



Dom Maklerski BDM S.A.

FORTE

RAPORT ANALITYCZNY

Od naszego ostatniego raportu ze stycznia'13 kurs akcji spółki zyskał ponad 80%, na co wpływ miało lepsze postrzeganie rynku meblowego, zaskakująco dobre wyniki sprzedażowe w 1Q'13 (wzrost EPS o 52% r/r) oraz osłabienie EUR/PLN. Spółkę stać na utrzymanie tempa wzrostu zysków na poziomie 50% r/r w 2Q'13 i 3Q'13. Poprawa wyników w 4Q'13 może być już jednak wyzwaniem wskutek oczekiwanej podwyżki cen płyt wiórowych przy wysokiej bazie z zeszłego roku. W rezultacie zwracamy uwagę, że ostatni wzrost kursu akcji zbyt agresywnie wyprzedził dalszą poprawę wyników Forte. Obniżamy zalecenie z akumuluj do REDUKUJ ustalając jednocześnie cenę docelową na 20,9 PLN/akcję.

Mimo słabszego rynku meblowego w Niemczech w 1Q'13 spółka zaraportowała 6,5% r/r wzrost przychodów. W ostatnich miesiącach tamtejszy rynek przyspieszył i w 2H'13 oczekujemy dynamiki rzędu 3% r/r, co już jest poziomem wyższym niż oczekiwaliśmy w styczniu'13 (0-0,5% r/r). Na bazie wskaźników wyprzedzających koniunkturę oczekujemy ok. 6% r/r dynamiki w 2014 roku (poprzednio +3% r/r). W rezultacie korzystniejszej perspektywy dostrzegamy także na krajowym rynku oczekując 3,7% r/r wzrostu w całym 2013 roku (poprzednio -2% r/r) i blisko 7% r/r w 2014 (poprzednio +3% r/r).

Korzystnie na wyniki i wycenę spółki wpłynęła rewizja prognoz kursu EUR/PLN i niższe koszty płyt wiórowych w 1H'13 (-3% r/r vs -0,7% poprzednio). Niemniej od września Pfeleiderer zapowiedział podwyżki. Szacujemy, że wyniosą one ok. 3%, co obniży marżę w 4Q'13. W przypadku EUR/PLN oczekujemy średniego kursu w 2013 roku w okolicach 4,21 wobec 4,1 poprzednio. Zmiana wpłynęła na 5-6 mln PLN wzrostu marży. W kolejnych latach dalej zakładamy ścieżkę umocnienia złotówki, ale jest ona bardziej łagodna. Z drugiej strony obniżenie zyskowności eksportu będzie neutralizowało rozliczenie opcji walutowych, których nie uwzględniliśmy w poprzednim raporcie.

Wyniki 1Q'13 pozytywnie zaskoczyły. Przychody wzrosły o 6,5% r/r do 156,5 mln PLN wobec naszych oczekiwań bez zmian. Wyższa od prognoz okazała się także marża brutto wskutek niższych kosztów płyt wiórowych. Ich wzrost o ok. 3% od września obniżył wyniki 4Q'13. Do tego czasu jednak spółka powinna utrzymać wysokie tempo wzrostu wyników z 1Q'13 rzędu ponad 50% r/r (netto). W kolejnych latach również oczekujemy poprawy wyników na poziomie ok. 5% r/r. Niemniej ostatni, dynamiczny wzrost kursu akcji w naszej opinii nie znajduje fundamentalnego uzasadnienia.

	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P
Przychody [mln PLN]	468,9	527,9	560,5	595,7	629,3	660,3
EBITDA [mln PLN]	54,4	62,5	57,2	74,9	77,0	80,0
EBIT [mln PLN]	38,8	48,5	41,7	58,7	60,2	62,9
Wynik netto [mln PLN]	29,1	38,7	34,5	46,3	48,8	51,1
P/BV	1,9	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4
P/E	20,3	15,3	17,1	12,8	12,1	11,6
EV/EBITDA	12,2	10,4	10,9	8,2	7,9	7,5
EV/EBIT	17,0	13,4	14,9	10,5	10,1	9,5

REDUKUJ

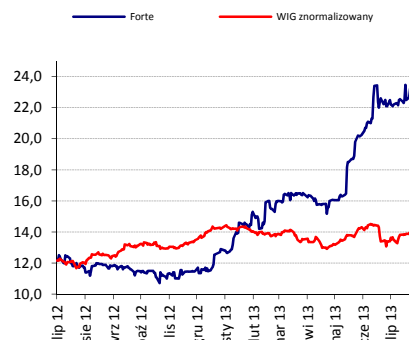
(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 20,9 PLN

2 SIERPIEŃ 2013

Wycena DCF [PLN]	19,5
Wycena porównawcza [PLN]	26,8
Wycena końcowa [PLN]	20,9
Potencjał do wzrostu / spadku	-15,4%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	24,74
Kapitalizacja [mln PLN]	591,3
Ilość akcji [mln. szt.]	23,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	24,88
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	14,20
Stopa zwrotu za 3 mc	54,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	61,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	118,2%
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%

Krzysztof Brymora
 brymora@bdm.com.pl
 tel. (0-32) 208-14-35
 Dom Maklerski BDM S.A.
 ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
WYCENA DCF.....	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
WYNIKI 1Q'13 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	13
ZMIANY W PROGNOZACH NA LATA 2013-2015	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 19,5 PLN. Natomiast wycena porównawcza do zagranicznych podmiotów, oparta na prognozach wyników na lata 2013– 2015 dała wartość 1 akcji na poziomie 26,8 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej, której wagę obniżaliśmy wskutek trudności w doborze spółek z grupy porównawczej skoncentrowanych w dużej mierze na działalności w USA . **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 20,9 PLN.**

Podsumowanie wyceny

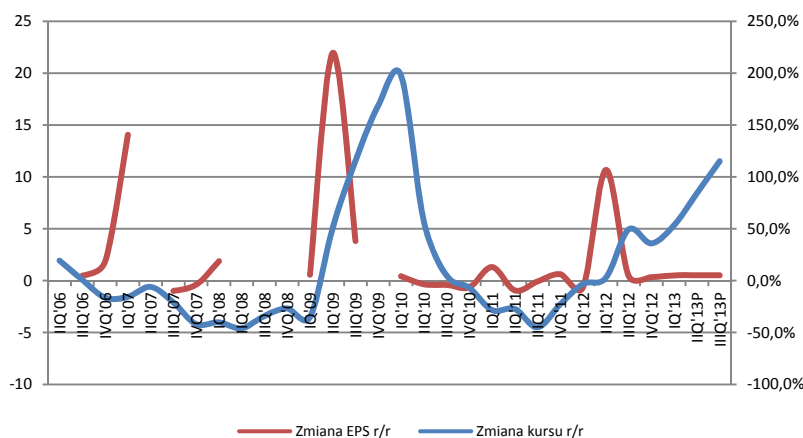
	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	19,5
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	26,8
Wycena spółki [PLN]		20,9

Źródło: BDM S.A.

Od czasu naszego ostatniego raportu ze stycznia 2013 roku kurs akcji spółki zyskał ponad 80%, co w naszej opinii przewyższa skalę poprawy wyników w najbliższym czasie. Oczekujemy, że w 2013 roku EBITDA wzrośnie o 31% do blisko 75 mln PLN przy przychodach na poziomie 596 mln PLN (+6,3% r/r), a EPS o 34% r/r. Na rewizję prognoz wyników spółki w górę (poprzednio EBITDA 59,3 mln PLN przy sprzedaży 565 mln PLN) wpływ miały dobre wyniki sprzedażowe 1Q'13 (zaskoczenie +30%), osłabienie EUR/PLN (zmiana prognoz na 2H'13 i kolejne lata), a także lepsze postrzeganie rynku meblowego w Niemczech i w Polsce. Zakładamy, że najważniejszy rynek spółki wzrośnie w najbliższych kwartałach o ok. 3% r/r. Tym samym również w Polsce spodziewamy się ponad 3% wzrostu wobec oczekiwanego spadku w styczniu (-2% r/r). Na 2014 rok zakładamy wzrost popytu rzędu 6% r/r (poprzednio +3% r/r). Na rewizję prognoz wpływ miały wyższe od oczekiwań odczyty wskaźników wyprzedzających koniunkturę w Niemczech (ZEW i PMI). Korzystnie na wyniki wpłynęły także osłabienie złotówki do 4,21 EUR/PLN w 2013 roku z 4,1 EUR/PLN szacowanego w styczniu. Każde 10 groszy osłabienia złotówki to ok. 5 mln PLN dodatkowej marży EBIT. W kolejnych latach zakładane umocnienie EUR/PLN zneutralizuje polityka zabezpieczeń kursu walutowego. W 2014 i 2015 roku powinno to dać spółce ok. 5 mln PLN marży rocznie (korekta przychodów), której nie uwzględnialiśmy w pełni w poprzednim raporcie.

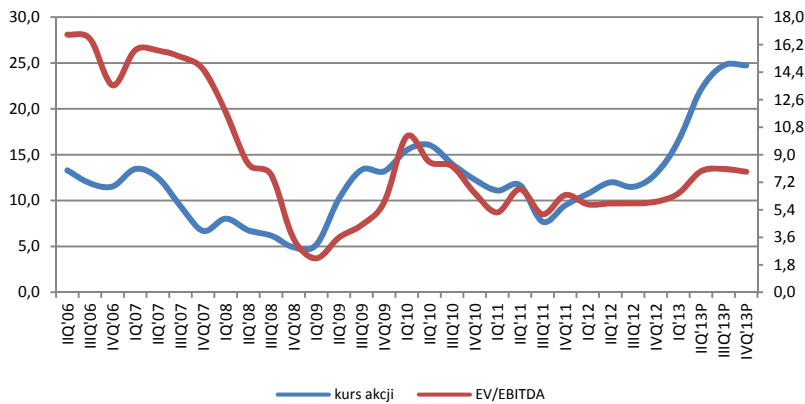
Długoterminowo zwracamy uwagę na ograniczone pole poprawy sprzedaży. Spółka bowiem już operuje na wysokim wykorzystaniu mocy produkcyjnych sięgającym naszym zdaniem 85%. Do 2016 roku zgodnie z naszymi prognozami wykorzystanie mocy sięgnie aż 98% (w nakładach inwestycyjnych nie zakładamy rozbudowy mocy, choć wg informacji zarządu są to kwoty niewielkie). W rezultacie przy 2% r/r wzroście cenników mebli spółkę stać na ponad 110 mln PLN poprawy sprzedaży do poziomu ponad 670 mln PLN.

Tempo wzrostu EPS na tle dynamiki kursu akcji [r/r]



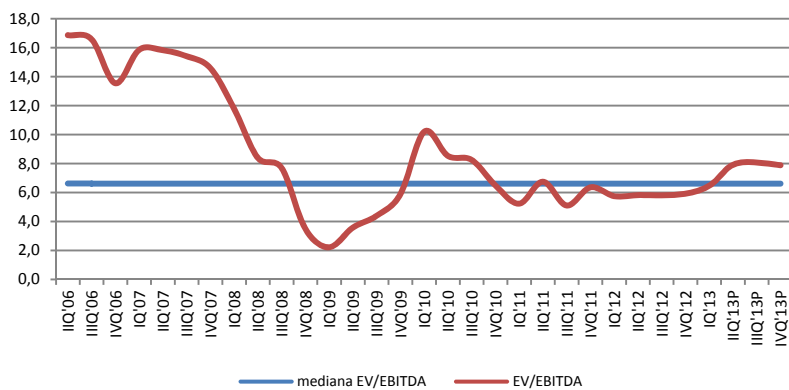
Od naszej ostatniej rekomendacji ze stycznia 2013 roku kurs akcji spółki zyskał ponad 80%, co w naszej opinii przewyższa skalę poprawy wyników w najbliższym czasie. Jeszcze w 2Q'13 i 3Q'13 dynamika wzrostu EPS powinna utrzymać się na poziomie ponad 50% r/r. W 4Q'13 spadnie do 18% przez podwyżkę kosztów płyt i wysoki efekt bazy.

Źródło: BDM S.A., Spółka, Bloomberg. Lewa skala: zmiana EPS, prawa skala: zmiana kursu akcji

Historyczna wycena EV/EBITDA 12M Forte


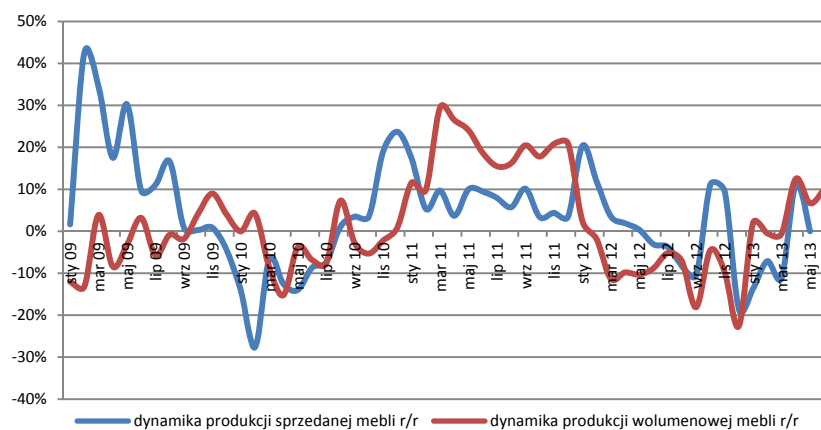
Ostatniego dynamicznego wzrostu kursu akcji nie potwierdza także historyczna analiza wskaźnika EV/EBITDA.

Źródło: BDM S.A., Spółka, Bloomberg. Lewa skala: kurs akcji, prawa skala: EV/EBITDA

Historyczna wycena EV/EBITDA 12M Forte


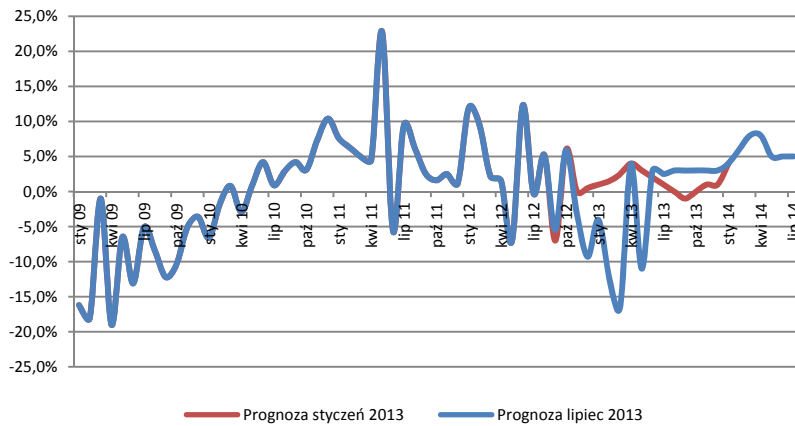
Historycznie spółka była handlowana na poziomie 6,6x EBITDA. Obecnie wskaźnik ten kształtuje się na poziomie 7,9x (8,2x na koniec 2013 roku), co wskazuje na lekkie przewartościowanie wyceny spółki.

Źródło: BDM S.A., Spółka, Bloomberg

Dynamika produkcji sprzedanej mebli w Polsce r/r


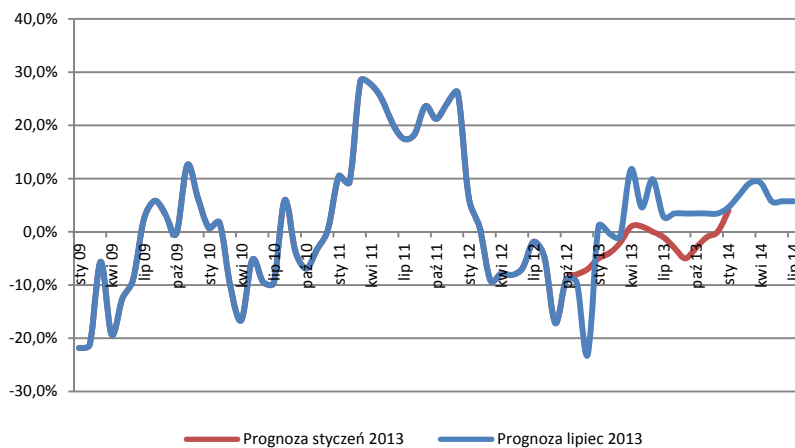
W 1Q'13 produkcja sprzedana mebli w Polsce była na poziomie 1Q'12. W 2Q'13 wzrosła o 8,8% r/r. Poprawę koniunktury potwierdzają dane o wolumenowej produkcji. Jeszcze w 1Q'13 produkcja spadła o 11% r/r. W okresie kwiecień-maj'13 wzrosła o 6% r/r.

Źródło: BDM S.A., GUS. Ceny stałe

Dynamika produkcji sprzedanej mebli w Niemczech- rewizja prognoz


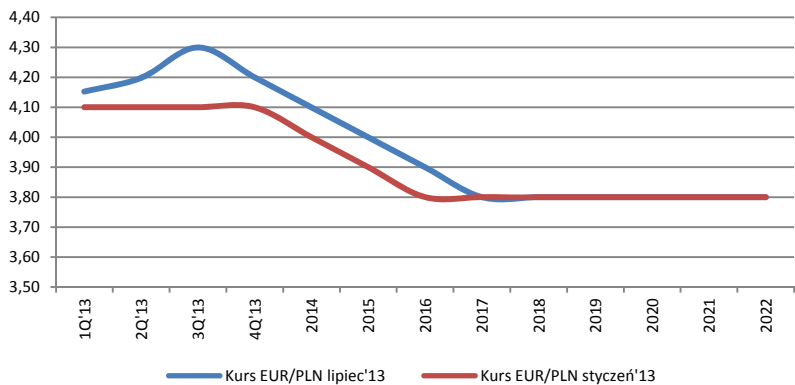
Mimo słabszego rynku meblowego w Niemczech w 1Q'13 spółce udało wypracować się ponad 6% wzrost przychodów. W kolejnych kwartałach 2013 roku nasze oczekiwania zostały podwyższone do poziomu ok. +3% r/r (+1% poprzednio) i +6% w 2014 roku (+3% poprzednio), co było główną przyczyną rewizji prognoz wyników spółki w górę.

Źródło: BDM S.A., Niemiecki Urząd Statystyczny. Prognoza własna na podstawie wskaźników wyprzedzających koniunkturę ZEW, PMI

Dynamika produkcji sprzedanej mebli w Polsce- rewizja prognoz


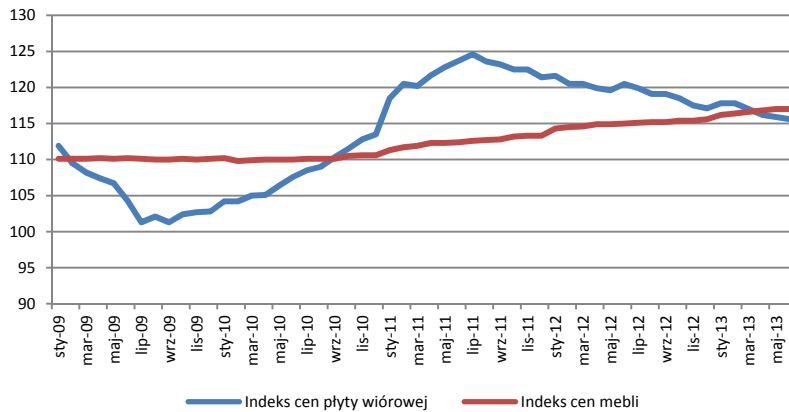
W przypadku rynku polskiego 1H'13 był lepszy od naszych oczekiwań i kolejne miesiące, na bazie poprawiającej się koniunktury w Niemczech, zapowiadają się również korzystnie. Obecnie oczekujemy wzrostu rynku na poziomie 3,7% r/r w 2013 (poprzednio -2%) i 7% r/r w 2014 (poprzednio +3%).

Źródło: BDM S.A., GUS. Ceny bieżące. Prognoza własna na podstawie kondycji rynku niemieckiego.

Kurs EUR/PLN- rewizja prognoz


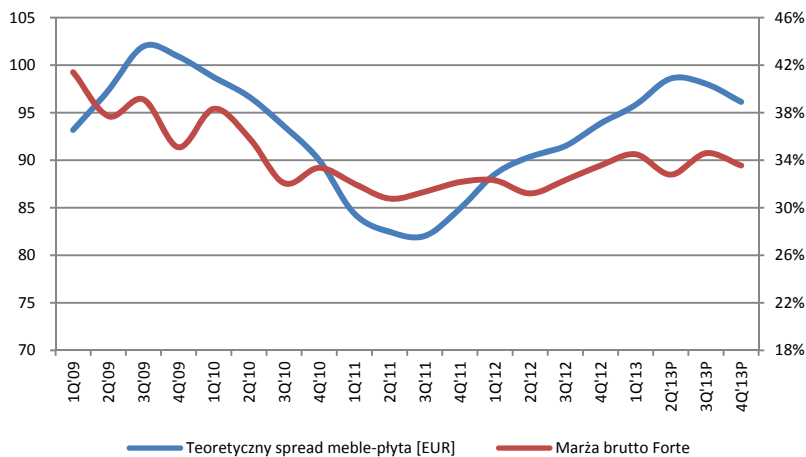
Zrewidowaliśmy także nasze prognozy dotyczące kursów walutowych. Dalej zakładamy długoterminowe umocnienie złotówki do poziomu 3,8 EUR/PLN, ale ścieżka tego umocnienia jest bardziej łagodna, co wpłynęło na podwyższenie wyników w najbliższych latach o ok. 5 mln PLN rocznie.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Indeks cen płyty wiórowej i mebli w Niemczech [2005=100]


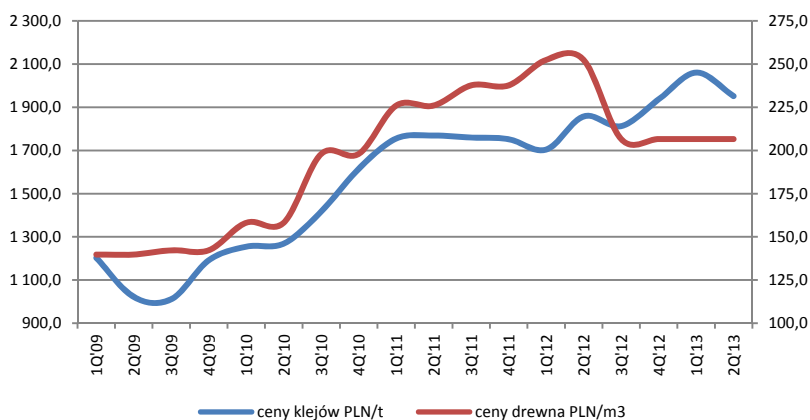
W 1H'13 ceny płyt wiórowych kontynuowały zapoczątkowany w połowie 2011 roku trend spadkowy (-3% r/r). W otoczeniu lepszej koniunktury w sektorze meblowym i ustabilizowaniu się kosztów drewna oczekujemy jego zahamowania. Podwyżki od września'13 zapowiedział m.in. Pfeleiderer.

Źródło: BDM S.A., Niemiecki Urząd Statystyczny

Teoretyczny spread meble/płyta na tle marży brutto ze sprzedaży Forte


Zakładana nieznaczna podwyżka cen płyt od września'13 (+3%, podobnego ruchu oczekujemy w styczniu'14) wpłynie na pogorszenie marż w tym okresie. W rezultacie w 4Q'13 przy wysokim „efekcie bazy” dynamika wzrostu EBITDA spadnie do ok. 10% z 40-60% wcześniej.

Źródło: BDM S.A., Niemiecki Urząd Statystyczny. Lewa skala: spread, prawa skala: marża

Koszty drewna i klejów dla producentów płyt wiórowych


Mimo niższych kosztów pozysku drewna o 10-15% r/r negatywnie na marże producentów płyt wpływają ceny żywic klejowych, na które składają się koszty metanolu, mocznika i melaminy. Mimo dynamicznych spadków cen mocznika koszty klejów notują wzrost rzędu 5% r/r wskutek ponad 30% wzrostu cen melaminy.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, GUS, „Przemysł drzewny”, e-drewno.pl. Lewa skala: ceny klejów, prawa skala: ceny drewna

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 pierwsze miesiące 2013 roku były wyraźnie słabsze od naszych oczekiwań, ale już w kwietniu'13 dynamika rynku przyspieszyła do ok. 4% r/r. Na podstawie wskaźników wyprzedzających (ZEW, PMI) oczekujemy, że powinna się utrzymać na tym poziomie (3-4% r/r) w najbliższych miesiącach, a w 2014 roku przyspieszyć do ok. 6% (poprzednio oczekiwaliśmy ok. 3%). Istnieje jednak ryzyko dalszych rozczarowań przez przedłużenie obserwowanego spowolnienia gospodarczego w Europie.

▪ 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 zamknęto 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 notowań płyt rzędu -3% r/r. Istnieje jednak ryzyko jej zahamowania. Poprawa sytuacji rynkowej meblarzy może zachęcić producentów do wprowadzenia podwyżek, szczególnie, że nie spodziewamy się już dalszych spadków cen drewna. O podwyżkach od września'13 poinformował Pfeleiderer. Szacujemy, że cena płyty wzrośnie o ok. 3%. Podobnego ruchu oczekujemy w styczniu 2014.

▪ 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 2014 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 38 mln EUR w korytarzu 4,2-5,1 EUR/PLN. Rozliczenie opcji wpłynie na korektę przychodów. Zwracamy ponadto uwagę na łagodniejszą ścieżkę umocnienia złotówki vs nasze poprzednie oczekiwania, co wpłynęło na skorygowanie marż spółki w górę.

▪ 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:

- Kondycja rynku niemieckiego w pierwszych miesiącach 2013 roku była słabsza od naszych oczekiwań, mimo to spółka pokazała solidny wzrost obrotów w 1Q'13 (+6,5% r/r). Z drugiej strony pozytywnie zaskoczył rynek polski, zdecydowanie przyspieszając w 2Q'13 (+8,8% r/r). W rezultacie skorygowaliśmy prognozy wzrostu rynku meblowego na lata 2013-2014;
- W kolejnych miesiącach 2013 roku (2-4Q'13) rynek niemiecki powinien wzrosnąć o ok. 3% r/r (w całym roku przez słaby 1Q'13 stagnacja), a polski o ok. 5% r/r (całorocznie +3,7% r/r). Zakładamy przy tym, że spółka, tak jak w ostatnich kwartałach będzie rosła szybciej niż rynek, szczególnie w Niemczech. Spodziewamy się wzrostu wolumenu łącznie o ok. 4% r/r w 2013 roku (+2% r/r poprzednio) w tym o 4,2% r/r w Niemczech i o 3,2% r/r w Polsce. W 2014 roku spodziewamy się ok. 6% r/r wzrostu rynku w Niemczech i ok. 7% r/r w Polsce (wolumen w spółce +6% r/r). Na 2015 rok prognozy wolumenowej sprzedaży pozostały bez zmian (+5% r/r). W 2016 roku w związku z wysokim wykorzystaniem mocy produkcyjnych (95-98%) obniżymy dynamikę wzrostu wolumenu do 3% r/r z 5% r/r (długoterminowo utrzymanie tego poziomu-pełne obłożenie);
- Obniżymy prognozy dotyczące cen mebli. Na rynku polskim ceny pozostają bez zmian. W Niemczech natomiast wzrost spowolnił z ok. 2% do 1,7% r/r w pierwszych miesiącach 2013 roku. Zakładamy utrzymania tego tempa (poprzednio +2%) i 2% wzrostu w 2014 roku (bez zmian);
- Zweryfikowaliśmy ścieżkę umocnienia EUR/PLN. W 2013 roku średnioroczny kurs wyniesie 4,21 (poprzednio 4,1), w 2014 4,1 (4,0), w 2015 4,0 (3,9), w 2016 3,9 (3,8) 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 rozliczenie opcji zrekompensuje ok. 3,2 mln PLN marży w tym roku (0,4 mln PLN w 3Q'13 i 2,8 mln w 4Q'13). Spółka ma także zabezpieczone 38 mln EUR na 2014 rok (rekompensata 5,1 mln PLN) i 24 mln EUR na 2015 rok (rekompensata 5,7 mln PLN). Poprzednio zakładaliśmy 4,8 mln PLN zysku z tytułu opcji w 2013 roku i podobnie w 2014. Nie zakładaliśmy żadnych działań zabezpieczających w 2015 i kolejnych latach;
- Ceny płyt wiórowych (30% kosztów) były w 1H'13 niższe od naszych oczekiwań, ale od września Pfeleiderer zapowiedział podwyżki. Szacujemy je na ok. 3%, co pogorszy marżę Forte w 4Q'13. Niemniej średnioroczna cena spadnie o 1,8% r/r (poprzednio oczekiwaliśmy 0% r/r). Podwyżkę cen płyt rzędu 3% założyliśmy także od stycznia'14, przez co w całym roku koszty wzrosną o ok. 4,5% r/r (poprzednio +3% r/r). Nie zmieniliśmy założeń na kolejne lata (+3% w 2015 roku i długoterminowo +2% r/r);
- W 2013 roku koszty energii spadną o ok. 10% r/r. Poprzednio zakładaliśmy wzrost rzędu 2% r/r;
- W 2012 roku zatrudnienie w spółce spadło o 65 osób. Szacujemy że utrzyma się na tym poziomie w kolejnych latach (2033 pracowników). Poprzednio nie zakładaliśmy żadnych zwolnień;
- CAPEX przyjęliśmy zgodnie z założeniami zarządu na poziomie 20-17 mln PLN przy amortyzacji 16-17 mln PLN (bez zmian);
- Z zysku za 2013 rok spółka wypłaci 0,95 PLN dywidendy na akcję (66% zysku). W poprzednim raporcie zakładaliśmy dywidendę na poziomie ok. 0,8 PLN. W kolejnych latach oczekujemy stopy wypłaty dywidendy na poziomie 60% zysku netto (bez zmian);
- Dług netto z końca 2012 roku powiększyliśmy o wypłatę 22,7 mln PLN dywidendy.

Ponadto:

- Do obliczeń przyjęliśmy 23 901 tys. akcji (poprzednio 23 751 tys. akcji). Uwzględniliśmy 150 tys. nowych akcji z programu motywacyjnego (warranty serii C zamienne na akcje serii G po spełnieniu warunków wzrostu EPS i kursu akcji o 10% r/r.), bowiem jego warunki wydają się w tym roku osiągalne;
- Po okresie szczegółowej prognozy założyliśmy wzrost FCFF o 2%;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 2 sierpnia 2013 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 465,2 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 19,5 PLN.

Model DCF

	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	560,5	595,7	629,3	660,3	673,0	671,4	684,9	698,6	712,5	726,8	741,3
EBIT [mln PLN]	41,7	58,7	60,2	62,9	58,0	51,7	53,0	56,6	57,7	58,9	60,2
Stopa podatkowa	15,9%	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]	6,6	11,1	11,4	12,0	11,0	9,8	10,1	10,7	11,0	11,2	11,4
NOPLAT [mln PLN]	35,1	47,5	48,8	51,0	47,0	41,8	42,9	45,8	46,8	47,7	48,7
Amortyzacja [mln PLN]	15,5	16,3	16,7	17,1	17,4	17,5	17,6	17,6	17,6	17,5	17,5
CAPEX [mln PLN]	-30,6	-20,8	-20,8	-20,5	-19,5	-18,8	-18,5	-18,2	-17,8	-17,6	-17,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,8	-10,2	-9,7	-8,9	-3,7	0,4	-3,9	-4,0	-4,0	-4,1	-4,2
FCF [mln PLN]	20,8	32,7	35,0	38,7	41,2	41,0	38,1	41,3	42,5	43,6	44,5
DFCF [mln PLN]		31,6	31,0	31,3	30,5	27,7	23,6	23,3	21,9	20,5	19,1
Suma DFCF [mln PLN]		260,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]		605,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		260,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]		520,5									
Dług netto [mln PLN]		55,3									
Wartość kapitału [mln PLN]		465,2									
Ilość akcji [mln szt.]		23,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		19,5									

Przychody zmiana r/r		6,3%	5,7%	4,9%	1,9%	-0,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r		40,6%	2,6%	4,5%	-7,8%	-11,0%	2,6%	6,8%	2,0%	2,1%	2,1%
FCF zmiana r/r		57,4%	7,0%	10,4%	6,5%	-0,4%	-7,0%	8,3%	2,9%	2,5%	2,2%
Marża EBITDA		12,6%	12,2%	12,1%	11,2%	10,3%	10,3%	10,6%	10,6%	10,5%	10,5%
Marża EBIT		9,9%	9,6%	9,5%	8,6%	7,7%	7,7%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Marża NOPLAT		8,0%	7,8%	7,7%	7,0%	6,2%	6,3%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
CAPEX / Przychody		3,5%	3,3%	3,1%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja		128,2%	124,1%	119,5%	112,2%	107,2%	105,0%	103,1%	101,2%	100,3%	100,2%
Zmiana KO / Przychody		1,7%	1,5%	1,4%	0,5%	-0,1%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów		29,1%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%

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	90,0%	92,3%	94,4%	96,3%	98,2%	100,0%	100,0%	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	10,0%	7,7%	5,6%	3,7%	1,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,0%	9,1%	9,2%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	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	17,3	18,1	19,2	20,6	22,4	24,7	28,0	32,9	41,0
	0,8	16,4	17,1	18,1	19,3	20,7	22,7	25,3	29,1	35,1
	0,9	15,5	16,2	17,1	18,1	19,3	21,0	23,1	26,2	30,7
	1,0	14,8	15,4	16,1	17,0	18,1	19,5	21,3	23,7	27,3
	1,1	14,1	14,6	15,3	16,0	17,0	18,2	19,7	21,7	24,5
	1,2	13,5	13,9	14,5	15,2	16,0	17,0	18,3	19,9	22,2
	1,3	12,9	13,3	13,8	14,4	15,1	16,0	17,1	18,5	20,3

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%	18,2	19,3	20,5	22,1	24,2	27,1	31,2	37,6	49,3
	4,0%	16,4	17,1	18,1	19,3	20,7	22,7	25,3	29,1	35,1
	5,0%	14,8	15,4	16,1	17,0	18,1	19,5	21,3	23,7	27,3
	6,0%	13,5	13,9	14,5	15,2	16,0	17,0	18,3	19,9	22,2
	7,0%	12,3	12,7	13,2	13,7	14,3	15,1	16,0	17,2	18,7
	8,0%	11,3	11,6	12,0	12,4	12,9	13,5	14,2	15,1	16,2
	9,0%	10,5	10,7	11,0	11,3	11,7	12,2	12,7	13,4	14,2

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%	32,6	30,6	28,7	27,1	25,6	24,3	23,1	22,0	21,0
	4,0%	28,1	26,1	24,3	22,7	21,3	20,0	18,9	17,9	17,0
	5,0%	24,7	22,7	21,0	19,5	18,2	17,0	16,0	15,1	14,2
	6,0%	22,0	20,0	18,4	17,0	15,8	14,7	13,8	12,9	12,2
	7,0%	19,7	17,9	16,4	15,1	13,9	12,9	12,1	11,3	10,6
	8,0%	17,9	16,2	14,7	13,5	12,4	11,5	10,7	10,0	9,4
	9,0%	16,4	14,7	13,3	12,2	11,2	10,3	9,6	8,9	8,3

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2013-2015 do wybranych, zagranicznych spółek działających w sektorze meblowym. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach z 1 sierpnia 2013 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 20% (poprzednio 50%) z uwagi na trudności w doborze spółek z grupy porównawczej skoncentrowanych w dużym stopniu na działalności w USA, gdzie obecnie obserwujemy „boom” mieszkaniowy.

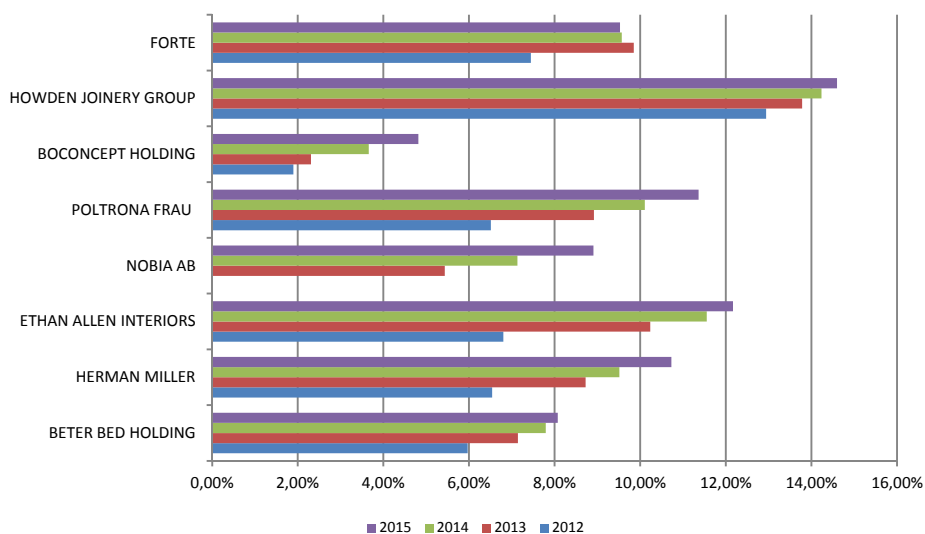
Porównując wyniki Forte ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 640 mln PLN, co odpowiada 26,8 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 24,7 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika EV/EBITDA'13 Forte jest notowane z 10% dyskontem.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P
BETER BED HOLDING	16,1	14,2	12,9	8,4	7,6	7,0	11,2	9,8	8,9
HERMAN MILLER	17,3	14,7	12,0	8,0	6,7	6,7	9,8	7,9	7,6
ETHAN ALLEN INTERIORS	19,5	16,0	13,6	9,1	7,4	6,7	11,5	9,0	7,9
NOBIA AB	18,8	13,3	10,4	9,5	7,3	5,6	14,9	10,6	7,6
POLTRONA FRAU	25,3	18,3	13,7	9,8	8,3	6,8	13,1	10,6	8,4
BOCONCEPT HOLDING	15,3	8,8	6,1	5,1	4,0	2,9	12,3	7,0	4,6
HOWDEN JOINERY GROUP	20,1	18,6	17,3	12,1	11,1	10,3	14,0	12,6	11,3
Mediana	18,8	14,7	12,9	9,1	7,4	6,7	12,3	9,8	7,9
Forte	12,8	12,1	11,6	8,2	7,9	7,5	10,5	10,1	9,5
Premia/dyskonto do spółki	-32,1%	-17,6%	-10,2%	-10,2%	6,6%	10,7%	-15,1%	2,8%	19,9%
Wycena wg wskaźnika	36,5	30,0	27,6	27,7	23,2	22,3	29,3	24,1	20,6
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		31,3			24,4			24,7	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		26,8							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 01.08.2013

Porównanie rentowności EBIT



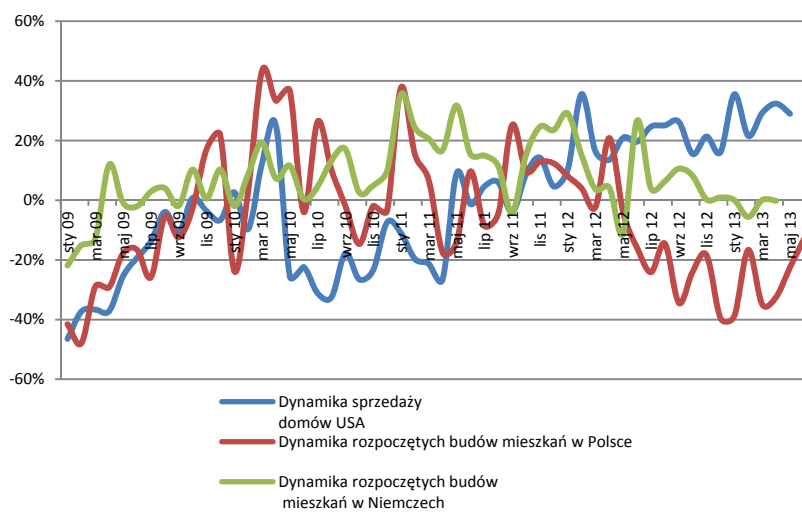
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Ekspozycja spółek z grupy porównawczej na główne rynki

BETER BED HOLDING	70% placówek w Niemczech, 14% w Holandii
HERMAN MILLER	100% USA
ETHAN ALLEN INTERIORS	100% USA
NOBIA AB	42% Skandynawia, 34% UK, 11% Francja
POLTRONA FRAU	37% Włochy, 37% EMEA, 14% Ameryka
BOCONCEPT HOLDING	15% Europa Północna, 16% Francja, 11% Niemcy, 11% USA
HOWDEN JOINERY GROUP	98% UK, 2% Francja
FORTE	50% Niemcy, 20% Polska

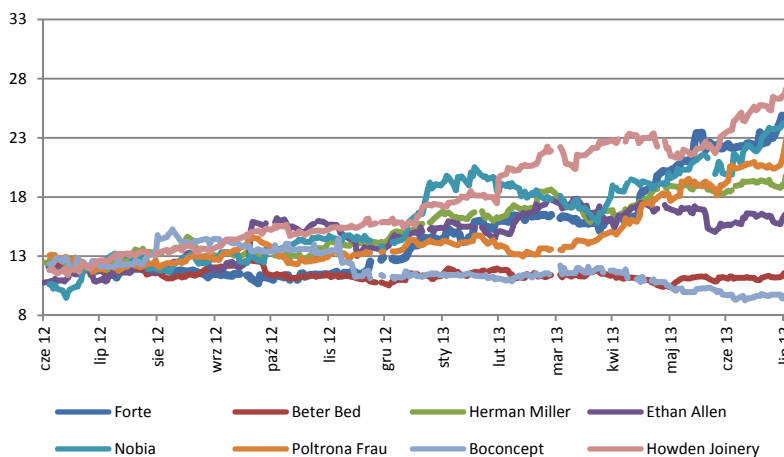
Źródło: BDM S.A., Spółki

Trudności w doborze spółek z grupy porównawczej wynikają przede wszystkim z różnej ekspozycji porównywanych spółek na kluczowe rynki działalności, będące obecnie całkowiec w różnych cyklach koniunktury (np. boom w USA i stagnacja w Europie).

Porównanie kondycji rynku mieszkaniowego w USA, w Niemczech i w Polsce


Obecny boom mieszkaniowy w USA (dynamika sprzedaży domów >30% r/r) napędza wyniki firm operujących na tym rynku. W rezultacie wycena porównawcza jest niemiarodajna, dlatego nie uwzględniliśmy jej w końcowej wycenie spółki.

Źródło: BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zachowanie kursów akcji spółek z grupy porównawczej na tle Forte w ostatnim roku


W ostatnim roku akcje Forte zyskały 111%. Lepiej zachowywały się akcje tylko brytyjskiego Howden Joinery.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI 1Q'13 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki 1Q'13 okazały się zdecydowanie lepsze od naszych oczekiwań. Przychody wzrosły o 6,5% r/r i były wyższe od naszych oczekiwań o 6,3%. Głównym czynnikiem wzrostu obrotów był wolumen. Mimo płaskiego rynku meblowego w Polsce i spadku o ponad 9% r/r w Niemczech szacujemy, że wzrósł o ok. 4,2% r/r. W 2Q'13 dynamika wzrostu rynku zarówno polskiego jak i niemieckiego kształtowała się już powyżej naszych założeń. Na marży brutto (34,5% vs 33,3% oczek. i 32,3% poprzednio) widoczny był wpływ niższych kosztów płyt wiórowych (-2,8% r/r). Spadkowy trend na płytach utrzymał się w 2Q'13 (-3,4% r/r), ale na wrzesień'13 Pfeleiderer zapowiedział już wprowadzenie podwyżek. Szacujemy je na ok. 3% i podobnego ruchu spodziewamy się w styczniu'14. Wyższe koszty płyty obniżą marżę Forte w 4Q'13. Z drugiej strony pozytywnie na wyniki wpływają niższe koszty energii (-10% r/r).

Udział kosztów sprzedaży w przychodach w 1Q'13 był nieznacznie niższy od prognoz (19,0% vs 19,6% oczek. i 20% w 1Q'12). Nie zaskoczyły koszty zarządu. W rezultacie EBITDA ukształtowała się na poziomie 22 mln PLN, czyli o ponad 30% przekroczyła nasze oczekiwania (+44% r/r). Wynik netto sięgnął 13,8 mln PLN (+33,9% oczek.).

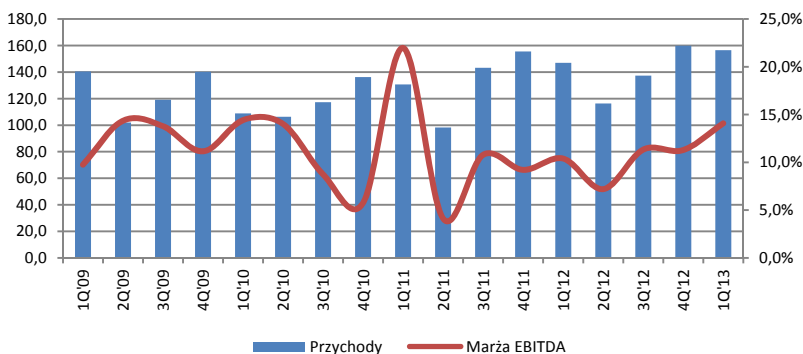
Pewnym rozczarowaniem jest rachunek CF. W 1Q'13 CFO wyniósł tylko 14,5 mln PLN przy EBITDA 22 mln PLN (66%). W 1Q'12 CFO kształtował się na poziomie 30 mln PLN (EBITDA 15,3 mln PLN). Generalnie okres 4Q i 1Q jest sezonowo najlepszy pod kątem generowania gotówki (wynikowo 3Q i 4Q). Niemniej sytuacja płynnościowa spółki wciąż jest bardzo dobra. Dług netto na koniec 1Q'13 wynosił 20,8 mln PLN wobec 27 mln PLN przed rokiem i stanowił 0,3x rocznej EBITDA. Po wypłacie 22,7 mln PLN dywidendy szacujemy, że na koniec 2013 roku sięgnie niecałych 24 mln PLN. Spółkę stać więc na utrzymanie stabilnej polityki dywidendowej.

Wyniki finansowe za 1Q'13 [mln PLN]

	1Q'12	1Q'13	zmiana r/r	2011	2012	zmiana r/r	1Q'13P	wyniki vs prognoza
Przychody	147,0	156,5	6,5%	527,9	560,5	6,2%	147,2	6,3%
Zysk brutto na sprzedaży	47,5	54,0	13,7%	167,0	181,8	8,9%	49,0	10,2%
EBITDA	15,3	22,0	44,2%	62,5	57,2	-8,5%	16,8	31,2%
EBIT	11,4	18,0	56,9%	48,5	41,7	-13,9%	12,8	40,3%
Zysk brutto	11,4	17,5	52,9%	44,1	41,7	-5,5%	12,7	37,6%
Zysk netto	9,1	13,8	51,6%	38,7	34,5	-10,9%	10,3	33,9%
Marża zysku ze sprzedaży	32,3%	34,5%		31,6%	32,4%		33,3%	
Marża EBITDA	10,4%	14,1%		11,8%	10,2%		11,4%	
Marża EBIT	7,8%	11,5%		9,2%	7,4%		8,7%	
Marża zysku netto	6,2%	8,8%		7,3%	6,2%		7,0%	

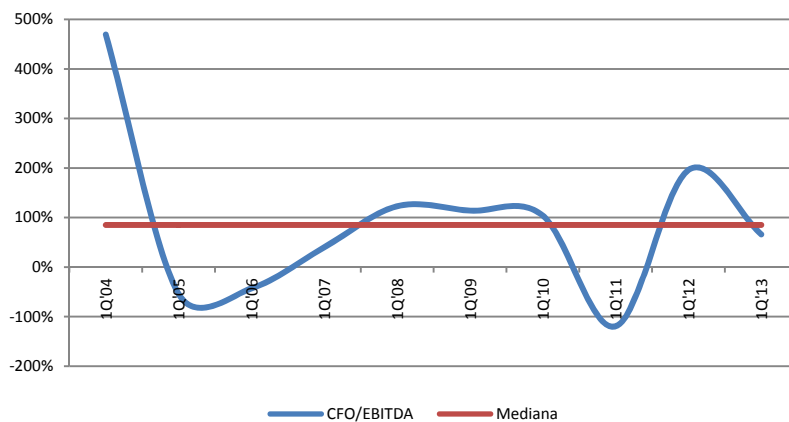
Źródło: BDM, Spółka.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]



W 1Q'13 przychody wzrosły o 6,5% r/r (+6,3% oczek.), a EBITDA o 44% r/r (+31% oczek.). Głównym czynnikiem poprawy wyników był wolumen sprzedaży, wyższy niż wskazywały na to słabsze dane rynkowe, a także dalszy spadek kosztów płyt drewnopochodnych.

Źródło: BDM, Spółka. Lewa skala: przychody, prawa skala: marża

Sezonowy CFO na tle EBITDA w 1Q


W 1Q'13 pewnym rozczarowaniem może być rachunek CF. Generalnie 1Q i 4Q jest sezonowo najlepszy pod względem gotówkowym w roku. CFO w 1Q'13 wyniósł tylko 14,5 mln PLN przy EBITDA 22 mln PLN.

Źródło: BDM, Spółka.

W kolejnych kwartałach 2013 roku spółkę dalej stać na poprawę wyników, aczkolwiek ich potencjał zostanie w 4Q'13 ograniczony przez nieznaczną podwyżkę cen płyt wiórowych (średnioroczna cena bez zmian r/r i vs oczek.). Należy również pamiętać o wysokiej bazie wyników w 3Q'12 i 4Q'12. Oczekujemy wzrostu rynku niemieckiego w 2H'13 na poziomie ok. 3% (poprzednio ok. +1,2% r/r) i 6% r/r w 2014 (poprzednio +3% r/r). W przypadku rynku polskiego oczekujemy odpowiednio ok. 3,4% dynamiki w 2H'13 (poprzednio -1,3%) i ok. 7% w 2014 roku, co powinno pozytywnie wpłynąć na wolumen (+4% w całym 2013 roku i +6% w 2014 roku) i w konsekwencji wyniki spółki. W samym 2Q'13 oczekujemy ok. 6,3% r/r wzrostu wolumenu (+4,2% w 1Q'13). W kolejnych kwartałach pozytywnie na przychody i marże wpłynie rozliczenie opcji walutowych. Szacujemy ten efekt na ok +0,4 mln PLN w 3Q'13 i +2,8 mln PLN w 4Q'13, a w 2014 i 2015 roku na odpowiednio 5,1 i 5,7 mln PLN. Dynamika wzrostu EBITDA powinna się więc utrzymać w 2Q'13 i 3Q'13 na poziomie 40-60% r/r. W 4Q'13 wyniki mogą być trudne do poprawy przez wysoki efekt bazy i wyższe koszty płyt.

Wybrane, prognozowane dane finansowe [mln PLN]

	1Q'11*	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13P	3Q'13P	4Q'13P
Przychody	130,7	98,3	143,3	155,6	147,0	116,3	137,3	159,9	156,5	123,0	151,6	164,6
Wynik brutto na sprzedaży	41,8	30,2	44,9	50,0	47,5	36,3	44,4	53,6	54,0	40,3	52,4	55,2
EBITDA	28,7	4,0	15,4	14,3	15,3	8,4	15,6	18,0	22,0	13,4	22,0	20,0
EBIT	25,2	0,7	11,8	10,8	11,4	4,7	11,6	14,0	18,0	9,3	18,0	15,9
Wynik brutto	25,0	0,4	8,4	10,3	11,4	4,5	12,1	13,6	17,5	9,3	18,0	15,9
Wynik netto	23,7	0,4	6,5	8,1	9,1	4,9	9,6	10,9	13,8	7,6	14,6	12,9
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,0%	30,8%	31,3%	32,2%	32,3%	31,2%	32,3%	33,5%	34,5%	32,8%	34,6%	33,6%
Marża EBITDA	22,0%	4,1%	10,8%	9,2%	10,4%	7,2%	11,3%	11,3%	14,1%	10,9%	14,5%	12,1%
Marża EBIT	19,3%	0,7%	8,2%	6,9%	7,8%	4,0%	8,5%	8,8%	11,5%	7,6%	11,9%	9,7%
Marża zysku netto	18,2%	0,4%	4,6%	5,2%	6,2%	4,2%	7,0%	6,8%	8,8%	6,1%	9,6%	7,8%
Zmiana r/r												
Przychody	20,0%	-7,6%	22,1%	15,2%	12,5%	18,4%	-4,2%	2,7%	6,5%	5,7%	10,4%	3,0%
Wynik brutto na sprzedaży	0,3%	-20,8%	19,3%	11,2%	13,5%	20,0%	-1,1%	7,2%	13,7%	11,1%	18,1%	3,0%
EBITDA	83,0%	-72,9%	50,6%	84,8%	-46,8%	107,1%	0,8%	25,9%	44,2%	60,3%	41,7%	10,8%
EBIT	114,3%	-93,4%	80,9%	178,8%	-54,6%	547,2%	-1,2%	30,1%	56,9%	100,0%	54,8%	13,8%
Wynik brutto	92,8%	-95,3%	-9,9%	33,1%	-54,3%	973,7%	44,3%	32,6%	52,9%	105,9%	48,6%	16,5%
Wynik netto	131,2%	-93,8%	-7,1%	37,4%	-61,7%	1067,4%	46,9%	35,1%	51,6%	53,0%	51,9%	18,4%

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

ZMIANY W PROGNOZACH NA LATA 2013-2015

W 2013 roku podwyższyliśmy wolumen sprzedaży w związku z lepszymi wynikami spółki po 1Q'13 i bardziej optymistycznymi prognozami, co do zachowania rynku w najbliższych kwartałach (wzrost rzędu 3-4% r/r). W rezultacie oczekujemy ok. 4% r/r wzrostu wolumenu wobec +2% r/r poprzednio. Z drugiej strony nieznacznie obniżyliśmy dynamikę wzrostu cen mebli, która w ostatnich miesiącach z ponad 2% wyhamowała do 1,7% r/r (poprzednio 2% r/r). Uwzględniliśmy także niższe ceny płyt wiórowych w 1H'13 (-2,9% r/r, poprzednio -0,7%). Od września'13 Pfeleiderer zapowiedział już jednak wprowadzenie podwyżek, niemniej średnioroczna cen powinna spaść o ok. 1,8% (poprzednio 0% r/r). Obniżyliśmy także koszty energii o ok. 10% r/r (poprzednio +2% r/r) i przyjęliśmy mniejsze zatrudnienie o 65 osób. Korzystnie na wyniki wpłynęła także rewizja prognoz EUR/PLN. Poprzednie oczekiwaliśmy średniorocznego kursu na poziomie 4,1 EUR/PLN. Obecnie szacujemy, że wyniesie on ok. 4,21 (ponad 5 mln PLN dodatkowej marży). Z tytułu rozliczenia opcji zakładamy ok. 3,2 mln PLN dodatkowych wpływów (poprzednio 4,8 mln PLN).

W 2014 roku głównym czynnikiem poprawy wyników ma być lepsza koniunktura w branży. Na bazie wskaźników wyprzedzających koniunkturę szacujemy, że dynamika wzrostu rynku (w Niemczech i w Polsce) przyspieszy z 3-4% r/r szacowanych w tym roku do ok. 6-7% w 2014 (o tyle samo zakładamy wzrost wolumenu). Na marże pozytywnie wpłynie korzystniejszy kurs EUR/PLN (4,1 vs 4,0 poprzednio) i wycena transakcji opcyjnych (5,1 mln PLN vs 4,8 mln PLN poprzednio). Uwzględniliśmy ostatnie zawarte transakcje zabezpieczające, co również pozytywnie wpłynie na wyniki 2015 roku w kwocie 5,7 mln PLN (poprzednio spółka nie posiadała zabezpieczeń na 2015 rok).

Zmiany w prognozach na lata 2013-2015 [mln PLN]

	2013P			2014P			2015P		
	Poprzednio	Aktualnie	Zmiana	Poprzednio	Aktualnie	Zmiana	Poprzednio	Aktualnie	Zmiana
Przychody	564,8	595,7	5,5%	581,0	629,3	8,3%	604,0	660,3	9,3%
Wynik brutto na sprzedaży	183,1	199,4	8,9%	187,2	212,7	13,6%	191,4	222,1	16,0%
EBITDA	59,3	74,9	26,3%	57,5	77,0	33,9%	56,8	80,0	40,9%
EBIT	43,8	58,7	34,1%	41,5	60,2	45,0%	40,6	62,9	55,1%
Wynik netto	34,9	46,3	32,5%	33,2	48,8	47,0%	32,5	51,1	57,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,4%	33,5%		32,2%	33,8%		31,7%	33,6%	
Marża EBITDA	10,5%	12,6%		9,9%	12,2%		9,4%	12,1%	
Marża EBIT	7,7%	9,9%		7,1%	9,6%		6,7%	9,5%	
Marża zysku netto	6,2%	7,8%		5,7%	7,8%		5,4%	7,7%	

Źródło: BDM, szacunki własne

Główne założenia w modelu

	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Zmiana cen mebli w EUR r/r	2,34%	2,24%	1,71%	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%	2,70%	4,00%	6,00%	5,00%	3,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kurs EUR/PLN	4,12	4,18	4,21	4,10	4,00	3,90	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80
Zmiana cen płyt wiórowych w EUR r/r	12,11%	-2,14%	-1,82%	4,54%	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%	-0,55%	-1,78%	-0,38%	0,97%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Wzrost wynagrodzeń r/r	4,25%	2,49%	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	527,9	560,5	595,7	629,3	660,3	673,0	671,4	684,9	698,6	712,5	726,8	741,3
zmiana r/r	12,6%	6,2%	6,3%	5,7%	4,9%	1,9%	-0,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk brutto na sprzedaży	167,0	181,8	199,4	212,7	222,1	220,3	214,1	218,7	225,6	230,2	234,8	239,6
zmiana r/r	2,5%	8,9%	9,7%	6,6%	4,4%	-0,8%	-2,8%	2,1%	3,2%	2,0%	2,0%	2,0%
marża	31,6%	32,4%	33,5%	33,8%	33,6%	32,7%	31,9%	31,9%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%
EBITDA	62,5	57,2	74,9	77,0	80,0	75,4	69,2	70,6	74,2	75,3	76,5	77,6
zmiana r/r	15,0%	-8,5%	30,9%	2,7%	4,0%	-5,8%	-8,3%	2,0%	5,1%	1,5%	1,5%	1,5%
marża	11,8%	10,2%	12,6%	12,2%	12,1%	11,2%	10,3%	10,3%	10,6%	10,6%	10,5%	10,5%
EBIT	48,5	41,7	58,7	60,2	62,9	58,0	51,7	53,0	56,6	57,7	58,9	60,2
zmiana r/r	24,8%	-13,9%	40,6%	2,6%	4,5%	-7,8%	-11,0%	2,6%	6,8%	2,0%	2,1%	2,1%
marża	9,2%	7,4%	9,9%	9,6%	9,5%	8,6%	7,7%	7,7%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Zysk netto	38,7	34,5	46,3	48,8	51,1	47,3	42,5	43,9	47,2	48,3	49,1	49,9
zmiana r/r	33,1%	-10,9%	34,1%	5,5%	4,7%	-7,3%	-10,2%	3,4%	7,5%	2,2%	1,7%	1,7%
marża	7,3%	6,2%	7,8%	7,8%	7,7%	7,0%	6,3%	6,4%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%

Źródło: BDM S.A.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywa trwałe	237,5	252,9	257,5	261,5	264,9	267,0	268,3	269,1	269,7	269,9	269,9	270,0
Wartości niematerialne i prawne	0,7	16,1	15,3	14,5	13,7	13,0	12,3	11,7	11,1	10,5	9,9	9,4
Rzeczowe aktywa trwałe	188,8	188,8	194,2	199,0	203,1	206,0	207,9	209,4	210,6	211,4	212,0	212,5
Aktywa obrotowe	236,3	231,2	239,3	248,8	259,6	265,0	267,8	276,8	289,3	291,2	293,0	294,9
Zapasy	110,3	99,1	104,2	110,1	115,6	117,8	117,5	119,9	122,2	124,7	127,2	129,7
Należności krótkoterminowe	98,5	98,5	105,5	111,4	116,9	119,2	118,9	121,3	123,7	126,2	128,7	131,3
Inwestycje krótkoterminowe	26,2	30,7	26,8	24,4	24,2	25,3	28,5	32,8	40,5	37,5	34,3	31,0
-środki pieniężne i ekwiwalenty	25,5	30,0	26,1	23,7	23,5	24,5	27,8	32,1	39,8	36,7	33,5	30,3
Aktywa razem	473,8	484,1	496,9	510,4	524,4	532,0	536,0	545,9	559,0	561,1	562,9	564,8
Kapitał (fundusz) własny	311,2	345,2	368,8	389,8	411,6	428,3	442,4	460,9	472,9	474,0	474,8	475,6
Kapitał (fundusz) podstawowy	23,8	23,8	23,8	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9
Kapitał (fundusz) zapasowy	111,6	111,6	123,4	143,5	163,0	183,5	202,4	219,4	228,2	228,2	228,2	228,2
Zysk (strata) netto	51,8	64,5	76,3	78,8	81,1	77,4	72,5	74,0	77,3	78,3	79,1	80,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	159,5	135,2	124,4	116,9	109,1	100,1	89,9	81,4	82,4	83,4	84,5	85,5
Rezerwy na zobowiązania	12,6	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3
Zobowiązania długoterminowe	73,7	31,8	24,9	19,9	14,9	9,9	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
-oprocentowane	73,0	29,9	24,9	19,9	14,9	9,9	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	64,0	72,1	68,1	65,6	62,8	58,8	53,7	50,0	51,0	52,0	53,1	54,1
-oprocentowane	10,5	30,8	24,6	19,6	14,6	9,6	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	473,8	484,1	496,9	510,4	524,4	532,0	536,0	545,9	559,0	561,1	562,9	564,8

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody netto ze sprzedaży	527,9	560,5	595,7	629,3	660,3	673,0	671,4	684,9	698,6	712,5	726,8	741,3
Koszty produktów, tow. i materiałów	360,8	378,7	396,2	416,7	438,2	452,7	457,3	466,2	472,9	482,4	492,0	501,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	167,0	181,8	199,4	212,7	222,1	220,3	214,1	218,7	225,6	230,2	234,8	239,6
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	136,4	137,8	140,7	152,4	159,2	162,2	162,5	165,7	169,1	172,4	175,9	179,4
Zysk (strata) na sprzedaży	30,6	44,0	58,7	60,2	62,9	58,0	51,7	53,0	56,6	57,7	58,9	60,2
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	17,9	-2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	62,5	57,2	74,9	77,0	80,0	75,4	69,2	70,6	74,2	75,3	76,5	77,6
EBIT	48,5	41,7	58,7	60,2	62,9	58,0	51,7	53,0	56,6	57,7	58,9	60,2
Saldo działalności finansowej	-4,3	0,0	-0,5	0,0	0,2	0,4	0,8	1,3	1,7	1,9	1,7	1,5
Zysk (strata) brutto	44,1	41,7	58,1	60,2	63,1	58,4	52,5	54,3	58,3	59,6	60,6	61,6
Zysk (strata) netto	38,7	34,5	46,3	48,8	51,1	47,3	42,5	43,9	47,2	48,3	49,1	49,9

CF [mln PLN]	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy z działalności operacyjnej	16,0	71,5	52,7	56,1	59,4	60,8	59,7	56,5	59,3	60,1	61,0	61,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	19,6	-28,6	-19,5	-19,6	-19,4	-18,5	-17,6	-17,1	-16,4	-15,9	-15,9	-16,0
Przepływy z działalności finansowej	-20,9	-38,3	-37,1	-38,9	-40,1	-41,3	-38,8	-35,1	-35,2	-47,2	-48,3	-49,1
Przepływy pieniężne netto	14,7	4,7	-3,9	-2,4	-0,2	1,0	3,3	4,3	7,7	-3,1	-3,2	-3,3
Środki pieniężne na początek okresu	10,9	25,5	30,0	26,1	23,7	23,5	24,5	27,8	32,1	39,8	36,7	33,5
Środki pieniężne na koniec okresu	25,5	30,0	26,1	23,7	23,5	24,5	27,8	32,1	39,8	36,7	33,5	30,3

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody zmiana r/r	6%	6%	6%	5%	2%	0%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	-8%	31%	3%	4%	-6%	-8%	2%	5%	2%	2%	2%
EBIT zmiana r/r	-14%	41%	3%	4%	-8%	-11%	3%	7%	2%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	-11%	34%	5%	5%	-7%	-10%	3%	7%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	32%	33%	34%	34%	33%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
Marża EBITDA	10%	13%	12%	12%	11%	10%	10%	11%	11%	11%	10%
Marża EBIT	7%	10%	10%	10%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Marża brutto	7%	10%	10%	10%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Marża netto	6%	8%	8%	8%	7%	6%	6%	7%	7%	7%	7%
COGS / przychody	68%	67%	66%	66%	67%	68%	68%	68%	68%	68%	68%
SG&A / przychody	25%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
SG&A / COGS	36%	36%	37%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
ROE	10%	12%	12%	12%	11%	10%	9%	10%	10%	10%	10%
ROA	7%	9%	10%	10%	9%	8%	8%	8%	9%	9%	9%
Dług	62,6	49,5	39,5	29,5	19,5	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	13%	10%	8%	6%	4%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
D / E	15%	11%	8%	6%	4%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
Odsetki / EBIT	0%	-1%	0%	0%	1%	2%	2%	3%	3%	3%	2%
Dług / kapitał własny	18%	13%	10%	7%	5%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
Dług netto	32,6	23,5	15,8	6,0	-5,0	-18,3	-32,1	-39,8	-36,7	-33,5	-30,3
Dług netto / kapitał własny	9%	6%	4%	1%	-1%	-4%	-7%	-8%	-8%	-7%	-6%
Dług netto / EBITDA	0,6	0,3	0,2	0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
Dług netto / EBIT	78%	40%	26%	10%	-9%	-35%	-61%	-70%	-64%	-57%	-50%
EV	620,2	614,8	607,2	597,3	586,3	573,0	559,2	551,5	554,6	557,8	561,0
Dług / EV	10%	8%	7%	5%	3%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
CAPEX / Przychody	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%
CAPEX / Amortyzacja	197%	128%	124%	119%	112%	107%	105%	103%	101%	100%	100%
Amortyzacja / Przychody	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
Zmiana KO / Przychody	0%	2%	2%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-2%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
Wskaźniki rynkowe	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
MC/S*	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
P/E*	17,0	12,8	12,1	11,6	12,5	13,9	13,5	12,5	12,2	12,0	11,8
P/BV*	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
P/CE*	11,8	9,5	9,0	8,7	9,1	9,9	9,6	9,1	9,0	8,9	8,8
EV/EBITDA*	10,8	8,2	7,9	7,5	7,8	8,3	7,9	7,4	7,4	7,3	7,2
EV/EBIT*	14,9	10,5	10,1	9,5	10,1	11,1	10,6	9,7	9,6	9,5	9,3
EV/S*	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
BVPS	14,7	15,6	16,5	17,4	18,1	18,7	19,4	19,9	20,0	20,0	20,1
EPS	1,5	1,9	2,0	2,1	2,0	1,8	1,8	2,0	2,0	2,1	2,1
CEPS	2,1	2,6	2,7	2,9	2,7	2,5	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8
FCFPS	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9
DPS	0,96	1,16	1,2	1,3	1,2	1,1	1,5	2,0	2,0	2,1	2,1
Payout ratio	65,8%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	80,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 24,7 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
 Doradca Inwestycyjny
 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
Redukuj	20,9	Akumuluj	14,7	02.08.2013	24,7	47 370,8
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 3Q'13:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	1	14%
Trzymaj	1	14%
Redukuj	3	43%
Sprzedaj	2	29%

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

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).

Kluczule:

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 02.08.2013 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 06.08.2013 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 szereg 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 częstotliwości 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.

Pomijając 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.

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 w wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.