

# Forte

**kupuj**

przemysł meblarski

Cena: 21.3  
Cena docelowa: 28.7

## Pespektywa znacznego wzrostu wyników

Forte od wielu lat zwiększa skalę działalności poprzez rozwój organiczny, dzięki czemu w minionym kwartale wypracowało najwyższy w historii zysk operacyjny. Prognozujemy, że także cały 2013 rok będzie rekordowy zarówno pod względem przychodów, zysku EBIT oraz zysku netto. Dzięki wejściu na rynek francuski oczekujemy dalszego skokowego wzrostu sprzedaży produktów spółki oraz kontynuacji poprawy wyników w kolejnych latach. Spółce sprzyja również sytuacja surowcowa oraz zabezpieczony wysoki poziom kursu EUR/PLN. Uwzględniając powyższe uważamy, że obecny kurs spółki nie odzwierciedla potencjału jej przyszłych wyników, dlatego rekomendujemy zakup akcji Forte.



### Wejście na rynek francuski

Forte podpisało umowę o współpracę z koncernem Stainhoff, dzięki której produkty spółki znajdują się na półkach w sklepach sieci Conforama. Otwarcie na rynek francuski daje szansę na skokowy wzrost sprzedaży. Zakładamy, iż w ciągu trzech lat na tym rynku Forte osiągnie przychody na poziomie 140-150 mln PLN rocznie.

### Zabezpieczony wysoki poziom kursu EUR/PLN

W okresie od września 2013 r. do maja 2014 r. spółka ma zabezpieczone 42 mln EUR na poziomie 4.3-4.4 EUR/PLN. Po tym okresie dolny przedział kursowy zawartych transakcji zabezpieczających na kwotę 42 mln EUR kształtuje się na poziomie 4.18-4.3 i obowiązuje do maja 2015 r.

### Spadek cen płyty drewnopochodnej

Od dłuższego czasu ceny płyt wiórowych spadają. Spodziewamy się, że w związku z nowo oddanymi fabrykami płyt wiórowych w najbliższym okresie tendencja ta będzie kontynuowana.

### Rekomendacja

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą. Uwzględniając obie metody oraz obecny kurs spółki wydajemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową na poziomie 28.7 PLN.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	21.3 / 10.7
Liczba akcji (mln)	23.75
Kapitalizacja (mln PLN)	506
EV (mln PLN)	536
Free float (mln PLN)	131
Średni wolumen 3m (tys)	20
Główny akcjonariusz	MaForm Holding
% akcji, % głosów	29.5 / 29.5
	<b>1 m</b> <b>3 m</b> <b>12 m</b>
Zmiana ceny (%)	30.7   29.1   79.9
Zmiana rel. WIG (%)	22.9   26.2   57.2

**Łukasz Siwek**  
Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 71  
lukasz.siwek@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV/EBIT	EV/EBITDA	ROE (%)
2011	527.2	48.4	62.4	43.5	38.4	1.6	2.2	13.1	13.2	1.6	3.3	5.8	4.5	12.3
2012	560.5	41.7	57.2	41.7	34.5	1.5	2.1	14.5	14.7	1.5	3.5	8.0	5.9	10.5
2013p	607.5	58.7	74.2	60.1	48.7	2.0	2.7	15.6	10.4	1.4	4.5	8.8	7.0	13.6
2014p	674.3	68.5	84.3	69.3	56.1	2.4	3.0	17.0	9.0	1.3	4.9	7.4	6.0	14.5
2015p	735.5	76.6	92.9	75.1	60.8	2.6	3.2	18.3	8.3	1.2	5.8	6.5	5.4	14.5

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN,

## Ocena wyników za I kwartał

### Skonsolidowane wyniki kwartalne Forte

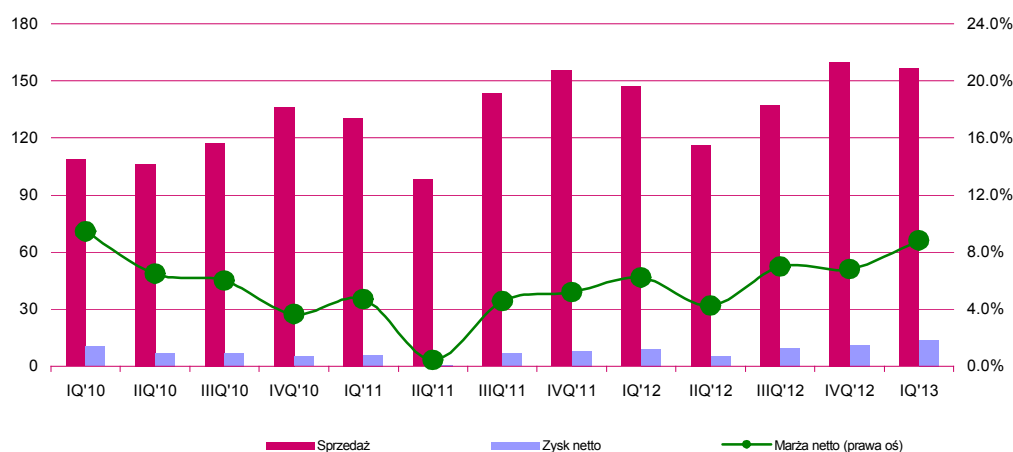
	I kwartał 2013	I kwartał 2012	zmiana
Przychody	156.5	147.0	6.5%
Wynik brutto na sprzedaży	54.0	47.5	13.7%
EBITDA	22.0	15.3	44.2%
EBIT	18.0	11.4	56.9%
Zysk netto	13.8	9.1	51.1%
<b>Marże</b>			
Marża brutto na sprzedaży	34.5%	32.3%	
Marża EBITDA	14.1%	10.4%	
Marża EBIT	11.5%	7.8%	
Marża netto	8.8%	6.2%	

Wg MSR/MSSF; mln PLN

W I kwartale 2013 r. spółka wypracowała przychody ze sprzedaży w wysokości 156.5 mln PLN (+6.5% r/r), co jest drugim wynikiem w historii. Wzrost przychodów wynikał głównie z wyższych wolumenów we wszystkich kanałach sprzedaży, w szczególności na kluczowym rynku niemieckim, a także na drugim w strukturze przychodowej rynku polskim. W pierwszych trzech miesiącach Forte odnotowało wzrost rentowności brutto ze sprzedaży o 2.2 pp. do 34.5%. Poprawa rentowności nastąpiła dzięki niższym kosztom jednostkowym związanym ze wzrostem produkcji a także korzystnej sytuacji na rynku surowcowym. Pomimo wzrostu sprzedaży na podobnym r/r poziomie zostały utrzymane koszty sprzedaży i ogólnego zarządu.

Za okres styczeń-marzec spółka zanotowała rekordowy zysk operacyjny na poziomie 18.0 mln PLN (+56.9% r/r). Zrealizowany zysk netto wyniósł 13.8 mln PLN wobec 9.1 mln PLN w tym samym okresie 2012 roku oraz 10.9 mln PLN w ubiegłym kwartale.

### Wyniki finansowe Forte w poszczególnych kwartałach (mln PLN)



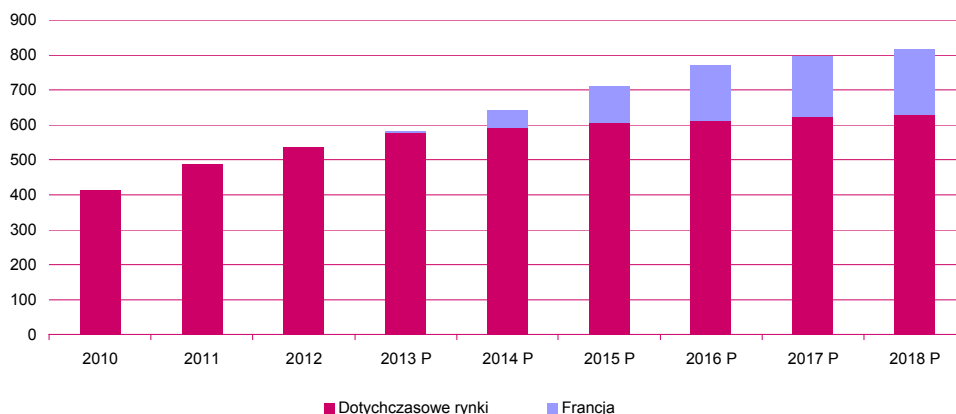
Źródło: Forte, Wyniki za IQ 2011 oczyszczone o transakcje sprzedaży spółek zależnych

## Wejście na rynek francuski

Forte od dłuższego czasu prowadziło rozmowy ze swoim partnerem handlowym, spółką Stainhoff z którym współpracowało do tej pory poprzez sprzedaż mebli w sieci Abra (Polska). Rozmowy te doprowadziły do podpisania umowy o współpracę, dzięki której produkty Forte znajdują się na półkach w sklepach sieci Conforama.

Otwarcie na rynek francuski daje szansę na skokowy wzrost sprzedaży. Biorąc pod uwagę dotychczasowe doświadczenie spółki w sprzedaży na rynkach Europy Zachodniej, potencjał rynku francuskiego oraz partnera z którym spółka rozpoczęła współpracę zakładamy, iż w kolejnych trzech latach Forte osiągnie przychody na poziomie 140-150 mln PLN rocznie (równe połowie obecnej sprzedaży na rynku niemieckim). Przyjmujemy również, że sprzedaż będzie prowadzona na zbliżonych do rynku niemieckiego marżach.

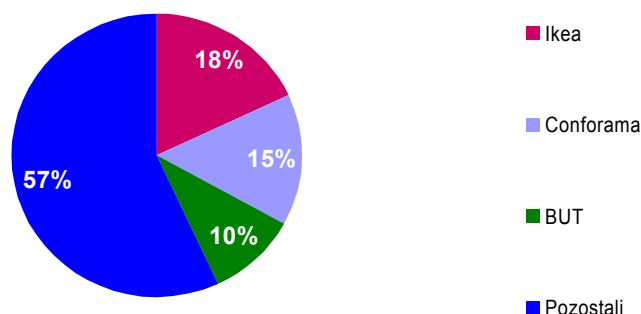
### Przychody Forte ze sprzedaży mebli [mln PLN]



Źródło: Spółka, Millennium DM

Conforama jest siecią wielkopowierzchniowych sklepów zajmujących się sprzedażą detaliczną elementów wyposażenia domów: mebli, elektroniki użytkowej, oświetlenia i produktów dekoracyjnych. Firma posiada 184 sklepy we Francji oraz 63 placówki w pozostałych państwach europejskich (Włochy, Szwajcaria, Hiszpania, Portugalia i Chorwacja). Udział sieci w rynku francuskim szacowany jest obecnie na poziomie 15%.

### Francuski rynek meblarski

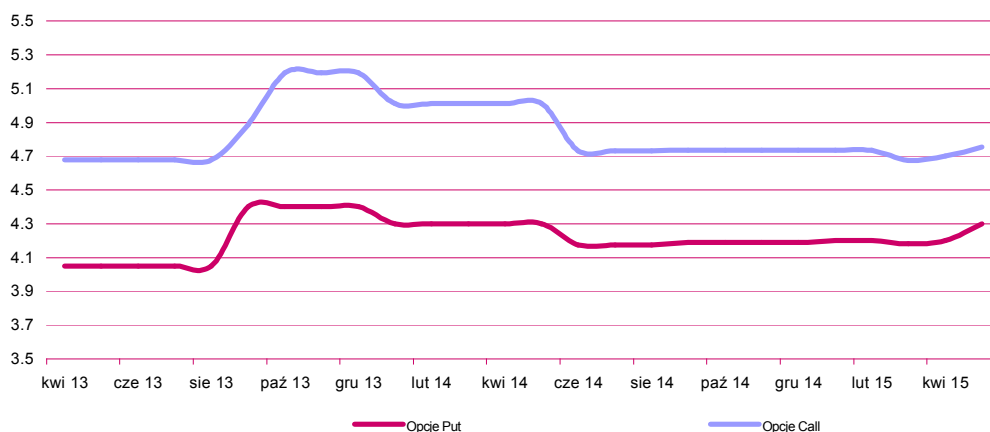


Źródło: Steinhoff

## Zabezpieczony wysoki poziom kursu EUR/PLN

Okolo 80% zawartych przez spółkę transakcji sprzedaży wyrażonych jest w walutach obcych, z czego znacząca większość dokonywana jest w euro. Biorąc pod uwagę, że blisko 55% wszystkich kosztów ponoszonych jest także w euro ekspozycja netto spółki na tę walutę wynosi ok. 55 mln EUR (zmiana kursu EUR/PLN o 0.1 wpływa na zmianę zysku operacyjnego o 5.5 mln EUR). W celu zabezpieczenia przyszłego ryzyka walutowego Forte stosuje zerokosztowe symetryczne strategie opcyjne.

### Strategia zabezpieczająca

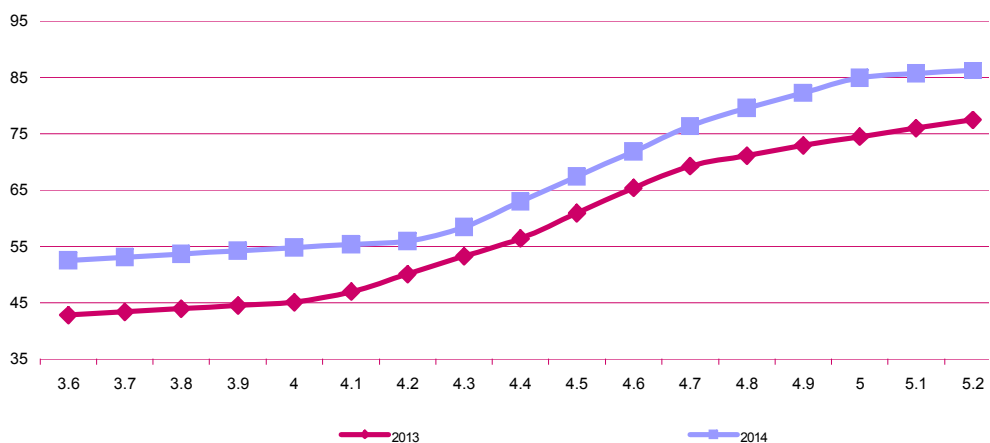


Źródło: Spółka

W okresie od września 2013 r. do maja 2014 r. spółka ma zabezpieczone 42 mln EUR na poziomie 4.3-4.4 EUR/PLN. Po tym okresie dolny przedział kursowy zawartych transakcji zabezpieczających na kwotę 42 mln EUR kształtuje się na poziomie 4.18-4.3 i obowiązuje do maja 2015 r. Obecne osłabienie złotówki sprzyja wynikom operacyjnym spółki, jednak nawet przy obecnym kursie EUR/PLN wynoszącym ok. 4.25 w 2013 r. z transakcji zabezpieczających Forte odnotuje 2.4 mln PLN dodatkowego zysku a w 2013 r. 1.3 mln PLN.

Podsumowanie ekspozycji netto spółki oraz stosowanej strategii zabezpieczającej zostało przedstawione na poniższym wykresie. Widać na nim, iż dzięki stosowanym opcjom put nawet przy istotnym umocnieniu złotówki wynik netto spółki (przy założeniu niezmienności pozostałych czynników) nie powinien być niższy niż 43 mln PLN w 2013 oraz 53 mln PLN w 2014 r. Przy zakładanym przez nas kursie EUR/PLN 4.2, wyniki te prognozujemy odpowiednio na poziomie 50 i 56 mln PLN.

### Zysk netto spółki wobec kursu EUR/PLN (mln PLN)



Źródło: Millennium DM

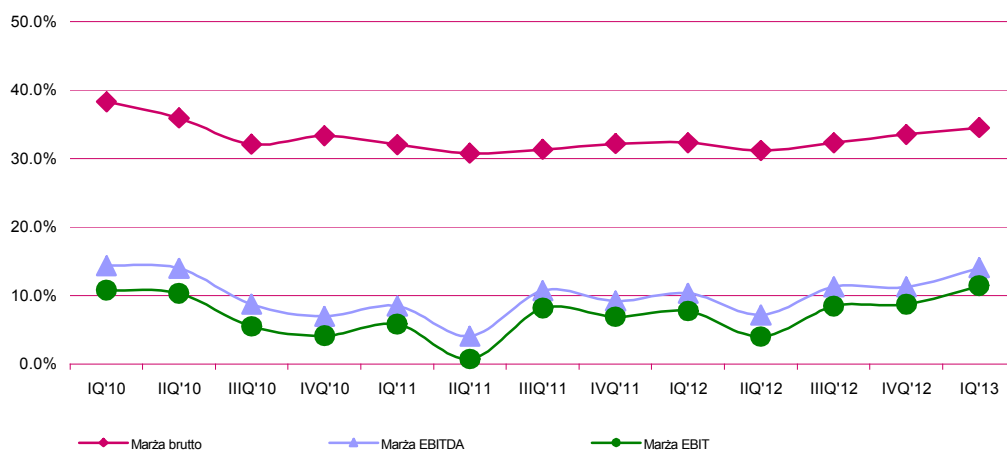
## Poprawa rentowności

Spółka od pewnego czasu realizuje projekty, które mają na celu lepszą dyscyplinę kosztową. Obecnie prowadzone są działania:

- ❑ optymalizujące proces realizacji zleceń klienta, poprzez jego automatyzację
- ❑ zmiana modelu logistycznego planowania produkcji, podniesienie średniej wielkości serii produkcyjnej dla produktów
- ❑ centralny system optymalizacji rozkrojów w procesie cięcia płyty
- ❑ platforma zakupowa, dzięki której spółka znacząco ogranicza koszty nabywanych surowców

Prowadzone procesy optymalizacyjne przynoszą wymierne wyniki w postaci wzrostu rentowności ze sprzedaży. Oczekujemy, iż poprawa ta będzie widoczna również w kolejnych okresach.

## Rentowność sprzedaży

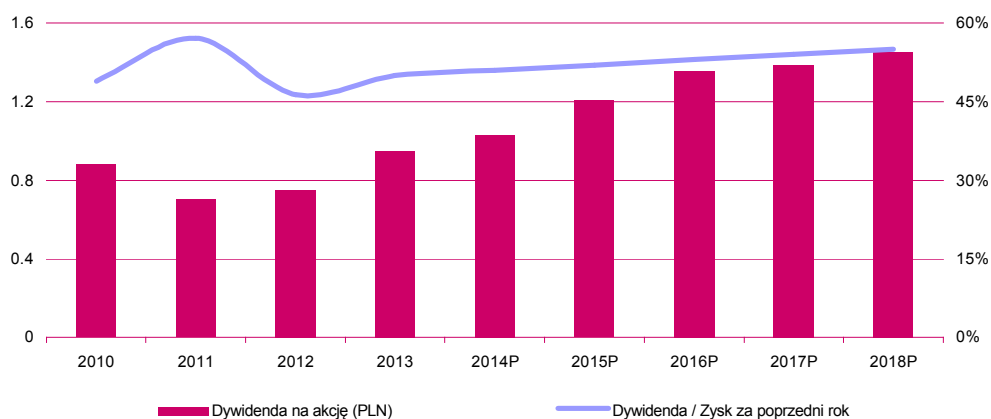


Źródło: Forte, Wyniki za IQ 2011 oczyszczone o transakcje sprzedaży spółek zależnych

## Polityka dywidendowa

Spółka od kilku lat przeznaczana na wypłatę dywidendy dla akcjonariuszy ponad 45% zysku wypracowanego w roku wcześniejszym. W bieżącym roku Forte wypłaci 0.95 PLN na akcję (DY= 4.5%). Dzień ustalenia prawa do dywidendy ustalony został na 18 czerwca 2013 roku, a dzień wypłaty dywidendy na 2 lipca 2013 roku. W związku z prognozowanym wzrostem zysków oraz stabilnym poziomem nakładów inwestycyjnych spodziewamy się, że spółka będzie kontynuować dotychczasową politykę dywidendową.

## Polityka dywidendowa



Źródło: Spółka, Millennium DM

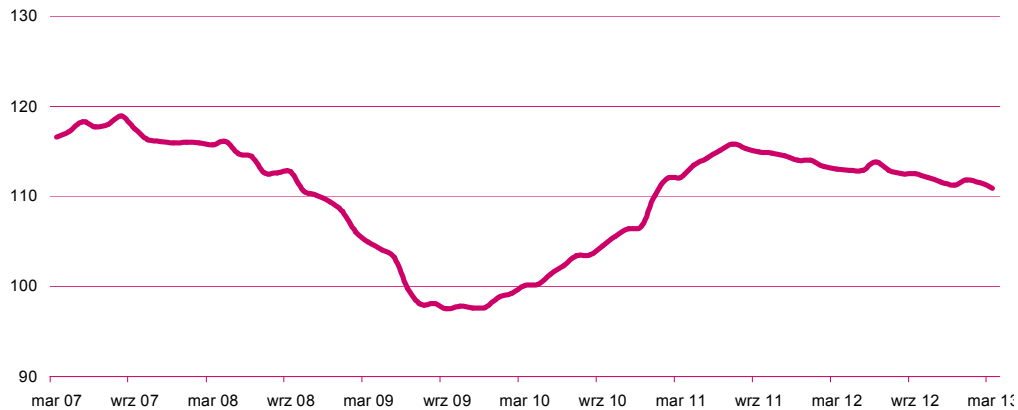
## Spadek cen płyt wiórowych

Od lipca 2011 roku niemiecki indeks cen płyt wiórowych spadł o 4.2%. Spodziewamy się, że w najbliższym okresie tendencja ta będzie kontynuowana w związku z nowo oddanymi fabrykami płyty wiórowej. W 2013 roku uruchomione zostaną nowe moce produkcyjne na Słowacji (375 tys. m. szesc.) oraz w Białorusi (600 tys. m. szesc.), co oznacza kilkunastoprocentowy wzrost mocy produkcyjnych w rejonie (bez Niemiec).

Należący do Kronospanu zakład produkcyjny w Białorusi jest beneficjentem taniego surowca lokalnego. Spółka dzięki umowie z władzami Białorusi traktowana jest tam na równi z lokalnymi firmami, dzięki czemu ma również niskie ceny drewna. Zakład zlokalizowany jest ok. 330 km od granicy Polski, stąd biorąc pod uwagę koszty transportu, produkty w nim wyprodukowane mogą być oferowane we wschodniej części naszego kraju. Jednak większość mocy z Białorusi skierowana będzie zapewne na rodzimy i rosyjski rynek meblarski, zaś tylko niewielki odsetek trafi do Polski. Zakład ten działa od I kwartału 2013 r.

Nowe moce produkcyjne na Słowacji pochodzą z rozbudowywanego przez Swedspan zakładu w Malacky, miasta położonego przy granicy z Austrią. Produkcja rozpocznie się w nim zapewne w drugiej połowie obecnego roku. Większość wyprodukowanej płyty wiórowej będzie wykorzystywana na potrzeby własne grupy Swedspan.

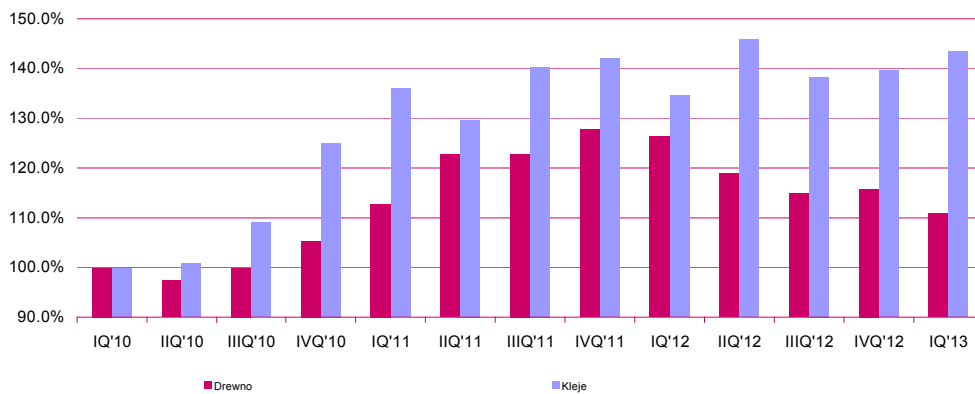
## Indeks cen płyty wiórowej w Niemczech (2005 = 100)



Źródło: Bloomberg

W minionym kwartale ceny drewna jak i papieru, najważniejszych surowców wykorzystywanych do produkcji płyt drewnopochodnych były o około 12% niższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Na niższym poziomie utrzymuje się również cena energii elektrycznej. W I kwartale nastąpiło zaś zwiększenie cen żywic klejowych o 6.6% r/r w wyniku wzrostu notowań globalnych na rynku metanolu.

## Dynamika zmian cen surowców (IQ'10 = 100%)

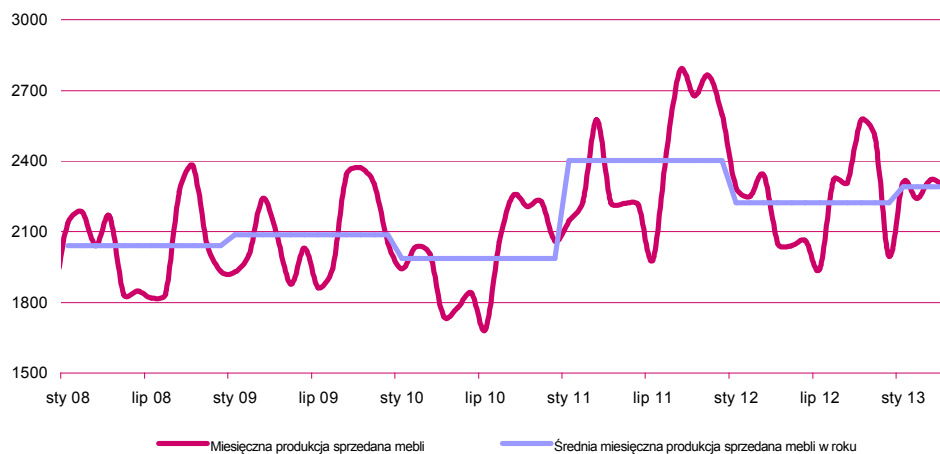


Źródło: Pfeleiderer Grajewo

## Sprzedaż mebli w Polsce

Po bardzo ciężkim dla branży meblarskiej 2012 roku, gdzie produkcja sprzedana spadła o 7.5% r/r pierwsze miesiące obecnego roku wskazują na nieznaczne odbicie. W okresie styczeń-kwiecień produkcja sprzedana mebli w Polsce wyniosła 9.16 mld PLN, co jest lepszym wynikiem niż w tym samym okresie ubiegłego roku (+2.7% r/r) oraz na tym samym poziomie jak w 2011 roku.

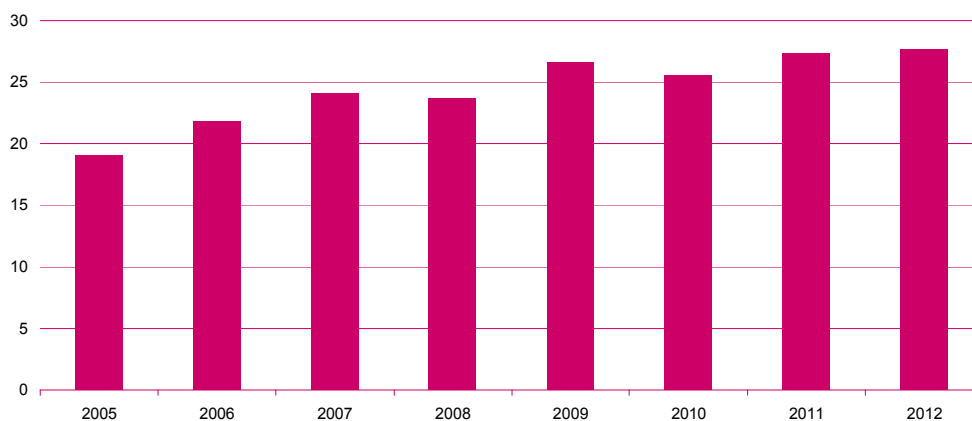
### Produkcja sprzedana mebli w Polsce (mln. PLN)



Źródło: GUS

Pomimo panującego spowolnienia gospodarczego wolumen produkcji mebli wzrósł w 2012 roku o 1.2% i wyniósł rekordową wielkość 27.7 mln szt.

### Produkcja mebli w polsce (mln. szt)



Źródło: GUS



## Wycena

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 744 mln PLN, czyli 31.3 PLN na akcję. Używając metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 621 mln PLN (26.1 PLN na akcję). Obu metodom przypisaliśmy równe wagi.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena Forte (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	744	31.3
Wycena porównawcza	621	26.1
<b>Wycena Forte</b>	<b>682</b>	<b>28.7</b>

*Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.*

### Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2022 roku na poziomie 4.0%
- Premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- Współczynnik beta na poziomie 1.0
- Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2022 na 2%
- Zakładamy 1% coroczny wzrost cen surowców oraz produktów
- Dynamikę wzrostu wolumenów (dotychczasowej sprzedaży) zakładamy na poziomie 4% w roku obecnym, 1.5% do 2017 r. oraz 1% w dalszym okresie.
- Wzrost przychodów ze sprzedaży na rynku francuskim do 143 mln PLN w roku 2016 oraz wolniejszy przyrost w latach kolejnych, aż do 204 mln PLN w 2022 r.
- Dodatkowe przychody finansowe z tytułu transakcji zabezpieczających wynoszące 3.2 mln PLN w 2013 r. oraz 2.6 mln PLN w 2014 r.
- Średnioroczny kurs EUR/PLN na poziomie 4.2 w latach 2013-14 oraz stopniowy spadek do kursu 4.0 w roku 2018.

## Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	>2022
sprzedaż	607.5	674.3	735.5	777.1	800.2	820.5	845.5	865.9	884.9	902.4	
EBIT (1-T)	47.6	55.5	62.1	63.0	63.5	62.8	64.9	66.7	68.3	69.8	
amortyzacja	15.5	15.9	16.2	16.6	16.9	17.2	17.5	17.8	18.1	18.4	
inwestycje	-19.9	-20.1	-20.3	-20.5	-20.8	-21.0	-21.2	-21.4	-21.6	-21.8	
zmiana kap.obrotowego	-12.4	-17.6	-16.1	-11.0	-7.0	-5.4	-6.6	-5.4	-5.0	-4.6	
FCF	30.7	33.6	41.8	48.1	52.6	53.6	54.7	57.7	59.8	61.7	951.2
zmiana FCF		9.2%	24.7%	14.9%	9.5%	1.9%	1.9%	5.6%	3.6%	3.2%	2.0%
dług/kapitał	17.2%	16.1%	14.8%	13.7%	12.9%	12.1%	11.4%	10.8%	10.2%	9.7%	9.3%
stopa wolna od ryzyka	2.6%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%	3.4%	3.6%	3.8%	4.0%	4.0%
premia kredytowa	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
premia rynkowa	5.0%	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	1.0
koszt długu	4.6%	4.4%	4.6%	4.8%	7.0%	5.2%	5.4%	5.6%	5.8%	6.0%	6.0%
koszt kapitału	7.6%	7.4%	7.6%	7.8%	8.0%	8.2%	8.4%	8.6%	8.8%	9.0%	9.0%
WACC	6.9%	6.8%	7.0%	7.3%	7.7%	7.7%	7.9%	8.2%	8.4%	8.6%	8.6%
PV (FCF)	30	30	35	38	38	36	33	32	30	28	435
wartość DCF (mln PLN)	764.5	w tym wartość rezydualna				435					
dług (-)/gotówka(+) netto	-20.9										
wycena DCF (mln PLN)	743.6										
Liczba akcji (mln)	23.8										
<b>wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>31.3</b>										

Źródło: Millennium DM

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

## Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN	stopa $R_r$ rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
	3.0%	29.7	31.1	32.7	34.5	36.7	39.4	42.7
	3.5%	28.7	29.8	31.2	32.8	34.6	36.9	39.6
	4.0%	27.7	28.8	29.9	<b>31.3</b>	32.9	34.8	37.0
	4.5%	26.9	27.8	28.8	30.0	31.4	33.0	34.9
	5.0%	26.1	27.0	27.9	28.9	30.2	31.5	33.2

Źródło: Millennium DM

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 31.3 PLN.

## Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą przeprowadziliśmy względem zagranicznych spółek o profilu działalności podobnym do Forte. Wartość spółki oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

### Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
BETER BED HOLDING NV	BBED	8.5	7.7	7.3	11.6	10.2	9.4	15.8	13.8	12.8
DOREL INDUSTRIES-CL A	DII/A	6.6	5.9	4.9	8.9	8.0	-	9.5	8.2	-
EKORNES ASA	EKO	5.7	5.3	5.0	7.3	6.7	6.3	11.3	10.3	9.6
POLTRONA FRAU SPA	PFG	9.1	8.1	7.0	12.3	10.4	8.7	21.4	15.7	12.5
BOCONCEPT HOLDING A/S	BOCONB	5.4	5.1	4.1	12.6	9.9	6.8	15.7	12.0	7.8
NOBIA AB	NOBI	7.6	6.3	5.4	11.9	9.2	7.4	15.0	11.4	9.0
HNI CORP	HNI	11.2	9.4	7.9	16.3	13.1	-	25.3	19.6	15.9
<b>Mediana</b>		<b>7.6</b>	<b>6.3</b>	<b>5.4</b>	<b>11.9</b>	<b>9.9</b>	<b>7.4</b>	<b>15.7</b>	<b>12.0</b>	<b>11.1</b>
	Dług netto	20.3	10.9	-0.5	20.3	10.9	-0.5			
Wyniki spółki Forte (mln PLN)		74.2	84.3	92.9	58.7	68.5	76.6	48.7	56.1	60.8
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (PLN)		540.5	520.5	499.3	676.0	668.0	570.6	764.7	674.3	673.1

### Wycena

**26.1**

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski SA,

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję Forte na 26.1 PLN.

# Wyniki finansowe

## Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p
Przychody netto ze sprzedaży	468.9	527.2	560.5	607.5	674.3	735.5
Koszty wytworzenia	305.9	360.5	378.7	401.3	444.7	485.2
Koszty sprzedaży	92.2	105.2	112.0	121.5	134.9	147.1
Koszty ogólnego zarządu	33.0	31.2	25.7	26.0	26.3	26.6
Zysk (strata) na sprzedaży	37.9	30.3	44.0	58.7	68.5	76.6
Pozostała działalność operacyjna	1.0	18.0	-4.7	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>54.4</b>	<b>62.4</b>	<b>57.2</b>	<b>74.2</b>	<b>84.3</b>	<b>92.9</b>
<b>EBIT</b>	<b>38.8</b>	<b>48.4</b>	<b>41.7</b>	<b>58.7</b>	<b>68.5</b>	<b>76.6</b>
saldo finansowe	-0.8	-4.9	0.0	1.4	0.8	-1.6
zysk przed opodatkowaniem	38.1	43.5	41.7	60.1	69.3	75.1
podatek dochodowy	9.0	5.1	7.2	11.4	13.2	14.3
<b>zysk netto</b>	<b>29.1</b>	<b>38.4</b>	<b>34.5</b>	<b>48.7</b>	<b>56.1</b>	<b>60.8</b>
<b>EPS</b>	<b>1.23</b>	<b>1.62</b>	<b>1.45</b>	<b>2.05</b>	<b>2.36</b>	<b>2.56</b>

## Bilans (mln PLN)

	2010	2011	2012	2013p	2014p	2014p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>216.9</b>	<b>237.5</b>	<b>252.9</b>	<b>257.4</b>	<b>261.6</b>	<b>265.7</b>
wartości niematerialne i prawne	0.9	0.7	16.1	16.1	16.1	16.1
rzeczowe aktywa trwałe	169.6	188.8	188.8	193.2	197.5	201.6
inwestycje długoterminowe	46.4	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>250.5</b>	<b>236.3</b>	<b>231.2</b>	<b>253.5</b>	<b>285.4</b>	<b>317.3</b>
zapasy	105.8	110.3	99.1	107.4	119.2	130.1
należności	87.1	96.7	89.6	97.1	107.8	117.6
inwestycje krótkoterminowe	57.0	26.2	39.7	48.9	58.3	69.7
<b>aktywa razem</b>	<b>467.4</b>	<b>473.8</b>	<b>484.1</b>	<b>513.6</b>	<b>549.8</b>	<b>585.9</b>
kapitał własny	312.4	311.2	345.2	371.3	402.6	434.2
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	159.6	159.5	135.2	138.7	143.5	148.0
zobowiązania długoterminowe	47.1	86.5	48.3	48.3	48.3	48.3
zobowiązania krótkoterminowe	112.5	73.1	87.0	90.4	95.3	99.7
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
<b>pasywa razem</b>	<b>467.4</b>	<b>473.8</b>	<b>484.1</b>	<b>513.6</b>	<b>549.8</b>	<b>585.9</b>
BVPS	13.2	13.1	14.5	15.6	17.0	18.3

Źródło: Prognozy Millennium DM

## Cash flow (mln PLN)

	2010	2011	2012	2013p	2014p	2014p
wynik netto	29.1	38.4	34.5	48.7	56.1	60.8
amortyzacja	15.5	14.1	15.5	15.5	15.9	16.2
zmiana kapitału obrotowego	-10.4	-24.3	18.7	-12.4	-17.6	-16.1
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>10.8</b>	<b>15.7</b>	<b>69.1</b>	<b>51.8</b>	<b>54.3</b>	<b>60.9</b>
inwestycje (capex)	-19.7	-35.0	-30.7	-19.9	-20.1	-20.3
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-18.2</b>	<b>19.6</b>	<b>-28.6</b>	<b>-19.9</b>	<b>-20.1</b>	<b>-20.3</b>
wypłata dywidendy	-20.9	-16.6	-17.8	-22.6	-24.8	-29.2
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	5.3	6.6	-21.6	0.0	0.0	0.0
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-17.3</b>	<b>-20.9</b>	<b>-38.3</b>	<b>-22.6</b>	<b>-24.8</b>	<b>-29.2</b>
Zmiana gotówki netto	-24.8	14.4	2.2	9.3	9.4	11.4
DPS	0.9	0.7	0.8	1.0	1.0	1.2
CEPS	1.9	2.2	2.1	2.7	3.0	3.2

## Wskaźniki (%)

	2010	2011	2012	2013p	2014p	2014p
zmiana sprzedaży	-6.6	12.4	6.3	8.4	11.0	9.1
zmiana EBITDA	-12.0	24.5	-13.7	40.7	16.6	11.9
zmiana EBIT	-29.7	14.2	-4.1	44.1	15.3	8.3
zmiana zysku netto	-31.9	32.0	-10.2	41.1	15.3	8.3
marża EBITDA	11.6	11.8	10.2	12.2	12.5	12.6
marża EBIT	8.3	9.2	7.4	9.7	10.2	10.4
marża netto	6.2	7.3	6.2	8.0	8.3	8.3
sprzedaż/aktywa	100.3	111.3	115.8	118.3	122.7	125.5
dług / kapitał własny	23.9	26.1	17.2	16.0	14.8	13.7
odsetki / EBIT	-1.9	-10.1	-0.1	2.3	1.2	-2.1
stopa podatkowa	23.6	11.7	17.3	19.0	19.0	19.0
ROE	9.5	12.3	10.5	13.6	14.5	14.5
ROA	6.5	8.2	7.3	10.1	10.9	11.1
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-67	-56	-30	-20	-11	0

Źródło: prognozy Millennium DM

## Departament Analiz

**Marcin Materna, CFA**  
Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

**Adam Kaptur**  
+48 22 598 26 59  
adam.kaptur@millenniumdm.pl

**Maciej Krefta**  
+48 22 598 26 88  
maciej.krefta@millenniumdm.pl

**Wojciech Woźniak**  
+48 22 598 26 58  
wojciech.wozniak@millenniumdm.pl

**Łukasz Siwek**  
Doradca Inwestycyjny  
+48 22 598 26 71  
lukasz.siwek@millenniumdm.pl

**Dyrektor**  
banki i finansie

Analitik  
branża spożywcza, handel

Analitik  
budownictwo i deweloperzy

Analitik  
przemysł elektromaszynowy

Analitik  
przemysł chemiczny, przemysł drzewny

## Sprzedaż

**Radosław Zawadzki**  
+22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

**Arkadiusz Szumilak**  
+22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

**Marek Przytula**  
+22 598 26 68  
marek.prytula@millenniumdm.pl

**Jarosław Oldakowski**  
+22 598 26 11  
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

**Aleksandra Jastrzębska**  
+48 22 598 26 90  
aleksandra.jastrzebska@millenniumdm.pl

**Grażyna Mendrych**  
+48 22 598 26 26  
grazyna.mendrych@millenniumdm.pl

**Dyrektor**

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
**Ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp**  
**02-593 Warszawa Polska**

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
WNB - wynik na działalności bankowej  
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję  
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
EPS - zysk netto na 1 akcję  
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję  
NPL - kredyty zagrożone

### Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu  
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu  
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)  
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%  
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%  
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):  
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

### Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Aplisens, Ciech, Sygnity, Wielton, Skyline, Hawe, Mięszko, PGE. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Ciech, Gastel-Zurawie, Enel-Med od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium TFI S.A., spółka zależna Millennium Dom Maklerski S.A., posiada 6.45% akcji, Projprzem S.A., 5.79% akcji Bumech S.A. oraz 6.63% akcji Rainbow Tours S.A. Pominięty Millennium Dom Maklerski S.A., 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 lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

### Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendacje, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

### Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w I kwartale 2013 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	8	16%
Akumuluj	21	42%
Neutralnie	19	38%
Redukuj	2	4%
Sprzedaj	0	0%

### Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A.

#### świadczy usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	0	0%
Akumuluj	5	100%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

\*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora