

**BDM**Raport
analityczny

SEKTOR: PRZETWARZANIE DREWNA

GPW: GRJ

REUTERS: GRAJ WA

BLOOMBERG: GRJ PW

23.08.2006

Grajewo S.A.

Trzymaj

42,70 zł

**Dane podstawowe**

cena rynkowa (zł)	43,80
kurs docelowy (zł)	42,70
wycena DCF (zł)	41,20
min 52 tyg (zł)	25,38
max 52 tyg (zł)	43,80
kapitalizacja (mln zł)	2 173,53
EV (mln zł)	2 327,09
liczba akcji (mln szt.)	49,62
free float	34,6%
free float (mln zł)	751,39
śr. obrót/msc (mln zł)	31,89

Zmiana kursu	Grajewo	WIG
1 miesiąc	14,2%	-0,2%
3 miesiące	18,9%	7,7%
6 miesięcy	20,6%	11,2%
12 miesięcy	58,2%	41,7%

Akcyonariat	% akcji i głosów
Pfleiderer Holzwerkstoffe Intern.	60,27
Commercial Union OFE BPH CU WB	5,16

Poprzednie rekom.	data	kurs
Akumuluj	2006-07-10	37,70
Akumuluj	2006-07-24	38,00

Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A.ul. Puławska 15
02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-00Analityk:
Hanna Kędzióra
tel. (0-22) 521-79-43
e-mail: hanna.kedziora@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy BDM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania

Wyniki za II kwartał oraz prognozy całoroczne

Wyniki grupy w II kwartale były bardzo dobre, naszą uwagę zwrócił w szczególności stosunkowo wysoki wzrost zysku operacyjnego. Szczególnie dobry okres zapewne miała spółka zależna Prospan, która sama wypracowała około 20 mln zł zysku netto (część z niego przypadła akcjonariuszom mniejszościowym). Dobre wyniki to następstwo wykorzystania koniunktury rynkowej oraz niższych kosztów produkcji. Pomimo opóźnień w przejściu Prospanu, zarząd spółki podtrzymał roczną prognozę zysku netto w wysokości 115 mln zł; zgodnie z zapowiedziami jeśli do przejścia w ogóle w tym roku nie dojdzie zysk ma wynieść 105 mln zł. W naszej ocenie poziom ten jest ambitny, ale realny. W niniejszym raporcie bez zmian pozostawiamy nasze prognozy dla grupy na najbliższe lata, a więc zakładają one przejście resztówki Prospanu do końca III kwartału br. za cenę 200 mln zł.

Perspektywy średnioterminowe, resztówka Prospanu

Popyt na krajowym rynku płyty wiórowej jest wysoki, a grupa utrzymuje wykorzystanie mocy produkcyjnych na wysokim poziomie. W naszej ocenie, gdyby zgodnie z pierwotnymi założeniami przejście Prospanu nastąpiło w połowie roku, Grajewo przekroczyłoby swoje własne prognozy. Opóźnienie w zakupie resztówki od Skarbu Państwa stanowi ryzyko niezrealizowania przez grupę prognozy zysku rocznego. Niewykluczone, że do przejścia w ogóle w br. nie dojdzie, możliwe jest również, że Grajewo za pakiet akcji Prospanu będzie musiało zapłacić wyższą cenę niż dotychczas zakładał rynek. W tej sytuacji coraz bardziej skłaniamy się ku zredukowaniu naszych prognoz zysku netto dla Grajewo; zrobimy to jeśli w najbliższych dwóch miesiącach nie będzie żadnych rozstrzygnięć w tym temacie. Zakładając, że w br. grupa bez przejścia resztówki Prospanu zrealizuje 105 mln zł, a w przyszłym roku około 120 mln zł zysku netto, to P/E wyniosłoby odpowiednio: 20,7 i 18,1.

Wycena i rekomendacja

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, dobre wyniki kwartalne przełożyły się na zwiększenie kursu akcji Grajewo. Przekroczył on wyznaczony przez nas poziom (cena docelowa wyznaczona na podstawie modelu DCF pozostaje niezmienną i wynosi 42,7 zł), w związku z czym zdecydowaliśmy się na obniżenie naszej rekomendacji dla akcji spółki do Trzymaj. W naszej ocenie dalsze wzrosty kursu nie mają uzasadnienia w obecnych fundamentach; jeżeli będą kontynuowane to zarówno ich skala jak i okres są ograniczone. Prognozowane przez nas P/E na lata 2006-2007 wynosi odpowiednio 19,3 oraz 15,0. Poziomy te utwierdzają nas w przekonaniu, że obecna cena giełdowa odzwierciedla bieżącą wartość grupy. Kolejnym bodźcem do zwiększenia notowań akcji Grajewo mogą być dobre wyniki następnego okresu albo też ogłoszenie perspektywicznych projektów inwestycyjnych (czynnik długoterminowy). Zagrożeniem dla notowań mogą być rozstrzygnięcia w sprawie sprzedaży resztówki Prospanu.

Dane finansowe

mln zł	2004	2005	2006p	2007p	2008p
Sprzedaż	634,34	998,17	1157,75	1457,98	1598,43
EBITDA	180,81	182,48	225,17	289,42	329,27
EBIT	157,59	130,26	159,82	204,96	234,55
Zysk netto	144,06	92,45	112,51	145,28	172,09
EPS (zł)	2,90	1,86	2,27	2,93	3,47
DPS (zł)	1,71	1,28	1,13	1,46	1,73
CEPS (zł)	2,90	1,86	2,27	2,93	3,47
P/E	15,09	23,51	19,32	14,96	12,63
P/BV	3,79	3,70	3,42	3,00	2,64
EV/EBITDA	11,41	12,42	11,82	9,51	7,95

p - prognoza BDM PKO BP S.A.

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P	I IQ05	I-I IQ05	I IQ06	I-I IQ06
Przychody netto ze sprzedaży	552,77	634,34	998,17	1 157,75	1 457,98	1 598,43	217,52	447,66	257,50	511,30
zmiana	-19,5%	14,8%	57,4%	16,0%	25,9%	9,6%			18,4%	14,2%
EBITDA	108,44	180,81	182,48	225,17	289,42	329,27	46,02	90,62	56,86	96,78
zmiana	21,0%	66,7%	0,9%	23,4%	28,5%	13,8%			23,6%	6,8%
EBIT	86,13	157,59	130,26	159,82	204,96	234,55	33,18	58,90	43,20	69,50
zmiana	-3,9%	83,0%	-17,3%	22,7%	28,2%	14,4%			30,2%	18,0%
Zysk netto	61,82	144,06	92,45	112,51	145,28	172,09	23,91	44,40	28,20	42,40
zmiana	10,3%	133,0%	-35,8%	21,7%	29,1%	18,5%			17,9%	-4,5%
Marża EBITDA	19,6%	28,5%	18,3%	19,4%	19,9%	20,6%	21,2%	20,2%	22,1%	18,9%
Marża EBIT	15,6%	24,8%	13,0%	13,8%	14,1%	14,7%	15,3%	13,2%	16,8%	13,6%
Rentowność netto	11,2%	22,7%	9,3%	9,7%	10,0%	10,8%	11,0%	9,9%	11,0%	8,3%

Źródło: Spółka, BDM PKO BP S.A.

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln zł)	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Aktywa ogółem	349,04	852,22	1 015,89	1 236,58	1 444,86	1 428,00
Aktywa trwałe	201,68	469,86	699,94	885,59	1 007,13	942,41
Aktywa obrotowe	145,15	382,36	315,96	351,00	437,74	485,60
Kapitał własny	279,66	573,99	586,68	635,67	724,69	824,14
Zobowiązania i rezerwy ogółem	54,26	131,92	260,78	627,92	747,18	630,86
Dług netto	-27,24	-109,79	93,56	487,30	579,11	442,68
Kapitał obrotowy	117,91	192,04	197,14	228,66	287,96	315,69
Kapitał zaangażowany	252,41	464,20	680,24	1 122,97	1 303,80	1 266,82
Srodki pieniężne z działalności operacyjnej	84,19	77,73	9,96	167,25	170,44	239,07
Srodki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-25,65	-99,79	-125,52	-451,00	-206,00	-30,00
Srodki pieniężne z działalności finansowej	-51,91	120,70	-29,72	326,48	33,74	-202,64
Srodki pieniężne na koniec okresu	12,94	112,02	-33,24	9,50	7,68	14,11
Dług netto/EBITDA	-0,25	-0,61	0,51	2,16	2,00	1,34
ROE	42,2%	33,8%	15,9%	18,4%	21,4%	22,2%
ROACE	52,4%	35,6%	18,4%	14,4%	13,7%	14,8%

Źródło: Spółka, BDM PKO BP S.A.

Wycena DCF (mln zł)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prognozy										
EBIT	160	205	235	232	232	233	234	238	247	265
Stopa podatkowa	19%	18%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
NOPLAT	129	168	197	195	195	196	197	200	208	223
Amortyzacja	65	84	95	93	93	92	91	87	78	59
Nakłady inwestycyjne	251	206	30	30	30	30	30	30	30	30
Zmiana kapitału obrotowego	-32	-59	-28	-3	0	0	0	0	0	0
FCF	-88	-13	234	255	258	258	258	257	255	252
Kalkulacja WACC										
Dług/(Dług+Kapitał)	30%	30%	25%	15%	10%	0%	0%	0%	0%	0%
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Premia rynkowa	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
Koszt długu po opodatkowaniu	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,5%	5,7%
Koszt kapitału	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
WACC	8,9%	8,9%	9,2%	9,6%	9,8%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Wycena										
DFCF	-81	-11	181	180	166	150	136	123	111	99
Suma DFCF	1 053									
Zdyskontowana wartość rezydualna	1 038									
Dług netto + wyplacona dywidenda	157									
Wartość spółki	1 934									
Liczba akcji (mln sztuk)	49,624									
Wartość 1 akcji 01.01.06 (zł)	39,00									
Wartość 1 akcji 23.08.06 (PLN)	41,20									

Źródło: BDM PKO BP S.A.

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E			EV/EBITDA		
			EUR	USD	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Barlinek	Polska	BRK PW	297	375	40,06	26,36	19,55	25,68	13,87	10,53
Forte*	Polska	FTE PW	80	100	17,13			11,64		
MPP ŚWIECIE	Polska	MPP PW	979	1 237	28,75	19,57	17,52	11,59	10,07	8,45
Paged	Polska	PGD PW	62	78	13,48	12,09	10,66	7,74	6,58	5,99
Mediana					22,94	19,57	17,52	11,62	10,07	8,45
Grajewo	Polska	GRJ PW	549	694	23,51	19,32	14,96	12,42	11,82	9,51
Premia (dyskonto) w wycenie rynkowej spółki					2,5%	-1,3%	-14,6%	6,9%	17,3%	12,6%
Implikowana wartość 1 akcji (zł)					42,70	44,40	51,30	40,80	35,90	37,60

*w trakcie aktualizacji

Źródło: BDM PKO BP S.A.



Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

doradca inwestycyjny
banki i finanse

telekomunikacja, media, hotelarstwo,
przemysł spożywczy

informatyka, budownictwo i nieruchomości

przemysł drzewny, papierniczy, oponiarski, lekki
produkcja i dystrybucja farmaceutyków

makler papierów wartościowych
przemysł paliwowy, chemia, AGD, energetyka

analiza techniczna

Telefony kontaktowe

Andrzej Powierża
(022) 521 79 41
andrzej.powierza@pkobp.pl

Dorota Puchlew
(022) 521 87 23
dorota.puchlew@pkobp.pl

Michał Sztabler
(022) 521 79 13
michal.sztabler@pkobp.pl

Hanna Kędziora
(022) 521 79 43
hanna.kedziora@pkobp.pl

Andrzej Pasławski
(022) 521 79 17
andrzej.paslowski@pkobp.pl

Przemysław Smoliński
(022) 521 79 10
przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Zespół Klientów Instytucjonalnych

Krzysztof Kasiński (0-22) 521 82 10
krzysztof.kasinski@pkobp.pl

Dariusz Andrzejak (0-22) 521 82 12
dariusz.andrzejak@pkobp.pl

Artur Szymecki (0-22) 521 82 14
artur.szymecki@pkobp.pl

Artur Błachnio (0-22) 521 91 33
artur.blachnio@pkobp.pl

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez BDM

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

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.

BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie

o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

BDM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy BDM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §91 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że BDM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby Klientów BDM i podlega utajnieniu w okresie dwóch następujących dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody BDM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BDM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. 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 sprawdzą się. BDM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad BDM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.