



Dom Maklerski BDM S.A.

PFLEIDERER

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 27,7 PLN

20 LISTOPAD 2018, 12:20 CEST

W latach 2016-2018 popyt na płyty wiórowe na rynku polskim i DACH wzrastał w tempie powyżej 2% rocznie. Ułatwiło to implementację podwyżek cen produktów w okresie dużego wzrostu kosztów żywic w 2017-2018. W latach 2019-2020 tempo wzrostu rynku ma być już mniejsze (+1,5%, -0,7% w '20), a w regionie pojawią się konkurencyjne zdolności produkcyjne. Wszystko w otoczeniu wyraźnego wzrostu surowców, tym razem drewna i energii. W rezultacie poddaliśmy rewizji prognozy wyników finansowych spółki na ten okres obniżając rekomendację do REDUKUJ z ceną docelową 27,7 PLN/akcję.

Wyniki 3Q'18 okazały się 5% wyższe od naszych oczekiwań na poziomie skorygowanej EBITDA. Przychody wzrosły o blisko 9% r/r, w tym pozytywnie zaskoczyły wolumeny sprzedaży (+2% r/r) przeczące opiniom o spowolnieniu popytu w okresie letnim. Średnie ceny płyt utrzymały tempo wzrostu z poprzednich kwartałów (ok. 6% r/r).

W 4Q'18 na wyniki powinny oddziaływać te same tendencje co w 1-3Q'18. Liczymy na pozytywny efekt cenowy, choć w mniejszym stopniu niż w minionych kwartałach, który wraz z efektami inwestycji i poprawy efektywności pozwoli na wypracowanie ponownie lepszych wyników. Na konferencjach po 2 i 3Q'18 CEO podkreślał, że celem jest przebicie konsensusu rynkowego na 2018 rok (ok. 143 mln EUR EBITDA).

W 2017-2018 spółka zmierzyła się z dynamicznie rosnącymi kosztami chemikaliów. W 2019 roku problemem może się okazać wzrost kosztów drewna i energii. Wyższe koszty energetyczne spółka odczuje w 2H'19 i 2020 roku, niemniej w ograniczonym zakresie (w Niemczech własne CHP).

Na 2019 rok LP urynkowały system sprzedaży drewna powracając do większego udziału aukcji e-drewno (30% vs 8-10% poprzednio). Cenotwórczy charakter aukcji może skutkować wyższymi wzrostami cen drewna, czego nie zakładamy.

Na konferencji po 3Q'18 spółka informowała, że zabezpieczyła już 95% niezbędnej energii na 2019 rok. Szacujemy więc, że strategia zakupowa określa ok. roczne wyprzedzenie zakupów. Tym samym obserwowane wzrosty cen będą widoczne w spółce w 2H'19 i 2020 roku. Szacujemy, że da to negatywny efekt na marży na poziomie 3-4 mln EUR. Podobnego efektu spodziewamy się również w 2020 roku.

Nasze prognozy na 2018 rok vs poprzedni raport (marzec 2018) pozostały praktycznie bez zmian. Na lata 2019-2020 obniżyliśmy je o ok. 18% na poziomie EBITDA z uwagi na oczekiwany wzrost kosztów drewna i energii. Podkreślamy, że nasze prognozy EBITDA są ok. 20% poniżej założeń strategicznych spółki. W naszych projekcjach staraliśmy się uwzględnić pełen wpływ trudniejszego otoczenia surowcowego spółki, a także efekty działań inwestycyjnych/efektywnościowych, które spółka szacowała na lata 2019-2020 na poziomie ok. 27 mln EUR.

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody* [mln EUR]	984,5	960,4	1 006,4	1 075,8	1 120,5	1 120,8
EBITDA* [mln EUR]	119,2	113,9	120,0	139,6	142,6	154,5
EBITDA Adj.* [mln EUR]	132,3	148,9	129,1	142,8	142,6	154,5
EBIT* [mln EUR]	75,4	46,2	46,1	62,6	64,7	77,8
Wynik netto* [mln EUR]	10,4	19,1	17,1	21,1	25,8	35,7
P/BV	2,1	1,7	1,9	3,0	2,8	2,4
P/E	45,0	24,0	27,4	18,9	15,1	10,8
EV/EBITDA	6,0	6,2	6,0	5,7	5,3	4,7
EV/EBITDA Adj.*	5,5	4,7	5,6	5,5	5,3	4,7
EV/EBIT	9,5	15,2	15,7	12,6	11,7	9,3
DY w okresie	0,0%	3,2%	3,6%	3,9%	3,8%	3,3%

*- dane pro forma. Wskaźniki oczyszczone

Wycena DCF [PLN]	27,6
Wycena porównawcza [PLN]	28,2
Wycena końcowa [PLN]	27,7
Potencjał do wzrostu / spadku	-10,3%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	30,9
Kapitalizacja [mln PLN]	1 999,3
Ilość akcji *[mln. szt.]	54,9

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	39,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	28,0

Stopa zwrotu za 3 mc	-16,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	-18,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-18,3%

Struktura akcjonariatu:	
Strategic Value Partners	29,6%
Atlantik	19,3%
Aviva OFE	9,6%
Pfleiderer (akcje własne)	20,0%
Pozostali	21,4%

*- po umorzeniu 15,14% akcji własnych

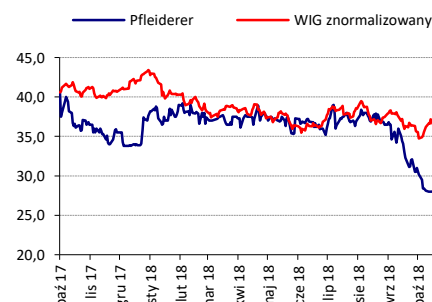
Krystian Brymora

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 sporządzającego raport.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
TRUDNA SYTUACJA NA RYNKU DREWNA I ENERGII	3
SPOWOLNIENIE WZROSTU POPYTU NA PŁYTY WIÓROWE W 2019 I SPADEK W 2020 ROKU	5
WYHAMOWANIE POZYTYWNYCH TRENDÓW CENOWYCH NA RYNKU PŁYTY	5
OBNIŻENIE PROGNOZ WYNIKÓW SPÓŁKI NA 2019-2020.....	6
WYCZERPANIE PROGRAMU SKUPU AKTYWÓW	6
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
WYCENA DCF	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
WYNIKI 3Q'18 I PERSPEKTYWA 2018/2019 ROKU.....	12
STRATEGIA 2017-2021	14
CELE FINANSOWE	14
PODSUMOWANIE KONFERENCJI Z ZARZĄDEM PO STRATEGII	16
AKTUALIZACJA CELÓW STRATEGICZNYCH- LISTOPAD 2018.....	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	20
RYNEK PŁYT DREWNOPOCHODNYCH- PODAŻ.....	21
CENY PŁYT DREWNOPOCHODNYCH	21
ZMIANY W SYSTEMIE SPRZEDAŻY DREWNA PRZECZ LP NA 2019 ROK	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 2018-2027 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 27,6 PLN. Natomiast wycena porównawcza, oparta na prognozach wyników na lata 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 28,2 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej (bez zmian) z uwagi na trudności w doborze spółek porównawczych. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 27,7 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	27,6
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	28,2
Wycena spółki [PLN]		27,7

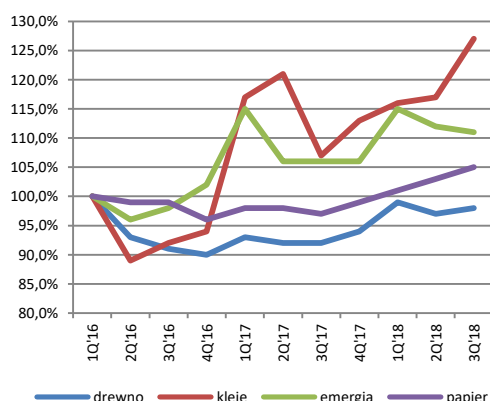
Źródło: BDM S.A.

Trudna sytuacja na rynku drewna i energii

W 2017-2018 spółka zmierzyła się z dynamicznie rosnącymi kosztami chemikaliów. Ceny klejów powinny być jeszcze wysokie w 4Q'18 (>20% r/r).

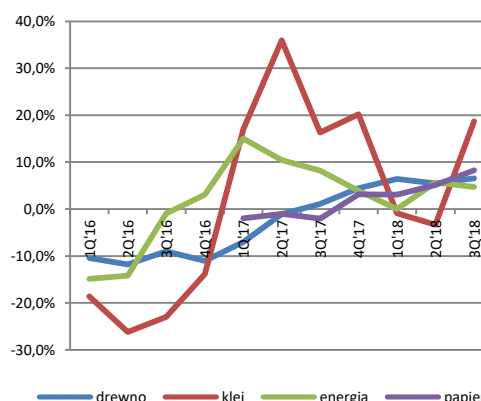
W 2019 roku problemem może się okazać wzrost kosztów drewna (przy 5% r/r dynamice negatywny efekt na marży ok. 12 mln EUR) i energii (uwzględniając politykę zakupową efekt ok. -4 mln EUR). Wyższe koszty energetyczne spółka odczuje w 2H'19 i 2020 roku, niemniej w ograniczonym zakresie (w Niemczech własne CHP).

Koszty kluczowych surowców*



Źródło: BDM S.A., spółka. *1Q'16=100

Dynamika wzrostu kluczowych surowców [r/r]

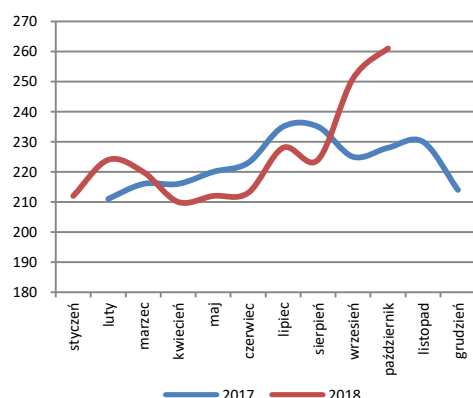


Źródło: BDM S.A., spółka.

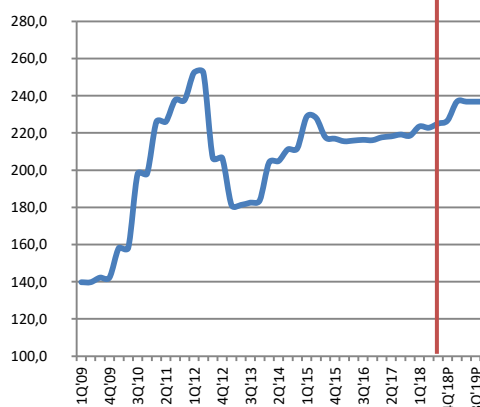
Na 2019 rok LP urynkowały system sprzedaży drewna powracając do większego udziału aukcji e-drewno (30% vs 8-10% poprzednio- to co nie zostało sprzedane w procedurze podstawowej w 2017-2018). Reszta sprzedawana jest dalej dla przedsiębiorstw z historią zakupową. Niemniej waga w ostatecznej ofercie nie jest uwzględniona. Liczy się cena i geografia dostaw. Cenotwórczy charakter aukcji może skutkować wyższymi wzrostami cen drewna, czego nie zakładamy.

Zwracamy ponadto uwagę na zmniejszoną podaż drewna z LP na 2019 rok o ok. 2,5 mln m3 r/r (sprzedaż na poziomie 2017 roku).

W październiku'18 na portalu e-drewno obserwowaliśmy wzrost cen drewna rzędu 13/15% r/r (brzoza/sosna W Standard).

Sosna W Standard [PLN/m³]

Źródło: BDM S.A., LP (e-drewno).

Średnia cena sosny* [PLN/m³]

Źródło: BDM S.A., LP. *- sprzedaż podstawowa i aukcje

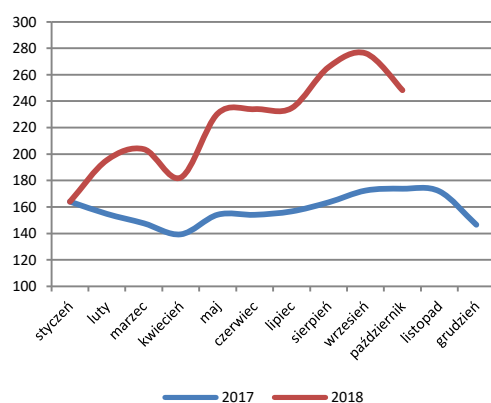
W 2-3Q'18 spółka podawała wzrost realnych kosztów energetycznych (układ prezentacyjny został zmieniony) rzędu 5% r/r. W 2019-2020 wzrost kosztów energetycznych będzie niewątpliwie bardziej wyraźny.

Obecnie w Polsce i w Niemczech obserwujemy ok. 50-60% r/r wzrost notowań energii elektrycznej wynikający z wyższych kosztów paliwa (węgiel/gazu) i emisji CO₂.

Produkcja płyt drewnopochodnych jest procesem energochłonnym, z dużym zapotrzebowaniem gł. na ciepło (suszarnia). Wszystkie zakłady posiadają swoje kotły energetyczne wykorzystujące do spalania odpady drzewne z procesu produkcyjnego (100% w Niemczech) i w części mazut (Grajewo) oraz węgiel (Wieruszów). W 3 zakładach w Niemczech zainstalowane są turbiny produkujące energię elektryczną (CHP), co pokrywa ok. 90% zapotrzebowania na energię elektryczną (gł. prasy) segmentu zachodniego. W Polsce całość zapotrzebowania (ok. 270 GWh) pochodzi z sieci. Ekspozycja na energię elektryczną jest więc ograniczona.

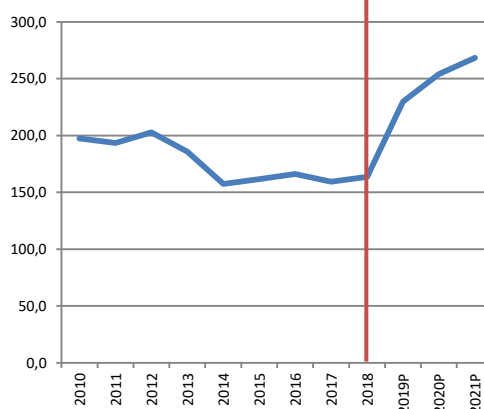
Na konferencji po 3Q'18 spółka informowała, że zabezpieczyła już 95% niezbędnej energii na 2019 rok. Szacujemy więc, że strategia zakupowa określa ok. roczne wyprzedzenie zakupów. Tym samym obserwowane wzrosty cen będą widoczne w spółce w 2H'19 i 2020 roku. Szacujemy, że da to negatywny efekt na marży na poziomie 3-4 mln EUR. Podobnego efektu spodziewamy się również w 2020 roku.

Ceny energii elektrycznej PL [PLN/MWh]



Źródło: BDM S.A., TGE (średniamiesięczna cena Base ważona wolumenem)

Ceny energii elektrycznej PL [PLN/MWh]



Źródło: BDM S.A., TGE (średnioroczna cena kontraktu Base ważona wolumenem)

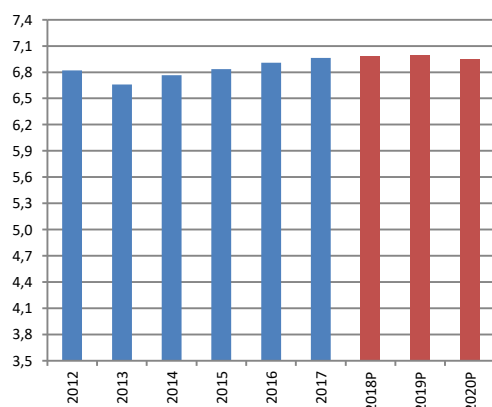
Spowolnienie wzrostu popytu na płyty wiórowe w 2019 i spadek w 2020 roku

W 2016-2018 popyt na płyty wiórowe na rynku polskim i DACH wzrastał w tempie $>2\%$ r/r (PL $>4\%$ r/r, DACH ok. $0,5\%$ r/r). W 2019 roku dalej oczekiwany jest wzrost ($+1,5\%$ r/r), ale tylko w Polsce ($+3,6\%$ r/r).

Wolniejszy wzrost popytu w 2018 roku przy wzroście podaży (inwestycja Egger w Biskupcu) może utrudnić przenoszenie wyższych kosztów surowcowych na cenę finalnego produktu.

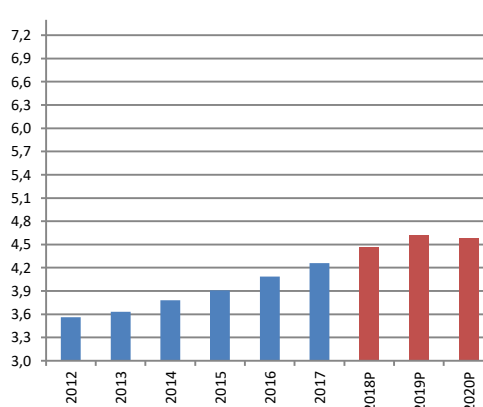
W 2020 roku oczekiwany jest spadek popytu na płyty wiórowe na rynku DACH i PL w tempie ok. $0,7\%$ r/r. W rezultacie do tego czasu nie oczekujemy wzrostu cen płyt.

Popyt na płyty wiórowe ogółem- DACH [mln m3]



Źródło: BDM S.A., spółka

Popyt na płyty wiórowe ogółem- PL [mln m3]



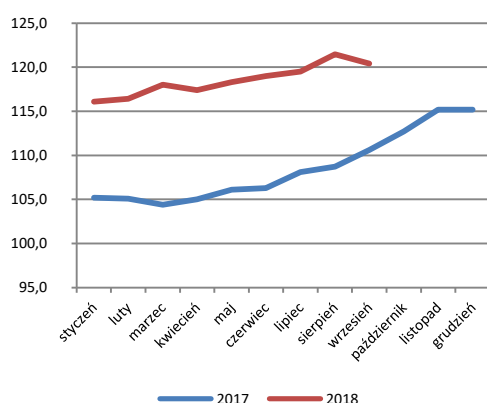
Źródło: BDM S.A., spółka

Wyhamowanie pozytywnych trendów cenowych na rynku płyty

Od ponad roku obserwujemy wzrostową tendencję na rynku płyt drewnopochodnych, co jest konsekwencją dużego popytu w tym czasie i wyraźnego wzrostu kosztów surowcowych (najpierw chemii, a teraz drewna i energii). Wrzesień, z wyjątkiem płyt HDF, przyniósł lekką korektę cenową, niemniej wciąż było to blisko 9% r/r wzrostu dla płyty surowej, 5% r/r (MFC) i $4-6\%$ dla HDF/MDF.

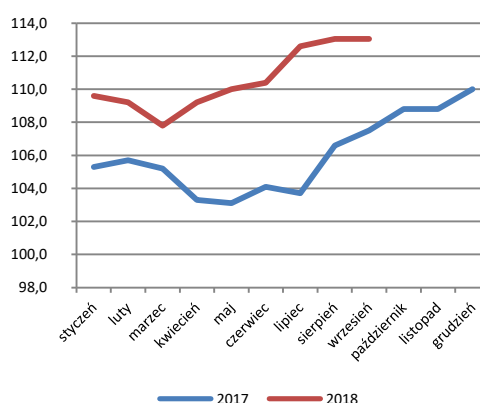
W 4Q'18 oczekujemy dalszej korekty cenowej w związku z obserwowanym spowolnieniem popytu i wzrostem podaży na rynku. Czynniki te będą również odgrywać dużą rolę w 2019 roku, niemniej z uwagi na ujemny bilans handlowy (PL importem netto) zakładamy, że będzie miał ograniczony wpływ na ceny (płaskie cenniki w okresie 2019-2020).

Indeks cen płyty wiórowej surowej w Niemczech



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

Indeks cen płyty laminowanej (MFC) w Niemczech



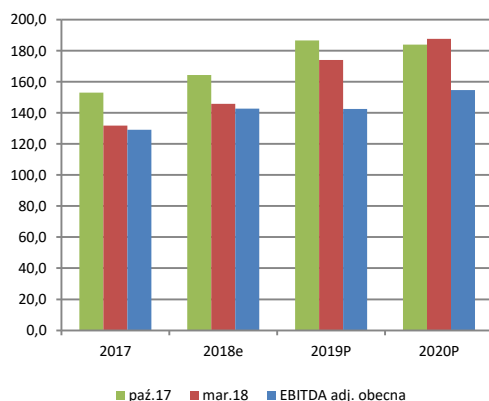
Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100

Obniżenie prognoz wyników spółki na 2019-2020

Nasze prognozy na 2018 rok vs poprzedni raport (marzec 2018) pozostały praktycznie bez zmian. Na lata 2019-2020 obniżyliśmy je o ok. 18% na poziomie EBITDA z uwagi na oczekiwany wzrost kosztów drewna i energii.

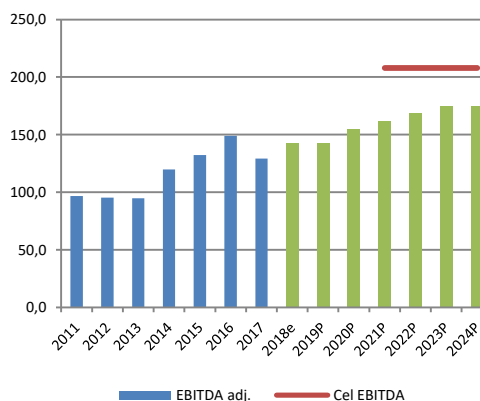
Podkreślamy, że nasze założenia EBITDA są ok. 20% poniżej założeń strategicznych spółki. W naszych prognozach staraliśmy się uwzględnić pełen wpływ trudniejszego otoczenia surowcowego spółki, a także efekty działań inwestycyjnych/efektywnościowych, które spółka szacowała na lata 2019-2020 na poziomie ok. 27 mln EUR.

Rewizja prognoz EBITDA na 2017-2020P [mln EUR]



Źródło: BDM S.A.

Prognozowana EBITDA vs cel strategiczny 2021 [mln EUR]



Źródło: BDM S.A., spółka

Wyczerpanie programu skupu aktywów

Dotychczas spółka przeprowadziła IV transe skupu akcji własnych po 47 PLN/akcję, 37,5 PLN/akcję i 40,0 PLN/akcję. Łącznie posiada 12,94 mln akcji dających 20% udziału w kapitale zakładowym. Średnioważona cena wyniosła 41,33 PLN/akcję.

Prezes spółki na konferencji po 3Q'18 wskazywał, że oprócz akcji przeznaczonych na program motywacyjny (4,86%) reszta zostanie umorzona (9,8 mln akcji, 15,14% kapitału), co zakładamy w swoich projekcjach.

Uchwała nr. 25 WZA z czerwca'18 pozwala również na nabycie do 4,46 mln akcji (6,9%), niemniej przedstawiciele spółki dawali do zrozumienia, że obecny pułap (20%) wyczerpuje program.

Skup akcji własnych 2017-2018

	Data	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%
Skup IV	06.08 -21.08.2018	40,00	36,38	7,54	7,54	41%	301,7	11,66%
RAZEM		41,33		15,10	12,94		534,85	20,00%

Źródło: BDM, spółka

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 m3 w '19 (+34% vs '16)

W 2019 roku na polskim rynku przybędzie 1,15 mln m3 mocy produkcyjnych płyty wiórowej (Forte 500 tys. m3, Egger 650 tys. m3), co oznacza wzrost o ok. 19% (vs '16, 34% dla surowej wiórowej). Sytuacja ta może istotnie wpłynąć na ceny płyty w 2019 roku, czego nie zakładamy (w 2018 roku ceny wzrosły >6% r/r). Wskazujemy na ujemny bilans handlowy na rynku płyt w wysokości -1,5 mln m3 (2017 rok). Liczymy, że wyższa podaż z fabryki Egger przyczyni się w pierwszej kolejności do zmniejszenia importu.

▪ Wysokie zadłużenie

Zadłużenie netto Pfeiderera na koniec 3Q'18 wynosiło 385 mln EUR (2,8x EBITDA 12m). Spółka posiada 20% akcji na bilansie kupionych za 124 mln EUR. Ponad 15% akcji ma być umorzona wg. informacji przekazywanych przez zarząd po 3Q'18.

▪ Postępowanie antymonopolowe

We wrześniu 2011 Niemiecki Urząd Antymonopolowy ukarał 5 firm za zмовę cenową na rynku płyt (Grunz- Sonae, Pfeiderer, Kronoply, Rauch Spanplattenwerk, Egger). Łączna kara wyniosła 42 mln EUR. Większość (28 mln EUR) zapłacił Grunz. 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 3,7 mln EUR (3Q'18).

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).

W lipcu'18 syndyk upadłego Alno zakwestionował wszystkie płatności za dostarczone produkty o wartości 19,3 mln EUR. Syndyk masy upadłościowej opiera roszczenia o zwrot płatności na założeniu, że Alno nie dysponowało płynnością finansową w całym okresie objętym roszczeniem o zwrot płatności, a Pfeiderer był tego świadom. Spółka utworzyła rezerwę w ciężar 2Q'18 na postępowanie sądowe (0,6 mln EUR).

Łącznie potencjalna kwota z tytułu toczących się postępowań to ok. 109 mln EUR + odsetki. Stanowi to ponad 23% kapitalizacji spółki.

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
Classen	2012	55,4	Wydanie orzeczenia 15.11.2018
Alno	2014	28,4	ugoda, Alno w lipcu'17 złożył wniosek o upadłość
Alno syndyk	2018	19,3	rezerwa na koszty sądowe 0,6 MEUR w 2Q'18
Oesder	2012	26,0	wobec Grunz, odpowiedzialność solidarna
Huls		2,5	ugoda, zapłacono w kwietniu'17
RAZEM		151,3	
RAZEM do zapłaty		109,4	
% EBITDA'17 adj.		84,73%	
% kapitalizacji		23,0%	

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 1,0.

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

Moce produkcyjne:

- Spółka zwiększyła moce produkcyjne płyt surowych w latach 2014-2017 o ok. 170 tys. m³ (+5,5%). Nie zakładamy ich dalszego wzrostu, choć w strategii przedstawionej we wrześniu '17 spółka przyjmuje ok. 8% wzrost capacity gł. poprzez wzrost produktywności i likwidację wąskich gardeł. Zakładamy, że moce produkcyjne żywicy w Silekol (Kędzierzyn) wzrosną w 2019/2020 roku o blisko 20% do 400 tys. ton, co pozwoli uniezależnić grupę od zakupów żywicy 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:

- W 1-3Q'18 średnie ceny płyt wzrastały w spółce w tempie ok. 6% r/r. W 2019 roku spodziewamy się płaskich cenników w związku ze zwiększoną konkurencją. W 2020 rok oczekiwany jest spadek popytu na płyty wiórowe na rynku DACH i PL. Tym samym dodatniej dynamiki cenowej na rynku oczekujemy dopiero od 2021 roku. Oprócz płyt wiórowych spółka sprzedaje żywice (segment wschodni) i energię elektryczną (segment zachodni). Wzrost przychodów ze sprzedaży w 2019 roku będzie wynikał gł. z tych produktów.

Ceny surowców:

- W 2017-2018 roku spółka doświadczyła wyraźnego wzrostu kosztów chemikaliów. W 2019 roku oczekujemy stabilnych cen w tym przypadku natomiast wzrosty powinniśmy obserwować na drewnie, energii i papierze. Łączny, negatywny efekt wzrostu tych surowców szacujemy na 18 mln EUR.

CAPEX:

- Zakładamy CAPEX zgodnie ze strategią zarządu na poziomie 70-75 mln EUR rocznie (62 mln EUR w '17). Wskazujemy, że projekty rozwojowe o wartości ok. 55 mln EUR powinny dać w 2019-2020 roku, wg. szacunków spółki, ok. 27 mln EUR efektów (ok. 16 mln EUR w '19).

Strategia:

- Wskazujemy, że nasze założenia dla spółki są wyraźnie poniżej celów strategicznych (o ok. 20% na poziomie EBITDA). Cele strategiczne (z września '17) nieznacznie zostały podniesione w listopadzie '18.

Dywidenda, skup akcji

- W lipcu '18 spółka wypłaciła 1,2 PLN/akcję dywidendy (ok. 17 mln EUR), co wraz ze skupem akcji dało ekwiwalent blisko 10% kapitalizacji spółki.

W 2019 roku oczekujemy porównywalnej dywidendy r/r. W długim terminie przyjmujemy poziom wypłaty na poziomie 50% ubiegłorocznego zysku (w strategii do 70%).

W sierpniu '18 spółka przeprowadziła IV transzę skupu akcji własnych po 40 PLN/akcję i osiągnęła 20% udziału w kapitale zakładowym. 2 największych akcjonariuszy spółki nie brało udziału we wszystkich ofertach skupu.

Nie zakładamy kontynuacji skupu akcji własnych. Wg wypowiedzi prezesa na konferencji po 3Q'18 15,14% akcji ma zostać umorzone (4,86% na program motywacyjny).

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w najbliższych latach przyjęliśmy na poziomie 28-29% (Polska 19%, Niemcy 30,2%);
- Liczbę akcji przyjmujemy na poziomie na 54,91 mln szt. (poprzednio 64,70 mln szt.- umorzenie 9,8 mln akcji własnych);
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 0% (bez zmian);
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 20 listopada 2018 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,8 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 27,6 PLN.

Model DCF

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln EUR]	1 006,4	1 075,8	1 120,5	1 120,8	1 137,9	1 155,6	1 174,4	1 194,6	1 215,2	1 236,3	1 257,9
EBIT [mln EUR]	46,1	62,6	64,7	77,8	86,4	94,6	100,9	101,8	102,4	103,0	103,5
Stopa podatkowa	43,6%	38,6%	28,6%	28,4%	28,6%	28,8%	29,0%	29,1%	29,2%	29,3%	29,4%
Podatek od EBIT [mln EUR]	20,1	24,2	18,5	22,1	24,7	27,2	29,2	29,6	29,9	30,2	30,5
NOPLAT [mln EUR]	26,0	38,4	46,2	55,7	61,7	67,4	71,7	72,2	72,5	72,8	73,1
Amortyzacja [mln EUR]	73,9	77,0	77,8	76,7	75,5	74,5	73,8	73,4	73,2	73,0	72,9
CAPEX [mln EUR]	-66,9	-83,0	-70,0	-70,0	-70,0	-71,0	-72,1	-73,3	-73,3	-73,3	-73,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln EUR]	15,3	-27,0	-51,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln EUR]	48,3	5,5	3,1	62,4	67,2	70,8	73,4	72,3	72,4	72,5	72,7
DFCF [mln EUR]	-	5,5	2,8	53,4	53,3	52,1	49,9	45,4	42,0	38,8	35,8
Suma DFCF [mln EUR]		379,1									
Wartość rezydualna [mln EUR]		845,6	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln EUR]		416,3									
Wartość firmy EV [mln EUR]		795,4									
Dług netto [mln EUR]		254,8									
Faktoring [mln EUR]		78,9									
Dywidenda i skup akcji [mln EUR]		105,5									
Koszty programu motywacyjnego [mln EUR]		5,4									
Dług netto skoryg. [mln EUR]		444,6									
Wartość kapitału [mln EUR]		350,8									
Ilość akcji [mln szt.]		54,9									
Wartość kapitału na akcję [EUR]		6,4									
Kurs EUR/PLN		4,32									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		27,6									

Przychody zmiana r/r	6,9%	4,2%	0,0%	1,5%	1,5%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
EBIT zmiana r/r	35,9%	3,3%	20,2%	11,1%	9,5%	6,7%	0,8%	0,6%	0,6%	0,5%
FCF zmiana r/r	-88,6%	-44,3%	1931,1%	7,5%	5,5%	3,6%	-1,6%	0,2%	0,2%	0,2%
Marża EBITDA	13,0%	12,7%	13,8%	14,2%	14,6%	14,9%	14,7%	14,5%	14,2%	14,0%
Marża EBIT	5,8%	5,8%	6,9%	7,6%	8,2%	8,6%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%
Marża NOPLAT	3,6%	4,1%	5,0%	5,4%	5,8%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%
CAPEX / Przychody	7,7%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%	6,0%	5,9%	5,8%
CAPEX / Amortyzacja	107,7%	89,9%	91,2%	92,8%	95,3%	97,7%	99,9%	100,1%	100,4%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	2,5%	4,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	38,9%	114,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
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	56,2%	58,5%	60,7%	63,6%	68,4%	71,9%	76,2%	80,5%	84,9%	89,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,9%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%
Udział kapitału obcego	43,8%	41,5%	39,3%	36,4%	31,6%	28,1%	23,8%	19,5%	15,1%	10,8%
WACC	7,2%	7,6%	7,7%	7,8%	8,0%	8,1%	8,2%	8,4%	8,5%	8,6%

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	25,6	29,0	33,3	38,8	46,1	56,0	70,6	94,1	138,0
	0,8	23,0	26,1	29,9	34,7	40,9	49,2	61,1	79,3	110,8
	0,9	20,6	23,4	26,8	30,9	36,3	43,4	53,2	67,7	91,3
	1,0	18,4	20,9	23,9	27,6	32,3	38,3	46,5	58,3	76,5
	1,1	16,4	18,6	21,3	24,6	28,7	33,9	40,8	50,5	64,9
	1,2	14,5	16,5	18,9	21,8	25,4	30,0	35,9	44,0	55,6
	1,3	12,8	14,6	16,8	19,3	22,5	26,5	31,6	38,4	47,9

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%	28,4	32,3	37,2	43,5	52,1	64,1	82,4	113,5	178,1
	4,0%	23,0	26,1	29,9	34,7	40,9	49,2	61,1	79,3	110,8
	5,0%	18,4	20,9	23,9	27,6	32,3	38,3	46,5	58,3	76,5
	6,0%	14,5	16,5	18,9	21,8	25,4	30,0	35,9	44,0	55,6
	7,0%	11,1	12,8	14,7	17,1	19,9	23,4	27,8	33,6	41,5
	8,0%	8,1	9,5	11,1	13,0	15,3	18,0	21,4	25,7	31,4
	9,0%	5,5	6,7	8,0	9,6	11,4	13,6	16,2	19,5	23,7

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3,0%	53,8	50,1	46,7	43,5	40,6	38,0	35,5	33,1	30,9
	4,0%	45,6	41,6	38,0	34,7	31,7	28,9	26,4	24,0	21,8
	5,0%	38,8	34,7	30,9	27,6	24,6	21,8	19,3	17,1	15,0
	6,0%	33,1	28,9	25,2	21,8	18,9	16,2	13,8	11,6	9,6
	7,0%	28,2	24,0	20,3	17,1	14,2	11,6	9,2	7,1	5,2
	8,0%	24,0	19,8	16,2	13,0	10,2	7,7	5,5	3,4	1,6
	9,0%	20,3	16,2	12,6	9,6	6,8	4,4	2,3	0,3	-1,4

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-2020 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 19 listopada 2018 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 20% z uwagi na trudności w doborze spółek z grupy porównawczej.

Porównując wyniki Pfleiderer ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,8 mld PLN, co odpowiada 28,2 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 30,9 PLN (bieżąca cena rynkowa) Pfleiderer handlowany jest z dyskontem względem EV/EBITDA i premią dla P/E. Spółka na dywidendę i skup akcji wydała w 2017/2018 odpowiednio 6/10% kapitalizacji.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
LOUISIANA-PACIFIC	8,3	7,6	10,6	4,2	3,8	4,6	5,1	4,7	6,3
NORBORD	7,2	7,4	13,1	5,2	4,6	6,3	6,3	5,6	9,6
DURATEX	-	20,6	19,9	10,8	9,7	9,1	25,2	17,0	13,6
MOHAWK	9,4	10,0	10,5	6,6	6,9	6,5	8,8	9,8	9,5
FORTE	10,1	5,0	3,4	7,7	5,9	4,0	10,8	8,0	5,1
Mediana	8,9	7,6	10,6	6,6	5,9	6,3	8,8	8,0	9,5
PFLEIDERER	16,5	15,1	10,8	5,5	5,3	4,7	12,0	11,7	9,3
Premia/dyskonto	85,5%	98,7%	1,7%	-16,1%	-9,6%	-25,2%	37,0%	46,8%	-2,3%
Wycena wg wskaźnika	14,5	15,6	30,4	41,1	37,3	50,5	12,2	11,8	32,2
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%	40%	20%	40%
Wycena wg wskaźników	21,3			43,3			20,1		
Waga wskaźnika	33,3%			33,3%			33,3%		

Wycena 1 akcji [PLN] 28,2

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 19.11.2018.

WYNIKI 3Q'18 I PERSPEKTYWA 2018/2019 ROKU

Wyniki 3Q'18 okazały się 5% wyższe od naszych oczekiwań na poziomie skorygowanej EBITDA (2,36 mln EUR kosztów doradztwa zw. z aktualizacją strategii). Przychody wzrosły o blisko 9% r/r, w tym pozytywnie zaskoczyły wolumeny sprzedaży (+2% r/r) przeczące opiniom o spowolnieniu popytu w okresie letnim. Średnie ceny płyt utrzymały tempo wzrostu z poprzednich kwartałów (ok. 6% r/r).

CFO w 3Q'18 wyniósł 19,4 mln EUR vs 36 mln EUR przed rokiem. Zmiany w kapitale obrotowym (wyższe ceny i wolumeny sprzedaży) obniżyły przepływy o ok. 4 mln EUR wobec pozytywnych zmian rok temu. CAPEX wyniósł 23 mln EUR i dotyczył inwestycji gł. w części zachodniej (inwestycje omówione w osobnym rozdziale).

W 3Q'18 spółka wydała ponad 70 mln EUR na IV transzę skupu akcji własnych (po 40 PLN/akcję) osiągając próg 20% w kapitale zakładowym. Dodatkowo wypłaciła ok. 17 mln EUR dywidendy (1,2 PLN/akcję). W rezultacie dług netto wzrósł z 290 do 385 mln EUR i stanowił 2,8x EBITDA 12m.

Wyniki 3Q'2018 [mln EUR]

	3Q'17	3Q'18	zmiana r/r	3Q'18P BDM	różnica	3Q'18P konsensus.	różnica
Przychody	244,9	266,5	8,8%	291,0	-8,4%	265,9	0,2%
Zachód	175,9	190,8	8,4%	196,5	-2,9%		
Wschód	92,1	100,9	9,6%	103,5	-2,5%		
Zysk brutto	54,9	60,5	10,1%	66,0	-8,4%		
EBITDA	30,1	35,2	17,0%	35,8	-1,8%	34,5	1,9%
Zachód	23,2	28,0	20,8%	25,9	7,9%		
Wschód	7,1	7,5	5,2%	9,9	-24,3%		
EBITDA Adj.	30,1	37,5	24,8%	35,8	4,8%		
Zachód	23,2	30,3	31,0%	25,9	17,0%		
Wschód	7,1	7,5	5,2%	9,9	-24,3%		
Zysk brutto	0,7	12,7	>100%	11,0	15,5%		
Zysk netto	0,4	9,8	>100%	8,1	22,0%	7,3	34,6%
Marża zysku brutto	22,4%	22,7%		22,7%			
Marża EBITDA	12,3%	13,2%		12,3%		13,0%	
Zachód	13,2%	14,7%		13,2%			
Wschód	7,7%	7,4%		9,5%			
Marża netto	0,2%	3,7%		2,8%		2,7%	
P/E 12m*		33,9					
EV/EBITDA adj. 12m*		6,0					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka. *- spółka ma 20% akcji własnych na bilansie.

Po konferencji wynikowej za 3Q'18

Na konferencji wynikowej po 3Q'18 (14.11.2018) prezes podtrzymał plan przebicia 143 mln EUR EBITDA w 2018 roku (konsensus) i politykę dywidendową (do 70% zysku netto). Spółka nie widzi spowolnienia popytu. Odnotowała bardzo dobrą sprzedaż we wrześniu i październiku'18. W kwestii cen energii zabezpieczyła już 95% wolumenu na 2019 rok, więc wzrosty cen odczuje dopiero w 2020 roku. W przypadku akcji własnych 15,14% ma być umorzone (reszta 4,86% z przeznaczeniem na program motywacyjny). Dług netto w relacji do EBITDA na koniec 2019 ma spaść do przedziału 2-2,5x.

Perspektywy 4Q'18 i 2019

W 4Q'18 na wyniki powinny oddziaływać te same tendencje co w 1-3Q'18. Liczymy na pozytywny efekt cenowy (dotychczas zrealizowane ceny płyt rosły o ok. 6% r/r), który wraz z efektami inwestycji i poprawy efektywności (ok. 7 mln EUR w całym 2018 roku) pozwoli na wypracowanie ponownie lepszych wyników r/r (oczek. 36-37 mln EUR oczyszczonej EBITDA, +11% r/r). Ze zdarzeń jednorazowych wskazujemy na potencjalne koszty aktualizacji strategii (w 3Q'18 2,36 mln EUR), niemniej baza dla raportowanego wyniku jest niezwykle niska (w 4Q'18 spółka zawiązała rezerwę na karę UOKiK, blisko 9 mln EUR). Tym samym liczymy się ze zdecydowanym wzrostem raportowanych wyników.

W 2019-2020 czynnik poprawy marż dzięki programowi inwestycyjnemu/efektywności będzie miał zdecydowanie większe znaczenie. Spółka szacowała ten efekt na ok. 16 mln EUR w '19 i 11 mln EUR w '20. Liczymy, że wraz z polityką kontroli kosztów pozwoli to na zneutralizowanie negatywnego wpływu wzrostu kosztów drewna (-12 mln EUR), energii (-4 mln EUR) i papieru (-2 mln EUR). Nie oczekujemy wzrostów cen płyt z uwagi na silniejszą konkurencję (rozpoczęcie produkcji przez Egger w 2Q'19). Rynek płyt powinien być w 2019 roku jeszcze wzrostowy (+1,5% dla DACH i PL razem), a nowa inwestycja w regionie pozwoli na zmniejszenie negatywnego bilansu handlowego (-1,5 mln m3 płyty w '17).

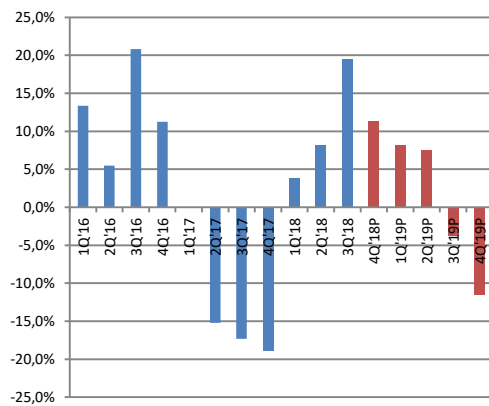
Spółka powinna pozostać na wzrostowej ścieżce wynikowej do 2Q'19. W 2H'19 widoczne będą już efekty niższych cen płyt i wyższych kosztów energetycznych (hedging opóźni ten efekt właśnie do 2H'19 i 2020 roku).

Wybrane dane finansowe 2018-2019P [mln EUR]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2016	2017	2018e	2019P
Przychody	252,4	253,6	244,9	255,5	268,8	264,4	266,5	276,1	283,3	273,4	280,9	283,0	960,4	1 006,4	1 075,8	1 120,5
Zachód	182,3	179,6	175,9	180,3	194,1	190,1	190,8	179,9	185,9	183,1	183,7	179,5	659,1	718,1	754,9	732,2
Wschód	92,9	95,6	92,1	99,7	99,5	99,6	100,9	105,7	106,6	98,7	105,6	112,2	339,2	380,2	405,7	423,0
Zysk brutto	59,6	60,1	54,9	56,4	62,7	60,1	60,5	64,5	66,2	63,7	62,7	61,3	233,0	230,9	247,8	253,9
EBITDA	30,8	35,4	30,1	23,7	36,5	32,9	35,2	35,1	38,0	36,0	36,1	32,4	114,6	120,0	139,6	142,6
Zachód	22,8	27,6	23,2	21,9	26,4	24,3	28,0	25,2	28,8	28,0	30,0	26,1	74,0	95,5	103,8	113,0
Wschód	7,7	7,7	7,1	2,2	10,1	8,6	7,5	9,9	9,2	8,0	6,1	6,3	40,7	24,7	36,0	29,6
EBITDA Adj.	33,9	31,0	31,4	32,8	35,2	33,5	37,5	36,6	38,0	36,0	36,1	32,4	148,9	129,1	142,8	142,6
Zachód	25,9	23,2	24,5	21,9	26,4	24,9	30,3	26,7	28,8	28,0	30,0	26,1	100,5	95,5	108,3	113,0
Wschód	7,7	7,7	7,1	11,3	10,1	8,6	7,5	9,9	9,2	8,0	6,1	6,3	49,3	33,7	36,0	29,6
Zysk brutto	13,8	11,5	0,7	4,4	11,3	2,3	12,7	8,0	11,2	9,4	9,6	6,0	19,6	30,4	34,3	36,2
Zysk netto	10,4	8,3	0,4	-1,9	7,3	-1,6	9,8	5,5	8,1	6,8	6,8	4,2	19,1	17,1	21,1	25,8
Marża zysku brutto	23,6%	23,7%	22,4%	22,1%	23,3%	22,7%	22,7%	23,4%	23,4%	23,3%	22,3%	21,7%	24,3%	22,9%	23,0%	22,7%
Marża EBITDA adj.	13,4%	12,2%	12,8%	12,8%	13,1%	12,7%	14,1%	13,2%	13,4%	13,2%	12,9%	11,4%	15,5%	12,8%	13,3%	12,7%
Zachód	14,2%	12,9%	13,9%	12,2%	13,6%	13,1%	15,9%	14,8%	15,5%	15,3%	16,3%	14,5%	15,2%	13,3%	14,3%	15,4%
Wschód	8,2%	8,1%	7,7%	11,3%	10,1%	8,6%	7,4%	9,4%	8,6%	8,1%	5,8%	5,6%	14,5%	8,9%	8,9%	7,0%
Marża netto	4,1%	3,3%	0,2%	-0,8%	2,7%	-0,6%	3,7%	2,0%	2,8%	2,5%	2,4%	1,5%	2,0%	1,7%	2,0%	2,3%

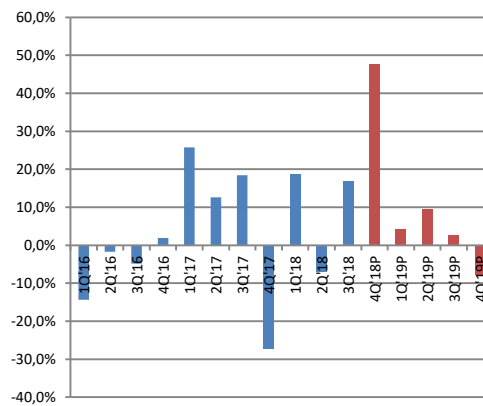
Źródło: BDM, spółka

Dynamika oczyszczonej EBITDA- kwartały [r/r]



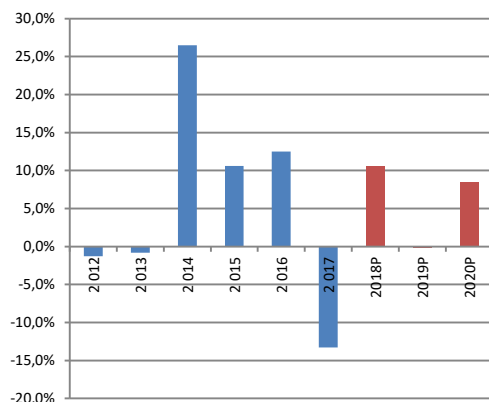
Źródło: BDM, spółka

Dynamika raportowanej EBITDA- kwartały [r/r]



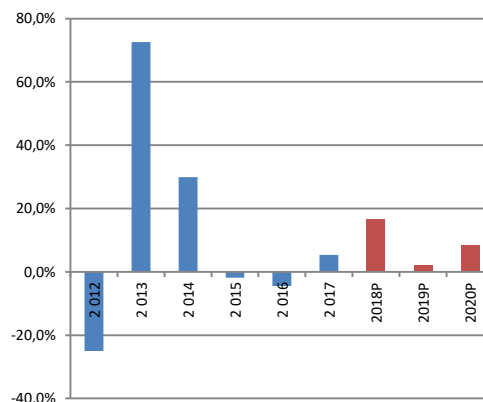
Źródło: BDM, spółka

Dynamika oczyszczonej EBITDA: 2012-2020P [r/r]



Źródło: BDM, spółka

Dynamika raportowanej EBITDA: 2012-2020P [r/r]



Źródło: BDM, spółka

STRATEGIA 2017-2021

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

Cele finansowe

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

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

Cele mają być osiągnięte gł. poprzez:

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

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

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.

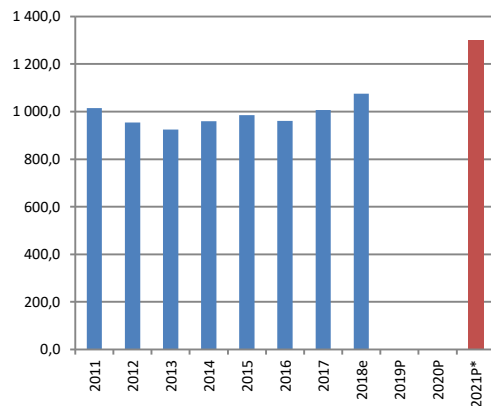
Łączny efekt inicjatyw kosztowych, rozwojowych i synergii zarząd określał wówczas na prawie 94 mln EUR do końca 2018 roku (vs 2015 rok), z czego największe efekty miały zostać osiągnięte w 2017-2018 roku (tylko poprawa efektywności operacyjnej 27 mln EUR). Efekty zw. z rozwojem biznesu i inwestycjami zarząd ocenił podczas prezentacji na 16-17 mln EUR (począwszy od 2019 roku).

Główne cele finansowe [mln EUR]

	2016*	2017*	2021 cel	2021 cel akt.**	zmiana	CAGR 2017-2021
Przychody	930,0	1 006,4	1 200,0	>1300	35,4%	6,2%
EBITDA	110,0	120,0	>200,0	>208,0	82,7%	12,8%
EBITDA adj.	148,9	129,1	200,0	>208,0	39,7%	6,9%
Marża EBITDA	11,80%	11,9%	>16%	>16%	34,9%	6,2%
Marża EBITDA adj.	15,5%	12,8%	>16%	>16%	3,2%	0,6%
CAPEX	52,0	66,9	70		32,7%	5,8%
DN/EBITDA	2,2	2,1	<1,5		-29,8%	-6,8%

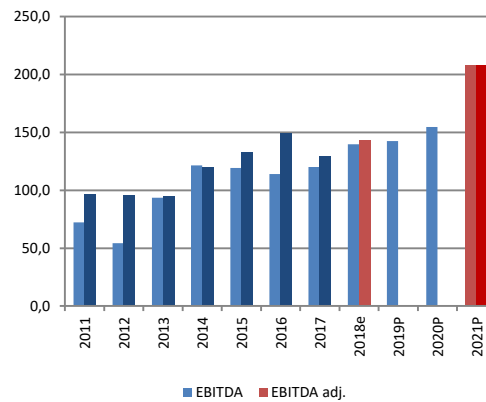
Źródło: BDM, spółka. Kolor czerwony to główne cele przedstawione przez spółkę. *- dane raportowane. **- podniesione cele strategiczne w 3Q'18

Przychody vs cel [mln EUR]



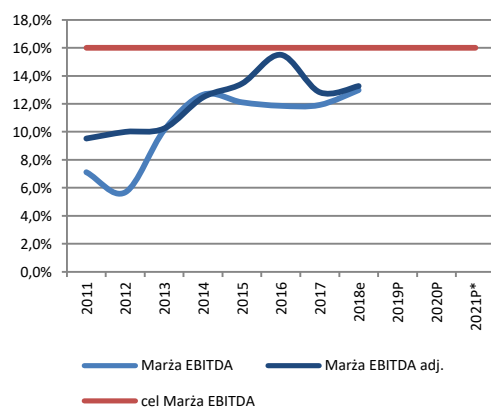
Źródło: BDM, spółka. *- zaktualizowany

EBITDA, EBITDA adj. vs cel [mln EUR]



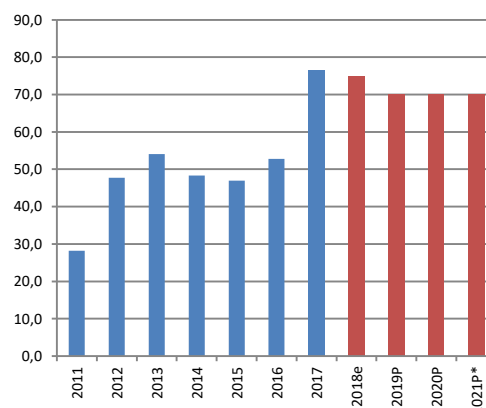
Źródło: BDM, spółka.

Marża EBITDA, marża EBITDA adj. vs cel



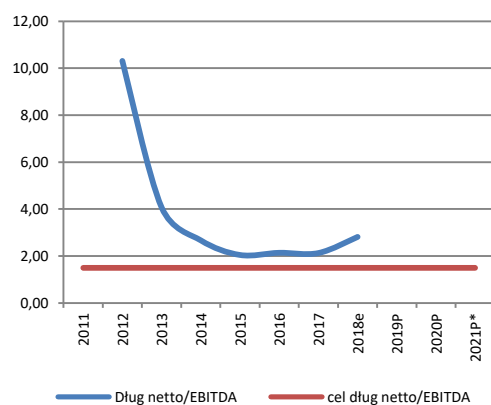
Źródło: BDM, spółka.

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
RAZEM	32,8	37,7	23,2	32,8	70,5	93,7
budżet	23,6	34,8	23,3	23,6	58,4	81,7
%	139%	108%	100%	139%	121%	115%

Źródło: BDM, spółka. *- wg zał. strategicznych

Podsumowanie konferencji z zarządem po strategii

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

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

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

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

Aktualizacja celów strategicznych- listopad 2018

Przy okazji publikacji wyników za 3Q'18 zarząd przedstawił aktualizacje podstawowych celów strategicznych. Cel przychodowy został podwyższony z ok. 1,2 mld EUR na >1,3 mld EUR. Cel marży EBITDA został utrzymany (>16%), co implikuje docelowo >208 mln EUR vs >200 mln EUR poprzednio.

W ciągu nadchodzących lat spółka planuje wprowadzić co najmniej 12 głównych inicjatyw zorganizowanych w ramach trzech obszarów roboczych (Sprzedaż, Działalność Operacyjna, Polska).

Strategia vs założenia BDM

Nasze prognozy w 2021 roku są niższe od celów finansowych spółki o ok. 22% na poziomie EBITDA i 12% na poziomie przychodów (marża EBITDA 14,2%). Są to również założenia poniżej projekcji z ostatniej rekomendacji (marzec 2018) o ok. 18% na poziomie EBITDA.

Założenia strategiczne spółki vs prognozy BDM [mln EUR]

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2021P	wzrost	CAGR	2021P BDM	różnica
Przychody	1 014,7	954,1	923,8	959,9	984,5	960,4	1 006,4	1 075,8	1300	35,4%	6,2%	1 137,9	-12,47%
EBITDA	72,2	54,2	93,5	121,4	119,2	113,9	120,0	139,6	208	82,7%	12,8%	161,9	-22,16%
EBITDA adj.	96,6	95,4	94,6	119,6	132,3	148,9	129,1	142,8	208	39,7%	6,9%	161,9	-22,16%
Marża EBITDA	7,1%	5,7%	10,1%	12,7%	12,1%	11,9%	11,9%	13,0%	16,0%	34,9%	6,2%	14,2%	-1,77%
Marża EBITDA adj.	9,5%	10,0%	10,2%	12,5%	13,4%	15,5%	12,8%	13,3%	16,0%	3,2%	0,6%	14,2%	-1,77%
CAPEX	28,2	47,7	54,1	48,3	46,9	52,8	76,3	75,0	70,0	32,7%	5,8%	70,0	0,00%
Dług netto/EBITDA	10,31	4,07	2,67	2,04	2,14	2,12	2,81	1,5	1,5	-29,8%	-6,8%	1,90	26,80%

Źródło: BDM, spółka

SKUP AKCJI WŁASNYCH

Na WZA w czerwcu'18 podjęto decyzję o zwiększeniu programu skupu akcji własnych do 20% (czyli o 11,66%) i wydłużeniu upoważnienia zarządu do 30 czerwca 2019 roku- uchwała nr. 24. Akcje mają być przeznaczone do umorzenia lub do innych celów wskazanych przez zarząd. Uchwała nr. 25 tego WZA pozwala również na nabycie do 4,46 mln akcji (6,9%), niemniej przedstawiciele spółki dawali do zrozumienia, że obecny pułap (20%) wyczerpuje program.

Dotychczas spółka przeprowadziła IV transze skupu akcji własnych po 47 PLN/akcję, 37,5 PLN/akcję i 40,0 PLN/akcję. Łącznie posiada 12,94 mln akcji dających 20% udziału w kapitale zakładowym. Średnioważona cena wyniosła 41,33 PLN/akcję.

Prezes spółki na konferencji po 3Q'18 wskazywał, że oprócz akcji przeznaczonych na program motywacyjny (4,86%) reszta zostanie umorzona (9,8 mln akcji, 15,14% kapitału).

Skup akcji własnych 2017-2018

	Data	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%
Skup IV	06.08 -21.08.2018	40,00	36,38	7,54	7,54	41%	301,7	11,66%
RAZEM		41,33		15,10	12,94		534,85	20,00%

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).

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 sprzedała 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.

IV transza skupu (06.08.2018-21.08.2018)

Dnia 04.08.2018 spółka ogłosiła IV transzę programu skupu aktywów na mocy uchwały WZA z czerwca'18. Oferta opiewała na 7,54 mln akcji (11,66%). Zapisy trwały do 21.08.2018. Do sprzedaży zaoferowano 12,72 mln akcji (dwóch największych akcjonariuszy nie odpowiedziało na ofertę), przez co redukcja zapisów wyniosła tylko 41%, a teoretyczny ekwiwalent dywidendy sięgnął 5,9%.

PROGRAM MOTYWACYJNY

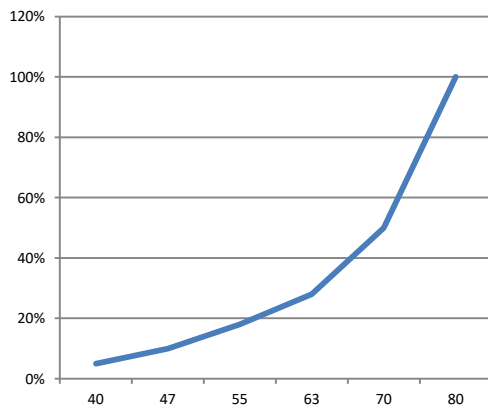
W dniu 20.09.2017 RN podjęła uchwałę w sprawie przyjęcia długoterminowego programu motywacyjnego dla wybranych członków zarządu i RN. Spółka zaoferuje opcje nabycia istniejących akcji w kapitale zakładowym w zamian za cenę akcji wynoszącą 40 PLN/szt. Członkowie zarządu uprawnieni są łącznie do nabycia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

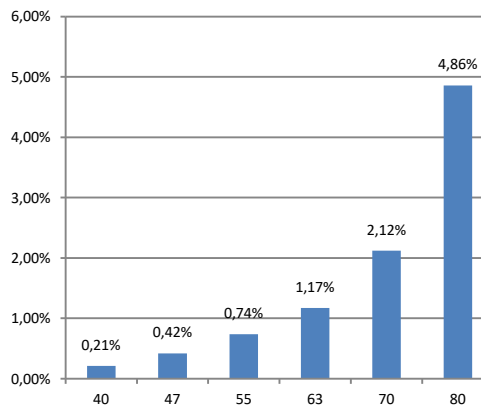
- a) dziennych średnich cen ważonych wolumenem na koniec okresu każdych 70-ciu dni rozpoczynających się od 1 czerwca;
- b) ceny otrzymanej przez któregośkolwiek akcjonariusza posiadającego przynajmniej 10% akcji spółki w wyniku bezpośredniego/pośredniego zbycia przez znaczących akcjonariuszy takiej liczby 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., Pfleiderer

Realizacja programu motywacyjnego vs cena akcji



Źródło: BDM S.A., Pfleiderer

PROGRAM INWESTYCYJNY

W latach 2011-2013 nacisk na działania restrukturyzacyjne postawiono w części zachodniej Pfeiderer. Na inwestycje wydano tam w tym okresie blisko 100 mln EUR wobec 34 mln EUR w Grajewie (część wschodnia). Od 2014 roku spółka skoncentrowała się na poprawie efektywności w Grajewie. W tym celu ogłosiła plan inwestycyjny w wysokości ok. 100 mln EUR na lata 2014-2017, który został zrealizowany. Wydatki w latach 2017-2019 dotyczą głównie inwestycji w niemieckie fabryki.

Po zakończeniu 2016 roku zarząd sugerował CAPEX na 2017 rok w wysokości ponad 60 mln EUR. Ostatecznie wyniósł on nieco ponad 70 mln EUR.

Na 2018 rok zarząd spółki zapowiadał CAPEX w wysokości 75 mln EUR. Po 1-3Q'18 wydano 51 mln EUR. W strategii do 2021 roku zarząd zakłada średnioroczny poziom CAPEX na 70 mln EUR.

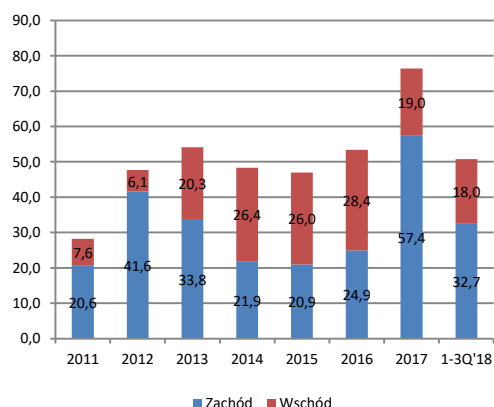
W latach 2018-2019 gł. projekty inwestycyjne o wartości ok. 55 mln EUR mają odpowiadać za wzrost EBITDA rzędu 27 mln EUR w perspektywie 2019-2020.

Główne projekty inwestycyjne 2016-2019 [mln EUR]

Inwestycja	Opis	CAPEX	Spodziewany efekt przychody		Spodziewany efekt EBITDA	
2016						
"Czteropak" (Grajewo)	zdolności lakiernicze+30% Linia do piaskowania Docinanie na wymiar Kastomizacja	10	17	20	1,5	2,0
Linia blatów (Wieruszów)	Produkty o wysokiej wartości dodanej (koniec 03.2016)	3	4,5	4,5	1,3	1,6
Dynasteam (Wieruszów)	Wzrost zdolności o 50 tys. m3 (koniec 10.2016)	3	6,0	6	1,2	1,2
2017						
Linia do piaskowania (Neumark)	Zwiększenie elastyczności produkcji (koniec sierpień 2017)	6,8			2	2
Drewno z recyklingu (Neumark)	Wzrost zużycia drewna odpadowego (koniec 1Q'18)	10,2			5	5
Linia lakiernicza (Leutkirch)	Nowe blaty (koniec 1Q'18)	13,9			9,6	9,6
Strategia wzrostu obrotów	Wzrost w zakresie obecnych i nowych produktów, rozwój żywic (koniec 2H'18)	11,8			6,2	6,2
2018-2019						
Koncepcja dla zakładu (Leutkirch)	zwiększenie wolumenów produkcji płyt wiórowych (koniec 1Q'19)	23			8,1	8,1
Nowa linia pras KT (Grajewo)	zwiększenie wolumenu laminowanych płyt w dużym formacie (koniec 2H'19)	8,5			3,1	3,1
EFEKTY 2016		11,0				
EFEKTY 2017		29,0	27,5	30,5	4,0	4,8
EFEKTY 2018		30,3			7,0	7,0
EFEKTY 2019		20,0			15,8	15,8
EFEKTY 2020					11,2	11,2
RAZEM		90,20	27,50	30,50	38,00	38,80

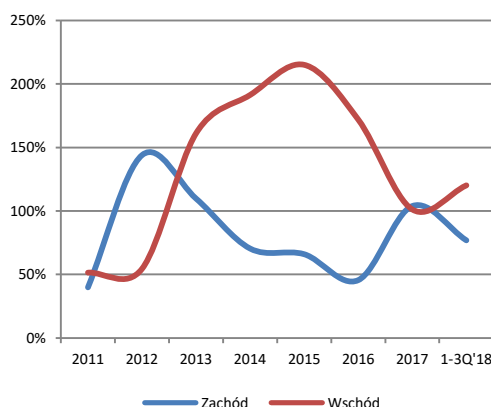
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer. Na siwo projekty wymienione w ostatnim raporcie za 3Q'18

CAPEX w latach 2011/1-3Q'18 [mln EUR]



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

CAPEX/Amortyzacja 2011/1-3Q'18



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

OTOCZENIE RYNKOWE- AKTUALIZACJA

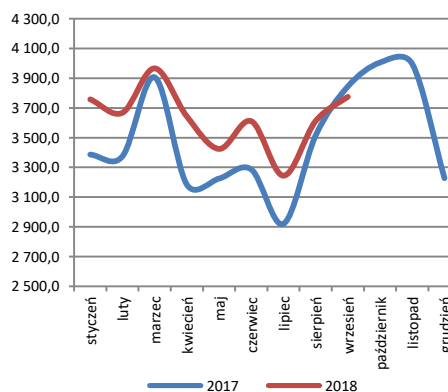
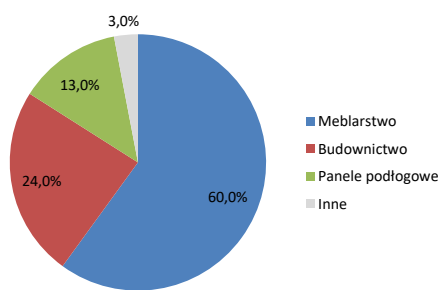
Otoczenie makroekonomiczne

Płyty drewnopochodne trafiają głównie do przemysłu meblowego (ok. 60%) i budowlanego (24%). W ostatnich latach na głównych rynkach działalności spółki (Niemcy, Polska) utrzymywała się bardzo dobra koniunktura w tym obszarze. Obecnie widać lekkie spowolnienie aktywności kupujących w obszarze DACH, co miało wynikać z upalnego lata. Niemniej przy prognozowanym wzroście PKB na '19 (+1,9% DACH, +3,7% PL) rynek meblowy/budowlany powinien być wciąż rosnący.

Produkcja sprzedana mebli w Polsce w styczniu-wrześniu'18 wzrosła o 6,7% r/r po wzroście o 6,6% r/r w 2017 roku. W samym wrześniu'18 produkcja sprzedana spadła o 1,8% r/r. Jest to najniższa dynamika od grudnia 2012.

Spółka, jak informowała na konferencji wynikowej po 3Q'18, nie odczuwa na razie spowolnienia rynku. W samym 3Q'18 zanotowała bardzo dobre wolumeny sprzedaży. Udany miał być również październik.

Struktura sprzedaży płyt drewnopochodnych (DACH/Polska) Produkcja sprzedana mebli w Polsce [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer.

Źródło: BDM S.A., GUS.

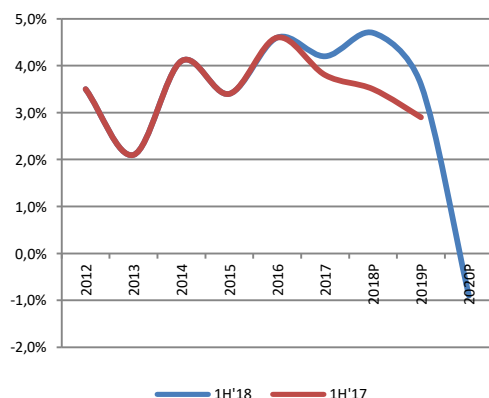
Rynek płyt drewnopochodnych- popyt

W latach 2012-2017 polski rynek płyt wiórowych surowych rósł przeciętnie o 3,6% r/r, a w DACH (kraje niemieckojęzyczne) o 0,4% r/r. Na lata 2018-2020 prognozowany jest dalszy wzrost rynku polskiego w średniorocznym tempie 2,4% i stabilny DACH (-0,1% CAGR).

Do 2020 roku prognozuje się, że rynek polski zyska 0,32 mln m3 ogółem płyty. Rynek DACH pozostanie stabilny.

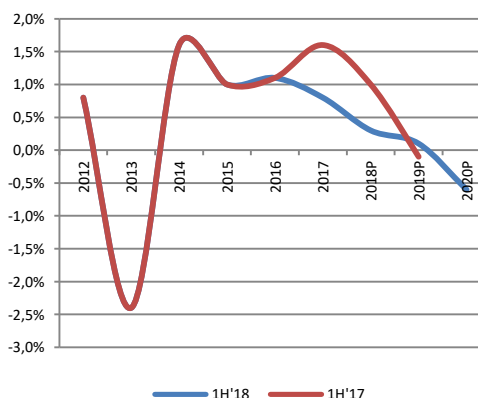
Wskazujemy, że prognozy wzrostu rynku polskiego w ostatnim roku zostały podwyższone, a dla DACH obniżone. Łącznie prognozy zostały obniżone o 0,1 mln m3.

Aktualizacja prognoz wzrostu rynku polskiego



Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

Aktualizacja prognoz wzrostu rynku DACH



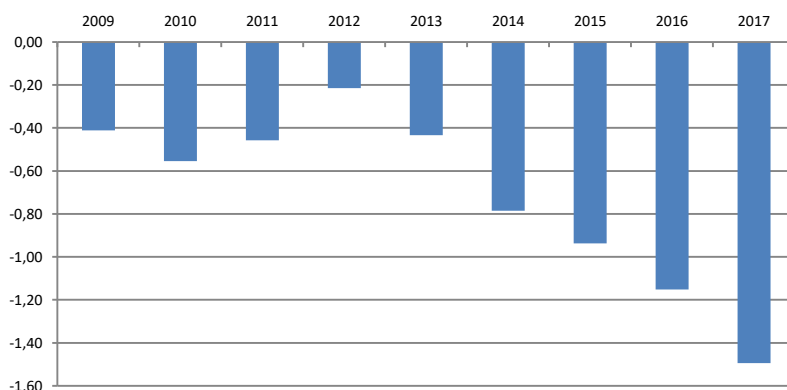
Źródło: BDM S.A., Pfeiderer

Rynek płyt drewnopochodnych- podaż

W latach 2009-2016 moce produkcyjne płyt wiórowych wzrosły w Polsce o 0,6 mln m³ czyli o 1,4% rocznie (CAGR). Saldo eksport-import zwiększyło się w tym czasie o 0,7 mln m³ i wynosiło -1,15 mln m³ w 2016 roku (-1,5 mln m³ w '17).

Obecne wykorzystanie mocy produkcyjnych w Polsce wynosi >90%. Do 2019 roku na rynek wejdzie ok. 1,2 mln m³ nowych mocy produkcyjnych (Forte 1Q'18 0,5 mln m³ i Egger w 2Q'19 0,65 mln m³). Patrząc na ujemny bilans handlowy w płycie wiórowej (-1,5 mln m³) nadwyżka ta powinna zostać wchłonięta przez rynek.

Bilans handlowy płyta wiórowa PL [mln m³]



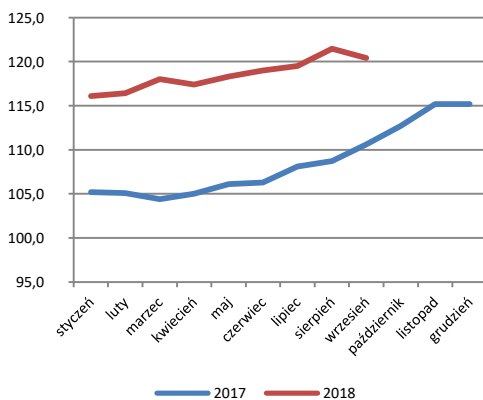
Źródło: BDM S.A., FAOSTAT

Ceny płyt drewnopochodnych

Od ponad roku obserwujemy wzrostową tendencję na rynku płyt drewnopochodnych, co jest konsekwencją dużego popytu w tym czasie i wyraźnego wzrostu kosztów surowcowych (najpierw chemii, a teraz drewna i energii). Wrzesień, z wyjątkiem płyt HDF, przyniósł lekką korektę cenową, niemniej wciąż było to blisko 9% r/r wzrostu dla płyty surowej, 5% r/r (MFC) i 4-6% dla HDF/MDF.

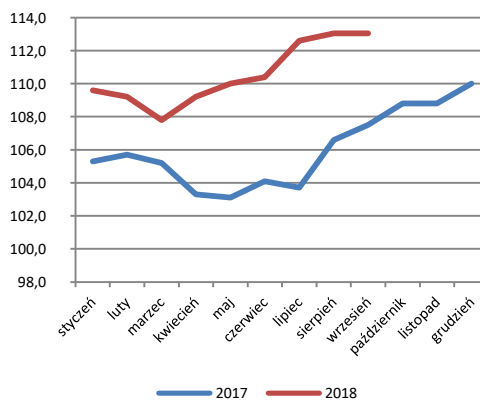
W 4Q'18 oczekujemy dalszej korekty cenowej w związku z obserwowanym spowolnieniem popytu i wzrostem podaży na rynku. Czynniki te będzie również odgrywał dużą rolę w 2019 roku, niemniej z uwagi na ujemny bilans handlowy (PL importem netto) zakładamy, że będzie miał ograniczony wpływ na ceny.

Indeks cen płyty wiórowej surowej w Niemczech



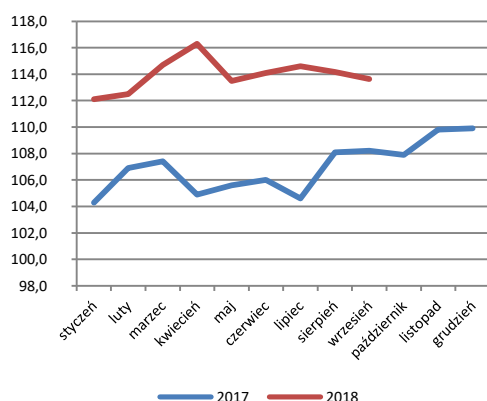
Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100.

Indeks cen płyty laminowanej (MFC) w Niemczech



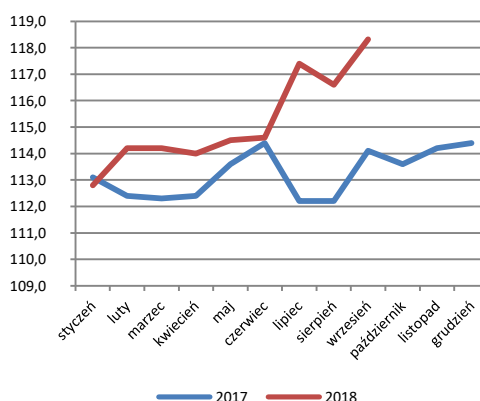
Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100

Indeks cen płyty MDF w Niemczech



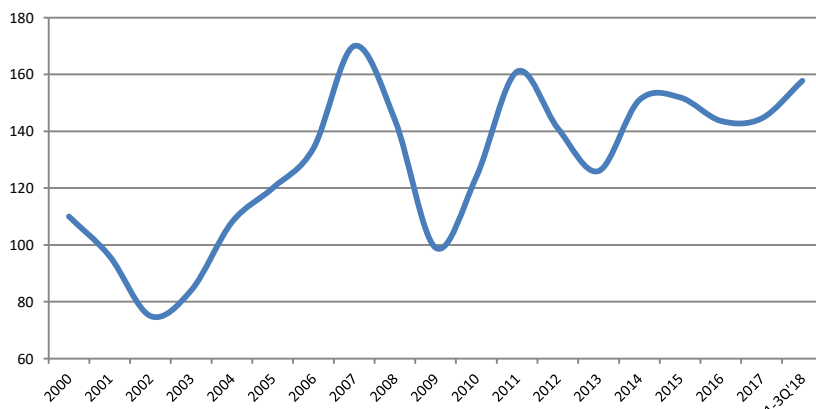
Źródło: BDM S.A., destatis.de. 2010=100

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., Pfleiderer

Zmiany w systemie sprzedaży drewna przez LP na 2019 rok

Dnia 22.10.2018 zostały opublikowane wyniki sprzedaży podstawowej drewna na 2019 rok. Komunikat nie mówi o cenach. Szacujemy, że ceny będą wyższe o ok. 3%, co łącznie z aukcjami e-drewno będzie oznaczać wzrost o 5-6% r/r.

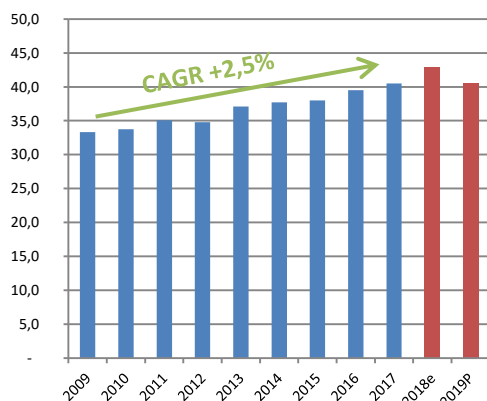
Na 2019 rok LP urynkowały system sprzedaży powracając do większego udziału aukcji e-drewno (30% vs poprzednio 8-10% puli- to co nie zostało sprzedane w 2017-2018). Reszta sprzedawana jest dalej dla przedsiębiorstw z historią zakupową. Niemniej waga w ostatecznej ofercie nie jest uwzględniona. Liczy się cena i geografia dostaw. Cenotwórczy charakter aukcji może skutkować wyższymi wzrostami cen drewna, czego nie zakładamy.

Kluczowe zmiany w systemie sprzedaży drewna przez LP

	2017	2018e	2019P	2019 wstępne
Sprzedaż drewna przez LP [mln m3]	40,5	42,9	40,4	
Sprzedaż podstawowa (historia zakupów)	97%	90%	70%	75%
Aukcje	8%*	10%*	30%	25%
Średnia cena LP [PLN/m3]	197,4			
r/r	3,6%			
Wagi				
cena	65%	65%	80%	70%
historia zakupowa	25%	25%		
geografia dostaw	10%	10%	20%	30%
Inne			możliwość podpisania umowy na 2020	

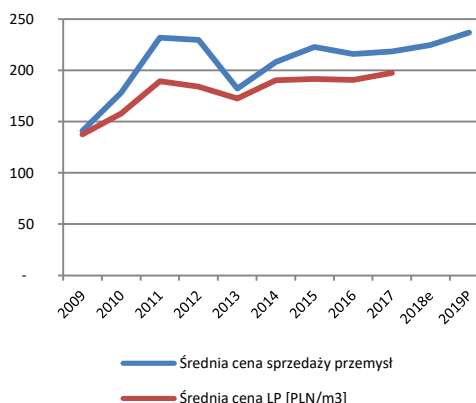
Źródło: BDM, LP, *- w aukcjach to co nie sprzedane w podstawie

Sprzedaż drewna przez Lasy Państwowe [mln m3]



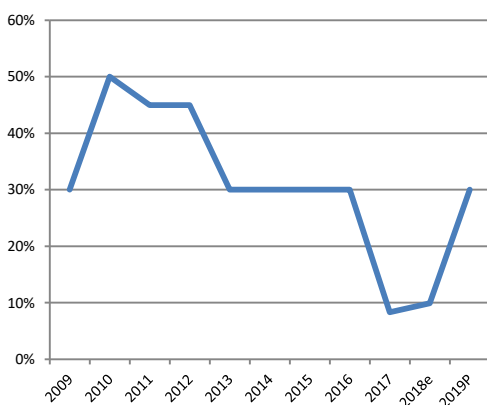
Źródło: BDM S.A., LP

Średnie ceny drewna w PL [PLN/m3]



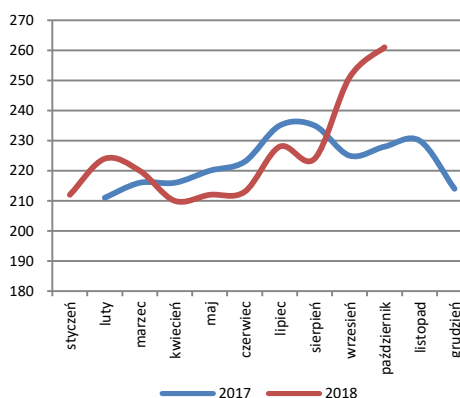
Źródło: BDM S.A., LP, szacunki własne

Udział sprzedaży aukcyjnej (bez historii zakupów) LP



Źródło: BDM S.A., LP

Sosna W Standard [PLN/m3]



Źródło: BDM S.A., e-drewno.pl

Ceny kluczowych surowców

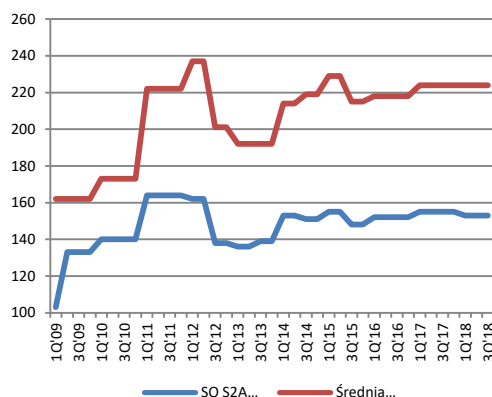
Średnie ceny drewna okrągłego w Polsce notują obecnie wzrost ok. 3%. W 2019 roku oczekiwana jest wyższa dynamika wzrostu (5-6%) z uwagi na urynkowienie systemu sprzedaży przez LP. Ceny drewna w Niemczech w przypadku okrągłego notują wzrost w 3Q'18 o ok. 5% r/r, a surowca odpadowego o ok. 3% r/r. Po 3Q'18 spółka podawała wzrost cen surowca drzewnego rzędu 6,5% r/r.

Spółka informowała, że ceny klejów w 3Q'18 wzrosły o ok. 19% r/r. Wysoki wzrost kosztów będzie się utrzymywał także w 4Q'18 (+23% r/r) i 1Q'19 (+13% r/r). Potem powinno być już taniej.

Produkcja płyt drewnopochodnych jest procesem energochłonnym, z dużym zapotrzebowaniem gł. na ciepło (suszarnia). Wszystkie zakłady posiadają swoje kotły energetyczne wykorzystujące do spalania odpady drzewne z procesu produkcyjnego (100% w Niemczech) i w części mazut (Grajewo) oraz węgiel (Wieruszów). W 3 zakładach w Niemczech zainstalowane są turbiny produkujące energię elektryczną (CHP), co pokrywa ok. 90% zapotrzebowania na energię elektryczną (gł. prasy) segmentu zachodniego. W Polsce całość zapotrzebowania (ok. 270 GWh) pochodzi z sieci. Ekspozycja na energię elektryczną jest więc ograniczona.

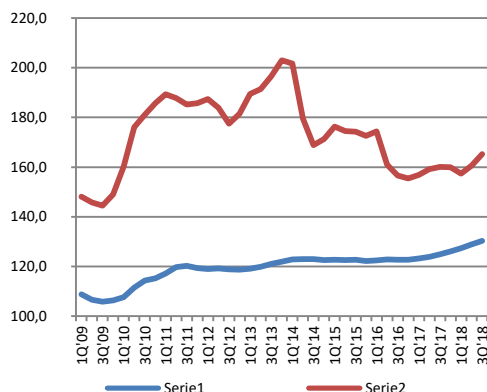
W 3Q'18 spółka informowała o ok. 5% r/r realnym wzroście cen energii. Obecnie obserwujemy 50-60% wzrost cen na rynku spot, zarówno w Polsce jak i w Niemczech. Na konferencji po 3Q'18 spółka informowała, że zabezpieczyła już 95% niezbędnej energii na 2019 rok. Szacujemy więc, że strategia zakupowa określa ok. roczne wyprzedzenie zakupów. Tym samym obserwowane wzrosty kosztów będą widoczne w spółce w 2H'19 i 2020 rok. Szacujemy, że da to negatywny efekt na marży na poziomie 3-4 mln EUR.

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



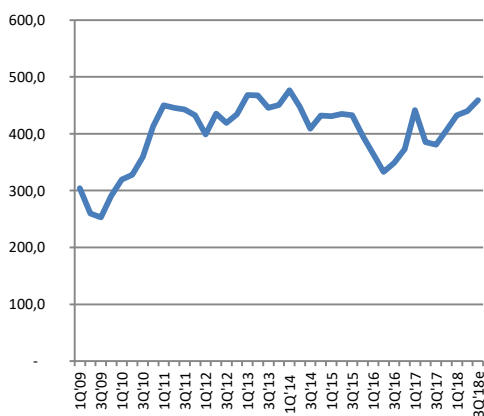
Źródło: BDM S.A., LP, *- średnia dla przemysłu (sprzedaż podstawowa i aukcje).

Indeksy cen drewna w Niemczech*



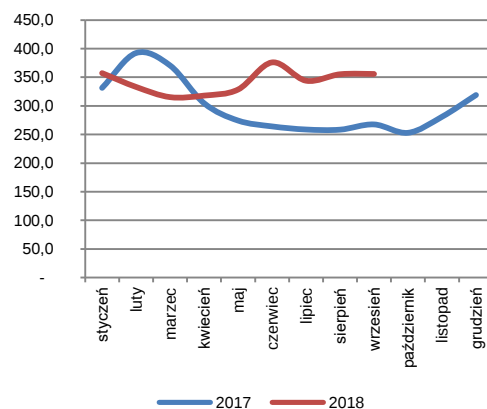
Źródło: BDM S.A. destatis.de. *2005=100

Teoretyczne ceny klejów* [EUR/t]



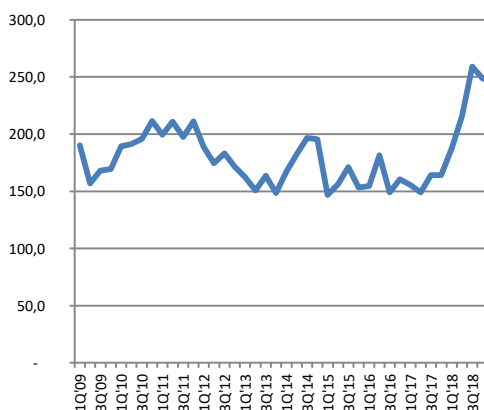
Źródło: BDM S.A., Bloomberg*- metanol, mocznik i melamina

Ceny metanolu Rotterdam [EUR/t]



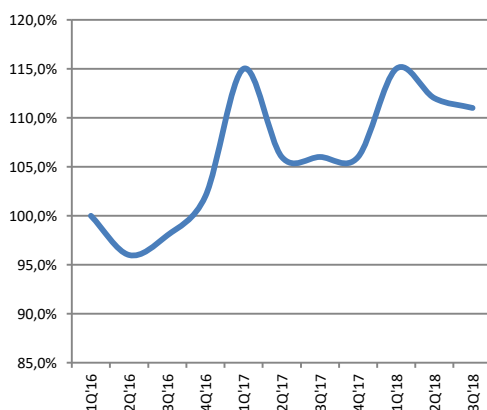
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Ceny energii w Polsce [PLN/MWh]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg.

Indeks kosztów energetycznych w spółce [1Q'16=100]



Źródło: BDM S.A., spółka

ZMIANA GŁÓWNYCH ZAŁOŻEŃ NA 2017-2019

Wyniki 2017 roku okazały się nieznacznie słabsze od naszych oczekiwań (ok. 3% na poziomie EBITDA). Również na 2018 rok nasze prognozy zostały obniżone o podobny rząd wielkości (2-4%). Zmiany te wynikają z gł. wyższego wzrostu kosztów surowcowych (gł. chemikaliów, ale również drewna i energii). Większy spadek oczekiwanego zysku netto to efekt wyższego zadłużenia (skup akcji własnych w 1-3'18 pochłonął 89 mln EUR) i różnic kursowych.

W 2019 roku nasze założenia zostały obniżone o ok. 18% na poziomie EBITDA. Wynika to gł. z wyższy kosztów surowcowych, tym razem drewna i energii. W 2017-2018 spółka cierpiała z powodu wysokiego wzrostu kosztów chemikaliów. W 2018 roku udało się je znacząco przenieść na cenę finalnego produktu. W 2019 roku zakładamy, że będzie ciężiej z uwagi na silniejsze otoczenie konkurencyjne. Wyniki powinno udać się jednak poprawić wzrostem efektywności.

W 2019 roku największym ryzykiem dla marży mogą być koszty drewna (oczek. 5% r/r wzrostu), co da negatywny efekt na marży w wysokości ok. 12 mln EUR. Wzrosty kosztów energetycznych uderzą w spółkę w ograniczonym zakresie. W Niemczech całkowite zapotrzebowanie na energię elektryczną to ok. 360 GWh w tym 320 GWh spółka produkuje z własnych kotłów opalanych biomasą (dane prospekt PFL). Energia ciepła pochodzi ze spalania biomasy (odpad produkcyjny). W Polsce spółka nie ma turbin i całą energię elektryczną kupuje z sieci. Szacujemy, że jest to rocznie ok. 270 GWh. W przypadku ciepła większość energii zapewnia biomasa, a pozostałe nośniki (mazut w Grajewie i węgiel w Wieruszowie) to wydatki rzędu 20 mln PLN rocznie.

Szacujemy, że łączny wzrost kosztów energetycznych w 2019 roku da negatywny efekt na marży w wysokości 3-4 mln EUR. Będzie on widoczny raczej w 2H'19 (hedging) i 2020 (oczek. podobnego wzrostu kosztów).

W 2019 roku liczymy, że wyniki uda się nieznacznie poprawić dzięki efektom zrealizowanych inwestycji (spółka szacowała go na nawet 16 mln EUR) i poprawie efektywności (w tym redukcji kosztów SG&A co widać już w wynikach minionych kwartałów).

Zmiana głównych założeń na lata 2017-2019P [mln EUR]

	2017			2018P			2019P		
	poprzednio*	faktyczne	%	poprzednio*	aktualnie	%	poprzednio*	aktualnie	%a
Przychody	1 013,7	1 006,4	-0,7%	1 112,0	1 075,8	-3,3%	1 132,4	1 120,5	-1,1%
Zachód	707,2	718,1	1,5%	748,5	754,9	0,8%	760,3	732,2	-3,7%
Wschód	381,6	380,2	-0,4%	395,3	405,7	2,6%	402,5	423,0	5,1%
Zysk brutto	239,6	230,9	-3,6%	267,8	247,8	-7,5%	302,5	253,9	-16,1%
EBITDA	123,0	120,0	-2,5%	145,9	139,6	-4,3%	173,9	143,4	-17,5%
Zachód	98,8	95,5	-3,3%	101,6	103,8	2,1%	122,5	115,0	-6,1%
Wschód	24,0	24,7	2,7%	44,2	36,0	-18,5%	51,4	28,4	-44,7%
EBITDA Adj.	132,0	129,1	-2,2%	145,9	142,8	-2,1%	173,9	143,4	-17,5%
Zachód	98,5	95,5	-3,0%	101,6	108,3	6,5%	122,5	115,0	-6,1%
Wschód	33,3	33,7	1,3%	44,2	36,0	-18,5%	51,4	28,4	-44,7%
Zysk brutto	28,9	30,4	5,2%	47,1	34,3	-27,2%	80,7	36,2	-55,2%
Zysk netto	18,5	17,1	-7,3%	34,8	21,1	-39,6%	59,3	25,8	-56,4%
Marża zysku brutto	23,6%	22,9%		24,1%	23,0%		26,7%	22,7%	
Marża EBITDA adj.	13,0%	12,8%		13,1%	13,3%		15,4%	12,8%	
Zachód	13,9%	13,3%		13,6%	14,3%		16,1%	15,7%	
Wschód	8,7%	8,9%		11,2%	8,9%		12,8%	6,7%	
Marża netto	1,8%	1,7%		3,1%	2,0%		5,2%	2,3%	

Źródło: BDM S.A., spółka. *- prognozy z 27.03.2018

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Struktura przychodów ze sprzedaży [mln EUR]

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	986,0	1 006,4	1 075,8	1 121,4	1 120,8	1 137,9	1 155,6	1 174,4	1 194,6	1 215,2	1 236,3	1 257,9
Core West	660,6	718,1	754,9	732,3	732,6	745,0	757,6	770,5	783,6	796,9	810,5	824,3
MFC (lam. i lakier HDF)	255,4	256,9	266,4	262,4	262,4	267,7	273,1	278,5	284,1	289,8	295,6	301,5
HPL	161,1	167,0	184,6	186,5	186,5	190,2	194,0	197,9	201,9	205,9	210,0	214,2
plyta surowa +MFP	106,0	110,4	124,1	127,9	127,9	129,1	130,4	131,7	133,0	134,4	135,7	137,1
MDF/HDF surowa	74,7	75,4	83,2	79,4	79,4	80,2	81,0	81,8	82,6	83,4	84,3	85,1
Inne	63,4	108,5	96,6	76,1	76,5	77,8	79,2	80,6	82,0	83,4	84,9	86,4
Core East	339,5	380,2	405,7	423,8	422,0	426,0	430,2	435,7	442,8	450,1	457,6	465,4
MFC (lam. i lakier HDF)	157,8	157,3	166,3	169,9	173,7	181,0	188,6	196,4	204,4	212,7	221,2	230,0
plyta surowa +MFP	80,5	94,7	104,4	97,1	94,1	92,3	90,4	88,4	86,4	84,4	82,3	80,2
MDF/HDF surowa	29,9	34,0	37,8	40,0	40,0	40,8	41,6	42,5	43,3	44,2	45,1	46,0
Inne	71,3	94,2	97,1	116,7	114,1	111,8	109,5	108,4	108,6	108,8	109,0	109,3
żywice	66,7	71,6	80,1	104,3	101,8	99,3	96,9	95,6	95,6	95,6	95,6	95,6
inne	4,6	22,6	17,0	12,4	12,4	12,5	12,6	12,8	13,0	13,2	13,4	13,7
wyłączenia	-14,1	-92,0	-84,7	-34,7	-33,9	-33,0	-32,2	-31,8	-31,8	-31,8	-31,8	-31,8
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)	38,7%	35,8%	35,3%	35,8%	35,8%	35,9%	36,0%	36,1%	36,3%	36,4%	36,5%	36,6%
HPL	24,4%	23,2%	24,4%	25,5%	25,5%	25,5%	25,6%	25,7%	25,8%	25,8%	25,9%	26,0%
plyta surowa +MFP	16,0%	15,4%	16,4%	17,5%	17,5%	17,3%	17,2%	17,1%	17,0%	16,9%	16,7%	16,6%
MDF	11,3%	10,5%	11,0%	10,8%	10,8%	10,8%	10,7%	10,6%	10,5%	10,5%	10,4%	10,3%
Inne	9,6%	15,1%	12,8%	10,4%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
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)	46,5%	41,4%	41,0%	40,1%	41,2%	42,5%	43,8%	45,1%	46,2%	47,3%	48,3%	49,4%
plyta surowa +MFP	23,7%	24,9%	25,7%	22,9%	22,3%	21,7%	21,0%	20,3%	19,5%	18,8%	18,0%	17,2%
HDF surowa	8,8%	8,9%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%	9,7%	9,8%	9,8%	9,9%	9,9%
Inne	21,0%	24,8%	23,9%	27,5%	27,0%	26,2%	25,5%	24,9%	24,5%	24,2%	23,8%	23,5%
żywice	19,6%	18,8%	19,8%	24,6%	24,1%	23,3%	22,5%	21,9%	21,6%	21,2%	20,9%	20,5%
inne	1,4%	5,9%	4,2%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Udział w skonsolidowanej sprzedaży												
MFC (lam. i lakier HDF)	41,9%	41,2%	40,2%	38,6%	38,9%	39,4%	39,9%	40,4%	40,9%	41,3%	41,8%	42,2%
HPL	16,3%	16,6%	17,2%	16,6%	16,6%	16,7%	16,8%	16,9%	16,9%	16,9%	17,0%	17,0%
plyta surowa +MFP	18,9%	20,4%	21,2%	20,1%	19,8%	19,5%	19,1%	18,7%	18,4%	18,0%	17,6%	17,3%
MDF/HDF surowa	10,6%	10,9%	11,2%	10,6%	10,7%	10,6%	10,6%	10,6%	10,5%	10,5%	10,5%	10,4%
Inne	13,7%	20,1%	18,0%	17,2%	17,0%	16,7%	16,3%	16,1%	16,0%	15,8%	15,7%	15,6%
wyłączenia	-1,4%	-9,1%	-7,9%	-3,1%	-3,0%	-2,9%	-2,8%	-2,7%	-2,7%	-2,6%	-2,6%	-2,5%

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

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

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	960,4	1 006,4	1 075,8	1 120,5	1 120,8	1 137,9	1 155,6	1 174,4	1 194,6	1 215,2	1 236,3	1 257,9
Core West	659,1	718,1	754,9	732,2	732,6	745,0	757,6	770,5	783,6	796,9	810,5	824,3
Core East	339,2	380,2	405,7	423,0	422,0	426,0	430,2	435,7	442,8	450,1	457,6	465,4
wylączenia	-37,9	-92,0	-84,7	-34,7	-33,9	-33,0	-32,2	-31,8	-31,8	-31,8	-31,8	-31,8
Zysk brutto ze sprzedaży	175,2	265,6	248,6	257,3	270,6	282,6	294,2	304,2	308,8	313,3	317,9	322,4
Core West	126,6	189,1	183,9	198,4	206,9	218,4	229,4	239,0	243,6	248,0	252,3	256,6
Core East	48,6	76,5	64,7	58,8	63,7	64,2	64,8	65,2	65,2	65,3	65,5	65,9
EBITDA	113,9	120,0	139,6	143,4	154,5	161,9	169,1	174,8	175,2	175,6	176,0	176,4
Core West	74,0	95,5	103,8	115,0	122,2	129,4	136,4	142,3	143,4	144,4	145,4	146,4
Core East	40,7	24,7	36,0	28,4	32,3	32,5	32,7	32,5	31,8	31,2	30,6	30,0
EBITDA Adj.	148,9	129,1	142,8	143,4	154,5	161,9	169,1	174,8	175,2	175,6	176,0	176,4
Core West	100,5	95,5	108,3	115,0	122,2	129,4	136,4	142,3	143,4	144,4	145,4	146,4
Core East	49,3	33,7	36,0	28,4	32,3	32,5	32,7	32,5	31,8	31,2	30,6	30,0
EBIT	42,5	46,1	62,6	65,6	77,8	86,4	94,6	100,9	101,8	102,4	103,0	103,5
Core West	19,3	40,3	46,8	57,6	65,3	74,2	82,7	89,7	91,7	93,4	94,9	96,3
Core East	24,2	5,9	16,0	8,0	12,5	12,2	11,9	11,2	10,1	9,1	8,1	7,2
Zysk brutto	19,6	30,4	34,3	36,2	49,8	61,6	73,2	81,9	85,6	89,2	92,7	96,1
Zysk netto	19,1	17,1	21,1	25,8	35,7	43,9	52,1	58,2	60,7	63,1	65,5	67,9
Marża zysku brutto	18,2%	26,4%	23,1%	23,0%	24,1%	24,8%	25,5%	25,9%	25,9%	25,8%	25,7%	25,6%
Core West	19,2%	26,3%	24,4%	27,1%	28,2%	29,3%	30,3%	31,0%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%
Core East	14,3%	20,1%	16,0%	13,9%	15,1%	15,1%	15,1%	15,0%	14,7%	14,5%	14,3%	14,2%
Marża EBITDA Adj.	15,5%	12,8%	13,3%	12,8%	13,8%	14,2%	14,6%	14,9%	14,7%	14,5%	14,2%	14,0%
Core West	15,2%	13,3%	14,3%	15,7%	16,7%	17,4%	18,0%	18,5%	18,3%	18,1%	17,9%	17,8%
Core East	14,5%	8,9%	8,9%	6,7%	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	7,2%	6,9%	6,7%	6,5%
Marża brutto	2,0%	3,0%	3,2%	3,2%	4,4%	5,4%	6,3%	7,0%	7,2%	7,3%	7,5%	7,6%
Marża netto	2,0%	1,7%	2,0%	2,3%	3,2%	3,9%	4,5%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%
zmiana r/r												
Przychody	-2,4%	4,8%	6,9%	4,2%	0,0%	1,5%	1,5%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Core West	1,2%	9,0%	5,1%	-3,0%	0,1%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Core East	-9,4%	12,1%	6,7%	4,3%	-0,2%	0,9%	1,0%	1,3%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%
wylączenia												
EBITDA Adj.	12,5%	-13,3%	10,6%	0,5%	7,7%	4,8%	4,4%	3,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Core West	29,2%	-4,9%	13,4%	6,2%	6,2%	5,9%	5,4%	4,3%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%
Core East	-9,6%	-31,5%	6,8%	-21,2%	13,8%	0,5%	0,6%	-0,6%	-2,0%	-2,0%	-1,9%	-1,9%

Źródło: BDM S.A. Prognozy BDM

Bilans [mln EUR]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	721,4	727,7	723,1	715,9	709,1	704,0	701,0	699,7	700,1	700,7	701,4	702,3
Wartości niematerialne i prawne	149,3	150,4	146,4	146,4	146,4	146,4	146,4	146,4	146,4	146,4	146,4	146,4
Rzeczowe aktywa trwałe	548,9	554,3	550,4	542,6	535,8	530,4	526,9	525,2	525,1	525,2	525,4	525,8
Aktywa obrotowe	233,2	216,8	194,3	205,5	220,0	230,5	218,1	226,6	224,7	223,8	224,2	225,8
Zapasy	91,9	96,3	107,4	110,1	113,4	115,2	116,9	118,8	120,9	123,0	125,1	127,3
Należności handlowe	42,5	35,7	76,7	78,6	81,0	82,3	83,5	84,9	86,4	87,8	89,4	90,9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	97,7	83,8	9,2	15,8	24,5	32,1	16,6	21,8	16,3	11,9	8,6	6,4
Aktywa razem	954,6	944,5	917,3	921,3	929,1	934,6	919,1	926,3	924,8	924,5	925,6	928,1
Kapitał (fundusz) własny j. dom.	271,3	239,9	154,0	165,1	187,8	213,9	244,1	276,2	307,8	340,6	374,5	409,6
Kapitał (fundusz) podstawowy	6,7	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	264,6	269,1	271,6	282,7	305,4	331,5	361,7	393,8	425,4	458,2	492,1	527,2
w tym zysk (strata) netto okresu	19,1	17,1	21,1	25,8	35,7	43,9	52,1	58,2	60,7	63,1	65,5	67,9
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	472,2	465,4	523,4	509,2	476,7	467,5	418,4	389,7	352,0	314,4	276,8	239,3
finansowe	329,8	336,2	400,0	380,0	350,0	340,0	290,0	260,0	220,0	180,0	140,0	100,0
Zobowiązania krótkoterminowe	211,1	239,1	240,0	247,1	264,5	253,1	256,6	260,4	265,0	269,6	274,3	279,2
handlowe	161,4	183,0	184,1	188,7	194,4	197,4	200,5	203,7	207,2	210,8	214,5	218,2
finansowe	10,9	2,5	2,0	2,0	14,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	954,6	944,5	917,3	921,3	929,1	934,6	919,1	926,3	924,8	924,5	925,6	928,1

Rachunek zysków i strat [mln EUR]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	960,4	1006,4	1075,8	1120,5	1120,8	1137,9	1155,6	1174,4	1194,6	1215,2	1236,3	1257,9
Koszty produktów, tow. i materiałów	727,4	775,5	828,1	866,6	850,2	855,3	861,3	870,2	885,8	901,9	918,4	935,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	233,0	230,9	247,8	253,9	270,6	282,6	294,2	304,2	308,8	313,3	317,9	322,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	166,8	183,8	182,8	189,2	192,8	196,2	199,6	203,2	207,0	210,9	214,9	218,9
Zysk (strata) na sprzedaży	66,2	47,2	64,9	64,7	77,8	86,4	94,6	100,9	101,8	102,4	103,0	103,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-20,0	-1,1	-2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	113,9	120,0	139,6	142,6	154,5	161,9	169,1	174,8	175,2	175,6	176,0	176,4
EBITDA oczyszczona	148,9	129,1	142,8	142,6	154,5	161,9	169,1	174,8	175,2	175,6	176,0	176,4
EBIT	46,2	46,1	62,6	64,7	77,8	86,4	94,6	100,9	101,8	102,4	103,0	103,5
Saldo działalności finansowej	-22,2	-26,6	-25,0	-28,6	-28,0	-24,9	-21,4	-19,1	-16,2	-13,3	-10,3	-7,4
Zysk (strata) brutto	19,6	30,4	34,3	36,2	49,8	61,6	73,2	81,9	85,6	89,2	92,7	96,1
Zysk (strata) netto	19,1	17,1	21,1	25,8	35,7	43,9	52,1	58,2	60,7	63,1	65,5	67,9

CF [mln EUR]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	122,8	133,3	73,6	139,9	136,9	145,0	148,9	152,5	153,1	152,5	151,9	151,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-62,3	-66,8	-82,6	-70,0	-70,0	-70,0	-71,0	-72,1	-73,3	-73,3	-73,3	-73,2
Przepływy z działalności finansowej	-49,7	-80,5	-65,6	-63,3	-58,2	-67,4	-93,4	-75,1	-85,3	-83,6	-81,9	-80,1
Przepływy pieniężne netto	10,9	-13,9	-74,7	6,6	8,7	7,6	-15,5	5,2	-5,5	-4,4	-3,3	-2,2
Środki pieniężne na początek okresu	86,8	97,7	83,8	9,2	15,8	24,5	32,1	16,5	21,8	16,3	11,9	8,6
Środki pieniężne na koniec okresu	97,7	83,8	9,2	15,8	24,5	32,1	16,5	21,8	16,3	11,9	8,6	6,4

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

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	4,8%	6,9%	4,2%	0,0%	1,5%	1,5%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
EBITDA adj. zmiana r/r	-13,3%	10,6%	-0,1%	8,4%	4,8%	4,4%	3,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
EBIT zmiana r/r	-0,3%	35,9%	3,3%	20,2%	11,1%	9,5%	6,7%	0,8%	0,6%	0,6%	0,5%
Zysk netto zmiana r/r	-10,1%	22,8%	22,7%	38,2%	23,2%	18,6%	11,6%	4,4%	4,0%	3,8%	3,6%
Marża brutto na sprzedaży	22,9%	23,0%	22,7%	24,1%	24,8%	25,5%	25,9%	25,9%	25,8%	25,7%	25,6%
Marża EBITDA adj.	12,8%	13,3%	12,7%	13,8%	14,2%	14,6%	14,9%	14,7%	14,5%	14,2%	14,0%
Marża EBIT	4,6%	5,8%	5,8%	6,9%	7,6%	8,2%	8,6%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%
Marża brutto	3,0%	3,2%	3,2%	4,4%	5,4%	6,3%	7,0%	7,2%	7,3%	7,5%	7,6%
Marża netto	1,7%	2,0%	2,3%	3,2%	3,9%	4,5%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%
COGS / przychody	77,1%	77,0%	77,3%	75,9%	75,2%	74,5%	74,1%	74,1%	74,2%	74,3%	74,4%
SG&A / przychody	18,3%	17,0%	16,9%	17,2%	17,2%	17,3%	17,3%	17,3%	17,4%	17,4%	17,4%
SG&A / COGS	23,7%	22,1%	21,8%	22,7%	22,9%	23,2%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%
ROE	7,1%	13,7%	15,6%	19,0%	20,5%	21,4%	21,1%	19,7%	18,5%	17,5%	16,6%
ROA	1,8%	2,3%	2,8%	3,8%	4,7%	5,7%	6,3%	6,6%	6,8%	7,1%	7,3%
Dług	338,7	402,0	382,0	364,7	340,0	290,0	260,0	220,0	180,0	140,0	100,0
D / (D+E)	35,9%	43,8%	41,5%	39,3%	36,4%	31,6%	28,1%	23,8%	19,5%	15,1%	10,8%
D / E	55,9%	78,0%	70,8%	64,6%	57,2%	46,1%	39,0%	31,2%	24,2%	17,8%	12,1%
Dług / kapitał własny	141,2%	261,1%	231,4%	194,2%	158,9%	118,8%	94,1%	71,5%	52,8%	37,4%	24,4%
Dług netto	254,8	392,8	366,2	340,2	307,9	273,4	238,2	203,7	168,1	131,4	93,6
Dług netto / kapitał własny	106,2%	255,1%	221,8%	181,1%	143,9%	112,0%	86,2%	66,2%	49,4%	35,1%	22,8%
Dług netto / EBITDA	2,0	2,8	2,6	2,2	1,9	1,6	1,4	1,2	1,0	0,7	0,5
Dług netto / EBIT	5,5	6,3	5,7	4,4	3,6	2,9	2,4	2,0	1,6	1,3	0,9
EV	721,3	788,4	752,7	723,5	691,2	656,7	621,5	587,0	551,4	514,7	476,9
Dług / EV	47,0%	51,0%	50,8%	50,4%	49,2%	44,2%	41,8%	37,5%	32,6%	27,2%	21,0%
CAPEX / Przychody	6,6%	7,7%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%	6,0%	5,9%	5,8%
CAPEX / Amortyzacja	90,5%	107,7%	89,9%	91,2%	92,8%	95,3%	97,7%	99,9%	100,1%	100,4%	100,5%
Amortyzacja / Przychody	7,3%	7,2%	6,9%	6,8%	6,6%	6,4%	6,3%	6,1%	6,0%	5,9%	5,8%
Zmiana KO / Przychody	-2,4%	4,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-52,2%	73,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wskaźniki rynkowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S*	2,0	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
P/E*	17,9	16,5	15,1	10,8	8,8	7,4	6,6	6,4	6,1	5,9	5,7
P/BV*	2,0	2,6	2,4	2,1	1,8	1,6	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA adj.*	5,6	5,5	5,3	4,7	4,3	3,9	3,6	3,4	3,2	2,9	2,7
EV/EBIT adj.*	13,1	12,0	11,7	9,3	8,0	7,0	6,2	5,8	5,4	5,0	4,6
EV/S*	3,1	3,1	2,9	2,8	2,7	2,5	2,3	2,2	2,0	1,8	1,7
BVPS	3,7	2,4	2,6	2,9	3,3	3,8	4,3	4,8	5,3	5,8	6,3
EPS	0,3	0,3	0,4	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0
DPS w okresie (PLN)	1,10	1,20	1,17	1,03	1,43	1,76	2,09	2,33	2,43	2,53	2,62
DY	3,6%	3,9%	3,8%	3,3%	4,6%	5,7%	6,8%	7,5%	7,9%	8,2%	8,5%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 30,9 PLN/akcję. Prognozy BDM

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Pado

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
strategia, materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzystian Brymora

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

Adrian Górniak

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji Pfeiderer

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	27,7	Kupuj	46,7*	20.11.2018	12:20 CEST	30,9	55 812,0
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

*- po korekcie o 1,2 PLN DPS

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA – stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

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 4Q'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	1	25%	1	50%
Akumuluj	1	25%	0	0%
Trzymaj	1	25%	1	50%
Redukuj	1	25%	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.

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 otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek 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 czasowym. 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 20.11.2018 roku (12:20 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 23.11.2018 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 20.11.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- 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.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

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 zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.