Dom Maklerski BDM S.A.

PAGED

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 60,1 PLN

19 GRUDZIEŃ 2016, 15:04 CEST

W 2016 roku spółka zmagała się z licznymi problemami technologicznymi po uruchomieniu fabryki sklejki mirror, która zwiększyła moce produkcyjne o blisko 30%. Zgodnie z informacjami zarządu od września nowa inwestycja pozytywnie kontrybuuje do wyników. Jej potencjał oceniamy na przynajmniej 20 mln PLN EBITDA rocznie. Dodatkowo w 2H'17 zakończy się inwestycja w zwiększenie potencjału produkcyjnego fabryki w Piszu (potencjał 5 mln PLN EBITDA), a zintensyfikowana restrukturyzacja części meblowej powinna zniwelować straty z 2016 roku. Tym samym wierzymy, że od 4Q'16 spółka powróci na ścieżkę wzrostu porównywalnej EBITDA z dwucyfrową dynamiką, na której powinna pozostać przez najbliższe kwartały (potencjał 140-160 mln PLN EBITDA rocznie). Biorąc pod uwagę zmniejszony CAPEX grupy (max 70-80 mln PLN w latach 2016-2017 wobec ponad 100 mln PLN w '15) oczekujemy zdecydowanej poprawy wolnych przepływów pieniężnych (5-6% kapitalizacji w 2016-2017 i >10% od 2018 roku). W rezultacie wydajemy rekomendację AKUMULUJ dla spółki ustalając jednocześnie cenę docelową na 60,1 PLN/akcję.

W 1-3Q'16 porównywalna EBITDA spadła o ponad 3% r/r. Fabryka sklejki mirror nie kontrybuowała do wyników grupy (dopiero od września). W 4Q'16 z nowej inwestycji oczekujemy ok. 2,5 mln PLN EBITDA. W przypadku Europa Systems większa część rocznego wyniku powinna być zrealizowana właśnie w 4Q'16. W rezultacie oczekujemy ok. 16% r/r wzrostu porównywalnej EBITDA. Okres 4Q to sezonowo najlepszy kwartał pod względem generowania gotówki w roku. Liczymy na pozytywne zaskoczenia i dalszą redukcję zadłużenia netto (w 3Q'16 2,1x EBITDA LFL).

W 2017 roku spółka będzie musiała się zmierzyć z drożejącymi surowcami. Konserwatywnie przyjmujemy wzrost cen drewna na poziomie ok. 5% r/r, a żywic ok. 15% r/r. Drewno odpowiada za ok. 30% kosztów produkcji sklejki, a żywice ok. 15%. Zakładamy, że przy dobrym otoczeniu w segmencie sklejkowym spółka jest w stanie przynajmniej część tego wzrostu przerzucić na klientów. Oczekujemy ok. 1,5% r/r wzrostu cen sklejki (w EUR, w PLN +4,3% r/r), co powinno utrzymać marże EBITDA w okolicach 20%.

Nowe zasady sprzedaży drewna przez LP, mimo ponad 5% wzrostu podaży, sugerują maksymalny poziom cen 4% wyższy r/r. Ostateczne decyzje są łagodniejsze niż wstępne, październikowe propozycje LP.

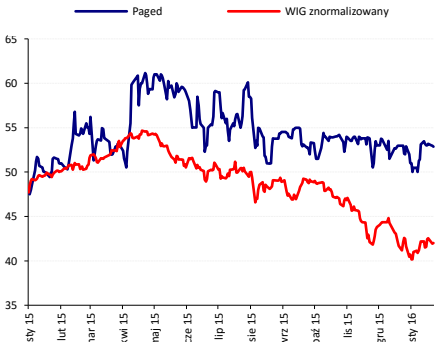
Uwzględniając nowe inwestycje grupa ma potencjał wzrostu EBITDA na poziomie 20-30 mln PLN (140-160 mln PLN) przy zmniejszonym CAPEX (70-80 mln PLN w 2016-2017 roku), co wpłynie na znaczną poprawę cash flow.

Wycena SOTP [PLN]	***60,1***
Sklejka	*60,4*
Meble	*3,8*
Handel	*0,0*
Nieruchomości	*3,4*
Pozostałe	*1,8*
Sprzedaż DTP	*8,4*
Europa Systems	*10,2*
Dług netto'15	*-26,1*
Akcje własne	*2,6*
Udziały mniejszości	*-4,5*
Potencjał do wzrostu / spadku	**13,3%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	53,0
Kapitalizacja [mln PLN]	821,5
Ilość akcji [mln. szt.]	15,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	54,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	46,9
Stopa zwrotu za 3 mc	7,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	3,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-5,2%
Struktura akcjonariatu:	
Mespila Investments Limited	61,0%
Dyrekcja Generalna Lasów Państwowych	8,2%
Yawal	9,7%
Paged (akcje własne)	5,8%
Pozostali	15,4%

Krystian Brymora
brymora@bdm.com.pl
tel. (0-32) 208-14-35
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	686,7	710,9	820,9	775,6	878,6	940,0
EBITDA [mln PLN]	105,5	120,2	156,0	126,7	145,3	158,7
EBITDA LFL* [mln PLN]	76,2	93,4	125,4	126,7	145,3	158,7
EBIT [mln PLN]	87,4	95,8	121,1	91,9	108,7	121,7
Wynik netto [mln PLN]	58,4	60,8	24,2	64,5	78,6	89,1
Wynik netto LFL adj.* [mln PLN]	45,1	48,7	63,9	79,2	78,6	89,1
P/BV	1,9	1,5	1,4	1,3	1,1	1,0
P/E adj.	13,8	13,2	10,7	10,4	10,5	9,2
EV/EBITDA	9,1	9,4	7,9	8,4	7,2	6,0
EV/EBIT	11,0	11,7	10,1	11,6	9,6	7,9

**- LFL: z dział. kontynuowanej*



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

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA 7
WYCENA SOTP 8
WYCENA DCF SEGMENTU SKLEJKOWEGO I MEBLOWEGO 9
ANALIZA PORÓWNAWCZA 12
WYNIKI 3Q'16 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW 13
SPRZEDAŻ DTP 16
AKWIZYCJE I CAPEX 17
AKWIZYCJE 17
CAPEX 18
ZADŁUŻENIE 19
ZMIANY W SYSTEMIE SPRZEDAŻY DREWNA NA 2017 ROK 20
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2016-2018 21
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE 22

WYCENA I PODSUMOWANIE

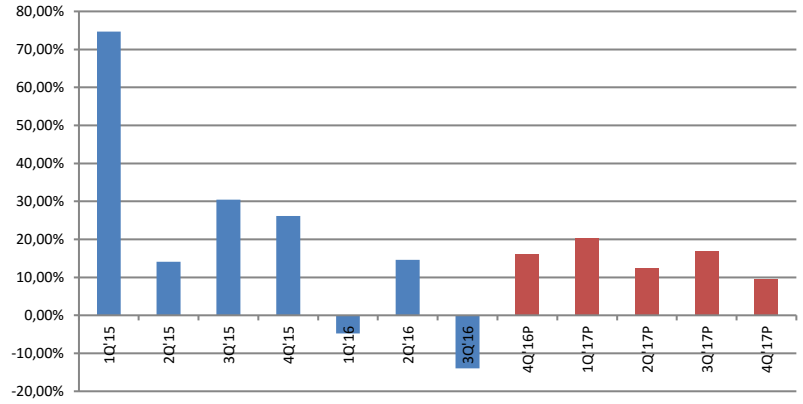
Wycena spółki opiera się na sumie części (SOTP) składającej się z wyceny DCF segmentu sklejkowego (strona 9) i meblowego Paged (strona 9), wyceny mnożnikowej Europa Systems i segmentu pozostałe (gł. Ivopol), a także wyceny bilansowej nieruchomości z zastosowaniem odpowiedniego dyskonta. **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 60,1 PLN.**

Wycena SOTP [PLN/akcję]

	Segment	Udział	EBITDA mln PLN			Implikowana wycena		Komentarz	
			2015	2016P	2017P	Scenariusz pesymistyczny	Scenariusz bazowy	Scenariusz pesymistyczny	Scenariusz bazowy
Paged	Sklejka*	99,5%	92,9	97,4	111,1	781,0	935,5	7,0x EBITDA'16 +120 mln PLN CAPEX na fabrykę mirror	DCF segmentu sklejkowego (strona 9)
	Meble	100,0%	4,7	-2,1	2,8	0,0	59,1	Wartość 0	DCF segmentu meblowego (strona 9)
	Handel	100,0%	2,0	1,9	2,0	0,0	0,0	Wartość 0	Wartość 0
	Nieruchomości	100,0%	-2,0	0,2	0,2	26,4	52,8	Bilans 3Q'16- 50% dyskonta	Bilans 3Q'16- 20% dyskonta
	Pozostałe**	100,0%	4,8	6,7	5,5	5,0	28,7	w cenie nabycia za 100%	5,0x średnia EBITDA'15-'16
Europa Systems	Automatyka	73,9%	23,0	22,6	24,4	154,6	158,0	w cenie nabycia za 100%	7,0x EBITDA
Wartość firmy EV						**967,1**	**1 234,1**		
Dług netto 2015						403,8	403,8	na koniec 3Q'16 256 mln PLN	
Akcje własne						41,0	41,0	774,3k akcji kupionych za średnio 12,6 PLN/akcję i wycenianych obecnie na 53 PLN/akcję	
Sprzedaż DTP						129,9	129,9	sprzedaż w wezwaniu- kwiecień'16	
Wartość kapitału						734,2	1 001,2		
Udziały mniejszości						68,6	70,3	26,2% mniejszości w Europa Systems, 0,5% mniejszości w sklejce, 50,1% mniejszości w Ivopol	
Wartość kapitału						**665,6**	**931,0**		
Liczba akcji						15,5	15,5		
Wartość kapitału/akcję						**42,9**	**60,1**		

Źródło: BDM S.A.- fabryka sklejki mirror gotowa w 3Q'15, a pełen potencjał wynikowy osiągnie w 2018 roku (ok. 20 mln PLN EBITDA przy 110 mln PLN sprzedaży). **- pozostałe spółki (m.in. Ivopol) i funkcje korporacyjne.*

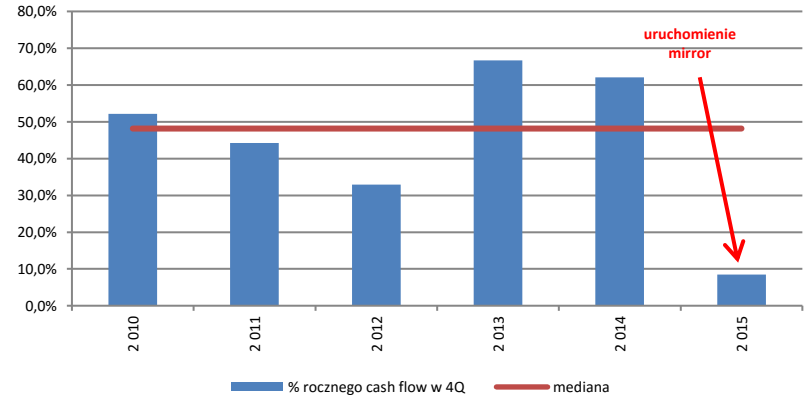
Dynamika porównywalnej EBITDA [r/r]



Oczekujemy, że w 4Q'16 spółka powróci na ścieżkę wzrostu porównywalnej EBITDA. Wskazujemy na coraz lepsze wyniki nowej fabryki sklejki mirror i przesunięcie rozliczenia kontraktów w Europa Systems. Liczymy na utrzymanie tego trendu w 2017 roku.

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

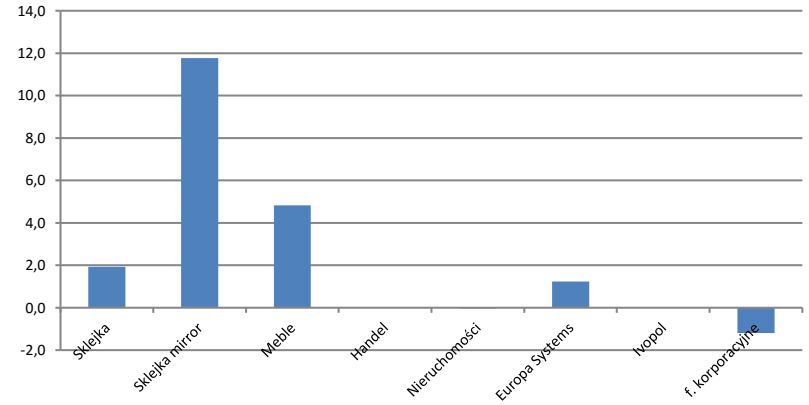
Sezonowość operacyjnego cash flow* (% rocznego CFO)



4Q to sezonowo najlepszy okres pod względem generowania gotówki (blisko 50% rocznego CFO). Liczymy więc na pozytywne zaskoczenia i zmniejszenie długu netto na koniec 2016 roku.

*Źródło: BDM S.A., spółka. *- CFO porównywalny (bez DTP)*

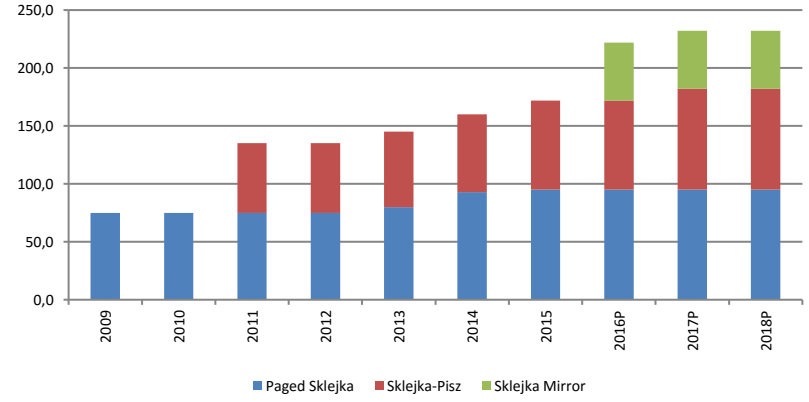
Kontrybucja do wyników 2017 roku (zmiana mln PLN EBITDA)



W 2017 roku najwięcej do wyników powinna kontrybuować nowa fabryka sklejki mirror. Oczekujemy tam blisko 15 mln PLN EBITDA przy niecałych 3 mln PLN w 2016 roku (w 3Q'16 zarząd informował o wpływie 0,4 mln PLN).

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

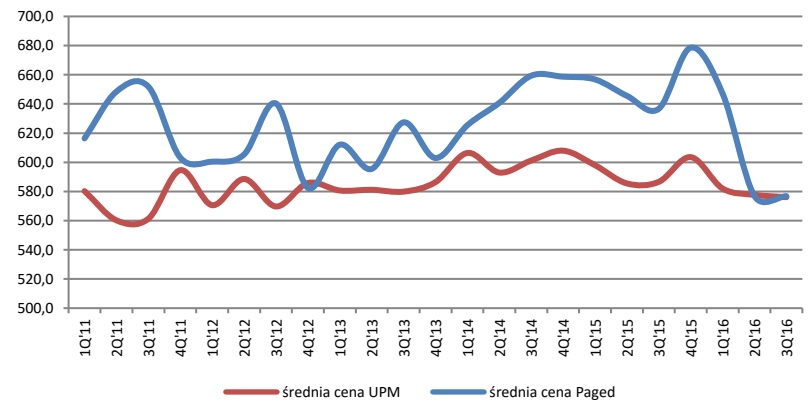
Rozwój mocy produkcyjnych w sklejce [tys. m3 rocznie]



Oprócz fabryki mirror, która zwiększyła moce produkcyjne o blisko 30% i ma generować w naszej opinii docelowo 20 mln PLN EBITDA (pierwotnie zarząd zakładał 30 mln PLN), spółka prowadzi inwestycję w zwiększenie zdolności fabryki w Piszu o ok. 10 tys. m3 (CAPEX ok. 25 mln PLN). Potencjał tego projektu oceniamy docelowo na ok. 5 mln PLN EBITDA.

Źródło: BDM S.A. spółka

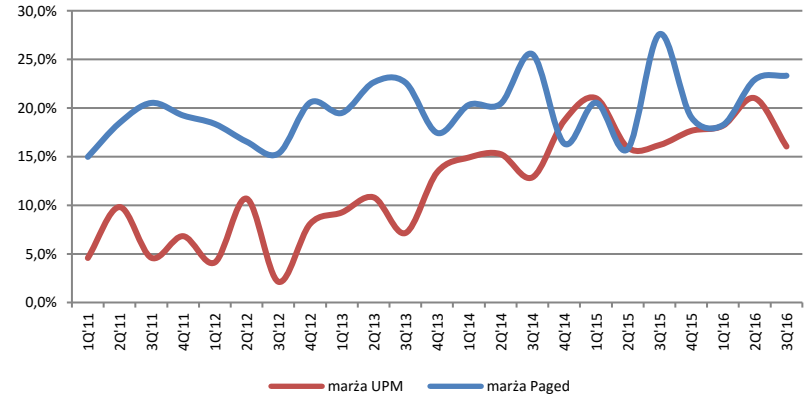
Średnie ceny sklejki Paged* vs UPM [EUR/m3]



*Źródło: BDM S.A. spółki, *- bez mirror*

Nie widzimy potencjału do dalszego spadku cen sklejki. Obecnie szacujemy, że ceny realizowane w Paged są na porównywalnym poziomie co w UPM (historycznie ceny były ok. 50 EUR/m3 wyższe), co może wynikać ze słabszego mixu sprzedaży. Przy dobrym popycie i wyższych cenach kluczowych surowców (drewno, żywice) spodziewamy się podwyżek w 2017 roku.

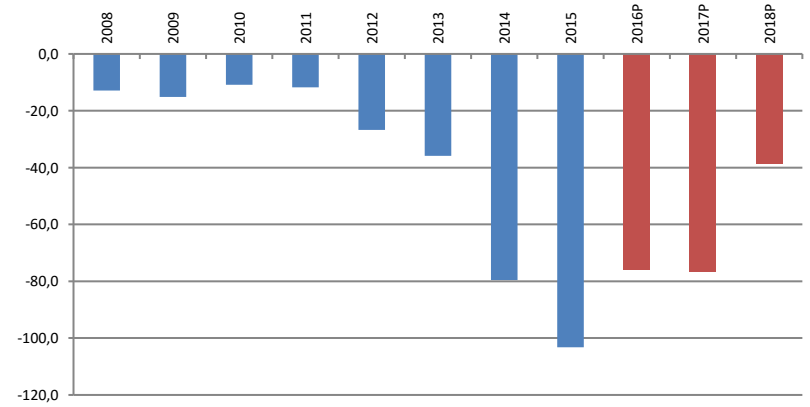
Marża EBITDA segmentu sklejkowego Paged vs UPM



Źródło: BDM S.A., spółki

Obecnie w segmencie sklejkowym spółka realizuje porównywalną marżę EBITDA do UPM. Liczymy, że w długim terminie spółka jest w stanie utrzymać marżę EBITDA w wysokości 20-19% wobec 20-21% w latach 2013-2016. W latach 2006-2012 marża wahała się w granicach 13-19%.

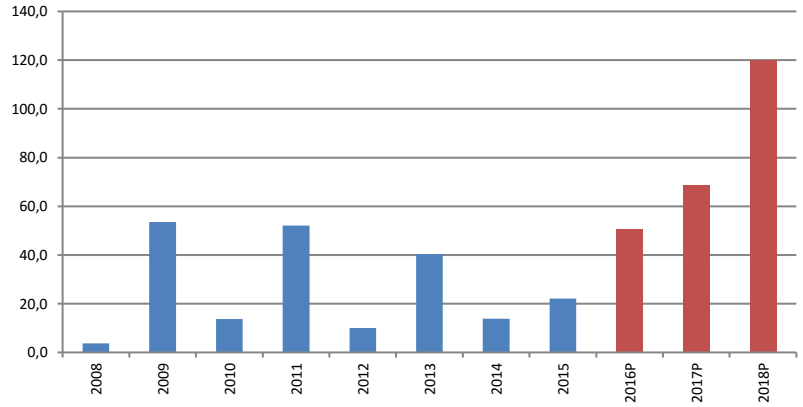
CAPEX [mln PLN]



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

Spółka szczyt inwestycji ma już za sobą (fabryka mirror). W latach 2016-2017 zakładamy CAPEX na poziomie 76 mln PLN, a od 2018 roku na poziomie amortyzacji.

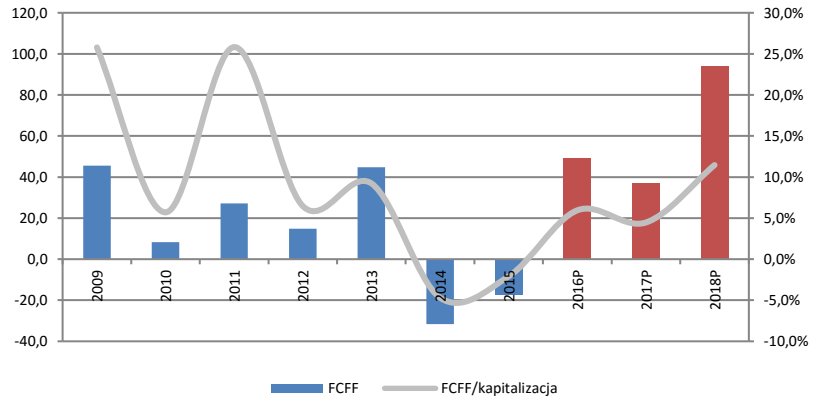
EBITDA-CAPEX [mln PLN]



Przy wzroście EBITDA i mniejszym CAPEX zdecydowanej poprawie powinny ulec przepływy pieniężne.

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

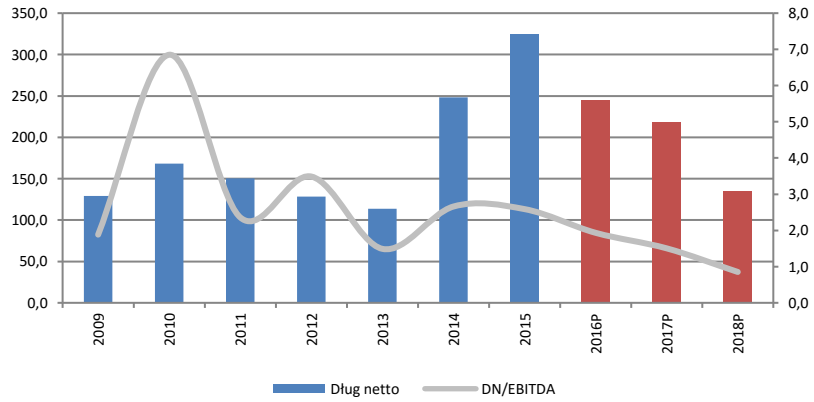
FCF* [mln PLN] i FCF/kapitalizacja



W latach 2016-2017 oczekujemy wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 40-50 mln PLN czyli 5-6% kapitalizacji. Bez dalszych inwestycji/akwizycji wolne przepływy pieniężne przekroczą 10% kapitalizacji,…

Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne.- wolne przepływy pieniężne. Kapitalizacja z końca danego roku. LS: FCF, PS: FCF/kapitalizacja*

Dług netto [mln PLN] i dług netto/EBITDA



… co umożliwi znaczną redukcję zadłużenia do poziomów <1,0x w 2018 roku. W przypadku akwizycji granicznym poziomem zadłużenia netto wg zarządu jest wskaźnik 3,0x EBITDA.

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

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko nieutrzymania wysokich marż w segmencie sklejkowym**

  W latach 2013-2016 marża EBITDA segmentu sklejkowego utrzymywała się w rejonie 20-21%, na co złożyły się niższe ceny drewna (-6% vs 2012 rok), wysoki popyt w sektorze budowlano/meblowym i automotive oraz korzystny kurs EUR/PLN (4,2-4,4). Co prawda ceny sklejki są wciąż ok. 12% poniżej szczytów z 2008 roku (porównywalne z 2012), ale wykorzystanie mocy europejskich producentów jest względnie niskie (UPM 74% w 2015 roku). W ostatnich miesiącach ceny sklejki poddane zostały presji ze strony producentów rosyjskich, którzy skorzystali na zdecydowanym osłabieniu rubla. W długim terminie zakładamy marże w segmencie sklejkowym na poziomie 20-19% EBITDA.

- **Wzrosty cen surowców i kosztów pracy w 2017 roku**

  Przez zmiany zasad sprzedaży drewna przez LP obawiamy się wzrostów cen podstawowego surowca w 2017 roku, szczególnie, że w ostatnich latach ceny drewna były sprzyjające (-6% do 2012 roku przy porównywalnych cenach sklejki). Również w przypadku żywic oczekujemy wzrostów w związku z wyższymi cenami ropy naftowej.

  W Paged Meble zatrudnienie to ok. 1100 osób wobec 2900 w całej grupie, a koszty wynagrodzenia przekraczają 30% ogółu (ok. 20% w grupie). Podwyżka płacy minimalnej o ponad 8% r/r w 2017 roku może utrudnić restrukturyzację meblowej części grupy.

- **Ryzyko substytucji sklejki przez płytę OSB**

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

- **Obniżona generacja gotówki**

  W latach 2009-2016 średnia generacja gotówki (CFO/EBITDA z wyłączeniem DTP) to 70-80%, co ma związek z rozbudową mocy produkcyjnych i wzrostem sprzedaży sklejki (od 2010 wolumen sklejki wzrósł blisko 60%, a w 2015/2016 spółka uruchamiała fabrykę mirror). Liczymy na poprawę tego wskaźnika i lepszy spływ gotówki w kolejnych kwartałach. Najlepszy sezonowo pod tym względem jest 4Q.

- **Ryzyko nieosiągnięcia zakładanych parametrów fabryki mirror**

  Nowa fabryka sklejki mirror została oddana w 3Q'15/4Q'15 niemniej do tej pory nie generowała wyników z uwagi na liczne problemy technologiczne (duża liczba odrzutów, brak odpowiedniego surowca, niski udział sklejki foliowanej). Pierwotny plan spółki zakładał docelowo 30 mln PLN EBITDA od 2018 roku. Obecnie zarząd znacznie zrewidował swoje oczekiwania do 10-18 mln PLN EBITDA w 2017 roku. W swoich prognozach oczekujemy ok. 15 mln PLN EBITDA w '17 i docelowo 20 mln PLN EBITDA (od 2018 roku).

- **Brak poprawy rentowności segmentu meblowego**

  Od 2013 roku spółka prowadzi restrukturyzację w części meblowej. Jeszcze w 2010 segment ten odpowiadał za ponad 30% EBITDA spółki (6-7% marży). Obecnie generuje straty, a spółka kolejny raz zmieniła zarząd, który znacznie ograniczył ofertę produktową i postawił na zwiększenie mechanizacji, co powinno przywrócić rentowność od 2017 roku. Średnia marża EBITDA spółek meblowych to 8-9% EBITDA (Forte w strategii ma min. 13%). My w modelu zakładamy 9% (docelowo od 2020 roku).

- **Ryzyko związane z przejęciami innych podmiotów, projektami deweloperskimi**

  W ostatnich 3 latach spółka kupiła większościowe udziały w DTP (wierzytelności), Europa Systems (automatyka dla przemysłu), Ivopolu (wynajem samochodów) czy Forbis (aranżacja wnętrz). Łącznie zapłaciła ponad 210 mln PLN. Pakiet DTP został sprzedany w kwietniu'16 (wezwanie PRA Group) z uwagi na nieosiągnięcie zakładanych celów biznesowych. W ostatnich miesiącach spółka zwiększyła zaangażowanie w Europa Systems (opcja call) i zakupiła większościowy pakiet Forbis. Zarząd zapowiadała koleje przejęcia.

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

- **Ryzyko właścicielskie, niski free float**

  Dominujący akcjonariusz, czyli rodzina Mzyków (pośrednio/bezpośrednio >70% akcji Paged) związana przez lata była z giełdowym Yawal (wycofany z obrotu 10.2015). Akcjonariusz dał się tam poznać jako nieszanujący praw mniejszościowych inwestorów (m.in. konflikt z Pioneer TFI). Free float wynosi zaledwie 15%.

WYCENA SOTP

Wycena SOTP składa się z wyceny DCF segmentu sklejkowego (strona 9) i meblowego Paged (strona 9), wyceny mnożnikowej Europa Systems i segmentu pozostałe (Ivopol i f. korporacyjne), a także wyceny bilansowej nieruchomości z zastosowaniem odpowiedniego dyskonta. Wycena poszczególnych segmentów została pomniejszona o dług netto z końca 2015 roku i powiększona o wartość sprzedaży DTP (kwiecień'16), a także wartość rynkową akcji własnych (5%). **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 60,1 PLN.**

Wycena SOTP [PLN/akcję]

	Segment	Udział	EBITDA mln PLN			Implikowana wycena		Komentarz	
			2015	2016P	2017P	Scenariusz pesymistyczny	Scenariusz bazowy	Scenariusz pesymistyczny	Scenariusz bazowy
Paged	Sklejka*	99,5%	92,9	97,4	111,1	781,0	935,5	7,0x EBITDA'16 +120 mln PLN CAPEX na fabrykę mirror	DCF segmentu sklejkowego (strona)
	Meble	100,0%	4,7	-2,1	2,8	0,0	59,1	Wartość 0	DCF segmentu meblowego (strona)
	Handel	100,0%	2,0	1,9	2,0	0,0	0,0	Wartość 0	Wartość 0
	Nieruchomości	100,0%	-2,0	0,2	0,2	26,4	52,8	Bilans 3Q'16- 50% dyskonta	Bilans 3Q'16- 20% dyskonta
	Pozostałe**	100,0%	4,8	6,7	5,5	5,0	28,7	w cenie nabycia za 100%	5,0x średnia EBITDA'15-'16
Europa Systems	Automatyka	73,9%	23,0	22,6	24,4	154,6	158,0	w cenie nabycia za 100%	7,0x EBITDA
Wartość firmy EV						**967,1**	**1 234,1**		
Dług netto 2015						403,8	403,8	na koniec 3Q'16 256 mln PLN	
Akcje własne						41,0	41,0	774,3k akcji kupionych za średnio 12,6 PLN/akcję i wycenianych obecnie na 53 PLN/akcję	
Sprzedaż DTP						129,9	129,9	sprzedaż w wezwaniu- kwiecień'16	
Wartość kapitału						734,2	1 001,2		
Udziały mniejszości						68,6	70,3	26,2% mniejszości w Europa Systems, 0,5% mniejszości w sklejce i 50,1% w Ivopol	
Wartość kapitału						**665,6**	**931,0**		
Liczba akcji						15,5	15,5		
Wartość kapitału/akcję						**42,9**	**60,1**		

Źródło: BDM S.A.- fabryka sklejki mirror gotowa w 3Q'15, a pełen potencjał wynikowy osiągnie w 2018 roku (ok. 20 mln PLN EBITDA przy 110 mln PLN sprzedaży). **- pozostałe spółki (m.in. Ivopol) i funkcje korporacyjne.*

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

		Implikowany wskaźnik EV/EBITDA											
	Wycena BDM [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Segment sklejkowy	**935,5**	11,0	10,1	9,6	8,4	7,8	7,8	7,7	7,7	7,8	7,8	7,8	7,8
Segment meblowy	**59,1**	8,0	12,6	-	21,3	10,5	6,8	4,5	4,4	4,3	4,2	4,1	4,0

Źródło: BDM S.A.

Wycena DCF segmentu sklejkowego i meblowego

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim free cash flows segmentu, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC dla grupy). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie stopy wolnej od ryzyka (4,0%), premii za ryzyko rynkowe (5,0%) oraz współczynnika beta 1,0. Końcowa wartość jest wyceną na dzień 19 grudnia 2016.

Główne zmiany założeń w modelu DCF segmentu sklejkowego:

- W 2016 roku zakładamy spadek średnich cen sklejki (w EUR) o ponad 6% r/r (poprzednio spadek o 0,7% r/r). Spółka pokazała duży spadek cen w 2-3Q'16 (ok. 10% r/r), co mogło wynikać z gorszego mixu sprzedaży. Ceny rynkowe sklejki były w tym okresie niższe o 2-2,5% r/r.

  W 2017 roku oczekujemy ok. 1,5% r/r wzrostu cen sklejki (w EUR) w związku z dobrym popytem i z wyższymi kosztami surowców: drewna i żywic. Niemniej podwyżka cen w takiej wysokości nie będzie wystarczająca do utrzymania marż. Oczekujemy ich spadku o ponad 1 p.p. do ok. 20%.

  W długim terminie przyjmujemy 1% r/r wzrost cen sklejki (bez zmian).

  Ceny sklejki mirror przyjmujemy na poziomie 20% niższym niż standardowych sklejek.
- Wolumen sprzedaży sklejki (bez mirror) w 2016 roku jest porównywalny r/r (ok. 164 tys. m3, poprzednio zakładaliśmy ok. 167k m3). W 2017 roku spodziewamy się wzrostu o 4 tys. m3 (+2,4% r/r), a w 2018 o 5 tys. m3 (+2,9% r/r). Wzrost sprzedaży podstawowych sklejek ma związek z inwestycją w Piszu (ok. 10 tys. m3). Oczekujemy, że w długim terminie spółka będzie w pełni wykorzystywała moce produkcyjne.

  W przypadku sklejki mirror oczekujemy ok. 28 tys. m3 sprzedaży w 2016 roku, z czego ok. 11 tys. m3 przejdzie przez RZiS (do sierpnia spółka traktowała wolumeny mirror jako partia testowa). Poprzednio kalkulowaliśmy w wynikach 23 tys. m3. W 2017 roku spodziewamy się 40 tys. m3 sprzedaży, a pełne moce przyjmujemy w 2018 roku (50 tys. m3).
- W 2016 roku ceny drewna są ponad 3% r/r niższe (bez zmian). W 2017 roku po zmianach w systemie sprzedaży przez LP oczekujemy ponad 5% r/r wzrostu cen drewna (+2% poprzednio). W długim terminie przyjmujemy 2% wzrost kosztów (bez zmian).

  Zmieniliśmy benchmark dla cen żywic z mocznikowo-melaminowych na fenolowe. W 2016 roku ceny spadły o ok. 2% r/r (poprzednio oczekiwaliśmy -6% r/r). W związku ze znacznym wzrostem cen ropy naftowej przyjmujemy ok. 15% r/r wzrost cen żywic w 2017 roku (poprzednio +4% r/r). W długim terminie wzrost nie powinien przekraczać 2% r/r.
- W 2016 roku kurs EUR/PLN jest nieco niższy niż pierwotnie szacowaliśmy (4,41). W kolejnych latach kurs EUR/PLN opieramy o aktualną krzywa terminową, co implikuje kurs na poziomie ok. 4,5 EUR/PLN.
- Partia testowa sklejki mirror powiększyła koszty inwestycji w 2016 roku. Szacujemy, że było to ok. 40 mln PLN, co znalazło odzwierciedlenie w CAPEX. Dodatkowo spółka podjęła decyzję o inwestycji w Piszu zwiększające o ok. 10 tys. m3 moce produkcyjne (efektywnie od 2H'17).

  Zakładamy, ze CAPEX samej części sklejkowej w 2016 roku zamknie się kwotą ok. 66 mln PLN przy ok. 85 mln PLN w '15. W 2017 roku powinien być porównywalny r/r (po uwzględnieniu dotacji). Od 2018 roku przyjmujemy CAPEX na poziomie amortyzacji (ok. 17 mln PLN).
- Na efektywną stopę podatkową wpłynie rozszerzenie WSSE w związku z inwestycją w nową fabrykę sklejki mirror (na cały zakład w Morągu). Zarząd informował o aktywie podatkowym w wysokości ok. 75 mln PLN. W rezultacie efektywna stopa podatkowa w latach 2016-2025 kształtować się będzie na poziomie ok. 11% (poprzednio zakładaliśmy 15-16%). W okresie rezydualnym przyjmujemy 19% (bez zmian).
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy konserwatywnie na poziomie 0% (bez zmian).

Główne zmiany założeń w modelu DCF segmentu meblowego:

- Restrukturyzacja części meblowej nie przynosi do tej pory efektów. W 1-3Q'16 spółka pokazała ponad 2 mln PLN straty EBITDA. W rezultacie 2016 rok zamknie się stratą.

  Nowy zarząd podjął radykalne działania restrukturyzacyjne: znacząco ograniczył ofertę co przyśpieszy terminy dostaw, podniósł ceny i zdecydował o inwestycjach mających bardziej zautomatyzować proces produkcyjny.

  Celem zarządu na 2017 rok jest dodatni wynik EBITDA (oczekujemy 2,8 mln PLN, marża 2%). Docelowo przyjmujemy marże w wysokości 9% (od 2020 roku, poprzednio od 2018).
- W 2017 roku spółka planuje wydać na inwestycje ok. 10 mln PLN. Poprzednio przyjmowaliśmy CAPEX na poziomie amortyzacji (<4 mln PLN). W ostatnich latach CAPEX nie przekraczał 2 mln PLN rocznie.
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19% (bez zmian).
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy konserwatywnie na poziomie 0% (bez zmian).

Metoda DCF dla segmentu sklejkowego dała wartość na poziomie 936 mln PLN (poprzednio 931 mln PLN), a dla meblowego 59,1 mln PLN (poprzednio 103 mln PLN).

Model DCF- segment sklejkowy Paged

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	445,1	459,2	555,4	604,6	610,6	616,7	622,9	629,1	635,4	641,8	648,2
EBIT [mln PLN]	78,3	82,6	93,6	101,9	102,8	103,7	103,4	103,0	102,6	102,5	102,9
Stopa podatkowa	12,9%	12,5%	11,5%	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Podatek od EBIT [mln PLN]	10,1	10,4	10,8	11,2	11,4	11,5	11,5	11,4	11,4	11,4	11,5
NOPLAT [mln PLN]	68,2	72,2	82,9	90,7	91,5	92,2	91,9	91,6	91,2	91,1	91,5
Amortyzacja [mln PLN]	14,6	14,8	17,4	17,8	17,8	17,7	17,5	17,3	17,1	16,9	16,6
CAPEX [mln PLN]	-95,0	-66,0	-60,0	-17,0	-17,0	-17,0	-17,0	-17,0	-17,0	-17,0	-16,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-5,0	-1,8	-12,2	-6,2	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
FCF [mln PLN]	-17,3	19,3	28,2	85,3	91,5	92,1	91,6	91,1	90,6	90,2	90,6
DFCF [mln PLN]		19,2	26,0	72,5	71,4	66,0	60,3	55,0	50,1	45,8	42,2
Suma DFCF [mln PLN]		508,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]		916,4	*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +0,0%*								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		427,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]		**935,5**									

Przychody zmiana r/r	3,2%	20,9%	8,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	5,4%	13,4%	8,8%	0,9%	0,8%	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,1%	0,4%
FCF zmiana r/r	-	46,2%	203,0%	7,3%	0,6%	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,4%	0,4%
Marża EBITDA	21,2%	20,0%	19,8%	19,8%	19,7%	19,4%	19,1%	18,8%	18,6%	18,4%
Marża EBIT	18,0%	16,9%	16,9%	16,8%	16,8%	16,6%	16,4%	16,1%	16,0%	15,9%
Marża NOPLAT	15,7%	14,9%	15,0%	15,0%	14,9%	14,8%	14,6%	14,4%	14,2%	14,1%
CAPEX / Przychody	14,4%	10,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%
CAPEX / Amortyzacja	446,1%	343,9%	95,3%	95,7%	96,2%	97,0%	98,0%	99,2%	100,7%	100,6%
Zmiana KO / Przychody	0,4%	2,2%	1,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%

Źródło: BDM S.A.

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	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	74,7%	79,4%	87,4%	96,4%	98,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Udział kapitału obcego	25,3%	20,6%	12,6%	3,6%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,9%	8,2%	8,5%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

Model DCF- segment meblowy Paged

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	156,9	143,2	138,5	141,3	144,1	147,0	149,9	152,9	156,0	159,1	162,3
EBIT [mln PLN]	0,9	-5,9	-1,1	1,8	4,8	9,4	9,6	9,9	10,2	10,4	10,7
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,2	-1,1	-0,2	0,3	0,9	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0
NOPLAT [mln PLN]	0,7	-4,7	-0,9	1,4	3,9	7,6	7,8	8,0	8,2	8,5	8,7
Amortyzacja [mln PLN]	3,8	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
CAPEX [mln PLN]	-2,0	-4,0	-10,0	-10,0	-3,9	-3,9	-3,9	-3,9	-3,9	-3,9	-3,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-0,3	1,7	0,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
FCF [mln PLN]	2,2	-3,2	-6,4	-5,0	3,5	7,2	7,4	7,6	7,8	8,0	8,3
DFCF [mln PLN]		-3,2	-5,9	-4,3	2,7	5,2	4,9	4,6	4,3	4,1	3,9
Suma DFCF [mln PLN]		16,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]		91,9	*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +0,0%*								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		42,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]		**59,1**									

Przychody zmiana r/r	-8,8%	-3,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	-	-	-	169,1%	96,1%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%
FCF zmiana r/r	-	-	-	-	106,4%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%
Marża EBITDA	-1,4%	2,0%	4,0%	6,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Marża EBIT	-4,1%	-0,8%	1,3%	3,3%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%
Marża NOPLAT	-3,3%	-0,6%	1,0%	2,7%	5,2%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%	5,4%
CAPEX / Przychody	2,8%	7,2%	7,1%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	105,4%	257,7%	257,7%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	-1,2%	-0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%

Źródło: BDM S.A.

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	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	74,7%	79,5%	87,4%	96,4%	98,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	25,3%	20,5%	12,6%	3,6%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,9%	8,1%	8,4%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

ANALIZA PORÓWNAWCZA

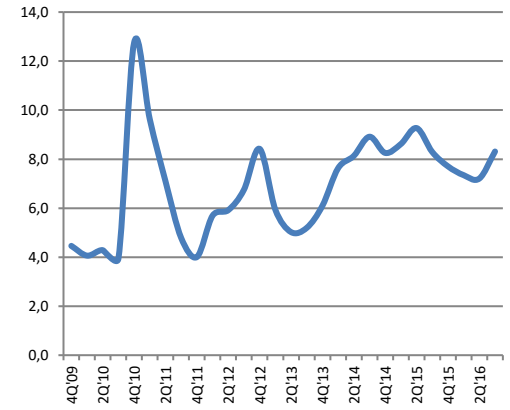
Analizy porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-2018 do wybranych spółek działających w sektorze przetwórstwa drzewnego, produkujących głównie płyty sklejkę/płyty wiórowe/meble. Analizę oparto na wskaźnikach: P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach z 19 grudnia 2016 roku. Porównując mnożniki Paged ze wskaźnikami innych spółek zauważalne jest istotne dyskonto.

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
UPM-KYMMENE OYJ	13,8	13,9	13,9	8,1	8,1	7,9	11,6	11,7	11,4
HOWDEN JOINERY GROUP PLC	13,4	13,6	12,7	8,8	8,7	7,9	9,7	9,9	9,0
NORBORD INC	17,4	10,8	11,9	9,6	6,5	6,4	12,9	7,8	8,4
PFLEIDERER	16,2	11,4	7,9	5,8	5,6	4,6	10,6	9,4	6,9
FORTE	16,2	16,5	14,6	11,8	11,5	10,2	13,7	14,1	12,8
Mediana	16,2	13,6	12,7	8,8	8,1	7,9	11,6	9,9	9,0
PAGED	12,7	10,5	9,2	8,4	7,2	6,0	11,6	9,6	7,9
Premia/dyskonto do spółki	-21,6%	-23,1%	-27,6%	-3,8%	-11,6%	-23,5%	-0,2%	-3,1%	-12,5%

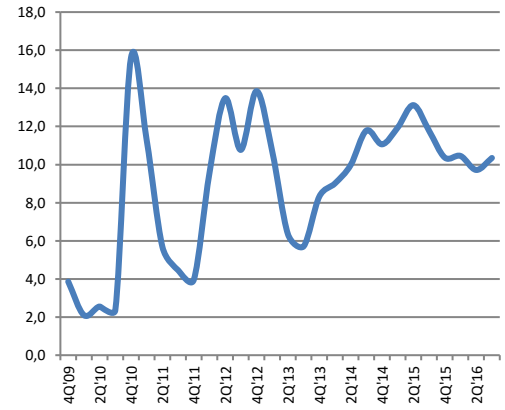
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 19.12.2016.

Paged- wycena historyczna EV/EBITDA



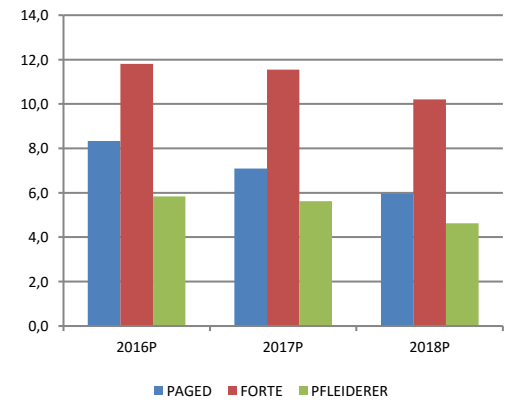
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. Kursy EoP

Paged- wycena historyczna P/E



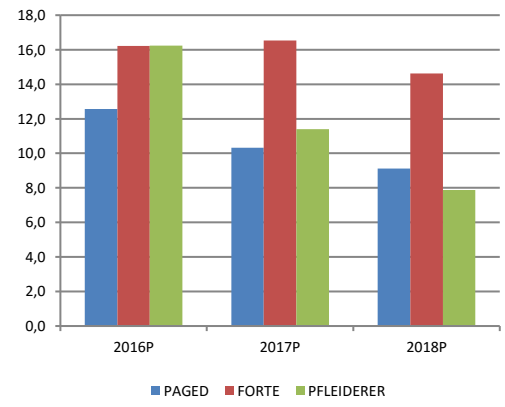
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, kursy EoP

Porównanie mnożników EV/EBITDA 2016-2018P



Źródło: BDM S.A.

Porównanie mnożników P/E 2016-2018P



Źródło: BDM S.A.

WYNIKI 3Q'16 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

W 3Q'16 porównywalna EBITDA grupy spadła o 14% r/r i była niższa od naszych oczekiwań o blisko 19% jak i konsensusu (o 9%). W ujęciu segmentowym najbardziej rozczarowały meble, gdzie oczekiwaliśmy blisko 2 mln PLN EBITDA przy pokazanej stracie 0,6 mln PLN, a także Europa Systems (4,2 mln PLN EBITDA vs 6,5 mln PLN oczek.). EBITDA segmentu sklejkowego ukształtowała się na poziomie 28,9 mln PLN wobec oczekiwań 31,8 mln PLN. W ostatnich dwóch kwartałach spółka pokazała duży spadek średniej ceny sklejki (licząc w EUR ok. 10% r/r przy 2-2,5% spadku rynkowych cenników), co może mieć związek ze słabszym mixem sprzedaży. Przy oczekiwanych wyższych cenach drewna i żywic w 2017 roku spółka musi wprowadzić podwyżki, żeby zatrzymać erozję marży (zakładamy ok. 1,5% r/r wzrostu średniej ceny sklejki w EUR i spadek marży EBITDA z 21% do ok. 20%).

Na konferencji po wynikach 3Q'16 zarząd poinformował, że wpływ na wyniki fabryki mirror (przez 1 miesiąc) to 0,4 mln PLN (marża zaledwie 7%). Spółka uporała się z głównymi problemami i liczymy, że projekt będzie w kolejnych kwartałach dokładał coraz więcej wyniku. W 4Q'16 oczekujemy z niego 2,5 mln PLN EBITDA (marża 16%), a w 2017 roku 14,7 mln PLN (marża 17%).

W przypadku Europa Systems zarząd informował, że znaczna część rocznego wyniku zostanie rozliczona w 4Q'16, co wynika z harmonogramu zleceń (oczekujemy 9,1 mln PLN EBITDA).

W segmencie meblowym spółka ma nowy zarząd, który podjął radykalne kroki restrukturyzacyjne jak znaczące ograniczenie oferty i w konsekwencji przyśpieszenie terminów dostaw, podwyżki cen mebli czy duże inwestycje (ok. 10 mln PLN w 2017 roku). Celem jest przynajmniej dodatni wynik EBITDA (oczekujemy ok. 2,8 mln PLN, 2% marży).

Wyniki 3Q'16 [mln PLN]

	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'16P BDM	różnica	3Q'16P kons.	różnica	zakres
Przychody	212,0	199,7	-5,8%	197,4	1,1%	197,0	1,4%	194,6-200,5
Wynik brutto na sprzedaży	62,6	53,1	-15,2%	62,1	-14,4%			
EBITDA	48,1	33,7	-29,9%	41,4	-18,6%	37,0	-8,9%	35,2-39,2
EBITDA LFL	39,2	33,7	-14,0%	41,4	-18,6%			
EBIT	39,2	24,7	-36,9%	32,5	-24,1%	28,1	-12,1%	26,7-30,4
Zysk brutto	33,4	28,9	-13,6%	30,3	-4,8%			
Zysk netto	24,4	23,1	-5,4%	26,0	-11,0%	19,4	19,1%	19-20,2
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,5%	26,6%		31,4%				
Marża EBITDA	22,7%	16,9%		21,0%		18,8%		
Marża EBIT	18,5%	12,4%		16,5%		14,3%		
Marża zysku netto	11,5%	11,6%		13,1%		9,8%		
P/E adj.12m		10,3						
EV/EBITDA 12m		8,3						

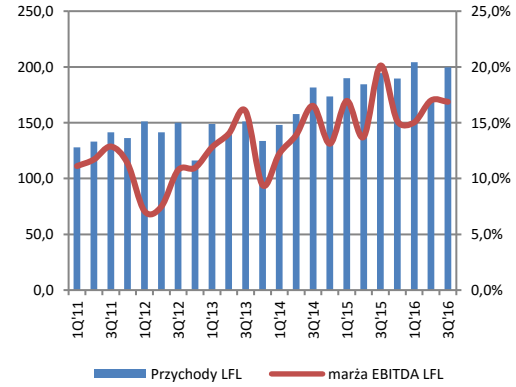
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki 3Q'16 [mln PLN]

	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'16P	różnica
Przychody	212,0	199,7	-5,8%	197,4	1,1%
segment sklejkowy	114,4	123,8	8,3%	119,2	3,9%
segment meblowy	38,6	29,9	-22,6%	39,4	-24,1%
segment handlowy	13,9	11,2	-19,6%	13,9	-19,6%
segment nieruchomości	0,3	0,3	6,0%	0,3	6,0%
segment wierzytelności	17,4	-	-	-	-
pozostałe, nieprzypisane, wyłączenia	27,3	34,4	26,0%	24,5	40,1%
w tym Europa Systems	23,0	25,0	8,7%	24,5	1,8%
EBITDA	48,1	33,7	-29,9%	41,4	-18,6%
segment sklejkowy	31,6	28,9	-8,5%	31,8	-9,3%
segment meblowy	2,0	-0,6	-	2,0	-
segment handlowy	0,4	0,3	-21,8%	0,4	-21,8%
segment nieruchomości	-0,1	0,1	-	-0,1	-
segment wierzytelności	8,9	-	-	-	-
pozostałe, nieprzypisane, wyłączenia	5,2	5,0	-5,0%	7,3	-31,4%
w tym Europa Systems	4,2	4,2	0,0%	6,5	-35,3%

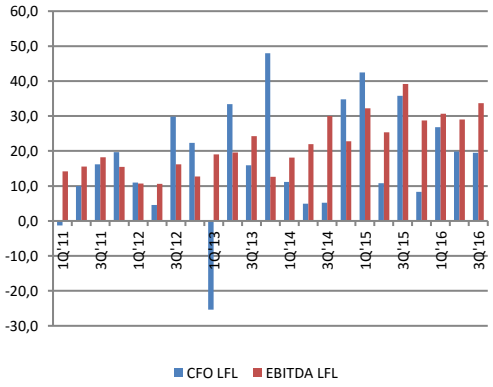
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody i marża EBITDA LFL* [mln PLN]



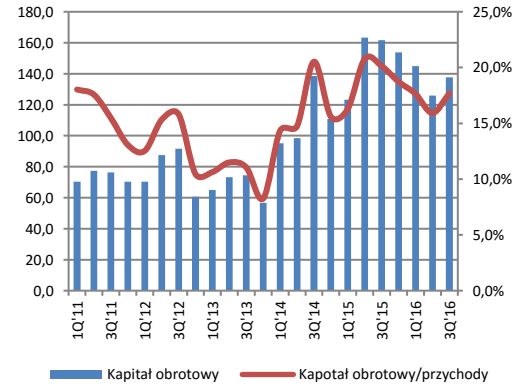
*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka. *- z działalności kontynuowanej*

Operacyjne przepływy pieniężne i EBITDA LFL* [mln PLN]



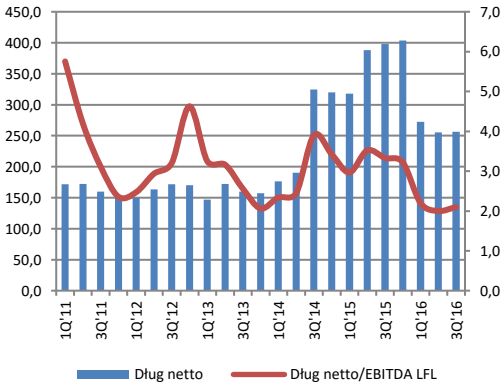
*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka. *- z działalności kontynuowanej*

Kapitał obrotowy netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka. LS: kapitał obrotowy, PS: kapitał obrotowy/przychody 12m

Dług netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka. LS: dług netto, PS: dług netto/EBITDA LFL 12m

Wybrane dane finansowe 1Q'14-4Q'17P [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P
Przychody	158,2	171,9	194,2	186,6	203,7	200,9	212,0	204,3	204,2	170,6	199,7	201,1	223,5	199,3	238,7	217,1
segment sklejkowy	94,2	100,1	116,5	94,7	125,6	108,9	114,4	96,2	127,6	99,0	123,8	108,7	149,1	130,3	157,5	118,5
segment meblowy	36,3	38,8	38,1	41,1	37,3	40,3	38,6	40,7	38,2	40,5	29,9	34,6	34,4	36,4	31,4	36,3
segment handlowy	15,7	17,2	17,5	13,1	12,1	12,5	13,9	12,9	13,8	12,3	11,2	12,9	13,8	12,3	11,2	12,9
segment nieruchomości	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
segment wierzytelności	10,1	14,0	12,5	13,0	13,7	16,5	17,4	14,6	-	-	-	-	-	-	-	-
pozostałe	1,6	1,4	9,3	24,3	14,6	22,4	27,3	39,6	24,2	18,5	34,4	44,7	25,9	20,0	38,2	49,1
w tym Europa Systems	0,0	0,0	2,2	8,0	13,0	18,8	23,0	30,2	17,0	11,2	25,0	31,8	18,7	12,3	27,5	35,0
Zysk brutto ze sprzedaży	42,5	50,9	54,4	53,1	59,3	57,9	62,6	68,2	51,7	51,8	53,1	64,8	60,2	54,1	64,1	69,2
EBITDA	23,3	29,5	37,4	29,6	39,1	33,7	48,1	35,1	30,7	29,0	33,7	33,3	36,9	32,6	39,3	36,5
segment sklejkowy	19,1	20,5	29,7	15,5	25,8	17,2	31,6	18,3	23,3	22,7	28,9	22,5	28,2	25,1	33,2	24,6
segment meblowy	1,9	2,4	0,8	2,3	0,8	1,5	2,0	0,4	-0,6	-0,9	-0,6	0,0	0,7	0,7	0,6	0,7
segment handlowy	0,6	0,5	0,6	0,8	0,6	0,6	0,4	0,5	0,6	0,5	0,3	0,5	0,7	0,5	0,3	0,5
segment nieruchomości	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,1	-2,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
segment wierzytelności	5,2	7,5	7,4	6,8	6,9	8,4	8,9	6,4	-	-	-	-	-	-	-	-
pozostałe	-3,6	-1,5	-1,2	4,2	5,0	6,0	5,2	11,6	7,4	6,7	5,0	10,3	7,3	6,3	5,1	10,6
w tym Europa Systems	0,0	0,0	0,0	2,3	4,2	4,7	4,2	10,0	5,1	4,2	4,2	9,1	5,5	4,4	4,4	9,6
EBIT	18,8	24,7	31,3	21,1	30,5	25,1	39,2	26,3	22,3	20,5	24,7	24,4	27,9	23,6	30,0	27,1
Zysk brutto	18,5	19,5	27,2	14,0	33,4	18,9	33,4	-30,5	21,7	9,6	28,9	19,7	25,0	20,7	27,1	24,2
Zysk netto	15,4	14,7	21,3	9,4	25,9	12,5	24,4	-38,6	26,5	0,0	23,1	15,0	20,3	16,7	22,8	18,9
Marża EBITDA	*14,7%*	*17,1%*	*19,2%*	*15,9%*	*19,2%*	*16,8%*	*22,7%*	*17,2%*	*15,0%*	*17,0%*	*16,9%*	*16,6%*	*16,5%*	*16,3%*	*16,5%*	*16,8%*
segment sklejkowy	*20,3%*	*20,4%*	*25,5%*	*16,3%*	*20,6%*	*15,8%*	*27,6%*	*19,1%*	*18,2%*	*22,9%*	*23,3%*	*20,7%*	*18,9%*	*19,2%*	*21,1%*	*20,8%*
segment meblowy	*5,2%*	*6,2%*	*2,0%*	*5,6%*	*2,1%*	*3,8%*	*5,2%*	*0,9%*	*-1,6%*	*-2,1%*	*-1,9%*	*0,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*
segment handlowy	*4,0%*	*2,7%*	*3,4%*	*6,0%*	*4,7%*	*4,5%*	*3,2%*	*3,6%*	*4,6%*	*3,8%*	*3,1%*	*3,8%*	*4,8%*	*3,8%*	*3,1%*	*3,8%*
segment nieruchomości	*19,6%*	*25,4%*	*19,4%*	*10,1%*	*32,6%*	*28,1%*	-	-	*12,8%*	*13,1%*	*20,0%*	*12,0%*	*11,4%*	*12,8%*	*12,8%*	*12,0%*
segment wierzytelności	*51,0%*	*53,6%*	*59,0%*	*52,4%*	*50,2%*	*50,7%*	*51,3%*	*43,6%*	-	-	-	-	-	-	-	-
pozostałe	-	-	-	*17,2%*	*34,0%*	*26,5%*	*19,2%*	*29,3%*	*30,5%*	*35,9%*	*14,5%*	*23,0%*	*28,1%*	*31,4%*	*13,4%*	*21,6%*
w tym Europa Systems	-	-	-	*28,8%*	*32,2%*	*24,9%*	*18,2%*	*33,0%*	*29,9%*	*37,3%*	*16,7%*	*28,7%*	*29,3%*	*35,8%*	*15,9%*	*27,3%*

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

Wybrane dane finansowe 2010-2025P [mln PLN]

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	347,3	539,0	580,2	686,7	710,9	820,9	775,6	878,6	940,0	959,1	968,1	977,2	986,5	995,8	1 005,3	1 014,9
segment sklejkowy	124,1	308,6	335,9	365,9	405,5	445,1	459,2	555,4	604,6	610,6	616,7	622,9	629,1	635,4	641,8	648,2
segment meblowy	152,9	158,6	157,8	144,9	154,4	156,9	143,2	138,5	141,3	144,1	147,0	149,9	152,9	156,0	159,1	162,3
segment handlowy	67,7	70,3	70,9	61,0	63,5	51,4	50,2	50,2	50,2	50,2	50,2	50,2	50,2	50,2	50,2	50,2
segment nieruchomości	0,0	1,3	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
segment wierzytelności	0,0	0,0	21,4	113,4	49,6	62,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
pozostałe	2,6	0,1	-7,1	0,1	36,6	104,0	121,7	133,2	142,6	152,9	152,9	152,9	152,9	152,9	152,9	152,9
w tym Europa Systems	0,0	0,0	0,0	0,0	33,6	85,0	85,0	93,5	102,9	113,1	113,1	113,1	113,1	113,1	113,1	113,1
Zysk brutto ze sprzedaży	80,1	127,9	128,6	175,1	200,9	248,0	221,4	247,6	256,3	261,5	264,9	262,9	260,8	258,8	257,1	256,0
EBITDA	26,4	63,5	60,7	104,7	119,7	156,0	126,7	145,3	158,7	164,0	168,1	166,7	165,2	163,7	162,4	161,6
segment sklejkowy	20,4	56,8	58,9	75,6	84,8	92,9	97,4	111,1	119,7	120,6	121,3	120,9	120,3	119,7	119,4	119,5
segment meblowy	8,8	7,0	3,4	4,1	7,4	4,7	-2,1	2,8	5,7	8,6	13,2	13,5	13,8	14,0	14,3	14,6
segment handlowy	1,6	1,6	1,8	1,7	2,5	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
segment nieruchomości	2,2	0,5	7,3	0,3	0,3	-2,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
segment wierzytelności	0,0	0,0	10,6	29,3	26,8	30,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
pozostałe	-6,6	-2,4	-21,1	-6,2	-2,0	27,8	29,3	29,3	31,1	32,6	31,4	30,2	29,0	27,8	26,6	25,4
w tym Europa Systems	0,0	0,0	0,0	0,0	7,5	23,0	22,6	23,8	26,3	28,4	27,8	27,2	26,7	26,1	25,5	25,0
EBIT	13,8	45,6	28,9	87,4	95,8	121,1	91,9	108,7	121,7	127,1	131,3	130,0	128,7	127,4	126,4	125,9
Zysk brutto	10,5	34,9	26,9	77,1	79,1	55,2	79,8	97,0	109,3	118,8	127,9	128,8	127,3	126,3	125,6	125,4
Zysk netto	9,3	26,6	16,5	58,4	60,8	24,2	64,5	78,6	89,1	97,1	105,4	106,5	105,4	104,8	104,5	104,6
Marża EBITDA	*7,6%*	*11,8%*	*10,5%*	*15,2%*	*16,8%*	*19,0%*	*16,3%*	*16,5%*	*16,9%*	*17,1%*	*17,4%*	*17,1%*	*16,7%*	*16,4%*	*16,2%*	*15,9%*
segment sklejkowy	*16,5%*	*18,4%*	*17,5%*	*20,6%*	*20,9%*	*20,9%*	*21,2%*	*20,0%*	*19,8%*	*19,8%*	*19,7%*	*19,4%*	*19,1%*	*18,8%*	*18,6%*	*18,4%*
segment meblowy	*5,7%*	*4,4%*	*2,1%*	*2,8%*	*4,8%*	*3,0%*	*-1,4%*	*2,0%*	*4,0%*	*6,0%*	*9,0%*	*9,0%*	*9,0%*	*9,0%*	*9,0%*	*9,0%*
segment handlowy	*2,3%*	*2,3%*	*2,5%*	*2,9%*	*3,9%*	*4,0%*	*3,9%*	*3,9%*	*3,9%*	*3,9%*	*3,9%*	*3,9%*	*3,9%*	*3,9%*	*3,9%*	*3,9%*
segment nieruchomości	-	*39,7%*	*573,1%*	*19,3%*	*18,7%*	*-156,0%*	*14,4%*	*12,2%*	*12,2%*	*12,2%*	*12,2%*	*12,2%*	*12,2%*	*12,2%*	*12,2%*	*12,2%*
segment wierzytelności	-	-	*49,4%*	*25,8%*	*54,1%*	*49,1%*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
pozostałe	-	-	-	-	*-5,6%*	*26,7%*	*24,0%*	*22,0%*	*21,8%*	*21,3%*	*20,5%*	*19,8%*	*19,0%*	*18,2%*	*17,4%*	*16,6%*
w tym Europa Systems	-	-	-	-	*22,2%*	*27,1%*	*26,6%*	*25,5%*	*25,6%*	*25,1%*	*24,6%*	*24,1%*	*23,6%*	*23,1%*	*22,6%*	*22,1%*

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

SPRZEDAŻ DTP

Pod koniec 2015 roku doniesienia prasowe wskazywały na rychłą sprzedaży udziałów w DTP amerykańskiej grupie windykacyjnej PRA Group, co spółka (DTP) potwierdziła w RB 22 z 20.11.2015. Do transakcji ostatecznie doszło w kwietniu'16 w wyniku wezwania ogłoszonego przez PRA Group po 4,9 PLN/akcję.

Inwestycja rozpoczęta w 2011 roku nie przyniosła zwrotu grupie Paged. Szacujemy, że transakcja zamknęła się minimalną stratą (ok. 1,4 mln PLN po uwzględnieniu dywidendy). Wpływy gotówkowe z blisko 50% pakietu akcji sięgnęły 86,6 mln PLN (ok. 55 mln PLN spółka ulokowała w obligacjach skarbowych). Na koniec 2015 roku Paged konsolidował jeszcze 43,3 mln PLN długu netto.

Na konferencji po 4Q'15 zarząd wskazywał na wiele nieprawidłowości w DTP i jednorazowe koszty z tym związane. Wartość portfela oceniał poniżej ceny z wezwania, stąd zdecydował się na sprzedaż większościowego pakietu.

Wyjście z DTP oceniamy pozytywnie. Wierzytelnościowa spółka była dla nas jednym z głównych czynników ryzyka. W naszej opinii wyniki finansowe, wsparte historycznie jedną, dużą wierzytelnością, nie były powtarzalne. Dodatkowo po sprzedaży grupa jest bardziej transparentna, bo konsoliduje tylko wyniki podmiotów z branży przemysłowej.

Historia transakcji na akcjach DTP

	pakiet	udział cum	cena pakietu
maj'11	11,8%	11,8%	2,33
luty'12	10,9%	22,7%	6,35
lipiec'12	27,6%	50,3%	7,00
lipiec'12	3,8%	54,1%	7,00
marzec'14*	-2,4%	51,7%	6,40
kwiecień'14*	-2,2%	49,5%	6,40
kwiecień'14	-1,9%	47,6%	6,40
grudzień'15	1,9%	49,5%	4,29
kwiecień'16	-49,5%	0,0%	4,90

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

Kurs akcji i nabycia DTP przez Paged

	[mln PLN]	[PLN/akcję]
Średnia cena nabycia	91,2	5,16
Dywidendy	3,2	0,18
Efektywna cena nabycia	87,9	4,98
Cena sprzedaży	86,6	4,90
Wynik na sprzedaży	**-1,4**	**-0,08**
Gotówka ze sprzedaży	86,6	za 49,5%
Dług netto'15	43,3	konsolidowany w Paged
Wartość transakcji	**129,9**	
Cena transakcji za 100%	175,0	
Wartość transakcji za 100%	218,3	
P/E'15	6,4	
EV/EBITDA'15	7,3	

Źródło: BDM S.A., spółka

AKWIZYCJE I CAPEX

Akwizycje

W ostatnich latach spółka przeprowadziła 4 akwizycje za które zapłaciła ponad 210 mln PLN. Z transakcji w DTP spółka wyszła w kwietniu'16 (87 mln PLN gotówki). Zarząd spółki zapowiada kolejne akwizycje, budujące EBITDA i finansowane długiem. Granicznym wskaźnikiem dług netto/EBITDA po transakcji jest 3,0x. Wycena nabywanych podmiotów ma być niższa niż bieżąca grupy Paged (<8,0x EBITDA).

W sierpniu'16 spółka poinformowała o transakcji nabycia 70% pakietu akcji Forbis, spółki zajmującej się aranżacja wnętrz w lokalach komercyjnych. Wartość transakcji wg wywiadów prasowych to 12 mln PLN (za 70%). EBITDA za 2015 rok to 2,72 mln PLN. Spółka ma być konsolidowana od 4Q'16 (nieuwzględnione w wycenie).

We wrześniu'16 spółka dokupiła 5% akcji Europa Systems za 6,5 mln PLN (opcja call). Obecnie Paged kontroluje 73,9%, 1,1% mają kluczowi menedżerowie, a pozostałe 25% posiada założyciel i prezes Krzysztof Marszałek, który przeszedł do Rady Nadzorczej.

Na konferencji po 4Q'15 zarząd zapowiadał dużą akwizycję niemieckiej spółki z branży drzewnej o wartości 300-350 mln PLN. Do tej pory nie doszło do transakcji, a zarząd na ostatnich konferencjach studził oczekiwania co do dużych przejęć.

Historia akwizycji [mln PLN]

	Data	Branża	Cena nabycia	Wartość nabycia (EV)	Pakiet	Wartość (EV) za 100%	EBITDA z roku transakcji	EBITDA 2015	EV/EBITDA z roku transakcji
DTP*	maj-11	wierzytelności	91,2	103,5	49,5%	196,5	15,2	30,0	12,9
Europa Systems**	sie-14	automatyka	111,5	116,0	73,9%	155,5	21,6	23,0	7,2
Ivopol	2Q'14	wynajem sam.	2,5	6,4	50,0%	12,8	3,0	8,3	4,3
Forbis	sie-16	aranżacja wnętrz	8,4	12,0	70,0%	17,2	2,7	2,7	6,3
RAZEM			213,6	237,9		382,0	42,5	64,0	9,0

*Źródło: BDM S.A., spółka. *- konsolidacja 3Q'12-4Q'15, sprzedaż w kwietniu'16, **- zakup dodatkowych 5% we wrześniu'16*

CAPEX

W ostatnich latach kluczową inwestycją byłą fabryka sklejki mirror zwiększająca moce produkcyjne o 50 tys. m3 sklejki (ok. 30%). Fabryka została oddana do użytku pod koniec 3Q'15 jednak przez blisko rok spółka zmagała się z problemami technologicznymi (wysokie zużycie drewna, duża liczba odrzutów, niski udział sklejki foliowanej, gorsze od oczekiwań ceny czy słaba jakość surowca). Na konferencjach po 2/3Q'16 zarząd informował, że uporał się z większością problemów. Do września'16 produkcja sklejki mirror (ok 21 tys. m3) była traktowana jako partia testowa i powiększyła efektywny CAPEX (szacujemy że o nawet 40 mln PLN). Przez RZiS przeszło w 3Q'16 ok. 3 tys. m3 sklejki. Zarząd informował, że wpływ na EBITDA wyniósł 0,4 mln PLN. W całym 2016 roku oczekujemy ok. 3 mln PLN EBITDA (zgodnie z tym co przekazywał zarząd), a w 2017 roku kalkulujemy ok. 15 mln PLN EBITDA (zarząd szacował budżet na poziomie 10-18 mln PLN EBITDA). Docelowo (w 2018 roku) fabryka powinna generować ok. 20 mln PLN EBITDA (spółka informowała że nawet 30 mln PLN).

W związku z pełnym wykorzystaniem mocy standardowych sklejek spółka podjęła decyzję o inwestycji w Piszu, która kosztem 25 mln PLN zwiększy moce produkcyjne o ok. 10 tys. m3 od 2H'17. Oczekujemy wzrostu sprzedaży tej sklejki o ok. 4 tys. m3 w '17 i 5 tys. m3 w '18. Docelowy efekt na poziomie EBITDA kalkulujemy na ok. 5 mln PLN EBITDA.

Na konferencji po 3Q'16 zarząd informował dodatkowo o inwestycji w Centrum Badań i Rozwoju (CAPEX netto ok. 24 mln PLN- dofinansowanie ok. 11 mln PLN), nową halę produkcyjną w Ivopol (CAPEX netto 12 mln PLN + 8 mln PLN dotacji), czy inwestycje w segmencie meblowym (ok. 10 mln PLN) poprawiające automatyzację procesu, gdzie od lat nie było tak dużych nakładów.

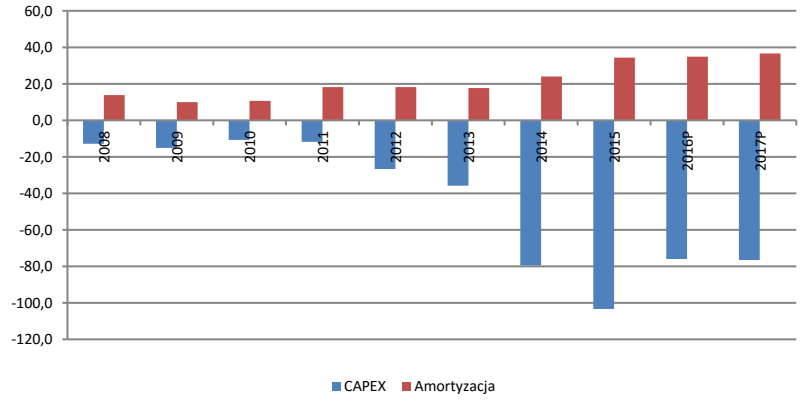
Na konferencji po 4Q'15 zarząd wspominał o inwestycji w fabrykę łuszczki w Rosji (półprodukt do produkcji sklejki). Fabryka miała być budowana z partnerem (CAPEX ok. 110 mln PLN, przy zdolnościach 70-80 tys. m3). O inwestycji donosiła w ostatnich miesiącach prasa, ale spółka do tej pory nie potwierdziła projektu.

Główne inwestycje mln PLN]

	2013	2014	2015	2016P	2017P
Sklejka Paged/Pisz	34,2	22,5	25,0	14,0	48,0
Sklejka mirror	-	50,0	70,0	40,0	-
CBiR	-	-	-	12,0	12,0
Meble	1,6	1,3	2,0	4,0	10,0
Pozostałe	-	5,8	6,3	6,0	6,0
RAZEM	**35,8**	**79,5**	**103,3**	**76,0**	**76,0**

Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne. Po pomniejszeniu o przyznane dotacje

CAPEX i amortyzacja 2008-2017P [mln PLN]



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

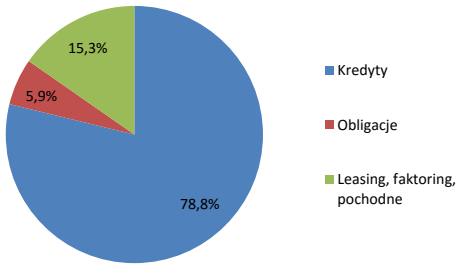
ZADŁUŻENIE

Na koniec 3Q'16 spółka posiadała ok. 358 mln PLN zadłużenia finansowego (256 mln PLN netto po korekcie o ok. 56 mln PLN obligacji skarbowych) składającego się z kredytów (79%), obligacji (6%) i gł. leasingu (16%). W 3Q'16 Paged przedterminowo wykupił obligacje IV serii wyemitowane w sierpniu 2014 roku (49 mln PLN) i zrefinansował kredytem o niższym koszcie (obligacje były oprocentowane WIBOR6m+ 3,4% marży). V seria obligacji Paged (21 mln PLN) zapada w sierpniu 2018 roku.

Dług netto/EBITDA na koniec 3Q'16 kształtował się na poziomie ok. 256 mln PLN (uwzględniając 55 mln PLN obligacji skarbowych) i stanowił 2,0x EBITDA12m (2,1x EBITDA LFL 12m). Okres 4Q jest sezonowo najlepszy pod względem generowanej gotówki, dlatego szacujemy, że na koniec 2016 roku dług netto spadnie przynajmniej w okolice 245 mln PLN (1,9x EBITDA). Przy zakładanej EBITDA w wysokości 140-160 mln PLN i CAPEX 70-80 mln PLN w latach 2017-2018 oczekujemy dalszej redukcji zadłużenia do ok. 130 mln PLN na koniec 2018 roku (0,8x EBITDA).

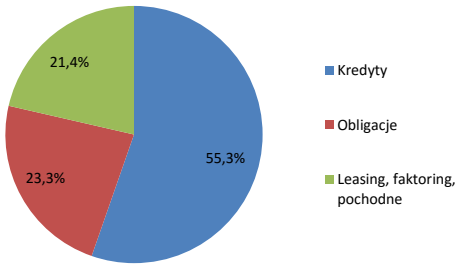
Zarząd informował, że w przypadku przejęć granicznym poziomem zadłużenia netto/EBITDA jest 3,0x. Przy obecnych parametrach daje to potencjał dłużny na poziomie 135 mln PLN bez generacji EBITDA.

Struktura zadłużenia na 3Q'16



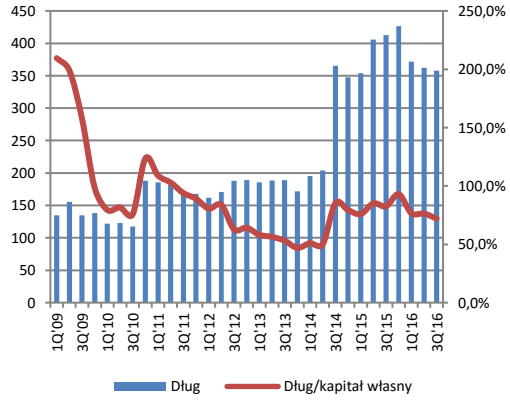
Źródło: BDM S.A., spółka.

Struktura zadłużenia na 4Q'15



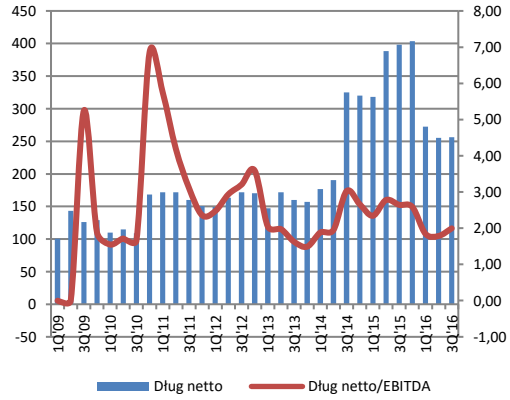
Źródło: BDM S.A., spółka. LS- dług netto, PS- DN/EBITDA

Dług i dług/kapitał własny



Źródło: BDM S.A., spółka. LS: dług, PS: dług/kapitał własny

Dług netto i dług netto/EBITDA



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

ZMIANY W SYSTEMIE SPRZEDAŻY DREWNA NA 2017 ROK

W systemie sprzedaży drewna przez Lasy Państwowe na 2017 rok planowane są kolejne, rewolucyjne zmiany. Pierwsze, konkretne założenia zostały przedstawione przez K. Tomaszewskiego we wrześniu'16. Rozporządzenie precyzujące sprzedaż (wraz z załącznikami ponad 400 stron !) ukazało się w listopadzie. Zmiany dotyczą w szczególności:

- jednej procedury zakupowej na 100% surowca;

- możliwości wyboru historii zakupowej (1-3 lat);

- sprzedaż opartą o punktową ocenę złożonych ofert;

- punkty przyznawane za oferowaną cenę (ograniczoną w górę i w dół widełkami cenowymi przez LP- waga 65%) historię zakupów (waga 25%) oraz za geografię dostaw czyli maksymalnie skróconą cenę dowozu (waga 10%);

- cena proponowana (wyjściowa) to średnia cena skonsolidowana z 2016 roku (przetargi ograniczone i aukcje systemowe/e-drewno)- w październiku proponowano +2,5%;

- widełki cenowe na 2017 rok zostały ustalone na poziomie -4%/+4% od ceny skonsolidowanej z 2016 roku (decyzja z 10.11.2016)- w październiku proponowano -6%/+8%;

- drewno na cele energetyczne ma być wydzielone ze specjalnej puli;

- dotychczasowe aukcje e-drewno będą służyć do sprzedaży niesprzedawanych w inny sposób nadwyżek;

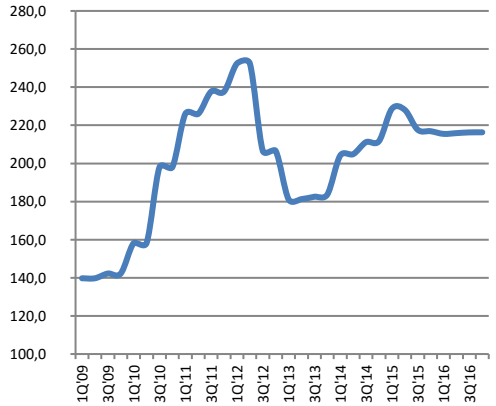
- brak skonta (dotychczas 1,5% za wcześniejsze płatności).

W 2017 roku LP planują sprzedaż na poziomie 40,5 mln m3 (+2 mln m3 r/r, +5,2% r/r).

W naszej opinii nowe zasady dają kres rozwiązaniom zapoczątkowanym w latach 2008/2009 o urynkowieniu sprzedaży, a nadmierna ilość regulacji to z reguły więcej szkód niż pożytku w długim terminie. Średnia cena sprzedaży w 2017 roku nie powinna być wyższa niż 4% przy wzroście podaży o ponad 5% (w modelu konserwatywnie przyjmujemy wzrost cen o ok. 5%).

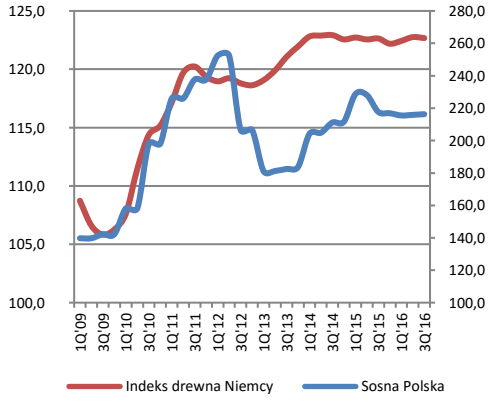
W 2016 roku przemysł korzystał z niższych o ok. 3% cen drewna okrągłego, które znajdowały się poniżej poziomów z trudnych dla branży lat 2011-2012. Dopiero zmiany w systemie na 2013 rok pozwoliły istotnie obniżyć ceny surowca i poprawić rentowność branży. Od tego czasu ceny systematycznie rosną. W długim terminie przyjmujemy 2% wzrost cen podstawowego surowca.

Średnie ceny sosny w 2009-2015 [PLN/m3]



Źródło: BDM S.A., e-drewno, szacunki własne

Ceny sosny w Polsce na tle indeksu drewna w Niemczech



Źródło: BDM S.A., e-drewno, destatis, szacunki własne. LS: indeks cen drewna w Niemczech 2005=100, PS: średnie ceny sosny w Polsce [PLN/m3]

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2016-2018

Obniżyliśmy prognozy wyników grupy w latach 2016-2018 o ok. 20%, co wynika głównie ze sprzedaży DTP (kwiecień'16).

W sklejce EBITDA'16 jest niższa głównie wskutek problemów technologicznych mirror. W kolejnych latach uwzględniamy mniejszą rentowność tego projektu (docelowo 20 mln PLN EBITDA vs 30 mln PLN oczekiwanych wcześniej), ale zostanie on po części zbilansowany inwestycją w Piszu (potencjał ok. 5 mln PLN EBITDA). W rezultacie EBITDA w latach 2017-2018 jest porównywalna z wcześniejszymi założeniami.

Znacznie, bo o ponad 10 mln PLN, obniżyliśmy założenia dla segmentu meblowego. Restrukturyzacja wciąż trwa i wierzymy że po inwestycjach i radykalnych działaniach nowego zarządu przyniesie ona efekty lecz znacznie później (docelowo 9% marży EBITDA w 2020 roku).

W segmencie pozostałe uwzględniliśmy dynamiczny rozwój Ivopol. Spółka z obszaru wynajmu samochodów w 2015 roku wypracowała 8,3 mln PLN EBITDA przy 25,8 mln PLN sprzedaży, a w 2016 roku szacujemy, że będzie to nawet 11 mln PLN przy sprzedaży 36 mln PLN (w 1H'16 6,3 mln PLN EBITDA i 13,5 mln PLN sprzedaży.

Dzięki inwestycji w fabrykę mirror spółka zyskała aktywo podatkowe w wysokości 75 mln PLN na całą fabrykę w Morągu, dzięki czemu efektywna stopa podatkowa znajdzie się na poziomie ok. 11% a nie 15-16% jak szacowaliśmy wcześniej. To główny, pozytywny czynnik wpływający na wycenę segmentu sklejkowego.

W latach 2017-2018 oczekujemy CAPEX na poziomie grupy w wysokości 70-80 mln PLN wobec pierwotnych założeń ok. 40 mln PLN. Główne inwestycje zostały opisane w osobnym rozdziale.

Zmiana założeń na 2016-2018 [mln PLN]

	2016P			2017P			2018P		
	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana
Przychody	877,8	775,6	-11,6%	939,4	878,6	-6,5%	986,0	940,0	-4,7%
segment sklejkowy	512,7	459,2	-10,4%	561,8	555,4	-1,2%	594,9	604,6	1,6%
segment meblowy	158,1	143,2	-9,4%	161,2	138,5	-14,1%	164,5	141,3	-14,1%
segment handlowy	51,6	50,2	-2,8%	51,6	50,2	-2,8%	51,6	50,2	-2,8%
segment nieruchomości	1,3	1,3	6,2%	1,3	1,3	6,2%	1,3	1,3	6,2%
segment wierzytelności	60,6	-	-	60,6	-	-	60,6	-	-
pozostałe, nieprzypisane, wyłączenia	93,5	121,7	30,2%	102,9	133,2	29,5%	113,1	142,6	26,0%
Wynik brutto na sprzedaży	249,4	221,4	-11,2%	266,9	247,6	-7,2%	282,9	256,3	-9,4%
EBITDA	173,3	126,7	-26,9%	182,1	145,3	-20,2%	193,8	158,7	-18,1%
segment sklejkowy	107,3	97,4	-9,3%	113,3	111,1	-2,0%	121,7	119,7	-1,6%
segment meblowy	11,1	-2,1	-118,6%	12,9	2,8	-78,5%	14,8	5,7	-61,8%
segment handlowy	2,3	1,9	-16,9%	2,3	2,0	-15,9%	2,3	2,0	-15,9%
segment nieruchomości	0,1	0,2	62,2%	0,1	0,2	37,8%	0,1	0,2	37,8%
segment wierzytelności	31,1	-	-	31,1	-	-	31,1	-	-
pozostałe, nieprzypisane, wyłączenia	21,4	29,3	36,6%	22,4	29,3	30,8%	23,8	31,1	31,1%
EBIT	136,4	91,9	-32,6%	145,5	108,7	-25,3%	157,6	121,7	-22,8%
Zysk brutto	119,1	79,8	-33,0%	133,1	97,0	-27,1%	149,2	109,3	-26,7%
Zysk netto	88,4	64,5	-27,0%	100,7	78,6	-21,9%	114,8	89,1	-22,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	*28,4%*	*28,6%*		*28,4%*	*28,2%*		*28,7%*	*27,3%*	
Marża EBITDA	*19,7%*	*16,3%*		*19,4%*	*16,5%*		*19,7%*	*16,9%*	
segment sklejkowy	*12,2%*	*12,6%*		*12,1%*	*12,6%*		*12,3%*	*12,7%*	
segment meblowy	*1,3%*	*-0,3%*		*1,4%*	*0,3%*		*1,5%*	*0,6%*	
segment handlowy	*0,3%*	*0,3%*		*0,2%*	*0,2%*		*0,2%*	*0,2%*	
segment nieruchomości	*0,0%*	*0,0%*		*0,0%*	*0,0%*		*0,0%*	*0,0%*	
segment wierzytelności	*3,5%*	*0,0%*		*3,3%*	*0,0%*		*3,1%*	*0,0%*	
pozostałe, nieprzypisane, wyłączenia	*2,4%*	*3,8%*		*2,4%*	*3,3%*		*2,4%*	*3,3%*	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	644,8	701,0	742,2	782,0	783,6	785,2	786,6	787,6	788,4	789,0	789,3	789,5
Wartości niematerialne i prawne	199,3	138,8	135,4	132,2	129,1	126,2	123,4	120,6	118,0	115,4	113,0	110,6
Rzeczowe aktywa trwałe	366,8	470,5	515,1	558,2	562,7	567,3	571,5	575,3	578,7	581,8	584,7	587,3
Aktywa obrotowe	417,2	485,0	364,5	384,4	396,6	396,4	440,3	425,5	431,5	437,9	444,6	451,6
Zapasy	97,2	123,4	118,5	134,2	143,6	146,5	147,9	149,3	150,7	152,1	153,6	155,1
Należności krótkoterminowe	121,4	142,4	134,6	152,3	162,8	166,1	167,6	169,2	170,8	172,4	174,0	175,6
Inwestycje krótkoterminowe	198,6	219,2	111,5	97,9	90,2	83,8	124,8	107,0	110,1	113,4	117,0	120,9
-środki pieniężne i ekwiwalenty	27,5	22,7	34,7	21,2	13,5	7,1	48,0	30,3	33,3	36,7	40,3	44,2
Aktywa razem	1 062,0	1 186,0	1 106,7	1 166,5	1 180,2	1 181,7	1 226,9	1 213,1	1 219,9	1 226,9	1 233,9	1 241,1
Kapitał (fundusz) własny	437,5	458,9	523,5	602,1	691,1	788,3	845,1	846,2	845,1	844,5	844,2	844,3
Kapitał (fundusz) podstawowy	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1
Kapitał (fundusz) zapasowy)	271,1	328,6	352,8	417,3	495,9	585,0	633,6	633,6	633,6	633,6	633,6	633,6
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	0,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Zysk (strata) netto okresu	60,8	24,2	64,5	78,6	89,1	97,1	105,4	106,5	105,4	104,8	104,5	104,6
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	520,7	604,9	451,9	426,2	343,7	240,6	221,9	200,2	201,4	202,7	204,1	205,4
Rezerwy na zobowiązania	55,4	55,9	55,9	55,9	55,9	55,9	55,9	55,9	55,9	55,9	55,9	55,9
Zobowiązania długoterminowe	221,4	256,2	174,1	134,1	93,1	43,0	23,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
-oprocentowane	97,8	103,2	70,1	50,1	30,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	237,9	284,5	213,6	227,9	186,5	133,5	134,7	136,0	137,3	138,6	139,9	141,2
-oprocentowane	126,0	170,3	105,7	105,7	55,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	1 062,0	1 186,0	1 106,7	1 166,5	1 180,2	1 181,7	1 226,9	1 213,1	1 219,9	1 226,9	1 233,9	1 241,1

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	710,9	820,9	775,6	878,6	940,0	959,1	968,1	977,2	986,5	995,8	1 005,3	1 014,9
Koszty produktów, tow. i materiałów	510,0	573,0	554,2	631,1	683,7	697,6	703,2	714,3	725,6	737,0	748,2	758,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	200,9	248,0	221,4	247,6	256,3	261,5	264,9	262,9	260,8	258,8	257,1	256,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	103,0	128,5	129,2	138,9	134,6	134,4	133,6	132,8	132,1	131,4	130,7	130,1
Zysk (strata) na sprzedaży	97,9	119,5	92,2	108,7	121,7	127,1	131,3	130,0	128,7	127,4	126,4	125,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2,1	1,6	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	120,2	156,0	126,7	145,3	158,7	164,0	168,1	166,7	165,2	163,7	162,4	161,6
EBIT	95,8	121,1	91,9	108,7	121,7	127,1	131,3	130,0	128,7	127,4	126,4	125,9
Saldo działalności finansowej	-16,7	-66,0	-12,1	-11,7	-12,3	-8,2	-3,4	-1,2	-1,4	-1,2	-0,8	-0,5
Zysk (strata) brutto	79,1	55,2	79,8	97,0	109,3	118,8	127,9	128,8	127,3	126,3	125,6	125,4
Zysk (strata) netto	60,8	24,2	64,5	78,6	89,1	97,1	105,4	106,5	105,4	104,8	104,5	104,6

CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	57,9	84,4	124,3	111,3	130,7	142,6	147,5	146,0	144,6	143,1	141,9	141,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-180,9	-81,6	13,7	-74,5	-37,7	-38,5	-36,4	-34,8	-35,1	-34,3	-33,5	-32,7
Przepływy z działalności finansowej	136,3	-7,7	-126,0	-50,4	-100,7	-110,6	-70,2	-128,9	-106,5	-105,4	-104,8	-104,5
Przepływy pieniężne netto	13,2	-4,8	12,0	-13,5	-7,7	-6,4	41,0	-17,7	3,0	3,4	3,6	3,9
Środki pieniężne na początek okresu	14,3	27,5	22,7	34,7	21,2	13,5	7,1	48,0	30,3	33,3	36,7	40,3
Środki pieniężne na koniec okresu	27,5	22,7	34,7	21,2	13,5	7,1	48,0	30,3	33,3	36,7	40,3	44,2

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	15%	-6%	13%	7%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	30%	-19%	15%	9%	3%	3%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%
EBIT zmiana r/r	26%	-24%	18%	12%	4%	3%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%
Zysk netto zmiana r/r	-60%	166%	22%	13%	9%	8%	1%	-1%	-1%	0%	0%
Marża brutto na sprzedaży	30%	29%	28%	27%	27%	27%	27%	26%	26%	26%	25%
Marża EBITDA	19%	16%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	16%	16%	16%
Marża EBIT	15%	12%	12%	13%	13%	14%	13%	13%	13%	13%	12%
Marża brutto	7%	10%	11%	12%	12%	13%	13%	13%	13%	12%	12%
Marża netto	3%	8%	9%	9%	10%	11%	11%	11%	11%	10%	10%
COGS / przychody	70%	71%	72%	73%	73%	73%	73%	74%	74%	74%	75%
SG&A / przychody	16%	17%	16%	14%	14%	14%	14%	13%	13%	13%	13%
SG&A / COGS	22%	23%	22%	20%	19%	19%	19%	18%	18%	17%	17%
ROE	4%	10%	11%	11%	10%	10%	11%	10%	10%	10%	10%
ROA	2%	6%	7%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	8%	8%
Dług	426,5	279,8	239,8	148,8	43,0	23,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	36%	25%	21%	13%	4%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
D / E	56%	34%	26%	14%	4%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
Dług / kapitał własny	73%	43%	32%	18%	5%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
Dług netto	403,8	245,0	218,6	135,3	35,9	-25,1	-30,3	-33,3	-36,7	-40,3	-44,2
Dług netto / kapitał własny	88%	47%	36%	20%	5%	-3%	-4%	-4%	-4%	-5%	-5%
Dług netto / EBITDA	2,6	1,9	1,5	0,9	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Dług netto / EBIT	333%	267%	201%	111%	28%	-19%	-23%	-26%	-29%	-32%	-35%
EV	1 225,3	1 066,5	1 040,1	956,8	857,4	796,4	791,2	788,2	784,8	781,2	777,3
Dług / EV	35%	26%	23%	16%	5%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
CAPEX / Przychody	-14%	10%	9%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
CAPEX / Amortyzacja	-301%	218%	209%	104%	104%	104%	103%	102%	102%	101%	101%
Amortyzacja / Przychody	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Zmiana KO / Przychody	6%	-1%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	41%	15%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%

Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	1,0	1,1	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/E*	33,9	12,7	10,5	9,2	8,5	7,8	7,7	7,8	7,8	7,9	7,9
P/BV*	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/CE*	13,9	8,3	7,1	6,5	6,1	5,8	5,7	5,8	5,8	5,8	5,9
EV/EBITDA*	7,9	8,4	7,2	6,0	5,2	4,7	4,7	4,8	4,8	4,8	4,8
EV/EBIT*	10,1	11,6	9,6	7,9	6,7	6,1	6,1	6,1	6,2	6,2	6,2
EV/S*	1,5	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
BVPS	37,5	42,2	47,8	54,0	60,7	64,8	65,4	65,7	66,1	66,4	66,8
EPS	1,6	4,2	5,1	5,7	6,3	6,8	6,9	6,8	6,8	6,7	6,7
CEPS	3,8	6,4	7,4	8,1	8,6	9,2	9,2	9,2	9,1	9,1	9,1
FCFPS	6,9	7,3	7,2	7,1	7,1	7,0	7,0	6,4	0,0	0,0	0,0
DPS w okresie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3,13	6,80	6,87	6,80	6,76	6,74
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
DY*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,9%	12,8%	13,0%	12,8%	12,8%	12,7%

*Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 53,0 PLN*

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

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

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

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

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: marek.jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji Paged

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	60,1	Kupuj	62,9	19.12.2016	15:04 CEST	53,0	51 019
Kupuj	62,9	Akumuluj	62,0	12.02.2016		52,3	44 017,4
Akumuluj	62,0	-	-	12.08.2015		55,5	52 934,4

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'16:

Kupuj	6	40%
Akumuluj	7	47%
Trzymaj	2	13%
Redukuj	0	0%
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 docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa 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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, 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 jakakolwiek strategia 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 19.12.2016 roku, 15:04 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.12.2016 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 rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się 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 niemniejszym 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 19.12.2016 roku:

- BDM 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 subemisje 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 świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.