



Dom Maklerski BDM S.A.

## FORTE

### RAPORT ANALITYCZNY

## AKUMULUJ

(POPZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 14,7 PLN

11 STYCZEŃ 2013

Obserwowana odbudowa niemieckiego rynku meblowego, zgodnie z naszymi prognozami, powinna się utrzymać przynajmniej w okresie 1H'13. Naturalnymi beneficjentami takiej sytuacji będą firmy zorientowane na eksport, z konkurencyjnym produktem oraz rozwiniętymi kanałami sprzedażowymi jak Forte (50% sprzedaży do Niemiec). Wraz z ustabilizowaniem się kosztów płyt drewnopochodnych i dalszą optymalizacją procesów produkcyjnych Forte powinno zdecydowanie poprawić wyniki finansowe. Oczekujemy, że na poziomie netto spółka wypracuje blisko 35 mln PLN zysku (+13,7% r/r), co oznacza, że obecnie handlowana jest na atrakcyjnym mnożniku P/E'13= 9,0x. Poprawa wyników i utrzymanie polityki dywidendowej (DY= 6%) skłania nas do zmiany zalecenia z trzymaj na AKUMULUJ i ustalenia ceny docelowej na 14,7 PLN za akcję.

Produkcja sprzedana mebli w Polsce w okresie 1-3Q'12 spadła o 5,8% r/r (ceny bieżące). Lepsza koniunktura utrzymywała się w Niemczech, gdzie rynek zyskał 2,6% r/r. Co prawda, wzrost udało się wypracować dzięki silnemu 1Q'12, ale już w 4Q'12 obserwowaliśmy ożywienie, które wg nas powinno trwać przynajmniej w okresie 1H'13 (wzrost 2-3% r/r). Szacujemy, że poprawa koniunktury przyczyni się do wzrostu wolumenów sprzedaży mebli przez Forte o ok. 2% r/r przy podobnej dynamice wzrostu cen.

Po stronie kosztów głównym składnikiem są płyty drewnopochodne (ok. 30%). Począwszy od 3Q'11 obserwujemy spadek notowań płyt, obecnie rzędu 3-4% r/r (średniorocznie w 2012 roku ok. -2,1% r/r). Spadkom cen płyt sprzyja obniżka kosztów pozysku drewna (od 2H'12) rzędu ok. 10% r/r i wzrost podaży produktu (nowe inwestycje w regionie). Konserwatywnie zakładamy więc, że ceny płyt w 2013 roku się ustabilizują (czynnik ten odpowiadał w 2009-2010 za dotkliwą erozję marż w spółce), co przy wzrostowej dynamice cen mebli pozwoli poprawić marżę.

Forte jest eksporterem netto. Szacujemy, że roczna ekspozycja walutowa to ok. 48 mln EUR, w tym praktycznie całość na 2013 rok jest korzystnie zabezpieczona zerokosztowymi opcjami walutowymi w korytarzu 4-5 EUR/PLN (w tym 16 mln EUR w korytarzu 4,4-4,9 EUR/PLN). Dlatego nawet w sytuacji silnego umocnienia złotówki (kurs poza korytarzem) nie widzimy zagrożenia dla marż biznesu w 2013 roku. Na 2014 rok Forte ma już zabezpieczone 16 mln EUR w korytarzu 4,3-5,14 EUR/PLN. Konserwatywnie nie zakładamy dalszych działań zabezpieczających. Oczekiwane przez nas umocnienie złotówki (z 4,1 na 4,0 i długoterminowo 3,8 EUR/PLN) wpłynie więc negatywnie na wyniki spółki w 2014 i kolejnych latach.

W 3Q'12 przychody spadły o 4,2% r/r, na co wpływ miał spadek wolumenów sprzedaży mebli w Niemczech i w Polsce, oraz brak osłabienia EUR/PLN. Poprawa marż wynikała głównie ze spadku kosztów płyt wiórowych. W 4Q'12 zakładamy wzrost wolumenów w Niemczech (odbudowa rynku) i dalszy spadek w Polsce, co wraz z umocnieniem złotówki przyczyni się do spadku sprzedaży o ok. 7,2% r/r. W naszej opinii kolejne kwartały będą już charakteryzować się wzrostową dynamiką na przychodach (wzrost wolumenów i cen mebli) i zyskach firmy (poprawa spreadu meble-płyta).

	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P
Przychody [mln PLN]	468,9	527,2	545,0	564,8	581,0	604,0
EBITDA [mln PLN]	54,4	62,4	52,1	59,3	57,5	56,8
EBIT [mln PLN]	38,8	48,4	36,6	43,8	41,5	40,6
Wynik netto [mln PLN]	29,1	38,4	30,7	34,9	33,2	32,5
P/BV	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
P/E	10,8	8,2	10,2	9,0	9,4	9,6
EV/EBITDA	7,0	6,0	6,9	5,9	6,0	5,9
EV/EBIT	9,9	7,7	9,8	8,0	8,3	8,3

Wycena DCF [PLN]	14,7
Wycena porównawcza [PLN]	14,7
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>14,7</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>11,1%</b>
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	13,2
Kapitalizacja [mln PLN]	313,5
Ilość akcji [mln. szt.]	23,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	13,20
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	10,71
Stopa zwrotu za 3 mc	14,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	10,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	25,1%
Struktura akcjonariatu:	
MaForm Holding	29,5%
Amplico OFE	17,7%
ING OFE	9,9%
Eno Holding	6,2%
Vita Holding	5,6%
Revilo Holding	5,1%
Pozostali	25,9%

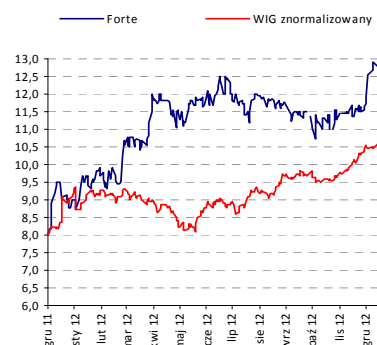
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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
WYNIKI 3Q'12 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW .....	13
ZMIANY W PROGNOZACH NA LATA 2012-2014 .....	15
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE .....	16

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena Forte opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2013-2022 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 14,7 PLN. Natomiast wycena porównawcza do zagranicznych podmiotów, oparta na prognozach wyników na lata 2013–2014 dała wartość 1 akcji na poziomie 14,7 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 14,7 PLN.**

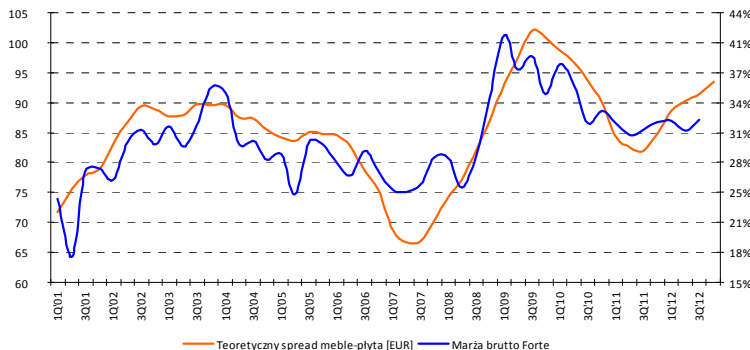
### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	14,7
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	14,7
<b>Wycena spółki [PLN]</b>		<b>14,7</b>

Źródło: BDM S.A.

Biorąc pod uwagę odbudowę niemieckiego rynku meblowego w 4Q'12 (oczek. +2,2% r/r) zakładamy, że branża meblarska najgorsze ma już za sobą. W takim otoczeniu zdecydowanie lepiej powinny radzić sobie spółki zorientowane na eksport jak Forte (eksport 80%, 50% sprzedaży do Niemiec). Zakładamy również, że dzięki ustabilizowaniu się kosztów płyt (konserwatywne założenie), stanowiących 30% kosztów ogółem w spółce, Forte powinno także poprawić marże. Nie widzimy przy tym zagrożenia ze strony umacniającej się złotówki do euro. Na 2013 rok Forte ma zabezpieczoną praktycznie całą ekspozycję w korytarzu 4-5 EUR/PLN (48 mln EUR) w tym 16 mln EUR w korytarzu 4,4-4,9 EUR/PLN. W rezultacie nasze prognozy zakładają, że po dobrym zakończeniu 2012 roku (łącznie ponad 30 mln PLN zysku netto przy 545 mln PLN przychodów), bieżący rok powinien przynieść poprawę. Zakładamy, że w 2013 roku wypracuje blisko 35 mln PLN zysku netto (+13,7% r/r) przy 560 mln PLN przychodów ze sprzedaży (+3,6% r/r). **Poprawa wyników i utrzymanie polityki dywidendowej (DY= 6%) skłania nas do zmiany zalecenia z trzymaj na AKUMULUJ i ustalenia ceny docelowej na 14,7 PLN za akcję.**

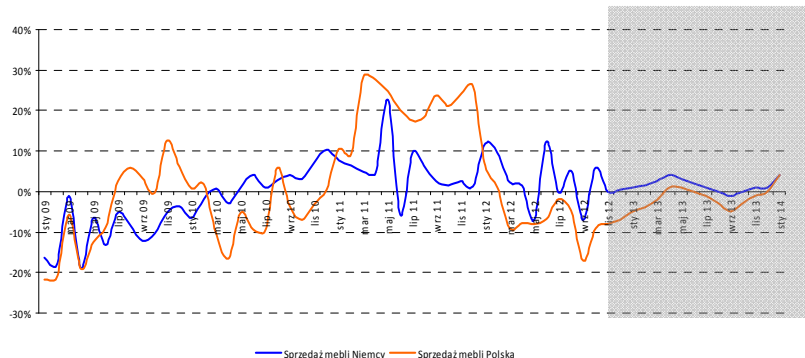
### Teoretyczny spread meble-płyta [EUR] na tle marży brutto Forte



*Ceny płyt wiórowych spadają przy utrzymaniu tendencji wzrostowej w meblach, co przekłada się na poprawę teoretycznych spreadów meble-płyty i wzrost rentowności Forte.*

Źródło: BDM S.A., Spółka, Niemiecki Urząd Statystyczny. Lewa skala: teoretyczny spread meble-płyta oparty o notowania w Niemczech, prawa skala: marża brutto na sprzedaży Forte

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



*Zakładamy, że rynek meblowy najgorsze ma już za sobą. W Niemczech, kluczowym rynku działalności spółki (50% sprzedaży) już obserwujemy odbudowę rynku, która zgodnie ze wskaźnikami wyprzedzającymi koniunkturę powinna potrwalić przynajmniej w 1H'13 (wzrost rządu 2-3% r/r).*

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

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

### ▪ Spowolnienie gospodarcze w Polsce i Europie

Głównymi rynkami działalności spółki są Niemcy (50% sprzedaży) i Polska (20% sprzedaży) wobec czego głębsze spowolnienie koniunktury w tych krajach może negatywnie odbić się na wynikach spółki. Koniunktura wśród krajowych meblarzy zależy od kondycji przemysłu w Niemczech. Tam na podstawie wskaźników wyprzedzających prognozujemy odbudowę rynku przynajmniej w 1H'13 z dynamiką rzędu 2-3% r/r. W Polsce krajowa produkcja sprzedana mebli powinna więc odnotować wzrost przynajmniej w 2Q'13. Dla krajowych firm meblarskich problemem może być zdecydowane osłabienie popytu wewnętrznego dlatego lepiej powinny sobie radzić podmioty z dużą ekspozycją na rynek niemiecki. Zagrożeniem dla tego scenariusza jest dalsza eskalacja kryzysu zadłużeniowego w strefie euro.

### ▪ 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, a na rynku płyt pojawiły się nowe moce. W Niemczech obserwujemy delikatną tendencję spadkową. W Polsce LP w przetargach zamkniętych zwiększyły pulę sprzedawanego drewna z 55% do 65% (2H'12) co przyczyniło się do spadków cen rzędu 13% r/r (okrągłe, iglaste). Na 2013 rok obowiązują nowe zasady sprzedaży (tzw. sprzedaż ofertowa). Ze wstępnych wyników pierwszego etapu sprzedaży średnie ceny surowca utrzymały się na poziomie z 2H'12. Oczekujemy ich stabilizacji do końca 2013 roku, co średniorocznie wpłynie na spadek cen rzędu 8-10% r/r.

### ▪ Umocnienie złotówki

Zgodnie z przyjętym konsensusem złotówka ma tendencję do aprecjacji w relacji do głównych walut, co wynika z szybszego tempa rozwoju gospodarczego Polski i relatywnie wysokich stóp procentowych. 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 na aktywną politykę zabezpieczeń w spółce. Forte w swoich strategiach zabezpieczających stosuje zerokosztowe opcje. Na 2013 rok spółka zabezpieczyła 48 mln EUR w korytarzu 4,0-5,0 EUR/PLN (praktycznie całą ekspozycję) 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 (4,5%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta=1,0.

### Główne zmiany w modelu:

- Spadki wolumenów sprzedaży mebli w 2Q i 3Q'12 były mniejsze niż oczekiwaliśmy w poprzednim raporcie (wysoki eksport), a rynek niemiecki zaczął odbudowę w 4Q'12. Wpłynęło to na nieznaczne podwyższenie prognozy wolumenowej sprzedaży w 2012 roku (z -0,9% r/r na +1,3% r/r). W 2013 roku zakładamy wzrost o ok. 2% r/r (poprzednio +5% r/r) przez ostrożność, co do kształtowania się koniunktury w 2H'13.;
- Wzrost cen mebli spowolnił w 2Q i 3Q'12 dlatego w całym 2012 roku szacujemy, że sięgnie 2,2% r/r wobec 3% r/r oczekiwanych wcześniej. W kolejnych latach zakładamy dynamikę na poziomie 2% r/r (bez zmian);
- Zweryfikowaliśmy ścieżkę umocnienia EUR/PLN. W 2013 roku przyjęliśmy kurs 4,1 (poprzednio 4,2), w 2014 4,0 (4,1), w 2015 3,9 (4,0) i 3,8 długoterminowo (bez zmian). Na 2013 rok spółka ma zabezpieczoną praktycznie całą ekspozycję w korytarzu 4-5 EUR/PLN w tym 16 mln EUR między 4,4-4,9 EUR/PLN, więc umocnienie złotówki znacząco nie wpłynie na wyniki 2013 roku. Kontynuacja trendu umacniania EUR/PLN negatywnie wpłynie na wyniki finansowe w kolejnych latach (2014-2015). Konserwatywnie bowiem nie zakładamy dalszych działań zabezpieczających;
- W przypadku cen płyt wiórowych, głównego składnika kosztów w spółce (30%) w 2012 roku przeciętny spadek cen wyniósł 2,1% r/r. W 2013 roku konserwatywnie zakładamy stabilność kosztów płyt (konserwatywny scenariusz w obliczu spadku cen drewna o 8-10% r/r i większej podaży płyt), a w latach 2014-2015 +3% r/r;
- Ceny okuć (5% kosztów) zależą od notowań ropy naftowej i stali. Spadki tych surowców przyczyniły się więc do weryfikacji naszych prognoz. W 2012 roku koszty okuć spadną o 0,6% r/r (licząc w EUR), a w 2013 roku o ok. 3% r/r. Poprzednio zakładaliśmy ok. 2% r/r wzrost kosztów;
- Koszty szyb (5% kosztów) uzależniliśmy od notowań sody kalcynowanej. W 2012 roku ceny sody wzrosły w EUR o 7,6% r/r (+9,2% r/r w PLN). W 2013 roku wzrost cen powinien sięgnąć 5% r/r w EUR (+3% w PLN) by w następnych latach (2014-2015) wyhamować. W poprzednim raporcie zakładaliśmy 2% wzrost cen szyb;
- Koszty kartonów (3,5% kosztów) uzależniliśmy od notowań Testlinera na giełdzie FOEX. W 2012 roku ceny testlinera spadły o 12% r/r licząc w EUR (poprzednia prog. -9,5% r/r). Na 2013 rok zakładamy wzrost o 5% r/r, a następnie o 2% r/r (poprzednio 2% r/r);
- W 2013 roku oczekujemy wzrostu wynagrodzeń na poziomie 5% r/r wskutek wzrostu o 100 PLN płacy minimalnej. Poprzednio zakładaliśmy +2% r/r;
- CAPEX przyjęliśmy zgodnie z założeniami zarządu na poziomie 20-16 mln PLN przy amortyzacji ok. 16 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 (potencjalnie 150 tys. warrantów serii C zamiennych na akcje serii G po spełnieniu warunków wzrostu EPS i kursu akcji o 10% r/r.). Warranty serii B (150 tys. szt.) przeznaczone na program motywacyjny za 2012 rok najprawdopodobniej zostaną umorzone (brak realizacji warunków programu);
- Po okresie szczegółowej prognozy założyliśmy wzrost FCFF o 2%;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 11 stycznia 2013 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 348 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 14,7 PLN**

**Model DCF**

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	545,0	564,8	581,0	604,0	632,8	645,5	658,4	671,5	685,0	698,7	712,6
EBIT [mln PLN]	36,6	43,8	41,5	40,6	43,7	43,6	44,8	45,7	46,7	47,6	48,6
Stopa podatkowa	15,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	5,6	8,3	7,9	7,7	8,3	8,3	8,5	8,7	8,9	9,0	9,2
NOPLAT [mln PLN]	31,1	35,4	33,6	32,9	35,4	35,3	36,3	37,0	37,8	38,6	39,3
Amortyzacja [mln PLN]	15,4	15,6	16,0	16,2	16,4	16,5	16,5	16,5	16,5	16,4	16,4
CAPEX [mln PLN]	-31,4	-19,2	-18,6	-18,1	-17,7	-16,8	-16,8	-16,7	-16,6	-16,6	-16,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	30,5	-4,9	-4,0	-5,7	-7,1	-3,1	-3,2	-3,3	-3,3	-3,4	-3,5
FCF [mln PLN]	45,6	27,0	27,0	25,3	27,0	31,9	32,8	33,6	34,3	35,0	35,7
DFCF [mln PLN]		24,8	22,8	19,6	19,1	20,7	19,4	18,2	17,0	15,8	14,8
Suma DFCF [mln PLN]		192,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]		486,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		200,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]		392,8									
Dług netto [mln PLN]		44,4									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>		<b>348,4</b>									
Ilość akcji [mln szt.]		23,8									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>		<b>14,7</b>									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%

Przychody zmiana r/r	3,6%	2,9%	4,0%	4,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	19,5%	-5,1%	-2,3%	7,8%	-0,4%	2,8%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%
FCF zmiana r/r	-34,4%	0,2%	-6,3%	6,7%	18,0%	2,9%	2,4%	2,2%	2,0%	2,2%
Marża EBITDA	10,5%	9,9%	9,4%	9,5%	9,3%	9,3%	9,3%	9,2%	9,2%	9,1%
Marża EBIT	7,7%	7,1%	6,7%	6,9%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Marża NOPLAT	6,3%	5,8%	5,4%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
CAPEX / Przychody	3,4%	3,2%	3,0%	2,8%	2,6%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%
CAPEX / Amortyzacja	123,3%	116,4%	111,5%	107,9%	101,8%	101,8%	101,5%	101,2%	101,3%	100,9%
Zmiana KO / Przychody	0,9%	0,7%	0,9%	1,1%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%

Źródło: BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Stopa wolna od ryzyka	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
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	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Udział kapitału własnego	88,7%	89,9%	91,1%	92,7%	94,6%	96,3%	98,1%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Udział kapitału obcego	11,3%	10,1%	8,9%	7,3%	5,4%	3,7%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,0%	9,0%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%

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	13,0	13,7	14,6	15,6	17,0	18,8	21,4	25,2	31,6
	0,8	12,3	12,9	13,6	14,6	15,7	17,2	19,3	22,2	26,9
	0,9	11,6	12,2	12,8	13,6	14,6	15,9	17,5	19,9	23,4
	1,0	11,0	11,5	12,1	12,8	13,6	14,7	16,1	18,0	20,7
	1,1	10,5	10,9	11,4	12,0	12,7	13,6	14,8	16,4	18,5
	1,2	10,0	10,3	10,8	11,3	11,9	12,7	13,7	15,0	16,8
	1,3	9,5	9,8	10,2	10,7	11,2	11,9	12,7	13,8	15,3

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%	13,8	14,6	15,6	16,8	18,5	20,7	23,9	29,0	38,1
	4,0%	12,3	12,9	13,6	14,6	15,7	17,2	19,3	22,2	26,9
	5,0%	11,0	11,5	12,1	12,8	13,6	14,7	16,1	18,0	20,7
	6,0%	10,0	10,3	10,8	11,3	11,9	12,7	13,7	15,0	16,8
	7,0%	9,1	9,4	9,7	10,1	10,6	11,2	11,9	12,8	14,0
	8,0%	8,3	8,5	8,8	9,1	9,5	9,9	10,5	11,1	12,0
	9,0%	7,6	7,8	8,0	8,3	8,6	8,9	9,3	9,8	10,4

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%	25,1	23,5	22,0	20,7	19,5	18,5	17,5	16,6	15,9
	4,0%	21,5	19,9	18,5	17,2	16,1	15,1	14,2	13,4	12,7
	5,0%	18,8	17,2	15,9	14,7	13,6	12,7	11,9	11,2	10,5
	6,0%	16,6	15,1	13,8	12,7	11,8	10,9	10,2	9,5	8,9
	7,0%	14,9	13,4	12,2	11,2	10,3	9,5	8,8	8,2	7,7
	8,0%	13,4	12,1	10,9	9,9	9,1	8,4	7,7	7,2	6,7
	9,0%	12,2	10,9	9,8	8,9	8,1	7,4	6,9	6,3	5,9

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2013-2014 do wybranych, zagranicznych spółek działających w sektorze meblowym. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Obliczenia bazują na kursach z 11 stycznia 2013 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 50%.

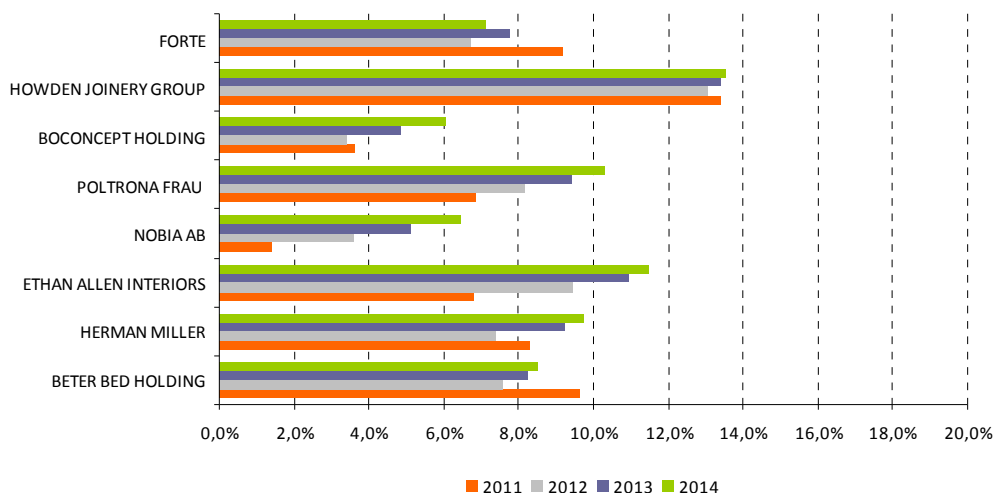
Porównując wyniki Forte ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 349 mln PLN, co odpowiada 14,7 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 13,2 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika P/E'13 Forte jest notowane z 26% dyskontem. Dla EV/EBITDA'13 dyskonto wynosi 6%.

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2012P	2013P	2014P	2012P	2013P	2014P
BETER BED HOLDING	13,7	12,0	10,9	7,5	6,8	6,2
HERMAN MILLER	16,0	12,3	10,9	7,5	5,5	4,9
ETHAN ALLEN INTERIORS	19,1	15,2	13,4	9,1	7,7	7,0
NOBIA	14,8	11,3	8,2	7,7	6,1	4,6
POLTRONA FRAU	17,4	12,5	10,1	7,5	6,3	5,2
BOCONCEPT HOLDING	13,6	9,0	6,5	5,5	4,3	3,3
HOWDEN JOINERY GROUP	12,9	12,2	11,2	7,8	7,2	6,5
Mediana	14,8	12,2	10,9	7,5	6,3	5,2
Forte	10,2	9,0	9,4	6,9	5,9	6,0
Premia/dyskonto do spółki	-31,1%	-26,4%	-13,4%	-8,9%	-5,9%	14,2%
Wycena wg wskaźnika	19,2	17,9	15,2	14,7	14,1	11,4
Waga roku	0,0%	50,0%	50,0%	0,0%	50,0%	50,0%
Wycena wg wskaźników		<b>16,6</b>			<b>12,8</b>	
Waga wskaźnika		50,0%			50,0%	
Premia / dyskonto						
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>	<b>14,7</b>					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 11.01.2013

### Porównanie rentowności EBIT



Źródło: BDM S.A., Bloomberg



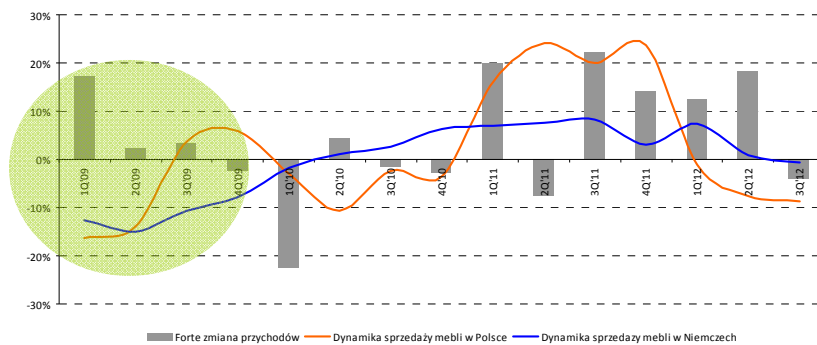
## KLUCZOWE CZYNNIKI DECYDUJĄCE O WYNIKACH FINANSOWYCH

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

### Popyt i ceny mebli

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.

### Dynamika produkcji sprzedanej mebli w Polsce i Niemczech na tle zmiany przychodów Forte



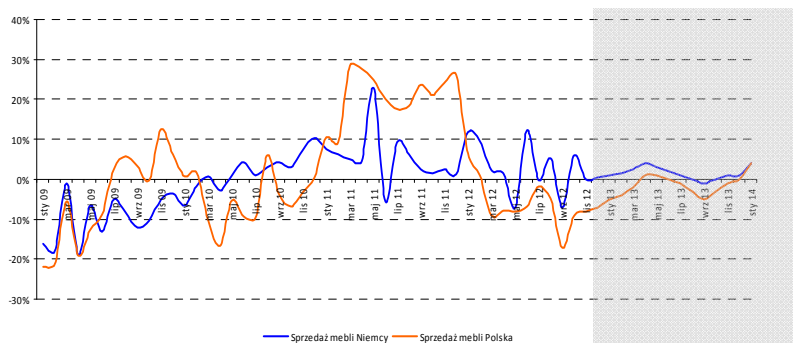
*Spółka zanotowała wzrost przychodów w okresie 2008-2009 przy ujemnej dynamice produkcji sprzedanej mebli w Polsce i w Niemczech.*

Źródło: BDM S.A., spółka, GUS, Niemiecki Urząd Statystyczny

W okresie 1-3Q'12 krajowa produkcja sprzedana mebli spadła o 5,8% r/r (ceny bieżące) na co złożyło się pogorszenie sytuacji makro w Europie i spowolnienie krajowego popytu (także efekt wygaszenia inwestycji związanych z EURO 2012). W Niemczech, podstawowym rynku działalności spółki (50% sprzedaży, Polska 20%), rynek wyhamował z +7,4% r/r po 1Q'12 do 0,9% r/r w 2Q'12 i -0,7% r/r w 3Q'12. W październiku tamtejsza produkcja wzrosła o 6% r/r, a wskaźniki wyprzedzające pozwalają oczekiwać wzrostu w całym 4Q'12 na poziomie ok. 2,2% r/r. Potwierdzeniem naszych założeń są dane o produkcji wolumenowej mebli w Polsce. Podczas gdy, w 1-3Q'12 produkcja wzrosła tylko o 0,8% r/r (kategoria meble w salonach +0,7% r/r), to w okresie październik-listopad'12 dynamika produkcji sięgnęła aż 10% r/r w tym 15% r/r w kategorii meble w salonach- rynek Forte.

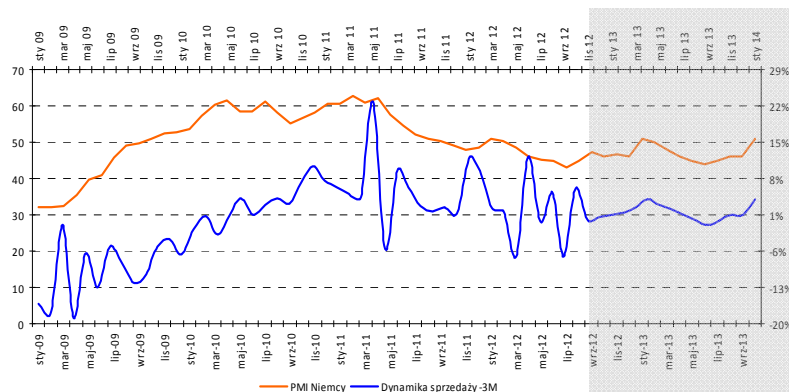
Odbudowa niemieckiego rynku powinna być kontynuowana przynajmniej w 1H'13 (wzrost o 2-3% r/r), co przyczyni się do poprawy w Polsce. Wciąż jednak wpływ osłabienia popytu wewnętrznego w kraju będzie istotny, dlatego zdecydowanie lepiej powinny sobie radzić spółki skoncentrowane na eksporcie do Niemiec jak Forte.

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



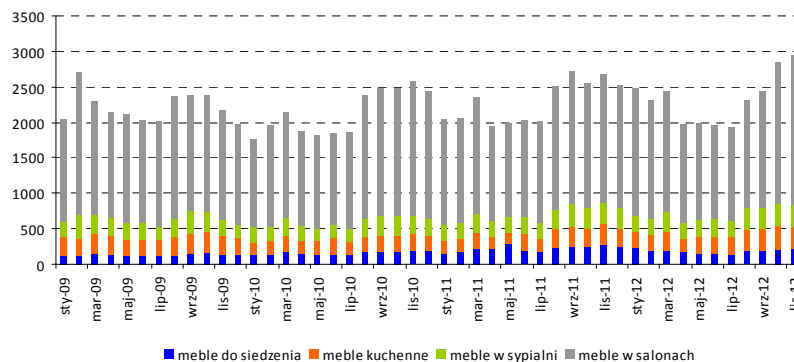
*W naszej opinii najgorsze w branży meblowej za nami. Obecnie w Niemczech już obserwujemy odbudowę rynku, a wskaźniki wyprzedzające koniunkturę pozwalają z optymizmem patrzeć na 1H'13. W Niemczech oczekujemy wzrostu rynku rzędu 2-3% w końcówce 2012 i 1H'13. W Polsce pojawia się on w 2Q'13.*

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 przesunięta o 3 miesiące wstecz a PMI dla tamtejszego przemysłu w 3-letnim okresie wynosi blisko 70%. W związku z tym oczekujemy odbudowy rynku przynajmniej w 1H'13, co powinno spótte utatwić plasowanie wolumenów.

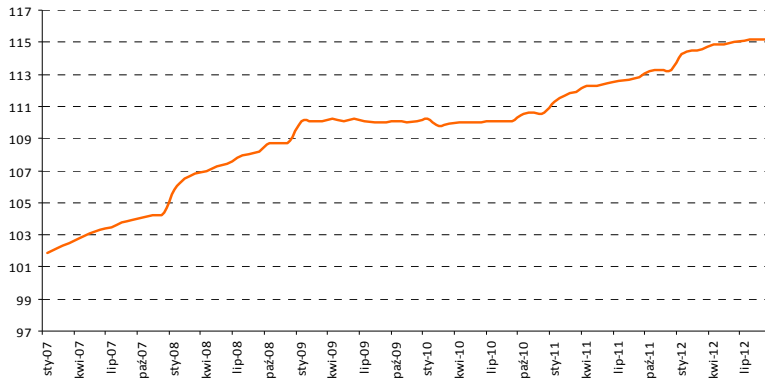
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Niemiecki Urząd Statystyczny. Ceny bieżące sprzedaży mebli przesunięte o 3 miesiące wstecz względem PMI. Lewa skala i dolna oś X: PMI. Prawa skala i górna oś X: dynamika sprzedaży mebli w Niemczech (ceny bieżące).

**Produkcja wolumenowa mebli w Polsce w podziale na kategorie [tys. szt.]**


Potwierdzeniem naszych założeń odnośnie odbudowy rynku są dane na temat produkcji wolumenowej mebli. Po wzroście w 1-3Q'12 o 0,8% r/r (0,7% r/r w przypadku mebli w salonach - rynek Forte) okres październik-listopad'12 przyniósł wzrost o 10% r/r w tym 15% r/r w kategorii meble w salonach.

Źródło: BDM S.A., GUS

W ostatnich latach ceny mebli notowały systematyczne wzrosty. 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 ceny mebli wzrosły o 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. Od 3Q'11 ceny płyt delikatnie spadają (3-4% r/r), a meble utrzymują wzrost ok. 2% r/r, co poprawia marżę Forte.

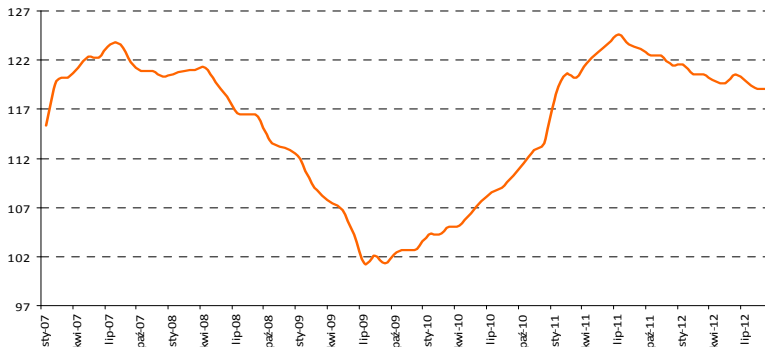
**Indeks cen mebli na rynku niemieckim [2005=100]**


Ceny mebli utrzymują się w delikatnym trendzie wzrostowym. W 3Q'12 w Niemczech wzrastały o ok. 1,9% r/r, a w Polsce ok. 1% r/r. Oczekujemy kontynuacji trendu wzrostowego w 2013 roku na poziomie 2% r/r.

Źródło: BDM S.A., Niemiecki Urząd Statystyczny

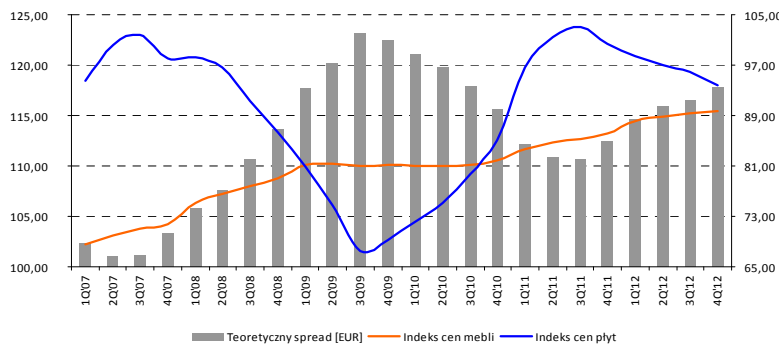
**Koszty płyt drewnopochodnych**

Najważniejszym czynnikiem wpływającym na marżę Forte są koszty płyt drewnopochodnych, które stanowią w spółce ok. 30% kosztów ogółem. Od 3Q'11 notowania płyt wiórowych znajdują się w delikatnym trendzie spadkowym (3-4% r/r), czemu sprzyja obniżka kosztów surowca drzewnego i wzrost podaży produktu na rynku. Powyższa sytuacja podnosi teoretyczny spread i poprawia marżę Forte. W następnych okresach ceny mebli powinny utrzymać lekką tendencję wzrostową (+2% r/r) natomiast notowania płyt w pesymistycznym scenariuszu się ustabilizują (więcej argumentów przemawia za kontynuacją spadków).

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


Od 3Q'11 obserwujemy delikatne spadki notowań płyt (3-4% r/r). Sprzyjają temu niższe koszty drewna oraz wzrost podaży na rynku (nowe fabryki płyt w regionie). Zakładamy, że w pesymistycznym scenariuszu dla Forte ceny płyt (30% kosztów w spółce) ustabilizują się w 2013 roku

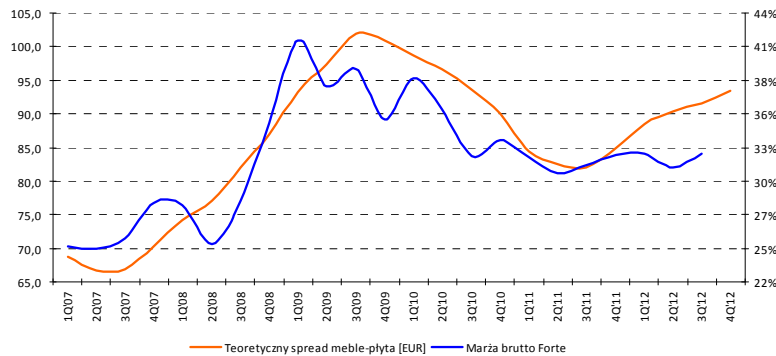
Źródło: BDM S.A., Niemiecki Urząd Statystyczny

**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 blisko 14%, co znalazło odzwierciedlenie 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



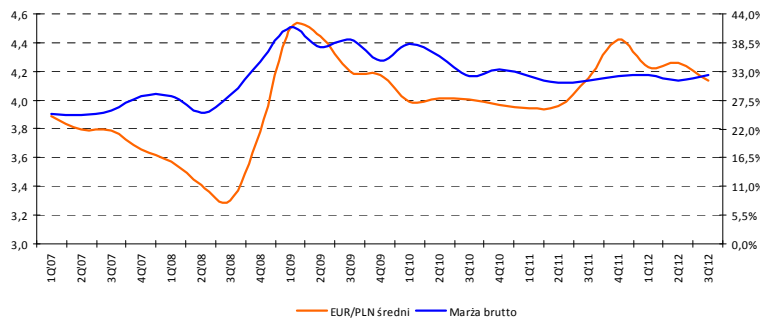
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne, spółka, Niemiecki Urząd Statystyczny. Lewa skala: teoretyczny spread. Prawa skala: marża brutto ze sprzedaży

W okresie 1Q'07-3Q'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. Trend ten powinien się utrzymać w 2013 roku (meble +2%, płyty 0%).

### 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, 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).

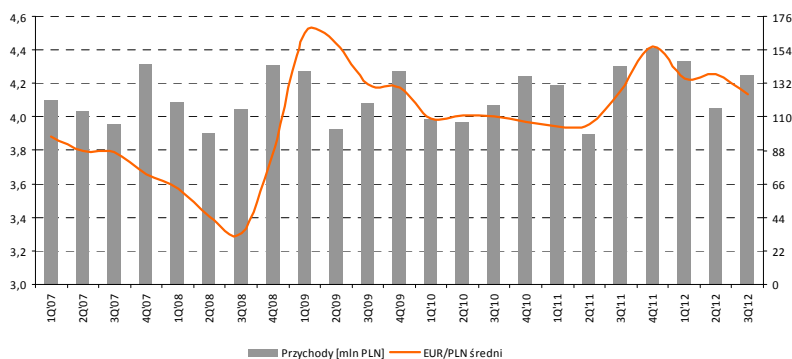
### Korelacja między EUR/PLN a marżą brutto ze sprzedaży Forte



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'07-3Q'12 wyniosła 67%.

### 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). Obecnie spółka ma zabezpieczoną praktycznie całą ekspozycję w korytarzu 4-5 EUR/PLN, w tym aż 16 mln EUR w przedziale 4,4-4,9 EUR/PLN).

## WYNIKI 3Q'12 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

W 3Q'12 spółka zaraportowała przychody na poziomie 137,3 mln PLN (-4,2% r/r), EBITDA 15,6 mln PLN (+0,8% r/r) i zysk netto 9,6 mln PLN (+47% r/r). Spadek przychodów wynika z osłabienia koniunktury w branży meblowej w Polsce (-8,7% r/r) i w Niemczech (-0,7% r/r) oraz z braku osłabienia EUR/PLN. Poprawa na marży to zasługa delikatnego spadku cen płyty wiórowej (-3,6% r/r). Wyniki okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami potwierdzając przypuszczenia o trudnościach z realizacją wolumenów sprzedaży. Efekt ten, spotęgowany dodatkowo umocnieniem EUR/PLN (-7,3% r/r), będzie widoczny jeszcze w 4Q'12 niemniej uważamy, że branża najgorsze ma już za sobą i obserwowana poprawa kondycji niemieckiego rynku (+6% r/r w październiku'12, prognoza +2,2% w 4Q'12) pozytywnie wpłynie na wyniki spółki z początkiem 2013 roku.

Suma bilansowa w 3Q'12 wzrosła o 2,4% r/r (+2,7% q/q), za co odpowiadał wzrost majątku trwałego o 11,4% r/r (7,3% q/q). W tej kategorii nastąpił przyrost wartości niematerialnych o 15,2 mln PLN. W sprawozdaniu spółka informowała o nabyciu znaku towarowego „Forte”. Transakcja przyczyniła się do wzrostu zobowiązań z tytułu dostaw i usług (+11,6 mln PLN) i na koniec 2012 roku należy oczekiwać wypływu gotówki w tej kwocie (-3,6 mln PLN w 3Q'12). Transakcja budzi kontrowersje bowiem została przeprowadzona z firmą „FORMACON”, której udziałowcem jest Pan Maciej Formanowicz, prezes zarządu i większościowy (29,5%) udziałowiec Forte.

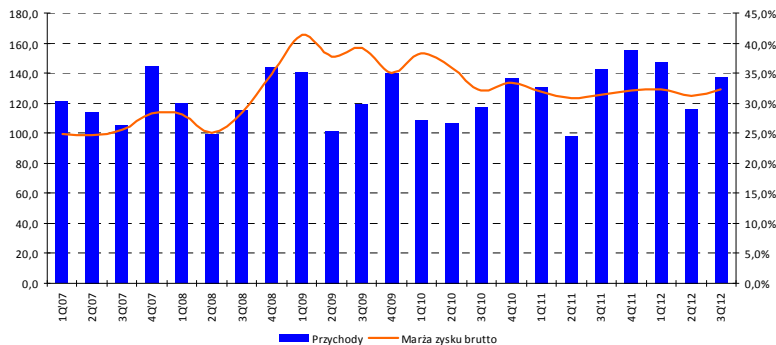
Aktywa obrotowe spadły o 6% r/r (1,9% q/q) przez głównie spadek należności i zapasów. Mimo wypłaty 17,8 mln PLN dywidendy w kasie pozostało 18,1 mln PLN gotówki wobec 5,7 mln PLN w 3Q'11. Po stronie pasywów kapitały własne wzrosły o 11,8% r/r (5,8% q/q) przez przyrost zysku netto i dodatni kapitał z aktualizacji instrumentów zabezpieczających (9 mln PLN). Zobowiązania odsetkowe spadły o 35,3% r/r (-12% q/q), a dług netto obniżył się do 38,1 mln PLN wobec 81,0 mln PLN przed rokiem (0,7x rocznej EBITDA, 11% kapitałów). Zobowiązania handlowe wzrosły o 38,7% r/r (3,7% q/q), co było główną przyczyną wysokiego CFO (+13,6 mln PLN). Wzrost zobowiązań handlowych to po części efekt transakcji zakupu znaku towarowego. Po oczyszczeniu zobowiązania wzrosły tylko o 13,1% r/r.

W rachunku przepływów pieniężnych CFO wyniosły 13,6 mln PLN wobec EBITDA 15,6 mln PLN. Sezonowo 3Q oznaczał w spółce wypływ gotówki związany z przyrostem kapitału obrotowego przed okresem wysokiego sezonu (4Q i 1Q). W 3Q'12 spadek na KO wynikał ze wspomnianych czynników jednorazowych. Na inwestycje spółka wydała 8,2 mln PLN w tym ok. 3,6 mln PLN to wypływ gotówki związany z transakcją zakupu znaku towarowego. W 3Q'12 spółka wypłaciła 17,8 mln PLN dywidendy i zredukowała zadłużenie. W kasie pozostało 18,1 mln PLN gotówki.

### Wyniki finansowe za 3Q'12 [mln PLN]

	3Q'11	3Q'12	zmiana r/r	1-3Q'11*	1-3Q'12	zmiana r/r	3Q'12P BDM	wyniki vs prognoza
Przychody	143,3	137,3	-4,2%	372,2	400,7	7,6%	141,1	-2,7%
Zysk brutto na sprzedaży	44,9	44,4	-1,1%	117,0	128,2	9,6%	43,6	1,8%
EBITDA	15,4	15,6	0,8%	30,6	39,2	28,1%	15,3	1,7%
EBIT	11,8	11,6	-1,2%	20,1	27,7	38,0%	11,6	0,1%
Zysk brutto	8,4	12,1	44,3%	16,2	28,1	72,7%	11,0	9,9%
Zysk netto	6,5	9,6	46,9%	16,4	23,6	43,8%	8,9	7,6%
Marża zysku ze sprzedaży	31,3%	32,3%		31,4%	32,0%		30,9%	
Marża EBITDA	10,8%	11,3%		8,2%	9,8%		10,8%	
Marża EBIT	8,2%	8,5%		5,4%	6,9%		8,2%	
Marża zysku netto	4,6%	7,0%		4,4%	5,9%		6,3%	

Źródło: BDM, Spółka. \*- po oczyszczeniu o zysk na transakcji sprzedaży aktywów w Rosji i na Ukrainie w 1Q'11 w kwocie 17,6 mln PLN.

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


Okres 3Q'12 był potwierdzeniem naszych założeń odnośnie trudności w plasowaniu wolumenów sprzedaży mebli przez spółkę (słabszy rynek). Przychody spadły o 4,2% r/r do 133,3 mln PLN. Poprawa na marży to efekt taniejących płyt (30% kosztów w spółce).

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

Nasze obawy, co do koniunktury w branży meblarskiej z ostatniego raportu (lipiec 2012) znalazły potwierdzenie. Po optymistycznych danych z początku 2012 roku (produkcja sprzedana za okres styczeń-luty'12 +3,7% r/r) kolejne miesiące przyniosły wyraźny spadek sprzedaży mebli. W 2Q'12 produkcja sprzedana spadła o 7,6% r/r. Przed spadkiem przychodów Forte uchronił wówczas silny rynek niemiecki (50% sprzedaży spółki), który zyskał 3% r/r, a także osłabienie EUR/PLN (+7,6% r/r). W 3Q'12 czynniki zewnętrzne nie pomagały już spółce (produkcja w Niemczech i kurs EUR/PLN na poziomie 2Q'11), a rynek krajowy stracił 8,7% r/r. Przychody spadły o 4,2% r/r. Najgorszy pod tym względem będzie okres 4Q'12, kiedy naszym zdaniem sprzedaż spadła o 7,2% r/r. Wg naszych prognoz krajowa produkcja sprzedana mebli zanotuje spadek o 8% r/r (-8,5% r/r w październik-listopad'12), natomiast w Niemczech oczekujemy odbudowy rynku (+2,2% r/r). W dużej mierze za spadek przychodów będzie odpowiadał także kurs EUR/PLN (-7,1% r/r). Przez tańsze płyty i okucia oczekujemy poprawy rentowności.

Odbudowa rynku niemieckiego powinna potrwać przynajmniej przez okres 1H'13 z dynamiką 2-3%, co będzie główną przyczyną wyhamowania spadku krajowej produkcji sprzedanej mebli w 1Q'13 i wzrostu w 2Q'13. Niestety dla producentów skoncentrowanych na rynku polskim problemem będzie wyraźne osłabienie popytu wewnętrznego. W takich okolicznościach zdecydowanie lepiej powinny sobie radzić firmy z wysoką ekspozycją na gospodarkę naszego zachodniego sąsiada jak Forte.

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

	1Q'11*	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12P	1Q'13P	2Q'13P	3Q'13P	4Q'13P
Przychody	130,7	98,3	143,3	155,6	147,0	116,3	137,3	144,4	146,0	117,4	145,5	155,8
Wynik brutto na sprzedaży	41,8	30,2	44,9	50,0	47,5	36,3	44,4	47,6	47,0	36,2	47,4	52,5
EBITDA	28,7	4,0	15,4	14,3	15,3	8,4	15,6	12,8	15,8	9,7	17,4	16,4
EBIT	25,2	0,7	11,8	10,8	11,4	4,7	11,6	8,9	11,9	5,8	13,5	12,5
Wynik brutto	25,0	0,4	8,4	10,3	11,4	4,5	12,1	8,7	11,8	5,6	13,4	12,3
Wynik netto	23,7	0,4	6,5	8,1	9,1	4,9	9,6	7,1	9,5	4,6	10,8	10,0
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,0%	30,8%	31,3%	32,2%	32,3%	31,2%	32,3%	33,0%	32,2%	30,9%	32,5%	33,7%
Marża EBITDA	22,0%	4,1%	10,8%	9,2%	10,4%	7,2%	11,3%	8,9%	10,8%	8,3%	12,0%	10,5%
Marża EBIT	19,3%	0,7%	8,2%	6,9%	7,8%	4,0%	8,5%	6,2%	8,2%	5,0%	9,3%	8,0%
Marża zysku netto	18,2%	0,4%	4,6%	5,2%	6,2%	4,2%	7,0%	4,9%	6,5%	3,9%	7,4%	6,4%
<b>Zmiana r/r</b>												
Przychody	20,0%	-7,6%	22,1%	15,2%	12,5%	18,4%	-4,2%	-7,2%	-0,7%	0,9%	6,0%	7,9%
Wynik brutto na sprzedaży	0,3%	-20,8%	19,3%	11,2%	13,5%	20,0%	-1,1%	-4,9%	-1,0%	-0,2%	6,7%	10,3%
EBITDA	83,0%	-72,9%	50,6%	84,8%	-46,8%	107,1%	0,8%	-10,3%	3,7%	16,1%	12,0%	27,4%
EBIT	114,3%	-93,4%	80,9%	178,8%	-54,6%	547,2%	-1,2%	-17,3%	4,4%	24,4%	16,5%	40,2%
Wynik brutto	92,8%	-95,3%	-9,9%	33,1%	-54,3%	973,7%	44,3%	-15,1%	3,0%	24,5%	10,5%	40,7%
Wynik netto	131,2%	-93,8%	-7,1%	37,4%	-61,7%	1067,4%	46,9%	-12,1%	4,8%	-7,5%	13,0%	40,7%

Źródło: BDM, Spółka. \*- uwzględnia wynik na sprzedaży aktywów w Rosji i Ukrainie w kwiecie 17,6 mln PLN

## ZMIANY W PROGNOZACH NA LATA 2012-2014

W 2012 roku prognoza przychodów pozostała praktycznie bez zmian. Jej delikatne obniżenie wynika z silniejszego umocnienia EUR/PLN (4,18 vs 4,27 poprzednio) oraz z wolniejszego tempa wzrostu cen mebli (+2,2% vs +3% r/r). Spadek na poziomie operacyjnym to efekt wyższych kosztów sprzedaży (wzrost kosztów transportu). Utrzymanie wyniku netto bez zmian wynika głównie z niższych kosztów finansowych (spadek zadłużenia).

W 2013 roku obniżeniu o 3% uległa prognoza skonsolidowanych przychodów w efekcie niższego wolumenu mebli (spadek o 4-5 mln PLN) i zmiany EUR PLN (spadek 11-12 mln PLN). Na marży umocnienie złotówki (spadek o ok. 4 mln PLN) zostało zrekompensowane zmianą założeń dla cen płyt wiórowych (ok. 5 mln PLN). Spadek marży wynika głównie ze wzrostu kosztów pracy (ok. 3 mln PLN). Poprawa wyników operacyjnych i netto wynika ze spadku kosztów sprzedaży (transport) i zarząd oraz redukcji zobowiązań finansowych. W 2014 roku spadek wyników to efekt wolumenów i kursu EUR/PLN.

### Zmiany w prognozach na lata 2012-2014 [mln PLN]

	2012P			2013P			2014P		
	Poprzednio	Aktualnie	Zmiana	Poprzednio	Aktualnie	Zmiana	Poprzednio	Aktualnie	Zmiana
Przychody	548,7	545,0	-0,7%	582,3	564,8	-3,0%	611,0	581,0	-4,9%
Wynik brutto na sprzedaży	176,8	175,8	-0,6%	188,1	183,1	-2,6%	196,2	187,2	-4,6%
EBITDA	54,6	52,1	-4,7%	57,7	59,3	2,9%	59,9	57,5	-3,9%
EBIT	39,1	36,6	-6,3%	41,6	43,8	5,1%	43,4	41,5	-4,3%
Wynik netto	30,2	30,7	1,5%	31,9	34,9	9,5%	33,3	33,2	-0,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,2%	32,3%		32,3%	32,4%		32,1%	32,2%	
Marża EBITDA	10,0%	9,6%		9,9%	10,5%		9,8%	9,9%	
Marża EBIT	7,1%	6,7%		7,1%	7,7%		7,1%	7,1%	
Marża zysku netto	5,5%	5,6%		5,5%	6,2%		5,5%	5,7%	

Źródło: BDM, szacunki własne

### Główne założenia w modelu

	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Zmiana cen mebli w EUR r/r	2,34%	2,22%	2,00%	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%	1,33%	1,99%	3,00%	5,00%	5,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kurs EUR/PLN	4,12	4,18	4,10	4,00	3,90	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80
Zmiana cen płyt wiórowych w EUR r/r	12,11%	-2,08%	0,00%	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	28,69%	-0,59%	-3,09%	-0,38%	0,97%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Wzrost wynagrodzeń r/r	4,25%	2,00%	5,00%	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	545,0	564,8	581,0	604,0	632,8	645,5	658,4	671,5	685,0	698,7	712,6
zmiana r/r	12,4%	3,4%	3,6%	2,9%	4,0%	4,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk brutto na sprzedaży	166,7	175,8	183,1	187,2	191,4	200,9	203,9	208,3	212,6	216,8	221,2	225,6
zmiana r/r	2,3%	5,4%	4,2%	2,2%	2,3%	5,0%	1,5%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
marża	31,6%	32,3%	32,4%	32,2%	31,7%	31,8%	31,6%	31,6%	31,7%	31,7%	31,7%	31,7%
EBITDA	62,4	52,1	59,3	57,5	56,8	60,1	60,1	61,3	62,2	63,1	64,0	65,0
zmiana r/r	14,9%	-16,6%	14,0%	-3,1%	-1,2%	5,9%	-0,2%	2,0%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%
marża	11,8%	9,6%	10,5%	9,9%	9,4%	9,5%	9,3%	9,3%	9,3%	9,2%	9,2%	9,1%
EBIT	48,4	36,6	43,8	41,5	40,6	43,7	43,6	44,8	45,7	46,7	47,6	48,6
zmiana r/r	24,5%	-24,2%	19,5%	-5,1%	-2,3%	7,8%	-0,4%	2,8%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%
marża	9,2%	6,7%	7,7%	7,1%	6,7%	6,9%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Zysk netto	38,4	30,7	34,9	33,2	32,5	35,2	35,3	36,6	37,7	38,8	40,0	41,5
zmiana r/r	32,0%	-20,1%	13,7%	-4,9%	-2,0%	8,3%	0,2%	3,6%	3,0%	2,9%	3,2%	3,6%
marża	7,3%	5,6%	6,2%	5,7%	5,4%	5,6%	5,5%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%

Źródło: BDM S.A.

**DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE**

<b>Bilans [mln PLN]</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>	<b>2022P</b>
Aktywa trwałe	237,5	253,4	257,0	259,7	261,5	262,8	263,1	263,4	263,7	263,9	264,1	264,2
Wartości niematerialne i prawne	0,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Rzeczowe aktywa trwałe	188,8	189,7	193,3	196,0	197,8	199,1	199,4	199,7	200,0	200,2	200,4	200,5
Aktywa obrotowe	236,3	217,6	222,9	229,5	238,1	249,0	255,4	263,1	271,2	278,6	296,8	315,8
Zapasy	110,3	106,0	109,8	113,0	117,4	123,0	125,5	128,0	130,6	133,2	135,9	138,6
Należności krótkoterminowe	98,5	89,7	93,0	95,6	99,4	104,2	106,3	108,4	110,5	112,8	115,0	117,3
Inwestycje krótkoterminowe	26,2	20,6	18,8	19,6	19,9	20,5	22,4	25,4	28,8	31,4	44,7	58,7
-środki pieniężne i ekwiwalenty	25,5	19,8	18,0	18,8	19,1	19,7	21,6	24,6	28,0	30,6	43,9	57,9
<b>Aktywa razem</b>	<b>473,8</b>	<b>471,0</b>	<b>479,9</b>	<b>489,2</b>	<b>499,6</b>	<b>511,8</b>	<b>518,5</b>	<b>526,5</b>	<b>534,9</b>	<b>542,4</b>	<b>560,9</b>	<b>580,0</b>
Kapitał (fundusz) własny	311,2	324,0	340,5	352,8	365,4	381,1	395,3	410,7	426,4	442,6	459,4	476,8
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	93,8	106,1	120,1	133,4	146,4	160,5	174,6	189,2	204,3	219,8	235,8
Zysk (strata) netto	51,8	82,5	86,7	85,0	84,3	87,0	87,1	88,4	89,5	90,6	91,8	93,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	159,5	143,4	135,8	132,8	130,6	127,1	119,7	112,2	104,8	96,2	97,9	99,6
Rezerwy na zobowiązania	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Zobowiązania długoterminowe	73,7	53,7	43,7	38,7	33,7	28,7	21,7	14,7	7,7	0,0	0,0	0,0
-oprocentowane	73,0	53,0	43,0	38,0	33,0	28,0	21,0	14,0	7,0	-0,7	-0,7	-0,7
Zobowiązania krótkoterminowe	64,0	77,1	79,5	81,5	84,3	85,8	85,3	84,9	84,5	83,6	85,3	87,0
-oprocentowane	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	8,5	6,5	4,5	2,5	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>473,8</b>	<b>471,0</b>	<b>479,9</b>	<b>489,2</b>	<b>499,6</b>	<b>511,8</b>	<b>518,5</b>	<b>526,5</b>	<b>534,9</b>	<b>542,4</b>	<b>560,9</b>	<b>580,0</b>

<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</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>	<b>2022P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	527,2	545,0	564,8	581,0	604,0	632,8	645,5	658,4	671,5	685,0	698,7	712,6
Koszty produktów, tow. i materiałów	360,5	369,3	381,7	393,8	412,6	431,9	441,6	450,0	459,0	468,1	477,5	487,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	166,7	175,8	183,1	187,2	191,4	200,9	203,9	208,3	212,6	216,8	221,2	225,6
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	136,4	137,6	139,4	145,7	150,8	157,2	160,3	163,6	166,8	170,2	173,6	177,0
Zysk (strata) na sprzedaży	30,3	38,2	43,8	41,5	40,6	43,7	43,6	44,8	45,7	46,7	47,6	48,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	18,0	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	62,4	52,1	59,3	57,5	56,8	60,1	60,1	61,3	62,2	63,1	64,0	65,0
EBIT	48,4	36,6	43,8	41,5	40,6	43,7	43,6	44,8	45,7	46,7	47,6	48,6
Saldo działalności finansowej	-4,9	0,2	-0,7	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,4	0,8	1,2	1,8	2,6
Zysk (strata) brutto	43,5	36,8	43,1	41,0	40,2	43,5	43,6	45,2	46,6	47,9	49,4	51,2
Zysk (strata) netto	38,4	30,7	34,9	33,2	32,5	35,2	35,3	36,6	37,7	38,8	40,0	41,5

<b>CF [mln PLN]</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>	<b>2022P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	15,7	63,4	46,5	45,9	43,7	45,0	48,8	49,6	50,2	50,8	51,4	51,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	19,6	-29,7	-18,4	-17,8	-17,3	-16,9	-15,9	-15,8	-15,5	-15,3	-14,8	-13,9
Przepływy z działalności finansowej	-20,9	-39,3	-29,9	-27,2	-26,1	-27,5	-31,0	-30,8	-31,3	-33,0	-23,3	-24,0
Przepływy pieniężne netto	14,4	-5,6	-1,8	0,8	0,3	0,6	1,9	3,0	3,4	2,6	13,3	14,0
Środki pieniężne na początek okresu	10,9	25,5	19,8	18,0	18,8	19,1	19,7	21,6	24,6	28,0	30,6	43,9
Środki pieniężne na koniec okresu	25,5	19,8	18,0	18,8	19,1	19,7	21,6	24,6	28,0	30,6	43,9	57,9

Źródło: BDM S.A.



**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody zmiana r/r	3%	4%	3%	4%	5%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	-17%	14%	-3%	-1%	6%	0%	2%	2%	1%	1%	1%
EBIT zmiana r/r	-24%	19%	-5%	-2%	8%	0%	3%	2%	2%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	-20%	14%	-5%	-2%	8%	0%	4%	3%	3%	3%	4%
Marża brutto na sprzedaży	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
Marża EBITDA	10%	11%	10%	9%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Marża EBIT	7%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Marża brutto	7%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Marża netto	6%	6%	6%	5%	6%	5%	6%	6%	6%	6%	6%
COGS / przychody	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%
SG&A / przychody	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
SG&A / COGS	37%	37%	37%	37%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
ROE	9%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
ROA	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Dług	64,2	54,2	49,2	44,2	37,2	28,2	19,2	10,2	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	14%	11%	10%	9%	7%	5%	4%	2%	0%	0%	0%
D / E	16%	13%	11%	10%	8%	6%	4%	2%	0%	0%	0%
Odsetki / EBIT	0%	-2%	-1%	-1%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Dług / kapitał własny	20%	16%	14%	12%	10%	7%	5%	2%	0%	0%	0%
Dług netto	44,4	36,2	30,4	25,1	17,5	6,7	-5,4	-17,8	-30,6	-43,9	-57,9
Dług netto / kapitał własny	14%	11%	9%	7%	5%	2%	-1%	-4%	-7%	-10%	-12%
Dług netto / EBITDA	0,9	0,6	0,5	0,4	0,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9
Dług netto / EBIT	121%	83%	73%	62%	40%	15%	-12%	-39%	-66%	-92%	-119%
EV	348,4	340,2	334,4	329,1	321,6	310,7	298,6	286,2	273,4	260,1	246,1
Dług / EV	18%	16%	15%	13%	12%	9%	6%	4%	0%	0%	0%
CAPEX / Przychody	6%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
CAPEX / Amortyzacja	203%	123%	116%	112%	108%	102%	102%	101%	101%	101%	101%
Amortyzacja / Przychody	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
Zmiana KO / Przychody	-5%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-145%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
<b>Wskaźniki rynkowe</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>	<b>2022P</b>
MC/S*	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
P/E*	10,2	9,0	9,4	9,6	8,9	8,9	8,6	8,3	8,1	7,8	7,6
P/BV*	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
P/CE*	6,8	6,2	6,4	6,4	6,1	6,1	5,9	5,8	5,7	5,6	5,4
EV/EBITDA*	6,9	5,9	6,0	6,0	5,5	5,3	5,0	4,8	4,5	4,2	3,9
EV/EBIT*	9,8	8,0	8,3	8,3	7,6	7,4	6,9	6,5	6,1	5,7	5,3
EV/S*	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
BVPS	13,8	14,5	15,0	15,5	16,2	16,8	17,4	18,1	18,8	19,5	20,2
EPS	1,3	1,5	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7
CEPS	1,9	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4
FCFPS	1,1	1,1	1,1	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5
DPS	0,8	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
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 13,2 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
Akumuluj	14,7	Trzymaj	12,0	11.01.2013	13,2	47 546,9
Trzymaj	12,0	-	-	02.07.2012	11,9	40 542,0

**Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'13:**

Kupuj	0	0%
Akumuluj	1	50%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	50%
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 11.01.2013 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 16.01.2013 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.

Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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 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 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.