



Dom Maklerski BDM S.A.

## PFLEIDERER

### RAPORT ANALITYCZNY

Rozczarowujące wyniki 1-3Q'17 to efekt m.in. dynamicznych wzrostów kosztów klejów nieskompensowanych wzrostem cen produktów oraz licznych zdarzeń nadzwyczajnych. Dopiero w 3Q'17 spółka efektywnie podwyższyła ceny, a patrząc na dane z rynku płyt, dynamika ich wzrostu powinna być istotna w 4Q'17 i 1Q'18. Wraz z mniejszą presją na kosztach kluczowych chemikaliów powinno to prowadzić do pozytywnych odczytów wynikowych, szczególnie w 1Q'18. Zwracamy ponadto uwagę, że kupno zaledwie 11 tys. akcji (1% oferty) w III transzy skupu (po 37,5 PLN) w lutym'18 wyczerpuje podaż przynajmniej w krótkim okresie. Mając to na względzie podwyższamy zalecenie do KUPUJ z ceną docelową 47,9 PLN/akcję.

Od kwietnia 2017 obserwowana jest zmiana tendencji na rynku płyt drewnopochodnych na pozytywną. Niemniej dopiero 3Q'17 był pierwszym kwartałem od 2015 roku kiedy roczna dynamika zmian cen płyt wiórowych była dodatnia. Od 2008 roku miały miejsce 2 cykle wzrostu cen płyt wiórowych trwające 6-7 kwartałów (1Q'18 jest 3-cim wzrostowym kwartałem). Cykle spadku cen w tym okresie były 3 i trwały 7-8 kwartałów.

W 4Q'17 ceny płyt wiórowych surowych na rynku niemieckim wzrosły o 8,1% r/r (MFC +2,4% r/r). W styczniu-lutym'18 notowały wzrost o ponad 10% r/r, a płyty MFC o blisko 4% r/r. W strukturze sprzedaży grupy płyty surowe to 28% ogółu a MFC 50%.

W styczniu-lutym'18 obserwowaliśmy silniejszy wzrost cen płyt przy mniejszej presji na drewnie i klejach (-1% r/r), co powinno prowadzić do istotnej poprawy teoretycznej marży. Ostatni raz z taką sytuacją mieliśmy do czynienia w 2-4Q'16, kiedy grupa notowała 15-17% marży EBITDA (obecnie ok. 12%). Zwracamy uwagę, że przy kwartalnej sprzedaży >250 mln EUR każdy 1 p.p. marży to >2,5 mln PLN EBITDA czyli ok. 8% wyniku z 3Q'17.

Spółka przeprowadziła III transzę ogłoszonego w połowie 2017 roku programu skupu do 10% akcji własnych. Łącznie udało się skupić 5,4 mln akcji (8,34%) po średnioważonej cenie 43,19 PLN/akcję, ale w trzeciej transzy po 37,5 PLN/akcję zaledwie 11 tys. akcji (0,02%). To naszym zdaniem wyczerpuje podaż przynajmniej w krótkim okresie.

Spółka handlowana jest przy mnożniku EV/EBITDA'18 <6,0x EBITDA z perspektywą spadku <5,0x EBITDA, czyli z istotnym dyskontem do spółek porównywalnych (9-8x EBITDA).

Zgodnie z naszymi założeniami średnioroczna EBITDA w latach 2018-2020 powinna kształtować się w okolicach 170 mln EUR przy CAPEX 70 mln EUR, co przy kapitalizacji 730 mln EUR daje bardzo atrakcyjną stopę generacji FCF. W latach 2011-2017 średnioroczna EBITDA wynosiła 120 mln EUR przy 50 mln EUR CAPEX.

|                        | 2014  | 2015  | 2016  | 2017P   | 2018P   | 2019P   |
|------------------------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| Przychody* [mln EUR]   | 959,9 | 984,5 | 960,4 | 1 013,7 | 1 112,0 | 1 132,4 |
| EBITDA* [mln EUR]      | 121,4 | 119,2 | 113,9 | 123,0   | 145,9   | 173,9   |
| EBITDA Adj.* [mln EUR] | 119,6 | 132,3 | 148,9 | 132,0   | 145,9   | 173,9   |
| EBIT* [mln EUR]        | 76,6  | 75,4  | 46,2  | 50,2    | 71,5    | 103,0   |
| Wynik netto* [mln EUR] | 19,1  | 10,4  | 19,1  | 18,5    | 34,8    | 59,3    |
| P/BV                   | 2,6   | 2,5   | 2,1   | 2,3     | 2,3     | 1,9     |
| P/E                    | 29,1  | 53,4  | 29,2  | 30,1    | 16,0    | 9,4     |
| EV/EBITDA              | 7,3   | 6,7   | 7,0   | 6,9     | 5,8     | 4,6     |
| EV/EBITDA Adj.*        | 7,6   | 6,3   | 5,4   | 6,5     | 5,9     | 4,6     |
| EV/EBIT                | 11,5  | 10,6  | 17,3  | 16,9    | 11,8    | 7,8     |
| DY w okresie           | 0,0%  | 0,0%  | 2,7%  | 3,0%    | 1,6%    | 3,1%    |

\*- dane pro forma. Wskaźniki oczyszczone

## KUPUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 47,9 PLN

27 MARZEC 2018, 10:55 CEST

|                               |         |
|-------------------------------|---------|
| Wycena DCF [PLN]              | 47,9    |
| Wycena porównawcza [PLN]      | 47,9    |
| Wycena końcowa [PLN]          | 47,9    |
| Potencjał do wzrostu / spadku | 27,7%   |
| Koszt kapitału                | 9,0%    |
| Cena rynkowa [PLN]            | 37,5    |
| Kapitalizacja [mln PLN]       | 2 426,3 |
| Ilość akcji [mln. szt.]       | 64,7    |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 45,8    |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN]  | 33,8    |
| Stopa zwrotu za 3 mc          | 5,6%    |
| Stopa zwrotu za 6 mc          | -14,7%  |
| Stopa zwrotu za 9 mc          | -19,7%  |
| Struktura akcjonariatu:       |         |
| Strategic Value Partners      | 29,6%   |
| Atlantik                      | 19,3%   |
| Aviva OFE                     | 9,6%    |
| Pfleiderer (akcje własne)     | 8,3%    |
| Pozostali                     | 33,1%   |

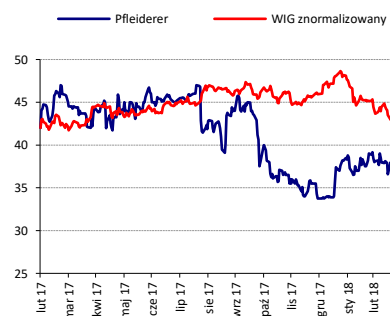
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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.

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

**SPIS TREŚCI**

|                                                        |    |
|--------------------------------------------------------|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE.....                             | 3  |
| POZYTYWNE TRENDY NA RYNKU PŁYT WIÓROWYCH .....         | 3  |
| PROGRAM SKUPU AKCJI WŁASNYCH WYCZERPAŁ PODAŻ .....     | 4  |
| WEJŚCIE NA WZROSTOWĄ ŚCIEŻKĘ WYNIKOWĄ .....            | 5  |
| NOWE MOCE PRODUKCYJNE W POLSCE NIE TAKIE STRASZNE..... | 5  |
| MOCNE OTOCZENIE RYNKOWE .....                          | 6  |
| NOWA STRATEGIA DO 2021 ROKU .....                      | 6  |
| GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....                            | 7  |
| WYCENA DCF .....                                       | 8  |
| WYCENA PORÓWNAWCZA.....                                | 11 |
| PROGNOZA NA 4Q'17 I PERSPEKTYWA 2018 .....             | 12 |
| STRATEGIA 2017-2021 .....                              | 14 |
| CELE FINANSOWE .....                                   | 14 |
| PODSUMOWANIE KONFERENCJI Z ZARZĄDEM PO STRATEGII ..... | 16 |
| STRATEGIA VS ZAŁOŻENIA BDM .....                       | 16 |
| SKUP AKCJI WŁASNYCH .....                              | 17 |
| PROGRAM MOTYWACYJNY .....                              | 18 |
| PROGRAM INWESTYCYJNY .....                             | 19 |
| OTOCZENIE RYNKOWE- AKTUALIZACJA.....                   | 20 |
| OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE.....                        | 20 |
| RYNEK PŁYT DREWNOPOCHODNYCH- POPYT .....               | 21 |
| RYNEK PŁYT DREWNOPOCHODNYCH- PODAŻ.....                | 22 |
| CENY PŁYT DREWNOPOCHODNYCH .....                       | 22 |
| CENY KLUCZOWYCH SUROWCÓW .....                         | 23 |
| ZMIANA GŁÓWNYCH ZAŁOŻEŃ NA 2017-2019 .....             | 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 47,9 PLN. Natomiast wycena porównawcza, oparta na prognozach wyników na lata 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 47,9 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 47,9 PLN.

### Podsumowanie wyceny

|                                 | Waga | Wycena      |
|---------------------------------|------|-------------|
| Wycena modelem DCF [PLN]        | 80%  | 47,9        |
| Wycena metodą porównawczą [PLN] | 20%  | 47,9        |
| <b>Wycena spółki [PLN]</b>      |      | <b>47,9</b> |

Źródło: BDM S.A.

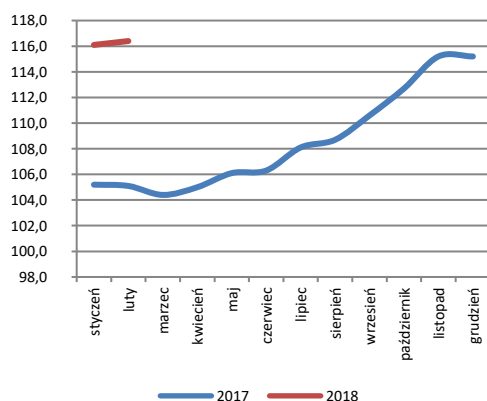
### Pozytywne trendy na rynku płyt wiórowych

Od kwietnia 2017 obserwowana jest zmiana tendencji na rynku płyt drewnopochodnych na pozytywną.

Zwracamy uwagę, że dopiero 3Q'17 był pierwszym kwartałem od 2015 roku kiedy roczna dynamika zmian cen płyt wiórowych była dodatnia. Od 2008 roku miały miejsce 2 cykle wzrostu cen płyt wiórowych trwające 6-7 kwartałów. Cykle spadku cen w tym okresie były 3 i trwały 7-8 kwartałów.

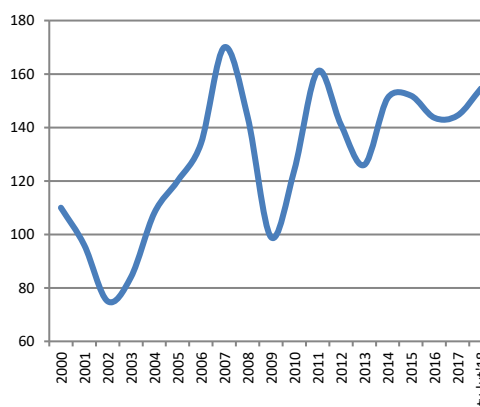
W 4Q'17 ceny płyt wiórowych surowych na rynku niemieckim wzrosły o 8,1% r/r. W styczniu-lutym'18 notowały wzrost o ponad 10% r/r.

Indeks cen płyty wiórowej surowej\*



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

Ceny płyty wiórowej surowej 2000-2018 [EUR/m3]



Źródło: BDM S.A., Pfeleiderer. Od 2015 roku ceny indeksowane o destatis.

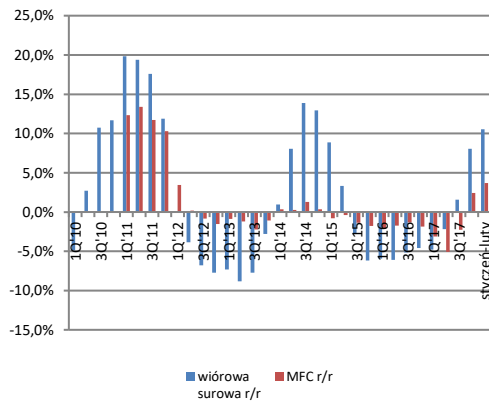
Od 3Q'17 obserwujemy pozytywną dynamikę na rynku płyt drewnopochodnych, która w 4Q'17 była już istotna (+8,1% r/r surowa, +2,4% r/r MFC), niemniej przykryta również wzrostem cen surowców (drewna o 2-3% r/r i klejów o ok. 9% r/r).

W styczniu-lutym'18 obserwowaliśmy silniejszy wzrost cen płyt (surowa >10% r/r, MFC +3,7% r/r) przy mniejszej presji na drewnie i klejach (-1% r/r), co powinno prowadzić do istotnej poprawy teoretycznej marży. Ostatni raz z taką sytuacją mieliśmy do czynienia w 2-4Q'16, kiedy grupa notowała 15-17% marży EBITDA (obecnie ok. 12%). Zwracamy uwagę, że przy kwartalnej sprzedaży >250 mln EUR każdy 1 p.p. marży to >2,5 mln PLN EBITDA czyli ok. 8% wyniku z 3Q'17.

W 2018 roku (YTD) notowania metanolu i mocznika, kluczowych składników w produkcji klejów, spadają odpowiednio o 9% r/r i 1,4% r/r.

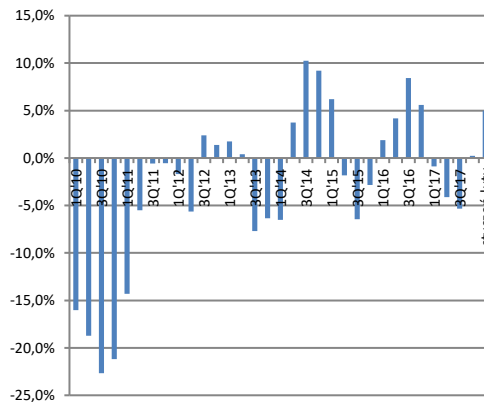
W okresie 2Q-4Q'16 obserwowaliśmy spadki cen płyt w tempie ok. 5-6% r/r (surowa) natomiast wzrost marży wynikał z taniejących surowców, szczególnie klejów (o 10-20% r/r). Notowania kluczowych chemikaliów (gł. metanolu) zaczęły dynamicznie rosnąć na początku 2017 roku. Spółka informowała o wprowadzeniu podwyżek cen produktów dopiero w trakcie 3Q'17. Wraz z nadzwyczajnymi, negatywnymi zdarzeniami 2-3Q'17 przełożyło się to na rozczarowujące dane finansowe.

**Dynamika zmian cen płyt wiórowych [r/r]**



Źródło: BDM S.A., destatis.

**Różnica dynamik cen płyt\* i kosztów surowcowych\*\***



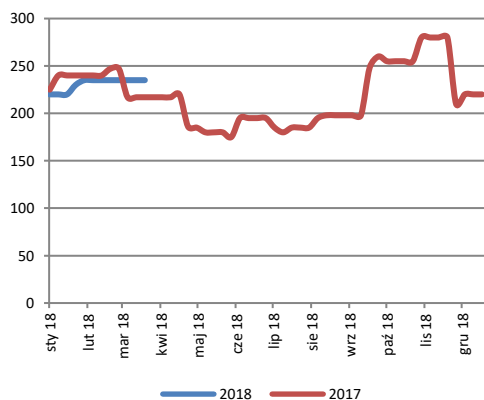
Źródło: BDM S.A., destatis, LP\*- surowe i MFC. \*\*- drewna i klejów ważonych faktycznym zużyciem

**Metanol FOB Rotterdam [EUR/t]**



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Mocznik FOB Morze Czarne [USD/t]**



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

### Program skupu akcji własnych wyczerpał podaż

Spółka przeprowadziła III transzę ogłoszonego w połowie 2017 roku programu skupu do 10% akcji własnych. Łącznie udało się skupić 5,4 mln akcji (8,34%) po średnioważonej cenie 43,19 PLN/akcję, ale w trzeciej transzy po 37,5 PLN/akcję zaledwie 11 tys. akcji (0,02%). To naszym zdaniem wyczerpuje podaż przynajmniej w krótkim okresie.

#### Skup akcji własnych 2017-2018

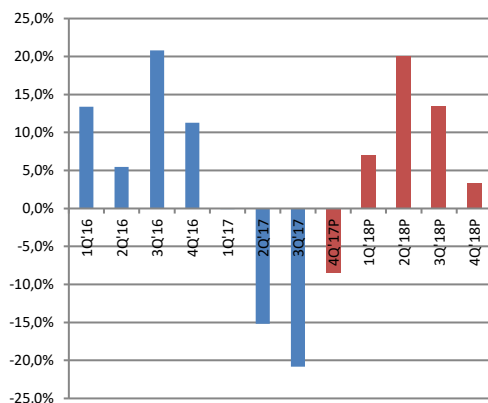
|              | Data zapisów      | Cena [PLN/akcję] | Cena -1d [PLN/akcję] | Oferta [mln akcji] | Kupno [mln akcji] | Redukcja [%] | Kwota [mln PLN] | Udział [%]   |
|--------------|-------------------|------------------|----------------------|--------------------|-------------------|--------------|-----------------|--------------|
| Skup I       | 21.09- 05.10.2017 | 47,00            | 40,05                | 3,24               | 3,24              | 84,19%       | 152,0           | 5,00%        |
| Skup II      | 19.01- 02.02.2018 | 37,50            | 37,40                | 3,24               | 2,15              | 0%           | 80,7            | 3,32%        |
| Skup III     | 08.02- 22.02.2018 | 37,50            | 37,40                | 1,08               | 0,01              | 0%           | 0,4             | 0,02%        |
| <b>RAZEM</b> |                   | <b>43,19</b>     |                      | <b>7,55</b>        | <b>5,40</b>       |              | <b>233,1</b>    | <b>8,34%</b> |

Źródło: BDM, spółka

### Wejście na wzrostową ścieżkę wynikową

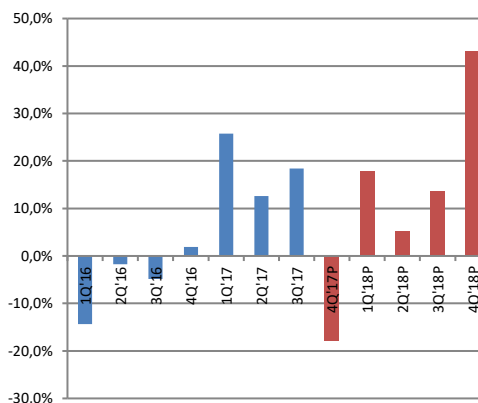
Po rozczarującym 1-3Q'17 ostatni kwartał 2017 roku powinien być zbliżony do ubiegłorocznego (bez rezerwy UOKiK), a od 1Q'18 spółka powinna powrócić na ścieżkę wzrostu porównywalnej EBITDA. Wskazujemy na wzrosty cen płyt wiórowych i mniejszą dynamikę na rynku kluczowych surowców (drewna i chemikaliów).

**Dynamika EBITDA oczyszczonej [r/r]**



Źródło: BDM, spółka

**Dynamika EBITDA raportowanej [r/r]**

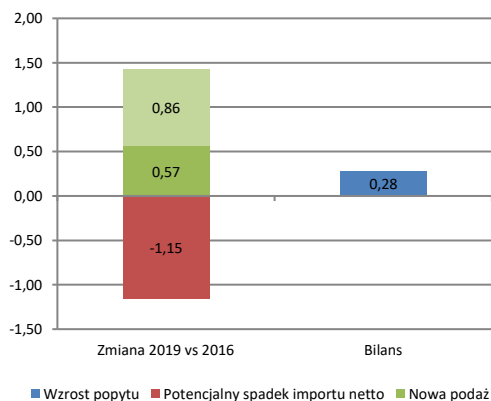


Źródło: BDM, spółka

### Nowe moce produkcyjne w Polsce nie takie straszne

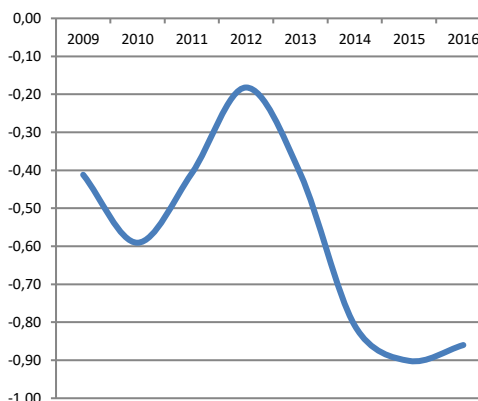
Obecne wykorzystanie mocy produkcyjnych w Polsce wynosi >90%. Do 2019 roku na rynek wejdzie ok. 1,15 mln m3 nowych mocy produkcyjnych (Forte 1Q'18 0,5 mln m3 i Egger w 2019 0,65 mln m3). Oczekujemy, że podaż ta powinna zostać wchłonięta przez rynek bez większych konsekwencji dla cen. Wskazujemy na wzrost 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]

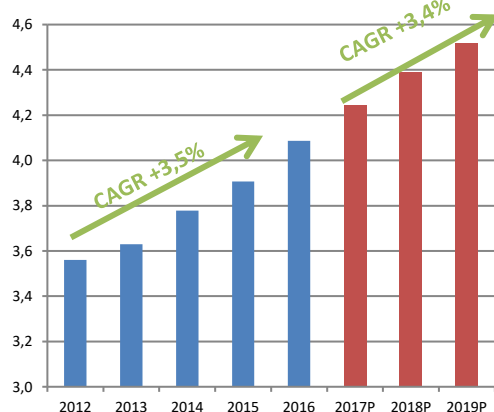
### Mocne otoczenie rynkowe

W Polsce od 2012 roku rynek płyt surowych rósł 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%).

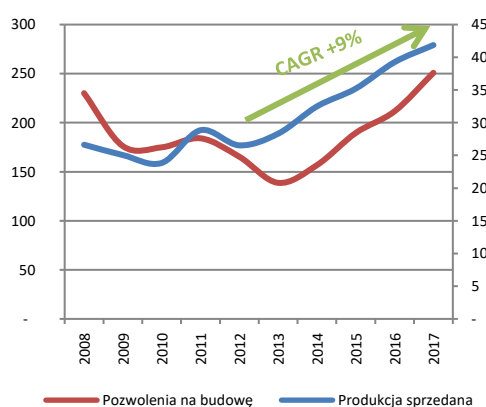
W latach 2012-2017 roku krajowa produkcja sprzedana mebli i pozwolenia na budowę mieszkań rosły średniorocznie o ok. 9% W okresie styczeń-luty rynek '18 rynek charakteryzował się jeszcze wyższą dynamiką wzrostu.

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



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

**Produkcja sprzedana mebli i pozwolenia na budowę PL**

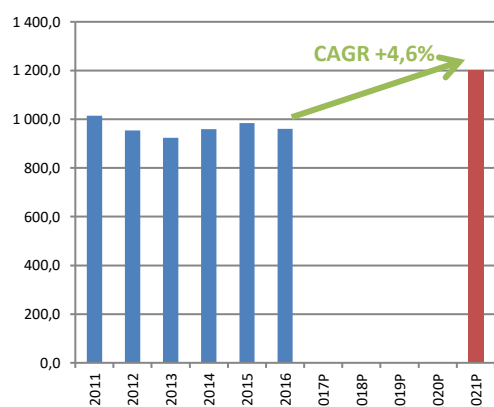


Źródło: BDM S.A., GUS. LS- pozwolenia na budowę mieszkań [tys. szt.], PS- produkcja sprzedana mebli [mld PLN]

### Strategia do 2021 roku

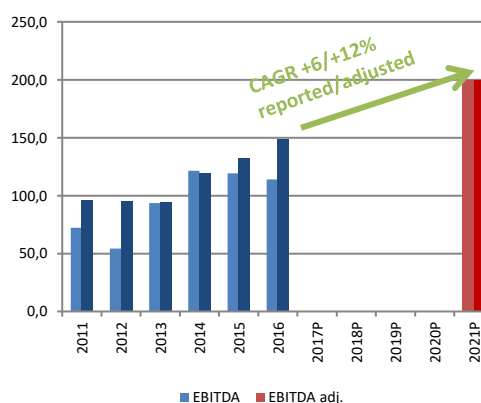
W nowej strategii do 2021 roku zarząd kładzie nacisk na poprawę efektywności związanej zarówno z nowymi inwestycjami jak i dyscypliną kosztową. Główne cele w strategii to przychody 1,2 mld EUR i EBITDA co najmniej 200 mln EUR. Nasze prognozy kształtują się poniżej założeń strategicznych.

**Przychody historyczne i cel strategiczny [mln EUR]**



Źródło: BDM S.A., Pfleiderer

**EBITDA historyczna i cel strategiczny [mln EUR]**



Źródło: BDM S.A., Pfleiderer

## 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 Pfeiderera. 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 Pfeiderera 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 m<sup>3</sup> w '19 (+34% vs '16)

W budowie są 2 duże fabryki (Forte 400-500 tys. m<sup>3</sup>, Egger 650 tys. m<sup>3</sup>), 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 m<sup>3</sup> i poprawę negatywnego bilansu handlowego (-0,86 mln m<sup>3</sup> w '16), przez co nowe moce powinny zostać wchłonięte przez rynek.

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

### ▪ Wysokie zadłużenie

Zadłużenie netto Pfeiderera na koniec 3Q'17 wynosiło 251 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, Kronoply, Rauch Spanplattenwerk, Egger). Łączna kara wyniosła 42 mln EUR. Większość (28 mln EUR) zapłacił Glanz. Ok 11 mln EUR zostało nałożone na Pfeiderera. 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. Spółka kwantyfikuje to ryzyko na 3,15 mln EUR (3Q'17).

W kwietniu 2012 roku Grajewo otrzymało postanowienie Prezesa UOKiK w sprawie wszczęcia postępowania antymonopolowego dotyczącego zawarcia przez: Kronospan i Mielec, Kronopol, Pfeiderera Grajewo i Prospan porozumienia ograniczającego konkurencję na krajowym rynku wprowadzania do obrotu płyt wiórowych i płyt pilśniowych.

W dniu 28.12.2017 roku UOKiK nałożył kary w postępowaniu trwającym od 2012 roku (łącznie 136 mln PLN, ok. 100 mln PLN dla Kronospan, Swiss Krono uniknęło kary dzięki współpracy). Na fabryki w Grajewie i Wieruszowie przypadło łącznie 35,76 mln PLN (maksymalna kara mogła sięgnąć >100 mln PLN) czyli 8,62 mln EUR. Spółka nie zgadza się z wyrokiem, złożyła odwołanie. Niemniej w ciężar wyników za 2017 rok zawiązała rezerwę w wysokości 9,62 mln EUR (kara+ koszty odwołania).

Łącznie potencjalna kwota z tytułu toczących się postępowań to ok. 90 mln EUR + odsetki. Stanowi to blisko 15% kapitalizacji.

### Potencjalne zobowiązania związane z postępowaniem antymonopolowym [mln EUR]

| Kto                            | rok       | potencjalna kwota mln EUR | uwagi                                                                                              |
|--------------------------------|-----------|---------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| UOKiK                          | 2012      | 8,6                       | przyznana kara 28.12.2017                                                                          |
| 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                      | Poprzednie roszczenie odrzucone                                                                    |
| Alno                           | 2014      | 28,4                      | ugoda, Alno w lipcu '17 złożył wniosek o upadłość                                                  |
| Oesder                         | 2012      | 26,0                      | wobec Glunz, odpowiedzialność solidarna, kolejne przesłuchanie w marcu 2018                        |
| Huls                           |           | 2,5                       | ugoda, zapłacono w kwietniu '17                                                                    |
| <b>RAZEM</b>                   |           | <b>131,9</b>              |                                                                                                    |
| <b>RAZEM do zapłaty</b>        |           | <b>90,0</b>               |                                                                                                    |
| % EBITDA '16 adj.              |           | 60,47%                    |                                                                                                    |
| % kapitalizacji                |           | 15,4%                     |                                                                                                    |

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. m<sup>3</sup> (+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.
- Nasze założenia w tym przypadku nie uległy zmianie vs. poprzedni raport.

### 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 4Q'17 ceny płyt wiórowych surowych na rynku niemieckim wzrosły o 8,1% r/r, a MFC o 2,4% r/r. W styczniu-lutym'18 notowały wzrost odpowiednio o ponad 10% r/r i 3,7% (MFC). Tym samym podwyższyliśmy nasze założenia na 2018 rok. W długim terminie pozostały one bez zmian.
- Zwracamy uwagę, że w strukturze sprzedaży grupy (wartościowo) ok. 50% stanowią płyty MFC/lakier HDF, a 28% surowe (gł. wiórowe 18%). Segment Core East ma większą ekspozycję na produkty surowe, gdzie ceny obecnie są lepsze.

### Ceny surowców:

- W 1-3Q'17 koszty klejów mocno uderzyły w rentowność spółki. W poprzednim raporcie nie doszacowaliśmy tego efektu. Presja ze strony klejów w 4Q'17 była już mniejsza, a w styczniu-lutym'18 obserwujemy już ok. 1% r/r spadek kosztów.

### CAPEX:

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

### Dywidenda, skup akcji

- W lipcu'17 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 2-5% do 2020 roku.
- W okresie wrzesień'17-luty'18 spółka zakupiła 5,4 mln akcji (8,34%) po średnio 43,19 PLN/akcję w ramach programu skupu akcji własnych. Część z nich ma trafić na program motywacyjny. W modelu korygujemy dług netto o bieżącą wartość tych akcji.

### Inne

- Po koniec grudnia'17 spółka informowała o karze UOKiK (35,8 mln PLN, 8,6 mln EUR), w związku z postępowaniem antymonopolowym prowadzonym od 2011 roku. W związku z tym w ciężar 2017 roku zawiązała rezerwę o wartości 9,26 mln EUR. Uwzględniliśmy to w wycenie (poprzez wyniki 2017 roku).

### 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);
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 27 marca 2018 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,1 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 47,9 PLN.**



#### Model DCF

|                                          | 2016  | 2017P        | 2018P                                           | 2019P   | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   | 2026P   |
|------------------------------------------|-------|--------------|-------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży [mln EUR]         | 960,4 | 1 013,7      | 1 112,0                                         | 1 132,4 | 1 151,6 | 1 171,8 | 1 192,4 | 1 213,5 | 1 235,0 | 1 257,1 | 1 279,6 |
| EBIT [mln EUR]                           | 46,2  | 50,2         | 71,5                                            | 103,0   | 119,9   | 125,1   | 129,9   | 133,3   | 136,9   | 140,5   | 141,3   |
| Stopa podatkowa                          | 2,7%  | 35,9%        | 26,1%                                           | 26,6%   | 27,0%   | 27,1%   | 27,2%   | 27,2%   | 27,3%   | 27,3%   | 27,3%   |
| Podatek od EBIT [mln EUR]                | 1,2   | 18,0         | 18,6                                            | 27,4    | 32,4    | 33,9    | 35,3    | 36,3    | 37,3    | 38,3    | 38,6    |
| NOPLAT [mln EUR]                         | 45,0  | 32,1         | 52,8                                            | 75,6    | 87,5    | 91,1    | 94,5    | 97,0    | 99,6    | 102,2   | 102,7   |
| Amortyzacja [mln EUR]                    | 71,4  | 72,8         | 74,4                                            | 70,9    | 67,7    | 64,9    | 62,4    | 60,0    | 57,5    | 54,9    | 55,1    |
| CAPEX [mln EUR]                          | -53,6 | -62,1        | -70,0                                           | -70,0   | -70,0   | -70,0   | -69,2   | -66,0   | -62,7   | -59,3   | -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  | 15,9         | 57,2                                            | 76,5    | 85,2    | 86,0    | 87,7    | 90,9    | 94,3    | 97,8    | 102,2   |
| DFCF [mln EUR]                           | -     | 15,0         | 50,1                                            | 62,0    | 63,9    | 59,5    | 55,9    | 53,4    | 50,9    | 48,5    | 46,5    |
| Suma DFCF [mln EUR]                      |       | 505,8        |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Wartość rezydualna [mln EUR]             |       | 1 141,6      | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0% |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln EUR] |       | 519,4        |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Wartość firmy EV [mln EUR]               |       | 1 025,2      |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Dług netto [mln EUR]                     |       | 242,9        |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Faktoring [mln EUR]                      |       | 73,2         |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Dywidenda [mln EUR]                      |       | 16,9         |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Koszty programu motywacyjnego [mln EUR]  |       | 5,5          |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Akcje własne [mln EUR]                   |       | -48,0        |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Dług netto skoryg. [mln EUR]             |       | 290,6        |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału [mln EUR]</b>        |       | <b>734,6</b> |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Ilość akcji [mln szt.]                   |       | 64,7         |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału na akcję [EUR]</b>   |       | <b>11,4</b>  |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Kurs EUR/PLN                             |       | 4,2          |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>   |       | <b>47,9</b>  |                                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |

|                               |        |        |       |        |        |        |        |        |        |        |
|-------------------------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody zmiana r/r          | 5,5%   | 9,7%   | 1,8%  | 1,7%   | 1,7%   | 1,8%   | 1,8%   | 1,8%   | 1,8%   | 1,8%   |
| EBIT zmiana r/r               | 8,6%   | 42,4%  | 44,1% | 16,5%  | 4,3%   | 3,8%   | 2,7%   | 2,7%   | 2,6%   | 0,6%   |
| FCF zmiana r/r                | -70,6% | 260,7% | 33,7% | 11,4%  | 0,9%   | 1,9%   | 3,7%   | 3,7%   | 3,7%   | 4,5%   |
| Marża EBITDA                  | 12,1%  | 13,1%  | 15,4% | 16,3%  | 16,2%  | 16,1%  | 15,9%  | 15,7%  | 15,5%  | 15,3%  |
| Marża EBIT                    | 4,9%   | 6,4%   | 9,1%  | 10,4%  | 10,7%  | 10,9%  | 11,0%  | 11,1%  | 11,2%  | 11,0%  |
| Marża NOPLAT                  | 3,2%   | 4,8%   | 6,7%  | 7,6%   | 7,8%   | 7,9%   | 8,0%   | 8,1%   | 8,1%   | 8,0%   |
| CAPEX / Przychody             | 6,1%   | 6,3%   | 6,2%  | 6,1%   | 6,0%   | 5,8%   | 5,4%   | 5,1%   | 4,7%   | 4,4%   |
| CAPEX / Amortyzacja           | 85,3%  | 94,1%  | 98,7% | 103,4% | 107,9% | 111,0% | 110,1% | 109,1% | 108,0% | 101,0% |
| Zmiana KO / Przychody         | 2,7%   | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 50,7%  | 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               | 64,1% | 64,8% | 69,4% | 73,8% | 79,3% | 83,6% | 87,9% | 92,1% | 96,0% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 5,1%  | 5,9%  | 5,9%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%   |
| Udział kapitału obcego                 | 35,9% | 35,2% | 30,6% | 26,2% | 20,7% | 16,4% | 12,1% | 7,9%  | 4,0%  | 0,0%   |
| WACC                                   | 7,6%  | 7,9%  | 8,0%  | 8,2%  | 8,3%  | 8,5%  | 8,6%  | 8,7%  | 8,9%  | 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 | 47,4                                      | 51,1  | 55,6  | 61,4 | 68,9 | 79,1 | 93,9 | 117,2 | 159,0 |
|      | 0,8 | 44,3                                      | 47,5  | 51,4  | 56,3 | 62,7 | 71,1 | 82,9 | 100,6 | 130,2 |
|      | 0,9 | 41,3                                      | 44,2  | 47,6  | 51,9 | 57,3 | 64,3 | 73,9 | 87,8  | 109,6 |
|      | 1,0 | 38,7                                      | 41,2  | 44,2  | 47,9 | 52,5 | 58,5 | 66,4 | 77,4  | 94,1  |
|      | 1,1 | 36,2                                      | 38,5  | 41,1  | 44,4 | 48,3 | 53,4 | 60,0 | 69,0  | 82,0  |
|      | 1,2 | 34,0                                      | 36,0  | 38,3  | 41,2 | 44,6 | 49,0 | 54,5 | 61,9  | 72,3  |
|      | 1,3 | 31,9                                      | 33,7  | 35,8  | 38,3 | 41,3 | 45,0 | 49,8 | 56,0  | 64,4  |

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% | 51,0                                      | 55,2  | 60,4  | 67,2 | 76,2 | 88,8 | 107,7 | 139,2 | 202,2 |
|                  | 4,0% | 44,3                                      | 47,5  | 51,4  | 56,3 | 62,7 | 71,1 | 82,9  | 100,6 | 130,2 |
|                  | 5,0% | 38,7                                      | 41,2  | 44,2  | 47,9 | 52,5 | 58,5 | 66,4  | 77,4  | 94,1  |
|                  | 6,0% | 34,0                                      | 36,0  | 38,3  | 41,2 | 44,6 | 49,0 | 54,5  | 61,9  | 72,3  |
|                  | 7,0% | 29,9                                      | 31,5  | 33,4  | 35,6 | 38,3 | 41,5 | 45,6  | 50,8  | 57,8  |
|                  | 8,0% | 26,5                                      | 27,8  | 29,3  | 31,0 | 33,1 | 35,6 | 38,7  | 42,5  | 47,4  |
|                  | 9,0% | 23,4                                      | 24,5  | 25,7  | 27,1 | 28,8 | 30,7 | 33,1  | 36,0  | 39,5  |

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% | 79,9 | 75,3 | 71,0 | 67,2 | 63,6 | 60,3 | 57,3 | 54,5 | 51,9 |
|                  | 4,0% | 69,7 | 64,8 | 60,3 | 56,3 | 52,7 | 49,4 | 46,4 | 43,7 | 41,2 |
|                  | 5,0% | 61,4 | 56,3 | 51,9 | 47,9 | 44,4 | 41,2 | 38,3 | 35,6 | 33,2 |
|                  | 6,0% | 54,5 | 49,4 | 45,0 | 41,2 | 37,7 | 34,7 | 31,9 | 29,4 | 27,1 |
|                  | 7,0% | 48,7 | 43,7 | 39,4 | 35,6 | 32,3 | 29,4 | 26,8 | 24,4 | 22,3 |
|                  | 8,0% | 43,7 | 38,8 | 34,7 | 31,0 | 27,9 | 25,1 | 22,6 | 20,3 | 18,3 |
|                  | 9,0% | 39,4 | 34,7 | 30,6 | 27,1 | 24,1 | 21,4 | 19,1 | 17,0 | 15,1 |

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 27 marca 2018 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 20% z uwagi na trudności w doborze spółek z grupy porównawczej.

Porównując wyniki Pfeiderer ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 3,1 mld PLN, co odpowiada 47,9 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 37,5 PLN (bieżąca cena rynkowa) Pfeiderer handlowany jest z istotnym dyskontem.

### Wycena porównawcza

|                             | P/E         |       |        | EV/EBITDA   |        |        | EV/EBIT     |       |        |
|-----------------------------|-------------|-------|--------|-------------|--------|--------|-------------|-------|--------|
|                             | 2017P       | 2018P | 2019P  | 2017P       | 2018P  | 2019P  | 2017P       | 2018P | 2019P  |
| SONAE Arauco                | 6,4         | 6,3   | 6,0    | 9,5         | 9,0    | 8,6    | 14,0        | 13,3  | 12,6   |
| LOUISIANA-PACIFIC           | 10,8        | 11,4  | 11,4   | 5,7         | 5,9    | 5,6    | 7,0         | 7,7   | 6,8    |
| NORBORD                     | 9,3         | 13,8  | 13,3   | 6,6         | 6,7    | 6,9    | 7,9         | 8,5   | 8,7    |
| DURATEX                     | 42,9        | 26,7  | 18,6   | 10,2        | 10,0   | 8,3    | 23,8        | 20,0  | 15,0   |
| MOHAWK                      | 17,9        | 14,8  | 13,4   | 11,2        | 9,4    | 8,1    | 14,9        | 12,6  | 10,9   |
| FORTE                       | 18,7        | 18,8  | 10,9   | 13,4        | 11,7   | 8,0    | 17,0        | 16,5  | 10,1   |
| Mediana                     | 14,4        | 14,3  | 12,3   | 9,8         | 9,2    | 8,1    | 14,4        | 12,9  | 10,5   |
| PFLEIDERER                  | 20,7        | 16,5  | 9,5    | 6,5         | 5,9    | 4,6    | 14,6        | 12,0  | 7,8    |
| Premia/dyskonto             | 44,3%       | 15,6% | -23,2% | -33,5%      | -35,8% | -42,4% | 1,1%        | -6,9% | -25,4% |
| Wycena wg wskaźnika         | 17,5        | 32,4  | 48,8   | 60,2        | 68,8   | 77,2   | 28,3        | 41,7  | 55,8   |
| Waga roku                   | 33%         | 33%   | 33%    | 33%         | 33%    | 33%    | 33%         | 33%   | 33%    |
| <b>Wycena wg wskaźników</b> | <b>32,9</b> |       |        | <b>68,7</b> |        |        | <b>41,9</b> |       |        |
| Waga wskaźnika              | 33,3%       |       |        | 33,3%       |        |        | 33,3%       |       |        |

Wycena 1 akcji [PLN] 47,9

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 27.03.2018.

## PROGNOZA NA 4Q'17 I PERSPEKTYWA 2018

W 4Q'17 ceny płyt wiórowych na rynku niemieckim kontynuowały trend wzrostowy. Notowania płyty wiórowej surowej wzrosły o 4,8% q/q (+8,1% r/r), a melaminowej o 3,1% q/q (+2,4% r/r). Trend ten powinien w szczególności wspierać wyniki części wschodniej.

Minione kwartały były dla spółki słabe pod względem zrealizowanych cen sprzedaży (szczególnie 1H'17) przy dwucyfrowym wzroście kosztów chemikaliów i energii (gaz w Niemczech). Spółka doświadczyła też wzrostu kosztów organizacji (zamiast dyscypliny obiecywanej w SPO 2015/2016), co miało gł. związek ze zmianami w zarządzie.

W 4Q'17 liczymy na wyższe ceny sprzedaży płyt, choć ich skala może nie być taka jak wcześniej oczekiwaliśmy, mając na względzie wyniki minionych kwartałów 2017 roku. Liczymy również na powrót dynamiki wolumenów sprzedaży zbliżonej bardziej do 1H'17.

W 4Q'17 marży dalej przeszkadzał wzrost cen chemikaliów. Szacujemy ich wzrost na ok 10% r/r (wyższe tempo niż 3Q'17, ale niższe niż 1H'17), gł. za sprawą droższego metanolu (także mocznika i melaminy). O ponad 10% r/r wzrosły ceny gazu w Niemczech (niższe tempo niż w poprzednich kwartałach).

W 4Q'17 ceny drewna okrągłego w Polsce były na porównywalnym poziomie. Nieoficjalne informacje z przetargów na 2018 rok wskazują, że nic się w tej kwestii nie zmieni. W Niemczech ceny drewna okrągłego i odpadowego drożały o ok. 3% r/r.

Wyniki 4Q'17 i 2017 roku będą obciążone co najmniej 9,3 mln EUR rezerwy na karę UOKiK (RB z grudnia'17 i stycznia'18). Zakładamy dodatkowo 1 mln EUR pozostałych one-offs.

W całym 2017 roku nie widzimy zagrożenia dla realizacji nieoficjalnej prognozy zarządu 130 mln EUR EBITDA (przedstawionej w prasie i na konferencji po 3Q'17, oczyszczona o rezerwę na UOKiK). Abstrahujemy od tego, że outlook EBITDA na 2017 rok komunikowany przez zarząd zmieniał się bardzo dynamicznie, od >10% wzrostu oczyszczonej EBITDA, przez >10 mln EUR wzrostu oczyszczonej EBITDA po „oczyszczona EBITDA 2016 roku jest niepowtarzalna”, a nowy zarząd oczekuje wyniku w okolicy 130 mln EUR.

### Prognozy wyników na 4Q'2017 [mln EUR]

|                    | 4Q'16 | 4Q'17P | zmiana r/r | 2016* | 2017P   | zmiana r/r | 2018P   | zmiana r/r |
|--------------------|-------|--------|------------|-------|---------|------------|---------|------------|
| Przychody          | 233,8 | 262,8  | 12,4%      | 960,4 | 1 013,7 | 5,5%       | 1 112,0 | 9,7%       |
| <i>Zachód</i>      | 157,8 | 169,4  | 7,3%       | 659,1 | 707,2   | 7,3%       | 748,5   | 5,8%       |
| <i>Wschód</i>      | 87,5  | 101,0  | 15,5%      | 339,2 | 381,6   | 12,5%      | 395,3   | 3,6%       |
| Zysk brutto        | 57,6  | 65,0   | 12,9%      | 233,0 | 239,6   | 2,8%       | 267,8   | 11,8%      |
| EBITDA             | 28,2  | 26,8   | -5,1%      | 109,5 | 123,0   | 12,3%      | 145,9   | 18,6%      |
| <i>Zachód</i>      | 18,1  | 25,2   | 39,8%      | 68,9  | 98,8    | 43,4%      | 101,6   | 2,9%       |
| <i>Wschód</i>      | 10,1  | 1,5    | -84,9%     | 40,7  | 24,0    | -41,0%     | 44,2    | 84,1%      |
| EBITDA Adj.        | 40,5  | 37,1   | -8,5%      | 148,9 | 132,0   | -11,4%     | 145,9   | 10,5%      |
| <i>Zachód</i>      | 29,8  | 26,2   | -12,0%     | 100,5 | 98,5    | -2,0%      | 101,6   | 3,2%       |
| <i>Wschód</i>      | 11,4  | 10,8   | -5,0%      | 49,3  | 33,3    | -32,4%     | 44,2    | 32,7%      |
| Zysk brutto        | 3,4   | 2,9    | -13,1%     | 19,6  | 28,9    | 47,4%      | 47,1    | 63,2%      |
| Zysk netto         | -1,8  | -0,6   | -          | 19,1  | 18,5    | -3,0%      | 34,8    | 88,4%      |
| Marża zysku brutto | 24,6% | 24,7%  |            | 24,3% | 23,6%   |            | 24,1%   |            |
| Marża EBITDA adj.  | 17,3% | 14,1%  |            | 15,5% | 13,0%   |            | 13,1%   |            |
| <i>Zachód</i>      | 18,9% | 15,5%  |            | 15,2% | 13,9%   |            | 13,6%   |            |
| <i>Wschód</i>      | 13,0% | 10,7%  |            | 14,5% | 8,7%    |            | 11,2%   |            |
| Marża netto        | -0,8% | -0,2%  |            | 2,0%  | 1,8%    |            | 3,1%    |            |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.\*- dane LFL, konsolidacja niemieckiego Pfeiderer od 19.01.2016.

W 2018 rok spółka wchodzi z lepszymi cennikami płyt. Efekty powinny też dawać inwestycje, choć ich gro przypadnie na okres 2019/2020.

W 1Q'18 oczekujemy, że spółka wróci na ścieżkę wzrostu porównywalnej EBITDA. W styczniu-lutym'18 ceny płyt wiórowych surowych rosły o ponad 10% r/r (+8% r/r w 4Q'17), a MFC o blisko 4% r/r (+2,4% r/r w 4Q'17). Oczekujemy nieco wyższych cen drewna (+2% r/r), choć informacje z LP wskazują na utrzymanie cenników na ubiegłorocznym poziomie (spadek w klasie S2 o 1% r/r), a także spadku cen klejów (-1% r/r w okresie styczeń-luty'18).

Wolumeny powinny być słabsze w 1H'18, ale lepsze w 2H'18 kiedy jest niska baza. Wzrosty w całym roku powinniśmy obserwować w płytach MFC, HDF i HPL. Z kolei w 1H'18 oczekujemy lepszych cen niż 2H'18 (szczyt w 1Q'18 i korekta w kolejnych kwartałach, cały 2018 rok +2,5% r/r). W 2H'18 powinny być już widoczne efekty inwestycji, które spółka przy okazji publikacji strategii szacowała na ok. 7 mln EUR EBITDA (blisko 20 mln EUR efektów w 2019 roku). Tym samym w całym roku liczymy na EBITDA w okolicach 150 mln EUR, co będzie oznaczać wzrost >10% r/r. Najlepszy pod względem dynamiki EBITDA powinien być 2Q'18 (bardzo niska baza).

#### Wybrane dane finansowe 2016-2018P [mln EUR]

|                    | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17P | 1Q'18P | 2Q'18P | 3Q'18P | 4Q'18P | 2016* | 2017P   | 2018P   |
|--------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|---------|---------|
| Przychody          | 252,4 | 253,6 | 244,9 | 262,8  | 292,9  | 286,6  | 270,1  | 262,5  | 960,4 | 1 013,7 | 1 112,0 |
| Zachód             | 182,3 | 179,6 | 175,9 | 169,4  | 198,8  | 198,3  | 182,1  | 169,4  | 659,1 | 707,2   | 748,5   |
| Wschód             | 92,9  | 95,6  | 92,1  | 101,0  | 102,5  | 96,3   | 95,7   | 100,9  | 339,2 | 381,6   | 395,3   |
| Zysk brutto        | 59,6  | 60,1  | 54,9  | 65,0   | 68,6   | 69,8   | 63,7   | 65,7   | 233,0 | 239,6   | 267,8   |
| EBITDA             | 30,8  | 35,4  | 30,1  | 26,8   | 36,3   | 37,2   | 34,1   | 38,3   | 109,5 | 123,0   | 145,9   |
| Zachód             | 22,8  | 27,6  | 23,2  | 25,2   | 25,4   | 26,4   | 23,2   | 26,6   | 68,9  | 98,8    | 101,6   |
| Wschód             | 7,7   | 7,7   | 7,1   | 1,5    | 10,9   | 10,7   | 10,9   | 11,7   | 40,7  | 24,0    | 44,2    |
| EBITDA Adj.        | 33,9  | 31,0  | 30,1  | 37,1   | 36,3   | 37,2   | 34,1   | 38,3   | 148,9 | 132,0   | 145,9   |
| Zachód             | 25,9  | 23,2  | 23,2  | 26,2   | 25,4   | 26,4   | 23,2   | 26,6   | 100,5 | 98,5    | 101,6   |
| Wschód             | 7,7   | 7,7   | 7,1   | 10,8   | 10,9   | 10,7   | 10,9   | 11,7   | 49,3  | 33,3    | 44,2    |
| Zysk brutto        | 13,8  | 11,5  | 0,7   | 2,9    | 11,4   | 12,5   | 9,5    | 13,7   | 19,6  | 28,9    | 47,1    |
| Zysk netto         | 10,4  | 8,3   | 0,4   | -0,6   | 8,4    | 9,2    | 7,1    | 10,1   | 19,1  | 18,5    | 34,8    |
| Marża zysku brutto | 23,6% | 23,7% | 22,4% | 24,7%  | 23,4%  | 24,4%  | 23,6%  | 25,0%  | 24,3% | 23,6%   | 24,1%   |
| Marża EBITDA adj.  | 13,4% | 12,2% | 12,3% | 14,1%  | 12,4%  | 13,0%  | 12,6%  | 14,6%  | 15,5% | 13,0%   | 13,1%   |
| Zachód             | 14,2% | 12,9% | 13,2% | 15,5%  | 12,8%  | 13,3%  | 12,7%  | 15,7%  | 15,2% | 13,9%   | 13,6%   |
| Wschód             | 8,2%  | 8,1%  | 7,7%  | 10,7%  | 10,6%  | 11,1%  | 11,4%  | 11,6%  | 14,5% | 8,7%    | 11,2%   |
| Marża netto        | 4,1%  | 3,3%  | 0,2%  | -0,2%  | 2,9%   | 3,2%   | 2,6%   | 3,9%   | 2,0%  | 1,8%    | 3,1%    |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.\*- dane LFL, konsolidacja niemieckiego Pfleiderer od 19.01.2016.

## 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), sile 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.

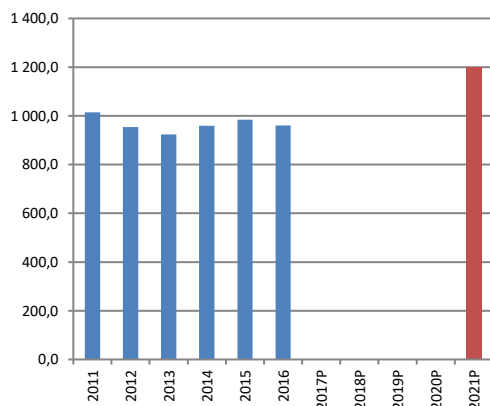
Łączny efekt inicjatyw kosztowych, rozwojowych i synergii zarząd określa na prawie 94 mln EUR do końca 2018 roku (vs 2015 rok). Implikuje to „teoretyczną” EBITDA w 2019 roku na poziomie ok. 213 mln EUR (ceteris paribus) vs nasza prognoza ok. 187 mln EUR (-12%).

### 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      | 11,8% | >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%          |

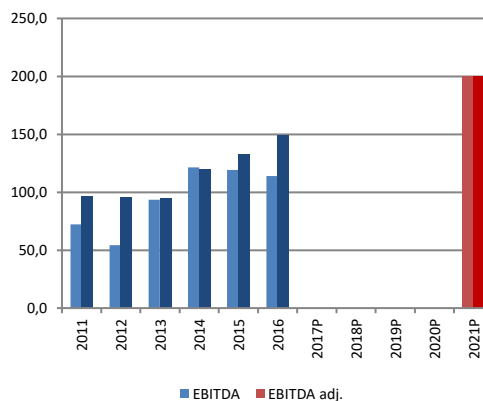
Źródło: BDM, spółka. Kolor czerwony to główne cele przedstawione przez spółkę. \*- dane raportowane

**Przychody vs cel [mln EUR]**



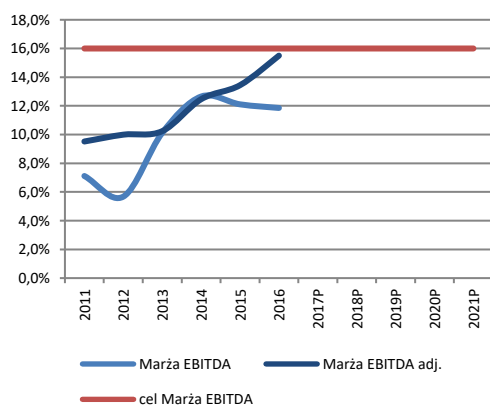
Źródło: BDM, spółka.

**EBITDA, EBITDA adj. vs cel [mln EUR]**



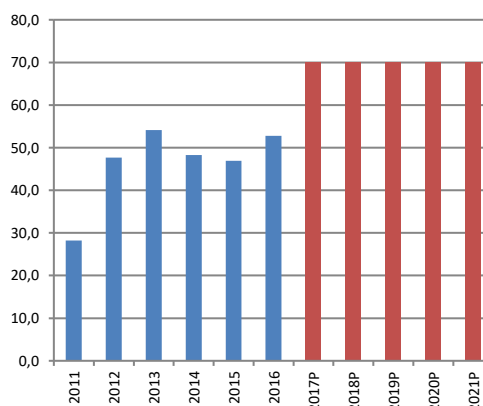
Źródło: BDM, spółka.

**Marża EBITDA, marża EBITDA adj. vs cel**



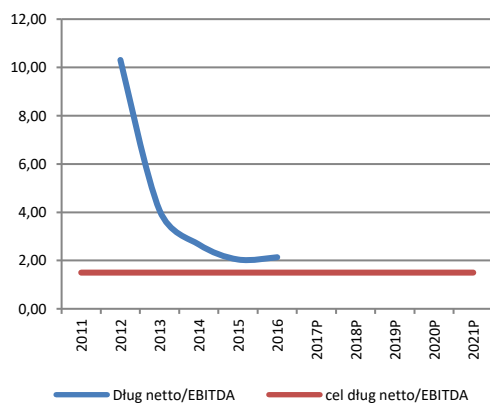
Źródło: BDM, spółka.

**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        |
| Wyłączenia           | 0,0         | -4,6        | -10,1       | 0,0         | -4,6        | -14,7       |
| <b>RAZEM</b>         | <b>32,8</b> | <b>37,7</b> | <b>23,2</b> | <b>32,8</b> | <b>70,5</b> | <b>93,7</b> |
| <b>budżet</b>        | <b>23,6</b> | <b>34,8</b> | <b>23,3</b> | <b>23,6</b> | <b>58,4</b> | <b>81,7</b> |
| <b>%</b>             | <b>139%</b> | <b>108%</b> | <b>100%</b> | <b>139%</b> | <b>121%</b> | <b>115%</b> |

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 Pfeiderer 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. m<sup>3</sup>- BDM).

Nowe inwestycje dotyczą gł. obszarów produktów wyżejmarżowych 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 ok. 5% na poziomie EBITDA i 2,4% na poziomie przychodów (marża EBITDA 16,2%). Są to również założenia zbieżne z projekcjami z ostatniej rekomendacji (październik 2017).

#### 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%  | 1 171,8   | -2,4%   |
| EBITDA            | 72,2    | 54,2  | 93,5  | 121,4 | 119,2 | 113,9 | 200   | 75,6%  | 11,9% | 189,9     | -5,0%   |
| EBITDA adj.       | 96,6    | 95,4  | 94,6  | 119,6 | 132,3 | 148,9 | 200   | 34,3%  | 6,1%  | 189,9     | -5,0%   |
| Marża EBITDA      | 7,1%    | 5,7%  | 10,1% | 12,7% | 12,1% | 11,9% | 16,0% | 34,9%  | 6,2%  | 16,2%     | 0,2%    |
| Marża EBITDA adj. | 9,5%    | 10,0% | 10,2% | 12,5% | 13,4% | 15,5% | 16,0% | 3,2%   | 0,6%  | 16,2%     | 0,2%    |
| CAPEX             | 28,2    | 47,7  | 54,1  | 48,3  | 46,9  | 52,8  | 70,0  | 32,7%  | 5,8%  | 70,0      | 0,0%    |
| Dług netto/EBITDA |         | 10,31 | 4,07  | 2,67  | 2,04  | 2,14  | 1,5   | -29,8% | -6,8% | 0,87      | -42,3%  |

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. Nabyte akcje przez spółkę mają być zaoferowane członkom zarządu i RN w ramach programu motywacyjnego.

Dotychczas spółka przeprowadziła III transze skupu akcji własnych po 47 PLN/akcję i 37,5 PLN/akcję. Łącznie posiada 5,4 mln akcji dających 8,34% udziału w kapitale zakładowym. Średnioważona cena wyniosła 43,19 PLN/akcję.

### Skup akcji własnych 2017-2018

|              | Data zapisów     | Cena [PLN/akcję] | Cena -1d [PLN/akcję] | Oferta [mln akcji] | Kupno [mln akcji] | Redukcja [%] | Kwota [mln PLN] | Udział [%]   |
|--------------|------------------|------------------|----------------------|--------------------|-------------------|--------------|-----------------|--------------|
| Skup I       | 21.09-05.10.2017 | 47,00            | 40,05                | 3,24               | 3,24              | 84,19%       | 152,0           | 5,00%        |
| Skup II      | 19.01-02.02.2018 | 37,50            | 37,40                | 3,24               | 2,15              | 0%           | 80,7            | 3,32%        |
| Skup III     | 08.02-22.02.2018 | 37,50            | 37,40                | 1,08               | 0,01              | 0%           | 0,4             | 0,02%        |
| <b>RAZEM</b> |                  | <b>43,19</b>     |                      | <b>7,55</b>        | <b>5,40</b>       |              | <b>233,1</b>    | <b>8,34%</b> |

Źródło: BDM, spółka

### I transza skupu (21.09.2017-05.10.2017)

Dnia 20.09.2017 (przy okazji publikacji strategii do 2021 roku i programu motywacyjnego) zarząd podał szczegółu skupu do 3,23505 mln akcji (do 5%) po 47 PLN/szt, co oznaczało wówczas premie ok. 17% względem ostatniego zamknięcia. Zapisy były przyjmowane w terminie 21.09.2017-05.10.2017. Do sprzedaży zgłoszono 20,47 mln akcji z 64,7 mln akcji ogółem. W ofercie, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami nie wzięły udziału fundusze SPV i Atlantik, łącznie posiadające 31,7 mln akcji (48,9%). Tym samym redukcja wyniosła 84,2%, a teoretyczny ekwiwalent dywidendy 2,7% (1,1 PLN/akcję).

### Podsumowanie skupu akcji własnych

|                                                         | I. akcji [mln szt.] | % ogółu       |
|---------------------------------------------------------|---------------------|---------------|
| Skup akcji                                              | 3,24                | 5,0%          |
| Zaoferowano do sprzedaży                                | 20,47               | 31,6%         |
| <b>Redukcja zapisów</b>                                 | <b>84,19%</b>       |               |
| Liczba akcji ogółem                                     | 64,70               | 100,0%        |
| w tym SVP                                               | 19,18               | 29,6%         |
| w tym Atlantik                                          | 12,47               | 19,3%         |
|                                                         | <b>PLN/akcję</b>    | <b>Premia</b> |
| Zaoferowana cena                                        | 47,0                |               |
| Cena sprzed ogłoszenia szczegółów programu (19.09.2017) | 40,1                | 17,4%         |
| Cena na koniec programu (05.10.2017)                    | 44,1                | 6,6%          |
| <b>Teoretyczny zysk/ekwiwalent dywidendy*</b>           | <b>1,10</b>         | <b>2,74%</b>  |

Źródło: BDM, Spółka. \*- do kursu z 19.09.2017

### II transza skupu (19.01.2018-02.02.2018)

Dnia 18.01.2018 ogłoszona została II transza w ramach programu skupu akcji własnych. Oferta opiewała, podobnie jak we wrześniu'17, na 3,23505 mln akcji (do 5%) tym razem po 37,5 PLN akcję. Zaproponowana cena nie dawała premii do kursu sprzed ogłoszenia. Premia do kursu sprzed 2 dni (do 16.01.2018) wynosiła ponad 10%. Ogłoszeniu drugiej transzy programu towarzyszyła negatywna informacja o przyznaniu kary UOKiK (blisko 9 mln EUR). W ramach skupu spółka kupiła 2,15 mln akcji (akcje sprzedał m.in. NN OFE).

### III transza skupu (08.02.2018-22.02.2018)

Po rozliczeniu II transzy skupu 7 lutego 2018 spółka ogłosiła III transze skupu na brakujące 1,08 mln akcji (1,68%) po 37,5 PLN/akcję (bez premii). Zapisy trwały od 8 do 22 lutego 2018. Rozliczenie nastąpiło 27 lutego 2018 roku. W ramach III transzy skupu akcji spółka kupiła zaledwie 11 tys. akcji własnych.

## PROGRAM MOTYWACYJNY

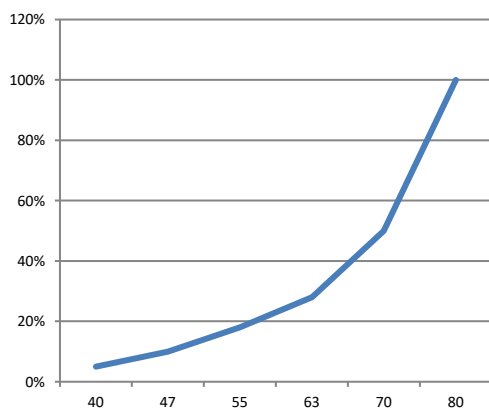
W dniu 20.09.2017 RN podjęła uchwałę w sprawie przyjęcia długoterminowego programu motywacyjnego dla wybranych członków zarządu i RN. Spółka zaoferuje opcje nabycia istniejących akcji w kapitale zakładowym w zamian za cenę akcji wynoszącą 40 PLN/szt. Członkowie zarządu uprawnieni są łącznie do nabycia 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:

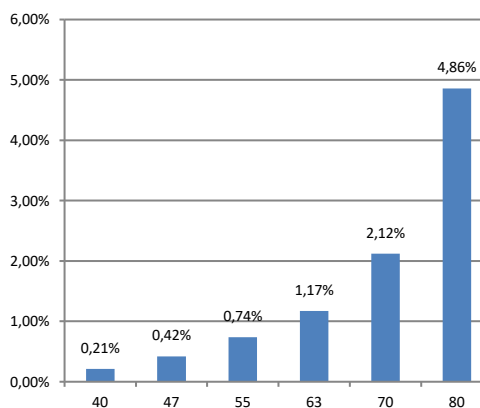
- a) dziennych średnich cen ważonych wolumenem na koniec okresu każdych 70-ciu dni rozpoczynających się od 1 czerwca;
- b) ceny otrzymanej przez któregośkolwiek akcjonariusza posiadającego przynajmniej 10% akcji spółki w wyniku bezpośredniego/pośredniego zbycia przez znaczących akcjonariuszy takiej liczby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

**Realizacja programu motywacyjnego vs cena akcji**



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

**Realizacja programu motywacyjnego vs cena akcji**



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

## PROGRAM INWESTYCYJNY

W latach 2011-2013 nacisk na działania restrukturyzacyjne postawiono w części zachodniej Pfeleiderer. Na inwestycje wydano tam w tym okresie blisko 100 mln EUR wobec 34 mln EUR w Grajewie (część wschodnia). Od 2014 roku spółka skoncentrowała się na poprawie efektywności w Grajewie. W tym celu ogłosiła plan inwestycyjny w wysokości ok. 100 mln EUR na lata 2014-2017, 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. W 1-3Q'17 wydano 45,7 mln EUR z czego 33,8 mln EUR w części zachodniej i 9,8 mln EUR w części wschodniej (gł. dokończenie inwestycji w HDF Grajewo).

W latach 2017-2018 gł. projekty inwestycyjne o wartości ok. 45 mln EUR mają odpowiadać za wzrost EBITDA rzędu 27-28 mln EUR w perspektywie 2019-2020.

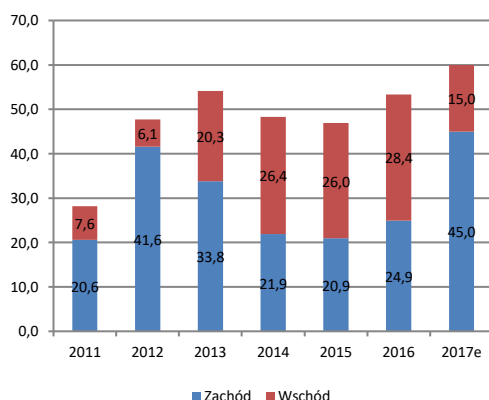
Przy okazji publikacji strategii do 2021 roku zarząd zapowiedział roczny CAPEX grupy w wysokości ok. 70 mln EUR w tym 20 mln EUR stanowią nakłady odtworzeniowe.

### Główne projekty inwestycyjne 2016-2018 [mln EUR]

| Inwestycja                     | Opis                                                                                            | CAPEX | Spodziewany efekt przychody |      | Spodziewany efekt EBITDA |      |
|--------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-----------------------------|------|--------------------------|------|
| 2016                           |                                                                                                 |       |                             |      |                          |      |
| "Czteropak" (Grajewo)          | zdolności lakiernicze+30%<br>Linia do piaskowania<br>Docinanie na wymiar<br>Kustomizacja        | 10    | 17                          | 20   | 1,5                      | 2,0  |
| Linia blatów (Wieruszów)       | Produkty o wysokiej wartości dodanej<br>(koniec marzec 2016)                                    | 3     | 4,5                         | 4,5  | 1,3                      | 1,6  |
| Dynasteam (Wieruszów)          | Wzrost zdolności o 50 tys. m3<br>(koniec październik 2016)                                      | 3     | 6,0                         | 6    | 1,2                      | 1,2  |
| 2017-2018                      |                                                                                                 |       |                             |      |                          |      |
| Linia do piaskowania (Neumark) | Zwiększenie elastyczności produkcji<br>(koniec 2017)                                            | 6,2   | -                           | -    | 2                        | 2    |
| Drewno z recyklingu (Neumark)  | Wzrost zużycia drewna odpadowego<br>(koniec 2017)                                               | 9,6   | -                           | -    | 5                        | 5    |
| Linia lakiernicza (Leutkirch)  | Nowe blaty<br>(koniec 1Q'18)                                                                    | 12,4  | -                           | -    | 9,6                      | 9,6  |
| Strategia wzrostu obrotów      | Wzrost w zakresie obecnych i nowych produktów,<br>w tym rozwój mocy w Silekol<br>(koniec 2H'18) | 11,4  | -                           | -    | 6,2                      | 6,2  |
| EFEKTY 2016                    |                                                                                                 |       |                             |      |                          |      |
|                                |                                                                                                 | 11,0  |                             |      |                          |      |
| EFEKTY 2017                    |                                                                                                 |       |                             |      |                          |      |
|                                |                                                                                                 | 27,0  | 27,5                        | 30,5 | 4,0                      | 4,8  |
| EFEKTY 2018                    |                                                                                                 |       |                             |      |                          |      |
|                                |                                                                                                 | 17,6  | -                           | -    | 7,0                      | 7,0  |
| EFEKTY 2019                    |                                                                                                 |       |                             |      |                          |      |
|                                |                                                                                                 |       |                             |      | 15,8                     | 15,8 |
| RAZEM                          |                                                                                                 |       |                             |      |                          |      |
|                                |                                                                                                 | 55,6  | 27,5                        | 30,5 | 26,8                     | 27,6 |

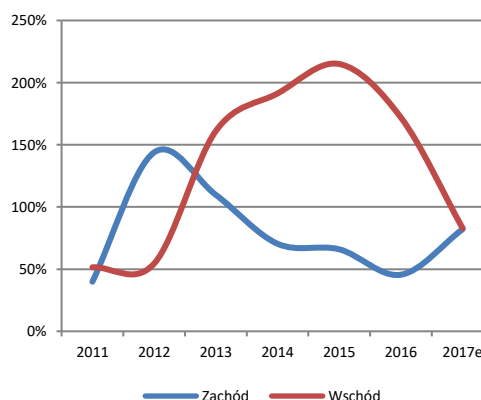
Źródło: BDM S.A., Pfeleiderer

### CAPEX w latach 2011-2017e [mln EUR]



Źródło: BDM S.A., Pfeleiderer

### CAPEX/Amortyzacja 2011-2017e



Źródło: BDM S.A., Pfeleiderer

## OTOCZENIE RYNKOWE- AKTUALIZACJA

### Otoczenie makroekonomiczne

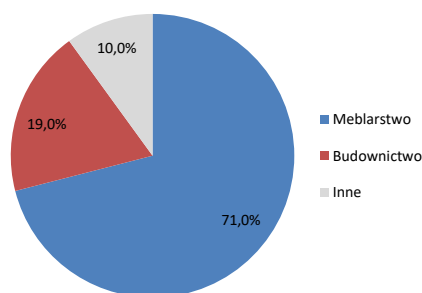
Płyty drewnopochodne trafiają głównie do przemysłu meblowego (ok. 60%) i budowlanego (24%). W ostatnich miesiącach na głównych rynkach działalności spółki (Niemcy, Polska) utrzymuje się bardzo dobra koniunktura w tym obszarze.

Produkcja sprzedana mebli w Polsce w styczniu-lutym'18 wzrosła o 10% r/r po wzroście o 6,6% w 2017 roku. Jest to kolejny rekordowy rok dla meblarzy. Od 2004 roku produkcja sprzedana mebli rośnie w tempie 4,3% CAGR a od 2009 roku w tempie 6,6% CAGR.

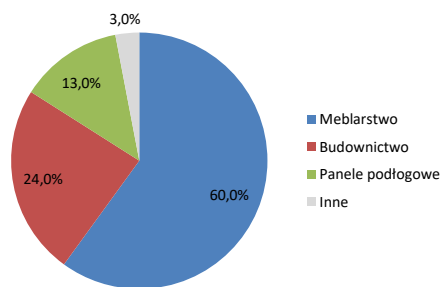
W Niemczech dynamika produkcji sprzedanej mebli po bardzo udanym okresie 2015-2016 (+9,4% vs '14) wyraźnie zwolniła w 2017 roku (-0,8% r/r). Od 2009 roku produkcja mebli w Niemczech rośnie w tempie 1,9% CAGR.

Niskie stopy procentowe wypychają gotówkę w rynek mieszkaniowy. W Polsce pozwolenia na budowę wzrosły w 2017 roku o 19% r/r (oddane do użytku +9% r/r), co było rekordowym w historii poziomem ! Na początku 2018 roku rynek utrzymuje tę dynamikę (+11% r/r styczeń-luty'18). Od 2013 roku pozwolenia na budowę mieszkań wzrastały w średnim tempie 22% ! Mieszkania oddane do użytku w tym okresie wzrastały średniorocznie o blisko 7%.

Struktura sprzedaży HPL/CTL (DACH/Polska)



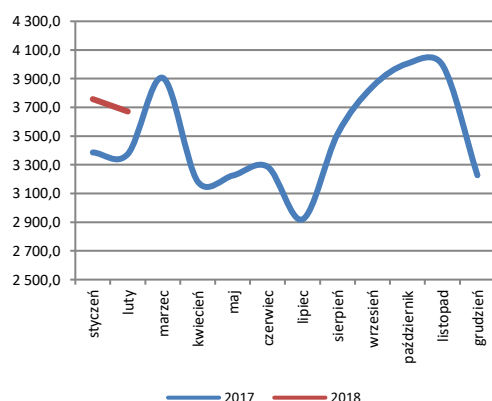
Struktura sprzedaży płyt drewnopochodnych (DACH/Polska)



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

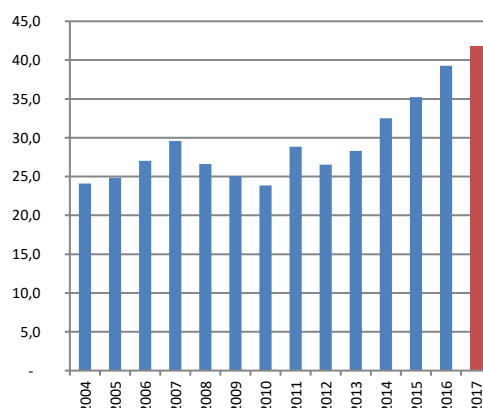
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer.

Produkcja sprzedana mebli w Polsce [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., GUS.

Produkcja sprzedana mebli w Polsce [mln PLN]



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.

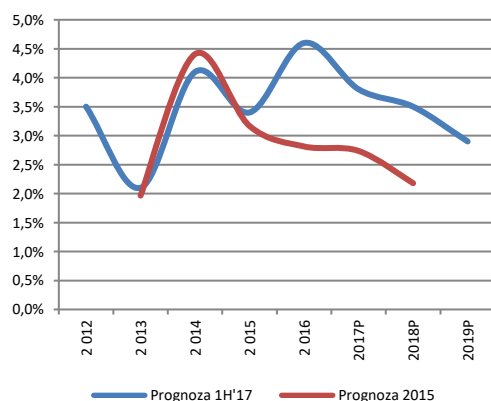
### Rynek płyt drewnopochodnych w Polsce i Niemczech 2012-2019P

|                                  | 2012 | 2013  | 2014  | 2015  | 2016 | 2017e | 2018P | 2019P | CAGR<br>2012-2016 | CAGR<br>2016-2019P |
|----------------------------------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------------------|--------------------|
| <b>Rynek polski</b>              |      |       |       |       |      |       |       |       |                   |                    |
| 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  |                   |                    |
| <b>rynek DACH</b>                |      |       |       |       |      |       |       |       |                   |                    |
| 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  |                   |                    |
| <b>zmiana r/r</b>                |      |       |       |       |      |       |       |       |                   |                    |
| <b>Rynek polski</b>              |      |       |       |       |      |       |       |       |                   |                    |
| 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%               |
| <b>rynek DACH</b>                |      |       |       |       |      |       |       |       |                   |                    |
| 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)

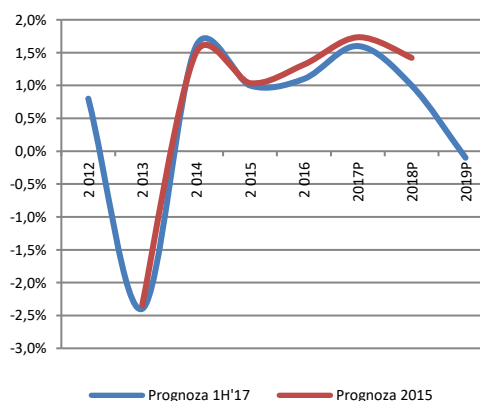
Wskazujemy, że prognozy wzrostu rynku polskiego w ostatnich 2 latach zostały podwyższone z tempa 2-3% do 3-4% dynamiki. Dla rynku DACH prognozy nie uległy większym zmianom.

#### 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 m<sup>3</sup> czyli o 1,4% rocznie (CAGR). Popyt w tym czasie wzrastał w średniorocznym tempie 1,7% (+0,6 mln m<sup>3</sup>). Saldo eksport-import zwiększyło się w tym czasie o 0,45 mln m<sup>3</sup> i wyniosło -0,86 mln m<sup>3</sup> 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 m<sup>3</sup>.

Obecne wykorzystanie mocy produkcyjnych w Polsce wynosi >90%. Do 2019 roku na rynek wejdzie ok. 1,2 mln m<sup>3</sup> nowych mocy produkcyjnych (Forte 1Q'18 0,4-0,5 mln m<sup>3</sup> i Egger w 2019 0,65 mln m<sup>3</sup>).

Blisko 0,6 mln m<sup>3</sup> wzrostu popytu na płyty drewnopochodne przy poprawie bilansu handlowego (import netto 0,86 mln m<sup>3</sup> płyty) daje potencjał rynku w wysokości ok. 1,4 mln m<sup>3</sup> do 2019 roku. W rezultacie oczekujemy, że nowa podaż w wysokości 1,2 mln m<sup>3</sup> powinna zostać zaabsorbowana przez rynek bez większych konsekwencji dla cen.

### Moce produkcyjne vs popyt vs bilans handlowy płyt w Polsce 2016-2019P [mln m<sup>3</sup>]

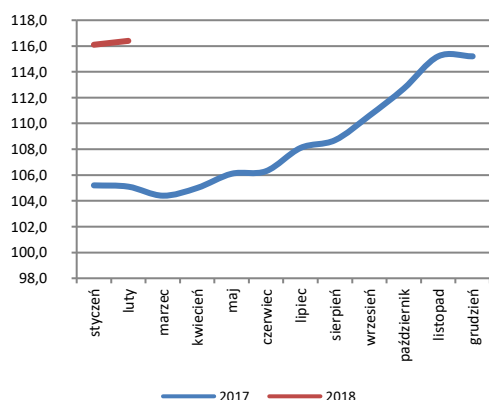
|                                       | 2016  | 2017e | 2018P | 2019P | CAGR 2009-2016 | CAGR 2016-2019 |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|----------------|----------------|
| Polska                                |       |       |       |       |                |                |
| 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

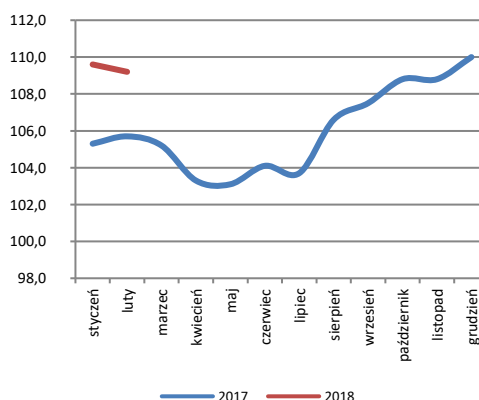
Od kwietnia'17 na rynku płyt drewnopochodnych obserwowana jest zmiana tendencji ze spadkowej na wzrostową, co wyraźnie było widać dopiero od lipca'17 (wzrost r/r). W styczniu-lutym'18 ceny były wyższe o ponad 10% r/r w przypadku wiórowej i blisko 4% dla MFC. Była to najwyższa dynamika od ponad 3 lat.

#### Indeks cen płyty wiórowej surowej w Niemczech



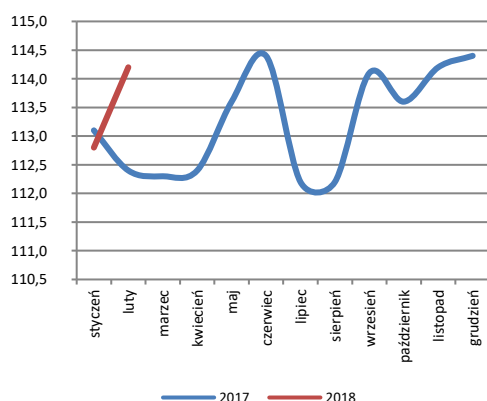
Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100.

#### Indeks cen płyty laminowanej (MFC) w Niemczech



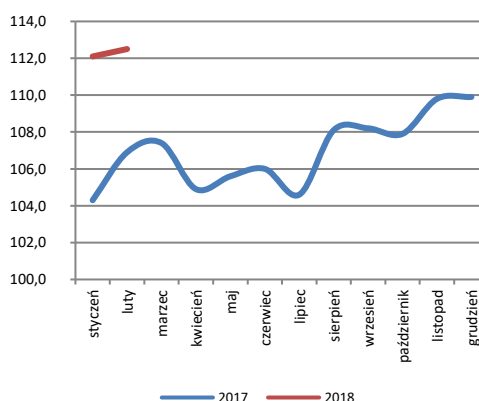
Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100

Indeks cen płyty MDF w Niemczech



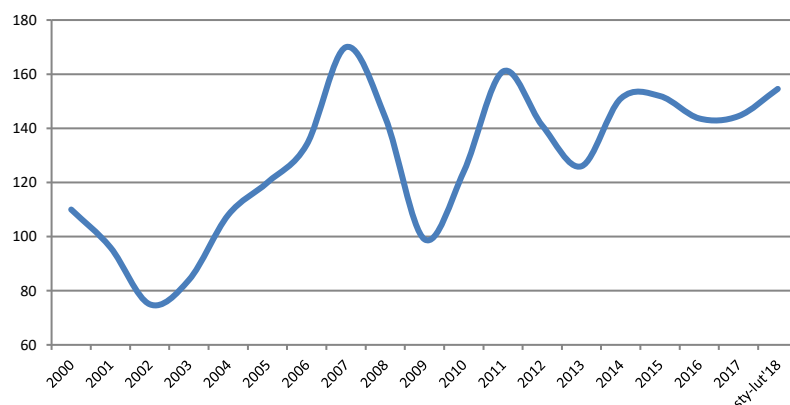
Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100

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

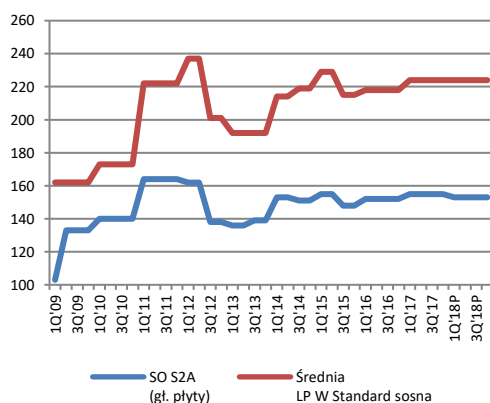
**Ceny kluczowych surowców**

Średnie ceny drewna okrągłego w Polsce znajdują obecnie blisko poziomów z 2017 roku (dla asortymentu S2 spadek o 1,3%, SW bez zmian, szac. BDM +2,7% r/r). Nasze założenia w tym przypadku są konserwatywne.

Ceny drewna w Niemczech w przypadku okrągłego notują wzrost w styczniu'18 o ok. 3%, a surowca odpadowego utrzymują się na ubiegłorocznym poziomie.

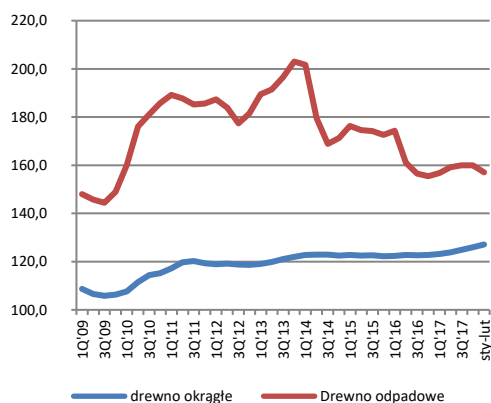
Spółka informowała, że wzrost kosztów klejów w 3Q'17 był na poziomie ok. 16% r/. Na wzrost kosztów wpłynął przede wszystkim nagły wzrost metanolu). W 4Q'17 obserwowaliśmy mniejszą presję na chemikaliach (+9% r/r), a w styczniu-lutym obserwujemy ok. 1% r/r spadki kosztów.

Spadające ceny klejów w latach 2014-2016 pozytywnie przekładały się na marżę spółki, niemniej odbywały się w otoczeniu coraz to niższych cen płyt. Od początku 2017 roku obserwujemy zmianę tendencji. Ceny produktów rozpoczęły wzrosty z co najmniej półrocznym opóźnieniem.

Średnie ceny drewna okrągłego w Polsce\* [PLN/m<sup>3</sup>]

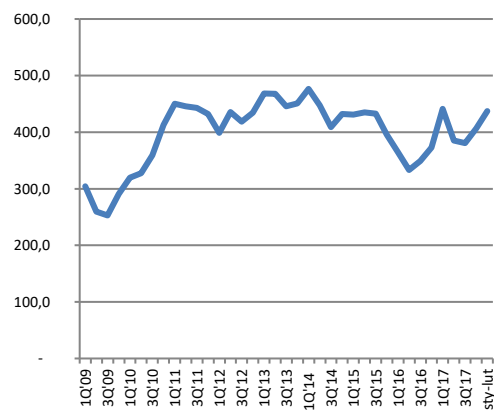
Źródło: BDM S.A., LP

## Indeksy cen drewna w Niemczech\*



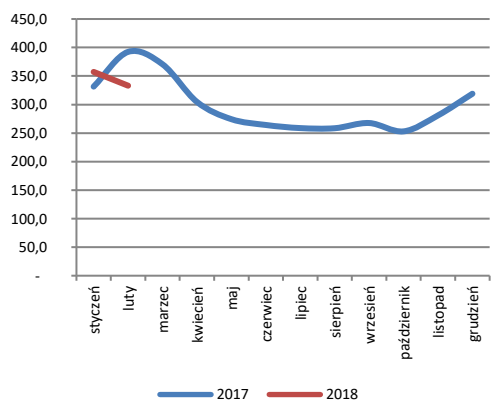
Źródło: BDM S.A. destatis.de. \*2005=100

## Teoretyczne ceny klejów\* [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg\*- methanol, mocznik i melamina

## Ceny metanolu Rotterdam [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg



## ZMIANA GŁÓWNYCH ZAŁOŻEŃ NA 2017-2019

Po rozczarującym 2H'17 nasze założenia z października'17 zostały obniżone o ok. 14% na poziomie skorygowanej EBITDA, na co wpływ miał silniejszy wzrost cen klejów, słabsze wolumeny sprzedaży (szczególnie 3Q'17) i wolniejsza implementacja podwyżek cen płyt niż wynikałoby to z sytuacji rynkowej.

Niższa o ok. 9 mln EUR raportowana EBITDA w 2017 roku wynika z zawiązania rezerwy na potencjalną karę UOKiK, o której spółka informowała pod koniec 28.12.2017 (9,3 mln EUR).

W latach 2018-2019 nasze założenia zostały nieznacznie skorygowane w dół. Liczymy, że nasze wcześniejsze projekcje na 2017 rok (ok. 150 mln EUR skorygowanej EBITDA) zostaną zrealizowane w 2018 roku.

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

|                    | 2017P       |           |        | 2018P       |           |        | 2019P       |           |        |
|--------------------|-------------|-----------|--------|-------------|-----------|--------|-------------|-----------|--------|
|                    | poprzednio* | aktualnie | %      | poprzednio* | aktualnie | %      | poprzednio* | aktualnie | %a     |
| Przychody          | 1 012,0     | 1 013,7   | 0,2%   | 1 073,6     | 1 112,0   | 3,6%   | 1 115,7     | 1 132,4   | 1,5%   |
| Zachód             | 694,3       | 707,2     | 1,9%   | 730,2       | 748,5     | 2,5%   | 742,9       | 760,3     | 2,3%   |
| Wschód             | 375,5       | 381,6     | 1,6%   | 375,5       | 395,3     | 5,3%   | 404,2       | 402,5     | -0,4%  |
| Zysk brutto        | 261,6       | 239,6     | -8,4%  | 278,5       | 267,8     | -3,8%  | 310,5       | 302,5     | -2,6%  |
| EBITDA             | 153,4       | 123,0     | -19,8% | 164,2       | 145,9     | -11,2% | 186,5       | 173,9     | -6,8%  |
| Zachód             | 105,5       | 98,8      | -6,4%  | 111,2       | 101,6     | -8,6%  | 126,9       | 122,5     | -3,5%  |
| Wschód             | 47,5        | 24,0      | -49,5% | 53,1        | 44,2      | -16,7% | 59,6        | 51,4      | -13,8% |
| EBITDA Adj.        | 152,7       | 132,0     | -13,6% | 164,2       | 145,9     | -11,2% | 186,5       | 173,9     | -6,8%  |
| Zachód             | 105,2       | 98,5      | -6,4%  | 111,2       | 101,6     | -8,6%  | 126,9       | 122,5     | -3,5%  |
| Wschód             | 47,5        | 33,3      | -29,9% | 53,1        | 44,2      | -16,7% | 59,6        | 51,4      | -13,8% |
| Zysk brutto        | 56,7        | 28,9      | -49,1% | 63,0        | 47,1      | -25,2% | 93,3        | 80,7      | -13,5% |
| Zysk netto         | 41,9        | 18,5      | -55,9% | 46,8        | 34,8      | -25,5% | 69,0        | 59,3      | -14,1% |
| Marża zysku brutto | 25,8%       | 23,6%     |        | 25,9%       | 24,1%     |        | 27,8%       | 26,7%     |        |
| Marża EBITDA adj.  | 15,1%       | 13,0%     |        | 15,3%       | 13,1%     |        | 16,7%       | 15,4%     |        |
| Zachód             | 15,2%       | 13,9%     |        | 15,2%       | 13,6%     |        | 17,1%       | 16,1%     |        |
| Wschód             | 12,7%       | 8,7%      |        | 14,1%       | 11,2%     |        | 14,7%       | 12,8%     |        |
| Marża netto        | 4,1%        | 1,8%      |        | 4,4%        | 3,1%      |        | 6,2%        | 5,2%      |        |

Źródło: BDM S.A., spółka. \*- prognozy z 09.10.2017

## DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

### Struktura przychodów ze sprzedaży [mln EUR]

|                                    | 2015   | 2016   | 2017P   | 2018P   | 2019P   | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   | 2026P   |
|------------------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody                          | 984,5  | 969,7  | 1 013,7 | 1 112,0 | 1 132,4 | 1 151,6 | 1 171,8 | 1 192,4 | 1 213,5 | 1 235,0 | 1 257,1 | 1 279,6 |
| Core West                          | 651,3  | 630,2  | 707,2   | 748,5   | 760,3   | 773,6   | 787,1   | 801,0   | 815,0   | 829,3   | 843,9   | 858,8   |
| MFC (lam. i lakier HDF)            | 256,5  | 255,4  | 273,4   | 289,0   | 294,8   | 300,7   | 306,7   | 312,8   | 319,1   | 325,5   | 332,0   | 338,6   |
| HPL                                | 154,4  | 161,1  | 167,0   | 180,3   | 184,0   | 187,7   | 191,4   | 195,3   | 199,2   | 203,2   | 207,2   | 211,4   |
| plyta surowa +MFP                  | 73,1   | 75,7   | 82,9    | 85,4    | 86,2    | 87,1    | 88,0    | 88,8    | 89,7    | 90,6    | 91,5    | 92,5    |
| MDF/HDF surowa                     | 72,0   | 74,7   | 74,7    | 77,6    | 78,3    | 79,1    | 79,9    | 80,7    | 81,5    | 82,3    | 83,1    | 84,0    |
| Inne                               | 95,3   | 63,3   | 109,2   | 116,2   | 117,0   | 119,0   | 121,2   | 123,3   | 125,5   | 127,8   | 130,0   | 132,4   |
| Core East                          | 374,0  | 353,5  | 381,7   | 395,3   | 402,5   | 408,2   | 414,8   | 421,6   | 428,6   | 435,8   | 443,3   | 451,0   |
| MFC (lam. i lakier HDF)            | 154,1  | 157,8  | 160,1   | 166,5   | 173,7   | 181,0   | 188,5   | 196,2   | 204,2   | 212,4   | 220,9   | 229,6   |
| plyta surowa +MFP                  | 89,1   | 88,4   | 89,8    | 88,9    | 87,1    | 85,3    | 83,5    | 81,6    | 79,6    | 77,6    | 75,6    | 73,5    |
| MDF/HDF surowa                     | 32,2   | 29,9   | 36,6    | 39,3    | 40,3    | 41,1    | 41,9    | 42,8    | 43,6    | 44,5    | 45,4    | 46,3    |
| Inne                               | 98,7   | 77,5   | 95,1    | 100,6   | 101,4   | 100,8   | 100,9   | 101,0   | 101,2   | 101,3   | 101,5   | 101,6   |
| żywice                             | 72,7   | 66,7   | 72,5    | 74,5    | 93,5    | 92,8    | 92,8    | 92,8    | 92,8    | 92,8    | 92,8    | 92,8    |
| inne                               | 26,0   | 10,8   | 22,7    | 26,2    | 7,9     | 8,0     | 8,1     | 8,3     | 8,4     | 8,5     | 8,7     | 8,8     |
| wyłączenia                         | -40,8  | -14,1  | -75,1   | -31,9   | -30,4   | -30,1   | -30,1   | -30,1   | -30,1   | -30,1   | -30,1   | -30,1   |
| 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%  | 38,7%   | 38,6%   | 38,8%   | 38,9%   | 39,0%   | 39,1%   | 39,2%   | 39,2%   | 39,3%   | 39,4%   |
| HPL                                | 23,7%  | 25,6%  | 23,6%   | 24,1%   | 24,2%   | 24,3%   | 24,3%   | 24,4%   | 24,4%   | 24,5%   | 24,6%   | 24,6%   |
| plyta surowa +MFP                  | 11,2%  | 12,0%  | 11,7%   | 11,4%   | 11,3%   | 11,3%   | 11,2%   | 11,1%   | 11,0%   | 10,9%   | 10,8%   | 10,8%   |
| MDF                                | 11,1%  | 11,8%  | 10,6%   | 10,4%   | 10,3%   | 10,2%   | 10,1%   | 10,1%   | 10,0%   | 9,9%    | 9,8%    | 9,8%    |
| Inne                               | 14,6%  | 10,0%  | 15,4%   | 15,5%   | 15,4%   | 15,4%   | 15,4%   | 15,4%   | 15,4%   | 15,4%   | 15,4%   | 15,4%   |
| 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%  | 41,9%   | 42,1%   | 43,2%   | 44,3%   | 45,4%   | 46,5%   | 47,6%   | 48,7%   | 49,8%   | 50,9%   |
| plyta surowa +MFP                  | 23,8%  | 25,0%  | 23,5%   | 22,5%   | 21,6%   | 20,9%   | 20,1%   | 19,3%   | 18,6%   | 17,8%   | 17,1%   | 16,3%   |
| HDF surowa                         | 8,6%   | 8,4%   | 9,6%    | 9,9%    | 10,0%   | 10,1%   | 10,1%   | 10,1%   | 10,2%   | 10,2%   | 10,2%   | 10,3%   |
| Inne                               | 26,4%  | 21,9%  | 24,9%   | 25,4%   | 25,2%   | 24,7%   | 24,3%   | 24,0%   | 23,6%   | 23,2%   | 22,9%   | 22,5%   |
| żywice                             | 19,4%  | 18,9%  | 19,0%   | 18,8%   | 23,2%   | 22,7%   | 22,4%   | 22,0%   | 21,6%   | 21,3%   | 20,9%   | 20,6%   |
| inne                               | 6,9%   | 3,0%   | 5,9%    | 6,6%    | 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%  | 42,8%   | 41,0%   | 41,4%   | 41,8%   | 42,3%   | 42,7%   | 43,1%   | 43,6%   | 44,0%   | 44,4%   |
| HPL                                | 15,7%  | 16,6%  | 16,5%   | 16,2%   | 16,2%   | 16,3%   | 16,3%   | 16,4%   | 16,4%   | 16,5%   | 16,5%   | 16,5%   |
| plyta surowa +MFP                  | 16,5%  | 16,9%  | 17,0%   | 15,7%   | 15,3%   | 15,0%   | 14,6%   | 14,3%   | 14,0%   | 13,6%   | 13,3%   | 13,0%   |
| MDF/HDF surowa                     | 10,6%  | 10,8%  | 11,0%   | 10,5%   | 10,5%   | 10,4%   | 10,4%   | 10,4%   | 10,3%   | 10,3%   | 10,2%   | 10,2%   |
| Inne                               | 19,7%  | 14,5%  | 20,2%   | 19,5%   | 19,3%   | 19,1%   | 19,0%   | 18,8%   | 18,7%   | 18,5%   | 18,4%   | 18,3%   |
| wyłączenia                         | -4,1%  | -1,4%  | -7,4%   | -2,9%   | -2,7%   | -2,6%   | -2,6%   | -2,5%   | -2,5%   | -2,4%   | -2,4%   | -2,4%   |

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        | 1 013,7      | 1 112,0      | 1 132,4      | 1 151,6      | 1 171,8      | 1 192,4      | 1 213,5      | 1 235,0      | 1 257,1      | 1 279,6      |
| Core West                 | 651,3        | 659,1        | 707,2        | 748,5        | 760,3        | 773,6        | 787,1        | 801,0        | 815,0        | 829,3        | 843,9        | 858,8        |
| Core East                 | 374,2        | 339,2        | 381,6        | 395,3        | 402,5        | 408,2        | 414,8        | 421,6        | 428,6        | 435,8        | 443,3        | 451,0        |
| wylączenia                | -41,0        | -37,9        | -75,1        | -31,9        | -30,4        | -30,1        | -30,1        | -30,1        | -30,1        | -30,1        | -30,1        | -30,1        |
| Zysk brutto ze sprzedaży  | 248,1        | 177,1        | 277,6        | 267,8        | 302,5        | 323,2        | 332,1        | 340,9        | 348,3        | 356,0        | 363,8        | 368,8        |
| Core West                 | 173,1        | 124,2        | 196,5        | 193,4        | 220,3        | 238,9        | 246,6        | 253,9        | 259,7        | 265,5        | 271,2        | 275,1        |
| Core East                 | 75,0         | 52,9         | 81,1         | 74,5         | 82,3         | 84,3         | 85,5         | 86,9         | 88,6         | 90,5         | 92,6         | 93,7         |
| EBITDA                    | 119,2        | 109,5        | 123,0        | 145,9        | 173,9        | 187,6        | 189,9        | 192,2        | 193,3        | 194,4        | 195,4        | 196,4        |
| Core West                 | 68,2         | 68,9         | 98,8         | 101,6        | 122,5        | 135,6        | 138,1        | 140,5        | 141,7        | 142,9        | 143,9        | 145,0        |
| Core East                 | 51,0         | 40,7         | 24,0         | 44,2         | 51,4         | 52,1         | 51,9         | 51,7         | 51,6         | 51,5         | 51,5         | 51,5         |
| EBITDA Adj.               | 132,3        | 148,9        | 132,0        | 145,9        | 173,9        | 187,6        | 189,9        | 192,2        | 193,3        | 194,4        | 195,4        | 196,4        |
| Core West                 | 77,8         | 100,5        | 98,5         | 101,6        | 122,5        | 135,6        | 138,1        | 140,5        | 141,7        | 142,9        | 143,9        | 145,0        |
| Core East                 | 54,5         | 49,3         | 33,3         | 44,2         | 51,4         | 52,1         | 51,9         | 51,7         | 51,6         | 51,5         | 51,5         | 51,5         |
| EBIT                      | 75,4         | 37,4         | 50,2         | 71,5         | 103,0        | 119,9        | 125,1        | 129,9        | 133,3        | 136,9        | 140,5        | 141,3        |
| Core West                 | 36,5         | 14,2         | 44,0         | 45,1         | 69,8         | 85,8         | 90,7         | 95,2         | 98,1         | 100,9        | 103,6        | 104,5        |
| Core East                 | 38,9         | 24,2         | 5,9          | 26,4         | 33,1         | 34,2         | 34,3         | 34,7         | 35,2         | 36,0         | 36,9         | 36,8         |
| Zysk brutto               | 36,7         | 19,6         | 28,9         | 47,1         | 80,7         | 100,7        | 110,8        | 118,6        | 125,1        | 131,8        | 138,3        | 142,0        |
| Zysk netto                | 10,4         | 19,1         | 18,5         | 34,8         | 59,3         | 73,5         | 80,7         | 86,3         | 91,1         | 95,9         | 100,6        | 103,2        |
| <i>Marża zysku brutto</i> | <i>25,2%</i> | <i>18,4%</i> | <i>27,4%</i> | <i>24,1%</i> | <i>26,7%</i> | <i>28,1%</i> | <i>28,3%</i> | <i>28,6%</i> | <i>28,7%</i> | <i>28,8%</i> | <i>28,9%</i> | <i>28,8%</i> |
| <i>Core West</i>          | <i>26,6%</i> | <i>18,8%</i> | <i>27,8%</i> | <i>25,8%</i> | <i>29,0%</i> | <i>30,9%</i> | <i>31,3%</i> | <i>31,7%</i> | <i>31,9%</i> | <i>32,0%</i> | <i>32,1%</i> | <i>32,0%</i> |
| <i>Core East</i>          | <i>20,0%</i> | <i>15,6%</i> | <i>21,3%</i> | <i>18,8%</i> | <i>20,4%</i> | <i>20,6%</i> | <i>20,6%</i> | <i>20,6%</i> | <i>20,7%</i> | <i>20,8%</i> | <i>20,9%</i> | <i>20,8%</i> |
| <i>Marża EBITDA Adj.</i>  | <i>13,4%</i> | <i>15,5%</i> | <i>13,0%</i> | <i>13,1%</i> | <i>15,4%</i> | <i>16,3%</i> | <i>16,2%</i> | <i>16,1%</i> | <i>15,9%</i> | <i>15,7%</i> | <i>15,5%</i> | <i>15,3%</i> |
| <i>Core West</i>          | <i>11,9%</i> | <i>15,2%</i> | <i>13,9%</i> | <i>13,6%</i> | <i>16,1%</i> | <i>17,5%</i> | <i>17,5%</i> | <i>17,5%</i> | <i>17,4%</i> | <i>17,2%</i> | <i>17,1%</i> | <i>16,9%</i> |
| <i>Core East</i>          | <i>14,6%</i> | <i>14,5%</i> | <i>8,7%</i>  | <i>11,2%</i> | <i>12,8%</i> | <i>12,8%</i> | <i>12,5%</i> | <i>12,3%</i> | <i>12,0%</i> | <i>11,8%</i> | <i>11,6%</i> | <i>11,4%</i> |
| <i>Marża brutto</i>       | <i>3,7%</i>  | <i>2,0%</i>  | <i>2,8%</i>  | <i>4,2%</i>  | <i>7,1%</i>  | <i>8,7%</i>  | <i>9,5%</i>  | <i>9,9%</i>  | <i>10,3%</i> | <i>10,7%</i> | <i>11,0%</i> | <i>11,1%</i> |
| <i>Marża netto</i>        | <i>1,1%</i>  | <i>2,0%</i>  | <i>1,8%</i>  | <i>3,1%</i>  | <i>5,2%</i>  | <i>6,4%</i>  | <i>6,9%</i>  | <i>7,2%</i>  | <i>7,5%</i>  | <i>7,8%</i>  | <i>8,0%</i>  | <i>8,1%</i>  |
| <b>zmiana r/r</b>         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Przychody                 | 2,6%         | -2,4%        | 5,5%         | 9,7%         | 1,8%         | 1,7%         | 1,7%         | 1,8%         | 1,8%         | 1,8%         | 1,8%         | 1,8%         |
| Core West                 | 3,9%         | 1,2%         | 7,3%         | 5,8%         | 1,6%         | 1,7%         | 1,8%         | 1,8%         | 1,8%         | 1,8%         | 1,8%         | 1,8%         |
| Core East                 | 2,8%         | -9,4%        | 12,5%        | 3,6%         | 1,8%         | 1,4%         | 1,6%         | 1,6%         | 1,7%         | 1,7%         | 1,7%         | 1,7%         |
| wylączenia                |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| EBITDA Adj.               | 10,6%        | 12,5%        | -11,4%       | 10,5%        | 19,2%        | 7,9%         | 1,2%         | 1,2%         | 0,6%         | 0,5%         | 0,5%         | 0,5%         |
| Core West                 | 10,2%        | 29,2%        | -2,0%        | 3,2%         | 20,5%        | 10,7%        | 1,8%         | 1,8%         | 0,8%         | 0,8%         | 0,8%         | 0,7%         |
| Core East                 | 11,3%        | -9,6%        | -32,4%       | 32,7%        | 16,2%        | 1,3%         | -0,4%        | -0,3%        | -0,2%        | -0,2%        | -0,1%        | 0,0%         |

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 | 717,8 | 713,4 | 713,2 | 716,2 | 722,0 | 729,6 | 736,5 | 742,5   | 747,7   | 749,1   |
| Wartości niematerialne i prawne     | 242,0 | 149,3 | 151,7 | 151,7 | 151,7 | 151,7 | 151,7 | 151,7 | 151,7 | 151,7   | 151,7   | 151,7   |
| Rzeczowe aktywa trwałe              | 375,6 | 548,9 | 524,9 | 520,5 | 519,6 | 521,9 | 527,0 | 533,9 | 539,9 | 545,2   | 549,5   | 550,1   |
| Aktywa obrotowe                     | 255,2 | 233,2 | 221,7 | 223,5 | 250,5 | 254,4 | 243,8 | 248,4 | 256,1 | 267,3   | 262,5   | 261,8   |
| Zapasy                              | 94,2  | 91,9  | 102,2 | 102,1 | 115,7 | 117,7 | 119,8 | 121,9 | 124,0 | 126,2   | 128,5   | 130,8   |
| Należności handlowe                 | 47,6  | 42,5  | 73,0  | 72,9  | 82,7  | 84,1  | 85,5  | 87,0  | 88,6  | 90,2    | 91,8    | 93,4    |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty      | 86,8  | 97,7  | 43,7  | 45,7  | 49,3  | 49,8  | 35,6  | 36,5  | 40,5  | 47,8    | 39,1    | 34,4    |
| Aktywa razem                        | 899,2 | 954,6 | 939,5 | 936,9 | 963,7 | 970,6 | 965,9 | 978,0 | 992,6 | 1 009,8 | 1 010,2 | 1 010,9 |
| Kapitał (fundusz) własny j. dom.    | 227,2 | 271,3 | 238,4 | 244,1 | 286,0 | 329,8 | 373,8 | 419,8 | 467,7 | 518,0   | 551,5   | 584,3   |
| 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 | 267,6 | 293,2 | 335,1 | 379,0 | 422,9 | 468,9 | 516,8 | 567,1   | 600,6   | 633,4   |
| w tym zysk (strata) netto okresu    | 10,4  | 19,1  | 18,5  | 34,8  | 59,3  | 73,5  | 80,7  | 86,3  | 91,1  | 95,9    | 100,6   | 103,2   |
| 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 | 481,5 | 473,6 | 421,2 | 381,0 | 342,8 | 304,8 | 267,1 | 229,4   | 191,8   | 154,7   |
| finansowe                           | 314,6 | 329,8 | 337,2 | 330,0 | 280,0 | 240,0 | 200,0 | 160,0 | 120,0 | 80,0    | 40,0    | 0,0     |
| Zobowiązania krótkoterminowe        | 212,4 | 211,1 | 219,6 | 219,2 | 256,5 | 259,8 | 249,2 | 253,5 | 257,9 | 262,4   | 267,0   | 271,9   |
| handlowe                            | 177,5 | 161,4 | 175,2 | 175,0 | 198,4 | 201,8 | 205,3 | 208,9 | 212,6 | 216,4   | 220,3   | 224,2   |
| finansowe                           | 15,8  | 10,9  | 0,0   | 0,0   | 14,7  | 14,7  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Pasywa razem                        | 899,2 | 954,6 | 939,5 | 936,9 | 963,7 | 970,6 | 965,9 | 978,0 | 992,6 | 1 009,8 | 1 010,2 | 1 010,9 |

| 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 | 1013,7 | 1112,0 | 1132,4 | 1151,6 | 1171,8 | 1192,4 | 1213,5 | 1235,0 | 1257,1 | 1279,6 |
| Koszty produktów, tow. i materiałów       | 737,5 | 727,4 | 774,1  | 844,2  | 829,9  | 828,4  | 839,6  | 851,5  | 865,1  | 879,1  | 893,3  | 910,8  |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży         | 247,0 | 233,0 | 239,6  | 267,8  | 302,5  | 323,2  | 332,1  | 340,9  | 348,3  | 356,0  | 363,8  | 368,8  |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu       | 170,5 | 166,8 | 187,7  | 196,4  | 199,6  | 203,3  | 207,1  | 211,0  | 215,0  | 219,1  | 223,3  | 227,5  |
| Zysk (strata) na sprzedaży                | 76,5  | 66,2  | 51,9   | 71,5   | 103,0  | 119,9  | 125,1  | 129,9  | 133,3  | 136,9  | 140,5  | 141,3  |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej | -1,1  | -20,0 | -1,7   | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| EBITDA                                    | 119,2 | 113,9 | 123,0  | 145,9  | 173,9  | 187,6  | 189,9  | 192,2  | 193,3  | 194,4  | 195,4  | 196,4  |
| EBITDA oczyszczona                        | 132,3 | 148,9 | 132,0  | 145,9  | 173,9  | 187,6  | 189,9  | 192,2  | 193,3  | 194,4  | 195,4  | 196,4  |
| EBIT                                      | 75,4  | 46,2  | 50,2   | 71,5   | 103,0  | 119,9  | 125,1  | 129,9  | 133,3  | 136,9  | 140,5  | 141,3  |
| Saldo działalności finansowej             | -38,7 | -22,2 | -27,3  | -24,3  | -22,2  | -19,2  | -14,3  | -11,3  | -8,2   | -5,0   | -2,2   | 0,7    |
| Zysk (strata) brutto                      | 36,7  | 19,6  | 28,9   | 47,1   | 80,7   | 100,7  | 110,8  | 118,6  | 125,1  | 131,8  | 138,3  | 142,0  |
| Zysk (strata) netto                       | 10,4  | 19,1  | 18,5   | 34,8   | 59,3   | 73,5   | 80,7   | 86,3   | 91,1   | 95,9   | 100,6  | 103,2  |

| 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  | 132,7 | 148,5 | 159,4 | 161,6  | 161,8 | 161,4 | 160,6 | 160,0  | 160,6  |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -43,5 | -62,3 | -97,9 | -89,9 | -70,0 | -70,0 | -70,0  | -69,2 | -66,0 | -62,7 | -59,3  | -55,7  |
| Przepływy z działalności finansowej    | -55,9 | -49,7 | -46,6 | -40,8 | -75,0 | -88,8 | -105,7 | -91,6 | -91,3 | -90,6 | -109,3 | -109,7 |
| Przepływy pieniężne netto              | 32,7  | 10,9  | -54,0 | 2,0   | 3,5   | 0,5   | -14,2  | 0,9   | 4,0   | 7,3   | -8,7   | -4,8   |
| Środki pieniężne na początek okresu    | 54,4  | 86,8  | 97,7  | 43,7  | 45,7  | 49,3  | 49,8   | 35,6  | 36,5  | 40,5  | 47,8   | 39,1   |
| Środki pieniężne na koniec okresu      | 86,8  | 97,7  | 43,7  | 45,7  | 49,3  | 49,8  | 35,6   | 36,5  | 40,5  | 47,8  | 39,1   | 34,4   |

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%  | 5,5%   | 9,7%   | 1,8%   | 1,7%   | 1,7%   | 1,8%   | 1,8%   | 1,8%   | 1,8%   | 1,8%   |
| EBITDA adj. zmiana r/r        | 12,5%  | -11,4% | 10,5%  | 19,2%  | 7,9%   | 1,2%   | 1,2%   | 0,6%   | 0,5%   | 0,5%   | 0,5%   |
| EBIT zmiana r/r               | -38,7% | 8,6%   | 42,4%  | 44,1%  | 16,5%  | 4,3%   | 3,8%   | 2,7%   | 2,7%   | 2,6%   | 0,6%   |
| Zysk netto zmiana r/r         | 82,9%  | -3,0%  | 88,4%  | 70,1%  | 24,1%  | 9,8%   | 6,9%   | 5,5%   | 5,3%   | 4,9%   | 2,6%   |
| Marża brutto na sprzedaży     | 24,3%  | 23,6%  | 24,1%  | 26,7%  | 28,1%  | 28,3%  | 28,6%  | 28,7%  | 28,8%  | 28,9%  | 28,8%  |
| Marża EBITDA adj.             | 15,5%  | 13,0%  | 13,1%  | 15,4%  | 16,3%  | 16,2%  | 16,1%  | 15,9%  | 15,7%  | 15,5%  | 15,3%  |
| Marża EBIT                    | 4,8%   | 4,9%   | 6,4%   | 9,1%   | 10,4%  | 10,7%  | 10,9%  | 11,0%  | 11,1%  | 11,2%  | 11,0%  |
| Marża brutto                  | 2,0%   | 2,8%   | 4,2%   | 7,1%   | 8,7%   | 9,5%   | 9,9%   | 10,3%  | 10,7%  | 11,0%  | 11,1%  |
| Marża netto                   | 2,0%   | 1,8%   | 3,1%   | 5,2%   | 6,4%   | 6,9%   | 7,2%   | 7,5%   | 7,8%   | 8,0%   | 8,1%   |
| COGS / przychody              | 75,7%  | 76,4%  | 75,9%  | 73,3%  | 71,9%  | 71,7%  | 71,4%  | 71,3%  | 71,2%  | 71,1%  | 71,2%  |
| SG&A / przychody              | 17,4%  | 18,5%  | 17,7%  | 17,6%  | 17,7%  | 17,7%  | 17,7%  | 17,7%  | 17,7%  | 17,8%  | 17,8%  |
| SG&A / COGS                   | 22,9%  | 24,3%  | 23,3%  | 24,0%  | 24,5%  | 24,7%  | 24,8%  | 24,9%  | 24,9%  | 25,0%  | 25,0%  |
| ROE                           | 7,0%   | 7,8%   | 14,3%  | 20,7%  | 22,3%  | 21,6%  | 20,6%  | 19,5%  | 18,5%  | 18,2%  | 17,7%  |
| ROA                           | 2,0%   | 2,0%   | 3,7%   | 6,1%   | 7,6%   | 8,4%   | 8,8%   | 9,2%   | 9,5%   | 10,0%  | 10,2%  |
| Dług                          | 340,7  | 337,2  | 330,0  | 294,7  | 254,7  | 200,0  | 160,0  | 120,0  | 80,0   | 40,0   | 0,0    |
| D / (D+E)                     | 35,7%  | 35,9%  | 35,2%  | 30,6%  | 26,2%  | 20,7%  | 16,4%  | 12,1%  | 7,9%   | 4,0%   | 0,0%   |
| D / E                         | 55,5%  | 56,0%  | 54,4%  | 44,0%  | 35,6%  | 26,1%  | 19,6%  | 13,8%  | 8,6%   | 4,1%   | 0,0%   |
| Dług / kapitał własny         | 125,6% | 141,5% | 135,2% | 103,1% | 77,2%  | 53,5%  | 38,1%  | 25,7%  | 15,4%  | 7,3%   | 0,0%   |
| Dług netto                    | 242,9  | 293,5  | 284,3  | 245,4  | 204,9  | 164,4  | 123,5  | 79,5   | 32,2   | 0,9    | -34,4  |
| Dług netto / kapitał własny   | 89,6%  | 123,1% | 116,5% | 85,8%  | 62,1%  | 44,0%  | 29,4%  | 17,0%  | 6,2%   | 0,2%   | -5,9%  |
| Dług netto / EBITDA           | 1,6    | 2,2    | 1,9    | 1,4    | 1,1    | 0,9    | 0,6    | 0,4    | 0,2    | 0,0    | -0,2   |
| Dług netto / EBIT             | 5,3    | 5,9    | 4,0    | 2,4    | 1,7    | 1,3    | 1,0    | 0,6    | 0,2    | 0,0    | -0,2   |
| EV                            | 799,0  | 863,3  | 859,2  | 807,8  | 762,9  | 722,4  | 681,5  | 637,5  | 590,2  | 558,8  | 523,6  |
| Dług / EV                     | 42,6%  | 39,1%  | 38,4%  | 36,5%  | 33,4%  | 27,7%  | 23,5%  | 18,8%  | 13,6%  | 7,2%   | 0,0%   |
| CAPEX / Przychody             | 5,6%   | 6,1%   | 6,3%   | 6,2%   | 6,1%   | 6,0%   | 5,8%   | 5,4%   | 5,1%   | 4,7%   | 4,4%   |
| CAPEX / Amortyzacja           | 75,1%  | 85,3%  | 94,1%  | 98,7%  | 103,4% | 107,9% | 111,0% | 110,1% | 109,1% | 108,0% | 101,0% |
| Amortyzacja / Przychody       | 7,4%   | 7,2%   | 6,7%   | 6,3%   | 5,9%   | 5,5%   | 5,2%   | 4,9%   | 4,7%   | 4,4%   | 4,3%   |
| 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% | 50,7%  | 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*                         | 2,5    | 2,4    | 2,2    | 2,1    | 2,1    | 2,1    | 2,0    | 2,0    | 2,0    | 1,9    | 1,9    |
| P/E*                          | 10,3   | 20,7   | 16,5   | 9,5    | 7,6    | 6,9    | 6,5    | 6,1    | 5,8    | 5,5    | 5,4    |
| P/BV*                         | 2,1    | 2,4    | 2,4    | 2,0    | 1,7    | 1,5    | 1,3    | 1,2    | 1,1    | 1,0    | 1,0    |
| EV/EBITDA adj.*               | 5,4    | 6,5    | 5,9    | 4,6    | 4,1    | 3,8    | 3,5    | 3,3    | 3,0    | 2,9    | 2,7    |
| EV/EBIT adj.*                 | 9,8    | 14,6   | 12,0   | 7,8    | 6,4    | 5,8    | 5,2    | 4,8    | 4,3    | 4,0    | 3,7    |
| EV/S*                         | 3,6    | 3,6    | 3,3    | 3,1    | 2,9    | 2,7    | 2,5    | 2,3    | 2,1    | 1,9    | 1,8    |
| BVPS                          | 4,2    | 3,7    | 3,8    | 4,4    | 5,1    | 5,8    | 6,5    | 7,2    | 8,0    | 8,5    | 9,0    |
| EPS                           | 0,3    | 0,3    | 0,5    | 0,9    | 1,1    | 1,2    | 1,3    | 1,4    | 1,5    | 1,6    | 1,6    |
| DPS w okresie                 | 0,23   | 0,26   | 0,14   | 0,27   | 0,46   | 0,57   | 0,62   | 0,67   | 0,70   | 1,04   | 1,09   |
| DY                            | 2,7%   | 3,0%   | 1,6%   | 3,1%   | 5,3%   | 6,6%   | 7,2%   | 7,7%   | 8,2%   | 12,0%  | 12,6%  |

Źródło: BDM S.A. \* obliczenia przy cenie 37,5 PLN/akcję. Dane i wskaźniki pro forma. Prognozy BDM

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:****Maciej Bobrowski**

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

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora Wydziału  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 20-81-432  
e-mail: [krzysztof.pado@bdm.pl](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)  
[materiały budowlane, budownictwo, paliwa](#)

**Krzysztof Brymora**

Analitik rynku akcji  
tel. (032) 20-81-435  
e-mail: [krzysztof.brymora@bdm.pl](mailto:krzysztof.brymora@bdm.pl)  
[chemia, przemysł drzewny](#)

**Adrian Górniak**

Analitik rynku akcji  
tel. (032) 20-81-438  
e-mail: [adrian.gorniak@bdm.pl](mailto:adrian.gorniak@bdm.pl)  
[deweloperzy, handel](#)

**Marek Jurzec**

Młodszy analitik rynku akcji  
Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-435  
e-mail: [marek.jurzec@bdm.pl](mailto:marek.jurzec@bdm.pl)  
[IT](#)

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:****Dariusz Wareluk**

Dyrektor Wydziału  
tel. (022) 62-20-100  
e-mail: [dariusz.wareluk@bdm.pl](mailto:dariusz.wareluk@bdm.pl)

**Leszek Mackiewicz**

tel. (022) 62-20-848  
e-mail: [leszek.mackiewicz@bdm.pl](mailto:leszek.mackiewicz@bdm.pl)

**Bartosz Zieliński**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: [bartosz.zielinski@bdm.pl](mailto:bartosz.zielinski@bdm.pl)

**Maciej Bąk**

tel. (022) 62-20-855  
e-mail: [maciej.bak@bdm.pl](mailto:maciej.bak@bdm.pl)

**Historia rekomendacji Pflaederer**

| zalecenie | cena docelowa | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa | data       | godzina publikacji | kurs | WIG      |
|-----------|---------------|-------------------------|--------------------------|------------|--------------------|------|----------|
| Kupuj     | 47,9          | Akumuluj                | 51,5                     | 27.03.2018 | 10:55 CEST         | 37,5 | 59 597,8 |
| 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 |

#### 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 przychodów ze sprzedaży  
 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

#### System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.  
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

#### 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).

| Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'18*: |        |     | , w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej: |    |
|------------------------------------------------------------|--------|-----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
|                                                            | liczba | %   | liczba                                                                                                                                                        | %  |
| Kupuj                                                      | 9      | 64% | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Akumuluj                                                   | 2      | 14% | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Trzymaj                                                    | 1      | 7%  | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Redukuj                                                    | 2      | 14% | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Sprzedaj                                                   | 0      | 0%  | 0                                                                                                                                                             | 0% |

\* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie [www.bdm.pl](http://www.bdm.pl).

**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 został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 portfelowa 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 dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 27.03.2018 roku (10:55 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 29.03.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 12 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.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 27.03.2018 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjną 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, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć 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.