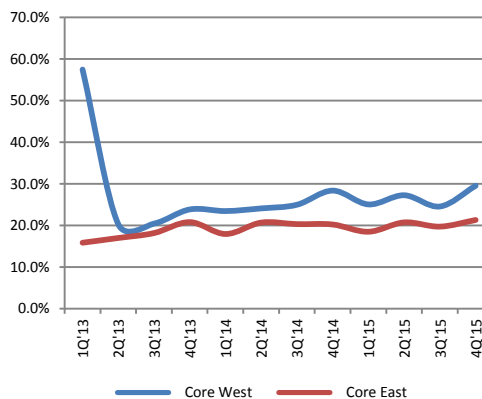
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer, Grajewo. EBITDA oczyszczona

Porównanie marż zysku brutto* Pfeiderer i Grajewa



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer, Grajewo- Core East. * zysku brutto ze sprzedaży.

Koszty SG&A*/przychody w Pfeiderer i w Grajewie

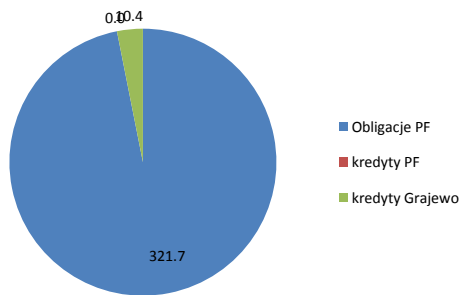


Źródło: BDM S.A., Pfeiderer, Grajewo- Core East. *- koszty sprzedaży i zarządu.

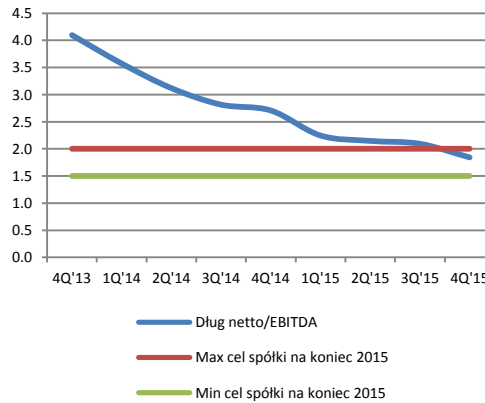
ZADŁUŻENIE

Obecnie główne zadłużenie spółki to obligacje wyemitowane przez Pfeiderer GmbH w czerwcu 2014 roku ze stałym kuponem 7,875% i zapadalne w sierpniu 2019 roku. Najbliższa opcja call pozwalająca na refinansowanie tego długu to sierpień 2016 roku. Kolejne są co rok. Oczekujemy, że spółka zrefinansuje to zadłużenie w sierpniu 2017 roku z uwagi na wysoka premię jaką musiałaby zapłacić w 2016 roku (ok. 104% nominału).

Struktura zadłużenia 4Q'15 [mln EUR]



Wskaźnik dług netto/EBITDA 4Q'13-4Q'15



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

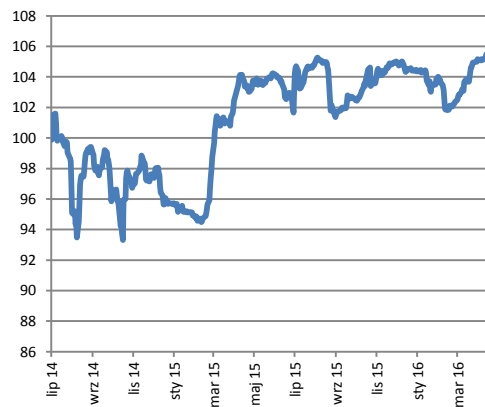
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

Podstawowe informacje o obligacjach Pfeiderer

Nominał mln EUR	321,68	
Kupon	7,875%	
Roczne odsetki mln EUR	25,33	
Obecny yield	6,0%	
Kowenant DN/EBITDA	3,0	
Opcje call	cena	premia [mln EUR]
sie-16	103,938%	12,67
sie-17	101,969%	6,33
sie-18	100,000%	0,00

Źródło: BDM S.A., Pfeiderer. DN- zadłużenie netto

Notowania obligacji Pfeiderer na giełdzie w Berlinie



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PROGNOZY NA 1Q'16 i 2016

Grajewo z sukcesem zakończyło ofertę publiczną na przejęcie niemieckiej części Pfeiderera (segment zachodni). Spółka konsoliduje te aktywa od 19 stycznia'16. W rezultacie wzrost skali biznesu jest znaczący. Porównując wyniki LFL (tak jakby konsolidacja przypadła na 1 stycznia'15) oczekujemy wzrostu skonsolidowanej oczyszczonej EBITDA do ok. 33 mln EUR (+12% r/r) przy nieznacznie niższych przychodach ze sprzedaży. Będą one wynikać głównie ze spadku cen żywic w części wschodniej (tanie chemikalia), braku wolumenów HDF (utracony kontrakt Grajewa z Ikeą) czy spadku cen płyt wiórowych (-5,6% r/r). Ceny płyty laminowanej (MFC), mimo niższych kosztów żywic są bardziej stabilne (-2,3% r/r), przez co wyniki części zachodniej, gdzie jej udział w sprzedaży jest bliski 50%, będą relatywnie lepsze niż na wschodzie. Część zachodnia ma również krótką pozycję w żywicach, które potaniały o ok. 12%, a także w swoich elektrociepłowniach zużywa gaz (-40% r/r), co będzie miało wyraźne odzwierciedlenie w wynikach. Grajewo z kolei zmagają się dodatkowo z brakiem wolumenów HDF (zakładamy -20% r/r spadek, podobnie jak w 3-4Q'15). Utraconą marżę uda się odrobić dzięki niższemu kosztowi drewna (-10% r/r) i chemii (-12% r/r). W związku z napływem płyty surowej ze wschodu zakładamy, że wzrósł udział sprzedaży wyżej marżowej płyty laminowanej. W rezultacie wzrost skonsolidowanej EBITDA będzie wynikał głównie z poprawy wyników w niedawno przejętej części zachodniej (EBITDA +27% r/r). W samym Grajewie oczekujemy porównywalnej, oczyszczonej EBITDA. Raportowane wyniki będą obciążone zdarzeniami jednorazowymi. Kalkulujemy ok. 5 mln EUR kosztów związanych z przejęciem niemieckich fabryk (reszta ma być kapitalizowana). Zarząd również informował o wyższej amortyzacji związanej z przeszacowaniem aktywów trwałych niemieckich fabryk do wartości godziwej.

Prognozy wyników na 1Q'2016 [mln EUR]

	dane raportowane								dane pro-forma (LFL)*					
	1Q'15	1Q'16P	zmiana r/r	2015	2016P	zmiana r/r	2017P	zmiana r/r	1Q'15	1Q'16P	zmiana r/r	2015	2016P	zmiana r/r
Przychody	96,2	217,8	126,4%	374,2	993,2	165,4%	1 046,3	5,3%	252,0	245,0	-2,8%	984,5	1 000,9	1,7%
<i>Zachód</i>	-	128,7	-	-	632,2	-	694,6	9,9%	164,5	162,6	-1,1%	651,3	666,2	2,3%
<i>Wschód</i>	96,2	89,1	-7,4%	374,2	361,0	-3,5%	380,5	5,4%	96,2	89,1	-7,4%	374,2	361,0	-3,5%
Zysk brutto	18,4	53,5	190,1%	74,9	256,4	242,1%	280,6	9,5%	59,0	62,6	6,2%	247,0	265,5	7,5%
EBITDA	12,5	23,9	91,4%	51,0	127,2	149,5%	153,6	20,8%	28,6	28,4	-0,6%	119,2	131,7	10,5%
<i>Zachód</i>	-	17,2	-	-	83,0	-	100,1	20,6%	16,1	21,7	35,0%	68,2	87,5	28,2%
<i>Wschód</i>	12,5	6,7	-46,3%	51,0	44,2	-13,3%	53,5	21,0%	12,5	6,7	-46,3%	51,0	44,2	-13,3%
EBITDA Adj.	12,8	28,9	125,6%	54,5	140,2	157,1%	153,6	9,6%	29,9	33,4	11,6%	132,3	144,7	9,3%
<i>Zachód</i>	-	17,2	-	-	91,0	-	100,1	10,0%	17,1	21,7	26,9%	77,8	95,5	22,7%
<i>Wschód</i>	12,8	11,7	-8,6%	54,5	49,2	-9,8%	53,5	8,7%	12,8	11,7	-8,6%	54,5	49,2	-9,8%
Zysk brutto	8,5	2,8	-67,0%	33,1	30,1	-9,2%	39,7	32,1%	8,3	2,8	-66,3%	36,7	30,1	-18,2%
Zysk netto	7,0	0,8	-88,1%	26,8	19,0	-29,3%	29,5	55,4%	3,0	0,8	-72,5%	10,4	19,0	82,0%
Marża zysku brutto	19,2%	24,6%		20,0%	25,8%		26,8%		23,4%	25,6%		25,1%	26,5%	
Marża EBITDA	13,3%	13,3%		14,6%	14,1%		14,7%		11,9%	13,6%		13,4%	14,5%	
<i>Zachód</i>		13,3%			14,4%		14,4%		10,4%	13,3%		11,9%	14,3%	
<i>Wschód</i>	13,3%	13,1%		14,6%	13,6%		14,1%		13,3%	13,1%		14,6%	13,6%	
Marża netto	7,2%	0,4%		7,2%	1,9%		2,8%		1,2%	0,3%		1,1%	1,9%	

Źródło: BDM S.A. *- dane LFL, gdyby aktywa Pfeiderer GmbH były konsolidowane od 1Q'15.

Oczekiwania zarządu vs BDM na 2016 rok

Na konferencji po wynikach 2015 roku zarząd przedstawił swoje oczekiwania odnośnie wzrostu przychodów (<10% r/r) i oczyszczonej EBITDA (>10%). Oczekiwania te kształtują się powyżej naszych prognoz zakładających wzrost sprzedaży o ok. 2% r/r i EBITDA adj. o ok 9% r/r. CAGR w latach 2011-2015 to spadek przychodów o 0,7% i wzrost EBITDA o ponad 8%.

Zmiana wybranych danych finansowych [r/r]- oczekiwania zarządu

	2016P			2013	2014	2015
	Zarząd	BDM				
Przychody	<10%	1,7%		-3,2%	3,9%	2,6%
EBITDA		10,5%		72,6%	29,9%	-1,8%
EBITDA adj.	>10%	9,3%		-0,8%	26,5%	10,6%

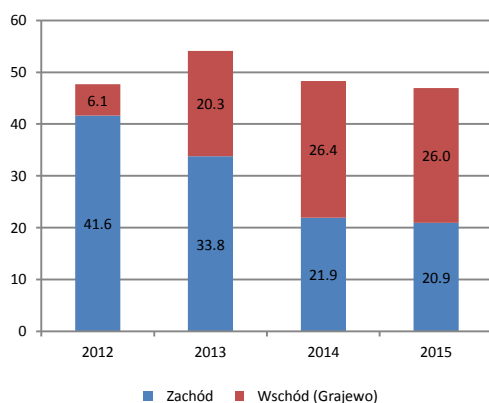
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

PROGRAM INWESTYCYJNY

W latach 2011-2013 nacisk na działania restrukturyzacyjne postawiono w części zachodniej Pfeleiderer. Na inwestycje wydano tam w tym okresie blisko 100 mln EUR wobec 34 mln EUR w Grajewie (część wschodnia). Od 2014 roku spółka skoncentrowała się na poprawie efektywności w Grajewie. W tym celu ogłosiła plan inwestycyjny w wysokości ok. 100 mln EUR na lata 2014-2017 (na 2016-2017 doszła nowa inwestycja w HDF o wartości ok. 10 mln EUR). Do końca 2015 zainwestowała w tym obszarze 52 mln EUR (22 mln EUR w 2014) przy 43 mln EUR w części zachodniej. W samym 2015 roku CAPEX w grupie Pfeleiderer sięgnął ok. 47 mln EUR z czego ok. 26 mln EUR w Grajewie, a 21 mln EUR w części zachodniej.

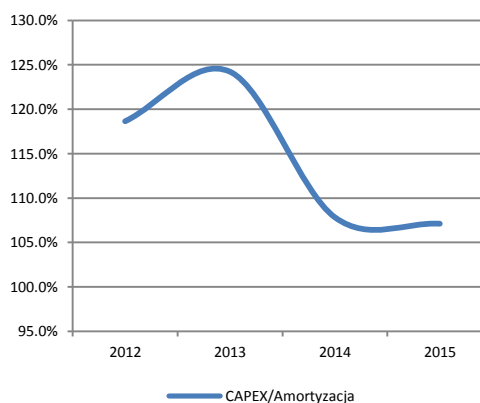
Plany na 2016 rok to CAPEX rzędu 50 mln EUR w całej grupie Pfeleiderer mniej więcej wydatkowany po połowie w kluczowych segmentach. Kluczowe inwestycje to rozbudowa mocy płyty laminowanej w Neumark i dokończenie inwestycji wzrostu mocy o ok. 100 tys. m³ płyty surowej w Grajewie, a także inwestycja w HDF (Grajewo) i konsolidacja IT (CW i CE).

CAPEX w latach 2012-2015 [mln EUR]



Źródło: BDM S.A., Pfeleiderer

CAPEX/Amortyzacja



Źródło: BDM S.A., Pfeleiderer

Część zachodnia (Core West)

Główny program inwestycyjny w części zachodniej został zrealizowany w latach 2011-2013 (ok. 100 mln EUR). Dotyczyły one w szczególności modernizacji linii w największej fabryce Neumark (30 mln EUR), budowy linii do produkcji blatów w Arnsberg (6,8 mln EUR) czy eliminacji „wąskich gardeł” produkcyjnych poprawiających efektywność i zwiększających moce produkcyjne (projekt KRAFT). Obecnie CAPEX w części zachodniej jest mniejszy niż w Grajewie i dotyczy głównie rozbudowy mocy w Neumark (nowa pilarka) o ok. 100 tys. m³ płyty (2H'16), a także konsolidacji IT.

Część Wschodnia (Core East)

Na konferencji po 2013 roku spółka zapowiedziała program inwestycyjny na lata 2014-2017 w wysokości 390 mln PLN (ok. 95 mln EUR), który ma przynieść ok. 115 mln PLN efektów (w relacji do 156 mln PLN EBITDA w 2013 roku), co spółka potwierdzała na kolejnych konferencjach.

W 2014 roku Grajewo wydało na inwestycje ok. 114 mln PLN. Skonsolidowana EBITDA wzrosła o ok. 40 mln PLN, a główną przyczyną poprawy były inwestycje przeprowadzone w latach 2013-2014. W 2015 roku inwestycje sięgnęły 112 mln PLN przy wzroście oczyszczonej EBITDA o ponad 20 mln PLN. Kolejne 50-60 mln PLN efektów spółka ma zrealizować do 2017-2018 roku (perspektywa nawet 270 mln PLN EBITDA).

W 4Q'15 spółka w związku z utratą kluczowego kontraktu na HDF z Ikeą poinformowała o inwestycji w nową linię do lakierowania, formatyzkę i szlifierkę, co pozwoli przywrócić utracone wolumeny sprzedaży. Koszt inwestycji to ok. 42 mln PLN (ok. 10 mln EUR), a jej rozruch planowany jest pod koniec 2016 roku.

W 2015 roku spółka wydała na inwestycje ok. 112 mln PLN (26 mln EUR) wobec 114 mln PLN w 2014 i 66 mln PLN w 2013 roku. Główne inwestycje dotyczyły kotła biomasowego i linii do produkcji blatów w Wieruszowie czy nowej linii HDF w Grajewie. W sprawozdaniu rocznym plan na 2016 rok zakłada ok. 105 mln PLN nakładów (ok. 25 mln EUR) głównie na dokończenie inwestycji w HDF, inwestycji w płytę wiórową Grajewo/Wieruszów czy linii do oklejania blatów (zakończona w lutym'16).

Główne inwestycje zrealizowane i planowane w Grajewie- Core East [mln PLN]

	2015			2016P	
	plan	realizacja	główne inwestycje	plan	główne inwestycje
Prospan	61,8	51,9	kocioł na biomasę, modernizacja linii do oklejania blatów	37,0	modernizacja linii do oklejania blatów, podgrzewanie kobierca
Silekol	2,9	3,5	-	7,5	modernizacja
MDF Grajewo	17,0	24,2	modernizacja ciągów	35,8	Przywrócenie mocy HDF
Grajewo	26,9	31,3	III faza modyfikacji linii do pozyskiwania drewna	24,5	wspólny IT system
			odpadowego, nowy system IT		
RAZEM	108,6	110,9		104,8	

Źródło: BDM S.A., sprawozdania roczne Grajewa

Synergie

Zarząd określił możliwe do uzyskania synergie po połączeniu segmentów w wysokości do 30 mln EUR od końca 2018 roku, co uważamy za cel dość ambitny ale osiągalny. Wcześniej (początek 2015), przy okazji informacji o integracji Pfleiderer i Grajewo zarząd wskazywał na efekty synergii w wysokości ok. 15 mln EUR. Większe efekty mają być zrealizowane m.in. dzięki nowemu systemowi IT (CAPEX ok. 6 mln EUR), dyscyplinie kosztowej (przeniesienie części miejsc pracy z Niemiec do Polski), jednej kolekcji dekorów czy kontroli przepływów pieniężnych. Docelowe 30 mln EUR to 3 pkt. procentowe poprawy marży EBITDA (w relacji do 2014 roku). Tyle też zakładamy w naszych prognozach (marża EBITDA w okolicach 15% wobec 13,4% w 2015 roku i 12,5% w 2014 roku).

Na konferencji po wynikach 2015 roku zarząd poinformował, że zrealizował już 6,5 mln EUR planowanych synergii. Do końca 2016 roku efekty synergii mają sięgnąć więcej niż 10 mln EUR narastająco (>3,5 mln EUR samych synergii w roku wobec oczekiwanego przez nas wzrostu oczyszczonej EBITDA o ok. 12 mln EUR). Pierwotnie, w procesie RE-IPO zarząd informował o 10 mln EUR do końca 2016 roku i proporcjonalnie w następnych latach.

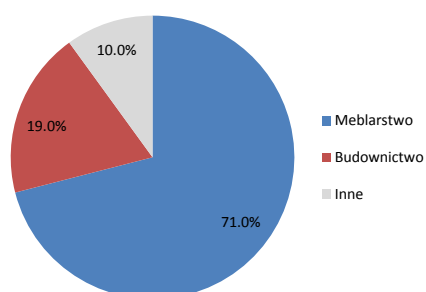
OTOCZENIE RYNKOWE- AKTUALIZACJA

Otoczenie makroekonomiczne

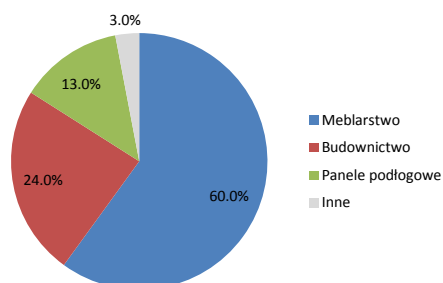
Płyty drewnopochodne trafiają głównie do przemysłu meblowego (ok. 60%) i budowlanego (24%). W ostatnich miesiącach na głównych rynkach działalności spółki (Niemcy, Polska) utrzymuje się bardzo dobra koniunktura w tym obszarze.

Produkcja sprzedana mebli w Polsce w 1Q'16 wzrosła o 11,5% po ponad 8% r/r wzroście w 2015 roku. W Niemczech dynamika produkcji sprzedanej mebli wyraźnie przyspieszyła. W okresie styczeń-luty'16 wzrosła o 5,7% r/r wobec 5,9% r/r w 2015 roku (najlepiej od 8 lat!). Niskie stopy procentowe wypychają gotówkę w rynek mieszkaniowy. W Polsce pozwolenia na budowę wzrosły w 1Q'16 o 8% r/r, a w Niemczech w styczniu'16 o ponad 30% r/r po wzroście o ponad 20% r/r w listopadzie-grudniu'15. Statystyki rynku mieszkaniowego w Polsce wskazywały, że 4Q'15 i 1Q'16 to drugie w historii najlepsze kwartały.

Struktura sprzedaży HPL/CTL 2014 (DACH/Polska)

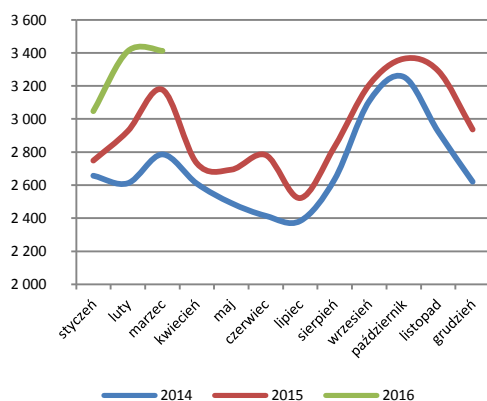


Struktura sprzedaży płyt drewnopochodnych (DACH/Polska)



Źródło: BDM S.A., Pfleiderer

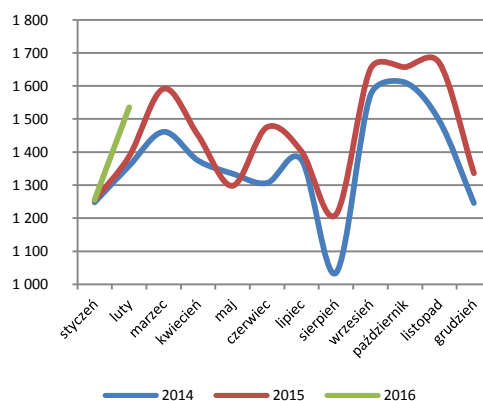
Produkcja sprzedana mebli w Polsce [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., GUS.

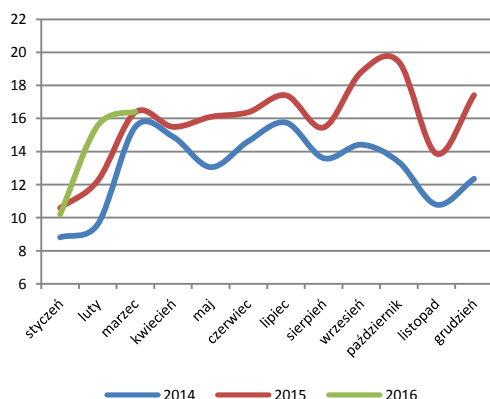
Źródło: BDM S.A., Pfleiderer.

Produkcja sprzedana mebli w Niemczech [mln EUR]



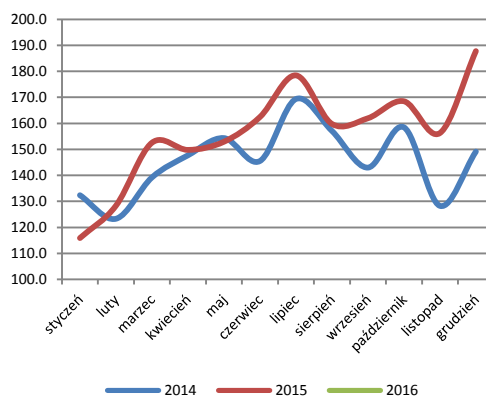
Źródło: BDM S.A., destatis.de

Pozwolenia na budowę mieszkań w Polsce [tys. szt.]



Źródło: BDM S.A., GUS.

Pozwolenia na budowę mieszkań w Niemczech



Źródło: BDM S.A., Eurostat. 2010=100

Rynek płyt drewnopochodnych

W latach 2012-2015 polski rynek płyt wiórowych surowych rósł przeciętnie o 3,3% r/r, a w DACH (kraje niemieckojęzyczne) o 0,4% r/r. Natomiast rynek produktów laminowanych wzrastał średniorocznie o 3,4% r/r w Polsce spadając w DACH o 0,2% r/r. Na lata 2016-2017 prognozowany jest dalszy wzrost rynku w tempie <3% dla płyty wiórowej surowej w Polsce i 1-2% r/r w rejonie DACH. Produkty laminowane mają wzrastać o ponad 3% r/r w Polsce i <3% r/r w DACH.

Rynek płyt drewnopochodnych w Polsce i Niemczech 2012-2017P

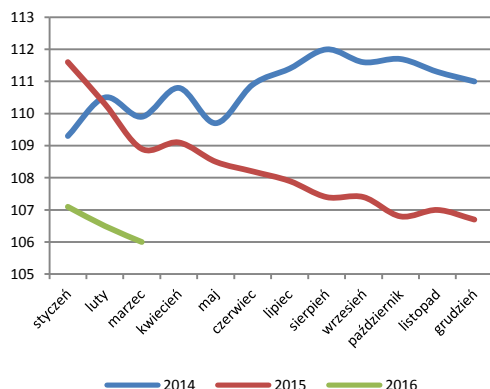
	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	CAGR 2012-2015	CAGR 2014-2017
Rynek polski								
plyta surowa [mln m3]	1,64	1,68	1,75	1,81	1,85	1,90		
plyta laminowana (MFC) [mln m3]	1,92	1,95	2,04	2,12	2,19	2,25		
plyta MDF/HDF [mln m3]	1,03	1,04	1,07	1,11	1,13	1,15		
HPL/CPL [mln m2]	-	-	7,4	7,6	7,8	8,0		
rynek DACH								
plyta surowa [mln m3]	3,71	3,67	3,73	3,75	3,84	3,89		
plyta laminowana (MFC) [mln m3]	3,11	2,99	3,03	3,09	3,18	3,27		
plyta MDF/HDF [mln m3]	3,5	3,39	3,32	3,26	3,2	3,14		
HPL/CPL [mln m2]	-	-	75,1	75,3	75,8	76,4		
zmiana r/r								
Rynek polski								
plyta surowa [mln m3]		2,4%	4,2%	3,4%	2,2%	2,7%	3,3%	2,8%
plyta laminowana (MFC) [mln m3]		1,6%	4,6%	3,9%	3,3%	2,7%	3,4%	3,3%
plyta MDF/HDF [mln m3]		1,0%	2,9%	3,7%	1,8%	1,8%	2,5%	2,4%
HPL/CPL [mln m2]		-	-	2,7%	2,6%	2,6%	-	2,6%
rynek DACH								
plyta surowa [mln m3]		-1,1%	1,6%	0,5%	2,4%	1,3%	0,4%	1,4%
plyta laminowana (MFC) [mln m3]		-3,9%	1,3%	2,0%	2,9%	2,8%	-0,2%	2,6%
plyta MDF/HDF [mln m3]		-3,1%	-2,1%	-1,8%	-1,8%	-1,9%	-2,3%	-1,8%
HPL/CPL [mln m2]		-	-	0,3%	0,7%	0,8%	-	0,6%

Źródło: BDM S.A., B+L Markdaten GmbH za Pfeleiderer (wrzesień'15)

Ceny płyt drewnopochodnych

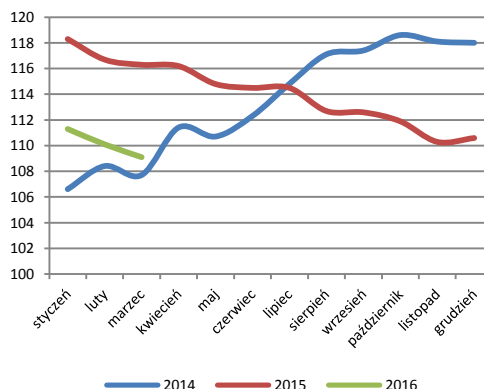
W ostatnich miesiącach na rynku płyt drewnopochodnych utrzymuje się trend spadkowy, co związane jest głównie z presją wywieraną przez producentów ze wschodu. W rezultacie spadki cen dotyczą tylko produktów podstawowych jak płyta wiórowa surowa, MDF czy OSB. Na rynku niemieckim ceny płyt wiórowych surowych w 1Q'16 były niższe o 5,9% r/r. Ceny MFC, podstawowego produktu w spółce są niższe o 2,1% r/r. Notowania MDF spadają o ok. 0,9% r/r, natomiast HDF rosną o 1,1% r/r. W kolejnych okresach w związku z utrzymywaniem się dobrej koniunktury i mniejszą presją ze wschodu zakładamy lekki wzrost notowań (w całym 2016 roku ceny surowej 0% r/r, ceny MFC +1% r/r, MDF/HDF +1-2% r/r).

Indeks cen płyt drewnopochodnych w Niemczech



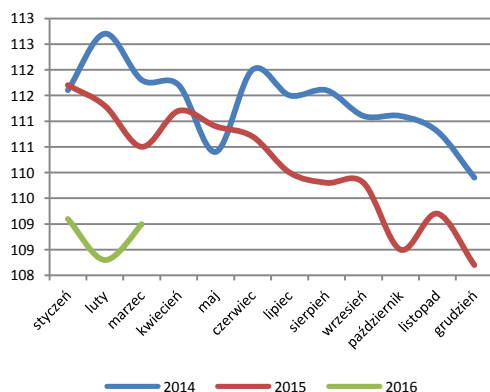
Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100. Ogółem płyty

Indeks cen płyty wiórowej surowej w Niemczech



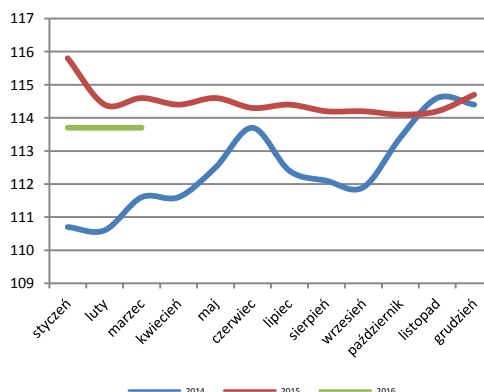
Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100

Indeks cen płyty laminowanej (MFC) w Niemczech



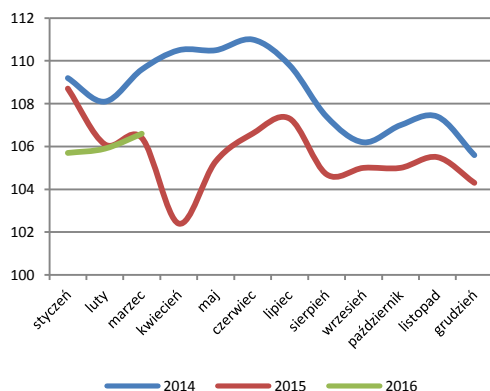
Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100

Indeks cen płyty HDF w Niemczech

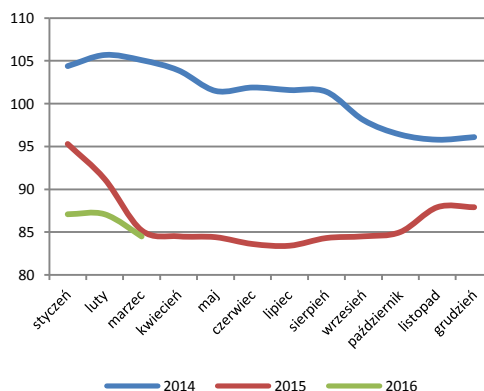


Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100

Indeks cen płyty MDF w Niemczech



Indeks cen płyty OSB/MFP w Niemczech

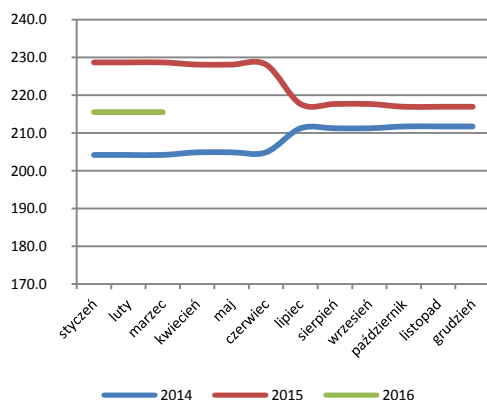


Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100

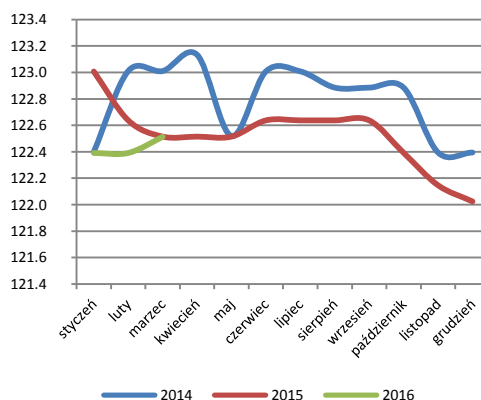
Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100

Ceny kluczowych surowców

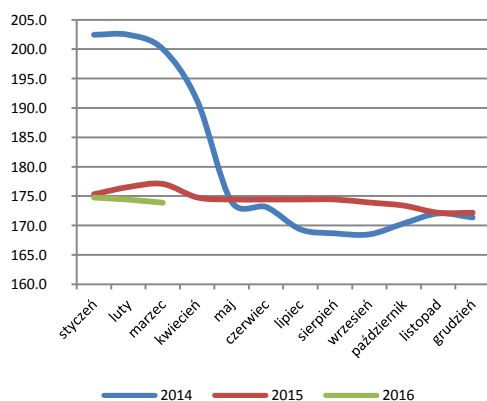
Sytuacja surowcowa powinna wspierać wyniki spółki w 2016 roku, tak jak w minionych okresach. Ceny drewna okrągłego w Polsce na 1Q'16 są niższe o przynajmniej 5,8% r/r. Grajewo w dużej mierze (ponad 50% wolumenu) korzysta z drewna poużytkowego, gdzie spadki cen są większe. Również w tym obszarze nie widzimy zagrożeń obserwując cenniki na rynku niemieckim.

Średnie ceny drewna okrągłego w Polsce [PLN/m³]

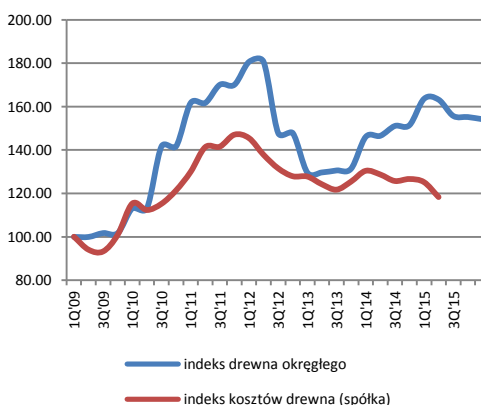
Źródło: BDM S.A. Rynek Drzewny, e-drewno, GUS.

Indeks cen drewna okrągłego w Niemczech

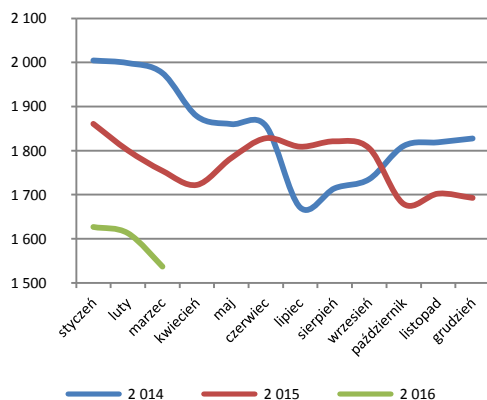
Źródło: BDM S.A. destatis.de. 2010=100

Indeksy cen drewna odpadowego w Niemczech

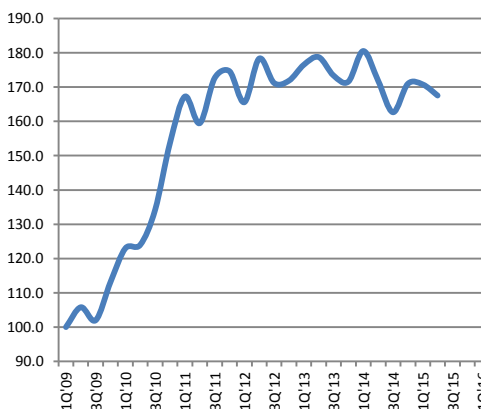
Źródło: BDM S.A. destatis.de. 2005=100

Indeks cen drewna okrągłego vs kosztów Grajewo*

Źródło: BDM S.A., Grajewo. *- 1Q'09=100

Ceny klejów* [PLN/t]

Źródło: BDM S.A. Grupa Azoty, spółka. ** - 50% metanol,

Indeks kosztów klejów Grajewo*

Źródło: BDM S.A., Grajewo. *- 1Q'09=100

38% mocznik, 12% melamina

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Główne założenia do prognoz

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Wolumeny sprzedaży												
Płyta surowa km3	951	982	1 003	1 032	1 042	1 023	1 004	986	967	949	930	912
Core West	476	491	517	565	593	593	593	593	593	593	593	593
Core East	475	491	486	468	449	431	412	393	375	356	338	319
MDF/HDF km3	471	469	468	484	492	492	492	492	492	492	492	492
Core West	315	342	342	342	342	342	342	342	342	342	342	342
Core East	157	127	126	142	150	150	150	150	150	150	150	150
MFC (laminowana) km2	124 976	127 332	126 208	126 804	129 726	130 806	131 887	132 967	134 047	135 128	136 208	137 288
Core West	89 472	90 092	88 364	87 879	89 721	89 721	89 721	89 721	89 721	89 721	89 721	89 721
Core East	35 504	37 240	37 844	38 924	40 005	41 085	42 165	43 246	44 326	45 406	46 487	47 567
HDF lakierowany km2	28 546	31 760	26 751	30 280	31 962	31 962	31 962	31 962	31 962	31 962	31 962	31 962
Core West												
Core East	28 546	31 760	26 751	30 280	31 962	31 962	31 962	31 962	31 962	31 962	31 962	31 962
MFP i szalunkowa km3	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Core West												
Core East	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
HPL km2	27 920	27 920	29 665	31 410	33 155	33 155	33 155	33 155	33 155	33 155	33 155	33 155
Core West	27 920	27 920	29 665	31 410	33 155	33 155	33 155	33 155	33 155	33 155	33 155	33 155
Core East												
Żywice kton	172	208	210	208	207	207	207	207	207	207	207	207
Core West												
Core East	172	208	210	208	207	207	207	207	207	207	207	207
Wykorzystanie mocy												
Płyta surowa	95%	96%	92%	93%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Core West	94%	95%	90%	92%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Core East	96%	96%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
MDF/HDF	91%	95%	89%	93%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Core West	87%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Core East	97%	94%	80%	90%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
MFC (laminowana)	89%	90%	89%	90%	92%	93%	94%	94%	95%	96%	97%	98%
Core West	99%	100%	98%	97%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
Core East	75%	75%	76%	78%	80%	83%	85%	87%	89%	91%	94%	96%
HDF lakierowany	90%	104%	80%	91%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%
Core West												
Core East	90%	104%	80%	91%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%
MFP i szalunkowa	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Core West												
Core East	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
HPL km2	80%	80%	85%	90%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Core West	80%	80%	85%	90%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Core East												
Żywice kton	84%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Core West												
Core East	84%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Średnie ceny produktów												
PB surowa EUR/m3	151,0	147,4	147,3	148,8	150,3	151,8	153,3	154,8	156,4	157,9	159,5	161,1
MFC EUR/m2	3,3	3,3	3,3	3,4	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9	4,0
HDF EUR/m3	248,0	252,5	257,6	262,7	268,0	273,3	278,8	284,4	290,1	295,9	301,8	307,8
HDF lakier EUR/m2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
MDF EUR/m3	212,0	209,3	211,6	213,7	215,9	218,0	220,2	222,4	224,6	226,9	229,1	231,4
MFP/Szalunkowa EUR/m3	196,0	167,7	168,5	171,8	175,3	178,8	182,3	186,0	189,7	193,5	197,4	201,3
HPL EUR/m2	5,5	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9	6,0	6,2	6,3	6,4	6,5	6,7
Żywice PLN/t	1 507,2	1 464,3	1 281,3	1 403,6	1 443,9	1 553,2	1 553,2	1 553,2	1 553,2	1 553,2	1 553,2	1 553,2
Energia EUR/MWh	34,9	33,6	36,3	37,0	37,7	38,5	39,2	40,0	40,8	41,6	42,5	43,3
Średnie ceny surowców												
Drewno												
Core West EUR/m3	52,9	52,7	52,6	53,7	54,7	55,8	57,0	58,1	59,3	60,4	61,6	62,9
Core East PLN/m3	180,3	165,3	157,6	160,7	164,0	167,2	170,6	174,0	177,5	181,0	184,6	188,3
ceny okrągłego- sosna	208,0	222,8	212,5	216,7	221,0	225,5	230,0	234,6	239,3	244,1	248,9	253,9
Żywice EUR/t	327,4	318,2	270,7	292,0	300,4	323,1	323,1	323,1	323,1	323,1	323,1	323,1
Papier EUR/t	238,8	238,8	238,8	238,8	238,8	238,8	238,8	238,8	238,8	238,8	238,8	238,8
Energia												
Core West (gaz EUR/1000m3)	171,3	163,8	99,3	117,9	117,3	138,7	161,9	161,9	161,9	161,9	161,9	161,9
Core East (e.e. PLN/MWh)	169,8	169,8	173,2	176,7	180,2	183,8	187,5	191,3	195,1	199,0	203,0	207,0
Średnie kursy walut												
EUR/PLN	4,19	4,18	4,30	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37
USD/PLN	3,16	3,77	3,81	3,77	3,70	3,62	3,62	3,62	3,62	3,62	3,62	3,62

Źródło: BDM S.A. Prognozy BDM. km3- tys. m3, km2- tys. m2, kton- tys. ton

Struktura przychodów ze sprzedaży [mln EUR]

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	959,9	984,5	1 001,3	1 046,3	1 091,3	1 114,1	1 134,1	1 154,5	1 175,4	1 196,8	1 218,7	1 241,1
Core West	626,8	651,3	666,2	694,6	729,1	741,9	755,0	768,3	781,8	795,6	809,7	824,1
MFC (lam. i lakier HDF)	295,3	295,0	292,1	296,3	308,6	314,8	321,1	327,5	334,0	340,7	347,5	354,5
HPL	153,9	154,4	165,6	178,9	192,6	196,5	200,4	204,4	208,5	212,7	216,9	221,3
plyta surowa +MFP	71,8	72,4	76,1	84,0	89,0	89,9	90,8	91,7	92,6	93,6	94,5	95,5
MDF/HDF surowa	66,8	71,6	72,4	73,1	73,8	74,6	75,3	76,1	76,8	77,6	78,4	79,1
Inne	39,1	57,9	60,0	62,3	65,0	66,2	67,4	68,6	69,8	71,1	72,4	73,7
Core East	363,8	374,0	361,3	380,5	392,8	405,1	412,0	419,2	426,5	434,1	441,9	450,0
MFC (lam. i lakier HDF)	146,3	154,1	152,5	162,8	171,6	178,8	186,3	193,9	201,8	210,0	218,4	227,0
plyta surowa +MFP	91,4	89,1	88,4	86,7	85,0	83,2	81,4	79,5	77,6	75,6	73,6	71,6
MDF/HDF surowa	38,8	32,2	32,3	37,3	40,2	41,0	41,8	42,6	43,5	44,4	45,2	46,2
Inne	87,4	98,7	88,1	93,6	96,0	102,1	102,6	103,1	103,6	104,1	104,7	105,2
żyłwice	61,9	72,7	62,6	66,7	68,3	73,4	73,4	73,4	73,4	73,4	73,4	73,4
inne	25,5	26,0	25,5	26,9	27,8	28,6	29,1	29,6	30,1	30,7	31,2	31,8
wyłączenia	-30,7	-40,8	-26,2	-28,9	-30,6	-32,9	-32,9	-32,9	-32,9	-32,9	-32,9	-32,9

Udział w sprzedaży segmentów												
Core West	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
MFC (lam. i lakier HDF)	47,1%	45,3%	43,8%	42,7%	42,3%	42,4%	42,5%	42,6%	42,7%	42,8%	42,9%	43,0%
HPL	24,5%	23,7%	24,9%	25,8%	26,4%	26,5%	26,5%	26,6%	26,7%	26,7%	26,8%	26,9%
plyta surowa +MFP	11,5%	11,1%	11,4%	12,1%	12,2%	12,1%	12,0%	11,9%	11,8%	11,8%	11,7%	11,6%
MDF	10,7%	11,0%	10,9%	10,5%	10,1%	10,1%	10,0%	9,9%	9,8%	9,8%	9,7%	9,6%
Inne	6,2%	8,9%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%
Core East	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
MFC (lam. i lakier HDF)	40,2%	41,2%	42,2%	42,8%	43,7%	44,1%	45,2%	46,3%	47,3%	48,4%	49,4%	50,4%
plyta surowa +MFP	25,1%	23,8%	24,5%	22,8%	21,6%	20,5%	19,8%	19,0%	18,2%	17,4%	16,7%	15,9%
HDF surowa	10,7%	8,6%	8,9%	9,8%	10,2%	10,1%	10,1%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,3%
Inne	24,0%	26,4%	24,4%	24,6%	24,4%	25,2%	24,9%	24,6%	24,3%	24,0%	23,7%	23,4%
żyłwice	17,0%	19,4%	17,3%	17,5%	17,4%	18,1%	17,8%	17,5%	17,2%	16,9%	16,6%	16,3%
inne	7,0%	6,9%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%

Udział w skonsolidowanej sprzedaży												
MFC (lam. i lakier HDF)	46,0%	45,6%	44,4%	43,9%	44,0%	44,3%	44,7%	45,2%	45,6%	46,0%	46,4%	46,9%
HPL	16,0%	15,7%	16,5%	17,1%	17,7%	17,6%	17,7%	17,7%	17,7%	17,8%	17,8%	17,8%
plyta surowa +MFP	17,0%	16,4%	16,4%	16,3%	15,9%	15,5%	15,2%	14,8%	14,5%	14,1%	13,8%	13,5%
MDF/HDF surowa	11,0%	10,5%	10,5%	10,6%	10,4%	10,4%	10,3%	10,3%	10,2%	10,2%	10,1%	10,1%
Inne	13,2%	15,9%	14,8%	14,9%	14,8%	15,1%	15,0%	14,9%	14,8%	14,6%	14,5%	14,4%
wyłączenia	-3,2%	-4,1%	-2,6%	-2,8%	-2,8%	-3,0%	-2,9%	-2,8%	-2,8%	-2,7%	-2,7%	-2,7%

Źródło: BDM S.A. Prognozy BDM. lam.- płyta laminowana, lakier HDF- lakierowana płyta HDF. MFP- płyta szalunkowa

Wybrane dane finansowe [mln EUR]- segmenty (pro forma)

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	959,9	984,5	1 000,9	1 046,3	1 091,3	1 114,1	1 134,1	1 154,5	1 175,4	1 196,8	1 218,7	1 241,1
Core West	626,8	651,3	666,2	694,6	729,1	741,9	755,0	768,3	781,8	795,6	809,7	824,1
Core East	363,9	374,2	361,0	380,5	392,8	405,1	412,0	419,2	426,5	434,1	441,9	450,0
wylączenia	-30,8	-41,0	-26,2	-28,9	-30,6	-32,9	-32,9	-32,9	-32,9	-32,9	-32,9	-32,9
Zysk brutto ze sprzedaży	229,6	248,1	265,5	280,6	312,3	313,9	318,2	326,8	331,2	335,1	338,8	342,4
Core West	157,8	173,1	187,4	197,5	225,7	226,5	231,0	237,5	239,8	241,5	243,0	244,2
Core East	73,2	75,0	78,1	83,1	86,6	87,4	87,2	89,3	91,4	93,6	95,8	98,2
EBITDA	121,4	119,2	131,7	153,6	173,7	167,1	164,4	166,5	164,7	162,8	160,7	158,6
Core West	74,1	68,2	87,5	100,1	117,8	112,3	111,1	112,4	109,7	106,9	103,9	100,6
Core East	47,0	51,0	44,2	53,5	55,8	54,9	53,3	54,1	55,0	55,9	56,9	57,9
EBITDA Adj.	119,6	132,3	144,7	153,6	173,7	167,1	164,4	166,5	164,7	162,8	160,7	158,6
Core West	70,6	77,8	95,5	100,1	117,8	112,3	111,1	112,4	109,7	106,9	103,9	100,6
Core East	49,0	54,5	49,2	53,5	55,8	54,9	53,3	54,1	55,0	55,9	56,9	57,9
EBIT	76,6	75,4	67,7	88,7	112,9	110,2	110,6	115,3	115,6	115,4	114,9	114,1
Core West	43,0	36,5	40,5	53,6	75,8	73,8	75,5	79,2	78,6	77,4	75,8	74,0
Core East	33,2	38,9	27,2	35,1	37,1	36,4	35,1	36,0	37,0	38,0	39,0	40,1
Zysk brutto	41,7	36,7	30,1	39,7	87,9	85,9	90,7	97,9	102,5	106,6	108,9	112,4
Zysk netto	19,1	10,4	19,0	29,5	64,6	63,1	66,5	71,8	75,2	78,4	80,1	82,9
<i>Marża zysku brutto</i>	<i>23,9%</i>	<i>25,2%</i>	<i>26,5%</i>	<i>26,8%</i>	<i>28,6%</i>	<i>28,2%</i>	<i>28,1%</i>	<i>28,3%</i>	<i>28,2%</i>	<i>28,0%</i>	<i>27,8%</i>	<i>27,6%</i>
<i>Core West</i>	<i>25,2%</i>	<i>26,6%</i>	<i>28,1%</i>	<i>28,4%</i>	<i>31,0%</i>	<i>30,5%</i>	<i>30,6%</i>	<i>30,9%</i>	<i>30,7%</i>	<i>30,4%</i>	<i>30,0%</i>	<i>29,6%</i>
<i>Core East</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,0%</i>	<i>21,6%</i>	<i>21,8%</i>	<i>22,0%</i>	<i>21,6%</i>	<i>21,2%</i>	<i>21,3%</i>	<i>21,4%</i>	<i>21,6%</i>	<i>21,7%</i>	<i>21,8%</i>
<i>Marża EBITDA Adj.</i>	<i>12,5%</i>	<i>13,4%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,7%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,0%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,0%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,2%</i>	<i>12,8%</i>
<i>Core West</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,9%</i>	<i>14,3%</i>	<i>14,4%</i>	<i>16,2%</i>	<i>15,1%</i>	<i>14,7%</i>	<i>14,6%</i>	<i>14,0%</i>	<i>13,4%</i>	<i>12,8%</i>	<i>12,2%</i>
<i>Core East</i>	<i>13,5%</i>	<i>14,6%</i>	<i>13,6%</i>	<i>14,1%</i>	<i>14,2%</i>	<i>13,5%</i>	<i>12,9%</i>	<i>12,9%</i>	<i>12,9%</i>	<i>12,9%</i>	<i>12,9%</i>	<i>12,9%</i>
<i>Marża brutto</i>	<i>4,3%</i>	<i>3,7%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,8%</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,9%</i>	<i>9,1%</i>
<i>Marża netto</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,8%</i>	<i>5,9%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,7%</i>
zmiana r/r												
Przychody	3,9%	2,6%	1,7%	4,5%	4,3%	2,1%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Core West	2,9%	3,9%	2,3%	4,3%	5,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Core East	4,2%	2,8%	-3,5%	5,4%	3,2%	3,1%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
wylączenia												
EBITDA Adj.	26,5%	10,6%	9,3%	6,1%	13,1%	-3,8%	-1,6%	1,3%	-1,1%	-1,2%	-1,3%	-1,3%
Core West	32,2%	10,2%	22,7%	4,8%	17,7%	-4,7%	-1,1%	1,2%	-2,4%	-2,6%	-2,8%	-3,1%
Core East	23,7%	11,3%	-9,8%	8,7%	4,4%	-1,7%	-2,8%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%

Źródło: BDM S.A. Prognozy BDM

Bilans [mln EUR]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	646,4	644,0	761,1	750,5	733,0	719,6	710,0	703,8	700,5	699,7	700,0	701,0
Wartości niematerialne i prawne	240,5	242,0	241,4	241,4	241,4	241,4	241,4	241,4	241,4	241,4	241,4	241,4
Rzeczowe aktywa trwałe	380,4	375,6	491,6	479,7	460,9	446,9	436,7	429,9	426,0	424,6	424,4	424,6
Aktywa obrotowe	231,2	255,2	277,6	259,0	278,3	315,1	301,6	322,5	305,6	287,0	287,1	268,2
Zapasy	95,5	94,2	97,7	101,7	106,1	108,3	110,3	112,2	114,3	116,4	118,5	120,7
Należności handlowe	78,2	47,6	63,2	87,2	90,9	92,8	94,5	96,2	98,0	99,7	101,6	103,4
Środki pieniężne i ekwiwalenty	54,4	86,8	88,3	40,5	50,4	82,4	64,7	81,3	60,1	37,1	32,5	8,9
Aktywa razem	877,6	899,2	1 038,7	1 009,5	1 011,3	1 034,7	1 011,6	1 026,3	1 006,1	986,8	987,1	969,2
Kapitał (fundusz) własny j. dom.	219,5	227,2	416,9	433,1	477,1	495,0	517,3	542,5	567,5	593,2	618,5	645,3
Kapitał (fundusz) podstawowy	30,0	30,0	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	217,8	224,3	284,0	300,2	344,1	362,1	384,4	409,6	434,6	460,3	485,5	512,3
w tym zysk (strata) netto okresu	19,1	10,4	19,0	29,5	64,6	63,1	66,5	71,8	75,2	78,4	80,1	82,9
Udziały mniejszości	43,3	55,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	411,1	403,8	414,6	395,5	346,7	348,6	300,0	301,0	252,5	204,1	175,7	127,3
finansowe	325,4	314,6	321,7	300,0	250,0	250,0	200,0	200,0	150,0	100,0	70,0	20,0
Zobowiązania krótkoterminowe	203,7	212,4	207,2	180,8	187,4	191,1	194,3	182,7	186,1	189,5	193,0	196,6
handlowe	129,9	177,5	172,4	145,3	151,6	154,7	157,5	160,4	163,3	166,2	169,3	172,4
finansowe	52,8	15,8	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	877,6	899,2	1 038,7	1 009,5	1 011,3	1 034,7	1 011,6	1 026,3	1 006,1	986,8	987,1	969,2

Rachunek zysków i strat [mln EUR]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	959,9	984,5	1000,9	1046,3	1091,3	1114,1	1134,1	1154,5	1175,4	1196,8	1218,7	1241,1
Koszty produktów, tow. i materiałów	730,3	737,5	735,4	765,7	779,0	800,2	815,9	827,7	844,3	861,7	879,9	898,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	229,6	247,0	265,5	280,6	312,3	313,9	318,2	326,8	331,2	335,1	338,8	342,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	166,9	170,5	184,8	192,0	199,4	203,7	207,6	211,5	215,6	219,7	224,0	228,3
Zysk (strata) na sprzedaży	62,7	76,5	80,7	88,7	112,9	110,2	110,6	115,3	115,6	115,4	114,9	114,1
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	13,9	-1,1	-13,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	121,4	119,2	131,7	153,6	173,7	167,1	164,4	166,5	164,7	162,8	160,7	158,6
EBITDA oczyszczona	119,6	132,3	144,7	153,6	173,7	167,1	164,4	166,5	164,7	162,8	160,7	158,6
EBIT	76,6	75,4	67,7	88,7	112,9	110,2	110,6	115,3	115,6	115,4	114,9	114,1
Saldo działalności finansowej	-34,9	-38,7	-37,6	-48,9	-24,9	-24,3	-19,9	-17,4	-13,0	-8,8	-6,0	-1,7
Zysk (strata) brutto	41,7	36,7	30,1	39,7	87,9	85,9	90,7	97,9	102,5	106,6	108,9	112,4
Zysk (strata) netto	19,1	10,4	19,0	29,5	64,6	63,1	66,5	71,8	75,2	78,4	80,1	82,9

CF [mln EUR]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	107,2	132,0	98,1	89,1	147,4	144,5	140,0	139,7	137,2	134,4	131,9	129,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-25,6	-43,5	-50,0	-53,0	-42,0	-42,9	-43,7	-44,4	-45,2	-46,0	-45,6	-44,8
Przepływy z działalności finansowej	-60,5	-55,9	-46,7	-83,9	-95,6	-69,5	-114,1	-78,6	-113,3	-111,4	-90,9	-107,8
Przepływy pieniężne netto	21,1	32,7	1,4	-47,8	9,9	32,1	-17,7	16,6	-21,2	-23,0	-4,5	-23,6
Środki pieniężne na początek okresu	27,4	54,4	86,8	88,3	40,5	50,4	82,4	64,7	81,3	60,1	37,1	32,5
Środki pieniężne na koniec okresu	54,4	86,8	88,3	40,5	50,4	82,4	64,7	81,3	60,1	37,1	32,5	8,9

Źródło: BDM S.A. Dane i wskaźniki pro forma. Prognozy BDM

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	2,6%	1,7%	4,5%	4,3%	2,1%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
EBITDA adj. zmiana r/r	10,6%	9,3%	6,1%	13,1%	-3,8%	-1,6%	1,3%	-1,1%	-1,2%	-1,3%	-1,3%
EBIT zmiana r/r	-1,6%	-10,2%	31,0%	27,3%	-2,4%	0,4%	4,2%	0,3%	-0,2%	-0,5%	-0,7%
Zysk netto zmiana r/r	-45,5%	82,0%	55,4%	119,2%	-2,3%	5,4%	7,8%	4,9%	4,2%	2,3%	3,4%
Marża brutto na sprzedaży	25,1%	26,5%	26,8%	28,6%	28,2%	28,1%	28,3%	28,2%	28,0%	27,8%	27,6%
Marża EBITDA adj.	13,4%	14,5%	14,7%	15,9%	15,0%	14,5%	14,4%	14,0%	13,6%	13,2%	12,8%
Marża EBIT	7,7%	6,8%	8,5%	10,3%	9,9%	9,8%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,2%
Marża brutto	3,7%	3,0%	3,8%	8,1%	7,7%	8,0%	8,5%	8,7%	8,9%	8,9%	9,1%
Marża netto	1,1%	1,9%	2,8%	5,9%	5,7%	5,9%	6,2%	6,4%	6,5%	6,6%	6,7%
COGS / przychody	74,9%	73,5%	73,2%	71,4%	71,8%	71,9%	71,7%	71,8%	72,0%	72,2%	72,4%
SG&A / przychody	17,3%	18,5%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,4%	18,4%	18,4%
SG&A / COGS	23,1%	25,1%	25,1%	25,6%	25,5%	25,4%	25,6%	25,5%	25,5%	25,5%	25,4%
ROE	4,6%	4,6%	6,8%	13,5%	12,8%	12,9%	13,2%	13,3%	13,2%	13,0%	12,8%
ROA	1,2%	1,8%	2,9%	6,4%	6,1%	6,6%	7,0%	7,5%	7,9%	8,1%	8,6%
Dług	332,1	338,1	316,4	266,4	266,4	216,4	201,7	151,7	101,7	71,7	21,7
D / (D+E)	36,9%	32,5%	31,3%	26,3%	25,7%	21,4%	19,7%	15,1%	10,3%	7,3%	2,2%
D / E	58,5%	48,3%	45,6%	35,8%	34,7%	27,2%	24,5%	17,8%	11,5%	7,8%	2,3%
Dług / kapitał własny	146,1%	81,1%	73,0%	55,8%	53,8%	41,8%	37,2%	26,7%	17,1%	11,6%	3,4%
Dług netto	245,2	249,8	275,9	216,0	183,9	151,7	120,3	91,6	64,6	39,2	12,7
Dług netto / kapitał własny	107,9%	59,9%	63,7%	45,3%	37,2%	29,3%	22,2%	16,1%	10,9%	6,3%	2,0%
Dług netto / EBITDA	1,9	1,7	1,8	1,2	1,1	0,9	0,7	0,6	0,4	0,2	0,1
Dług netto / EBIT	3,3	3,7	3,1	1,9	1,7	1,4	1,0	0,8	0,6	0,3	0,1
EV	721,5	722,0	740,8	680,9	648,8	616,5	585,2	556,5	529,5	504,0	477,6
Dług / EV	46,0%	46,8%	42,7%	39,1%	41,1%	35,1%	34,5%	27,3%	19,2%	14,2%	4,5%
CAPEX / Przychody	4,3%	5,0%	5,1%	3,8%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,7%	3,6%
CAPEX / Amortyzacja	96,4%	78,1%	81,7%	69,1%	75,4%	81,2%	86,7%	92,0%	97,1%	99,4%	100,7%
Amortyzacja / Przychody	4,5%	6,4%	6,2%	5,6%	5,1%	4,7%	4,4%	4,2%	4,0%	3,8%	3,6%
Zmiana KO / Przychody	-8,1%	7,7%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-323,7%	471,7%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	2,0	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6
P/E*	20,4	14,6	15,6	7,1	7,3	6,9	6,4	6,1	5,9	5,7	5,5
P/BV*	2,1	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA adj.*	5,5	4,9	4,8	3,9	3,8	3,7	3,5	3,3	3,2	3,1	3,0
EV/EBIT adj.*	8,2	8,9	8,3	6,0	5,8	5,5	5,0	4,8	4,5	4,3	4,1
EV/S*	3,1	3,1	3,1	2,7	2,5	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8	1,7
BVPS	3,5	6,4	6,7	7,4	7,7	8,0	8,4	8,8	9,2	9,6	10,0
EPS	0,2	0,3	0,5	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3
DPS w okresie	0,00	0,23	0,21	0,32	0,70	0,68	0,72	0,78	0,81	0,85	0,87
DY	0,0%	3,3%	2,9%	4,5%	9,9%	9,6%	10,2%	11,0%	11,5%	12,0%	12,2%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 31,0 PLN/akcję. Dane i wskaźniki pro forma. Prognozy BDM

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

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 Grajewo

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Kupuj	40,5	Kupuj	35,9	27.04.2016	31,0	47 870,8
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'16:

Kupuj	1	25%
Akumuluj	1	25%
Trzymaj	1	25%
Redukuj	1	25%
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.

Nota prawna:

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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom 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 dodatniej 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 inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 27.04.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 04.05.2016 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.

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 27.04.2016 roku:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.