



Dom Maklerski BDM S.A.

PFLEIDERER

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 51,5 PLN

09 PAŹDZIERNIK 2017, 10:10 CEST

We wrześniu'17 spółka przedstawiła strategię do 2021 roku z ambitnymi celami, poinformowała o szczegółach skupu akcji (5% po 47 PLN/szt.) i wprowadziła program motywacyjny dla członków zarządu i RN oparty o kurs akcji. Przy lepszych cenach płyt wiórowych (widoczna zmiana tendencji na rynku od kwietnia'17) i niższych cenach chemikaliów spółka powinna pochwalić się dobrym raportem za 3Q'17 przełamując tym samym negatywną tendencję z 1H'17. Z większym optymizmem patrzymy na 4Q'17, kiedy powinien być widoczny wyraźny wzrost cen produktów spółki. Liczymy, że dobra koniunktura utrzyma się w najbliższych latach, a nowe moce produkcyjne w Polsce w 2018-2019 roku powinny zostać zaabsorbowane przez rynek (jesteśmy importerm netto w wysokości 0,8-0,9 mln m3 rocznie, a rynek rośnie w tempie ok. 0,2 mln m3 rocznie). Mając to na względzie podwyższamy cenę docelową dla spółki do 51,5 PLN/akcję i wydajemy rekomendację AKUMULUJ.

Dzięki zmianie tendencji na rynku płyt wiórowych w kwietniu'17 ceny większości produktów spółki powinny być wyższe r/r już w 3Q'17. Wyraźny efekt podwyżek cen powinien być jednak widoczny w 4Q'17. Zarząd na konferencji po wynikach 2Q'17 informował o wprowadzonych podwyżkach cen płyt w wysokości ok. 4,5%.

Liczymy, że dobra koniunktura na rynku płyt utrzyma się także w 2018-2019 roku mimo oczekiwanych nowych mocy produkcyjnych na rynku krajowym (inwestycje Forte i Egger dadzą 1,15 mln m3 nowej podaży produktu, czyli +18,5% vs 2016 PB/MFC i +34% vs 2016 PB). Popyt w tym okresie powinien wzrosnąć o blisko 0,6 mln m3 (zakładając utrzymanie dotychczasowego tempa wzrostu 3,4% CAGR). Wskazujemy ponadto, że Polska jest importerm netto płyt drewnopochodnych. Za 2016 rok bilans ten sięgnął -0,86 mln m3. Tym samym liczymy, że nowe moce, przy poprawie niekorzystnego bilansu handlowego, powinny zostać wchłonięte przez rynek bez istotnego wpływu na ceny.

Mając na względzie nową strategię spółki na lata 2017-2021 zarząd będzie skupiał się na wzroście produktów wysoko przetworzonych jak MFC czy HPL. Spółka stawia na poprawę efektywności kosztowej, ma konkretny program inwestycyjny mający przenieść określony wzrost wyniku. Tym samym przedstawione cele finansowe 1,2 mld EUR przychodów i 200 mln EUR EBITDA wydają się celami realnymi. Wskazujemy, że nasze założenia w raporcie są niższe od strategicznych o odpowiednio 3,7% przychodów i 6,3% EBITDA.

Spółka ma trzech z czterech nowych członków zarządu, a RN przyjęła dla nich bardzo ambitny program motywacyjny uzależniony od kursu akcji. Wskazujemy, że połowę przysługujących uprawnień będą oni mogli nabyć dopiero przy kursie akcji spółki powyżej 80 PLN.

Wycena DCF [PLN]	50,5
Wycena porównawcza [PLN]	55,6
Wycena końcowa [PLN]	51,5
Potencjał do wzrostu / spadku	17,0%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	44,0
Kapitalizacja [mln PLN]	2 846,8
Ilość akcji [mln. szt.]	64,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	47,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	39,1
Stopa zwrotu za 3 mc	-1,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	-1,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	21,4%
Struktura akcjonariatu:	
Strategic Value Partners	29,6%
Atlantik	19,3%
NN OFE	9,9%
Aviva OFE	9,3%
Pozostali	31,9%

Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

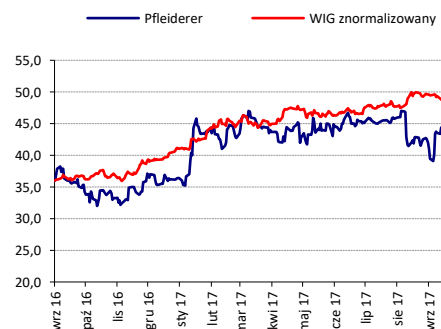
tel. (0-32) 208-14-35

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody* [mln EUR]	959,9	984,5	960,4	1 012,0	1 073,6	1 115,7
EBITDA* [mln EUR]	121,4	119,2	113,9	153,4	164,2	186,5
EBITDA Adj.* [mln EUR]	119,6	132,3	148,9	153,1	164,2	186,5
EBIT* [mln EUR]	76,6	75,4	46,2	80,5	86,8	113,4
Wynik netto* [mln EUR]	19,1	10,4	19,1	41,9	46,8	69,0
P/BV	3,0	2,9	2,4	2,6	2,4	2,0
P/E	34,1	62,6	34,2	15,6	13,9	9,5
EV/EBITDA	8,1	7,5	7,9	6,2	5,6	4,7
EV/EBITDA Adj.*	8,5	7,0	6,0	6,3	5,6	4,6
EV/EBIT	12,8	11,9	19,4	11,8	10,6	7,7
DY w okresie	0,0%	0,0%	2,3%	2,5%	3,2%	3,6%

*- dane pro forma. Wskaźniki oczyszczone



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport. Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	6
WYCENA DCF.....	7
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	10
WYNIKI 2Q'17.....	11
ANALIZA WYNIKÓW 2Q'17	11
PODSUMOWANIE KONFERENCJI Z ZARZĄDEM PO WYNIKACH 2Q'17	11
PROGNOZA NA 3Q'17 I PERSPEKTYWA 2018	12
STRATEGIA 2017-2021	13
CELE FINANSOWE	13
PODSUMOWANIE KONFERENCJI Z ZARZĄDEM PO STRATEGII	15
STRATEGIA VS ZAŁOŻENIA BDM.....	15
SKUP AKCJI WŁASNYCH	16
PROGRAM MOTYWACYJNY	16
REFINANSOWANIE ZADŁUŻENIA	17
PROGRAM INWESTYCYJNY	18
OTOCZENIE RYNKOWE- AKTUALIZACJA.....	19
OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE.....	19
RYNEK PŁYT DREWNOPOCHODNYCH- POPYT	21
RYNEK PŁYT DREWNOPOCHODNYCH- PODAŻ.....	22
CENY PŁYT DREWNOPOCHODNYCH	22
CENY KLUCZOWYCH SUROWCÓW	23
ZMIANA GŁÓWNYCH ZAŁOŻEŃ NA 2016-2019	25
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	26

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 50,5 PLN. Natomiast wycena porównawcza, oparta na prognozach wyników na lata 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 55,6 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 51,5 PLN.

Podsumowanie wyceny

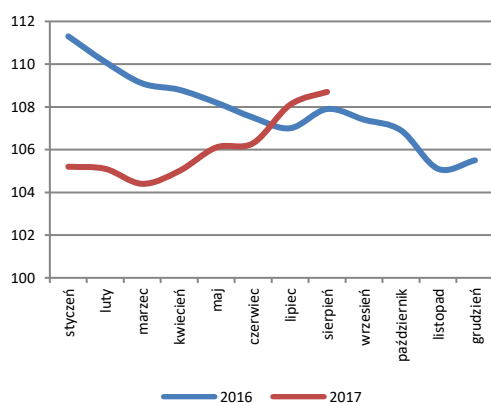
	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	50,5
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	55,6
Wycena spółki [PLN]		51,5

Źródło: BDM S.A.

Pozytywne trendy na rynku płyt wiórowych

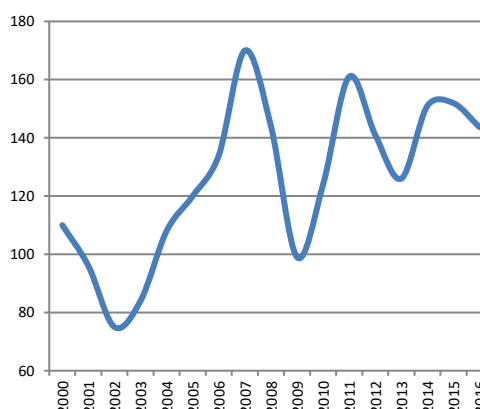
Od kwietnia 2017 obserwowana jest zmiana tendencji na rynku płyt drewnopochodnych na pozytywną. Ceny w lipcu/sierpniu'17 były o ok. 1% r/r wyższe. Zarząd Pfeiderer zapowiedział podwyżki cen produktów rzędu 4,5% na 2H'17.

Indeks cen płyty wiórowej surowej*



Źródło: BDM S.A., destatis. *- 2010=100

Ceny płyty wiórowej surowej 2000-2016 [EUR/m³]

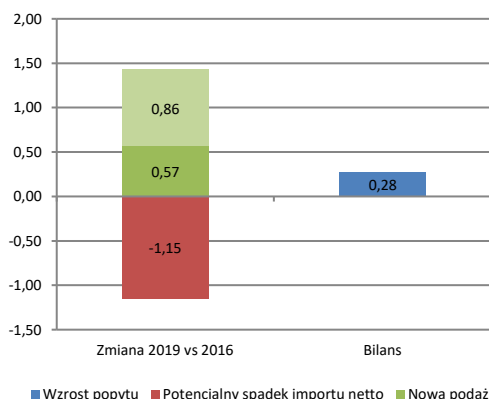


Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

Nowe moce produkcyjne w Polsce nie takie straszne

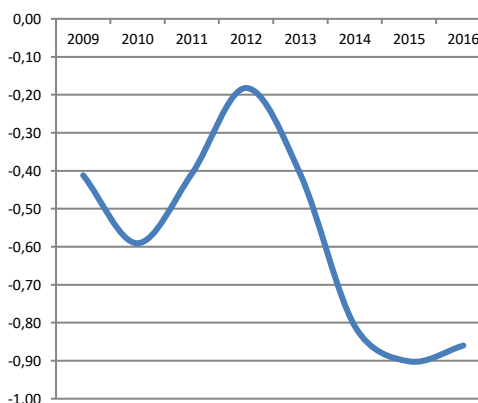
Obecne wykorzystanie mocy produkcyjnych w Polsce wynosi >90%. Do 2019 roku na rynek wejdzie ok. 1,15 mln m³ nowych mocy produkcyjnych (Forte 1Q'18 0,4-0,5 mln m³ i Egger w 2019 0,65 mln m³). Oczekujemy, że podaż ta powinna zostać wchłonięta przez rynek bez większych konsekwencji dla cen. Wskazujemy na wzrost rynku w tym okresie o blisko 0,6 mln m³ (rzędu 3-4% rocznie). Dodatkowo Polska jest importem netto płyty w wysokości ok. 0,86 mln m³ (2016 rok). Daje to teoretyczny potencjał rynku ok. 1,4 mln m³.

Nowe moce na rynku polskim vs import i wzrost popytu



Źródło: BDM S.A., spółki, Pfleiderer, FaoStat. [mln m³]

Eksport-import płyt drewnopochodnych w Polsce

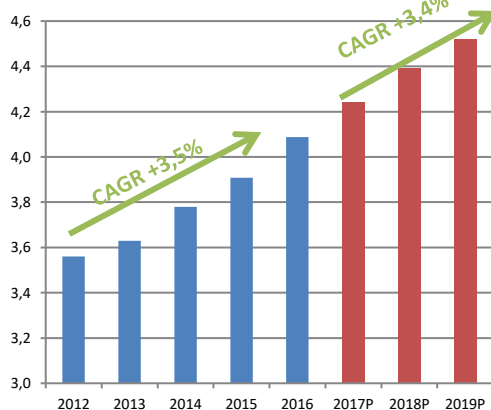


Źródło: BDM S.A., FaoStat. [mln m³]

Mocne otoczenie rynkowe

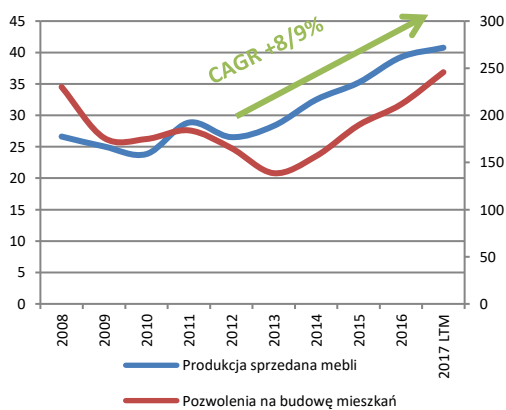
W Polsce od 2012 roku rynek płyt surowych rośnie w tempie 3,5% CAGR. Oczekuje się, że utrzyma tę dynamikę do 2019 roku. Płyty drewnopochodne trafiają głównie do przemysłu meblowego (ok. 60%) i budowlanego (24%). Od 2012 roku krajowa produkcja sprzedana mebli i pozwolenia na budowę mieszkań rosną średniorocznie o 8/9%. Oczekuje się, że 2017 rok będzie rekordowy dla meblarzy i deweloperów.

Popyt na płyty wiórowe surowe i MFC w Polsce '12-'19P



Źródło: BDM S.A., B+L Markdaten GmbH za Pfleiderer (wrzesień 2017). [mln m³]

Produkcja sprzedana mebli i pozwolenia na budowę PL

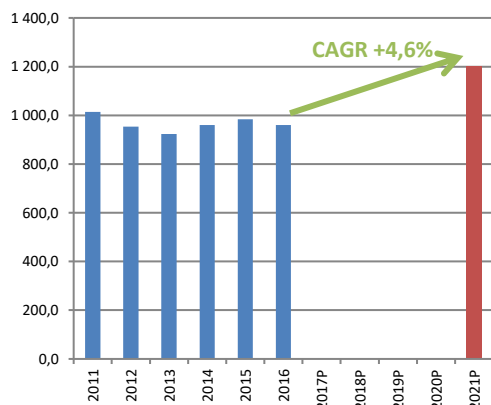


Źródło: BDM S.A., GUS

Nowa strategia do 2021 roku

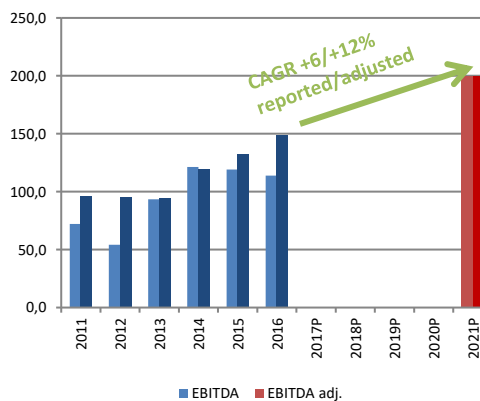
W nowej strategii do 2021 roku zarząd kładzie nacisk na poprawę efektywności związaną zarówno z nowymi inwestycjami jak i dyscypliną kosztową. Główne cele w strategii to przychody 1,2 mld EUR i EBITDA co najmniej 200 mln EUR. Nasze prognozy są odpowiednio 3,7/6,3% poniżej założeń strategicznych.

Przychody historyczne i cel strategiczny [mln EUR]



Źródło: BDM S.A., Pflaederer

EBITDA historyczna i cel strategiczny [mln EUR]

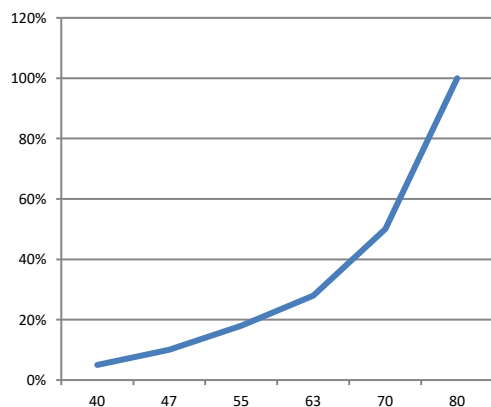


Źródło: BDM S.A., Pflaederer

Nowy i zmotywowany zarząd

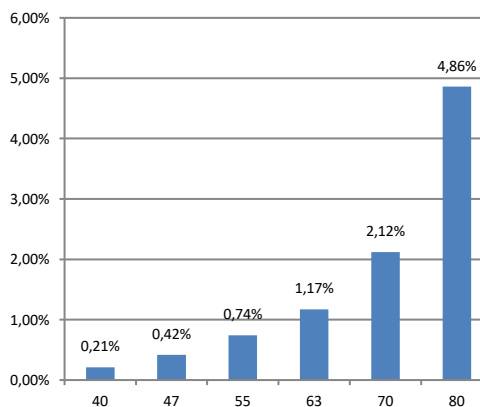
Spółka ma trzech z czterech nowych członków zarządu. RN przyjęła dla nich bardzo ambitny program motywacyjny oparty o kurs akcji spółki. Uprawnieni będą mogli nabyć od spółki po preferencyjnej cenie (40/30 PLN) określoną ilość akcji, która będzie zależeć od kursu na giełdzie. Wskazujemy, że 50% przysługujących akcji uprawnieni będą mogli nabyć dopiero gdy kurs akcji >80 PLN.

Realizacja programu motywacyjnego vs cena akcji



Źródło: BDM S.A., Pflaederer

Realizacja programu motywacyjnego vs cena akcji



Źródło: BDM S.A., Pflaederer

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Podaż akcji przez fundusz Atlantik

Po transakcji połączenia części zachodniej i wschodniej Pfeiderera i częściowej sprzedaży akcji przez Atlantik fundusz ten nadal posiada 19,28% udziałów w kapitale zakładowym Pfeiderer. Od grudnia '16 jego udział w akcjonariacie zmniejszył się o ok. 6 p.p. w wyniku kompensacji akcji za zobowiązania wobec funduszu SVP (posiada obecnie 29,65% kapitału). Zgodnie z RB z 13.02.2017 podmioty zrezygnowały z tego typu rozliczeń i wyznaczyły ostateczną datę spłaty zobowiązań w gotówce (sprzedaż akcji Pfeiderer przez Atlantik) do 30.11.2019 roku.

▪ 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 7 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)

▪ Wzrost mocy produkcyjnych płyty w Polsce o 1,15 mln m³ w '19 (+34% vs '16)

W budowie są 2 duże fabryki (Forte 400-500 tys. m³, Egger 650 tys. m³), co oznacza wzrost mocy produkcyjnych na rynku polskim o ok. 19% (vs '16, 34% dla surowej wiórowej). Sytuacja ta może istotnie wpłynąć na ceny płyty w 2018-2019 roku, czego nie zakładamy. Szacujemy wzrost popytu w tym okresie o ok. 0,6 mln m³ i poprawę negatywnego bilansu handlowego (-0,86 mln m³ w '16), przez co nowe moce powinny zostać wchłonięte przez rynek.

Forte to istotny klient Pfeiderer. Po uruchomieniu swojej fabryki w 1Q'18 spółka nie będzie już potrzebowała surowca z zewnątrz. Wg Pfeiderer udział rocznego kontraktu Forte w przychodach grupy to zaledwie 3,3%.

▪ Wysokie zadłużenie

Zadłużenie netto Pfeiderer na koniec 1H'17 wynosiło 240 mln EUR (1,9x EBITDA 12m). W czerwcu '17 spółka złożyła żądanie przedterminowego wykupu obligacji w kwocie ok. 322 mln EUR (7,875%) po cenie 101,969%. Przewidywane oszczędności z tytułu refinansowania zadłużenia wyniosą ok. 6,5 mln EUR w 2018 roku mimo wyższego zadłużenia.

▪ Postępowanie antymonopolowe

We wrześniu 2011 Niemiecki Urząd Antymonopolowy ukarał 5 firm za złą cenową na rynku płyt (Glanz- Sonae, Pfeiderer, Kronopl, Rauch Spanplattenwerk, Egger). Łączna kara wyniosła 42 mln EUR. Większość (28 mln EUR) zapłacił Glanz. Ok 11 mln EUR zostało nałożone na Pfeiderer. W 2017 roku spółka informowała, że zapłaciła już całą karę.

W związku z udziałem w kartelu klienci grupy złożyli pozwy o odszkodowanie. 3 wskazanych w raporcie spółki klientów żąda odszkodowania nawet 113 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. 25 mln EUR- nieuwzględnione w modelu.

Łącznie potencjalna kwota z tytułu toczących się postępowań to 137,8 mln EUR + odsetki. Stanowi to prawie roczną EBITDA spółki (oczyszczoną) i blisko 21% kapitalizacji. Spółka to ryzyko w swoim bilansie kwantyfikuje w kwocie 4,7 mln EUR (RMK).

Potencjalne zobowiązania związane z postępowaniem antymonopolowym [mln EUR]

Kto	rok	potencjalna kwota mln EUR	uwagi
UOKiK	2012	25,2	do 10% przychodów brak informacji do 2Q'17
Federalny Urząd Antymonopolowy	2009-2011	11,0	łącznie kara 42 mln EUR na artel, część PFL zapłacono do końca 2016 (w rocznych ratach po 3,6 mln)
Classen	2012	55,4	kolejne przesłuchanie 7 grudnia '17
Alno	2014	31,2	próba ugody, Alno w lipcu '17 złożył wniosek o upadłość wobec Glunz, odpowiedzialność solidarna, kolejne przesłuchanie
Oesder	2012	26,0	w październiku 2017
Huls		2,5	ugoda, zapłacono w kwietniu '17
RAZEM		151,3	
RAZEM do zapłaty		137,8	
% EBITDA '16 adj.		92,56%	
% kapitalizacji		20,7%	

Źródło: BDM S.A., spółka

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:

- Spółka zwiększyła moce produkcyjne płyt surowych w latach 2014-2017 o ok. 170 tys. m³ (+5,5%). Nie zakładamy ich dalszego wzrostu, choć w strategii przedstawionej we wrześniu'17 spółka przyjmuje ok. 8% wzrost capacity gł. poprzez wzrost produktywności i likwidację wąskich gardeł. Zakładamy, że moce produkcyjne żywic w Silekol (Kędzierzyn) wzrosną w 2019 roku o blisko 20% do 400 tys. ton, co pozwoli uniezależnić grupę od zakupów żywic z zewnątrz- projekt przedstawiony w strategii.

Wolumeny sprzedaży:

- Oczekujemy, że zgodne ze strategią spółka będzie zwiększać wolumen sprzedaży produktów laminowanych (z wartością dodaną) i HPL.

Ceny produktów:

- Od kwietnia'17 obserwujemy zmianę trendu na rynku płyt na pozytywny. W 3Q'17 ceny większości produktów spółki są już wyższe r/r. W całym 2017 roku ceny płyt będą jednak niższe o 0,5-2% r/r. W 2018 roku i długim terminie oczekujemy ich wzrostu rzędu 1% dla produktów podstawowych (płyta surowa) i 2% dla wyżej przetworzonych (MFC). Liczymy, że nowa podaż na rynku polskim w 2018-2019 roku (łącznie 1,15 mln m³ płyty) zostanie wchłonięta przez wzrost rynku (blisko 0,6 mln m³) i poprawę bilansu handlowego (-0,86 mln m³ w '16).

Ceny surowców:

- W prezentacji spółka podawała że w 1H'17 koszt drewna był ok. 3% niższy r/r. W 2Q'17 ceny były już porównywalne r/r i tak samo oczekujemy w całym roku. Dostrzegamy rosnące koszty w Niemczech (co uwzględniamy w modelu) i potencjalnie krótkoterminową obniżkę w Polsce w związku z 7 mln m³ wiatrołomów po sierpniowych nawałnicach (nieuwzględnione w modelu). W długim terminie oczekujemy, ok. 2% r/r wzrostu cen surowca drzewnego. W przypadku cen żywic, ich notowania uzależniamy od cen podstawowych produktów chemicznych jak metanol, melamina i mocznik. Koszty te uderzyły w rentowność spółki w 1H'17. Ich efekt powinien być mniejszy w 2H'17 i 2018 roku.

CAPEX:

- Zakładamy zgodnie ze strategią zarządu na poziomie 70 mln EUR rocznie (62 mln EUR w '17).

Dywidenda, skup akcji

- W lipcu spółka wypłaciła 1,1 PLN dywidendy/akcję, co dało DY ok. 2,5% (38% zysku netto). W dłuższym terminie oczekujemy stopy wypłaty 50% zysku netto, co będzie dawać DY rzędu 3-5% do 2021 roku.

We wrześniu spółka ustaliła warunki skupu akcji do 5% akcji po 47 PLN/akcję. Zarząd ma upoważnienie do 30 czerwca 2018 roku na łączny buyback 10% akcji.

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w najbliższych latach przyjęliśmy na poziomie 26-27% (Polska 19%, Niemcy 30,2%);
- Liczbę akcji przyjmujemy na poziomie na 64,70 mln szt.;
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 0% (bez zmian);
- Betę obniżamy z 1,2 na 1,0 w związku ze spadkiem i refinansowaniem zadłużenia;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 9 października 2017 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,27 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 50,5 PLN.

Model DCF

	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln EUR]	960,4	1 012,0	1 073,6	1 115,7	1 135,2	1 155,1	1 175,6	1 196,4	1 217,8	1 239,6	1 261,9
EBIT adj. [mln EUR]	46,2	80,5	86,8	113,4	114,3	121,1	125,2	129,2	133,3	137,3	138,5
Stopa podatkowa	2,7%	26,2%	25,7%	26,1%	26,1%	26,3%	26,4%	26,4%	26,5%	26,5%	26,5%
Podatek od EBIT [mln EUR]	1,2	21,1	22,3	29,6	29,9	31,8	33,0	34,1	35,3	36,4	36,7
NOPLAT [mln EUR]	45,0	59,4	64,4	83,8	84,5	89,2	92,2	95,1	98,0	101,0	101,8
Amortyzacja [mln EUR]	71,4	72,9	77,4	73,2	69,5	66,4	63,6	60,9	58,2	55,4	55,5
CAPEX [mln EUR]	-53,6	-62,2	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0	-68,7	-65,3	-61,8	-58,2	-55,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln EUR]	-8,7	-27,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln EUR]	54,0	43,2	71,9	86,9	84,0	85,6	87,0	90,6	94,4	98,2	101,7
DFCF [mln EUR]	-	42,4	65,4	73,1	65,2	61,3	57,3	54,8	52,4	50,0	47,5
Suma DFCF [mln EUR]		569,4									
Wartość rezydualna [mln EUR]		1 131,4	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln EUR]		528,5									
Wartość firmy EV [mln EUR]		1 097,9									
Dług netto [mln EUR]		242,9									
Faktoring [mln EUR]		73,2									
Dywidenda [mln EUR]		16,9									
Koszty programu motywacyjnego [mln EUR]		5,4									
Dług netto skoryg. [mln EUR]		338,5									
Wartość kapitału [mln EUR]		759,4									
Ilość akcji [mln szt.]		64,7									
Wartość kapitału na akcję [EUR]		11,7									
Kurs EUR/PLN		4,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		50,5									

Przychody zmiana r/r	5,4%	6,1%	3,9%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
EBIT zmiana r/r	74,3%	7,8%	30,6%	0,9%	5,9%	3,4%	3,2%	3,1%	3,1%	0,9%	0,9%
FCF zmiana r/r	-20,0%	66,4%	20,9%	-3,3%	1,9%	1,7%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	3,5%
Marża EBITDA	15,2%	15,3%	16,7%	16,2%	16,2%	16,1%	15,9%	15,7%	15,5%	15,4%	15,4%
Marża EBIT	8,0%	8,1%	10,2%	10,1%	10,5%	10,6%	10,8%	10,9%	11,1%	11,0%	11,0%
Marża NOPLAT	5,9%	6,0%	7,5%	7,4%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%
CAPEX / Przychody	6,1%	6,5%	6,3%	6,2%	6,1%	5,8%	5,5%	5,1%	4,7%	4,4%	4,4%
CAPEX / Amortyzacja	85,3%	90,4%	95,7%	100,7%	105,4%	108,1%	107,3%	106,3%	105,0%	100,2%	100,2%
Zmiana KO / Przychody	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	52,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
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	63,0%	67,2%	72,6%	77,6%	84,1%	89,4%	94,8%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Udział kapitału obcego	37,0%	32,8%	27,4%	22,4%	15,9%	10,6%	5,2%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,9%	8,0%	8,2%	8,3%	8,5%	8,7%	8,8%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	0,7	50,0	53,8	58,5	64,4	72,2	82,9	98,2	122,3	165,7
	0,8	46,7	50,0	54,1	59,2	65,8	74,5	86,8	105,2	135,8
	0,9	43,7	46,6	50,2	54,6	60,2	67,5	77,4	91,8	114,4
	1,0	40,9	43,5	46,6	50,5	55,3	61,4	69,6	81,1	98,3
	1,1	38,4	40,7	43,5	46,8	50,9	56,2	63,0	72,3	85,8
	1,2	36,0	38,1	40,5	43,5	47,1	51,6	57,3	65,0	75,8
	1,3	33,9	35,7	37,9	40,5	43,6	47,5	52,4	58,8	67,6

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%	53,6	58,0	63,4	70,4	79,8	92,9	112,5	145,2	210,6
	4,0%	46,7	50,0	54,1	59,2	65,8	74,5	86,8	105,2	135,8
	5,0%	40,9	43,5	46,6	50,5	55,3	61,4	69,6	81,1	98,3
	6,0%	36,0	38,1	40,5	43,5	47,1	51,6	57,3	65,0	75,8
	7,0%	31,9	33,5	35,5	37,8	40,5	43,9	48,1	53,5	60,7
	8,0%	28,3	29,6	31,2	33,0	35,2	37,8	40,9	44,9	49,9
	9,0%	25,1	26,2	27,5	29,0	30,7	32,7	35,1	38,1	41,8

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%	83,7	78,9	74,5	70,4	66,7	63,3	60,2	57,3	54,6
	4,0%	73,1	67,9	63,3	59,2	55,5	52,1	49,0	46,1	43,5
	5,0%	64,4	59,2	54,6	50,5	46,8	43,5	40,5	37,8	35,3
	6,0%	57,3	52,1	47,5	43,5	39,9	36,8	33,9	31,3	29,0
	7,0%	51,3	46,1	41,7	37,8	34,4	31,3	28,6	26,2	24,0
	8,0%	46,1	41,1	36,8	33,0	29,7	26,8	24,3	22,0	19,9
	9,0%	41,7	36,8	32,6	29,0	25,8	23,1	20,7	18,5	16,5

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-2019 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 6 października 2017 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 20% z uwagi na trudności w doborze spółek z grupy porównawczej.

Porównując wyniki Pfleiderer ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 3,6 mld PLN, co odpowiada 55,6 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 44 PLN (bieżąca cena rynkowa) Pfleiderer handlowany jest z istotnym dyskontem.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
LOUISIANA-PACIFIC	12,9	15,5	11,5	6,3	6,5	5,4	7,9	7,2	5,9
NORBORD	12,3	13,7	11,1	7,4	7,7	6,7	9,0	8,8	7,7
DURATEX	-	27,7	17,5	12,0	9,1	7,7	30,0	17,3	12,9
MOHAWK	18,9	17,2	14,9	11,4	10,0	8,4	15,0	13,2	11,2
FORTE	16,8	11,5	9,6	12,9	8,4	7,0	15,5	10,3	8,4
PAGED	10,4	9,3	8,7	8,2	6,7	6,0	11,0	8,6	7,6
Mediana	14,9	14,6	11,3	9,8	8,1	6,9	13,0	9,5	8,0
PFLEIDERER	16,0	13,9	9,3	6,3	5,6	4,6	12,0	10,6	7,6
Premia/dyskonto	7,4%	-5,2%	-17,3%	-36,0%	-30,9%	-32,6%	-8,0%	11,0%	-5,2%
Wycena wg wskaźnika	41,2	46,4	53,2	80,0	71,8	72,5	49,8	37,9	47,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		44,0			74,5			39,7	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	

Wycena 1 akcji [PLN] 55,6

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 06.10.2017.

WYNIKI 2Q'17

Analiza wyników 2Q'17

W 2Q'17 raportowana EBITDA grupy ukształtowała się 4% powyżej naszych oczekiwań i 4% poniżej konsensusu (byliśmy na samym dole oczekiwań 34-40 mln PLN EBITDA). Saldo PDO wyniosło 4,9 mln EUR. Spółka w komentarzu wskazała na odwrócenie rezerwy na zwrot dotacji rządowych na wsparcie sprzedaży energii elektrycznej. W rezultacie oczyszczona EBITDA spada o 15% r/r i kształtuje się na poziomie 31 mln PLN wobec naszych oczekiwań 34,5 mln PLN (-10% vs oczek.).

W 2Q'17 przychody wzrosły o 4,4% r/r (+7% Core West, +15% Core East). Wolumeny sprzedaży płyt wiórowych wzrosły o 15% r/r w przypadku płyt surowych i 2% dla laminowanych. Od 1Q'17 wolumen sprzedaży płyt rośnie w tempie 7-8% r/r. W 2Q'17 gorszy był mix, bo wolumeny płyt surowych wzrosły zdecydowanie szybciej niż melaminowych. Odwrotnie było w 1Q'17.

Dane wolumenowe znalazły odzwierciedlenie w 15% r/r wyższych przychodach części wschodniej (z ekspozycją na płytę surową). Znaczący spadek EBITDA w tym segmencie (aż 39% r/r, 49% poniżej naszych oczekiwań) może być efektem dużego wzrostu cen metanolu, o czym zarząd mówił na konferencji po wynikach.

Dług netto w 2Q'17 spadł do 239,8 mln EUR z 246,7 mln EUR po 1Q'17. Z dniem 1 sierpnia 2017 spółka zrefinansowała obligacje, co obniży koszty finansowe w 2018 roku o 6,5 mln EUR rocznie.

Podsumowanie konferencji z zarządem po wynikach 2Q'17

Na konferencji wynikowej zarząd wskazywał na silne otoczenie rynkowe, czego potwierdzeniem są rosnące wolumeny sprzedaży. W 1H'17 spółka doświadczyła negatywnego efektu spadku cen płyt i zmagala się z wysokimi cenami metanolu. Na 2H'17 zarząd wprowadził podwyżki cen płyt w wysokości ok. 4,5%. Wolumeny w 2H'17 powinny być porównywalne. Spółka ma pełne obłożenie mocy produkcyjnych. Szczególnie mocny pod względem wyników powinien być 4Q'17 (jasno pozytywny efekt wzrostu cen płyt);

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	2Q'17P BDM	różnica	2Q'17P konsensus	różnica	2016	2Q'17 LTM	zmiana r/r
Przychody	242,9	253,6	4,4%	244,3	3,8%	250,4	1,3%	960,4	977,2	1,7%
Zachód	167,9	179,6	7,0%	163,5	9,8%			659,1	684,4	3,8%
Wschód	83,4	95,6	14,6%	88,0	8,6%			339,2	358,0	5,5%
Zysk brutto	57,2	60,1	5,0%	59,5	1,0%			233,0	251,1	7,8%
EBITDA	31,4	35,4	12,6%	34,0	4,0%	36,9	-4,2%	109,5	119,7	9,4%
Zachód	16,9	27,6	63,4%	18,9	46,6%			68,9	84,1	22,1%
Wschód	12,6	7,7	-38,8%	15,2	-49,0%			40,7	37,0	-8,9%
EBITDA Adj.	36,6	31,0	-15,3%	34,5	-10,3%	36,9	-16,1%	148,9	143,3	-3,8%
Zachód	21,2	23,2	9,6%	19,4	20,1%			100,5	106,6	6,1%
Wschód	13,5	7,7	-42,8%	15,2	-49,0%			49,3	38,9	-21,1%
Zysk brutto	-0,4	11,5		6,6	75,1%			19,6	33,4	70,4%
Zysk netto	2,8	8,3	191,4%	5,0	66,8%	8,0	3,2%	19,1	26,3	37,7%
Marża zysku brutto	23,5%	23,7%		24,3%				24,3%	25,7%	
Marża EBITDA adj.	15,0%	12,2%		14,1%		14,7%		15,5%	14,7%	
Zachód	12,6%	12,9%		11,8%				15,2%	15,6%	
Wschód	16,2%	8,1%		17,2%				14,5%	10,9%	
Marża netto	1,2%	3,3%		2,0%		3,2%		2,0%	2,7%	
P/E 12m		25,39								
EV/EBITDA 12m		7,57								
EV/EBITDA adj. 12m		6,33								

Źródło: DM BDM, spółka

PROGNOZA NA 3Q'17 I PERSPEKTYWA 2018

W 3Q'17 spółka powinna skorzystać z wyższych cen płyt, szczególnie wiórowej surowej, która wzrosła w tym okresie o ok. 1% r/r. Lepsze powinny być również ceny żywic. Wciąż niższe ceny obserwowaliśmy w segmencie MFC, niemniej duży skok notowań tej płyty w sierpniu'17 pozwala z optymizmem patrzeć na 4Q'17. Taka sytuacja w 3Q'17 szczególnie sprzyjała części wschodniej Pfeiderera, gdzie baza na 3-4Q'17 jest bardzo niska. Liczymy, że wzrost w tym segmencie przysłoni słabsze wyniki części zachodniej, przez co skonsolidowana, oczyszczona EBITDA wzrośnie o ponad 5% r/r, co będzie przełamaniem negatywnej tendencji z 1H'17. Na poziomie raportowanym wzrost wyników powinien być imponujący, rzędu ponad 50% r/r EBITDA. 3Q'16 obciążony był bowiem licznymi zdarzeniami jednorazowymi zw. gł. z restrukturyzacją zatrudnienia w części zachodniej (rezerwa 7,9 mln EUR).

W 3Q'17 zdarzeń jednorazowych oczekujemy tylko w części finansowej, co będzie miało związek z procesem refinansowania. Spółka informowała, że poniosła już koszt przedterminowego wykupu obligacji w 2Q'17 w kwocie ok. 6,3 mln EUR. Gotówkowo efekt ten będzie widoczny dopiero w 3Q'17. Zakładamy ponadto koszty aranżacji nowego finansowania w wysokości 2% nowego zadłużenia (ok. 7 mln EUR). Tym samym wynik netto wyniesie ok. 6 mln EUR.

Z większym optymizmem patrzymy na 4Q'17 wskazując na trend wzrostowy na rynku płyt drewnopochodnych (szczególnie w przypadku płyty surowej). Baza wynikowa na ten okres jest niska. Liczymy, że w całym 2017 roku grupa wypracuje ponad 150 mln EUR EBITDA. W okresie 2018-2019 (szczególnie 2019) powinny być widoczne efekty nowych inwestycji.

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

	3Q'16	3Q'17P	zmiana r/r	2016	2017P	zmiana r/r	2018P	zmiana r/r
Przychody	237,3	248,2	4,6%	960,4	1 012,0	5,4%	1 073,6	6,1%
Zachód	164,7	165,8	0,6%	659,1	694,3	5,3%	730,2	5,2%
Wschód	82,0	89,4	9,0%	339,2	375,5	10,7%	375,5	0,0%
Zysk brutto	59,3	66,9	12,7%	233,0	261,6	12,3%	278,5	6,5%
EBITDA	25,4	39,6	55,9%	109,5	153,4	40,1%	164,2	7,1%
Zachód	15,7	25,4	62,2%	68,9	105,5	53,1%	111,2	5,3%
Wschód	11,5	14,2	23,0%	40,7	47,5	16,8%	53,1	11,7%
EBITDA Adj.	38,0	40,1	5,5%	148,9	152,7	2,6%	164,2	7,5%
Zachód	27,7	25,9	-6,4%	100,5	105,2	4,7%	111,2	5,6%
Wschód	12,1	14,2	17,2%	49,3	47,5	-3,6%	53,1	11,7%
Zysk brutto	4,7	8,3	74,2%	19,6	56,7	189,6%	63,0	11,1%
Zysk netto	9,4	6,0	-36,0%	19,1	41,9	119,7%	46,8	11,7%
Marża zysku brutto	25,0%	27,0%		24,3%	25,8%		25,9%	
Marża EBITDA adj.	16,0%	16,2%		15,5%	15,1%		15,3%	
Zachód	16,8%	15,6%		15,2%	15,2%		15,2%	
Wschód	14,8%	15,9%		14,5%	12,7%		14,1%	
Marża netto	4,0%	2,4%		2,0%	4,1%		4,4%	

Źródło: BDM S.A., spółka

STRATEGIA 2017-2021

Dnia 20 września 2017 roku spółka opublikowała w RB strategię do 2021 roku, przedstawiła szczegóły skupu akcji własnych i zdecydowała się wprowadzić program motywacyjny dla zarządu i kluczowych członków RN (dystrybucja zakupionych akcji). Nowa strategia była zapowiadana już przy okazji wyników za 3Q'16 i 2016 rok. Początkowo miała zostać zaprezentowana przy okazji publikacji wyników za 1Q'17 potem 1H'17.

Cele finansowe

Główne cele finansowe, które zarząd zakłada iż osiągnie do 2021 roku to:

- przychody netto ze sprzedaży ok. 1,2 mld EUR;
- wynik EBITDA w wysokości co najmniej 200 mln EUR;
- marża EBITDA na poziomie co najmniej 16%;
- CAPEX w okresie do 2021 na poziomie ok. 70 mln EUR (w tym 20 mln EUR nakłady odtworzeniowe);
- dźwignia finansowa mierzona relacją zadłużenie netto/EBITDA na poziomie maksymalnym 1,5x;

Cele mają być osiągnięte gł. poprzez:

- realizację programu poprawy efektywności operacyjnej (do 41,6 mln EUR efektów do końca 2018 vs 2015 rok);
- działania rozwojowe biznesu gł. w obszarze produktów wyżejmarżowych (do 34,2 mln EUR efektów do końca 2018 vs 2015 rok);
- synergie po połączeniu części zachodniej ze wschodnią (do 32,6 mln EUR efektów do końca 2018 vs 2015 rok z czego 19,1 mln EUR zostało zrealizowanych już w 2016 roku);

Strategia główny nacisk kładzie na poprawę efektywności operacyjnej. Ma to się odbywać dzięki takim inicjatywom jak wydłużenie czasu pracy gł. linii produkcyjnych o ok. 4% i poprawie produktywności o ok. 5% (2018 vs 2015), siłę zakupowej.

Kolejny obszar to inwestycje (opisane w osobnym rozdziale) skutkujące wzrostem mocy produkcyjnych i poprawiające efektywność. Inwestycje mają być głównym kontrybutorem do osiągnięcia ok. 1,2 mld EUR sprzedaży.

Przy okazji połączenia części zachodniej ze wschodnią (2015/2016) spółka określała synergie na ok. 30 mln EUR do końca 2018 roku. Do końca 2016 roku zrealizowała ponad 19 mln EUR synergii (powyżej budżetu). Do końca 2018 roku ma to być blisko 33 mln EUR.

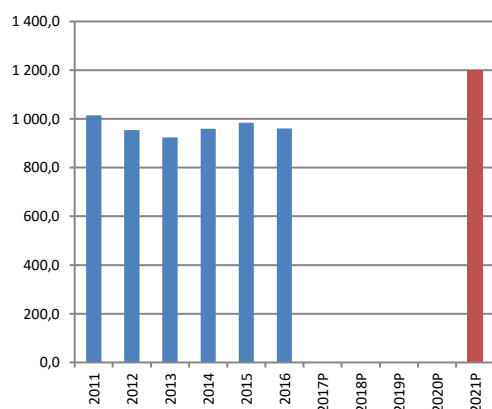
Łączny efekt inicjatyw kosztowych, rozwojowych i synergii zarząd określa na prawie 94 mln EUR do końca 2018 roku (vs 2015 rok). Implikuje to „teoretyczną” EBITDA w 2019 roku na poziomie ok. 213 mln EUR (ceteris paribus) vs nasza prognoza ok. 187 mln EUR (-12%).

Główne cele finansowe [mln EUR]

	2016*	2021 cel	zmiana	CAGR 2017-2021
Przychody	930	1 200	24,9%	4,6%
EBITDA	110	200	75,6%	11,9%
EBITDA adj.	148,9	200	34,3%	6,1%
Marża EBITDA	11,80%	>16%	34,9%	6,2%
Marża EBITDA adj.	15,5%	>16%	3,2%	0,6%
CAPEX	52	70	32,7%	5,8%
DN/EBITDA	2,2	<1,5	-29,8%	-6,8%

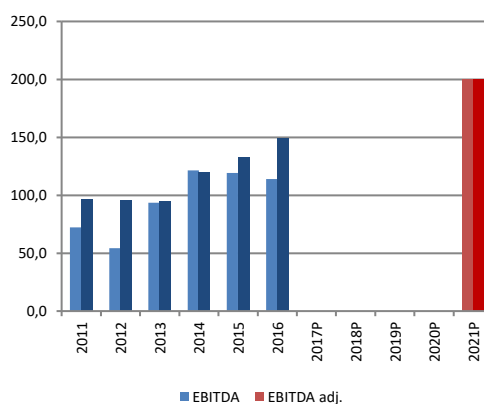
Źródło: BDM, spółka. Kolor czerwony to główne cele przedstawione przez spółkę. *- dane raportowane

Przychody vs cel [mln EUR]



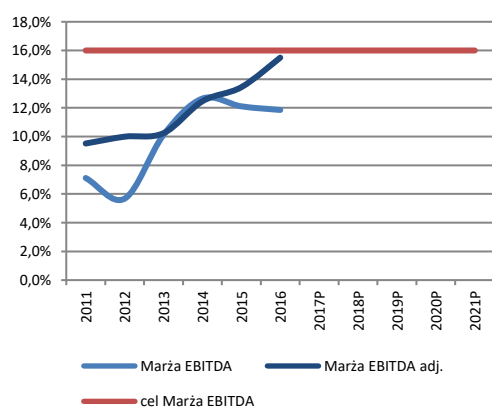
Źródło: BDM, spółka.

EBITDA, EBITDA adj. vs cel [mln EUR]



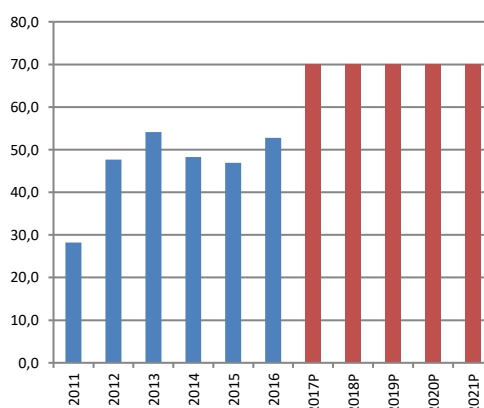
Źródło: BDM, spółka.

Marża EBITDA, marża EBITDA adj. vs cel



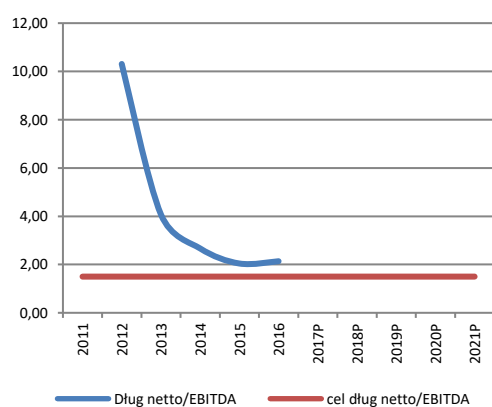
Źródło: BDM, spółka.

CAPEX vs cel [mln EUR]



Źródło: BDM, spółka.

Dług netto/EBITDA vs cel



Źródło: BDM, spółka.

Główne inicjatywy poprawy EITDA

	2016	2017	2018	Narastająco		
				2016	2017	2018
Synergie	19,1	8,3	5,2	19,1	27,4	32,6
Poprawa efektywności	3,9	27,0	10,7	3,9	30,9	41,6
Rozwój biznesu	9,8	7,0	17,4	9,8	16,8	34,2
Wyłączania	0,0	-4,6	-10,1	0,0	-4,6	-14,7
RAZEM	32,8	37,7	23,2	32,8	70,5	93,7
budżet	23,6	34,8	23,3	23,6	58,4	81,7
%	139%	108%	100%	139%	121%	115%

Źródło: BDM, spółka.

Podsumowanie konferencji z zarządem po strategii

Zarząd spółki skupia się na efektywności i stronie kosztowej. To największy wkład do oczekiwanego wzrostu EBITDA.

Zarząd nie zakłada wzrostu cen płyt wiórowych. Nie obawia się nowych mocy w regionie bo dotyczą one gł. płyty wiórowej surowej a strategia Pfleiderer ma opierać się na wzroście w produktach bardziej przetworzonych.

Założenie 1,2 mld EUR przychodów to raczej ostrożne podejście bo uwzględnia tylko projekty rozwojowe.

Kontrakt z Forte stanowi zaledwie 3,3% sprzedaży grupy (Forte w lutym'18 uruchamia własną fabrykę płyty o wydajności 500 tys. m³- BDM).

Nowe inwestycje dotyczą gł. obszarów produktów wyżejmarzowych jak HPL czy MFC. Kluczowe projekty (opisane w osobnym rozdziale) w realizacji to linia do piaskowania i drewna z recyklingu w Neumark (efekty 7 mln EUR EBITDA), linia do lakierowania w Leutkirch (8,4 mln EUR efektów) i program rozwojowy w Silekol (Kędzierzyn, 6,4 mln EUR efektów).

Spółka zamierza realizować zarówno politykę dywidendową jak i skup akcji.

W 1H'17 spółka zmagala się z niższymi cenami płyt przy wyższych kosztach chemikaliów (metanolu). Korporacyjnie na wyniki negatywnie wpłynęły zmiany w zarządzie (3 z 4 nowych członków zarządu).

Strategia vs założenia BDM

Nasze prognozy w 2021 roku są niższe od celów finansowych spółki o 6,3% na poziomie EBITDA i 3,7% na poziomie przychodów (marża EBITDA 16,2%). Oczekujemy tego samego poziomu nakładów inwestycyjnych (70 mln EUR rocznie). Przy realizacji 5% buyback (uchwała WZA upoważnia zarząd do 10%) i dywidendzie w wysokości 50% zysku netto (w założeniach spółki do 70%) dług netto/EBITDA na koniec 2021 roku wg naszych prognoz będzie kształtował się na poziomie 0,73x.

W 2017 roku oczekujemy EBITDA w wysokości ok. 153 mln EUR czyli porównywalnie z oczyszczonym wynikiem 2016 roku (149 mln EUR). W 2018 roku spodziewamy się jednocyfrowej dynamiki wzrostu EBITDA do 164 mln EUR. Największego przyrostu oczekujemy w 2019 roku (187 mln EUR, +14% r/r), kiedy powinny być widoczne efekty gł. inwestycji, które obecnie spółka realizuje.

Założenia strategiczne spółki vs prognozy BDM [mln EUR]

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2021P	wzrost	CAGR	2021P BDM	różnica
Przychody	1 014,7	954,1	923,8	959,9	984,5	960,4	1200	24,9%	4,6%	1 155,14	-3,74%
EBITDA	72,2	54,2	93,5	121,4	119,2	113,9	200	75,6%	11,9%	187,47	-6,26%
EBITDA adj.	96,6	95,4	94,6	119,6	132,3	148,9	200	34,3%	6,1%	187,47	-6,26%
Marża EBITDA	7,1%	5,7%	10,1%	12,7%	12,1%	11,9%	16,0%	34,9%	6,2%	16,2%	0,23%
Marża EBITDA adj.	9,5%	10,0%	10,2%	12,5%	13,4%	15,5%	16,0%	3,2%	0,6%	16,2%	0,23%
CAPEX	28,2	47,7	54,1	48,3	46,9	52,8	70,0	32,7%	5,8%	70,00	0,00%
Dług netto/EBITDA		10,31	4,07	2,67	2,04	2,14	1,5	-29,8%	-6,8%	0,73	-51,67%

Źródło: BDM, spółka

SKUP AKCJI WŁASNYCH

W maju'15 uchwala zarządu określiła warunki skupu do 10% akcji własnych za cena 0,33-60 PLN/akcje. Upoważnienie zarządu do tego typu ruchów ma trwać do czerwca 2018 roku.

Decyzją WZA z czerwca'17 zarząd został upoważniony do skupu akcji własnych (do 6,4701 mln akcji, do 10%) po cenie 0,33-60 PLN/akcję. Upoważnienie wygasa 30 czerwca 2018 roku.

Dnia 20.09.2017 zarząd podał szczegółu skupu akcji. Przedmiotem zaproszenia jest do 3,23505 mln akcji (do 5%). Proponowana cena zakupu to 47 PLN/akcję (premia to zamknięcia z 19 września w wysokości 17%). Zapisy przyjmowane są w terminie 21.09.2017-05.10.2017. Nabyte akcje przez spółkę mają być zaoferowane członkom zarządu i RN w ramach programu motywacyjnego.

PROGRAM MOTYWACYJNY

W dniu 20.09.2017 RN podjęła uchwałę w sprawie przyjęcia długoterminowego programu motywacyjnego dla wybranych członków zarządu i RN. Spółka zaoferuje opcje nabycia istniejących akcji w kapitale zakładowym w zamian za cenę akcji wynoszącą 40 PLN/szt. Członkowie zarządu uprawnieni są łącznie do nabycia 2,312146 mln akcji spółki, a RN 0,4246 mln akcji za cenę 30 PLN/szt.

Opcja kupna stanie się wymagalna w 6 transzach. Każda z nich będzie uprawniała menedżera do nabycia odpowiednio 5%, 5%, 7,5%, 10%, 22,5% oraz 50% ogólnej liczby akcji jeśli w stosunku do każdej poszczególnej transzy cena akcji osiągnie odpowiednio 40, 47, 55, 63, 70 oraz 80 PLN/szt. Jeśli w okresie 5 lat cena akcji nie zostanie osiągnięta uprawnienie dla menedżerów przepada. Akcje objęte programem motywacyjnym będą objęte 5-letnim lock-up.

Cena akcji warunkująca uprawnienia dla menedżerów ma zostać wyliczona na podstawie:

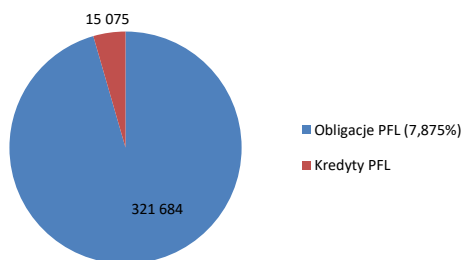
- a) dziennych średnich cen ważonych wolumenem na koniec okresu każdych 70-ciu dni rozpoczynających się od 1 czerwca;
- b) ceny otrzymanej przez któregośkolwiek akcjonariusza posiadającego przynajmniej 10% akcji spółki w wyniku bezpośredniego/pośredniego zbycia przez znaczących akcjonariuszy takiej liczby akcji, która spowoduje obniżenie posiadanej przez nich ogólnej liczby głosów na WZA <10%, z wyjątkiem takiej sytuacji, w której jeden znaczący akcjonariusz sprzeda akcje innemu znaczącemu akcjonariuszowi.

REFINANSOWANIE ZADŁUŻENIA

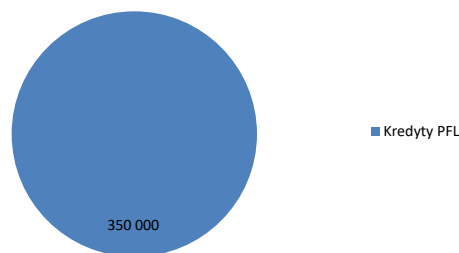
Zadłużenie netto Pfeiderer na koniec 1H'17 wynosiło 240 mln EUR (1,9x EBITDA 12m). W czerwcu'17 spółka złożyła żądanie przedterminowego wykupu obligacji w kwocie ok. 322 mln EUR (7,875%) po cenie 101,969%. Refinansowanie miało miejsce 1 sierpnia 2017 roku.

Przewidywane oszczędności z tytułu refinansowania zadłużenia wyniosą ok. 6,5 mln EUR w 2018 roku mimo wyższego zadłużenia (350 mln EUR). Spółka informowała, że tylko z samego niższego oprocentowania zaoszczędzi ok. 11 mln EUR. Implikuje to koszt nowego finansowania w wysokości ok. 4,5%.

Struktura zadłużenia przed transakcją



Struktura zadłużenia po transakcji



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

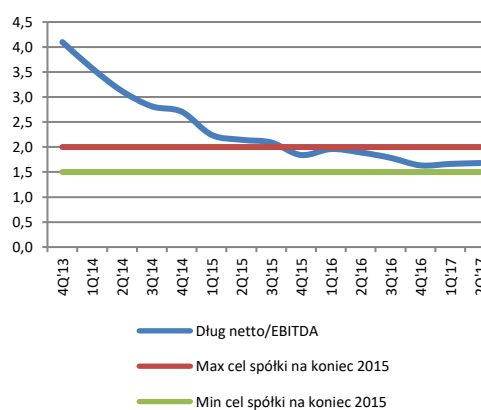
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

Podstawowe informacje o obligacjach Pfeiderer

Nominał [mln EUR]	321,68
Kupon	7,875%
Roczne odsetki [mln EUR]	25,33
Szacowane oszczędności [mln EUR]*	11,00
Teoretyczny koszt nowego finansowania	4,46%
Nowy dług [mln EUR]	350,0
Odsetki [mln EUR]	15,6
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. *- spółka

Wskaźnik dług netto/EBITDA 4Q'13-2Q'17



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

PROGRAM INWESTYCYJNY

W latach 2011-2013 nacisk na działania restrukturyzacyjne postawiono w części zachodniej Pfeiderer. 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, który został zrealizowany. Wydatki w latach 2017-2018 dotyczą głównie inwestycji w niemieckie fabryki.

Po zakończeniu 2016 roku zarząd sugerował CAPEX na 2017 rok w wysokości ponad 60 mln EUR. Do 1H'17 wydano 22,8 mln EUR z czego 14,7 mln EUR w części zachodniej i 6 mln EUR w części wschodniej (gł. dokończenie inwestycji w HDF Grajewo).

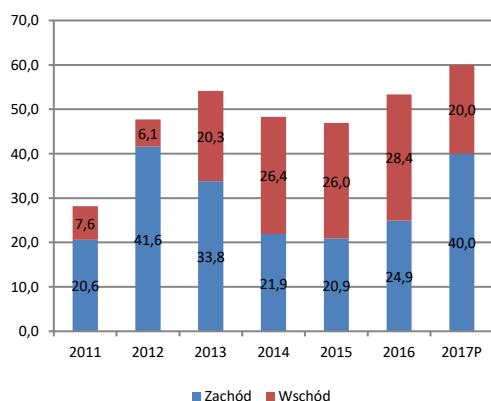
Przy okazji publikacji strategii do 2021 roku zarząd zapowiedział roczny CAPEX grupy w wysokości ok. 70 mln EUR w tym 20 mln EUR stanowią nakłady odtworzeniowe. Wśród nowych, realizowanych inwestycji głównie w obszarze zachodnim pojawił się projekt zwiększenia mocy i efektywności w Silekol (Kędzierzyn).

Główne projekty inwestycyjne 2016-2018 [mln EUR]

Inwestycja	Opis	CAPEX	Spodziewany efekt przychody		Spodziewany efekt EBITDA	
2016						
	zdolności lakiernicze+30% Linia do piaskowania Docinanie na wymiar					
"Czteropak" (Grajewo)	Kastomizacja	10	17	20	1,5	2,0
Linia blatów (Wieruszów)	Produkty o wysokiej wartości dodanej (koniec marzec 2016)	3	4,5	4,5	1,3	1,6
Dynasteam (Wieruszów)	Wzrost zdolności o 50 tys. m3 (koniec październik 2016)	3	6,0	6	1,2	1,2
2017						
Linia do piaskowania (Neumark)	Zwiększenie elastyczności produkcji (koniec sierpień 2017)	6,2	-	-	2,0	2,0
Drewno z recyklingu (Neumark)	(koniec 2017)	9,6	-	-	5,0	5,0
Linia lakiernicza (Leutkirch)	Nowe blaty (koniec 1Q'18)	12,3	-	-	8,4	8,4
	Wzrost w zakresie obecnych i nowych produktów					
Strategia wzrostu obrotów	(koniec 2H'18)	9,6	-	-	6,4	6,4
Wzrost mocy i efektywności (Silekol)	Inwestycje zwiększające zdolności i poprawiające efektywność	12,4	-	-	6,4	6,4
EFEKTY 2016			-	-	-	-
EFEKTY 2017			27,5	30,5	4,0	4,8
EFEKTY 2018			-	-	7,0	7,0
EFEKTY 2019			-	-	21,2	21,2
RAZEM			66,1	27,5	32,2	33,0

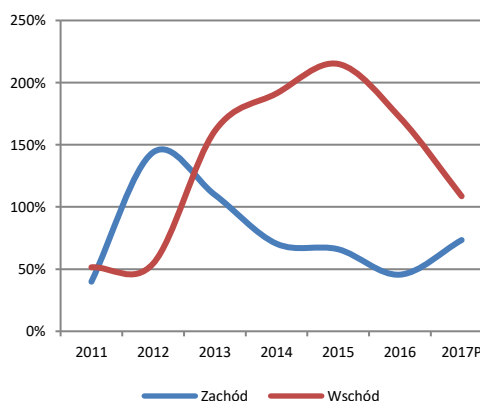
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

CAPEX w latach 2011-2017P [mln EUR]



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

CAPEX/Amortyzacja 2011-2017P



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

OTOCZENIE RYNKOWE- AKTUALIZACJA

Otoczenie makroekonomiczne

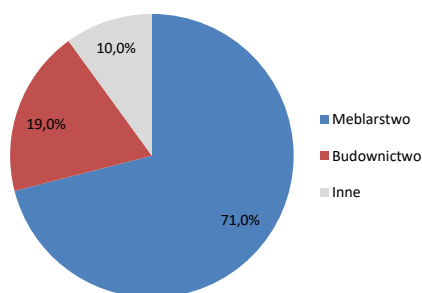
Płyty drewnopochodne trafiają głównie do przemysłu meblowego (ok. 60%) i budowlanego (24%). W ostatnich miesiącach na głównych rynkach działalności spółki (Niemcy, Polska) utrzymuje się bardzo dobra koniunktura w tym obszarze.

Produkcja sprzedana mebli w Polsce do sierpnia'17 wzrosła o 6% r/r (w samym sierpniu +6,3% r/r). Jest to kolejny rekordowy rok dla meblarzy. Od 2004 roku produkcja sprzedana mebli rośnie w tempie 4,1% CAGR a od 2009 roku w tempie 6,6% CAGR.

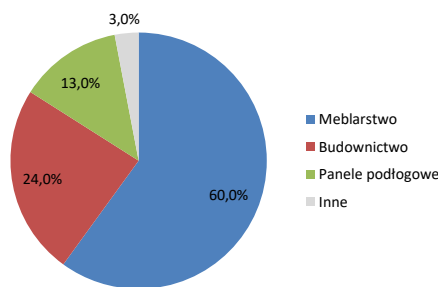
W Niemczech dynamika produkcji sprzedanej mebli po bardzo udanym okresie 2015-2016 (+9,4% vs '14) wyraźnie zwolniła i kształtuje się obecnie (styczeń-lipiec'17) na poziomie 0,8% r/r. Od 2009 roku produkcja mebli w Niemczech rośnie w tempie 2,2% CAGR.

Niskie stopy procentowe wypychają gotówkę w rynek mieszkaniowy. W Polsce pozwolenia na budowę wzrosły w okresie styczeń-sierpień'17 aż o 25% r/r ! Na rynku mieszkaniowym 2017 rok zapowiada się rekordowy w historii. Od 2013 roku pozwolenia na budowę mieszkań wzrastały w średnim tempie 15% !. Mieszkania oddane do użytku w tym okresie wzrastały średniorocznie o ponad 4%. W Niemczech rynek mieszkaniowy w 2017 roku jest porównywalny r/r.

Struktura sprzedaży HPL/CTL (DACH/Polska)



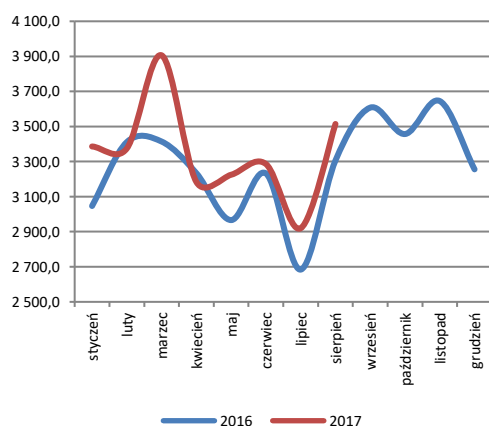
Struktura sprzedaży płyt drewnopochodnych (DACH/Polska)



Źródło: BDM S.A., Pfleiderer

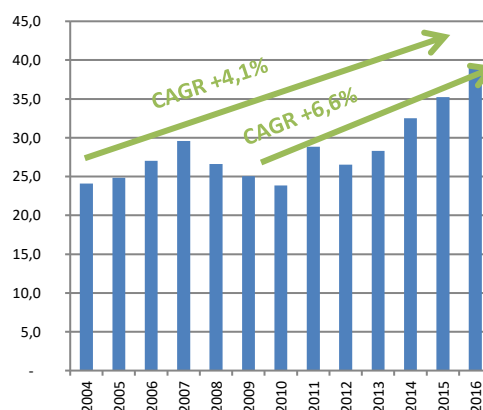
Źródło: BDM S.A., Pfleiderer.

Produkcja sprzedana mebli w Polsce [mln PLN]



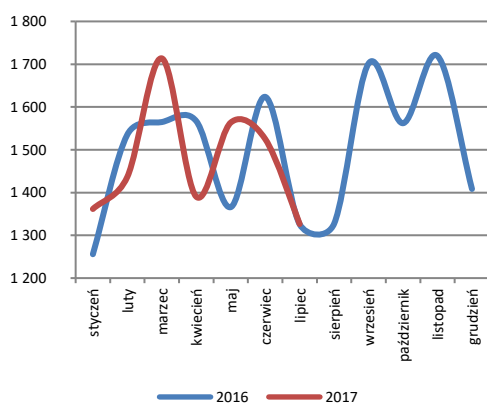
Źródło: BDM S.A., GUS.

Produkcja sprzedana mebli w Niemczech [mln EUR]



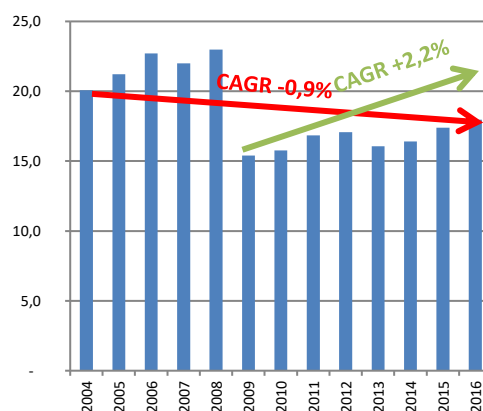
Źródło: BDM S.A., destatis.de

Produkcja sprzedana mebli w Niemczech [mln EUR]



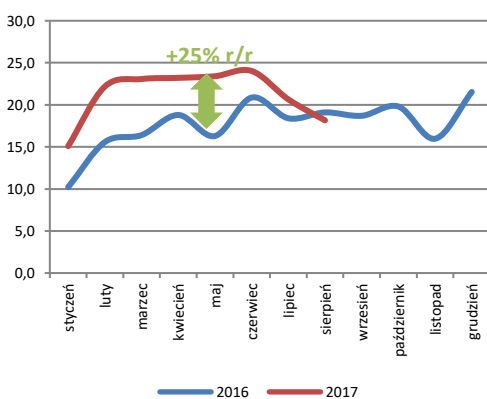
Źródło: BDM S.A., destatis.de

Pozwolenia na budowę mieszkań w Niemczech



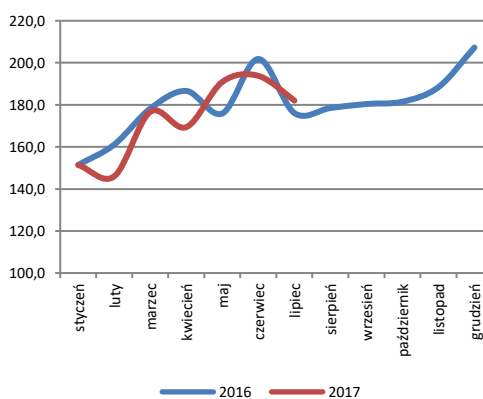
Źródło: BDM S.A., destatis.de

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



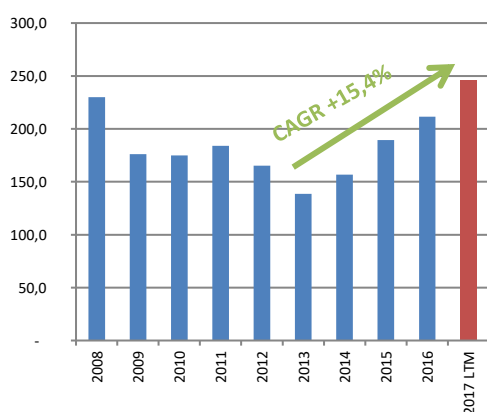
Źródło: BDM S.A., GUS

Pozwolenia na budowę mieszkań w Niemczech*



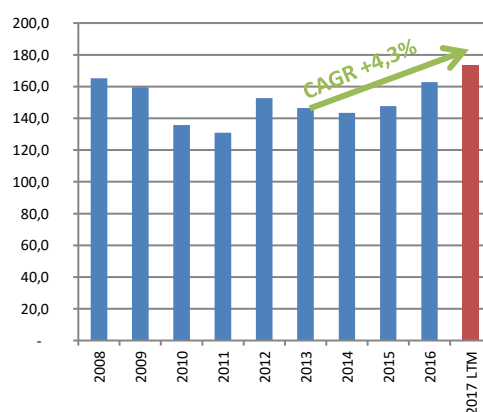
Źródło: BDM S.A., Eurostat. *- 2010=100

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



Źródło: BDM S.A., GUS

Mieszkania oddane do użytkowania w Polsce [tys. szt.]



Źródło: BDM S.A., GUS

Rynek płyt drewnopochodnych- popyt

W latach 2012-2016 polski rynek płyt wiórowych surowych rósł przeciętnie o 3,4% r/r, a w DACH (kraje niemieckojęzyczne) o 0,3% r/r. Natomiast rynek produktów laminowanych wzrastał średniorocznie o 3,6% r/r w Polsce i 0,3% w DACH. Na lata 2017-2019 prognozowany jest dalszy wzrost rynku w tempie wyraźnie powyżej 3% dla płyty wiórowej/MFC w Polsce blisko 1% w rejonie DACH.

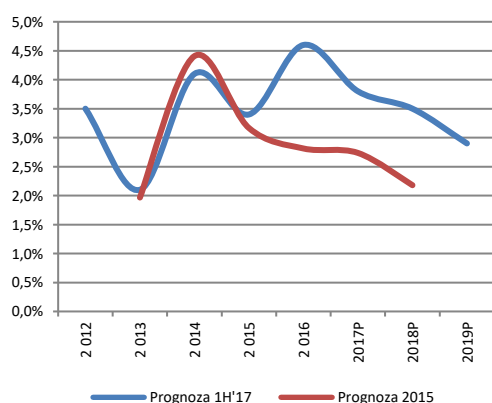
Rynek płyt drewnopochodnych w Polsce i Niemczech 2012-2019P

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	CAGR 2012-2016	CAGR 2016-2019P
Rynek polski										
Płyta wiórowa i laminowana (MFC)	3,56	3,63	3,78	3,91	4,09	4,24	4,39	4,52		
płyta surowa [mln m3]	1,64	1,68	1,75	1,8	1,87	1,95	2,02	2,09		
płyta laminowana (MFC) [mln m3]	1,92	1,95	2,04	2,11	2,22	2,30	2,37	2,44		
płyta MDF/HDF [mln m3]	1,03	1,04	1,07	1,11	1,17	1,22	1,27	1,31		
HPL/CPL [mln m2]			7,4	7,64	7,93	8,19	8,43	8,65		
rynek DACH										
Płyta wiórowa i laminowana (MFC)	6,82	6,66	6,77	6,83	6,91	7,02	7,09	7,08		
płyta surowa [mln m3]	3,71	3,67	3,73	3,73	3,76	3,79	3,82	3,80		
płyta laminowana (MFC) [mln m3]	3,11	2,99	3,03	3,1	3,14	3,23	3,26	3,27		
płyta MDF/HDF [mln m3]	3,5	3,39	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,4		
HPL/CPL [mln m2]			75,1	75,8	77,2	79,0	80,4	81,1		
zmiana r/r										
Rynek polski										
Płyta wiórowa i laminowana (MFC)		2,0%	4,1%	3,4%	4,6%	3,8%	3,5%	2,9%	3,5%	3,4%
płyta surowa		2,4%	4,2%	2,9%	4,0%	3,9%	4,1%	3,0%	3,4%	3,7%
płyta laminowana (MFC)		1,6%	4,6%	3,4%	5,0%	3,8%	3,1%	2,8%	3,6%	3,2%
płyta MDF/HDF		1,0%	3,1%	3,8%	5,1%	4,4%	3,7%	3,1%	3,2%	3,7%
HPL/CP				3,3%	3,8%	3,2%	2,9%	2,7%		2,9%
rynek DACH										
Płyta wiórowa i laminowana(MFC)		-2,3%	1,6%	1,0%	1,1%	1,6%	1,0%	-0,1%	0,3%	0,8%
płyta surowa		-1,1%	1,6%	0,0%	0,8%	0,7%	0,8%	-0,5%	0,3%	0,3%
płyta laminowana (MFC)		-3,9%	1,3%	2,3%	1,4%	2,6%	1,2%	0,2%	0,3%	1,3%
płyta MDF/HDF		-3,1%	-2,2%	-1,6%	0,1%	1,3%	0,8%	1,0%	-1,7%	1,0%
HPL/CPL				0,9%	1,9%	2,3%	1,8%	0,9%		1,7%

Źródło: BDM S.A., B+L Markdaten GmbH za Pfeleiderer (wrzesień'17)

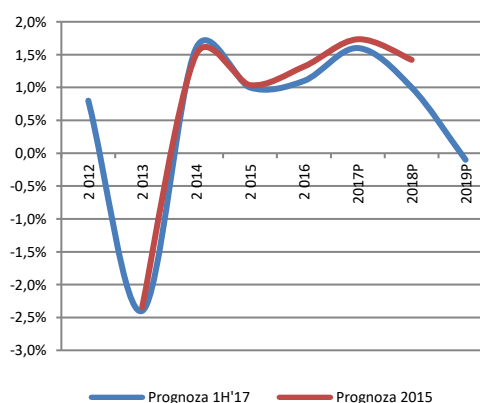
Wskazujemy, że prognozy wzrostu rynku polskiego w ostatnich 2 latach zostały podwyższone z tempa 2-3% do 3-4% dynamiki. Dla rynku DACH prognozy nie uległy większym zmianom.

Aktualizacja prognoz wzrostu rynku polskiego



Źródło: BDM S.A., B+L Markdaten GmbH za Pfeleiderer

Aktualizacja prognoz wzrostu rynku DACH



Źródło: BDM S.A., B+L Markdaten GmbH za Pfeleiderer

Rynek płyt drewnopochodnych- podaż

W latach 2009-2016 moce produkcyjne płyt drewnopochodnych wzrosły w Polsce o 0,6 mln m³ czyli o 1,4% rocznie (CAGR). Popyt w tym czasie wzrastał w średniorocznym tempie 1,7% (+0,6 mln m³). Saldo eksport-import zwiększyło się w tym czasie o 0,45 mln m³ i wynosiło -0,86 mln m³ w 2016 roku.

W ostatnich latach (2014-2016) popyt na płyty drewnopochodne w Polsce rośnie w tempie 3-4%/r i oczekuje się, że utrzyma tę dynamikę do 2019 roku, co oznacza wzrost rynku o blisko 0,6 mln m³.

Obecne wykorzystanie mocy produkcyjnych w Polsce wynosi >90%. Do 2019 roku na rynek wejdzie ok. 1,2 mln m³ nowych mocy produkcyjnych (Forte 1Q'18 0,4-0,5 mln m³ i Egger w 2019 0,65 mln m³).

Blisko 0,6 mln m³ wzrostu popytu na płyty drewnopochodne przy poprawie bilansu handlowego (import netto 0,86 mln m³ płyty) daje potencjał rynku w wysokości ok. 1,4 mln m³ do 2019 roku. W rezultacie oczekujemy, że nowa podaż w wysokości 1,2 mln m³ powinna zostać zaabsorbowana przez rynek bez większych konsekwencji dla cen.

Moce produkcyjne vs popyt vs bilans handlowy płyt w Polsce 2016-2019P [mln m³]

	2016	2017P	2018P	2019P	CAGR 2009-2016	CAGR 2016-2019
Polska						
Moce płyt drewnopochodnych	6,2	6,2	6,6	7,4	0,6	1,2
moce płyt wiórowych/MFC	3,4	3,4	3,8	4,6	0,3	1,2
moce płyt MDF/HDF	2,8	2,8	2,8	2,8	0,3	0,0
r/r		0,0%	6,5%	11,4%	1,4%	5,8%
wiórowe surowe/MFC		0,0%	0,0%	11,8%	19,7%	1,4%
MDF/HDF		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%
Popyt na płyty drewnopochodne	5,26	5,46	5,66	5,82	0,6	0,6
popyt na płyty wiórowe/MFC	4,09	4,24	4,39	4,52		0,4
popyt na płyty MDF/HDF	1,17	1,22	1,27	1,31		0,1
r/r		3,9%	3,5%	2,9%	1,7%	3,5%
wiórowe surowe/MFC		3,8%	3,8%	3,5%	2,9%	
MDF/HDF		4,4%	4,4%	3,7%	3,1%	
Bilans handlowy płyt drewnopochodnych	-0,86				-0,45	
r/r					11,1%	

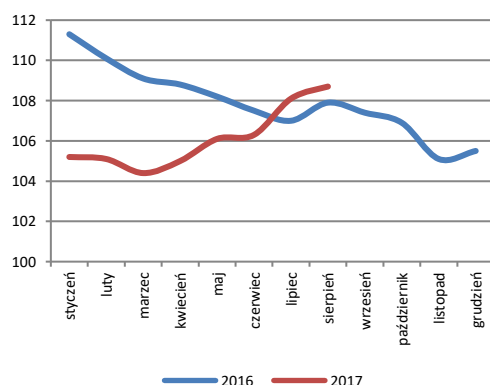
Źródło: BDM S.A., B+L Markdaten GmbH, FaoStat, GUS, spółki

Ceny płyt drewnopochodnych

W ostatnich miesiącach na rynku płyt drewnopochodnych obserwowana jest zmiana tendencji ze spadkowej na wzrostową. Ceny płyty wiórowej surowej systematycznie rosną od kwietnia'17. W lipcu/sierpniu'17 ceny były wyższe o 1% r/r podczas gdy do kwietnia'17 ceny spadały w tempie 3-4% r/r. Pozytywne tendencje obserwowane są również na innych płytach.

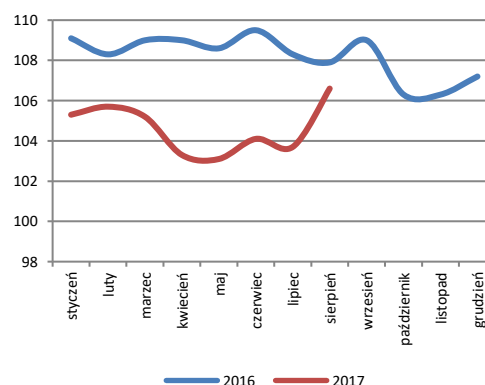
Zarząd Pfleiderer na konferencji po 1H'17 zapowiadał podwyżki cen produktów rzędu 4,5%. Niższe ceny płyt przy wysokim koszcie metanolu negatywnie wpłynęły na wyniki 1H'17.

Indeks cen płyty wiórowej surowej w Niemczech



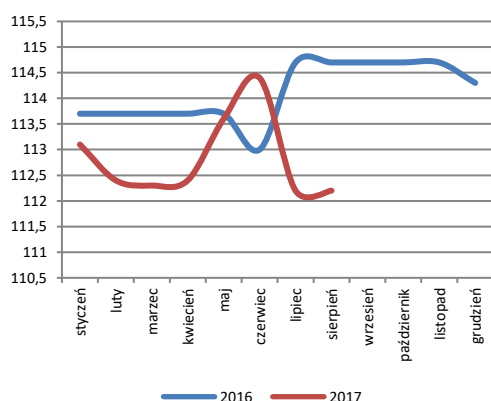
Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100.

Indeks cen płyty laminowanej (MFC) w Niemczech



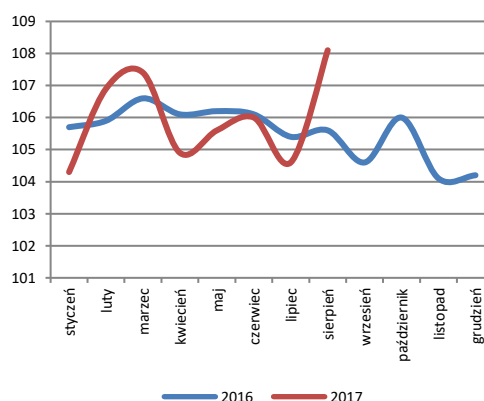
Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100

Indeks cen płyty MDF w Niemczech

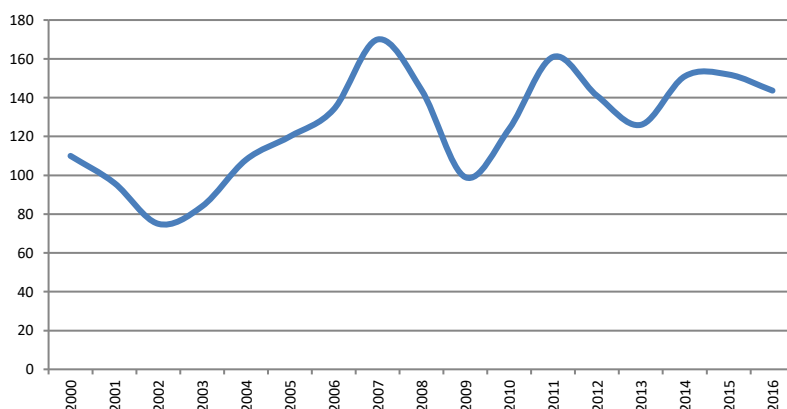


Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100

Indeks cen płyty HDF w Niemczech



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

Ceny płyty wiórowej surowej w długim terminie [EUR/m³]

Źródło: BDM S.A., Pfeleiderer

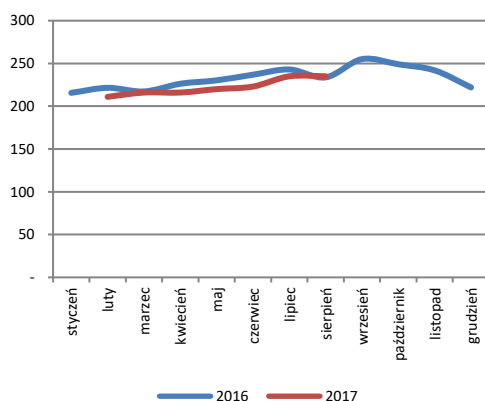
Ceny kluczowych surowców

Ceny drewna okrągłego w Polsce znajdują się na ubiegłorocznym poziomie. Na rynek drewna odpadowego będzie wpływać ok. 7 mln m³ wiatrołomów z sierpniowych nawałnic. Dane są poniżej naszych długoterminowych założeń 2% r/r wzrostu cen.

Ceny drewna w Niemczech zarówno okrągłego jak i odpadowego rosną o ok. 2% r/r co jest zgodne z naszymi projekcjami.

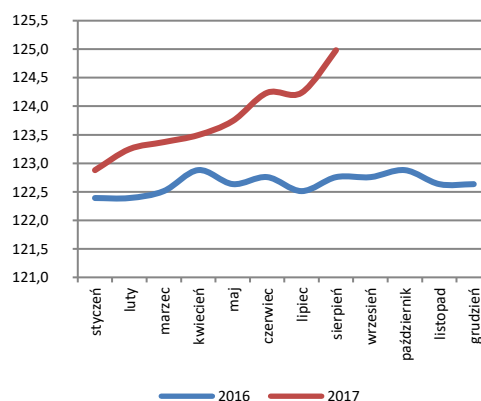
Spółka informowała, że wzrost kosztów klejów w 1H'17 był na poziomie 20-30% r/r wobec porównywalnych poziomów w 2016 roku. Na wzrost kosztów wpłynął przede wszystkim nagły wzrost metanolu (o 40-50% r/r w lutym/marcu'17). We wrześniu ceny były tylko 10% powyżej ubiegłorocznych. Oczekujemy utrzymania tego trendu w '17 i dynamiki rzędu 5-6% r/r w '18 na podstawie prognoz cenników kluczowych chemikaliów.

Średnie ceny drewna okrągłego w Polsce* [PLN/m3]



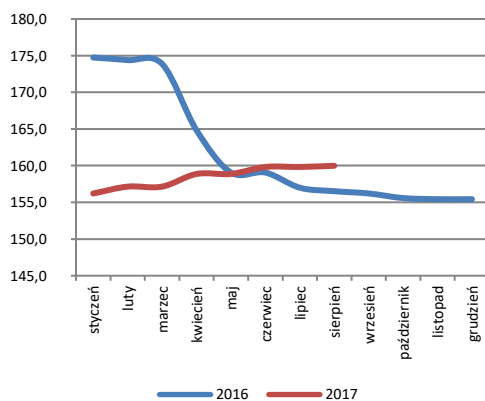
Źródło: BDM S.A. *- sosna W Standard e-drewno.

Indeks cen drewna okrągłego w Niemczech



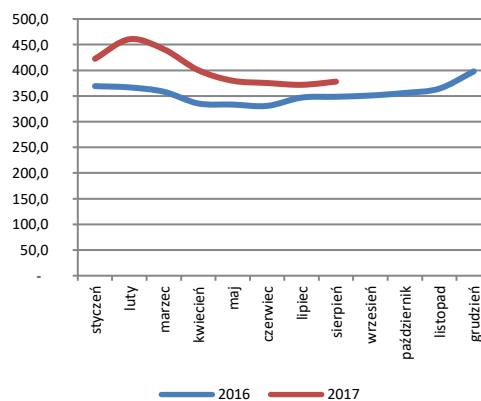
Źródło: BDM S.A. destatis.de. 2005=100

Indeksy cen drewna odpadowego w Niemczech



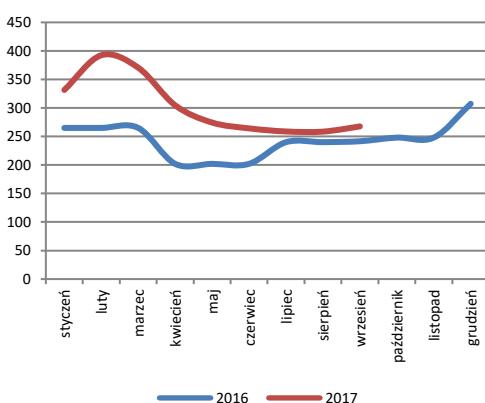
Źródło: BDM S.A. destatis.de. 2005=100

Teoretyczne ceny klejów [EUR/t]*



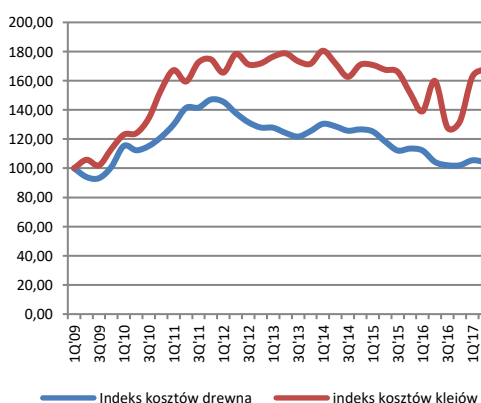
Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty. *- 50% metanol, 38% mocznik, 12% melamina

Ceny metanolu [EUR/t]



Źródło: BDM S.A. Grupa Azoty, Bloomberg

Indeks kosztów drewna i klejów Pfeiderer*



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

ZMIANA GŁÓWNYCH ZAŁOŻEŃ NA 2016-2019

Wyniki 2016 roku okazały się słabsze niż nasze założenia z poprzedniego raportu. Wynikało to:

- z niższych cen płyt wiórowych (brak zakładanego odbicia cen, ceny spadały w tempie 4-5% r/r do marca 2017 roku);

- negatywnych zdarzeń jednorazowych związanych głównie z utworzeniem rezerw na restrukturyzację zatrudnienia (-7,9 mln EUR) i prawdopodobny brak wsparcia dla przemysłu energochłonnego w Niemczech (-7,9 mln EUR), a także dalszych kosztów integracji podmiotu. W 2Q'17 część tej rezerwy (4,4 mln EUR) zostało odwróconej).

Założenia na 2017 rok praktycznie pozostały bez zmian. Oczekujemy obecnie nieco wyższej EBITDA z segmentu zachodniego kosztem niższego wyniku w części wschodniej (efekt słabego 1H'17- wysokie ceny żywicy). Lepszy wynik netto to efekt gł. niższych kosztów finansowych (lepsze warunki refinansowania zadłużenia w sierpniu'17).

Założenia na 2018 rok zostały nieco obniżone (-5%), a na 2019 rok wyraźnie podniesione (+12%) w związku z działalnością inwestycyjną spółki. Większość inwestycji zwiększających moce produkcyjne i poprawiające efektywność ma zostać zakończonych do 2018 roku

Zmiana głównych założeń na lata 2016-2019P [mln EUR]

	2016			2017P			2018P			2019P		
	poprzednio *	faktyczn e	%	poprzednio *	aktualni e	%	poprzednio *	aktualni e	%	poprzednio *	aktualni e	%a
Przychody	1 000,9	960,4	-4,0%	1 046,3	1 012,0	-3,3%	1 091,3	1 073,6	-1,6%	1 114,1	1 115,7	0,1%
Zachód	666,2	659,1	-1,1%	694,6	694,3	0,0%	729,1	730,2	0,1%	741,9	742,9	0,1%
Wschód	361,0	339,2	-6,0%	380,5	375,5	-1,3%	392,8	375,5	-4,4%	405,1	404,2	-0,2%
Zysk brutto	265,5	233,0	12,2%	280,6	261,6	-6,8%	312,3	278,5	10,8%	313,9	310,5	-1,1%
EBITDA	131,7	109,5	16,9%	153,6	153,4	-0,1%	173,7	164,2	-5,4%	167,1	186,5	11,6%
Zachód	87,5	68,9	21,2%	100,1	105,5	5,4%	117,8	111,2	-5,7%	112,3	126,9	13,1%
Wschód	44,2	40,7	-8,0%	53,5	47,5	11,2%	55,8	53,1	-4,9%	54,9	59,6	8,6%
EBITDA Adj.	144,7	148,9	2,9%	153,6	152,7	-0,5%	173,7	164,2	-5,4%	167,1	186,5	11,6%
Zachód	95,5	100,5	5,2%	100,1	105,2	5,1%	117,8	111,2	-5,7%	112,3	126,9	13,1%
Wschód	49,2	49,3	0,2%	53,5	47,5	11,2%	55,8	53,1	-4,9%	54,9	59,6	8,6%
Zysk brutto	30,1	19,6	34,8%	39,7	56,7	42,8%	87,9	63,0	28,4%	85,9	93,3	8,6%
Zysk netto	19,0	19,1	0,5%	29,5	41,9	42,1%	64,6	46,8	27,6%	63,1	69,0	9,2%
Marża zysku brutto	26,5%	24,3%		26,8%	25,8%		28,6%	25,9%		28,2%	27,8%	
Marża EBITDA adj.	14,5%	15,5%		14,7%	15,1%		15,9%	15,3%		15,0%	16,7%	
Zachód	14,3%	15,2%		14,4%	15,2%		16,2%	15,2%		15,1%	17,1%	
Wschód	13,6%	14,5%		14,1%	12,7%		14,2%	14,1%		13,5%	14,7%	
Marża netto	1,9%	2,0%		2,8%	4,1%		5,9%	4,4%		5,7%	6,2%	

Źródło: BDM S.A., spółka. *- prognozy z 27.04.2017

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Struktura przychodów ze sprzedaży [mln EUR]

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	984,5	969,7	1 012,0	1 073,6	1 115,7	1 135,2	1 155,1	1 175,6	1 196,4	1 217,8	1 239,6	1 261,9
Core West	651,3	630,2	694,3	730,2	742,9	756,0	769,3	782,8	796,5	810,6	824,9	839,4
MFC (lam. i lakier HDF)	256,5	255,4	274,9	289,8	295,6	301,5	307,6	313,7	320,0	326,4	332,9	339,6
HPL	154,4	161,1	167,8	180,9	184,5	188,2	192,0	195,8	199,7	203,7	207,8	212,0
plyta surowa +MFP	73,1	75,7	82,1	83,0	83,9	84,7	85,5	86,4	87,3	88,1	89,0	89,9
MDF/HDF surowa	72,0	74,7	74,0	76,5	77,2	78,0	78,8	79,6	80,4	81,2	82,0	82,8
Inne	95,3	63,3	95,4	100,0	101,7	103,6	105,4	107,3	109,2	111,2	113,2	115,2
Core East	374,0	353,6	375,5	375,5	404,2	410,7	417,4	424,2	431,3	438,7	446,2	454,0
MFC (lam. i lakier HDF)	154,1	157,8	161,5	167,1	174,2	181,5	189,0	196,8	204,8	213,0	221,5	230,2
plyta surowa +MFP	89,1	88,4	89,2	86,0	84,3	82,5	80,7	78,8	76,9	75,0	73,0	71,0
MDF/HDF surowa	32,2	29,9	36,6	40,1	40,9	41,8	42,6	43,4	44,3	45,2	46,1	47,0
Inne	98,7	77,5	88,1	82,3	104,8	104,9	105,1	105,2	105,3	105,5	105,6	105,8
żywice	72,7	66,9	67,6	74,9	96,9	96,9	96,9	96,9	96,9	96,9	96,9	96,9
inne	26,0	10,5	20,5	7,4	7,9	8,1	8,2	8,3	8,5	8,6	8,7	8,9
wyłączenia	-40,8	-14,1	-57,8	-32,1	-31,5	-31,5	-31,5	-31,5	-31,5	-31,5	-31,5	-31,5

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)	39,4%	40,5%	39,6%	39,7%	39,8%	39,9%	40,0%	40,1%	40,2%	40,3%	40,4%	40,5%
HPL	23,7%	25,6%	24,2%	24,8%	24,8%	24,9%	25,0%	25,0%	25,1%	25,1%	25,2%	25,3%
plyta surowa +MFP	11,2%	12,0%	11,8%	11,4%	11,3%	11,2%	11,1%	11,0%	11,0%	10,9%	10,8%	10,7%
MDF	11,1%	11,8%	10,7%	10,5%	10,4%	10,3%	10,2%	10,2%	10,1%	10,0%	9,9%	9,9%
Inne	14,6%	10,0%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
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)	41,2%	44,6%	43,0%	44,5%	43,1%	44,2%	45,3%	46,4%	47,5%	48,6%	49,6%	50,7%
plyta surowa +MFP	23,8%	25,0%	23,8%	22,9%	20,8%	20,1%	19,3%	18,6%	17,8%	17,1%	16,4%	15,6%
HDF surowa	8,6%	8,4%	9,8%	10,7%	10,1%	10,2%	10,2%	10,2%	10,3%	10,3%	10,3%	10,4%
Inne	26,4%	21,9%	23,5%	21,9%	25,9%	25,6%	25,2%	24,8%	24,4%	24,0%	23,7%	23,3%
żywice	19,4%	18,9%	18,0%	20,0%	24,0%	23,6%	23,2%	22,8%	22,5%	22,1%	21,7%	21,3%
inne	6,9%	3,0%	5,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Udział w skonsolidowanej sprzedaży												
MFC (lam. i lakier HDF)	41,7%	42,6%	43,1%	42,6%	42,1%	42,5%	43,0%	43,4%	43,9%	44,3%	44,7%	45,1%
HPL	15,7%	16,6%	16,6%	16,9%	16,5%	16,6%	16,6%	16,7%	16,7%	16,7%	16,8%	16,8%
plyta surowa +MFP	16,5%	16,9%	16,9%	15,7%	15,1%	14,7%	14,4%	14,1%	13,7%	13,4%	13,1%	12,7%
MDF/HDF surowa	10,6%	10,8%	10,9%	10,9%	10,6%	10,5%	10,5%	10,5%	10,4%	10,4%	10,3%	10,3%
Inne	19,7%	14,5%	18,1%	17,0%	18,5%	18,4%	18,2%	18,1%	17,9%	17,8%	17,7%	17,5%
wyłączenia	-4,1%	-1,4%	-5,7%	-3,0%	-2,8%	-2,8%	-2,7%	-2,7%	-2,6%	-2,6%	-2,5%	-2,5%

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)

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	984,5	960,4	1 012,0	1 073,6	1 115,7	1 135,2	1 155,1	1 175,6	1 196,4	1 217,8	1 239,6	1 261,9
Core West	651,3	659,1	694,3	730,2	742,9	756,0	769,3	782,8	796,5	810,6	824,9	839,4
Core East	374,2	339,2	375,5	375,5	404,2	410,7	417,4	424,2	431,3	438,7	446,2	454,0
wylączenia	-41,0	-37,9	-57,8	-32,1	-31,5	-31,5	-31,5	-31,5	-31,5	-31,5	-31,5	-31,5
Zysk brutto ze sprzedaży	248,1	178,7	298,1	278,5	310,5	315,2	325,7	333,7	341,6	349,8	358,0	363,4
Core West	173,1	126,1	202,6	197,5	219,9	223,2	232,2	238,5	244,6	250,5	256,4	260,4
Core East	75,0	52,6	95,5	81,0	90,6	92,0	93,5	95,1	97,1	99,2	101,6	103,0
EBITDA	119,2	109,5	185,9	164,2	186,5	183,9	187,5	188,8	190,1	191,4	192,7	194,0
Core West	68,2	68,9	118,0	111,2	126,9	124,3	127,8	129,1	130,3	131,4	132,5	133,6
Core East	51,0	40,7	67,9	53,1	59,6	59,6	59,6	59,7	59,8	60,0	60,2	60,5
EBITDA Adj.	132,3	148,9	185,9	164,2	186,5	183,9	187,5	188,8	190,1	191,4	192,7	194,0
Core West	77,8	100,5	118,0	111,2	126,9	124,3	127,8	129,1	130,3	131,4	132,5	133,6
Core East	54,5	49,3	67,9	53,1	59,6	59,6	59,6	59,7	59,8	60,0	60,2	60,5
EBIT	75,4	37,4	113,0	86,8	113,4	114,3	121,1	125,2	129,2	133,3	137,3	138,5
Core West	36,5	14,2	63,4	52,3	72,0	72,7	79,0	82,5	85,7	88,8	91,7	92,6
Core East	38,9	24,2	49,5	34,5	41,3	41,7	42,1	42,7	43,5	44,5	45,7	45,9
Zysk brutto	36,7	19,6	56,7	63,0	93,3	97,9	110,1	117,8	125,5	133,3	138,1	140,0
Zysk netto	10,4	19,1	41,9	46,8	69,0	72,3	81,1	86,7	92,4	98,1	101,5	102,9
<i>Marża zysku brutto</i>	<i>25,2%</i>	<i>18,6%</i>	<i>29,5%</i>	<i>25,9%</i>	<i>27,8%</i>	<i>27,8%</i>	<i>28,2%</i>	<i>28,4%</i>	<i>28,6%</i>	<i>28,7%</i>	<i>28,9%</i>	<i>28,8%</i>
<i>Core West</i>	<i>26,6%</i>	<i>19,1%</i>	<i>29,2%</i>	<i>27,0%</i>	<i>29,6%</i>	<i>29,5%</i>	<i>30,2%</i>	<i>30,5%</i>	<i>30,7%</i>	<i>30,9%</i>	<i>31,1%</i>	<i>31,0%</i>
<i>Core East</i>	<i>20,0%</i>	<i>15,5%</i>	<i>25,4%</i>	<i>21,6%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,5%</i>	<i>22,6%</i>	<i>22,8%</i>	<i>22,7%</i>
<i>Marża EBITDA Adj.</i>	<i>13,4%</i>	<i>15,5%</i>	<i>18,4%</i>	<i>15,3%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,1%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,7%</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,4%</i>
<i>Core West</i>	<i>11,9%</i>	<i>15,2%</i>	<i>17,0%</i>	<i>15,2%</i>	<i>17,1%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,1%</i>	<i>15,9%</i>
<i>Core East</i>	<i>14,6%</i>	<i>14,5%</i>	<i>18,1%</i>	<i>14,1%</i>	<i>14,7%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,3%</i>	<i>14,1%</i>	<i>13,9%</i>	<i>13,7%</i>	<i>13,5%</i>	<i>13,3%</i>
<i>Marża brutto</i>	<i>3,7%</i>	<i>2,0%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,9%</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,6%</i>	<i>9,5%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,5%</i>	<i>10,9%</i>	<i>11,1%</i>	<i>11,1%</i>
<i>Marża netto</i>	<i>1,1%</i>	<i>2,0%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,4%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,2%</i>	<i>8,2%</i>
zmiana r/r												
Przychody	2,6%	-2,4%	5,4%	6,1%	3,9%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Core West	3,9%	1,2%	5,3%	5,2%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Core East	2,8%	-9,4%	10,7%	0,0%	7,6%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
wylączenia												
EBITDA Adj.	10,6%	12,5%	24,8%	-11,7%	13,6%	-1,4%	2,0%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Core West	10,2%	29,2%	17,4%	-5,8%	14,2%	-2,1%	2,9%	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%
Core East	11,3%	-9,6%	37,8%	-21,9%	12,3%	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,4%

Źródło: BDM S.A. Prognozy BDM

Bilans [mln EUR]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	644,0	721,4	718,9	724,7	722,9	724,0	728,2	734,0	739,1	743,4	746,8	747,7
Wartości niematerialne i prawne	242,0	149,3	154,5	154,5	154,5	154,5	154,5	154,5	154,5	154,5	154,5	154,5
Rzeczowe aktywa trwałe	375,6	548,9	532,0	535,8	532,7	533,2	536,8	541,9	546,3	550,0	552,7	552,9
Aktywa obrotowe	255,2	233,2	226,6	234,6	241,5	235,1	216,8	213,6	214,0	218,3	254,7	293,4
Zapasy	94,2	91,9	100,3	107,8	112,1	114,0	116,0	118,1	120,2	122,3	124,5	126,8
Należności handlowe	47,6	42,5	71,6	77,0	80,0	81,4	82,9	84,3	85,8	87,4	88,9	90,5
Środki pieniężne i ekwiwalenty	86,8	97,7	51,4	46,2	45,8	35,9	14,1	7,3	4,1	4,7	37,2	72,0
Aktywa razem	899,2	954,6	945,4	959,3	964,4	959,0	945,0	947,5	953,1	961,7	1 001,5	1 041,1
Kapitał (fundusz) własny j. dom.	227,2	271,3	247,3	273,1	318,7	356,5	401,5	447,7	496,6	548,5	581,4	613,2
Kapitał (fundusz) podstawowy	30,0	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	224,3	264,6	275,6	301,5	347,0	384,9	429,9	476,0	525,0	576,9	609,8	641,6
w tym zysk (strata) netto okresu	10,4	19,1	41,9	46,8	69,0	72,3	81,1	86,7	92,4	98,1	101,5	102,9
Udziały mniejszości	55,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	403,8	472,2	483,7	441,5	393,3	345,9	297,5	249,7	201,9	154,2	156,6	159,5
finansowe	314,6	329,8	350,0	300,0	250,0	200,0	150,0	100,0	50,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	212,4	211,1	214,5	244,7	252,5	256,7	246,0	250,2	254,5	259,0	263,5	268,3
handlowe	177,5	161,4	171,9	184,9	192,1	195,5	198,9	202,4	206,0	209,7	213,4	217,3
finansowe	15,8	10,9	0,0	14,7	14,7	14,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	899,2	954,6	945,4	959,3	964,4	959,0	945,0	947,5	953,1	961,7	1 001,5	1 041,1

Rachunek zysków i strat [mln EUR]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	984,5	960,4	1012,0	1073,6	1115,7	1135,2	1155,1	1175,6	1196,4	1217,8	1239,6	1261,9
Koszty produktów, tow. i materiałów	737,5	727,4	750,4	795,1	805,2	820,0	829,5	841,9	854,8	868,0	881,6	898,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	247,0	233,0	261,6	278,5	310,5	315,2	325,7	333,7	341,6	349,8	358,0	363,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	170,5	166,8	184,8	191,7	197,1	200,8	204,6	208,5	212,5	216,5	220,6	224,9
Zysk (strata) na sprzedaży	76,5	66,2	76,7	86,8	113,4	114,3	121,1	125,2	129,2	133,3	137,3	138,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,1	-20,0	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	119,2	113,9	153,4	164,2	186,5	183,9	187,5	188,8	190,1	191,4	192,7	194,0
EBITDA oczyszczona	132,3	148,9	153,1	164,2	186,5	183,9	187,5	188,8	190,1	191,4	192,7	194,0
EBIT	75,4	46,2	80,5	86,8	113,4	114,3	121,1	125,2	129,2	133,3	137,3	138,5
Saldo działalności finansowej	-38,7	-22,2	-32,0	-23,8	-20,0	-16,5	-11,0	-7,4	-3,7	0,1	0,7	1,4
Zysk (strata) brutto	36,7	19,6	56,7	63,0	93,3	97,9	110,1	117,8	125,5	133,3	138,1	140,0
Zysk (strata) netto	10,4	19,1	41,9	46,8	69,0	72,3	81,1	86,7	92,4	98,1	101,5	102,9

CF [mln EUR]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	132,0	122,8	90,5	144,9	163,0	161,1	160,0	159,9	159,2	158,5	158,6	160,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-43,5	-62,3	-97,2	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0	-68,7	-65,3	-61,8	-58,2	-55,7
Przepływy z działalności finansowej	-55,9	-49,7	-39,7	-80,0	-93,4	-101,0	-111,8	-97,9	-97,0	-96,1	-67,9	-69,6
Przepływy pieniężne netto	32,7	10,9	-46,3	-5,2	-0,4	-9,9	-21,8	-6,8	-3,2	0,6	32,5	34,8
Środki pieniężne na początek okresu	54,4	86,8	97,7	51,4	46,2	45,8	35,9	14,1	7,3	4,1	4,7	37,2
Środki pieniężne na koniec okresu	86,8	97,7	51,4	46,2	45,8	35,9	14,1	7,3	4,1	4,7	37,2	72,0

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

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-2,4%	5,4%	6,1%	3,9%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
EBITDA adj. zmiana r/r	12,5%	2,8%	7,3%	13,6%	-1,4%	2,0%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
EBIT zmiana r/r	-38,7%	74,3%	7,8%	30,6%	0,9%	5,9%	3,4%	3,2%	3,1%	3,1%	0,9%
Zysk netto zmiana r/r	82,9%	119,7%	11,7%	47,4%	4,9%	12,2%	6,9%	6,5%	6,2%	3,5%	1,3%
Marża brutto na sprzedaży	24,3%	25,8%	25,9%	27,8%	27,8%	28,2%	28,4%	28,6%	28,7%	28,9%	28,8%
Marża EBITDA adj.	15,5%	15,1%	15,3%	16,7%	16,2%	16,2%	16,1%	15,9%	15,7%	15,5%	15,4%
Marża EBIT	4,8%	8,0%	8,1%	10,2%	10,1%	10,5%	10,6%	10,8%	10,9%	11,1%	11,0%
Marża brutto	2,0%	5,6%	5,9%	8,4%	8,6%	9,5%	10,0%	10,5%	10,9%	11,1%	11,1%
Marża netto	2,0%	4,1%	4,4%	6,2%	6,4%	7,0%	7,4%	7,7%	8,1%	8,2%	8,2%
COGS / przychody	75,7%	74,2%	74,1%	72,2%	72,2%	71,8%	71,6%	71,4%	71,3%	71,1%	71,2%
SG&A / przychody	17,4%	18,3%	17,9%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%
SG&A / COGS	22,9%	24,6%	24,1%	24,5%	24,5%	24,7%	24,8%	24,9%	24,9%	25,0%	25,0%
ROE	7,0%	16,9%	17,1%	21,6%	20,3%	20,2%	19,4%	18,6%	17,9%	17,5%	16,8%
ROA	2,0%	4,4%	4,9%	7,1%	7,5%	8,6%	9,2%	9,7%	10,2%	10,1%	9,9%
Dług	340,7	350,0	314,7	264,7	214,7	150,0	100,0	50,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	35,7%	37,0%	32,8%	27,4%	22,4%	15,9%	10,6%	5,2%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	55,5%	58,8%	48,8%	37,8%	28,8%	18,9%	11,8%	5,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	125,6%	141,5%	115,2%	83,1%	60,2%	37,4%	22,3%	10,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	242,9	298,6	268,5	218,9	178,8	135,9	92,7	45,9	-4,7	-37,2	-72,0
Dług netto / kapitał własny	89,6%	120,8%	98,3%	68,7%	50,2%	33,9%	20,7%	9,2%	-0,9%	-6,4%	-11,7%
Dług netto / EBITDA	1,6	2,0	1,6	1,2	1,0	0,7	0,5	0,2	0,0	-0,2	-0,4
Dług netto / EBIT	5,3	3,7	3,1	1,9	1,6	1,1	0,7	0,4	0,0	-0,3	-0,5
EV	898,4	966,2	919,8	865,2	825,1	782,2	739,0	692,2	641,6	609,1	574,3
Dług / EV	37,9%	36,2%	34,2%	30,6%	26,0%	19,2%	13,5%	7,2%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	5,6%	6,1%	6,5%	6,3%	6,2%	6,1%	5,8%	5,5%	5,1%	4,7%	4,4%
CAPEX / Amortyzacja	75,1%	85,3%	90,4%	95,7%	100,7%	105,4%	108,1%	107,3%	106,3%	105,0%	100,2%
Amortyzacja / Przychody	7,4%	7,2%	7,2%	6,6%	6,1%	5,7%	5,4%	5,1%	4,8%	4,5%	4,4%
Zmiana KO / Przychody	0,9%	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-36,2%	52,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	3,0	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3
P/E*	12,1	16,0	13,9	9,3	8,9	7,9	7,4	7,0	6,6	6,3	6,3
P/BV*	2,4	2,7	2,4	2,0	1,8	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA adj.*	6,0	6,3	5,6	4,6	4,5	4,2	3,9	3,6	3,3	3,1	2,9
EV/EBIT adj.*	11,0	12,0	10,6	7,6	7,2	6,4	5,9	5,3	4,8	4,4	4,1
EV/S*	4,1	4,1	3,7	3,4	3,2	3,0	2,8	2,5	2,3	2,2	2,0
BVPS	4,2	3,8	4,2	4,9	5,5	6,2	6,9	7,7	8,5	9,0	9,5
EPS	0,3	0,6	0,7	1,1	1,1	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6
DPS w okresie	0,23	0,26	0,32	0,36	0,53	0,56	0,63	0,67	0,71	1,06	1,10
DY	2,3%	2,5%	3,2%	3,6%	5,4%	5,6%	6,3%	6,7%	7,2%	10,7%	11,1%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 44,0 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 Pflaederer

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	51,5	Kupuj	40,5	09.10.2017	10:10 CEST	44,0	64 567,1
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 4Q'17:

Kupuj	2	67%
Akumuluj	1	33%
Trzymaj	0	0%
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 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 w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

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 depozytariusza. 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 wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować 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 instrumentie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 09.10.2017 roku (10:10 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 11.09.2017 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 09.10.2017 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 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. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.