



Dom Maklerski BDM S.A.

## FORTE

### RAPORT ANALITYCZNY

**Spadające ceny płyt drewnopochodnych, głównego składnika kosztów w spółce, wpływają na poprawę teoretycznych spreadów i marż. Liczymy, że spadki notowań płyt utrzymają się przynajmniej do końca 2012 roku. Z drugiej strony obserwowany regres krajowej produkcji sprzedanej mebli i wyraźne spowolnienie w Niemczech przełoży się na niższe wolumeny w spółce. W naszej opinii spadek wolumenu nie będzie jednak tak dotkliwy jak w branży dzięki m.in. odpowiedniemu pozycjonowaniu produktów. Mając na uwadze wzrost kursu akcji spółki o 25% YTD wydajemy rekomendację TRZYMAJ ustalając jednocześnie cenę docelową na poziomie 12,0 PLN za akcję.**

Koszty zakupu płyt drewnopochodnych stanowią ok. 30% kosztów rodzajowych w spółce. W okresie lipiec 2009- lipiec 2011 gwałtowne podwyżki płyt przez producentów (wzrost cen drewna, likwidacja mocy produkcyjnych na rynku) przełożyły się na znaczną utratę marży. Obecnie na rynku płyt obserwujemy delikatne spadki i utrzymania takiej tendencji spodziewamy się przynajmniej do końca 2012 roku (-2,1% r/r średnio). Przed wszystkim zwracamy uwagę na wyhamowanie wzrostów cen drewna. Wg wstępnych informacji ceny surowca w Polsce na 2H'12 w przetargach zamkniętych są o 5-10% niższe h/h. Sytuacja taka zdejmuje presję na podwyżki płyt. Poza tym na rynku widoczny jest wzrost podaży (nowe inwestycje Sweedspana i Kronospanu). W 2013 roku zakładamy 3% r/r wzrost cen (2% r/r dla drewna) choć wobec powyższych czynników jest to założenie dość konserwatywne.

W 2011 roku produkcja sprzedana mebli wzrosła w Polsce o ponad 21% r/r w cenach bieżących. Sprzedaż napędziła dobra koniunktura w Niemczech (+5% r/r), osłabienie EUR/PLN oraz przyśpieszenie inwestycji na EURO 2012. Rok 2012 będzie z całą pewnością słabszy. W maju produkcja sprzedana mebli spadła o 8,1% r/r w cenach bieżących (-10,3% r/r w cenach stałych). Biorąc pod uwagę istotne wyhamowanie wzrostu rynku w Niemczech (+1,5% r/r w kwietniu, podczas gdy jeszcze w styczniu +12% r/r), a także wskaźniki wyprzedzające koniunkturę (ZEW i PMI) oczekujemy dalszego spowolnienia w branży, co negatywnie będzie przekładać się na kondycję krajowych meblarzy. Wg naszych prognoz w całym roku sprzedaż mebli w Polsce spadnie o 6,8% r/r (Niemcy +2,2% r/r). Liczymy jednak, że Forte utrzyma dodatnią dynamikę wzrostu przychodów dzięki m.in. odpowiedniemu pozycjonowaniu produktów (tanie meble skrzyniowe, 50% sprzedaży do Niemiec).

	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P
Przychody [mln PLN]	468,9	527,2	548,7	582,3	611,0	625,5
EBITDA [mln PLN]	54,4	62,4	54,6	57,7	59,9	57,3
EBIT [mln PLN]	38,8	48,4	39,1	41,6	43,4	40,5
Wynik netto [mln PLN]	29,1	38,4	30,2	31,9	33,3	31,1
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
P/E	9,7	7,4	9,3	8,9	8,5	9,1
EV/EBITDA	6,5	5,5	6,5	6,1	5,9	6,0
EV/EBIT	9,1	7,0	9,0	8,5	8,1	8,5

## TRZYMAJ

WYCENA 12,0 PLN

2 LIPIEC 2012

Wycena DCF [PLN]	11,8
Wycena porównawcza [PLN]	12,2
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>12,0</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>0,8%</b>
Koszt kapitału	10,2%
Cena rynkowa [PLN]	11,90
Kapitalizacja [mln PLN]	282,6
Ilość akcji [mln. szt.]	23,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	12,08
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	8,71
Stopa zwrotu za 3 mc	10,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	25,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	51,6%
Struktura akcjonariatu:	
MaForm Holding	29,5%
Amplico OFE	18,2%
ING OFE	9,9%
Eno Holding	6,2%
Vita Holding	5,6%
Revilo Holding	5,1%
Pozostali	25,5%

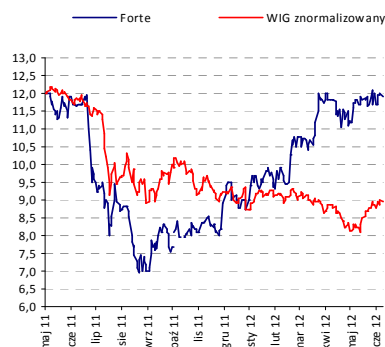
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

## SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA .....	4
WYCENA DCF .....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	8
KLUCZOWE CZYNNIKI DECYDUJĄCE O WYNIKACH FINANSOWYCH .....	9
O SPÓŁCE .....	14
KOSZTY .....	15
OTOCZENIE RYNKOWE .....	16
KONIUNKTURA W NIEMCZACH .....	16
KONIUNKTURA W POLSCE .....	18
WYNIKI FINANSOWE 1Q'12 .....	20
PROGNOZA NA 2Q'12 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW .....	21
PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2012-2021 .....	22
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE .....	24

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena Forte opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2012-2021 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 11,8 PLN. Natomiast wycena porównawcza do zagranicznych podmiotów, oparta na prognozach wyników na lata 2012 – 2014 dała wartość 1 akcji na poziomie 12,2 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 12,0 PLN.

### Podsumowanie wyceny

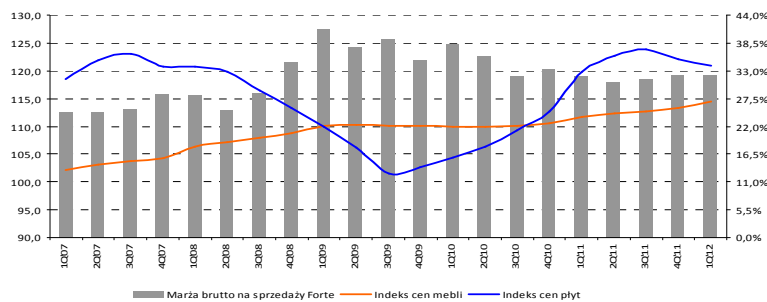
	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	11,8
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	12,2
<b>Wycena spółki [PLN]</b>		<b>12,0</b>

Źródło: BDM S.A.

Od 3Q'11 obserwujemy poprawę teoretycznych spreadów i marż w spółce. Od lipca 2011 roku spadają ceny płyt drewnopochodnych z uwagi na osłabienie koniunktury gospodarczej oraz wyhamowanie wzrostów cen drewna i chemikaliów do produkcji klejów w płytach. W tym samym czasie systematycznie rosną ceny mebli, co pozwoli poprawić marże przy korzystnym otoczeniu FX. Zakładamy, że w 2012 roku przychody spółki wzrosną o 4,1% r/r po 12,4% wzroście w 2011 roku. Niższa dynamika będzie wynikać z osłabienia koniunktury w Polsce i w Niemczech, ale spółka wielokrotnie udowodniła, że potrafi zwiększać sprzedaż nawet w takich warunkach.

Koniunktura w branży w Polsce zależy od kondycji niemieckiego przemysłu. Tam początek 2012 roku był udany. Sprzedaż mebli notowała wzrosty na poziomie 10-12% r/r (styczeń-luty'12). Obecnie obserwowane jest istotne spowolnienie. Dynamika sprzedaży utrzymuje się nieznacznie nad kreską (1,5% r/r w kwietniu). Na podstawie obserwacji wskaźnika PMI dla przemysłu (wyrzędu zwroty na sprzedaży mebli o ok. 3 miesiące) kolejne miesiące mogą okazać się spadkowe dla meblarzy. Oczekujemy dalszego spowolnienia w najbliższych miesiącach. To naszym zdaniem przełoży się na kontynuację negatywnych trendów na krajowej sprzedaży. W maju kategoria meble notowała 8,1% r/r spadek (ceny bieżące), co w okresie styczeń-maj oznacza mniejszą sprzedaż o 3,7% r/r. Zakładając kontynuację negatywnych trendów z rynku niemieckiego oczekujemy 8% r/r spadku w 2Q'12 i blisko 10% spadku w 3Q'12. Poprawa powinna przyjść dopiero pod koniec roku. Prognozujemy, że krajowa sprzedaż skurczy się w 2012 roku łącznie o 6,8% r/r i wyniesie 26,9 mld PLN.

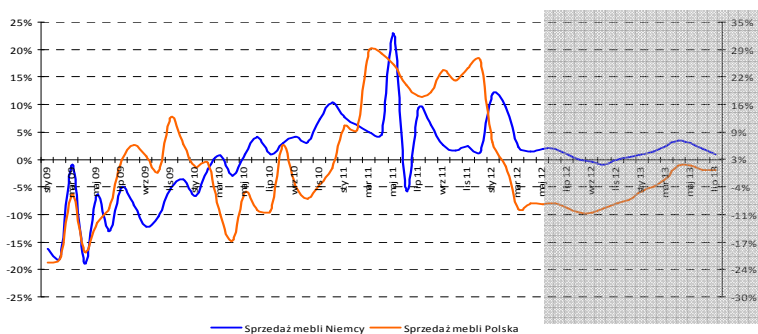
### Indeks cen mebli i płyt wiórowych na tle marży brutto ze sprzedaży Forte



Ceny płyt wiórowych spadają przy utrzymaniu tendencji wzrostowej w meblach, co przekłada się na poprawę warunków gospodarowania dla Forte (obserwowany wzrost marży od 3Q'11).

Źródło: BDM S.A., Spółka, Niemiecki Urząd Statystyczny. Lewa skala: indeksy (2005=100), prawa skala: marża brutto na sprzedaży Forte

### Prognoza produkcji sprzedanej mebli na najbliższe miesiące [% r/r, ceny bieżące]



Oczekujemy kontynuacji negatywnych trendów w branży, co przełoży się na spadek wolumenu sprzedaży w spółce. W całym roku prognozujemy, że wartość krajowej produkcji sprzedanej mebli sięgnie 26,9 mld PLN (-6,8% r/r).

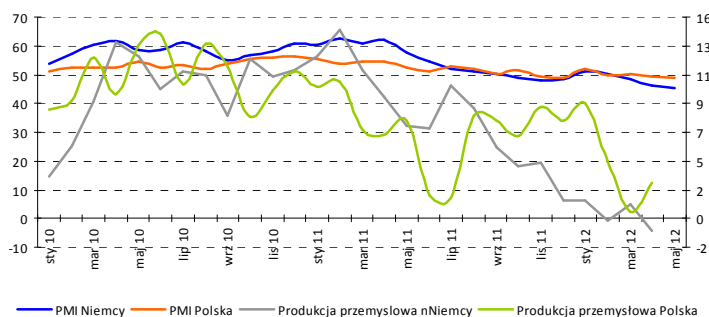
Źródło: BDM, GUS, Niemiecki Urząd Statystyczny. Lewa skala: dynamika sprzedaży w Niemczech. Prawa skala: dynamika sprzedaży w Polsce.

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

### Spowolnienie gospodarcze w Polsce i Europie

Głównymi rynkami działalności spółki są Niemcy (50% sprzedaży) i Polska (20% sprzedaży) wobec czego spowolnienie koniunktury w tych krajach może negatywnie odbić się na wynikach spółki. PMI dla przemysłu dla Niemiec od marca 2012 roku ponownie znalazły się poniżej poziomu 50 pkt (czwarty miesiąc z rzędu), a produkcja przemysłowa zanotowała ujemną dynamikę r/r w kwietniu. W Polsce PMI zszedł poniżej 50 pkt w kwietniu. W czerwcu jego wartość wynosiła 48,0 pkt. Przemysł wykazuje stagnację r/r. Koniunktura wśród krajowych meblarzy zależy od kondycji przemysłu w Niemczech. Tam na podstawie PMI prognozujemy, że w najbliższych miesiącach czeka nas dalsze osłabienie w branży (wzrost sprzedaży w styczniu-lutym na poziomie 10-12%, w marcu kwietniu tylko lekki wzrost). W takim otoczeniu spółce może być trudno utrzymać dodatnią dynamikę przychodów jeśli dodatkowo weźmiemy pod uwagę wygasanie efektów kursowych.

### Indeksy PMI dla przemysłu i dynamika produkcji przemysłowej dla Polski i Niemiec



Źródło: BDM S.A., Bloomberg. Skala lewa: PMI, skala prawa: produkcja przemysłowa (% r/r)

### Wzrosty cen płyt drewnopochodnych

Koszty płyt drewnopochodnych stanowią ok. 30% ogółu kosztów w spółce, co oznacza, że wzrost ceny o 10% przekłada się na ok. 15 mln PLN dodatkowych kosztów. W okresie lipiec 2009-lipiec 2011 notowania płyt poszły w górę o 23% licząc w EUR. Marża brutto ze sprzedaży w spółce spadła w tym okresie z okolic 40% do blisko 30%. Gwałtowny wzrost cen wynikał ze wzrostu kosztów pozysku drewna (+15% w Niemczech i ponad 30% w Polsce) oraz z bilansującego się rynku (w latach 2008-2011 zamknięto ok. 15% mocy produkcyjnych w Europie). Obecnie wzrosty cen drewna wyhamowały. W Niemczech obserwujemy delikatną tendencję spadkową. W Polsce LP w przetargach zamkniętych zwiększyły pulę sprzedawanego drewna z 55% do 65%, co przyczyni się do spadku cen surowca. Wg wstępnych informacji cena na 2H'12 spadła o 5-10% h/h. To powinno zdjąć presję na wzrosty cen płyt choć wciąż na wysokim poziomie utrzymują się ceny chemikaliów do produkcji klejów (wyżej, niż uzasadniałaby to sytuacja fundamentalna). Niemniej zwracamy uwagę, że ceny drewna w Polsce nie mają dużego potencjału do spadku. Przez wiele lat ceny naszego surowca znajdowały się poniżej niemieckich. Pozwalała na to monopolistyczna pozycja LP. Kiedy zmienił się system sprzedaży (połowę przeznaczono na aukcje od 2008 roku) ceny surowca wystrzeliły do góry (wzrost zakupów przez zagranicę). Obecnie średnie ceny znajdują się na poziomie „niemieckim”.

### Umocnienie złotówki

Zgodnie z przyjętym konsensem złotówka ma tendencję do aprecjacji w relacji do głównych walut, co wynika z szybszego tempa rozwoju gospodarczego Polski. Dlatego począwszy od 2013 roku zakładamy umocnienie złotówki do euro, a długoterminowo przyjmujemy kurs na poziomie 3,8 EUR/PLN. To będzie niekorzystnie wpływać na działalność Forte. Niemniej zwracamy uwagę, że aprecjacja złotówki może być większa. Forte w swoich strategiach zabezpieczających stosuje zerokosztowe strategie opcyjnie. Na 2013 rok spółka zabezpieczyła 48 mln EUR w korytarzu 4,0-5,0 EUR/PLN przy czym 16 mln EUR w korytarzu 4,4-4,9 EUR/PLN. Na 2014 rok spółka ma już zabezpieczone 16 mln EUR w korytarzu 4,3-5,1 EUR/PLN. Rozliczenie opcji wpłynie na korektę przychodów.

### Niski free float i płynność akcji

Free float to tylko 25,5% a płynność obrotów akcjami na giełdzie jest na niskim poziomie.

## 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 (5,17%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika  $\beta=1,0$ .

### Główne założenia w modelu:

- Po 1Q'12 spółka informowała o spadku wolumenu sprzedaży w Polsce i wzroście w Niemczech. Taką sytuację potwierdzają dane branżowe. W Polsce produkcja sprzedana mebli w cenach stałych w tym okresie spadła o ok. 3,7% r/r. Tymczasem w Niemczech sprzedaż krajowa wzrosła o 4,9% r/r. Okres 2Q'12 był bardziej pesymistyczny. W Polsce sprzedaż spadła o 11,0% r/r (ceny stałe), w Niemczech natomiast o 1,2% r/r. W takim wypadku za wzrost przychodów będą odpowiadały ceny (ok. +3% r/r) i kurs EUR/PLN (+7,6% r/r). W naszej opinii spadek wolumenu w 2Q'12 będzie mniejszy niż branży (łącznie -0,5% r/r) bowiem spółka pozycjonuje swoje produkty w najtańszej półce.
- W kolejnych kwartałach prognozy wolumenowej sprzedaży oparliśmy na naszych założeniach, co do kształtowania się sprzedaży mebli w Polsce i w Niemczech, które to z kolei wynikają z zachowania się wskaźników wyprzedzających koniunkturę w niemieckim przemyśle (ZEW, PMI). Zgodnie z tym prognozujemy, że łączny wolumen spadnie w 3Q'12 i 4Q'12 po ok. 3% r/r (-0,5% w 2Q'12), co w całym roku da spadek w wysokości 0,9% r/r (blisko 4% wzrost w 1Q'12). W kolejnych latach (2013-2014) zakładamy 5% r/r wzrost wolumenu, a następnie w 2015-2017 3% r/r (pełne moce produkcyjne). Wg informacji spółki obecny potencjał produkcyjny pozwala zwiększyć wolumen o ok. 20%. Nie zakładamy inwestycji w nowe moce produkcyjne ani akwizycji (spółka ma zdolność do przejmowania nowych podmiotów). Po 2017 roku przyjmujemy utrzymanie wolumenu sprzedaży.
- Założyliśmy ok. 3,0% r/r wzrost przeciętnych cen mebli w Polsce i w Niemczech, o czym świadczą dane za okres styczeń-maj'12. Od 2013 roku przyjmujemy 2% r/r wzrost.
- Przyjęliśmy kurs EUR/PLN na poziomie 4,3 w 2H'12 (4,26 w 2Q'12). Od 2013 roku zakładamy stopniowe umocnienie złotego do poziomów odpowiednio: 4,2 w 2013, 4,1 w 2014, 4,0 w 2015, 3,9 w 2016 i 3,8 długoterminowo.
- W przypadku cen płyt wiórowych, głównego składnika kosztów w spółce (30%) oczekujemy kontynuacji delikatnej tendencji spadkowej w 2012 roku (1% q/q w 2Q-4Q'12 licząc w EUR), co w całym roku da przeciętny spadek cen na poziomie 2,1%. W latach 2013-2014 konserwatywnie zakładamy 3% wzrost r/r (2% r/r dla drewna).
- Ceny okuć (5% kosztów) uzależniliśmy od notowań ropy naftowej i stali. Obserwacja tych benchmarków pozwala założyć przeciętny wzrost cen w EUR na poziomie 1,9% r/r w 2012 roku. Długoterminowo zakładamy 2% wzrost cen.
- Koszty szyb (5% kosztów) uzależniliśmy od notowań sody kalcynowanej. W 2011 roku ceny sody wzrosły w EUR o 14% r/r. W 2012 roku wzrost cen powinien sięgnąć 7,6% r/r w EUR.
- Koszty kartonów (3,5% kosztów) uzależniliśmy od notowań Testliner na giełdzie FOEX. W 2011 roku ceny wzrosły o 21,6% licząc w EUR. Obecnie notowania znajdują się ok. 9,5% niżej r/r.
- Wzrost wynagrodzeń przyjęliśmy na poziomie 2% r/r (4,2% r/r w 2011 roku).
- CAPEX przyjęliśmy zgodnie z założeniami zarządu na poziomie 20-15 mln PLN przy amortyzacji ok. 15 mln PLN.
- Założyliśmy stopę wypłaty dywidendy na poziomie 60% zysku netto (zgodnie z założeniami zarządu).

### Ponadto:

- Do obliczeń przyjęliśmy 23 751 tys. akcji. Nie uwzględniliśmy programu motywacyjnego (łącznie 300 tys. akcji w okresie 2012-2013) bowiem warunki jego realizacji wydają się mało prawdopodobne: wzrost EPS o 10% r/r i wzrost średniego kursu akcji r/r (grudzień vs grudzień) o 10%. W 2011 roku program w wysokości 150 tys. akcji nie został zrealizowany przez spadek kursu akcji. W 2012 roku kurs akcji kształtuje się korzystnie (+40% od grudnia 2011) jednak nierealny wydaje się wzrost EPS o 10% (pamiętajmy, że wyniki 2011 roku zawyżyła transakcja sprzedaży aktywów w Rosji i na Ukrainie).
- Po okresie szczegółowej prognozy założyliśmy wzrost FCF o 2%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 2 lipca 2012 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 279,8 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 11,8 PLN**

**Model DCF**

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	548,7	582,3	611,0	625,5	643,4	661,5	674,8	688,3	702,0	716,1
EBIT [mln PLN]	39,1	41,6	43,4	40,5	40,6	40,6	40,9	42,2	43,4	44,7
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	7,6	7,9	8,2	7,7	7,7	7,7	7,8	8,0	8,2	8,5
NOPLAT [mln PLN]	31,6	33,7	35,2	32,8	32,9	32,9	33,1	34,1	35,2	36,2
Amortyzacja [mln PLN]	15,5	16,0	16,5	16,8	16,9	17,0	16,9	16,9	16,8	16,7
CAPEX [mln PLN]	-19,8	-19,8	-19,6	-18,8	-18,0	-17,2	-16,9	-16,8	-16,7	-16,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-6,5	-10,2	-8,7	-4,4	-5,5	-5,5	-4,0	-4,1	-4,2	-4,3
FCF [mln PLN]	20,8	19,7	23,3	26,4	26,4	27,2	29,2	30,1	31,1	32,0
DFCF [mln PLN]	19,8	17,2	18,6	19,3	17,6	16,5	16,2	15,2	14,3	13,4
Suma DFCF [mln PLN]	168,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	408,3	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	170,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	338,6									
Dług netto [mln PLN]	58,8									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>279,8</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	23,8									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>11,8</b>									

Przychody zmiana r/r	4,1%	6,1%	4,9%	2,4%	2,9%	2,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	-19,1%	6,4%	4,3%	-6,7%	0,3%	0,1%	0,7%	3,0%	3,0%	3,0%
FCF zmiana r/r	-48,0%	-5,0%	18,3%	13,1%	-0,1%	3,1%	7,4%	3,2%	3,2%	2,9%
Marża EBITDA	10,0%	9,9%	9,8%	9,2%	8,9%	8,7%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Marża EBIT	7,1%	7,1%	7,1%	6,5%	6,3%	6,1%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%
Marża NOPLAT	5,8%	5,8%	5,8%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%	5,0%	5,0%	5,1%
CAPEX / Przychody	3,6%	3,4%	3,2%	3,0%	2,8%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%
CAPEX / Amortyzacja	127,4%	123,5%	118,8%	111,9%	106,4%	101,3%	99,6%	99,5%	99,5%	99,7%
Zmiana KO / Przychody	1,2%	1,8%	1,4%	0,7%	0,8%	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%

Źródło: BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Stopa wolna od ryzyka	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Udział kapitału własnego	82,2%	82,8%	84,3%	85,5%	86,7%	88,5%	90,4%	92,3%	94,2%	96,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Udział kapitału obcego	17,8%	17,2%	15,7%	14,5%	13,3%	11,5%	9,6%	7,7%	5,8%	3,8%
WACC	9,3%	9,4%	9,4%	9,5%	9,5%	9,6%	9,7%	9,8%	9,9%	10,0%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
beta	0,7	10,3	10,9	11,6	12,4	13,5	14,8	16,7	19,5	23,7
	0,8	9,8	10,3	10,9	11,6	12,5	13,7	15,2	17,4	20,7
	0,9	9,3	9,7	10,2	10,9	11,7	12,7	14,0	15,8	18,3
	1,0	8,8	9,2	9,7	10,2	10,9	11,8	12,9	14,4	16,4
	1,1	8,4	8,7	9,1	9,6	10,2	11,0	11,9	13,2	14,9
	1,2	8,0	8,3	8,7	9,1	9,6	10,3	11,1	12,1	13,5
	1,3	7,6	7,9	8,2	8,6	9,1	9,6	10,4	11,2	12,4

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Premia za ryzyko	3,0%	10,9	11,5	12,3	13,3	14,5	16,2	18,5	21,9	27,6
	4,0%	9,8	10,3	10,9	11,6	12,5	13,7	15,2	17,4	20,7
	5,0%	8,8	9,2	9,7	10,2	10,9	11,8	12,9	14,4	16,4
	6,0%	8,0	8,3	8,7	9,1	9,6	10,3	11,1	12,1	13,5
	7,0%	7,2	7,5	7,8	8,2	8,6	9,1	9,7	10,5	11,4
	8,0%	6,6	6,8	7,1	7,4	7,7	8,1	8,6	9,1	9,9
	9,0%	6,1	6,2	6,4	6,7	6,9	7,3	7,6	8,1	8,6

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3,0%	19,2	18,1	17,1	16,2	15,4	14,6	13,9	13,3	12,7
	4,0%	16,8	15,6	14,6	13,7	12,9	12,1	11,5	10,8	10,3
	5,0%	14,8	13,7	12,7	11,8	11,0	10,3	9,6	9,1	8,6
	6,0%	13,3	12,1	11,1	10,3	9,5	8,9	8,3	7,7	7,3
	7,0%	11,9	10,8	9,9	9,1	8,4	7,7	7,2	6,7	6,2
	8,0%	10,8	9,8	8,9	8,1	7,4	6,8	6,3	5,8	5,4
	9,0%	9,9	8,9	8,0	7,3	6,6	6,0	5,6	5,1	4,7

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2012-2014 do wybranych, zagranicznych spółek działających w sektorze meblowym. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Obliczenia bazują na kursach z 2 lipca 2012 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 50%.

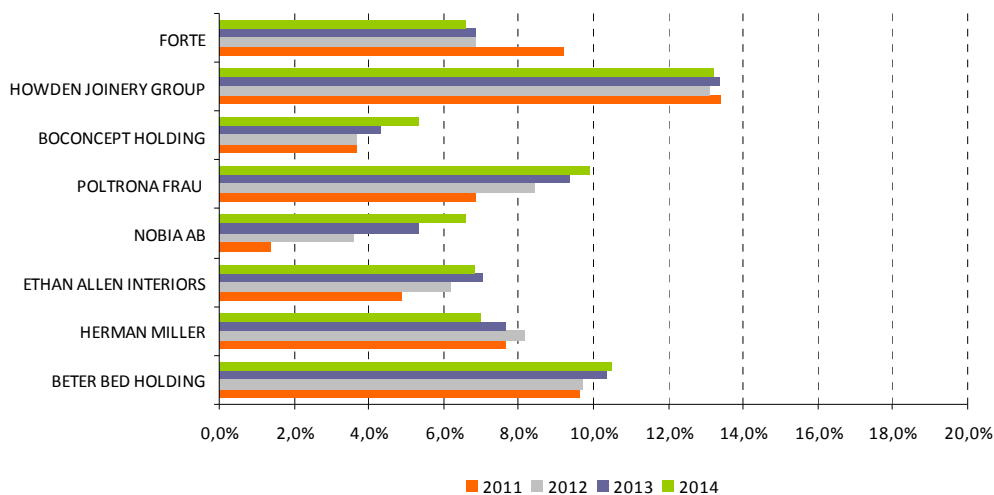
Porównując wyniki Forte ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 290,3 mln PLN, co odpowiada 12,2 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 11,9 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika P/E'12 Forte jest notowane z blisko 17% dyskontem.

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2012P	2013P	2014P	2012P	2013P	2014P
BETER BED HOLDING	11,2	10,1	9,3	6,6	5,9	5,5
HERMAN MILLER	13,3	11,7	10,0	5,8	5,4	5,0
ETHAN ALLEN INTERIORS	17,0	14,7	11,3	9,1	7,4	6,6
NOBIA	11,2	7,1	5,8	6,5	4,7	3,5
POLTRONA FRAU	13,7	11,0	9,3	6,7	5,8	5,0
BOCONCEPT HOLDING	11,2	10,5	7,2	5,6	4,8	3,6
HOWDEN JOINERY GROUP	10,5	9,9	9,4	5,9	5,5	5,0
Mediana	11,2	10,5	9,3	6,5	5,5	5,0
Forte	9,3	8,9	8,5	6,5	6,1	5,9
Premia/dyskonto do spółki	-16,7%	-15,5%	-9,1%	-0,1%	12,2%	18,0%
Wycena wg wskaźnika	14,3	14,1	13,1	11,9	10,3	9,6
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		<b>13,8</b>			<b>10,6</b>	
Waga wskaźnika		50,0%			50,0%	
Premia / dyskonto						
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>	<b>12,2</b>					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 02.07.2012

### Porównanie rentowności EBIT



Źródło: BDM S.A., Bloomberg



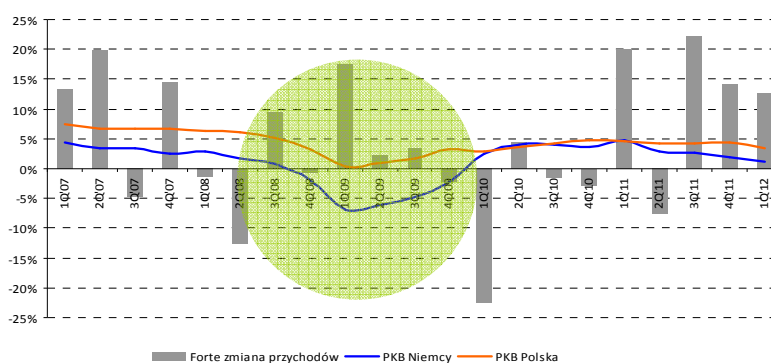
## KLUCZOWE CZYNNIKI DECYDUJĄCE O WYNIKACH FINANSOWYCH

Głównymi czynnikami wpływającymi na wyniki finansowe Forte są popyt i ceny mebli, koszty zakupu płyt drewnopochodnych oraz kurs EUR/PLN.

### Popyt i ceny mebli oraz koszty płyt drewnopochodnych

Forte działa w segmencie tanich mebli skrzyniowych wobec czego spowolnienie koniunktury stosunkowo najpóźniej uderza w wyniki finansowe spółki. W czasie minionego kryzysu finansowego 2008/2009 spółka potrafiła zwiększyć sprzedaż dzięki odpowiedniemu pozycjonowaniu produktów i osłabieniu EUR/PLN.

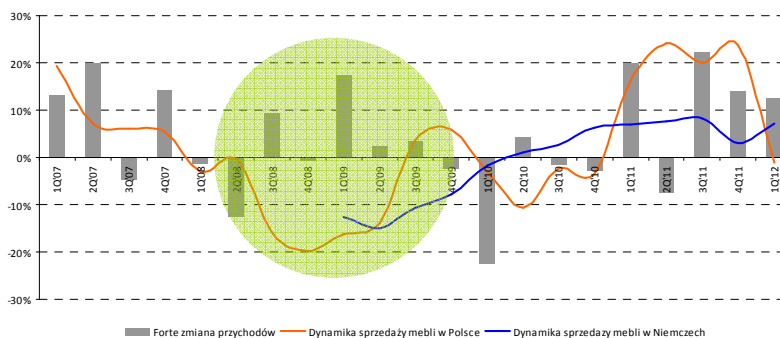
### Zmiana PKB w Polsce i Niemczech na tle zmiany przychodów Forte [r/r]



*Podczas minionego kryzysu finansowego 2008-2009 spółka potrafiła zwiększyć sprzedaż dzięki odpowiedniemu pozycjonowaniu produktów (tanie meble skrzyniowe) i osłabieniu złotówki.*

Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg

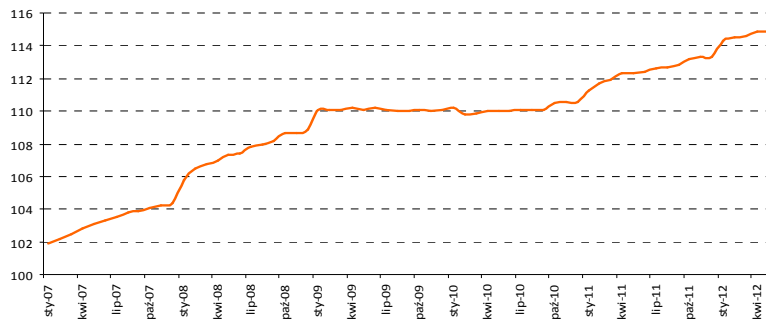
### Dynamika produkcji sprzedanej mebli w Polsce na tle zmiany przychodów Forte [r/r]



*Spółka zanotowała wzrost przychodów w okresie 2008-2009 przy ujemnej dynamice produkcji sprzedanej mebli w Polsce i w Niemczech.*

Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg

W ostatnich latach ceny mebli notowały systematyczne wzrosty cen. W kryzysowych warunkach (bańka milenijna, kryzys finansowy) ceny pozostawały względnie stabilne. Należy bowiem pamiętać, że producenci mebli nie są w stanie od razu przerzucić wzrostu kosztów na klienta. Wysokie koszty płyt drewnopochodnych w latach '90 były stopniowo implementowane przez meblarzy. Od 2004 roku mieliśmy do czynienia z dwiema gwałtownymi falami podwyżek cen płyt: 2Q'04-3Q'07 (+31%) i 4Q'09-3Q'11 (+21%). W tych samych okresach notowania mebli sięgnęły odpowiednio 5,5% i 2,4%. W międzyczasie kryzys finansowy 2008-2009 sprowadził ceny płyt do poziomu z 2004 roku (-17,4%), a notowania mebli pozostały stabilne. Obecna sytuacja sprzyja Forte. Ceny płyt wiórowych od 3Q'11 notują delikatne spadki (-3,8% od szczytu) przy 2-3% podwyżce cenników mebli, co podnosi teoretyczny spread i poprawia marżę Forte. W następnych okresach ceny mebli powinny utrzymać tendencję wzrostową. Zwrotu na cenach płyt oczekujemy najwcześniej w 2013 roku (raczej 2H'13) z uwagi na pogorszenie koniunktury, obniżkę cen drewna i chemikaliów oraz wzrost podaży płyt (nowe inwestycje). Do takich wniosków skłania nas też obserwacja długoterminowych cykli.

**Indeks cen mebli na rynku niemieckim [2005=100]**


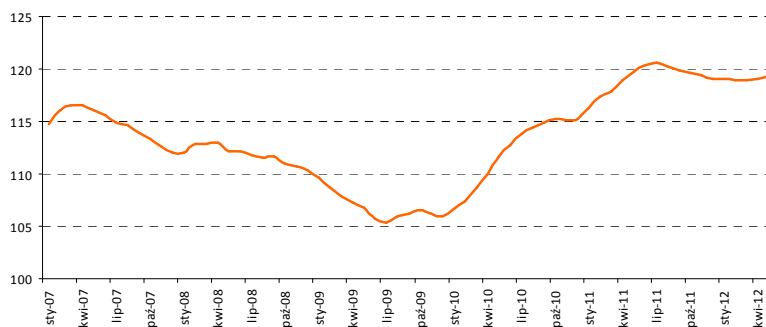
Źródło: BDM S.A., Niemiecki Urząd Statystyczny

Ceny mebli utrzymują się w delikatnym trendzie wzrostowym. W 1Q'12 ceny na rynku Niemieckim wzrosły o 2,1% r/r (1,1% q/q). W kwietniu i maju notowały wzrost o 2,3% r/r. Podwyżka cenników jest opóźnioną reakcją na gwałtowne wzrosty cen płyt wiórowych w okresie sierpień'09-lipiec'11.

**Indeks cen płyty wiórowej na rynku niemieckim [2005=100]**

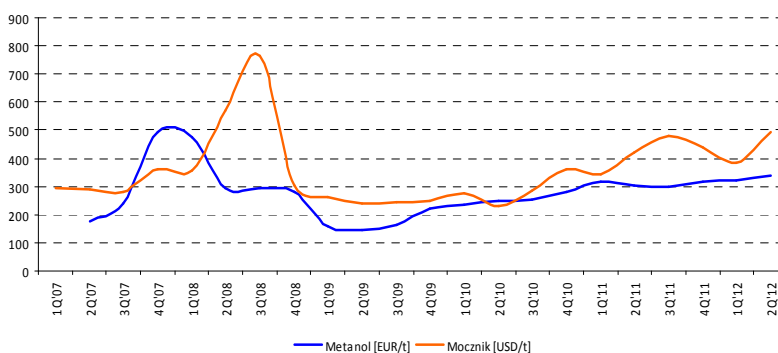

Źródło: BDM S.A., Niemiecki Urząd Statystyczny

Dołek cenowy na rynku płyt wypadł w lipcu 2009 roku. Od tego momentu producentom udało się wprowadzić podwyżki wynikające z poprawy koniunktury gospodarczej, wzrostu cen drewna czy likwidacji mocy produkcyjnych. Od lipca obserwujemy delikatne spadki (-2,6% w maju'12).

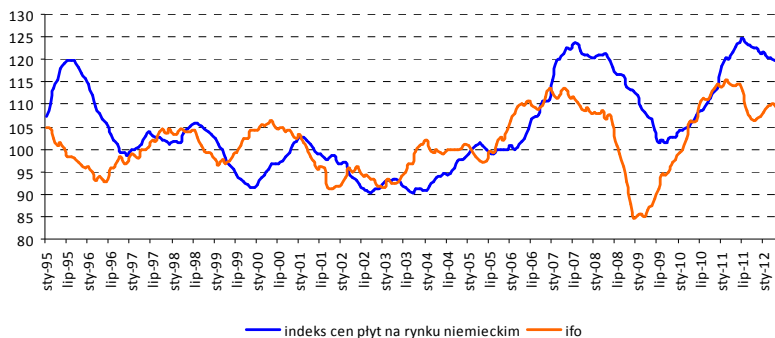
**Indeks cen drewna na rynku niemieckim [2005=100]**


Źródło: BDM S.A., Niemiecki Urząd Statystyczny

Producenci płyt drewnopochodnych wprowadzili podwyżki w reakcji na wzrost cen drewna i klejów (mocznik, metanol, melamina). Średnia cena drewna na rynku niemieckim wzrosła w 2011 roku o 6,2% r. (Polska ok. 20% r/r), a płyt wiórowych o 12,9% r/r. Obecnie ceny się ustabilizowały. W Polsce mają niewielki potencjał do spadku. W 2011 roku ceny mocznika wzrosły o 46% r/r a metanolu o 21% r/r. Grajewo raportowało wzrost kosztów klejów na poziomie 20-30%. Oczekujemy, że wraz z osłabieniem rynku zbroż i spadkiem cen ropy naftowej ceny chemikaliów nie powinny być już problemem dla branży.

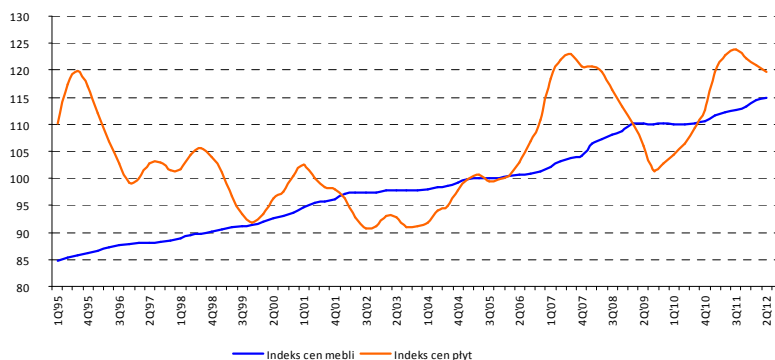
**Ceny mocznika i metanolu, głównych składników klejów do produkcji płyt wiórowych**


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Korelacja między cenami płyt wiórowych a indeksem koniunktury IFO w Niemczech**


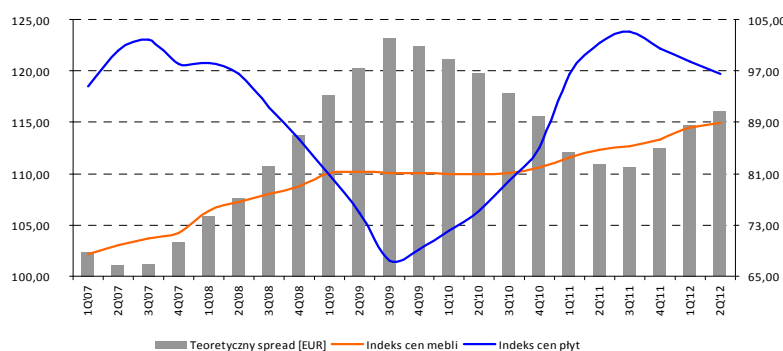
*Też o spadkowym rynku płyt wiórowych potwierdza Indeks koniunktury IFO, który statystycznie „wyprzedza” zwroty na rynku płyt o 6-8 miesięcy.*

Źródło: BDM S.A., Niemiecki Urząd Statystyczny, Bloomberg

**Długoterminowe spojrzenie na ceny mebli i płyt wiórowych [2005=100]**


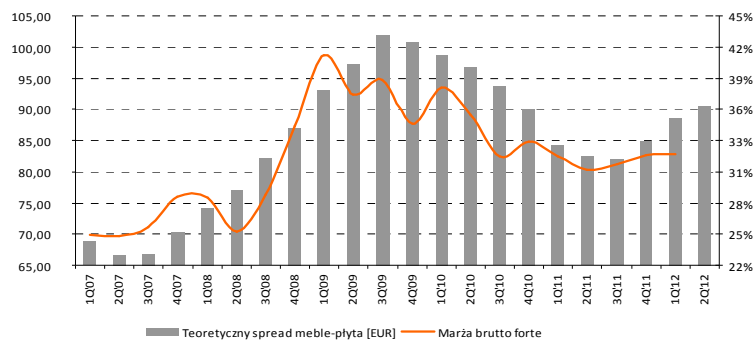
*Notowania płyt wiórowych są silnie koniunkturalne i podlegają sporym wahaniom. Ceny mebli notują inflacyjny wzrost. W rezultacie najistotniejszym czynnikiem dla Forte (oprócz kursu walutowego) są koszty zakupu płyt wiórowych (ok. 30% w kosztach rodzajowych).*

Źródło: BDM S.A., Niemiecki Urząd Statystyczny, Bloomberg

**Teoretyczny spread meble-płyta**


*Na bazie indeksów cen mebli i płyt wiórowych stworzyliśmy teoretyczny spread. Począwszy od 3-4Q'11 obserwujemy poprawę. Teoretyczny spread od tego momentu wzrósł o 10,4% (9,8% r/r w 2Q'12), co znalazło potwierdzenie w marży brutto na sprzedaży Forte.*

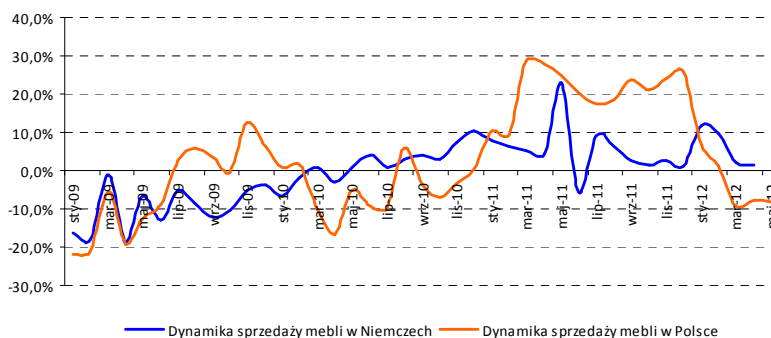
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne, Niemiecki Urząd Statystyczny. Lewa skala: indeks (2005=100), prawa skala: teoretyczny spread (EUR)

**Korelacja między teoretycznym spreadem a marżą brutto na sprzedaży Forte**


W okresie 1Q'07-1Q'12 korelacja między teoretycznym spreadem (cena mebli- cena płyty) a marżą brutto na sprzedaży Forte wynosiła aż 0,9. Od 3Q'11 obserwujemy poprawę warunków gospodarowania dla Forte.

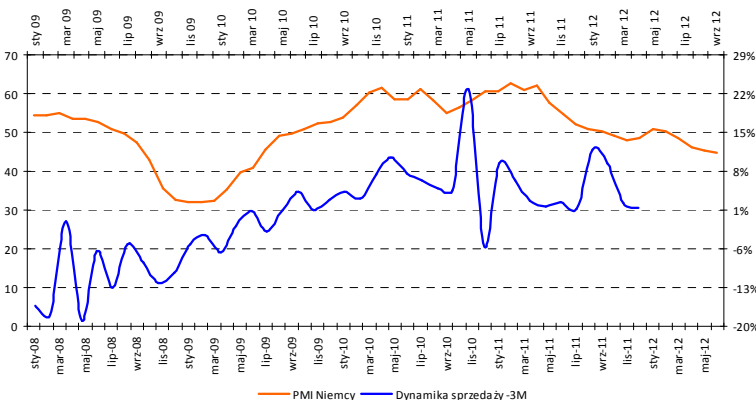
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne, spółka, Niemiecki Urząd Statystyczny. Lewa skala: teoretyczny spread. Prawa skala: marża brutto ze sprzedaży

W 2011 roku rynek meblowy w Polsce odnotował 21% wzrost r/r, na co złożyła się głównie dobra koniunktura w Niemczech i osłabienie EUR/PLN. Tamtejszy rynek zyskał 5% r/r. Historycznie dynamika produkcji sprzedaży mebli w Polsce dość dobrze (ponad 50%) korelowała z koniunkturą u naszego zachodniego sąsiada. Początek 2012 r. był udany dla branży. W styczniu sprzedaż w Polsce notowała wzrost o 6,5% r/r (ceny bieżące), a w Niemczech o 11,9% r/r. Luty na krajowym rynku był już słaby. Koniunktura utrzymywała się w Niemczech jednak i tam w marcu-kwietniu dynamika spadła do 1,5% (Polska ok. -10%). To w naszej opinii przełożyło się na spadek wolumenu w 2Q'12 (-0,5% r/r). Na podstawie naszych prognoz utrzymania takiej tendencji oczekujemy w kolejnych kwartałach 2012 roku (ok. -3% r/r).

**Dynamika sprzedaży mebli w Polsce i w Niemczech [r/r]**


Początek 2012 roku był udany dla branży. Kolejne miesiące przyniosły jednak istotne spowolnienie. W maju spadek krajowej produkcji przekraczał 10% r/r. W Niemczech dynamika spowolniła z blisko 12% r/r do 1,5% r/r (ceny bieżące). Nie spodziewamy się w tej kwestii rychłej poprawy.

Źródło: BDM S.A., GUS, Niemiecki Urząd Statystyczny. Ceny bieżące

**Korelacja między PMI dla niemieckiego przemysłu a dynamiką sprzedaży mebli (-3 M)**


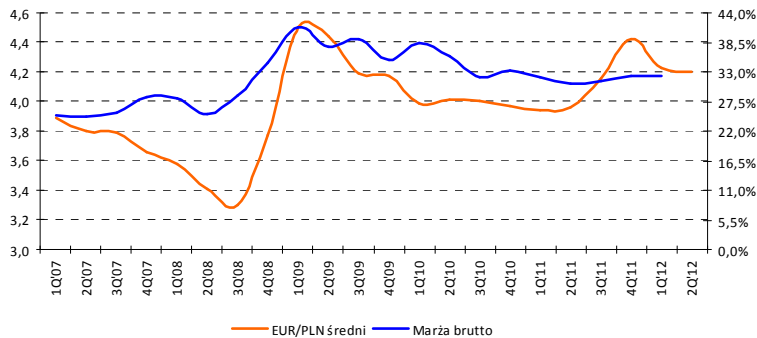
Korelacja między dynamiką sprzedaży mebli w Niemczech przesuniętą o 3 miesiące wstecz a PMI dla tamtejszego przemysłu w 3-letnim okresie wynosi 70,6%. W związku z tym oczekujemy kontynuacji spowolnienia w branży w kolejnych miesiącach.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Niemiecki Urząd Statystyczny. Ceny bieżące sprzedaży mebli przesunięte o 3 miesiące wstecz względem PMI. Lewa skala i dolna oś X: PMI. Prawa skala i górna oś X: dynamika sprzedaży mebli w Niemczech (ceny bieżące).

## Kurs EUR/PLN

Ok. 80% sprzedaży kierowane jest na eksport, a koszty w większości ponoszone są w walucie krajowej. Szacujemy, że roczna ekspozycja walutowa (przychody operacyjne-koszty operacyjne) to ok. 48 mln EUR rocznie, co oznacza, że osłabienie EUR/PLN o 10 groszy zwiększa marżę o ok. 4,8 mln PLN. Spółka prowadzi rachunkowość zabezpieczeń. Na 2013 rok ma zabezpieczoną całą ekspozycję w korytarzu 4,0-5,0 EUR/PLN (w tym 16 mln EUR w korytarzu 4,4-4,9 EUR/PLN), a na 2014 już 16 mln EUR (4,3-5,14).

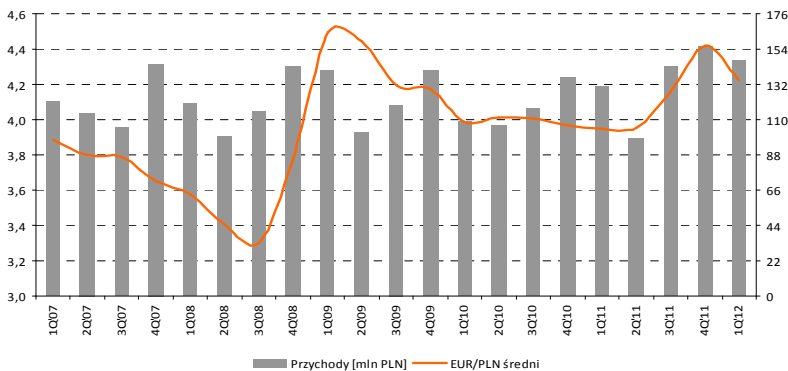
## Korelacja między EUR/PLN a marżą brutto ze sprzedaży Forte



Źródło: BDM S.A., Spółka, Bloomberg. Lewa skala: kurs EUR/PLN. Prawa skala: marża

*Kolejnym istotnym czynnikiem kształtującym wyniki Forte jest kurs EUR/PLN. Spółka ok. 80% swojej sprzedaży kieruje na eksport, a koszty ponosi w większości w złotówce (część kosztów materiałów w EUR). Roczna ekspozycja walutowa to ok. 40-50 mln EUR. Korelacja z marżą brutto w okresie 1Q'07-1Q'12 wyniosła 69%.*

## Przychody ze sprzedaży [mln PLN] na tle EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Spółka, Bloomberg. Lewa skala: kurs EUR/PLN. Prawa skala: przychody

*Osłabienie złotówki w czasie minionego kryzysu finansowego pozwoliło spółce zwiększyć przychody i marżę (80% sprzedaży trafia na eksport).*

## O SPÓŁCE

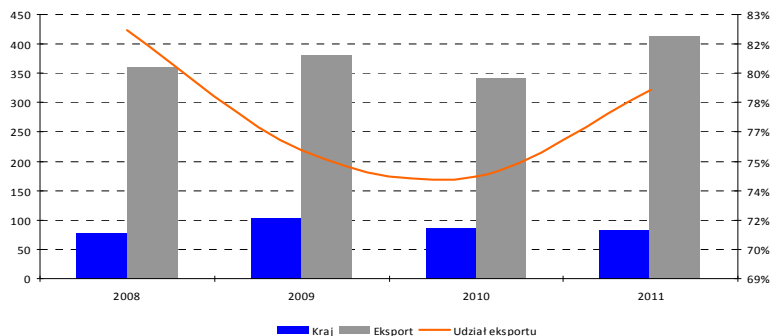
Forte to jeden z czołowych producentów mebli w Polsce. Spółka oferuje szeroką gamę tanich mebli skrzyniowych (do mieszkań i biur) sprzedając je przede wszystkim w eksporcie (80% obrotów). Głównymi rynkami działalności są Niemcy (ok. 50% sprzedaży) i Polska (ok. 20% sprzedaży). Spółka prowadzi działalność w 4 zakładach produkcyjnych w Polsce: Ostrów Mazowiecka, Suwałki, Białystok i Hajnówka.

Historia Forte sięga 1992 roku, kiedy obecny właściciel, Pan Maciej Formanowicz w ramach procesu prywatyzacyjnego kupił fabrykę mebli w Ostrowi Mazowieckiej (zakład wybudowany w 1976 roku) i wniósł ją aportem do Forte, spółki utworzonej razem z niemieckim producentem mebli Alno. W następnych latach spółka poprzez akwizycję nowych zakładów znacznie zwiększyła skalę działania. W 1993 roku nabyła Suwalską Fabrykę Mebli, w 1995 Meble Polonia (firma handlowa), w 1998 roku Białostocką Fabrykę Mebli. W 2000 roku spółka zawarła porozumienie ze spółką Furnel w Hajnówce (spółka kontrolowana przez Pana Formanowicza), która następnie w 2004 roku weszła do grupy Forte (emisja akcji serii D). W 2001 roku spółka zaczęła rozwijać działalność na Ukrainie, w 2003 roku w Rosji (fabryka powstała w 2006 roku). Na początku 2011 roku spółka sprzedała te aktywa tureckiemu Boydak za 53 mln PLN (zysk 17,6 mln PLN) w związku z niezadowolającymi wynikami finansowymi (duża konkurencja na rynku ukraińskim przez zniesienie ceł na importowane meble po wejściu Ukrainy do WTO w 2008 roku). Na GPW spółka jest notowana od 1996 roku.

W Polsce sprzedaż odbywa się pod własną marką poprzez sieć własnych salonów meblarskich i punktów partnerskich (m.in. sklepy meblowe Abra). W Niemczech, największym rynku działalności spółki, Forte realizuje sprzedaż do dużych związków zakupowych jak Steinhoff czy POCO.

Wcześniej spółka deklarowała chęć akwizycji. Forte nie jest zadłużone (dług netto/EBITDA= 0,55x) i ewentualne przejęcia mogłyby być sfinansowane długiem. Przy EBITDA w okolicach 60 mln PLN rocznie spółka dysponuje zdolnością kredytową na poziomie ok. 150 mln PLN. Z drugiej strony spółka operuje obecnie na ok. 80% wykorzystaniu mocy. W swoich prognozach zakładamy dojdzie do 100% capacity do 2016 roku i nie uwzględniamy efektów potencjalnych akwizycji czy rozbudowy mocy produkcyjnych. Przyjmujemy roczny CAPEX na poziomie 20-15 mln PLN (przy amortyzacji 15 mln PLN), głównie w unowocześnianie majątku produkcyjnego.

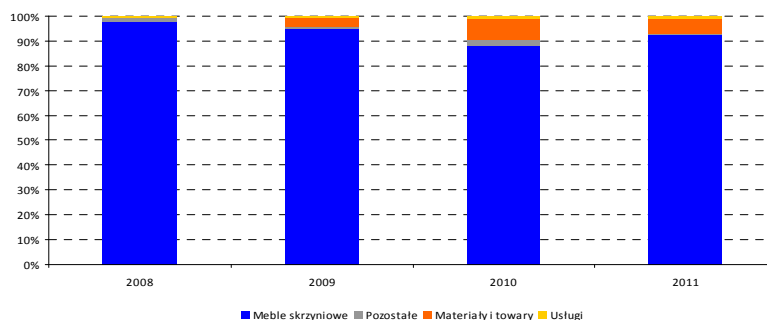
### Struktura geograficzna sprzedaży [mln PLN]



*Eksport stanowi ok. 80% sprzedaży w spółce. Głównym rynkiem są Niemcy (ok. 50% obrotów).*

Źródło: BDM, Spółka. Lewa skala: przychody (mln PLN), prawa skala: udział eksportu

### Struktura rzeczowa sprzedaży



*Spółka specjalizuje się w sprzedaży tanich mebli skrzyniowych (meble w paczkach). W przyszłości zamierza rozszerzyć ofertę o tzw. meble montowane.*

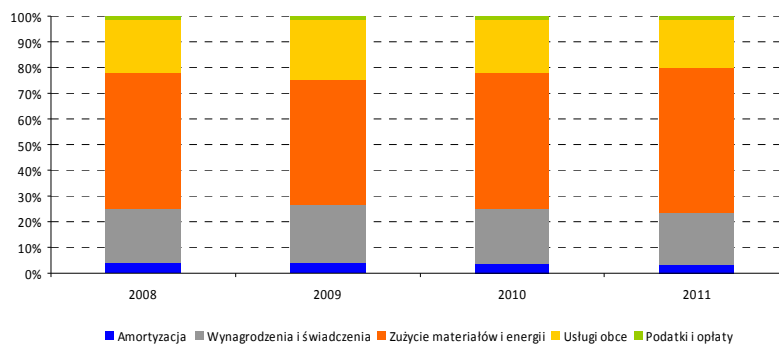
Źródło: BDM, Spółka

## Koszty

Koszty zużycia materiałów i energii stanowiły w spółce w 2011 roku 56,6% w kosztach rodzajowych. Istotnym kosztem są wynagrodzenia (20,4%) jednak ich udział w ostatnich latach spadł dzięki dużym inwestycjom w unowocześnienie linii produkcyjnych. Obecnie spółka zatrudnia ok. 2100 osób (ponad 2800 osób w 2007 roku). Kolejnym znaczącym kosztem są usługi obce (18,4%).

Wśród kosztów materiałowych dominują płyty drewnopochodne (54% w 2011 roku). Koszty zakupu płyt to wg naszych szacunków ok. 30% kosztów rodzajowych (144,3 mln PLN w 2011 roku). Strategicznym dostawcą spółki jest grupa Pfeleiderer. Istotnym kosztem są okucia, szyby i kartony.

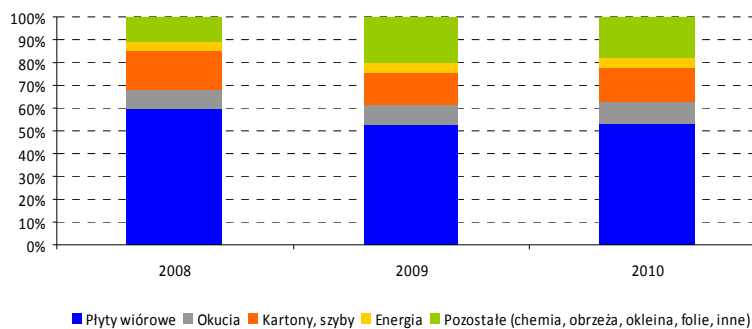
### Struktura kosztów rodzajowych



*Zużycie materiałów i energii stanowi ponad 56% kosztów w spółce. Udział kosztów pracy spadł na przestrzeni ostatnich lat dzięki inwestycjom w unowocześnienie linii produkcyjnych.*

Źródło: BDM, Spółka

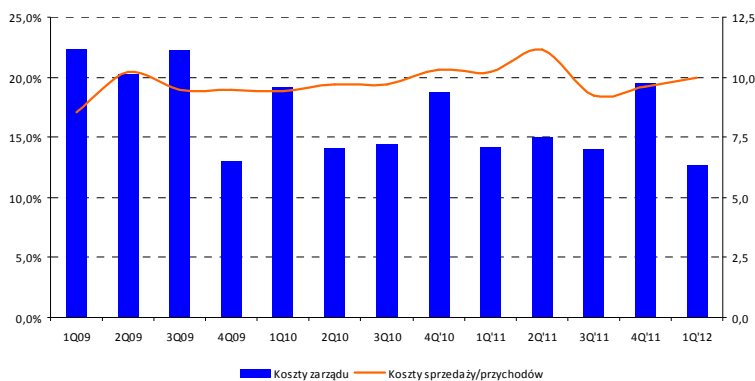
### Struktura kosztów zużycia materiałów i energii



*Dominującym materiałem w produkcji mebli skrzyniowych jest płyta wiórowa, która wg naszych wycień odpowiada za blisko 54% kosztów zużycia materiałów i energii (ponad 30% kosztów rodzajowych). Strategicznym dostawcą płyt jest grupa Pfeleiderer (ok. 60% zapotrzebowania na płyty).*

Źródło: BDM, Spółka

### Koszty sprzedaży/przychodów [%] i koszty ogólnego zarządu [mln PLN]



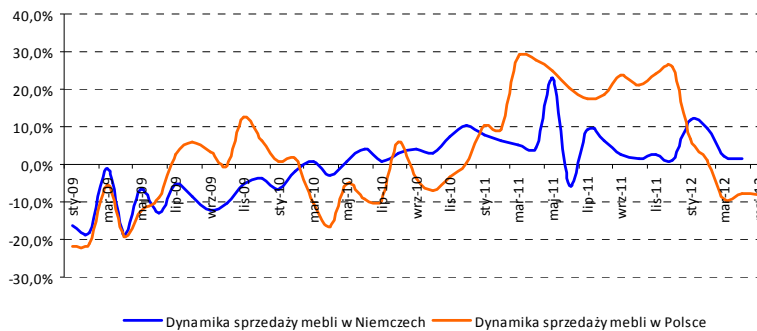
*Koszty sprzedaży to ok. 20% przychodów. Spółka zmniejsza koszty zarządu*

Źródło: BDM, Spółka. Lewa skala: koszty sprzedaży/przychody, prawa skala: koszty zarządu

## OTOCZENIE RYNKOWE

Głównym rynkiem działalności spółki jest rynek niemiecki (50%) i polski (20%). Koniunktura na rynku polskim w dużym stopniu uzależniona jest od kondycji przemysłu w Niemczech.

### Dynamika produkcji sprzedanej mebli w Polsce i w Niemczech [r/r]



*Korelacja między produkcją sprzedaną mebli w Polsce i w Niemczech w okresie styczeń 2008-kwiecień 2012 kształtowała się na poziomie 51%.*

Źródło: BDM, GUS, Niemiecki Urząd Statystyczny

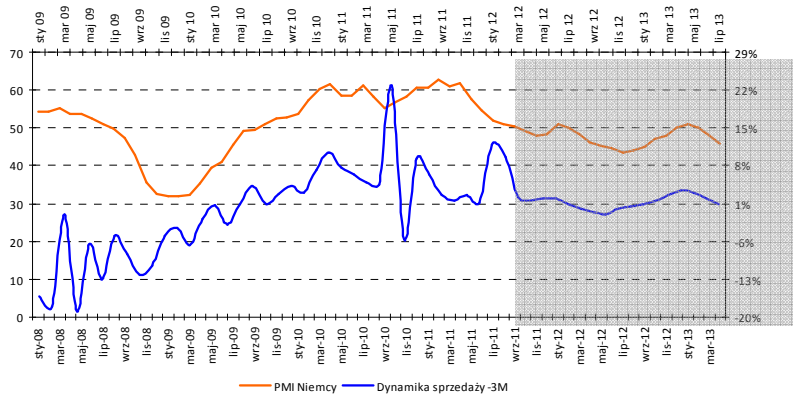
### Koniunktura w Niemczech

Niemcy to drugi (po Włoszech) największy rynek meblowy w Europie. W 2011 roku sprzedaż mebli ogółem sięgnęła 16,8 mld EUR, co oznacza wzrost o 6,4% r/r. Sprzedaż krajowa ukształtowała się na 12,1 mld EUR (+5% r/r), a eksport na 4,7 mld EUR (+10,1% r/r). Największy wzrost odnotowały meble do biur (+15,5% r/r) i meble do sklepów (+13,7% r/r). Wartość mebli kuchennych wzrosła o 5,9% r/r.

Początek 2012 roku był udany dla branży. W styczniu dynamika produkcji sprzedanej mebli w Niemczech kształtowała się na poziomie 11,9% r/r. W lutym osłabła do ok. 9,5% r/r. Niepokojące dane rynek otrzymał w marcu i kwietniu, kiedy sprzedaż mebli zanotowała stagnację. Kolejne miesiące mogą przynieść dalsze osłabienie z uwagi na pogorszenie koniunktury gospodarczej. PMI dla tamtejszego przemysłu w czerwcu spadł do poziomu 44,7 pkt, co oznacza czwarty miesiąc z rzędu kurczenia się niemieckiego sektora wytwórczego. Historycznie odczyty PMI wyprzedzają o 3 miesiące zmiany produkcji sprzedanej mebli (korelacja na poziomie 70,6% w ponad 3-letnim okresie). W rezultacie prognoza dynamiki sprzedaży w miesiącach maj-wrzesień wskazuje na kontynuację spowolnienia (+2% r/r do -0,5% r/r). W kolejnych okresach nasze szacunki oparliśmy na prognozowanych odczytach PMI (Indeks instytutu ZEW historycznie wyprzedza zmiany na PMI o ok. 10 miesięcy). Zgodnie z tym po ok. 7,4% wzroście w 1Q'12 sprzedaż mebli powinna spowolnić do 1,8% r/r w 2Q'12 i 0,1% w 3Q'12, a w 4Q'12 zanotować regres na poziomie 0,2% r/r. W całym roku sprzedaż wzrośnie o 2,2% r/r. Począwszy od 1Q'13 powinna nastąpić odbudowa rynku. Koniunktura w Niemczech ma decydujący wpływ na kondycję polskich meblarzy.

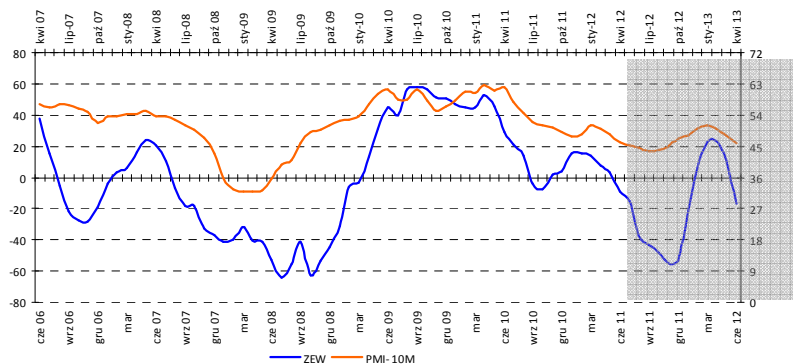
W dłuższym okresie rynek niemiecki powinien wspierać dynamiczny wzrost inwestycji mieszkaniowych. Do tej pory niemiecki rynek nieruchomości na tle innych krajów strefy euro wykazywał stagnację. W 2011 roku liczba oddanych mieszkań do użytkowania wzrosła o blisko 15% r/r, a wydanych pozwoleń o 22% r/r. Wzrost inwestycji napędzają ceny, których obecna dynamika kształtuje się na poziomie 5-6% r/r.



**Dynamika produkcji sprzedanej mebli w Niemczech (-3 miesiące) na tle PMI**


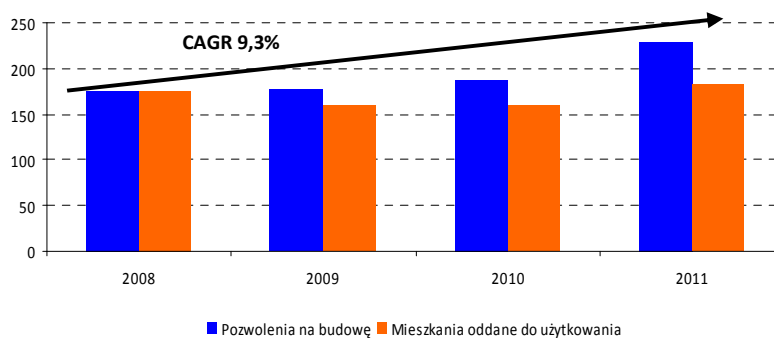
PMI dla niemieckiego przemysłu wyprzedza o ok. 3 miesiące koniunkturę w branży meblowej (korelacja na poziomie 70,6%).  
W związku z tym prognozujemy dalsze osłabienie dynamiki sprzedaży mebli w najbliższych kwartałach.

Źródło: BDM, Bloomberg, Niemiecki Urząd Statystyczny. Lewa skala i dolna oś: PMI dla przemysłu. Prawa skala i górna oś: dynamika sprzedaży mebli

**PMI na tle indeksu ZEW (-10M) w Niemczech**


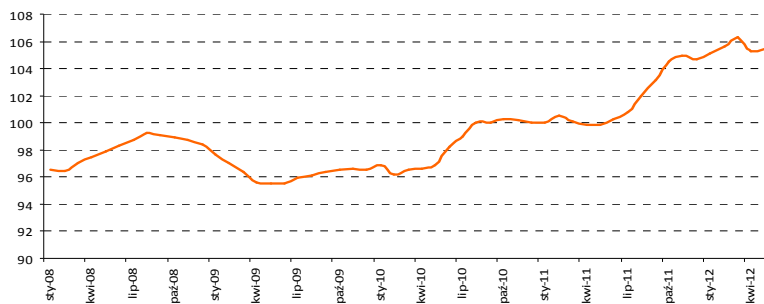
Indeks instytutu ZEW historycznie wyprzedza zwroty na PMI o ok. 10 miesięcy. Korelacja od 2006 roku kształtuje się na poziomie 76%. Na tej podstawie powstała prognoza dla PMI na najbliższe 10 miesięcy. Następnie zachowanie PMI stało się podstawą dla prognoz sprzedaży mebli na rynku niemieckim i polskim.

Źródło: BDM, Bloomberg. Lewa skala i dolna oś X: ZEW. Prawa skala i górna oś X: PMI

**Mieszkania oddane do użytkowania i wydane pozwolenia w Niemczech [tys. szt]**


Ożywienie w inwestycjach mieszkaniowych widać w Niemczech, głównym rynku działalności spółki (50% sprzedaży). W 2011 roku liczba mieszkań oddanych do użytkowania wzrosła o 14,6% r/r, a wydanych pozwoleń o 21,7% r/r.

Źródło: BDM, Niemiecki Urząd Statystyczny

**Ceny nieruchomości w Niemczech [2005=100]**

*Podczas gdy w wielu krajach strefy euro okres 2000-2007 przyniósł solidne wzrosty cen rynek niemiecki pozostawał stabilny. W ostatnim roku obserwujemy niezwykle silną tamtejszego rynku. Wzrosty cen sięgają 5-6% r/r, co napędza nowe inwestycje mieszkaniowe.*

Źródło: BDM, Niemiecki Urząd Statystyczny

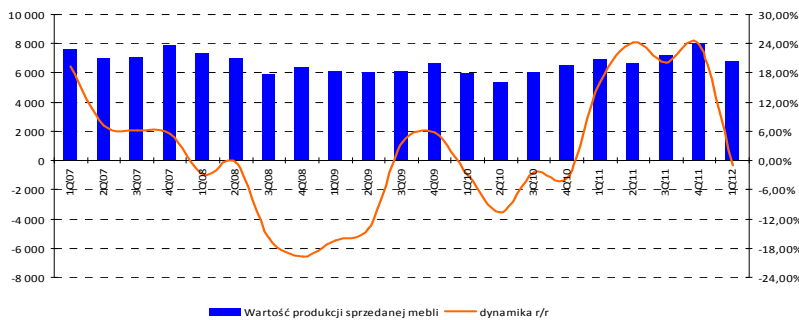
**Koniunktura w Polsce**

Koniunktura w Polsce zależy w głównej mierze od kondycji niemieckiego przemysłu i kursu EUR/PLN. W 2011 roku wartość produkcji sprzedanej mebli sięgnęła w 2011 roku 28,9 mld PLN (GUS, ceny bieżące, firmy zatrudniające powyżej 9 osób), co oznacza wzrost o 21% r/r. Eksport sięgnął aż 6,5 mld EUR (ponad 90% produkcji sprzedanej) czyli wzrósł o 12% r/r (w EUR), w tym do samych Niemiec 2,5 mld EUR. Udział w eksporcie ogółem Polski sięgnął 4,8%. Polscy producenci wygrywają na rynku nie tylko niską ceną (meble w Niemczech są 2 razy droższe), ale także elastycznością produkcji, szybkością dostaw, dobrym serwisem i jakością produktów.

Początek 2012 roku był również optymistyczny dla krajowej branży. W styczniu produkcja sprzedana mebli notowała dynamikę na poziomie 6,5% r/r (ceny bieżące, 2,5% r/r ceny stałe). W kolejnych miesiącach było już znacznie gorzej. W maju sprzedaż mebli notowała spadek o 8,1% w cenach bieżących i 10,3% w cenach stałych mimo korzystnego kursu EUR/PLN. Z jednej strony spadek wynika z wysokiej bazy z zeszłego roku, kiedy dynamika w okresie marzec-maj utrzymywała się na poziomie 25-30% r/r. Z drugiej, wielu producentów nie wytrzymało dynamicznego wzrostu kosztów surowców i zmuszonych było ograniczyć bądź zamknąć działalność. W maju upadłość ogłosiło 4 producentów mebli o łącznych przychodach na poziomie 120 mln PLN (m.in. dolnośląska fabryka mebli Gawin). W okresie styczeń-kwiecień zbankrutowało kilka firm o łącznych przychodach 30 mln PLN. Z problemami borykają się przede wszystkim firmy, dla których dominującym rynkiem jest Polska.

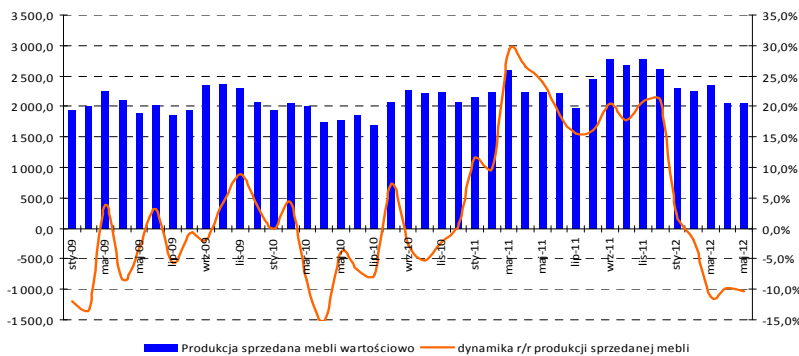
Biorąc pod uwagę zachowanie rynku niemieckiego (tendencja spadkowa w miesiącach czerwiec-październik) oczekujemy delikatnego osłabienia sprzedaży krajowych producentów. W maju dynamika sprzedaży kształtowała się na poziomie -8,1% r/r (ceny bieżące), co w okresie styczeń-maj'12 daje spadek w okolicach 3,7% r/r (ceny bieżące). W czerwcu zakładamy stabilizację (-8% r/r), a w okresie lipiec-wrzesień zakładamy spadek na poziomie 9-10% r/r, co w 2Q'12 oznaczałoby spadek w okolicach 8% r/r, a w 3Q'12 na poziomie 9,7% r/r. Delikatnej poprawy spodziewamy się w 4Q'12 choć dalej w naszej opinii krajowa branża będzie notowała spadek sprzedaży. W całym roku, zgodnie z naszymi prognozami, sprzedaż spadnie o ok. 6,8% r/r do 26,9 mld PLN (+21% r/r, 28,9 mld PLN w 2011 roku).

Branża meblarska w Polsce jest wysoce konkurencyjna i rozdrobniona. Wg OIGP na rynku działa ok. 6 tys. firm. W 2011 roku udział Forte w krajowej produkcji mebli wynosił 1,8%, co plasowało spółkę na trzecim miejscu wśród największych producentów. Liderem jest Ikea (ponad 4 mld PLN sprzedaży). Drugim co do wielkości jest Black Red White (ponad 1,5 mld PLN przychodów).

**Wartość i dynamika produkcji sprzedanej mebli w Polsce – ujęcie kwartalne [mln PLN]**


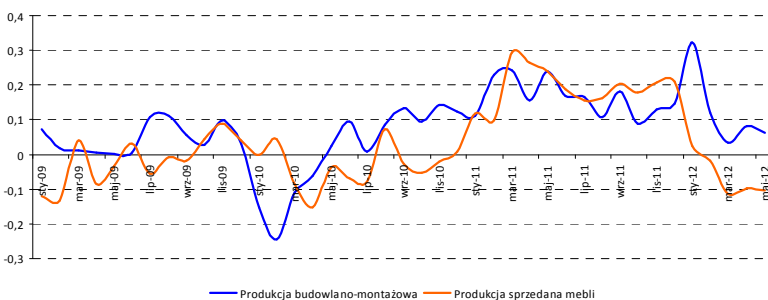
Źródło: BDM, GUS. Skala lewa: wartość ceny bieżące, skala prawa: dynamika ceny stałe

W 1Q'12 produkcja sprzedana mebli zanotowała ujemną dynamikę r/r (-1,1% r/r) po okresie dwucyfrowych wzrostów. Produkcję mebli w 2011 roku napędzała dobra koniunktura w Niemczech, osłabienie EUR/PLN i przyspieszenie inwestycji na EURO 2012.

**Wartość i dynamika produkcji sprzedanej mebli w Polsce – ujęcie miesięczne [mln PLN]**


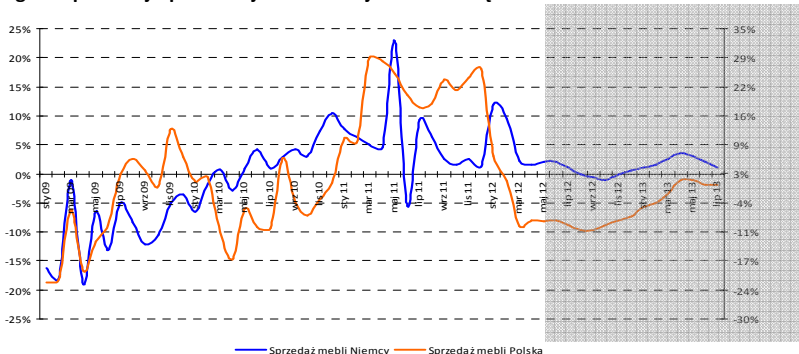
Źródło: BDM, GUS. Skala lewa: wartość ceny bieżące, skala prawa: dynamika ceny stałe

Ostatnie dane GUS z maja 2012 wskazują na spadek krajowej produkcji sprzedanej mebli o 10,3% r/r w cenach stałych (-7,8% r/r w cenach bieżących).

**Korelacja pomiędzy produkcją budowlano-montażową a produkcją sprzedaną mebli [r/r]**


Źródło: BDM, GUS, ceny stałe

Produkcja sprzedana mebli wykazuje korelację z produkcją budowlano-montażową dlatego w obliczu spadku inwestycji publicznych po EURO2012 należy spodziewać się istotnego wyhamowania. W kwietniu 2012 produkcja spadła o 9,8% r/r, a w maju o 10,3% r/r.

**Prognoza produkcji sprzedanej mebli na najbliższe miesiące**


Źródło: BDM, GUS, Niemiecki Urząd Statystyczny. Lewa skala: dynamika sprzedaży w Niemczech. Prawa skala: dynamika sprzedaży w Polsce.

Na bazie prognoz dla niemieckiego rynku meblowego opracowaliśmy szacunki dynamiki sprzedaży mebli w Polsce. W naszej opinii w najbliższych miesiącach należy się spodziewać delikatnego pogorszenia koniunktury. W całym roku sprzedaż spadnie o ok. 6,8% r/r do 26,9 mld PLN.

## WYNIKI FINANSOWE 1Q'12

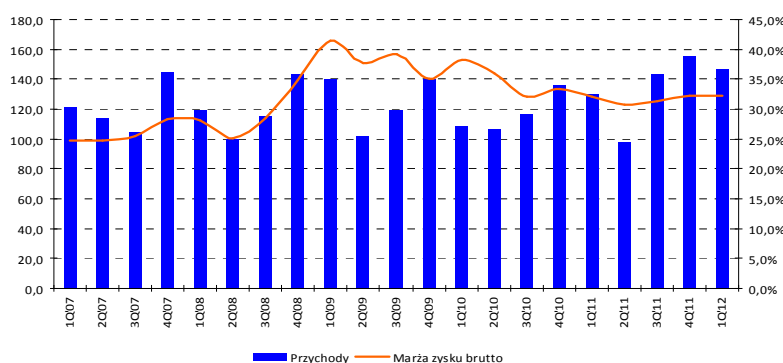
Spółka zaprezentowała bardzo silne wyniki finansowe po 1Q'12, powyżej prognoz na wszystkich poziomach rachunku wyników. Sprzedaż wzrosła o 12,5% r/r do 147 mln PLN. Spółka informowała o 7% r/r wzroście wolumenu, przy czym wzrost nastąpił na rynkach eksportowych (w Polsce spadek o 8% r/r). Spółka odnotowała także wzrost średnich cen mebli w EUR, co przy osłabieniu EUR/PLN pozwoliło skorzystać z niezłej koniunktury w Niemczech. Przy ograniczonym wzroście kosztów płyt drewnopochodnych (0,9% r/r) udało się poprawić marżę brutto z 32% do 32,3% (prognoza 32,2%). Niżej zaskoczył przede wszystkim spadek kosztów zarządu z 7,1 mln PLN w 1Q'11 do 6,3 mln PLN. Koszty sprzedaży wzrosły o ponad 3 mln PLN, ale w relacji do przychodów spadły z 20,5% do niecałych 20%. Na pozostałej działalności operacyjnej bez większych zmian. W 1Q'11 spółka sprzedała aktywa w Rosji i na Ukrainie, co wpłynęło na wzrost wyniku o 17,6 mln PLN (wpływ gotówkowy 53,3 mln PLN). W bilansie obserwujemy pozytywne tendencje. Zadłużenie netto spadło o 8 mln PLN (27 mln PLN), a majątek obrotowy szybciej rotuje dzięki czemu spółka mogła się pochwalić mocnym wzrostem gotówki (44,6 mln PLN). Spółka wygenerowała 30,3 mln PLN gotówki z działalności operacyjnej dzięki spływowi należności i wydłużeniu spłaty zobowiązań handlowych.

### Wyniki finansowe za 1Q'12 [mln PLN]

	1Q'11	1Q'11 oczyszczony	1Q'12	zmiana r/r	1Q'12P	wyniki vs prognoza
Przychody	130,7	130,7	147,0	12,5%	144,4	1,8%
Zysk brutto na sprzedaży	41,8	41,8	47,5	13,5%	46,5	2,1%
EBITDA	28,7	11,1	15,3	37,4%	13,9	9,9%
EBIT	25,2	7,6	11,4	50,1%	10,3	11,2%
Zysk brutto	25,0	7,4	11,4	53,6%	9,2	24,3%
Zysk netto	23,7	6,1	9,1	48,2%	7,5	21,3%
Marża zysku ze sprzedaży	32,0%	32,0%	32,3%		32,2%	
Marża EBITDA	22,0%	8,5%	10,4%		9,6%	
Marża EBIT	19,3%	5,8%	7,8%		7,1%	
Marża zysku netto	18,2%	4,7%	6,2%		5,2%	

Źródło: BDM, Spółka

### Wybrane dane finansowe w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



W 1Q'12 spółka zaprezentowała silne wyniki finansowe. Przychody wzrosły o ponad 12% r/r do 147 mln PLN. Udało się także poprawić marżę z 32,0% do 32,3%.

Źródło: BDM, Spółka. Lewa skala: przychody, prawa skala: marża brutto na sprzedaży

## PROGNOZA NA 2Q'12 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

W 2Q'12 koniunktura w branży uległa zdecydowanemu pogorszeniu. Obecnie spadki sprzedaży mebli w Polsce sięgają 10% r/r. Dynamika w Niemczech wyhamowała z ok. 12% po styczniu/lutym'12 do 1,5% w kwietniu. Obserwując wskaźniki wyprzedzające koniunkturę (czwarty miesiąc z rzędu spadku PMI dla niemieckiego przemysłu) oczekujemy dalszego osłabienia. Wg naszych prognoz sprzedaż w Niemczech wzrośnie tylko o 1,8% r/r (po 7,4% wzroście w 1Q'12). Silniejszego spadku sprzedaży należy oczekiwać w Polsce. W 2Q'12 produkcja sprzedana mebli powinna zanotować spadek o 8% r/r (ceny +3% r/r), co również przyczyni się do spadku wolumenu w spółce, jednak w mniejszym stopniu. Łącznie wolumen powinien być niższy o ok. 0,5% r/r (Forte traci rynek wolniej niż branża). Za wzrost przychodów (+8,9% r/r) będą odpowiadały ceny mebli i kurs EUR/PLN (+7,6% r/r). W kolejnych kwartałach efekt kursowy będzie wygasał, co przy spadku wolumenu sprzedaży mebli (-3% r/r) przyczyni się do spadku przychodów w 4Q'12.

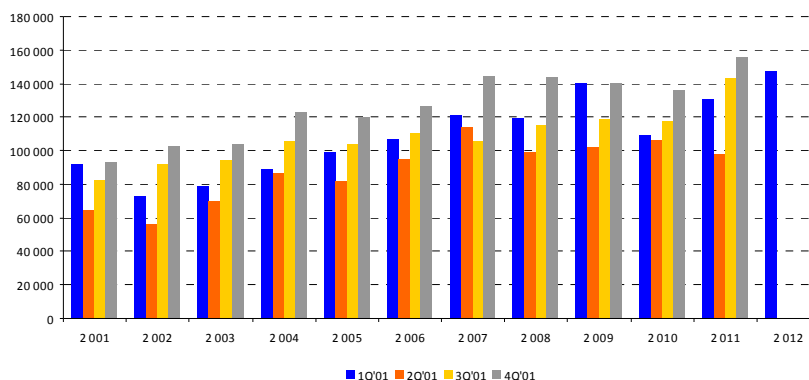
Spółka powinna także poprawić marżę (32,0% vs 30,8% w 2Q'11). W maju ceny płyt wiórowych na rynku niemieckim kontynuowały delikatny trend spadkowy. W relacji r/r ceny spadły o 2,6% (-0,3% m/m). W relacji do 1Q'12 spadek wynosi 0,9%. W swoich prognozach zakładamy 1% spadek q/q zarówno w 2Q'12 jak i 3Q'12. Z drugiej strony ceny mebli powinny utrzymać 2,5% dynamikę r/r. W naszej opinii są to założenia dość ostrożne. Rynekowi płyt drewnopochodnych zaczyna doskwierać nadpodaż. Poza tym ceny drewna nie powinny już rosnać, podobnie jak chemikalia używane do produkcji klejów. To powinno zdjąć presję na podwyżki wśród producentów płyt i pozwolić odbudować marżę meblarzom.

### Wybrane, prognozowane dane finansowe [mln PLN]

	1Q'11	1Q'11*	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12**	2Q'12P	3Q'12P	4Q'12P	2 011	2011*	2012P**
Przychody	130,7	130,7	98,3	143,3	155,6	147,0	107,0	145,8	148,8	527,9	527,9	548,7
Zysk brutto na sprzedaży	41,8	41,8	30,2	44,9	50,0	47,5	34,2	46,9	48,2	167,0	167,0	176,8
EBITDA	28,7	11,1	4,0	15,4	14,3	15,3	7,7	17,9	13,8	62,5	44,9	54,6
EBIT	25,2	7,6	0,7	11,8	10,8	11,4	3,8	14,0	9,9	48,5	30,9	39,1
Zysk brutto	25,0	7,4	0,4	8,4	10,3	11,4	3,3	13,5	9,4	44,1	26,5	37,5
Zysk netto	23,7	6,1	0,4	6,5	8,1	9,1	2,6	10,9	7,6	38,7	21,1	30,2
Marża zysku ze sprzedaży	32,0%	32,0%	30,8%	31,3%	32,2%	32,3%	32,0%	32,2%	32,4%	31,6%	31,6%	32,2%
Marża EBITDA	22,0%	8,5%	4,1%	10,8%	9,2%	10,4%	7,2%	12,3%	9,3%	11,8%	8,5%	10,0%
Marża EBIT	19,3%	5,8%	0,7%	8,2%	6,9%	7,8%	3,5%	9,6%	6,6%	9,2%	5,8%	7,1%
Marża zysku netto	18,2%	4,7%	0,4%	4,6%	5,2%	6,2%	2,5%	7,5%	5,1%	7,3%	4,0%	5,5%
Zmiana r/r												
Przychody	20%	20%	-8%	22%	15%	13%	9%	2%	-4%	12%	12%	4%
Zysk brutto na sprzedaży	0%	0%	-21%	19%	11%	13%	13%	4%	-4%	2%	2%	6%
EBITDA	83%	-29%	-73%	51%	85%	37%	90%	16%	-4%	15%	-17%	22%
EBIT	114%	-35%	-93%	81%	179%	50%	423%	19%	-8%	24%	-21%	27%
Zysk brutto	93%	-43%	-95%	-10%	33%	54%	671%	61%	-9%	14%	-30%	41%
Zysk netto	131%	-40%	-94%	-7%	37%	48%	523%	67%	-6%	32%	-27%	43%

Źródło: BDM, Spółka. \* - wyniki oczyszczone o sprzedaż aktywów w Rosji i na Ukrainie w 1Q'11, \*\* - zmiana r/r do wyników oczyszczonych

### Sezonowość sprzedaży



Źródło: BDM, Spółka

Sprzedaż w spółce charakteryzuje się silną sezonowością. Okres od marca do maja (2Q) jest największy w branży. W kolejnych miesiącach następuje systematyczny wzrost obrotów (szczyt w listopadzie). Średni spadek sprzedaży w 2Q vs 1Q to 15-17% q/q.

## PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2012-2021

Głównymi czynnikami kształtującymi wyniki finansowe spółki są wolumeny i ceny mebli, koszty płyt drewnopochodnych oraz kurs EUR/PLN.

### Meble- dynamiczne spadki krajowej produkcji, lepiej w Niemczech

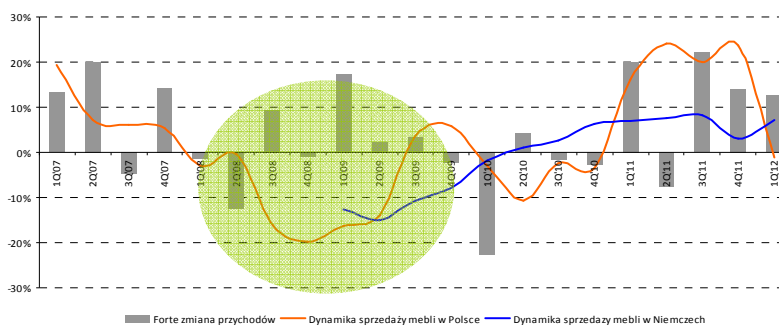
W 2011 roku krajowa produkcja sprzedana mebli zanotowała 21% wzrost w cenach bieżących. Rynek niemiecki urosł o 5% r/r. W 1H'11 meblarzom sprzyjała poprawa globalnej koniunktury gospodarczej. W 2H'12 „driverem” sprzedaży była intensyfikacja przygotowań na EURO 2012 i silne osłabienie EUR/PLN z poziomów 3,9-4,0 do 4,4-4,5 (branża proeksportowa). Rok 2012 niesie za sobą wiele zagrożeń i wg nas będzie spadkowy r/r. W 1Q'12 produkcja sprzedana mebli zanotowała ujemną dynamikę (-1,1% w cenach bieżących). W maju spadała o 8,1% r/r (10,3% r/r w cenach stałych). Obserwując wskaźniki wyprzedzające stan koniunktury gospodarczej (ZEW, PMI) należy się spodziewać w kolejnych miesiącach dalszego pogorszenia sytuacji branżowej. Prognozujemy, że w 2Q'12 krajowa produkcja sprzedana mebli zanotuje 8% spadek r/r (ceny bieżące). W 3Q'12 oczekujemy spadków w okolicach 10% r/r. Poprawę zakładamy w 4Q'12 choć i te miesiące naszym zdaniem będą spadkowe. W całym roku więc sprzedaż w Polsce zanotuje spadek o ok. 6,8% r/r do 26,9 mld PLN (28,9 mld PLN w 2011 roku). Prognoza powstała na bazie rynku niemieckiego, gdzie już obserwujemy istotne spowolnienie. Jeszcze w 1Q'12 tamtejsza sprzedaż rosła o ok. 7,4% r/r. W kwietniu spowolniła do 1,5%. Długoterminowo rynek niemiecki powinien rosnąć z uwagi m.in. na ożywienie inwestycji mieszkaniowych.

### Sprzedaż mebli w Niemczech i w Polsce

	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12P	3Q'12P	4Q'12P	1Q'13P	2Q'13P
Sprzedaż mebli Polska mln PLN	6 950	6 657	7 203	8 041	6 877	6 125	6 502	7 397	6 626	6 166
Sprzedaż mebli Niemcy mln EUR (tylko rynek krajowy)	2 972	2 895	2 969	3 271	3 192	2 948	2 973	3 264	3 246	3 032
Dynamika r/r Polska	16,1%	24,2%	20,1%	23,7%	-1,1%	-8,0%	-9,7%	-8,0%	-3,7%	0,7%
Dynamika r/r Niemcy	6,2%	6,8%	5,8%	1,8%	7,4%	1,8%	0,1%	-0,2%	1,7%	2,9%

Źródło: BDM, GUS, Niemiecki Urząd Statystyczny

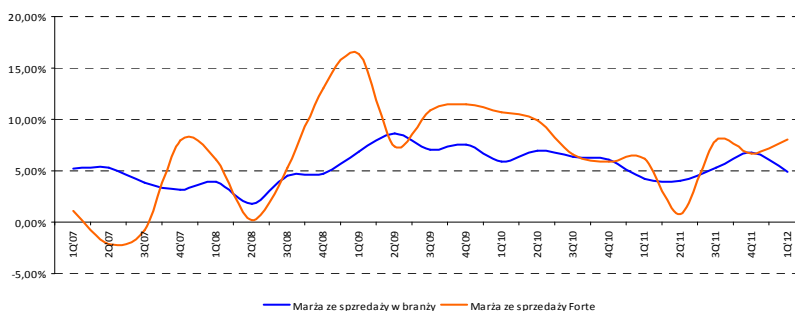
### Zmiana przychodów Forte na tle dynamiki produkcji sprzedanej mebli (ceny bieżące) [r/r]



Spowolnienie w branży najpóźniej uderzy w takich producentów mebli jak Forte. Liczymy, że spółka będzie tracić mniej niż rynek, przez m.in. dobre pozycjonowanie produktów (tanie meble skrzyniowe).

Źródło: BDM, Spółka

### Efektywność operacyjna Forte na tle branży



Forte charakteryzuje się ponadprzeciętną efektywnością operacyjną dzięki ciągłym inwestycjom w nowocześniejszy majątek produkcyjny.

Źródło: BDM, Spółka, GUS

**Płyty wiórowe- oczekiwanie delikatnych spadków**

Od 2H'09 obserwujemy dynamiczne wzrosty cen płyt wiórowych, głównego surowca w spólcie (ok. 30% kosztów rodzajowych). Od tego momentu do szczytu w lipcu 2011 roku ceny wzrosły o 23% (w EUR). Wzrosty wynikały głównie ze wzrostu cen drewna i nierównowagi popytowo-podażowej (w okresie 2008-2011 zamknięto blisko 5 mln m3 mocy czyli 15% europejskich zdolności). Obecnie ceny drewna wyhamowały i oczekujemy ich niewielkiego spadku w 2H'12. To zdejmuję presję z producentów płyt. Poza tym, rośnie podaż płyt (nowe inwestycje Sweedspana i Kronospanu). Ceny płyt od 2H'11 poddały się delikatnej tendencji spadkowej. Zakładamy, że w całym 2012 roku podstawowa płyta wiórowa spadnie o ok. 2,1%. W 2013 konserwatywnie zakładamy powrót do wzrostów ale nie powinny być one dynamiczne.

**Kurs EUR/PLN- długoterminowa perspektywa umocnienia złotówki**

Na kolejne kwartały 2012 roku zakładamy utrzymanie kursu EUR/PLN na poziomie 4,3. W dłuższym terminie, począwszy od 2013 roku oczekujemy umocnienia złotówki, co negatywnie będzie wpływać na marżę Forte. Spółka prowadzi aktywną politykę zabezpieczeń (symetryczne strategie opcyjne). Na 2013 rok zabezpieczyła kurs w korytarzu 4,0-5,0 (48 mln EUR, w tym 16 mln EUR po 4,4-4,9), a na 2014 w korytarzu 4,3-5,1 (16 mln EUR). Zgodnie z naszym modelem wpłynęło to na korektę przychodów w wysokości 3,2 mln PLN w 2013 roku i podobnie w 2014 roku.

**Główne założenia w modelu**

	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Zmiana cen mebli w EUR r/r	2,34%	2,88%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Zmiana wolumenu mebli r/r	6,03%	-0,89%	5,00%	5,00%	3,00%	3,00%	3,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kurs EUR/PLN	4,12	4,27	4,20	4,10	4,00	3,90	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80
Zmiana cen płyt wiórowych w EUR r/r	12,11%	-2,09%	3,00%	3,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Zmiana cen okuć w EUR r/r	18,52%	1,72%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Wzrost wynagrodzeń r/r	4,25%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
<i>mln PLN</i>											
Przychody	527,2	548,7	582,3	611,0	625,5	643,4	661,5	674,8	688,3	702,0	716,1
zmiana r/r	12,4%	4,1%	6,1%	4,9%	2,4%	2,9%	2,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk brutto na sprzedaży	166,7	176,8	188,1	196,2	196,8	201,1	205,4	209,0	213,6	218,3	223,1
zmiana r/r	2,3%	6,1%	6,4%	4,3%	0,3%	2,2%	2,1%	1,7%	2,2%	2,2%	2,2%
marża	31,6%	32,2%	32,3%	32,1%	31,5%	31,3%	31,0%	31,0%	31,0%	31,1%	31,2%
EBITDA	62,4	54,6	57,7	59,9	57,3	57,5	57,6	57,9	59,0	60,2	61,4
zmiana r/r	14,9%	-12,5%	5,6%	3,8%	-4,3%	0,5%	0,1%	0,4%	2,0%	2,0%	2,0%
marża	11,8%	10,0%	9,9%	9,8%	9,2%	8,9%	8,7%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
EBIT	48,4	39,1	41,6	43,4	40,5	40,6	40,6	40,9	42,2	43,4	44,7
zmiana r/r	24,5%	-19,1%	6,4%	4,3%	-6,7%	0,3%	0,1%	0,7%	3,0%	3,0%	3,0%
marża	9,2%	7,1%	7,1%	7,1%	6,5%	6,3%	6,1%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%
Zysk netto	38,4	30,2	31,9	33,3	31,1	31,3	31,5	31,9	33,1	34,4	35,7
zmiana r/r	32,0%	-21,3%	5,4%	4,6%	-6,8%	0,7%	0,6%	1,3%	3,9%	3,8%	3,8%
marża	7,3%	5,5%	5,5%	5,5%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,8%	4,9%	5,0%

Źródło: BDM S.A.

## DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Aktywa trwałe	260,0	237,5	241,7	245,5	248,6	250,6	251,7	251,9	251,8	251,8	251,7	251,6
Wartości niematerialne i prawne	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Rzeczowe aktywa trwałe	169,6	188,8	193,0	196,8	199,9	201,9	203,0	203,2	203,1	203,1	203,0	202,9
Aktywa obrotowe	207,4	236,3	232,3	245,6	254,7	260,2	268,6	273,9	279,3	284,7	290,7	296,7
Zapasy	105,8	110,3	114,8	121,8	127,8	130,8	134,6	138,4	141,1	144,0	146,8	149,8
Należności krótkoterminowe	93,3	98,5	102,5	108,8	114,1	116,9	120,2	123,6	126,1	128,6	131,2	133,8
Investycje krótkoterminowe	7,9	26,2	13,7	13,8	11,4	11,2	12,5	10,6	10,8	10,9	11,4	11,9
-środki pieniężne i ekwiwalenty	7,3	25,5	12,9	13,0	10,6	10,4	11,7	9,8	10,0	10,1	10,7	11,1
<b>Aktywa razem</b>	<b>467,4</b>	<b>473,8</b>	<b>474,0</b>	<b>491,1</b>	<b>503,3</b>	<b>510,8</b>	<b>520,3</b>	<b>525,8</b>	<b>531,1</b>	<b>536,5</b>	<b>542,4</b>	<b>548,3</b>
Kapitał (fundusz) własny	312,4	311,2	318,3	332,1	346,3	357,3	370,0	382,7	395,7	409,7	424,2	439,3
Kapitał (fundusz) podstawowy	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8
Kapitał (fundusz) zapasowy	111,6	111,6	88,6	100,7	113,4	126,8	139,2	151,7	164,3	177,0	190,3	204,0
Zysk (strata) netto	55,5	51,8	82,0	83,7	85,1	82,8	83,1	83,2	83,7	84,9	86,2	87,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	159,6	159,5	152,5	155,9	153,9	150,3	147,1	140,0	132,3	123,7	115,1	106,0
Rezerwy na zobowiązania	16,0	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Zobowiązania długoterminowe	30,9	73,7	73,7	73,7	68,7	63,7	58,7	51,7	44,7	36,7	28,7	20,7
-oprocentowane	28,5	73,0	73,0	73,0	68,0	63,0	58,0	51,0	44,0	36,0	28,0	20,0
Zobowiązania krótkoterminowe	101,9	64,0	66,2	69,6	72,5	74,0	75,8	75,7	75,0	74,4	73,8	72,6
-oprocentowane	48,4	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	8,5	6,5	4,5	2,5	0,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>467,4</b>	<b>473,8</b>	<b>474,0</b>	<b>491,1</b>	<b>503,3</b>	<b>510,8</b>	<b>520,3</b>	<b>525,8</b>	<b>531,1</b>	<b>536,5</b>	<b>542,4</b>	<b>548,3</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	468,9	527,2	548,7	582,3	611,0	625,5	643,4	661,5	674,8	688,3	702,0	716,1
Koszty produktów, tow. i materiałów	305,9	360,5	371,9	394,2	414,8	428,7	442,3	456,1	465,8	474,7	483,8	493,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	163,0	166,7	176,8	188,1	196,2	196,8	201,1	205,4	209,0	213,6	218,3	223,1
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	125,2	136,4	137,4	146,4	152,8	156,3	160,5	164,8	168,1	171,4	174,9	178,4
Zysk (strata) na sprzedaży	37,9	30,3	39,5	41,6	43,4	40,5	40,6	40,6	40,9	42,2	43,4	44,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1,0	18,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	54,4	62,4	54,6	57,7	59,9	57,3	57,5	57,6	57,9	59,0	60,2	61,4
EBIT	38,8	48,4	39,1	41,6	43,4	40,5	40,6	40,6	40,9	42,2	43,4	44,7
Saldo działalności finansowej	-0,8	-4,9	-1,6	-2,3	-2,3	-2,2	-2,0	-1,8	-1,6	-1,3	-1,0	-0,6
Zysk (strata) brutto	38,1	43,5	37,5	39,3	41,1	38,3	38,6	38,8	39,4	40,9	42,5	44,1
Zysk (strata) netto	29,1	38,4	30,2	31,9	33,3	31,1	31,3	31,5	31,9	33,1	34,4	35,7
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	10,8	15,7	32,4	40,3	43,6	45,7	44,9	44,9	46,5	47,3	48,1	48,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-18,2	19,6	-19,3	-19,6	-19,4	-18,6	-17,9	-17,1	-16,8	-16,7	-16,6	-16,6
Przepływy z działalności finansowej	-17,3	-20,9	-25,6	-20,7	-26,6	-27,3	-25,8	-29,7	-29,5	-30,5	-30,9	-31,9
Przepływy pieniężne netto	-24,8	14,4	-12,5	0,1	-2,3	-0,2	1,3	-1,9	0,2	0,1	0,6	0,4
Środki pieniężne na początek okresu	35,8	10,9	25,5	12,9	13,0	10,6	10,4	11,7	9,8	10,0	10,1	10,7
Środki pieniężne na koniec okresu	10,9	25,5	12,9	13,0	10,6	10,4	11,7	9,8	10,0	10,1	10,7	11,1

Źródło: BDM S.A.



**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody zmiana r/r	12%	4%	6%	5%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	15%	-12%	6%	4%	-4%	0%	0%	0%	2%	2%	2%
EBIT zmiana r/r	24%	-19%	6%	4%	-7%	0%	0%	1%	3%	3%	3%
Zysk netto zmiana r/r	32%	-21%	5%	5%	-7%	1%	1%	1%	4%	4%	4%
Marża brutto na sprzedaży	32%	32%	32%	32%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Marża EBITDA	12%	10%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Marża EBIT	9%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Marża brutto	8%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Marża netto	7%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
COGS / przychody	68%	68%	68%	68%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%
SG&A / przychody	26%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
SG&A / COGS	38%	37%	37%	37%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
ROE	12%	9%	10%	10%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
ROA	8%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%
Dług	84,2	84,2	84,2	79,2	74,2	69,2	60,2	51,2	41,2	31,2	20,7
D / (D+E)	18%	18%	17%	16%	15%	13%	11%	10%	8%	6%	4%
D / E	22%	22%	21%	19%	17%	15%	13%	11%	8%	6%	4%
Odsetki / EBIT	-10%	-4%	-5%	-5%	-5%	-5%	-4%	-4%	-3%	-2%	-1%
Dług / kapitał własny	27%	26%	25%	23%	21%	19%	16%	13%	10%	7%	5%
Dług netto	58,8	71,3	71,3	68,6	63,8	57,5	50,4	41,2	31,1	20,6	9,6
Dług netto / kapitał własny	19%	22%	21%	20%	18%	16%	13%	10%	8%	5%	2%
Dług netto / EBITDA	0,9	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9	0,7	0,5	0,3	0,2
Dług netto / EBIT	122%	182%	171%	158%	158%	142%	124%	101%	74%	47%	22%
EV	341,4	354,0	353,9	351,2	346,4	340,2	333,0	323,9	313,8	303,2	292,3
Dług / EV	25%	24%	24%	23%	21%	20%	18%	16%	13%	10%	7%
CAPEX / Przychody	7%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
CAPEX / Amortyzacja	249%	127%	124%	119%	112%	106%	101%	100%	100%	99%	100%
Amortyzacja / Przychody	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
Zmiana KO / Przychody	3%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	23%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2011</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
MC/S*	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E*	7,4	9,3	8,9	8,5	9,1	9,0	9,0	8,9	8,5	8,2	7,9
P/BV*	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
P/CE*	5,4	6,2	5,9	5,7	5,9	5,9	5,8	5,8	5,7	5,5	5,4
EV/EBITDA*	5,5	6,5	6,1	5,9	6,1	5,9	5,8	5,6	5,3	5,0	4,8
EV/EBIT*	7,1	9,1	8,5	8,1	8,6	8,4	8,2	7,9	7,4	7,0	6,5
EV/S*	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
BVPS	13,2	13,5	14,1	14,7	15,2	15,7	16,2	16,8	17,4	18,0	18,6
EPS	1,6	1,3	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5
CEPS	2,2	1,9	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2
FCFPS	0,2	0,9	0,8	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3
DPS	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Payout ratio	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%

Źródło: BDM S.A. \* obliczenia przy cenie 11,9 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Maciek Bobrowski**  
 Dyrektor Wydziału  
 Makler Papierów Wartościowych  
 tel. (032) 20-81-412  
 e-mail: bobrowski@bdm.pl  
IT, media, handel

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

**Krzysztof Zarychta**  
 Makler Papierów Wartościowych  
 tel. (032) 20-81-438  
 e-mail: zarychta@bdm.pl  
surowce, energetyka

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

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

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

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

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

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Kupuj	12,0	-	-	02.07.2012	11,9	40 528,0

**Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'12:**

Kupuj	0	0%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	1	100%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;  
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;  
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;  
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;  
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

**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).

**Klauzule:**

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest z nim zgodny.

Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 02.07.2012 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 05.07.2012 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.

Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajeniu.

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 raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM 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, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. 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.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie zależne od wyników finansowych BDM, które zależą, między innymi, od wyniku pozostałych usług oferowanych przez BDM w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie to nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji.

Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.