



Dom Maklerski BDM S.A.

BARLINEK

RAPORT ANALITYCZNY

W naszej opinii obecna wycena rynkowa spółki znajduje się na historycznie niskim poziomie. Biorąc pod uwagę prognozowany mnożnik EV/EBITDA Barlinek handlowany jest na poziomie 6,0-krotności zysków, podczas gdy w 4Q'08 było to 6,3x. Wyniki 3Q'12 na poziomie operacyjnym okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami, dlatego nerwowa reakcja rynku (-18,5%) była wg nas nieuzasadniona i powinna zostać wykorzystana do budowania pozycji na akcjach spółki. Barlinek w 2H'12 korzysta bowiem z rekordowo drogiego surowca drzewnego zakupionego w przetargach na 1H'12. Niższe ceny drewna (ok. -13% r/r) będą widoczne na marży dopiero w 1Q'13. Czynnikiem poprawy wyników finansowych powinna być także zmiana struktury asortymentowej deski (wzrost udziału wysokomarżowych produktów jak parkiety lite, dwuwarstwowe czy deski jednolamelowe). Zwracamy ponadto uwagę, że w momencie silniejszego spowolnienia gospodarczego buforem dla wyników spółki będzie osłabienie EUR/PLN. W rezultacie rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki Barlinek od zalecenia KUPUJ ustalając jednocześnie cenę docelową na 0,94 PLN/akcję.

Od ponad 2 lat ceny parkietów w Europie nie rosną mimo drożającego surowca drzewnego. Aby utrzymać rentowność Barlinek, oprócz szeroko zakrojonych programów oszczędnościowych, skoncentrował się na zmianie struktury sprzedaży produktów. Zwiększenie udziału droższych desek litych, dwuwarstwowych i jednolamelowych przyczyniło się do wzrostu średniej ceny deski (rzędu 2-3% r/r). Oczekujemy, że w 2012 udział droższych desek w sprzedaży sięgnie 30% (24% w 2011), a w 2013 roku nawet 40%, co przyczyni się do poprawy przychodów jak i marż.

Dzięki przesunięciu większej ilości drewna na aukcje ograniczone przez LP (65% wobec 55% poprzednio) szacujemy, że przeciętne ceny drewna iglastego kontraktowane na 2H'12 spadły o ok. 13% r/r i ok. 18% h/h. Wciąż wysokie ceny utrzymuje surowiec liściasty. Niższe koszty drewna spółka odczuje dopiero w 1Q'13 wskutek długiego cyklu produkcyjnego deski. Nie spodziewamy się dalszego spadku cen drewna. Ceny krajowego surowca dorównały bowiem do cenników w krajach ościennych, a wciąż zagrożeniem pozostaje popyt ze strony energetyki. Utrzymanie bieżących cen będzie oznaczać ok. 10% spadek kosztów pozysku drewna iglastego w 2013 roku.

Koszty surowca drzewnego to ok. 55% kosztów wytworzenia deski (ok. 30% kosztów rodzajowych w spółce). Spadek cen drewna o 10% powoduje więc wzrost marży operacyjnej o ok. 20 mln PLN w skali roku. Obok korzystniejszej struktury sprzedaży deski będzie to główna przyczyna poprawy wyników operacyjnych w 2013 roku. Szacujemy że EBITDA'13 wzrośnie z blisko 80 mln PLN do ponad 100 mln PLN. Przy takim poziomie wyników Barlinek jest handlowany z dyskontem do spółek z grupy porównawczej.

	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody [mln PLN]	559,0	588,1	651,0	681,8	700,7	703,8
EBITDA [mln PLN]	109,4	81,8	83,3	78,5	102,9	110,4
EBIT [mln PLN]	60,1	28,7	24,4	20,4	46,0	57,9
Wynik netto [mln PLN]	-33,0	1,5	-17,7	-31,1	18,8	31,2
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4
P/E	-	128,4	-	-	10,1	6,1
EV/EBITDA	7,0	9,1	9,2	8,5	6,0	5,0
EV/EBIT	12,8	25,8	31,6	32,8	13,4	9,5

KUPUJ

WYCENA 0,94 PLN

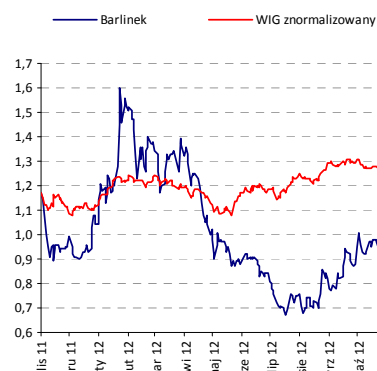
19 LISTOPAD 2012

Wycena DCF [PLN]	0,94
Wycena porównawcza [PLN]	1,00
Wycena końcowa [PLN]	0,94
Potencjał do wzrostu / spadku	25,1%
Koszt kapitału	13,2%
Cena rynkowa [PLN]	0,75
Kapitalizacja [mln PLN]	190,5
Ilość akcji [mln. szt.]	254,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	1,01
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	0,67

Stopa zwrotu za 3 mc	-1,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-23,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-50,3%

Struktura akcjonariatu:	
Sołowow Michał z Barcopcapital Investment Ltd oraz FTF Galleon SA	71,6%
Pozostali	28,4%

Krzysztof Brymora
brymora@bdm.com.pl
tel. (0-32) 208-14-35
Dom Maklerski BDM S.A.



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
KLUCZOWE CZYNNIKI DECYDUJĄCE O WYNIKACH FINANSOWYCH.....	9
CENY, WOLUMENY I STRUKTURA SPRZEDAŻY PARKIETÓW.....	9
CENY SUROWCA DRZEWNIEGO.....	9
KURS WALUTOWE, W SZCZEGÓLNOŚCI EUR/PLN.....	10
WYNIKI FINANSOWE 3Q'12 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW.....	11
O SPÓŁCE.....	15
PRODUKTY.....	17
KIERUNKI SPRZEDAŻY.....	20
WOLUMENY.....	21
CENY.....	22
RYNEK PODŁÓG DREWNIANYCH.....	24
EUROPA.....	24
RYNEK PARKIETÓW W POLSCE.....	26
<i>Rynek mieszkaniowy w Polsce</i>	27
RYNEK PODŁÓG W ROSJI I NA UKRAINIE.....	28
RYNEK PELET I BRYKIETÓW.....	30
KOSZTY I SUROWCE.....	31
DREWNO.....	31
<i>Potencjalne zmiany w systemie sprzedaży drewna od 2013 roku</i>	33
<i>Rosja w WTO- implikacje dla cen drewna</i>	33
POZYCJA FX.....	34
FINANSOWANIE.....	35
PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2012-2021.....	36
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE.....	38

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2012-2021 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 0,94 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych polskich spółek z branży materiałów budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2012 – 2014 dała wartość 1 akcji na poziomie 1,0 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 100% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 0% dla wyceny porównawczej z uwagi na trudności w doborze spółek do grupy porównawczej. **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 0,94 PLN.**

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	100%	0,94
Wycena metodą porównawczą [PLN]	00%	1,00

Wycena spółki [PLN] 0,94

Źródło: BDM S.A.

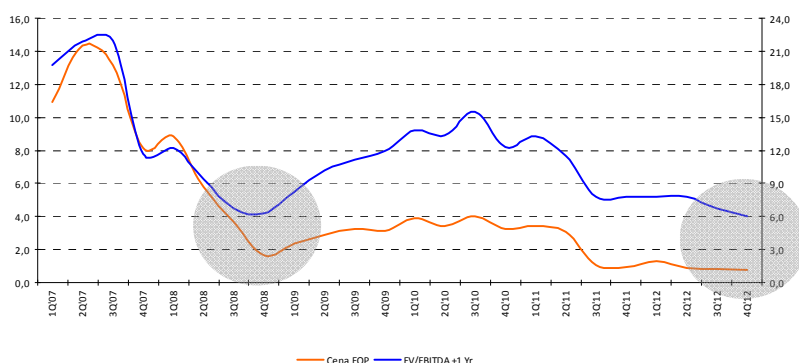
W naszej opinii obecna wycena rynkowa spółki znajduje się na historycznie niskim poziomie. Biorąc pod uwagę prognozowany mnożnik EV/EBITDA spółka handlowana jest na poziomie 6,0-krotności zysków, podczas gdy w 4Q'08 było to 6,3x. Zmiana struktury sprzedaży deski (wzrost udziału wysokomarżowych produktów jak parkiety lite, dwuwarstwowe czy deski jednolamelowe) w połączeniu z niższymi kosztami surowca drzewnego będą kluczowymi czynnikami poprawiającymi wyniki operacyjne spółki w najbliższych latach. Zwracamy ponadto uwagę, że w momencie silniejszego spowolnienia gospodarczego buforem dla wyników Barlinka będzie osłabienie EUR/PLN.

Ostatnie 4 lata dla spółki to okres erozji marż na skutek spadku popytu na podłogi drewniane w Europie (-20% od 2007 roku) i Polsce (-25%) przy jednocześnie silnym wzroście kosztów produkcji. Aby utrzymać rentowność Barlinek, oprócz programu redukcji kosztów, skoncentrował się na zmianie struktury sprzedaży deski podłogowej oraz racjonalizacji zagospodarowania odpadów poprodukcyjnych. Spółka rozwinęła segment podłóg litych i dwuwarstwowych (deska pośrednia między zwykłą warstewką a litą). Znacznie zwiększyła udział w sprzedaży podłóg jednolamelowych. Podczas gdy, w 2009 roku sprzedaż tego typu desek stanowiła ok. 4% to w 2012 roku przekroczy ponad 12%. Deska jednolamelowa praktycznie nie odbiega jakością od standardowej wielowarstwówki. Wyglądem przypomina parkiet lity, dzięki czemu jest o ok. 30% droższa. Zmiana struktury sprzedaży deski odpowiadała w ostatnich latach za wzrost przeciętnych cen desek Barlinka (rzędu 2-3% licząc w euro).

Emisja akcji z 2Q'12 oddaliła ryzyko utraty płynności przez spółkę, aczkolwiek wciąż spółka korzysta z wysokiej dźwigni finansowej. Zadłużenie Barlinka sięgające obecnie 491 mln PLN netto (6,1x EBITDA, 1,25x BV) wynika z kredytów inwestycyjnych na budowę zakładu na Ukrainie i kupno zakładu od Diany Forest w Rumunii oraz z wysokiego zapotrzebowania na kapitał obrotowy (długi cykl produkcyjny deski). Część zadłużenia to efekt konwersji opcji walutowych z 2009 roku, na których spółka straciła ponad 50 mln PLN.

Dzięki zwiększeniu puli sprzedawanego drewna przez LP na przetargach ograniczonych (z 55% do 65%) szacujemy, że ceny surowca drzewnego, stanowiącego w spółce ok. 30% kosztów rodzajowych, na 2H'12 spadły o ok. 13% r/r i 18% h/h (iglak). Na marży Barlinka obniżony koszt surowca drzewnego będzie jednak widoczny dopiero w 1Q'13. Nie spodziewamy się dalszej obniżki cen drewna. Obecnie bowiem są one porównywalne z cennikami na zachodzie Europy. Utrzymanie cen z przetargów 2H'12 oznaczać będzie spadek średniorocznej ceny o ok. 10% w 2013 roku, co wpłynie na ok. 20 mln PLN dodatkowej marży w skali roku i będzie główną przyczyną poprawy wyników operacyjnych w 2013 roku (ponad 100 mln PLN EBITDA wobec blisko 80 mln PLN w 2012 roku).

Historyczna wycena Barlinka względem EV/EBITDA



Wg naszych założeń obecnie spółka wyceniana jest względem EV/EBITDA na historycznie niskim poziomie (EV/EBITDA= 6,0x, podczas gdy w 4Q'08, czyli w okresie dołka notowań, spółka była handlowana przy 6,3x EBITDA).

Źródło: BDM S.A., Spółka. Lewa skala: Cena akcji EOP. Prawa skala: EV/EBITDA+1Yr

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Zdecydowane pogorszenie koniunktury gospodarczej**

Popyt na drewniane podłogi jest cykliczny (wrażliwy na zmiany koniunktury gospodarczej) wobec czego spowolnienie gospodarcze uderzające szczególnie mocno w branżę budowlaną może silnie wpłynąć na wyniki finansowe spółki.

- **Nadpodaż na rynku podłóg drewnianych**

Kryzys finansowy 2008/2009 nie przyczynił się do redukcji mocy produkcyjnych głównych producentów parkietów tak jak miało to miejsce m.in. na rynku płyt wiórowych czy sklejki. Nadpodaż zmusiła spółkę do poszukiwania nowych rynków zbytu wpływając na szybko rosnące koszty sprzedaży. Poza tym coraz większą konkurencję stanowią producenci paneli podłogowych. Od 2007 roku rynek ten stracił w Europie tylko 8% podczas gdy parkietów zmalał o blisko 20% (25% w Polsce).

- **Wzrosty cen surowców**

Głównym surowcem stanowiącym ok. 30% kosztów w spółce jest drewno. W ostatnim czasie spółka odczuła silny wzrost surowca na wszystkich rynkach. W Polsce ceny drewna w 2011 roku wzrosły przeciętnie o 30% r/r. Na Ukrainie, gdzie w 2011 roku obrót drewnem został zwolniony z podatku VAT ceny wzrosły jeszcze silniej. Podczas gdy w 2010 roku ceny były 40-50% niższe niż w Polsce, to obecnie dysproporcja sięga jedynie 10%. Na 2H'12 wg naszych szacunków ceny surowca drzewnego spadły o ok. 13% r/r i 18% h/h (średnia w roku -1% r/r) dzięki zwiększeniu puli sprzedawanego drewna przez LP na przetargach ograniczonych (z 55% do 65%). Nie zakładamy jednak dalszego spadku cen. Obecne odpowiadają benchmarkom na Zachodzie Europy, a LP nie ma już dużego pola do zmiany systemu sprzedaży drewna (już raz LP zostały ukarane przez UOKiK). Ewentualnym czynnikiem przemawiającym za spadkami cen mogłoby być głębsze spowolnienie gospodarcze.

- **Umocnienie EUR/PLN**

Ok. 70% sprzedaży spółka kieruje na eksport z czego blisko 50% w EUR (35% całej sprzedaży), 15% (10% całej sprzedaży) w RUB a reszta w UAH, RON, NOK, SEK i GBP. Koszty ponoszone są w walutach lokalnych (PLN, UAH, RON, gdzie ponad 50% w PLN) wobec czego istnieje wysoka wrażliwość wyniku operacyjnego na wahaniami walut. Wg naszych wyliczeń umocnienie złotówki o 1% do głównych walut przyczynia się do spadku marży EBIT o ok. 5 mln PLN w skali roku. Z drugiej strony polska spółka posiada kredyt w EUR w wysokości 12,3 mln EUR dlatego powyższa zmiana negatywnie odbija się na działalności finansowej (wzrost kosztów o 1,2 mln PLN). Kredyt w euro (28,6 mln EUR) posiada także spółka ukraińska.

- **Wysokie zadłużenie**

Mimo emisji 108,9 mln akcji serii M w 2Q'12 zadłużenie spółki wciąż jest bardzo wysokie. Na koniec 3Q'12 zadłużenie netto wynosiło 491 mln PLN i stanowiło 6,1x EBITDA, 1,2x BV. Wskaźniki płynności wciąż znajdują się na alarmujących poziomach. W 1Q'13 zapada 230 mln PLN zadłużenia. Do tej pory jednak spółce udało się wielokrotnie rolować zadłużenie.

- **Możliwa kolejna emisja akcji**

W przypadku braku poprawy wyników finansowych spółka może nie być w stanie obsługiwać zadłużenia i będzie zmuszona ponownie podwyższyć kapitał. Emisja akcji serii M w 2Q'12 nie rozwiązała problemów płynnościowych w spółce.

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 (4,75%), premii za ryzyko rynkowe oraz zlewarowanego współczynnika beta.

Główne założenia modelu:

- **Wolumeny sprzedaży:**

W 2012 roku nie spodziewamy się wzrostu sprzedaży deski wielowarstwowej (7,4 mln m²), co oznacza wykorzystanie mocy na poziomie 88% (w 2013 i 2014 bez zmian, a długoterminowo 95%). Zmianie ulegnie za to struktura sprzedaży deski wielowarstwowej. Udział droższej deski jednolamelowej wzrośnie z 8% po 2010 roku do ok. 18% w 2012 (28% w 2013). Nowością jest deska dwuwarstwowa (270 tys. m² w 2012 roku). Jej sprzedaż wygeneruje w 2012 roku 22 mln PLN. W przypadku deski litej zakładamy wzrost wolumenu z 417 do 450 tys. m². Nie oczekujemy znacznego wzrostu sprzedaży peletu, którego produkcja uzależniona jest od produkcji deski podłogowej.
- **Ceny produktów:**

Benchmarkowe ceny parkietów na rynku niemieckim notują w 2012 rok nieznaczny wzrost na poziomie 0,5% r/r. Nie spodziewamy się zmian tych cenników przynajmniej do końca 2013 roku (długoterminowo +2% r/r). Wzrost przeciętnych cen desek (rzędu 2-3% w EUR) będzie wynikał ze zmiany struktury sprzedaży. Na ceny niekorzystnie wpłyną efekty FX (umocnienie złotego).
- **Ceny drewna:**

W przetargach na 2H'12 LP zwiększyły pule sprzedawanego drewna dla długoterminowych odbiorców z 55% do 65%, co przyczyniło się naszym zdaniem do ok. 13% r/r spadku cen surowca iglastego (-18% h/h). Bez zmian pozostaną koszty drewna liściastego. W 1H'12 ceny drewna wzrosły średnio o ok. 12%. W całym roku spadną więc o ok. 1% w przypadku igły. Utrzymanie bieżących cen będzie oznaczało ok. 10% spadek cen surowca w 2013 roku, co powinno przełożyć się na ok. 20 mln PLN marży EBIT. Należy jednak pamiętać, że przez długi cykl produkcyjny spadek cen z 2H'12 będzie widoczny w wynikach spółki dopiero w 1Q'13.
- **Kursy walutowe:**

Spółka ponad 70% wyrobów kieruje na eksport (EUR, RUB, GBP, SEK, NOK), a blisko 60% kosztów ponosi w PLN (także w UAH i RON). Umocnienie złotówki o 1% w relacji do wszystkich walut zabiera ok. 5 mln PLN marży w skali roku. W swoich prognozach założyliśmy utrzymanie bieżących kursów walutowych w 2013 roku (EUR/PLN 4,2), a następnie długoterminowe umocnienie krajowej waluty, co niekorzystnie będzie wpływać na wyniki spółki.
- Spółka zgodnie z planem redukcji kosztów w 2012 roku ograniczyła zatrudnienie o 300 osób, co da ok. 12 mln PLN oszczędności. Na kosztach sprzedaży i zarządu uda się wygenerować ok. 8 mln PLN. Łącznie więc plan redukcji kosztów przyniesie spółce w 2012 roku 20 mln PLN oszczędności.
- Po okresie szczegółowej prognozy zakładamy wzrost FCFE o 1% r/r.
- Spółka informowała, że w najbliższych latach nie planuje większych inwestycji. Pewne nakłady związane z przystosowaniem linii do produkcji deski dwuwarstwowej zostały poczynione w 2011 roku, kiedy łączny CAPEX wyniósł 36 mln PLN. W tym roku spółka informowała o ok. 10 mln PLN (7,5 mln PLN po 1-3Q'12). W kolejnych latach zakładamy wzrost nakładów zbliżony do poziomu amortyzacji.
- W bilansie kwota 51 mln PLN na koniec 2011 roku (aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży) czyli pozostałość po majątku przejętej w 2008 roku Diany Forest w Rumunii, to źródło potencjalnej gotówki. Spółka informowała, że będzie sprzedawać ten majątek. Pomniejszyliśmy więc dług netto o tę kwotę.
- Efektywną stopę podatkową w latach 2012-2016 przyjęliśmy na poziomie 5% z uwagi na optymalizacje i działalność w SSE. Poczawszy od 2017 (koniec przywilejów podatkowych w Barlinku) zakładamy 15%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 254 048 tys. akcji
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 19 listopada 2012 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 238,4 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 0,94 PLN.

Model DCF

	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	651,0	681,8	700,7	703,8	717,4	745,9	741,8	756,6	771,7	787,2	802,9
EBIT [mln PLN]	24,4	20,4	46,0	57,9	58,6	66,5	62,2	61,9	61,7	61,9	62,6
Stopa podatkowa	0,0%	5%	5%	5%	5%	5%	15%	15%	15%	15%	15%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,0	1,0	2,3	2,9	2,9	3,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,4
NOPLAT [mln PLN]	24,4	19,4	43,7	55,0	55,7	63,2	52,9	52,6	52,4	52,6	53,2
Amortyzacja [mln PLN]	58,9	58,1	57,0	52,5	49,2	47,0	44,7	43,3	42,4	41,7	41,3
CAPEX [mln PLN]	-35,9	-10,9	-14,7	-19,0	-23,7	-29,1	-33,4	-38,6	-39,4	-40,1	-40,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-27,1	-24,0	-7,7	-1,3	-5,5	-11,7	1,7	-6,1	-6,2	-6,3	-6,4
FCF [mln PLN]	20,3	42,6	78,2	87,2	75,7	69,5	65,9	51,2	49,2	47,9	47,1
DFCF [mln PLN]		42,1	70,4	71,5	56,5	47,2	40,8	28,9	25,4	22,5	20,2
Suma DFCF [mln PLN]		425,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]		545,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		233,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]		658,6									
Dług netto [mln PLN]*		527,9									
Wartość kapitału przed emisją akcji [mln PLN]		130,8									
Środki z emisji akcji [mln PLN]		107,6									
Wartość kapitału po emisji akcji [mln PLN]		238,4									
Ilość akcji [mln szt.]		254,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		0,94									

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

Przychody zmiana r/r	4,7%	2,8%	0,4%	1,9%	4,0%	-0,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	-16,4%	125,6%	26,0%	1,2%	13,4%	-6,5%	-0,5%	-0,4%	0,3%	1,1%
FCF zmiana r/r	109,8%	83,6%	11,6%	-13,2%	-8,2%	-5,2%	-22,3%	-3,8%	-2,8%	-1,6%
Marża EBITDA	11,5%	14,7%	15,7%	15,0%	15,2%	14,4%	13,9%	13,5%	13,2%	12,9%
Marża EBIT	3,0%	6,6%	8,2%	8,2%	8,9%	8,4%	8,2%	8,0%	7,9%	7,8%
Marża NOPLAT	2,8%	6,2%	7,8%	7,8%	8,5%	7,1%	7,0%	6,8%	6,7%	6,6%
CAPEX / Przychody	1,6%	2,1%	2,7%	3,3%	3,9%	4,5%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
CAPEX / Amortyzacja	18,8%	25,8%	36,2%	48,1%	61,8%	74,7%	89,2%	92,9%	96,2%	99,1%
Zmiana KO / Przychody	3,5%	1,1%	0,2%	0,8%	1,6%	-0,2%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	78,2%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Stopa wolna od ryzyka	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	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	13,2%	12,7%	12,2%	11,7%	11,2%	10,9%	10,6%	10,4%	10,1%	9,9%
Udział kapitału własnego	54,1%	57,7%	62,8%	67,9%	73,0%	77,8%	82,4%	86,6%	91,2%	95,3%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Udział kapitału obcego	45,9%	42,3%	37,2%	32,1%	27,0%	22,2%	17,6%	13,4%	8,8%	4,7%
WACC	9,9%	9,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%

Źródło: BDM S.A.

*- dług netto z końca 2011 roku pomniejszony o aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży w kwocie 51 mln PLN (majątek po zakładzie produkcyjnym w Rumunii).

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%
Premia za ryzyko	3,0%	0,99	1,08	1,19	1,32	1,50	1,74	2,06	2,56
	4,0%	0,81	0,88	0,96	1,06	1,19	1,35	1,57	1,88
	5,0%	0,65	0,70	0,77	0,85	0,94	1,06	1,21	1,42
	6,0%	0,52	0,56	0,61	0,67	0,65	0,73	0,84	0,97
	7,0%	0,31	0,34	0,38	0,43	0,48	0,54	0,62	0,72
	8,0%	0,20	0,23	0,26	0,29	0,34	0,38	0,44	0,51
	9,0%	0,11	0,13	0,15	0,18	0,21	0,25	0,30	0,35

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: stopa wolna od ryzyka / 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%
Stopa wolna od ryzyka	4,7%	0,67	0,73	0,81	0,90	1,01	1,15	1,34	1,59
	4,8%	0,66	0,72	0,79	0,88	0,99	1,12	1,30	1,55
	4,9%	0,64	0,70	0,77	0,86	0,96	1,10	1,27	1,50
	5,0%	0,63	0,68	0,75	0,84	0,94	1,07	1,23	1,46
	5,1%	0,61	0,67	0,73	0,82	0,92	1,04	1,20	1,42
	5,2%	0,60	0,65	0,72	0,80	0,89	1,01	1,17	1,38
	5,3%	0,58	0,64	0,70	0,78	0,87	0,99	1,14	1,34

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2012-2014 do wybranych spółek notowanych na GPW. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie przyjęliśmy na poziomie 0% z uwagi na trudności w doborze spółek do grupy porównawczej. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 19 listopada 2012 roku.

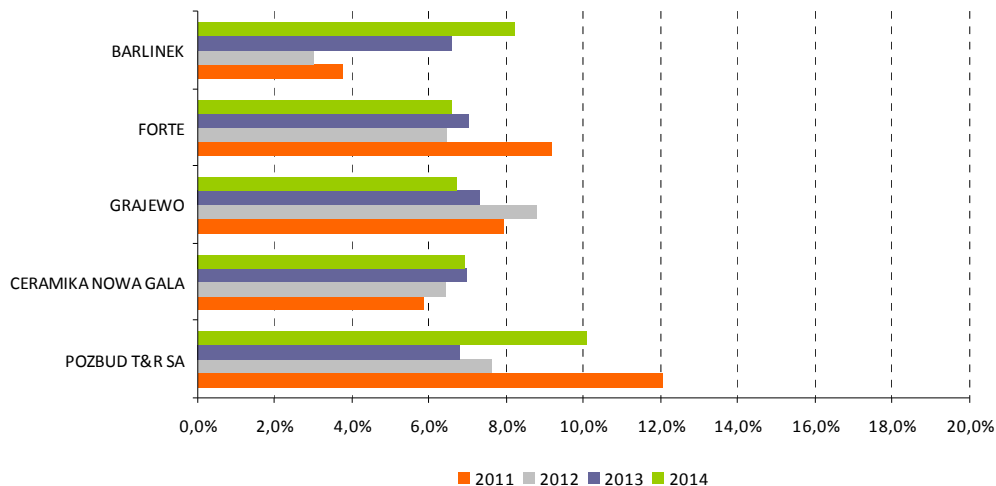
Porównując wyniki Barlinka ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 254 mln PLN, co odpowiada 1,0 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 0,75 PLN (bieżąca cena rynkowa) Barlinek jest notowany z dyskontem do konkurentów.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2012P	2013P	2014P	2012P	2013P	2014P
CERAMIKA NOWA GALA	22,3	18,2	14,8	9,8	8,5	7,6
POZBUD T&R	19,0	15,8	13,5	8,8	7,6	6,3
GRAJEWO	18,2	15,8	15,1	11,5	9,8	9,2
FORTE	10,6	10,3	12,9	5,2	5,6	6,8
Mediana	9,7	10,0	6,3	6,4	6,2	4,1
Barlinek	14,4	13,2	11,5	7,3	6,6	6,0
Barlinek	9,5	8,7	9,0	6,8	6,0	6,0
Premia/dyskonto do spółki	10,2	10,2	10,2	6,6	6,1	6,0
Wycena wg wskaźnika	-	10,1	6,1	8,5	6,0	5,0
Waga roku	-	-0,1%	-40,1%	29,9%	-2,3%	-16,9%
Wycena wg wskaźników		1,00			1,00	
Waga wskaźnika		50,0%			50,0%	
Premia / dyskonto						
Wycena 1 akcji [PLN]		1,0				

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 19.11.2012.

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

KLUCZOWE CZYNNIKI DECYDUJĄCE O WYNIKACH FINANSOWYCH

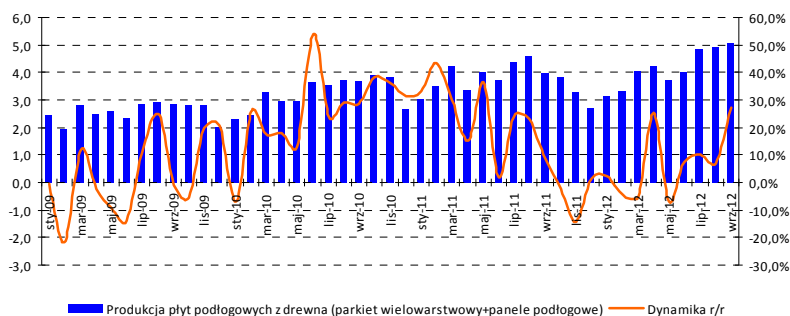
Kluczowymi czynnikami decydującymi o wynikach finansowych są ceny, wolumeny i struktura sprzedaży parkietów, koszty pozyskania surowca drzewnego oraz kursy walutowe, w szczególności EUR/PLN.

Ceny, wolumeny i struktura sprzedaży parkietów

Blisko 70% produkcji deski odbywa się w fabryce w Polsce, dlatego użyteczne są dane o produkcji płyt podłogowych podawane co miesiąc przez GUS. Urząd podaje dane o produkcji łącznie parkietów wielowarstwowych i podłóg laminowanych (paneli podłogowych) jednak są one skorelowane ze sprzedażą płyt prezentowaną przez Barlinka (60% udziału w rynku polskim). Dane o produkcji i konsumpcji parkietów drewnianych (łącznie wielowarstwowe, mozaika, lite) publikuje FEP jednak tylko z roczną częstotliwością.

Benchmarkiem dla cen parkietów są notowania desek podłogowych na największym rynku w Europie, w Niemczech. Dane z miesięczną częstotliwością publikuje tamtejszy urząd statystyczny.

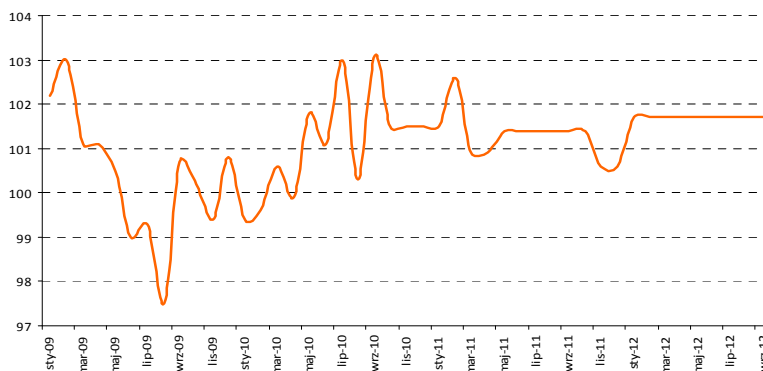
Produkcja połączonych płyt podłogowych z drewna (wielowarstwowe+ panele podłogowe)



Dodatnia dynamika produkcji płyt podłogowych z drewna od 2Q'12 dobrze rokuje dla wolumenów desek sprzedawanych przez Barlinka.

Źródło: BDM S.A., GUS. Lewa skala: produkcja [mln m²], prawa skala: dynamika

Indeks cenowy parkietów w Niemczech [2005=100]

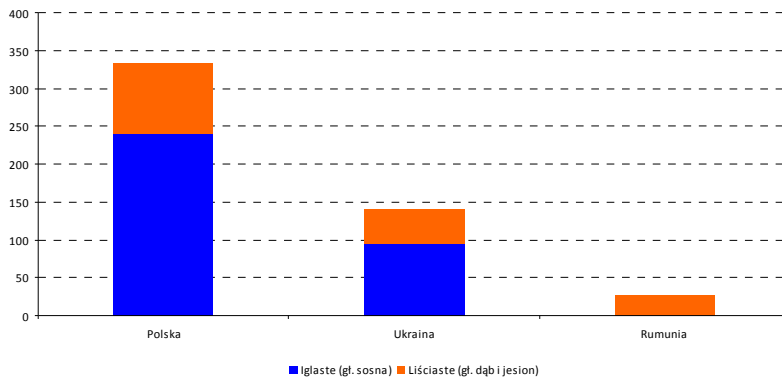


Notowania parkietów drewnianych w Niemczech są dla nas benchmarkiem dla cen produktów Barlinka.

Źródło: BDM S.A., Niemiecki Urząd Statystyczny

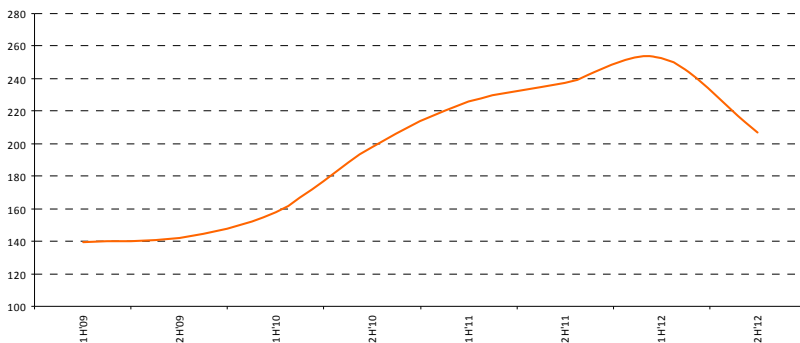
Ceny surowca drzewnego

Ożywienie gospodarcze latach 2009-2011 w połączeniu ze zmianą systemu sprzedaży drewna przez LP (wprowadzenie przetargów otwartych) czy wysoką aktywnością sektora energetycznego (inwestycje w kotły biomasowe) przyczyniły się do znacznych wzrostów cen drewna (średnio 80% w okresie 1H'09-1H'12). W końcu 2011 dodatkowym czynnikiem stymulującym wzrost cen było osłabienie EUR/PLN i wzrost tym samym eksportu surowca. Obecnie wydaje się, że okres wzrostów cen drewna mamy za sobą. W przetargach na 2H'12 LP zwiększyły pule sprzedawanego drewna w przetargach ograniczonych z 55% masy do 65%, co przy słabszej koniunkturze, naszym zdaniem, spowodowało ok. 13% r/r spadek cen surowca (ograniczone+ aukcje) czyli ok. 18% w relacji do rekordowo wysokich cen z 1H'12. Należy jednak pamiętać, że z uwagi na długi cykl produkcyjny efekt tańszego drewna będzie widoczny w spółce dopiero w 1Q'13. W 2H'12 spółka będzie zmagać się jeszcze z drogim drewnem kontraktowanym w 1H'12.

Wolumen zakupionego drewna przez spółkę w 2011 roku.


Koszty pozysku drewna to ponad 30% kosztów rodzajowych w spółce (60% kosztów zużycia materiałów i energii). W 2011 roku spółka kupiła ok. 500 tys. m³ drewna (blisko 70% w Polsce). Głównym gatunkiem jest sosna (ok. 2/3 zakupów). Pozostałe ilości to drewno liściaste (w tym 80% dąb). Ceny drewna na Ukrainie są ok. 10% niższe niż w Polsce. W Rumunii porównywalne.

Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

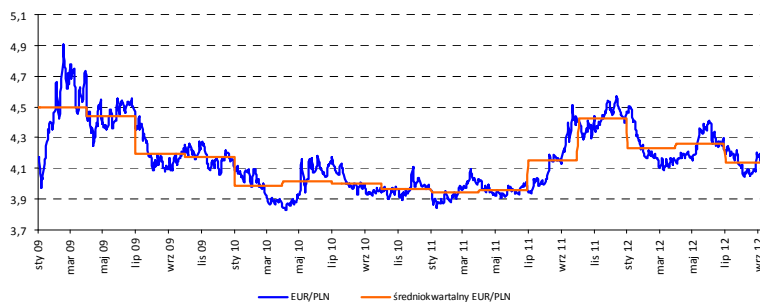
Średnie ceny drewna w Polsce dla przemysłu (przetargi ograniczone i aukcje) [PLN/m³]


Wg naszych wycień dzięki wzrostowi podaży drewna przez LP na przetargach ograniczonych cena surowca spadła średnio o 13% r/r i 18% h/h. Niższe ceny będą widoczne na marży Barlinka dopiero w 1Q'13. W kolejnych okresach oczekujemy stabilnych cen.

Źródło: BDM S.A., GUS, Rynek drzewny, e-drewno

Kurs walutowe, w szczególności EUR/PLN

Barlinek ok. 35% sprzedaży realizuje w EUR, a koszty ponoszone są w walutach lokalnych, głównie w PLN (ok. 60% kosztów własnych sprzedaży). Spółka ma także wysoką ekspozycję na RUB/PLN, GBP/PLN, SEK/PLN, PLN/UAH czy NOK/PLN. Wg naszych wycień umocnienie PLN o 1% w relacji do wszystkich walut powoduje spadek wyników operacyjnych o ok. 5 mln PLN w skali roku.

Kurs EUR/PLN


Trend osłabienia złotówki odwrócił się w 1Q'12, co niekorzystnie wpływa na rentowność spółki. Jeszcze w 1H'12 złotówka była słabsza do euro o 7-8% r/r. W 3Q'12 umocniła się o 0,4% r/r. Gorszy pod tym względem będzie 4Q'12.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE 3Q'12 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Spółka w 3Q'12 wygenerowała 21,4 mln PLN EBITDA, 12,8 mln PLN straty netto przy 180,3 mln PLN przychodów ze sprzedaży. Wyniki na poziomie operacyjnym okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami. Spodziewaliśmy się 21,6 mln PLN EBITDA przy 183,3 mln PLN przychodów. Niższy o ok. 1,3 mln EBIT wynikał z wyższej amortyzacji. Negatywnie spółka zaskoczyła na poziomie finansowym. Przez ujemne różnice kursowe saldo finansowe wyniosło aż -17,8 mln PLN, podczas gdy spodziewaliśmy się -9 mln PLN. Ostatecznie strata netto przypadająca jednostce dominującej wyniosła -12,8 mln PLN wobec oczek 1,5 mln PLN.

W rachunku segmentowym niższe od prognoz okazały się przychody w segmencie deska, które wyniosły 151,2 mln PLN (oczek. 158,6 mln PLN) notując spadek o 0,7% r/r. Marża zysku ze sprzedaży spadła z 10,7% na 7,9% przez wzrost cen surowca drzewnego o ok. 12% r/r. Przypominamy, że w 2H'12 spółka korzysta z rekordowo drogiego surowca drzewnego kontraktowanego w 1H'12. Obniżki w przetargach na 2H'12 (-13% r/r) będą widoczne na marży dopiero w 1H'13. Wynikami zrehabilitował się segment biopaliw. Co prawda przychody w 3Q'12 spadły o 0,5% r/r, za to marża ukształtowała się na poziomie 25,1% (22,7% w 3Q'11), co świadczy prawdopodobnie o dobrych cenach sprzedaży (dane rynkowe wskazywały na 0,7% r/r spadek cen peletu).

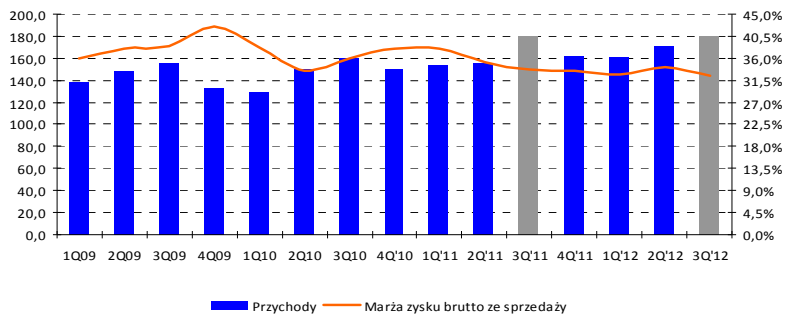
W bilansie aktywa trwałe spadły o 4% q/q (o 23,3 mln PLN), co było efektem praktycznie wstrzymania inwestycji (CAPEX tylko 1.1 mln PLN przy amortyzacji 15,2 mln PLN). Aktywa obrotowe spadły o 7% q/q (33,3 mln PLN) przez 10,8% q/q spadek zapasów (26,8 mln PLN), co oznacza ograniczenie produkcji w obliczu osłabienia koniunktury gospodarczej. Należności handlowe wzrosły o 19,8% q/q (13,1 mln PLN). Ich przyrost był nieznacznie wyższy niż wzrost sprzedaży (+5,6% q/q, +9,6 mln PLN), co lekko niepokoi. Po stronie pasywów kapitał własny spadł o 8,6% r/r (-37 mln PLN) przez różnice kursowe i stratę netto. Dług oprocentowany spadł o 2,4% q/q (12,4 mln PLN) a netto o 1,6% q/q (8,1 mln PLN).

Rachunek przepływów pieniężnych wygląda zdrowo, aczkolwiek sugeruje, że spółka przygotowuje się na znaczne osłabienie koniunktury gospodarczej. CF operacyjny wyniósł 10,9 mln PLN głównie przez zmiany w kapitale obrotowym (znaczy spadek zapasów). Inwestycje spółka ograniczyła do minimum (-1,1 mln PLN). Gotówka z działalności operacyjnej posłużyła na spłatę odsetek i zadłużenia (-14,1 mln PLN). Saldo gotówki na koniec września'12 kształtowało się na poziomie 11,6 mln PLN (-26,7% q/q, -4,3 mln PLN q/q). Zadłużenie netto wyniosło 491,4 mln PLN czyli 6,1-krotność 12-miesięcznej EBITDA.

Wyniki finansowe 2Q'12 [mln PLN]

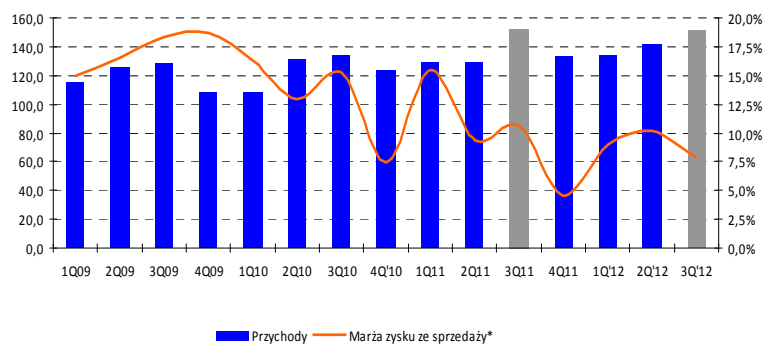
	3Q'11	3Q'12	zmiana r/r	1-3Q'11	1-3Q'12	zmiana r/r	3Q'12P BDM	wyniki vs prognoza
Przychody	179,4	180,3	0,5%	488,9	511,5	4,6%	183,3	-1,7%
Zysk brutto na sprzedaży	60,4	58,3	-3,6%	173,6	169,3	-2,5%	59,7	-2,4%
EBITDA	22,6	21,4	-5,1%	61,6	58,4	-5,2%	21,6	-0,8%
EBIT	8,1	6,2	-22,5%	20,7	15,3	-26,2%	7,5	-16,8%
Zysk brutto	4,2	-11,6	-	-15,2	-22,8	-	-1,5	-
Zysk netto	3,2	-12,8	-	-17,1	-28,8	-	-1,5	-
Marża zysku ze sprzedaży	33,7%	32,3%		35,5%	33,1%		32,6%	
Marża EBITDA	12,6%	11,9%		12,6%	11,4%		11,8%	
Marża EBIT	4,5%	3,5%		4,2%	3,0%		4,1%	
Marża zysku netto	1,8%	-7,1%		-3,5%	-5,6%		-0,8%	

Źródło: BDM S.A., spółka

Wybrane wyniki finansowe [mln PLN]


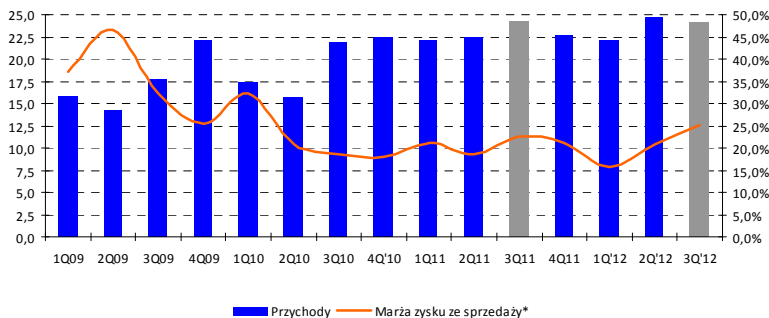
Źródło: BDM S.A., spółka. Prawa skala: przychody. Lewa skala: marże.

W 3Q'12 przychody praktycznie pozostały bez zmian r/r na poziomie 180,3 mln PLN (oczekiwania 183,3 mln PLN). Marża brutto na sprzedaży ukształtowała się na poziomie 32,3% wobec 33,7% przed rokiem (oczek. 32,6%). Spadek marży to efekt wysokich kosztów drewna. Tak jak wspominaliśmy, w 2H'12 spółka korzysta z rekordowo drogiego drewna zakupionego w 1H'12.

Wybrane dane finansowe segmentu deski [mln PLN]


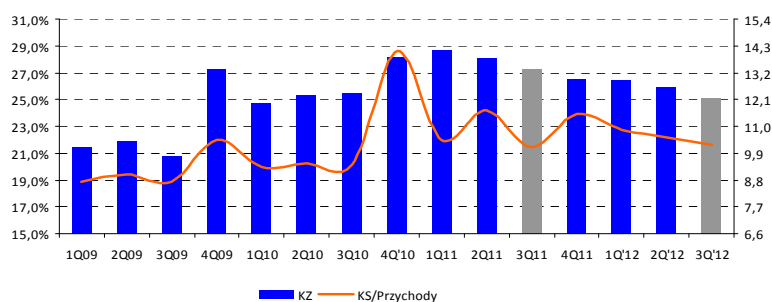
Źródło: BDM S.A., spółka, *- bez uwzględniania kosztów zarządu

Przychody segmentu deski spadły o 0,7% r/r, a zysk ze sprzedaży o 26,2% r/r (marża 7,9% vs 10,7% przed rokiem). Spółce przeszkodziło nieznaczne umocnienie EUR/PLN.

Wybrane dane finansowe segmentu biopaliw [mln PLN]


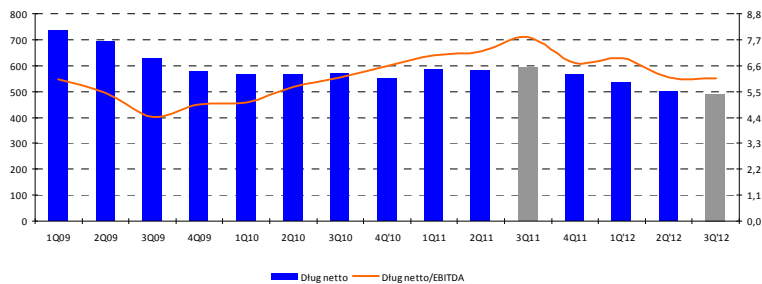
Źródło: BDM S.A., spółka, *- bez uwzględniania kosztów zarządu

Sprzedaż w segmencie biopaliw spadła o 0,5% r/r. Zysk natomiast wzrósł o 10% r/r. Marża zysku sięgnęła 25%. W 1Q'12 marża zanotowała historyczne minimum (15,7%) przez zwiększenie sprzedaży do sektora energetycznego.

Koszty sprzedaży i koszty zarządu


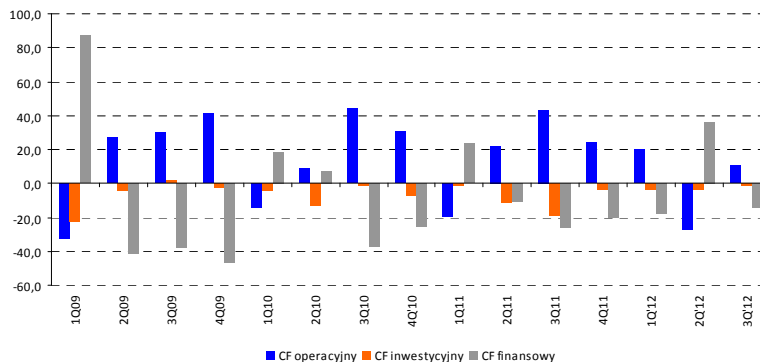
Źródło: BDM S.A., spółka. Lewa skala: udział kosztów sprzedaży, prawa skala: koszty zarządu

Dzięki obniżce kosztów sprzedaży i zarządu (efekty programu Arka) spółce udaje się utrzymywać marżę EBIT mimo droższego surowca drzewnego.

Dług netto i dług netto/EBITDA [mln PLN]


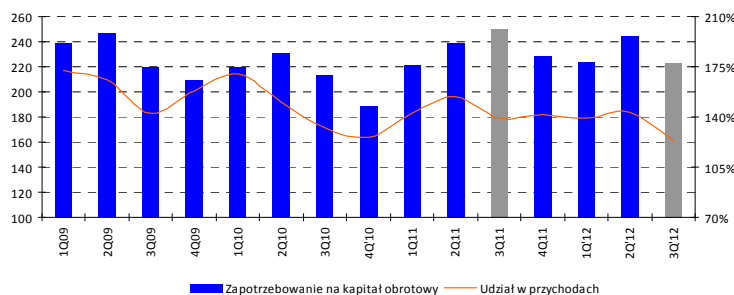
Emisja 108,9 mln akcji w 2Q'12 pozwoliła zredukować zadłużenie netto w 1H'12 o blisko 80 mln PLN r/r, dzięki czemu dług w relacji do EBITDA obniżył się z 7,2x na 6,1x. W 3Q'12 spółka nieznacznie obniżyła zadłużenie.

Źródło: BDM S.A., spółka. Lewa skala: dług netto. Prawa skala: dług netto/EBITDA

Cash flow [mln PLN]


W 3Q'12 spółka zanotowała 10 mln PLN dodatnich przepływów operacyjnych.

Źródło: BDM S.A., spółka

Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy [mln PLN]


Za przywoity CFO w 3Q'12 odpowiadał spadek KO o 22 mln PLN. Główną przyczyną poprawy na KO był spadek zapasów o ponad 26 mln PLN.

Źródło: BDM S.A., spółka

Porównywalny do 3Q'12 na poziomie marży powinien być 4Q'12. Ponad 5% r/r wzrost sprzedaży będzie wynikał z efektu bazy. Poprawa wolumenu sprzedaży deski o ponad 11% zniweluje 5% umocnienie EUR/PLN. W rezultacie przychody powinny ukształtować się na poziomie ok. 170,3 mln PLN. Na marży, tak jak w 3Q'12 będzie widoczny efekt rekordowo drogiego surowca drzewnego kontraktowanego w 1H'12. Obniżki notowań głównego surowca w przetargach na 2H'12 (-13% r/r) będzie widać na marży dopiero od 1Q'13.

Znacznej poprawy oczekujemy w 2013 roku. Zmiany struktury sprzedaży deski i koncentracja na produktach o wyższej marży przy spadku cen drewna powinna się przyczynić do przekroczenia 100 mln PLN EBITDA w skali roku.

Wybrane, kwartalne 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	2011	2012P	2013P
Przychody	154,4	155,1	179,4	161,9	160,6	170,7	180,3	170,3	171,2	171,5	183,3	174,6	651,0	681,8	700,7
Zysk brutto ze sprzedaży	58,7	54,5	60,4	54,3	52,7	58,4	58,3	55,1	59,2	59,9	68,3	64,4	225,2	224,4	251,9
EBITDA	23,2	15,8	22,6	22,5	16,8	20,2	21,4	20,1	22,5	23,2	30,0	27,2	83,3	78,5	102,9
EBIT	9,9	2,7	8,1	6,9	2,8	6,2	6,2	5,1	8,3	8,9	15,8	13,0	24,4	20,4	46,0
Zysk brutto	-8,4	-10,9	4,2	3,6	-13,9	2,6	-11,6	-2,3	1,7	2,4	9,2	6,4	-14,3	-25,1	19,8
Zysk netto	-9,0	-11,3	3,2	-1,8	-12,2	-3,9	-12,8	-2,3	1,6	2,3	8,8	6,1	-17,7	-31,1	18,8
Marża zysk brutto	38,0%	35,1%	33,7%	33,5%	32,8%	34,2%	32,3%	32,4%	34,6%	34,9%	37,3%	36,9%	34,6%	32,9%	36,0%
Marża EBITDA	15,0%	10,2%	12,6%	13,9%	10,4%	11,9%	11,9%	11,8%	13,1%	13,5%	16,4%	15,6%	12,8%	11,5%	14,7%
Marża EBIT	6,4%	1,7%	4,5%	4,3%	1,8%	3,6%	3,5%	3,0%	4,8%	5,2%	8,6%	7,4%	3,7%	3,0%	6,6%
Marża netto	-5,8%	-7,3%	1,8%	-1,1%	-7,6%	-2,3%	-7,1%	-1,4%	1,0%	1,3%	4,8%	3,5%	-2,7%	-4,6%	2,7%
<i>Zmiana r/r</i>															
Przychody	19,6%	3,6%	12,4%	8,3%	4,0%	10,0%	0,5%	5,1%	6,6%	0,5%	1,7%	2,6%	10,7%	4,7%	2,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	18,8%	9,0%	5,0%	-4,1%	-10,3%	7,1%	-3,6%	1,4%	12,4%	2,6%	17,3%	16,9%	4,4%	-0,3%	12,2%
EBITDA	-0,5%	-14,1%	-17,6%	58,0%	-27,8%	28,0%	-5,1%	-10,8%	34,3%	14,6%	40,2%	35,4%	1,8%	-5,7%	31,1%
EBIT	-8,4%	-58,0%	-35,3%	369,1%	-71,5%	128,5%	-22,5%	-26,3%	193,2%	44,4%	152,8%	153,6%	-15,1%	-16,4%	125,6%
Zysk brutto	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-9,5%	-	-	-	75,5%	-
Zysk netto	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	76,0%	-

Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

O SPÓŁCE

Barlinek jest jednym z największych producentów naturalnych podłóg drewnianych na świecie. Podstawowym obszarem działalności spółki jest mechaniczna obróbka surowca drzewnego, z którego wytwarzane są naturalne podłogi drewniane (deska barlinecka, podłogi sportowe oraz podłogi lite), listwy podłogowe, a także pelet drzewny i brykiet kominkowy- ekologiczne paliwa produkowane z biomasy. Najważniejszy produkt wytwarzany przez spółkę to deska barlinecka, która jest sprzedawana do ponad 50 krajów stanowiąc ponad 80% przychodów ze sprzedaży spółki.

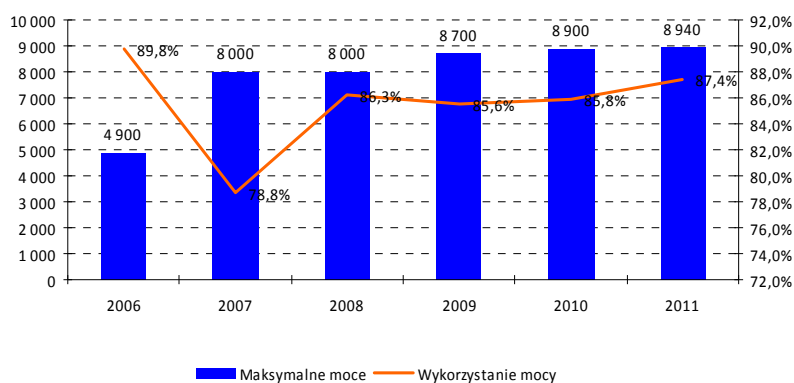
Spółka posiada 3 zakłady produkcyjne: w Barlinku (Polska), Winnicy (Ukraina, w Kosiv tartak iglasty, w Winnicy liściasty) oraz w Onestii (Rumunia) gdzie produkuje deski, listwy, pelety i brykiety. W obecnej strukturze spółki zakład w Barlinku funkcjonuje od końca lat 90. Liczne nakłady inwestycyjne przyczyniły się do wzrostu mocy produkcyjnych do obecnych 6 mln m² deski. Równocześnie rozwijana była produkcja peletu. Spółka jest w stanie produkować do 108 tys. ton peletu rocznie. Surowcem do produkcji tego ekologicznego paliwa są odpady poprodukcyjne z tartaku. Stąd realizowane marże są dwukrotnie wyższe niż w przypadku desek.

Decyzja o budowie fabryki desek wielowarstwowych na Ukrainie została podjęta w 2006 roku. Zakład w Winnicy rozpoczął produkcję w sierpniu 2007 roku. Obecnie moce produkcyjne wynoszą ok. 2,4 mln m² deski. W 2011 roku spółka uruchomiła tam brykociarnię o mocach ok. 10 tys. ton. Produkcja peletu została uruchomiona pod koniec 2007 roku przy tartaku w Kosiv. Obecnie moce produkcyjne wynoszą ok. 43 tys. ton. Łącznie spółka zatrudnia na Ukrainie ponad 1000 osób (ok. 1600 w Polsce).

W styczniu 2008 roku spółka nabyła od Diany Forest zakład w Rumuni o początkowych mocach 0,7 mln m² desek (za 23 mln EUR). Obecnie spółka wytwarza tam deski lite (moce 500 tys. m²) i dwuwarstwowe (moce 300 tys. m² od 2012 roku). Od 2011 roku funkcjonuje tam także brykociarnia o mocach ok. 7,5 tys. W tym samym roku spółka zarejestrowała podmiot w Rosji, gdzie miała zostać rozpoczęta inwestycja w zakład produkcji desek (2 mln m² docelowych mocy) i sklejk (80 tys. m³ docelowych mocy). Niestety kryzys przerwał plany (spółka posiada grunt w Czerepowiecach).

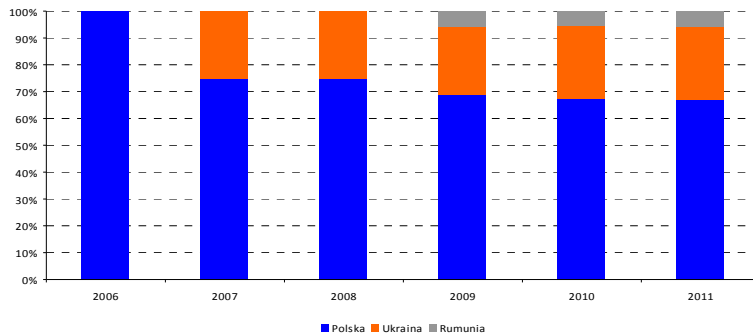
Produkty Barlinka są obecne we wszystkich funkcjonujących na rynku supermarketach budowlanych (DIY) tj. Praktiker, Castorama, Leroy Merlin, OBI. Sieć DIY to ok. 60% sprzedaży na rynku krajowym. Na rynkach zagranicznych sprzedaż realizowana jest przez sieci DIY jak i lokalnych dealerów.

Maksymalne moce produkcyjne deski i ich wykorzystanie [tys.m²]



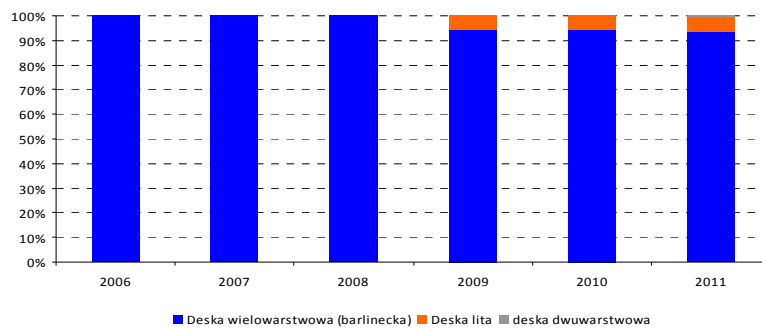
Głównym produktem spółki jest deska barlinecka produkowana w 3 zakładach: w Polsce, na Ukrainie i w Rumuni. Główne moce produkcyjne deski znajdują się w zakładach w Barlinku, gdzie pracują 3 linie do produkcji desek (łącznie 6 mln m²).

Źródło: BDM S.A., spółka. Lewa skala: moce produkcyjne. Prawa skala: wykorzystanie.

Maksymalne moce produkcyjne deski- podział geograficzny


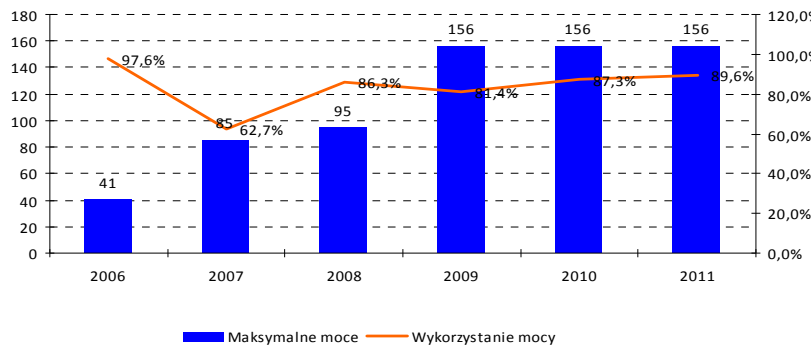
Źródło: BDM S.A., spółka.

Blisko 70% mocy w deskach znajduje się w Polsce (zdolności 6 mln m² deski wielowarstwowej). Na Ukrainie spółka również produkuje parkiet warstwowy. W Rumuni odbywa się cała produkcja desek litych i dwuwarstwowych gdzie od 2012 roku moce wzrosły z 40 tys. m² do 200 tys. m² (dodatkowo 500 tys. m² litych).

Maksymalne moce produkcyjne deski- podział rodzajowy


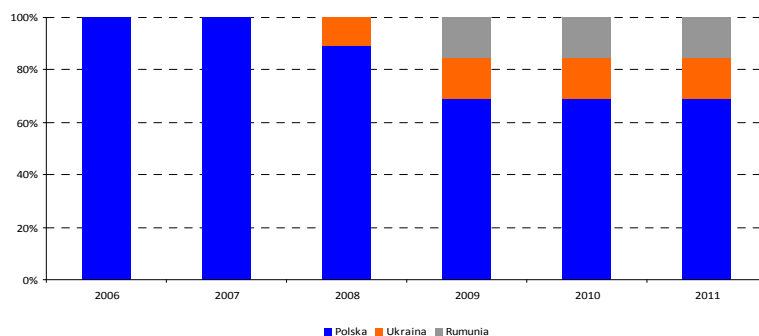
Źródło: BDM S.A., spółka.

Ponad 90% zdolności produkcyjnych w segmencie deski stanowi parkiet wielowarstwowy. Wzrasta udział parkietu pośredniego między litym a wielowarstwowym-dwuwarstwowego. Od 2012 roku zdolności w tym segmencie wzrosły z 40 tys. m² do ok. 300 tys. m².

Maksymalne moce produkcyjne peletów i ich wykorzystanie [tys. ton]


Źródło: BDM S.A., spółka. Lewa skala: moce produkcyjne. Prawa skala: wykorzystanie.

Obecnie spółka rozwija zintegrowany model produkcji peletu (powstaje z odpadów poprodukcyjnych). W kolejnych latach za wzrost przychodów tego segmentu będą odpowiadały tylko ceny. Ceny biopaliw w dużym stopniu uzależnione są od notowań węgla.

Maksymalne moce produkcyjne peletów- podział geograficzny


Źródło: BDM S.A., spółka.

Blisko 70% zdolności produkcyjnych peletu znajduje się w Polsce, co wynika z potencjału produkcyjnego polskiego zakładu.

PRODUKTY

Deski wielowarstwowe (trójwarstwowe i dwuwarstwowe)

Deska barlinecka jest flagowym produktem spółki. Podłoga wykonana jest w 100% z naturalnego drewna. Deska barlinecka składa się z trzech warstw drewna naturalnego, trwale połączonego ekologiczną spoiną klejową. Warstwy dolna i środkowa zbudowane są z drewna iglastego, natomiast licową tworzy szlachetne drewno. Deska produkowana jest w 3 zakładach: w Polsce, na Ukrainie i w Rumuni. Łączne moce produkcyjne wynoszą ok. 8,7 mln m² rocznie (8,4 mln m² trójwarstwówki i 0,3 mln m² dwuwarstwówki w Rumunii). W przypadku deski trójwarstwowej coraz większy udział w sprzedaży ma deska jednolamelowa (tzw. Smaki Życia). W 2010 roku sprzedaż jednolamelowej stanowiła ok. 8% sprzedaży deski. W 2011 roku było to ok. 12%, a w 2012 roku szacujemy, że może być to 18%. Zmiana struktury sprzedaży deski przyczynia się do wzrostu średnich cen i tym samym marż.

Deski lite

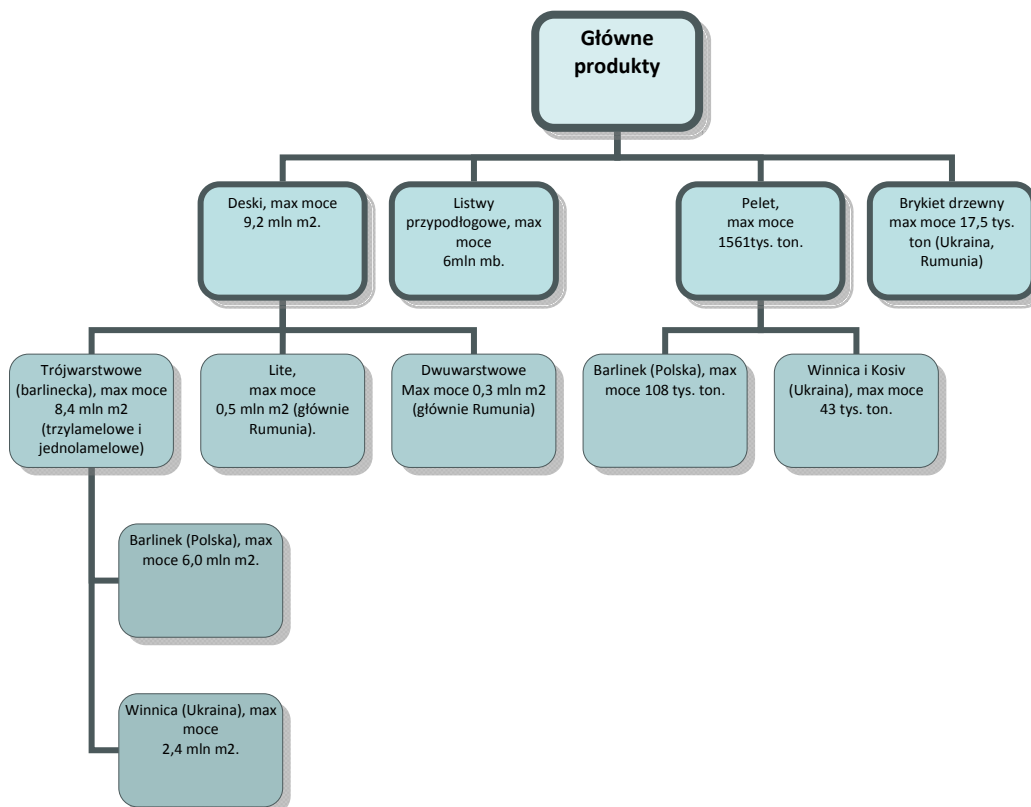
W 2010 roku spółka wprowadziła do sprzedaży deskę litą, która jest droższą alternatywą (o ponad 50%) deski wielowarstwowej. W minionym roku spółka sprzedała 417 tys. m². Docelowo spółka może produkować do 500 tys. m² deski litej rocznie.

Listwy przypodłogowe

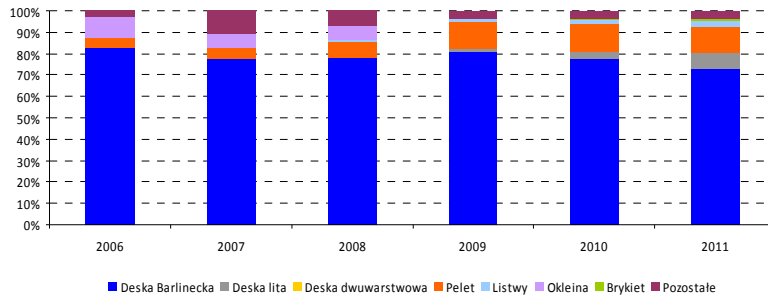
Do połowy 2008 roku produkcja listw przypodłogowych była zlecana podmiotom zewnętrznym. Na przełomie kwietnia i maja 2008 roku Barlinek zakończył rozruch pierwszej linii galanterii drzewnej w zakładzie w Barlinku. Docelowo w zakładzie ma być produkowane 6 mln mb listw przypodłogowych rocznie.

Pelet i brykiet

Produkcja peletu, czyli granulatu paliwowego z odpadów biomasy w znaczący sposób racjonalizuje zagospodarowanie surowca wykorzystywanego w procesie produkcyjnym. Podstawowym surowcem wykorzystywanym do produkcji peletu są odpady poprodukcyjne w postaci trocin. Pelet jako odnawialne źródło energii, jest bardzo popularny przede wszystkim w krajach skandynawskich oraz w Holandii, Niemczech i Austrii. Maksymalne zdolności produkcyjne peletu to 156 tys. ton, a brykietu 17,5 tys. ton.

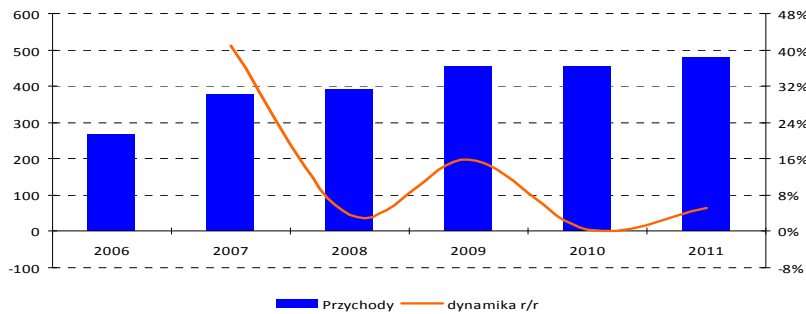


Źródło: BDM S.A., spółka

Udział poszczególnych produktów w przychodach ze sprzedaży spółki


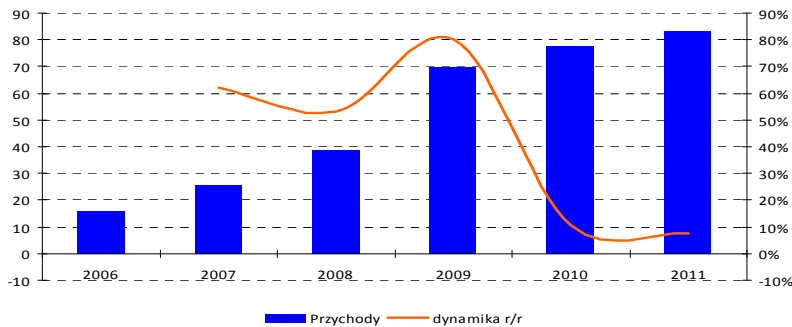
Źródło: BDM S.A., spółka

Podstawowym źródłem przychodów w spółce jest sprzedaż deski barlineckiej. W latach 2007-2009 spółka dynamicznie rozwinęła produkcję peletu (racjonalizacja odpadów). W 2009 roku zaprzestano produkcję okleiny na skutek wysokich kosztów. Lata 2009-2011 to silny wzrost sprzedaży deski litej. Lata 2012-2013 mają być „era” deski dwuwarstwowej.

Przychody ze sprzedaży deski barlineckiej (wielowarstwowej) [mln PLN]


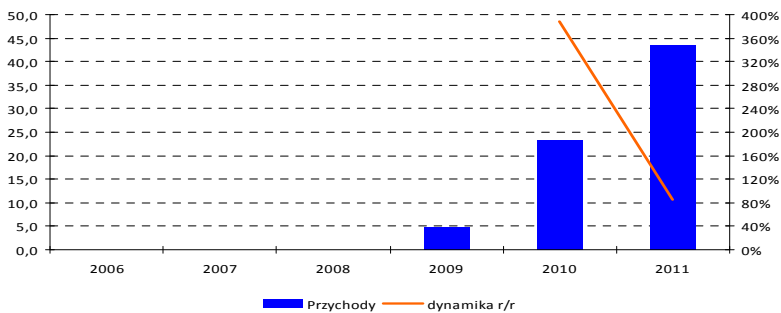
Źródło: BDM S.A., spółka. Lewa skala: przychody, prawa: dynamika

W 2011 roku w segmencie deski wielowarstwowej spółka zrealizowała 73% sprzedaży Grupy. W 2011 roku 5% wzrost sprzedaży deski wynikał głównie ze zmiany struktury sprzedaży i z efektów kursowych (3% osłabienie EUR/PLN). Ceny parkietów wzrosły nieznacznie.

Przychody ze sprzedaży peletu [mln PLN]


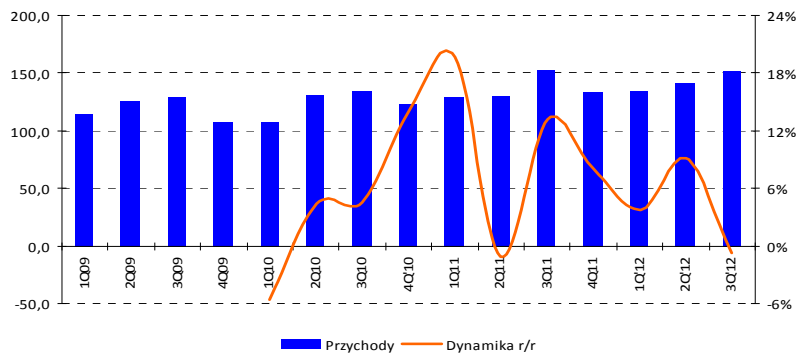
Źródło: BDM S.A., spółka. Lewa skala: przychody, prawa: dynamika

Pelet odpowiadał w 2011 roku za 12,8% przychodów Grupy. Nie zakładamy dalszego wzrostu wolumenu sprzedaży (produkcja uzależniona od desek) w związku z tym za dynamikę przychodów odpowiadać będą tylko ceny. Ceny w dużym stopniu zależą od notowań węgla.

Przychody ze sprzedaży deski litej [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka. Lewa skala: przychody, prawa: dynamika

Deska lita odpowiadała w 2011 roku za 6,7% przychodów. Wykorzystanie mocy sięgnęło 83% (max 500 tys. m²), co oznacza ograniczony potencjał wzrostu. Do 2013 roku najdynamiczniej rosnącym produktem w spółce będzie deska dwuwarstwowa (do 300 tys. m³).

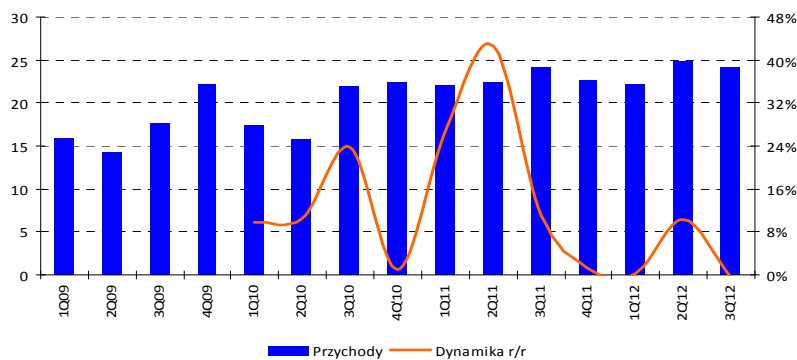
Segment deski i materiałów okolo podłogowych- ujęcie kwartalne [mln PLN]


Spółka swoją działalność dzieli na 3 segmenty:

- deski i materiałów okolo podłogowych;
- biopaliw;
- pozostałe.

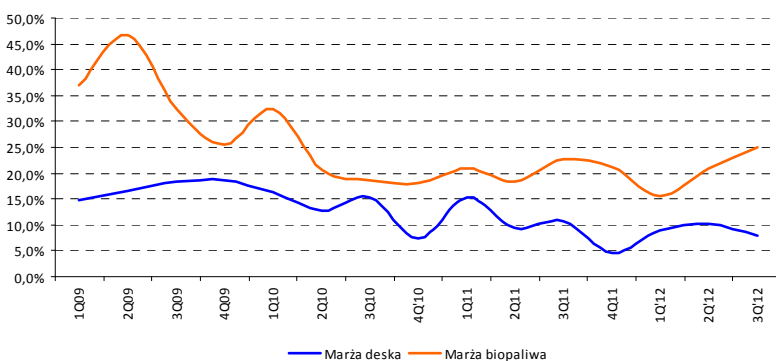
Segment deski obejmuje podłogi wielowarstwowe, dwuwarstwowe, lite oraz listwy podłogowe.

Źródło: BDM S.A., spółka. Lewa skala: przychody, prawa: dynamika

Segment biopaliwa- ujęcie kwartalne [mln PLN]


Segment biopaliw obejmuje sprzedaż peletów i brykietów.

Źródło: BDM S.A., spółka. Lewa skala: przychody, prawa: dynamika

Marża zysku na sprzedaży* w segmentach


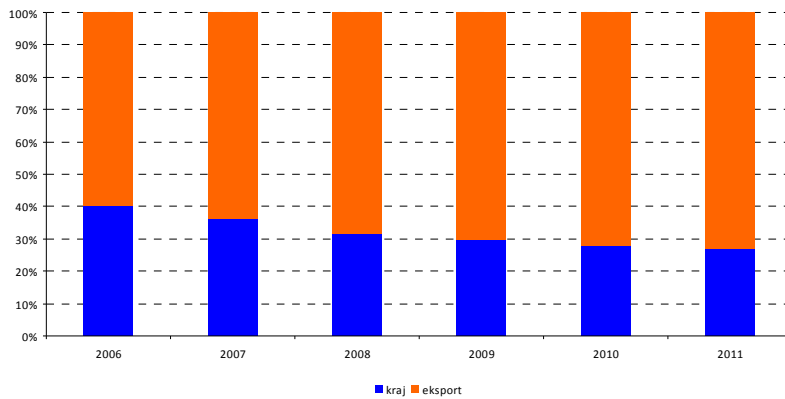
Na sprzedaży biopaliw spółka realizuje dwukrotnie wyższą marżę niż na deskach, co wynika z racjonalnego gospodarowania odpadami produkcyjnymi z desek.

Źródło: BDM S.A., spółka. *- bez uwzględnienia kosztów zarządu.

Kierunki sprzedaży

Barlinek jest eksporterem. Ponad 70% sprzedaży realizuje za granicą Polski w tym ponad 30% na rynkach Europy Zachodniej i po ok. 20% na rynkach Skandynawskich i Wschodzie Europy. Dzięki inwestycjom w latach 2007-2008 udział rynków wschodnich (głównie Ukraina, Rosja, Rumunia) wzrósł z 10% do blisko 20%. Coraz trudniej sprzedawać w Polsce z uwagi na wysoką konkurencję.

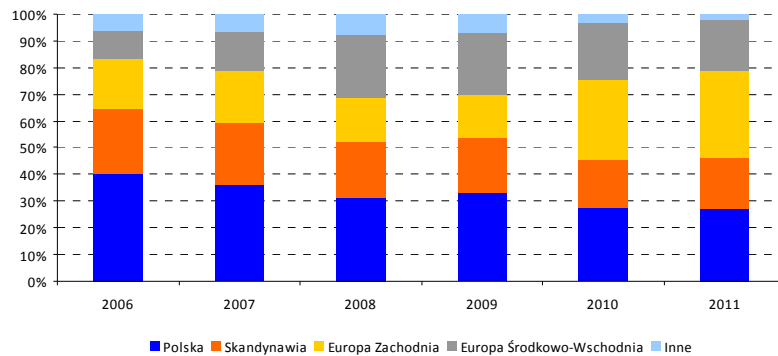
Udział eksportu w przychodach ze sprzedaży



Ponad 70% sprzedaży spółka realizuje za granicami polski. W ostatnim czasie wzrost sprzedaży eksportowej wynika z inwestycji zagranicznych (fabryki na Ukrainie i w Rumunii) i permanentnej nadpodaży mocy na rynku polskim (silna konkurencja wymusza poszukiwanie nowych rynków zbytu, co przekłada się na wzrost kosztów sprzedaży.

Źródło: BDM S.A., spółka

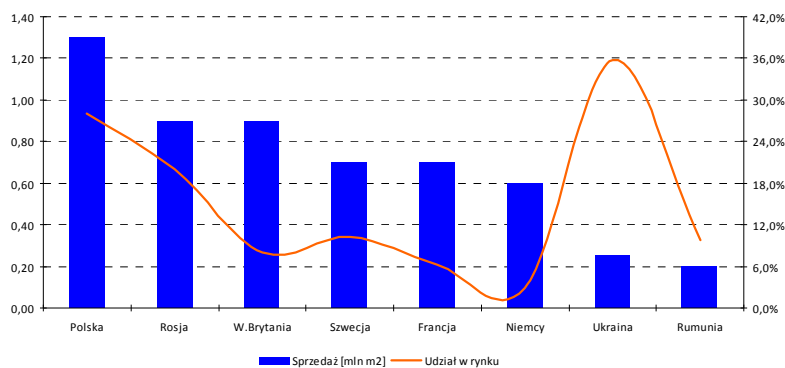
Główne rynki sprzedaży



Kluczowym rynkiem dla spółki jest Europa Zachodnia (32,4% sprzedaży w 2011 roku), Polska (26,9%), Skandynawia (19,5%) i Europa Środkowo-Wschodnia (19,3%). Na rynkach w Polsce, Ukrainie i Rumunii Spółka jest liderem.

Źródło: BDM S.A., spółka

Kluczowe rynki dla sprzedaży deski [mln m²] i udział spółki w rynku lokalnym



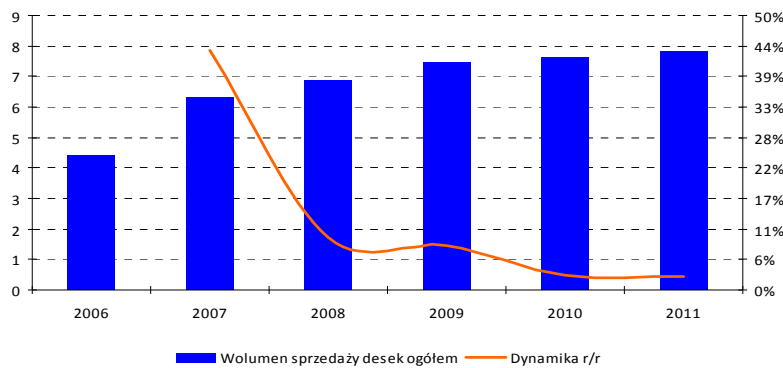
Najważniejszym rynkiem sprzedaży deski jest Polska. Szacujemy, że w 2011 roku spółka w kraju sprzedała ok. 1,3 mln m² deski, czyli ok. 18% łącznej sprzedaży, co daje jej blisko 30% udział w rynku. Drugim rynkiem dla spółki jest Rosja.

Źródło: BDM S.A., spółka. Lewa skala: sprzedaż mln m² deski, prawa skala: udział w rynku

Wolumeny

W 2011 roku spółka sprzedała 7,82 mln m² desek podłogowych, co oznacza wzrost o 2,3% r/r. Wzrost ten spółka zawdzięcza przede wszystkim sprzedaży podłóg litych, która wzrosła z 239 tys. m² po 2010 roku do 417 tys. m². Wolumen desek wielowarstwowych pozostał bez zmian (7,4 mln m²). Sprzedaż desek dwuwarstwowych ruszyła z początkiem 2012 roku (zakładamy w całym roku 270 tys. m², max moce 300 tys. m²). W podziale na fabryki Polska wyprodukowała 5,2 mln m² wielowarstówki przy 2,2 mln m² na Ukrainie. Większość produkcji podłóg litych odbywa się w Rumunii z uwagi na lepszy jakościowo surowiec. Tam też spółka produkuje podłogi dwuwarstwowe.

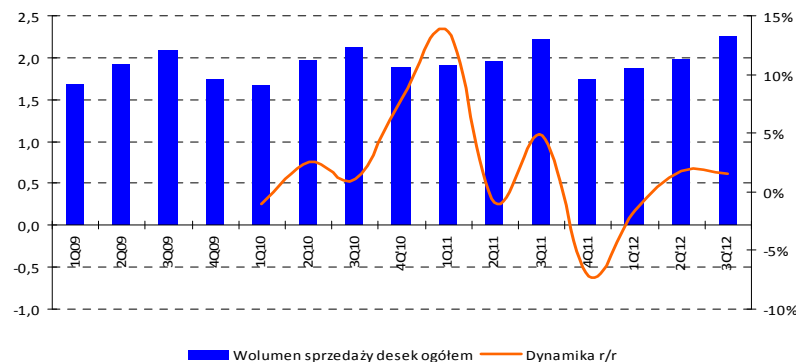
Wolumen sprzedaży desek ogółem (wielowarstwowe, lite, dwuwarstwowe) [mln m²]



Wzrost wolumenu sprzedaży desek spółka zawdzięcza nowym produktom jak deski lite (+75% r/r w 2011 roku, 417 tys. m²) czy dwuwarstwowe (nowy produkt w 2012 roku, 100 tys. m²). Od 3 lat sprzedaż wielowarstówki utrzymuje się na stałym poziomie (7,4 mln m²).

Źródło: BDM S.A., spółka. Skala lewa: wolumen, skala prawa: dynamika

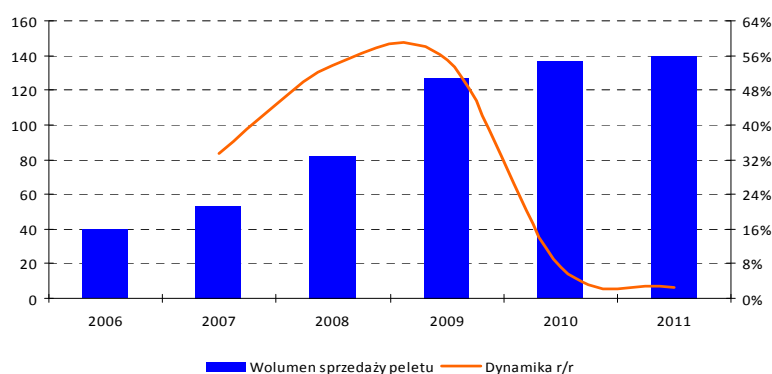
Wolumen sprzedaży desek ogółem- ujęcie kwartalne [mln m²]



W 2Q'12 wolumen sprzedaży desek wzrósł wg naszych wyliczeń o 4,7% r/r wobec spadku o 3,7% r/r w 1Q'12.

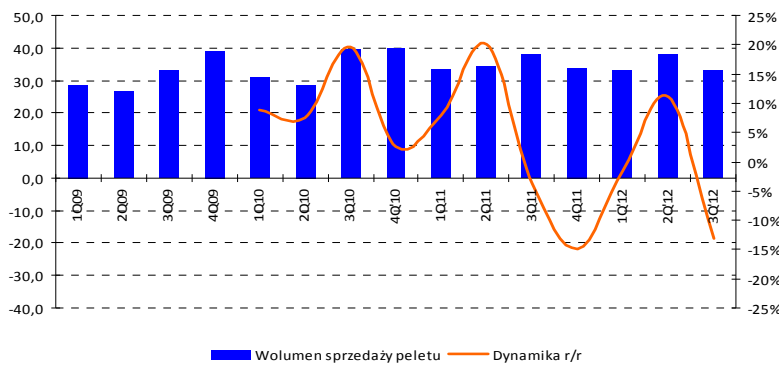
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne. Skala lewa: wolumen, skala prawa: dynamika

Wolumen sprzedaży peletu [tys. ton]



Sprzedaż peletu w 2011 roku wyniosła blisko 140 tys. ton. Nie należy na tym polu oczekiwać większych zmian w kolejnych latach. Sprzedaż peletu uzależniona jest od wolumenu produkcji desek (nieznaczny wzrost).

Źródło: BDM S.A., spółka. Skala lewa: wolumen, skala prawa: dynamika

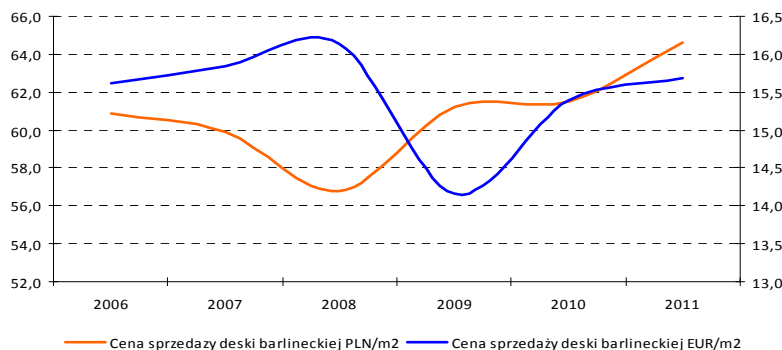
Wolumen sprzedaży peletu- ujęcie kwartalne [tys. ton]


Liczymy, że wolumeny sprzedaży peletu uda się utrzymać bądź delikatnie zwiększyć. Sezonowo najlepszym okresem jest 4Q i 1Q (w zależności od trwania okresu zimowego).

Źródło: BDM S.A., spółka, szacunek własny. Skala lewa: wolumen, skala prawa: dynamika

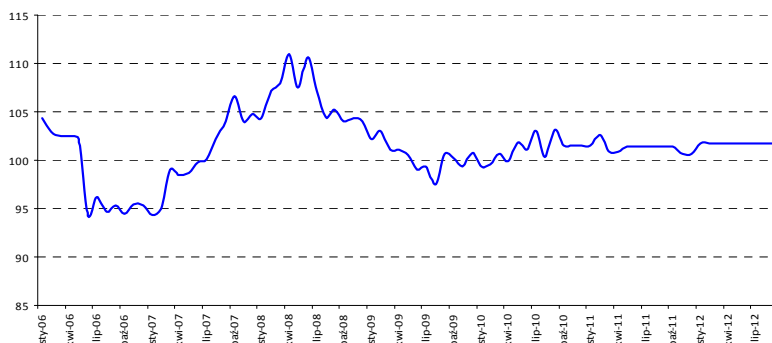
Ceny

Od połowy 2009 roku na rynku parkietów drewnianych nie obserwujemy praktycznie żadnych zmian. Wzrost cen w Barlinku w przypadku deski trójwarstwowej (+1,9% w EUR) wynika głównie ze zmiany struktury sprzedaży deski. W 2010 roku udział deski jednolamelowej (ok. 30% droższej) w ogólnej strukturze sprzedaży deski trójwarstwowej kształtował się na poziomie ok. 8%. Tymczasem w 2011 roku spółce udało się zwiększyć sprzedaż droższego asortymentu do 0,9 mln m² (12% sprzedaży). Szacujemy, że w 2012 roku udział sprzedaży deski jednolamelowej wzrośnie do 18%, a w 2013 do nawet 28% (2,1 mln m²). Obserwując notowania parkietów na rynku niemieckim (płasko od 2H'09) nie oczekujemy zmian cen standardowej deski wielolamelowej.

Średnie ceny deski barlineckiej


W 2011 roku średnie ceny wyrażone w EUR wzrosły o 1,9% r/r. Dzięki osłabieniu EUR/PLN w krajowej walucie wzrosły o 5,1% r/r. Wzrost cen wynika przede wszystkim ze zmiany struktury sprzedaży deski. W 2011 roku udział w sprzedaży deski jednolamelowej (ok. 30% droższa) wzrósł z 8% do 12%. W 2012 roku wzrośnie do ok. 18%.

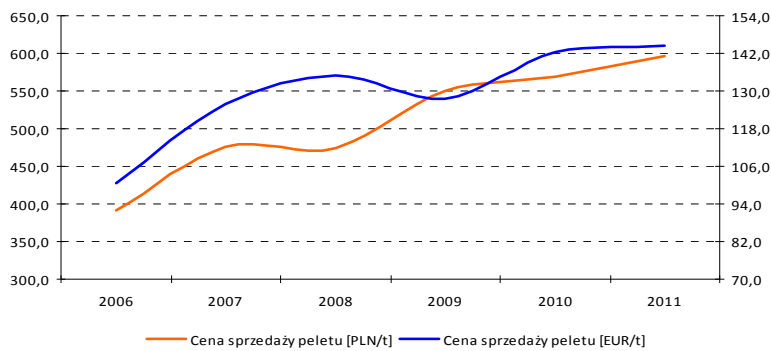
Źródło: BDM S.A., spółka. Lewa skala: cena w PLN/m², prawa skala: cena w EUR/m²

Indeks cen parkietów w Niemczech [2005=100]


Dobrym benchmarkiem dla bieżącego monitorowania cen jest indeks podawany przez Niemiecki Urząd Statystyczny (dane miesięczne). Niemcy to największy rynek drzewny w Europie. Od 2H'09 ceny nie podlegają większym wahanom.

Źródło: BDM S.A., Niemiecki Urząd Statystyczny

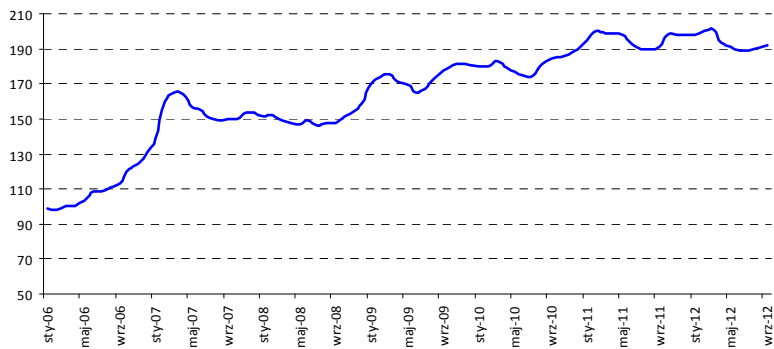
Średnie ceny peletu



W 2011 roku cena peletów wyrażona w EUR wzrosła o 1,6% r/r. Ceny biopaliwa są skorelowane z notowaniami węgla.

Źródło: BDM S.A., spółka

Indeks cen peletów w Niemczech [2005=100]



Dobrym benchmarkiem dla cen peletów jest indeks dla rynku niemieckiego. Średnia cena za 2012 rok kształtuje się obecnie 1,1% poniżej notowań z 2011 roku.

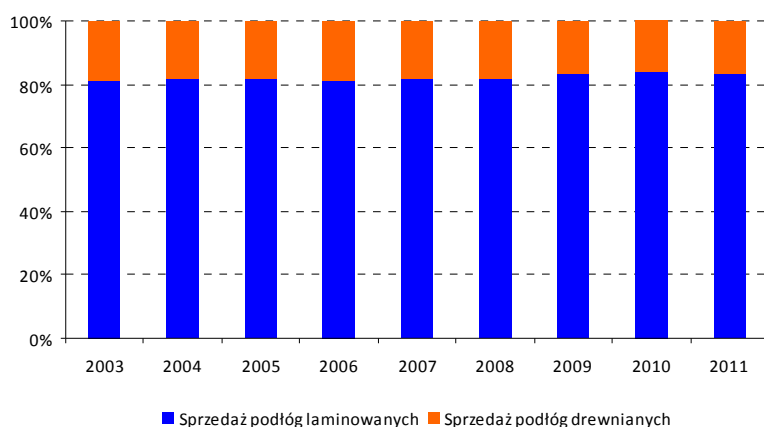
Źródło: BDM S.A., Niemiecki Urząd Statystyczny

RYNEK PODŁÓG DREWNIANYCH

Europa

Materiały podłogowe możemy podzielić na ceramiczne, z tworzyw sztucznych (w tym wykładziny dywanowe) i drewniane (w tym drewnopochodne jak panele podłogowe). Rynek podłóg drewnopochodnych stanowi pod względem wolumenu 15-20% pokryć w Europie, w tym zdecydowana większość (80-85%) to panele podłogowe, a reszta podłogi wielowarstwowe i lite (rynek działalności Barlinka) oraz mozaiki. Szacuje się, że zdecydowana większość trafia do mieszkaniówki, 40% na rynek pierwotny i 60% wtórny (remonty).

Rynek podłóg drewnopochodnych w Europie

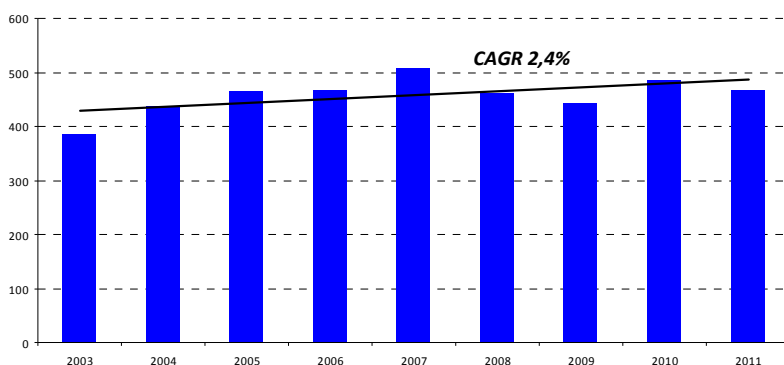


Rynek parkietów drewnianych (wielowarstwowe, lite, mozaika) stanowi 15-20% rynku podłóg drewnopochodnych w Europie

Źródło: BDM S.A., FEP, EPLF

Najbliższym substytutem parkietów drewnianych są panele podłogowe. Wg EPLF w 2011 sprzedaż w Europie tego typu podłóg wyniosła 468 mln m², co oznacza 3,9% spadek r/r (+9,9% r/r w 2010). Największym rynkiem są Niemcy (17,1% udział). Rekordową sprzedaż europejscy producenci zanotowali w 2007 roku (507 mln m²). W Polsce sprzedaż w 2011 roku sięgnęła 26 mln m² (-10,3% r/r), czyli stanowiła ok. 5,6% europejskiego rynku.

Rynek podłóg laminowanych w Europie [mln m²]

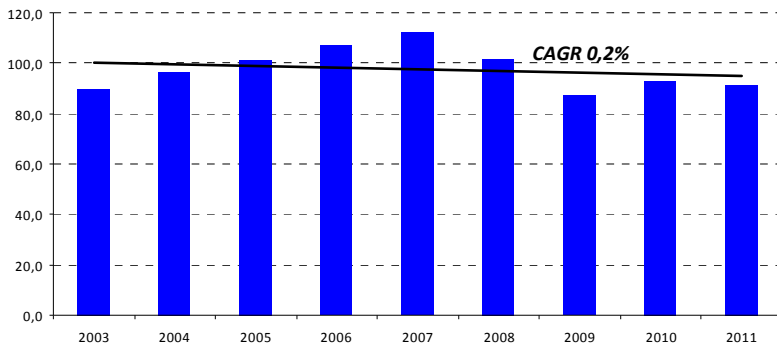


W latach 2003-2011 rynek podłóg laminowanych rozwijał się zdecydowanie szybciej niż podłóg drewnianych w tempie 2,4% r/r (3,5% do czasu wybuchu kryzysu finansowego, od tego momentu stracił 7,7%)

Źródło: BDM S.A., EPLF

Rynek parkietów drewnianych w Europie wg FEP wyniósł w 2011 roku 91,5 mln m², co oznacza spadek o 1,5% r/r. Największym rynkiem są Niemcy z 22,6% udziałem (kolejne Francja, Włochy, Hiszpania stanowią łącznie 32,5%). Polska jest 10 w kolejności rynkiem w Europie z udziałem w konsumpcji na poziomie 5,1% (4,6 mln m² w 2011 roku, -7,8% r/r). Jesteśmy za to liderem pod względem produkcji. W 2011 roku wyprodukowaliśmy 12,5 mln m² podłóg drewnianych (0% r/r), co stanowiło 17,6% rynku. Łączny wolumen produkcji w Europie wg FEP sięgnął 70,7 mln m² (+0,6% r/r). Europa jest importerm netto. Konsumpcje zaspakajają producenci z USA i Chin.

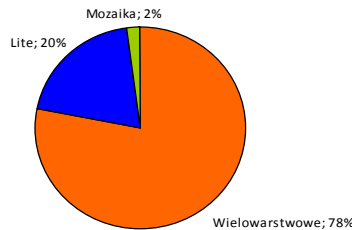
Rynek podłóg drewnianych w Europie [mln m²]



Do 2007 roku rynek podłóg drewnianych rósł w tempie średniorocznym 2,8%. Popyt na parkiety jest jednak bardziej koniunkturalny (produkty drogie, tzw. premium) dlatego kryzys finansowy przyniósł mocny spadek konsumpcji (-18,5% od 2007 roku).

Źródło: BDM S.A., FEP

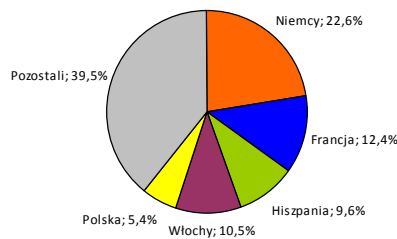
Rynek podłóg drewnianych w Europie



Rynek podłóg drewnianych oceniany jest w Europie na ponad 90 mln m² z czego blisko 80% stanowi sprzedaż podłóg wielowarstwowych.

Źródło: BDM S.A., FEP

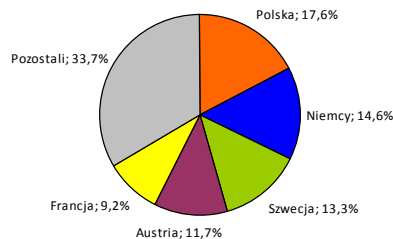
Kraje o największym popycie na parkiety drewniane w Europie wg FEP w 2011 roku



Największym rynkiem w Europie są Niemcy. W 2011 roku sprzedano tam łącznie 20,7 mln m² parkietów.

Źródło: BDM S.A., FEP

Kraje o największej produkcji parkietów drewnianych w Europie wg FEP w 2011 roku



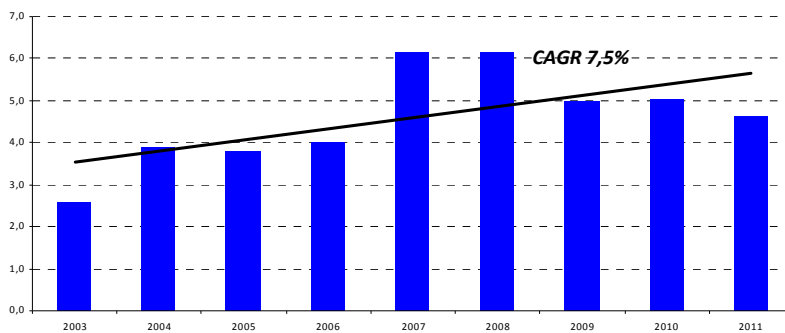
Polska z produkcją 12,5 mln m² drewnianych podłóg jest liderem w Europie.

Źródło: BDM S.A., FEP

Rynek parkietów w Polsce

Polska to 10 rynek w Europie pod względem konsumpcji (4,6 mln m²), ale pierwszy w produkcji (12,5 mln m² w 2011 roku). Barlinek jest jego liderem zarówno w produkcji (ponad 40% udział) jak i sprzedaży (ok. 30% udział). Jest to zarazem najważniejszy rynek dla spółki w przypadku deski trójwarstwowej (sprzedaż ok. 1,3 mln m²). W latach 2002-2007 rynek dynamicznie się rozwijał w tempie blisko 20% rocznie, co wynikało z boomu mieszkaniowego i budowlanego. Kryzys gospodarczy przyniósł zahamowanie tego trendu. Od tego momentu rynek stracił 25% (7,8% r/r w 2011) i przy wysokiej krajowej podaży zmusił producentów do poszukiwania nowych rynków zbytu, co przełożyło się na rosnące koszty. W przypadku Barlinka koszty sprzedaży wzrosły z 15,4% przychodów w 2007 roku do 22,7% przychodów w 2011 roku. Miało to decydujący wpływ na rentowność spółki. Przy stabilnej marży brutto na sprzedaży marża EBIT obniżyła się z 11,4% do 3,7%. Nadpodaż na krajowym rynku w obliczu osłabienia sektora budowlanego i mieszkaniowego wciąż jest problemem branży.

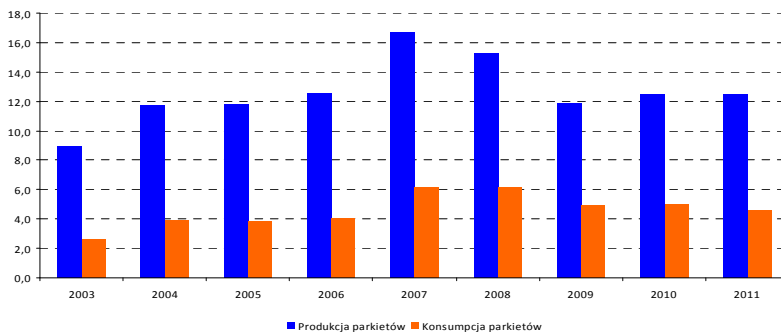
Rynek podłóg drewnianych w Polsce [mln m²]



W 2011 roku rynek podłóg drewnianych w Polsce wg FEP oceniany był na 4,6 mln m², co oznacza spadek o 7,8% r/r. W latach 2003-2011 średnioroczny wzrost wyniósł 7,5%.

Źródło: BDM S.A., FEP

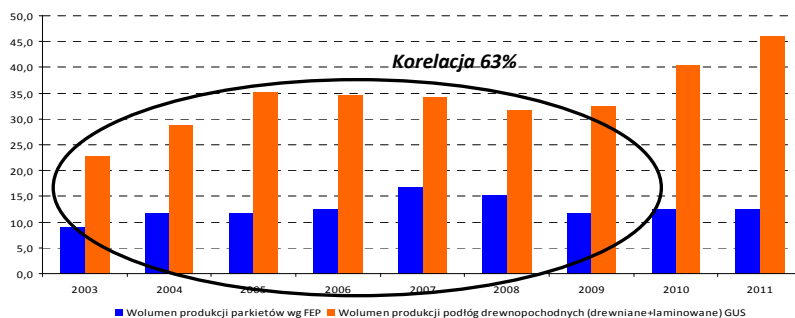
Produkcja i konsumpcja parkietów w Polsce [mln m²]



Rynek polski cierpi na chroniczną nadpodaż, co zmusza firmy do poszukiwania nowych rynków zbytu (przede wszystkim Europa Wschodnią). Produkcja w 2011 roku wyniosła 12,5 mln m² przy konsumpcji na poziomie 4,6 mln m².

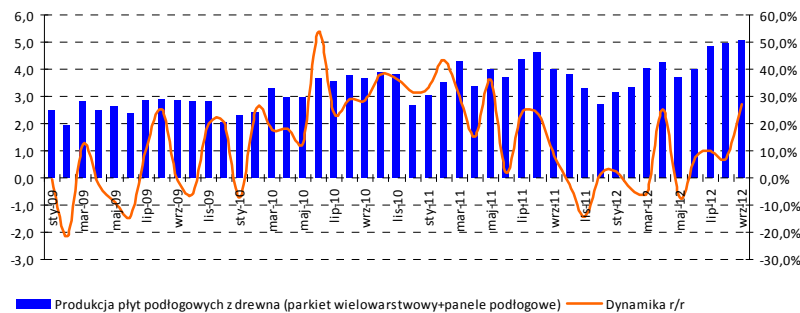
Źródło: BDM S.A., FEP

Produkcja podłóg drewnianych wg FEP i drewnopochodnych wg GUS [mln m²]



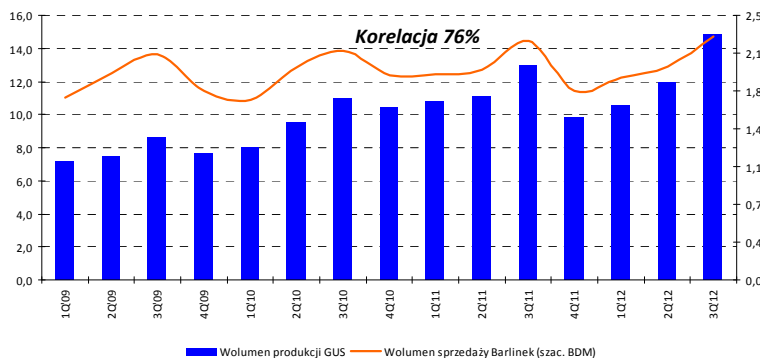
GUS publikuje dane o produkcji podłóg drewnopochodnych w rozbiu na płyty mozaikowe z drewna i płyty połączone z drewnem (wielowarstwowe, lite oraz panele podłogowe). Do 2009 roku utrzymywała się blisko 63% korelacja z danymi FEP. Silny wzrost produkcji w 2010 i 2011 roku wynikał z większej produkcji podłóg laminowanych.

Źródło: BDM S.A., GUS, FEP

Produkcja podłóg drewnianych i dynamika r/r wg GUS w ujęciu miesięcznym [mln m²]


W 3Q'12 produkcja płyt podłogowych z drewna wg GUS wzrosła o 14,2% r/r. W okresie styczeń-wrzesień'12 produkcja notowała wzrost o 6,9% r/r.

Źródło: BDM S.A., GUS. Lewa skala: produkcja mln m², prawa skala: dynamika

Produkcja płyt podłogowych wg GUS, a wolumen sprzedaży deski w Spółce


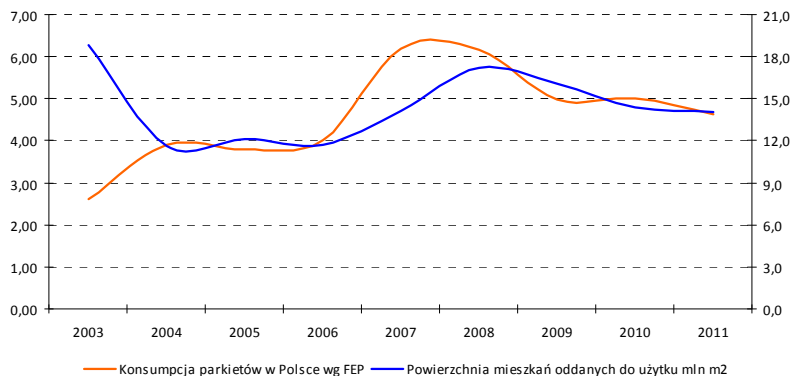
Z uwagi na systematyczność i świeżość danych prezentowanych przez GUS okazują się one użyteczne w prognozowaniu tendencji sprzedaży desek w spółce (67% całkowitej sprzedaży pochodzi z polskich zakładów). Korelacja w okresie 1Q'09-3Q'12 kształtowała się na poziomie 76%.

Źródło: BDM S.A., GUS, Spółka, szacunki BDM. Lewa skala: produkcja wg GUS, prawa skala: wolumen sprzedaży deski w Barlinku.

Rynek mieszkaniowy w Polsce

Sprzedaż podłóg drewnianych wykazuje silną korelację z kondycją budownictwa mieszkaniowego (ponad 80% w okresie 2004-2011). W 2011 roku w Polsce oddano do użytkowania 131 tys. mieszkań (łącznie deweloperzy, indywidualni, spółdzielnie), co oznacza spadek o 3,5% r/r. W przeliczeniu na powierzchnię użytkową oddano 14,0 mln m² wobec 14,4 mln m² w 2010 roku (-2,7% r/r). Spadek w 2011 roku wynikał z wstrzymania inwestycji mieszkaniowych przez deweloperów w okresie kryzysu gospodarczego w 2009 roku. Ożywienie gospodarcze spowodowało znaczny wzrost inwestycji. W okresie styczeń-wrzesień'12 oddano do użytku 104,6 tys. mieszkań (+20,5% r/r) o powierzchni blisko 11 mln m² (+14,1% r/r). W samym 3Q'12 powierzchnia ukończonych mieszkań wzrosła o 10,9% r/r (3,8 mln m²). W kolejnych okresach należy oczekiwać ograniczenia inwestycji mieszkaniowych z uwagi na spowolnienie gospodarcze i trudności ze sprzedażą istniejących lokali przez deweloperów.

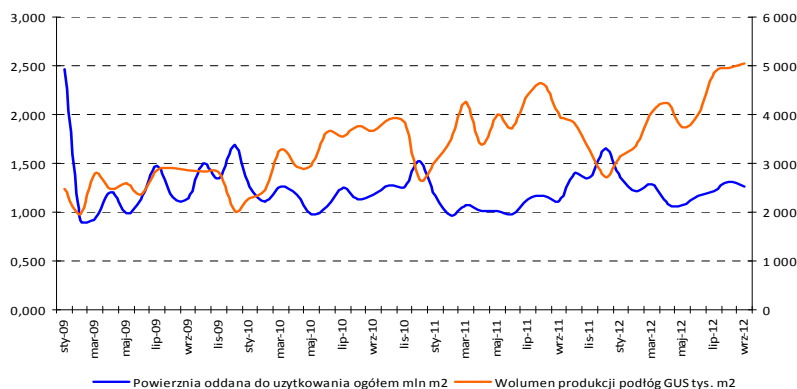
Sprzedaż parkietów wg FEP a powierzchnia mieszkań oddanych do użytku w Polsce



Korelacja między sprzedażą parkietów wg FEP a powierzchnią oddanych mieszkań do użytku w Polsce w latach 2004-2011 kształtowała się na poziomie 80%.

Źródło: BDM S.A., GUS, FEP. Lewa skala: sprzedaż parkietów [mln m²], prawa skala: powierzchnia mieszkań ogółem oddanych do użytkowania [mln m²]

Powierzchnia oddanych mieszkań do użytku a produkcja płyt podłogowych wg GUS



Dwucyfrowy wzrost liczby mieszkań do użytku w Polsce w 2012 roku wynika ze wznowienia inwestycji przez deweloperów po okresie kryzysu gospodarczego, kiedy wiele dużych projektów deweloperskich zostało wstrzymanych. W związku ze spadkiem sprzedaży wiele inwestycji ponownie może zostać wstrzymane.

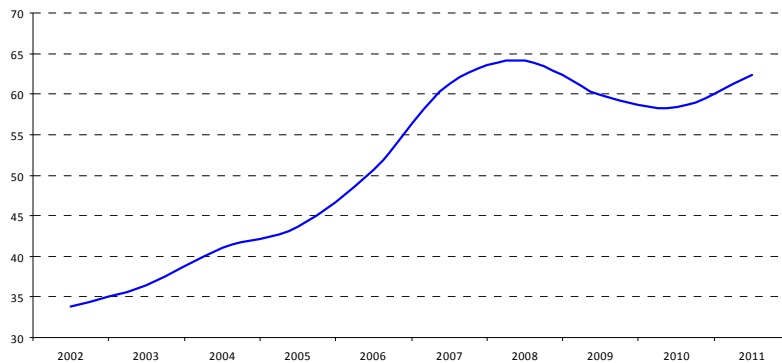
Źródło: BDM S.A., GUS. Lewa skala: powierzchnia mieszkań [mln m²]. Prawa skala: produkcja podłóg (panele i parkiety) [tys. m²]

Rynek podłóg w Rosji i na Ukrainie

Rynek rosyjski jest drugim pod względem ilości sprzedawanej deski podłogowej w spółce. W 2011 roku spółka sprzedała tam ok. 0,9 mln m² deski (0,25 mln m² na Ukrainie, gdzie spółka posiada blisko 40% udział w rynku).

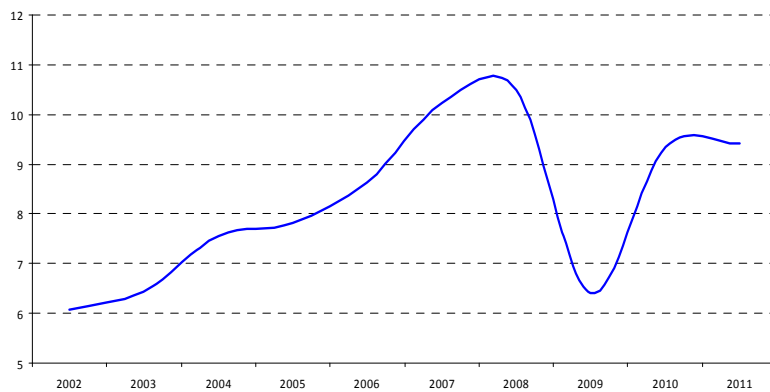
Rynek parkietów w Rosji oceniany jest na ok. 4,5 mln m² (porównywalny do Polski), a na Ukrainie na ok. 0,7 mln m². Barlinek posiada ok. 20% udziału w rynku rosyjskim i ok. 40% na Ukrainie, co daje łącznie sprzedaż na poziomie ok. 1,2 mln m² desek rocznie czyli 16% całej sprzedawanej deski barlineckiej. Barlinek posiada fabrykę w Winnicy na Ukrainie (max moce 2,4 mln m²), skąd produkcja trafia przede wszystkim na rynek rosyjski (lokalnie tylko ok. 0,25 mln m²). Rynki wschodnie, w naszej opinii, wykazują największy potencjał wzrostu w najbliższych latach z uwagi przede wszystkim na ich wielkość, szybki wzrost zamożności czy rozwój rynku mieszkaniowego. Konsumpcja parkietów w przeliczeniu na mieszkańców w Rosji to tylko 0,03 m²/osobę, a na Ukrainie 0,02 m²/osobę (Polska 0,12 m²/osobę, Niemcy 0,25 m²/osobę, Francja 0,17 m²/osobę).

W ostatniej dekadzie rynek mieszkaniowy w Rosji wykazywał wysoką dynamikę wzrostu. W latach 2002-2011 średnioroczny wzrost powierzchni mieszkań oddanych do użytku wyniósł 7% (Ukraina 5%). W 2011 w Rosji ukończono 62,3 mln m² powierzchni mieszkaniowej, co oznacza wzrost o 6,7% r/r (Ukraina 9,41 mln m², +0,8% r/r). Tempo przyrostu powierzchni w kolejnych latach powinno się utrzymać.

Powierzchnia mieszkań oddanych do użytku w Rosji [mln m²]

Rynek rosyjski jest najbardziej perspektywiczny w Europie, co wynika m.in. z wielkości jak i wysokiej dynamiki rozwoju rynku mieszkaniowego. W 2011 roku powierzchnia mieszkań oddanych do użytku wzrosła o 6,7% (długoterminowa średnia 7% r/r).

Źródło: BDM S.A., Federal State Statistics Service

Powierzchnia mieszkań oddanych do użytku na Ukrainie [mln m²]

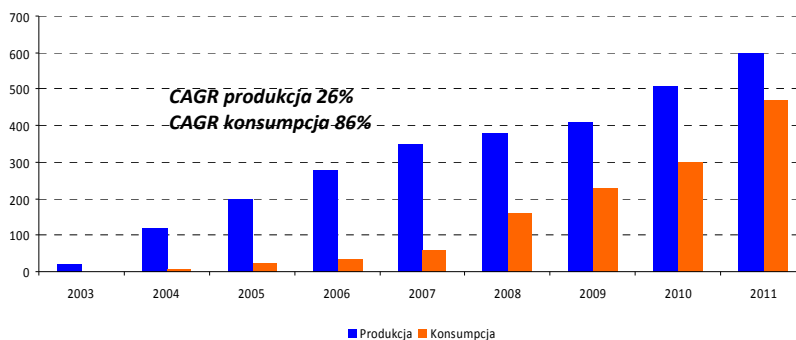
Duży potencjał drzemie także w rynku ukraińskim, charakteryzującym się najniższą konsumpcją parkietów w przeliczeniu na mieszkańca (0,01 m²/osobę). Rynek mieszkaniowy w ostatnich latach notował średnioroczny wzrost na poziomie 5%.

Źródło: BDM S.A., The State Committee of Statistics of Ukraine

RYNEK PELET I BRYKIETÓW

Światowa produkcja pelet w 2010 roku przekroczyła 15 mln ton z czego ok. 11 mln ton wyprodukowano w UE (12 mln ton w 2011 roku), a ponad 0,5 mln ton w Polsce (0,6 mln ton w 2011 roku). Udział Barlinka w rynku można szacować na ok. 30%. Spółka oprócz Polski (108 tys. ton) produkuje pelety na Ukrainie i w Rumunii (43 tys. ton). Oprócz peletów coraz większy udział w sprzedaży stanowi brykiet drzewny (17,5 tys. ton mocy na Ukrainie i w Rumunii). Biopaliwo Barlinek produkuje z odpadów drzewnych z produkcji desek podłogowych dlatego osiągnęła marża jest 2-krotnie wyższa niż na deskach.

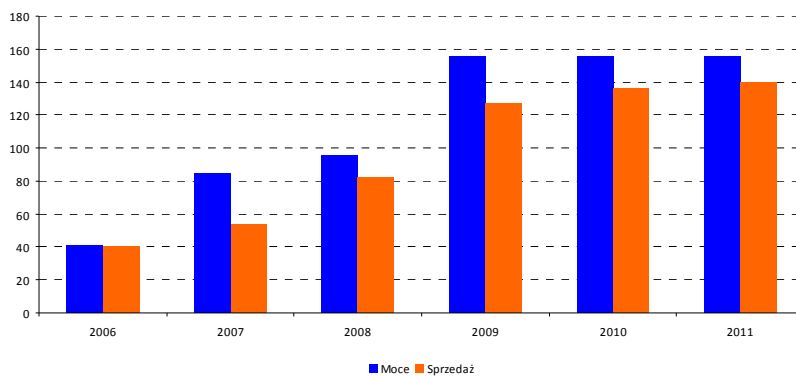
Produkcja i konsumpcja pelet w Polsce [tys. ton]



W 2011 roku produkcja peletów w Polsce wzrosła o 17,6% r/r (600 tys. ton), a konsumpcja aż o 56,7% (470 tys. ton).

Źródło: BDM S.A., BAPE

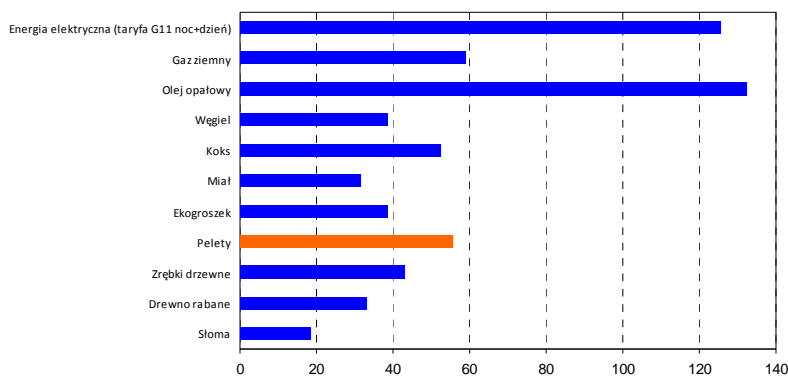
Maksymalne moce i sprzedaż peletów przez grupę Barlinek



W 2011 roku spółka sprzedała blisko 140 tys. ton pelet w Polsce wykorzystując moce w 90%. Dalszy wzrost wolumenów sprzedaży nie jest możliwy bez zwiększania produkcji desek (wykorzystywanie odpadów poprodukcyjnych).

Źródło: BDM S.A., Spółka

Konkurencyjność pelet dla gospodarstw domowych- cena ciepła na koniec 2011 [PLN/GJ]



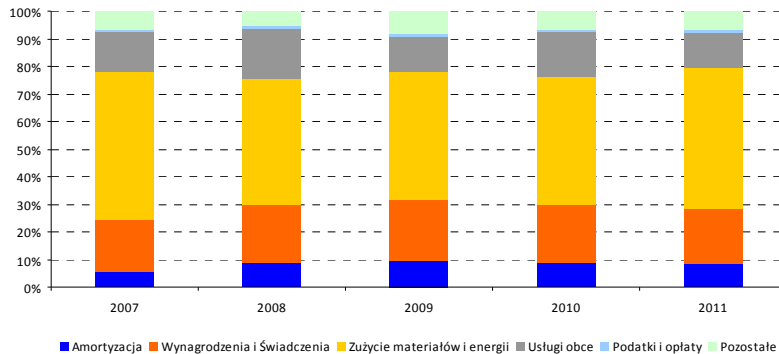
Obecnie ok. 35% odbiorców stanowią klienci indywidualni i zakłady użyteczności publicznej, a reszta zużywana jest przez zakłady energetyczne z uwagi na deficyt „zielonej energii”. W przypadku domów jednorodzinnych konkurencyjność wykorzystania pelet rośnie wraz z podwyżką cen paliw kopalnych.

Źródło: BDM S.A., Spółka

KOSZTY I SUROWCE

W strukturze kosztów rodzajowych 51% stanowi zużycie materiałów i energii. Kolejną pozycją są koszty pracy (ponad 20%), usługi obce (blisko 13%) i amortyzacja (8,3%). Wśród kosztów zużycia materiałów i energii drewno (surowiec i jego transport oraz przygotowanie) to ok. 60%, a energia i chemikalia po ok. 10%.

Struktura kosztów rodzajowych



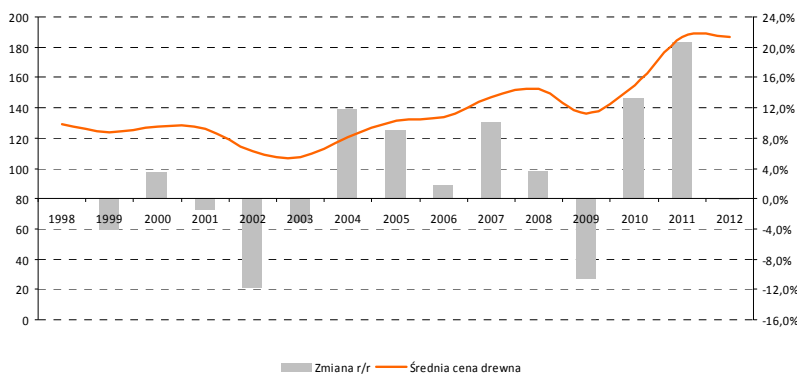
Źródło: DM BDM, Spółka

Drewno

Wg naszych szacunków w 2011 roku spółka zużyła ok. 500 tys. m³ surowca we wszystkich zakładach, za który zapłaciła (bez transportu) ponad 140 mln PLN. Resztę stanowią koszty przygotowania drewna (ok. 40 mln PLN) i jego transportu (ok. 15 mln PLN). W strukturze zakupów 2/3 stanowi drewno iglaste (głównie sosna), a reszta liściaste (80% dąb), które pokrywa tylko cienkie warstwy licowe w deskach trzywarstwowych i dwuwarstwowych (całość tylko w litych).

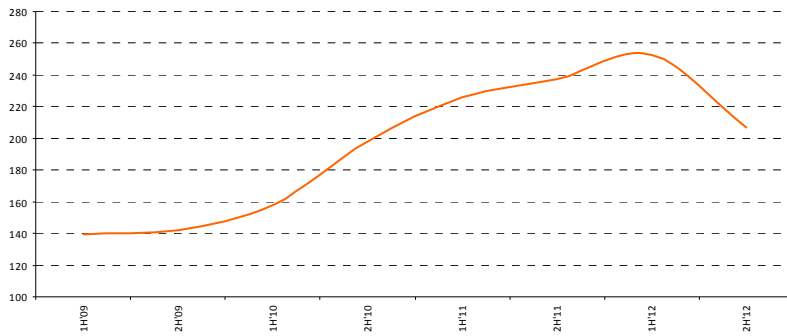
Sprzedaż drewna przez LP prowadzona jest na dwa sposoby. Część surowca kontraktują klienci posiadający długą historię zakupową, a część drewna trafia na aukcje systemowe i e-drewno. W 2008 roku aż 80% drewna trafiało dla stałych klientów, a w 2010 roku proporcja ta zmieniona została na 50%, co m.in. przyczyniło się do silnych wzrostów cen. W 2011 i 1H'12 roku 55% drewna przeznaczone zostało dla klientów z historią zakupową. W przetargach na 2H'12 LP zwiększyły pule surowca na aukcjach ograniczonych aż o 10 pkt. proc., co przyczyniło się do znacznych spadków cen surowca, w szczególności na aukcjach. Szacujemy, że średnia cena dla przemysłu (ograniczone+ aukcje) na 2H'12 spadła o ok. 13% r/r i ok. 18% h/h. Należy jednak pamiętać, że z uwagi na długi cykl produkcyjny deski niższe koszty drewna będą widoczne na wynikach dopiero w 1Q'13 (półroczne przesunięcie). W 2H'12 na marży będzie widoczny jeszcze drogi surowiec kontraktowany w przetargach na 1H'12 (+10% r/r).

Średnia cena drewna w Polsce wg GUS [PLN/m³]



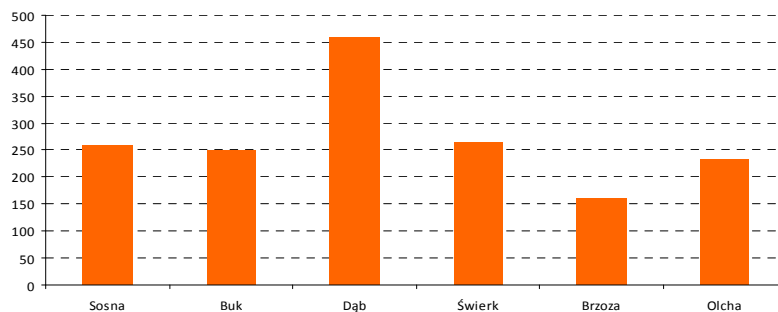
Źródło: BDM S.A., GUS. Lewa skala: ceny drewna [PLN/m³], prawa skala: zmiana r/r

W 2011 roku ceny drewna w Polsce w przetargach ograniczonych wzrosły o ok. 20% r/r (uwzględniając aukcje ok. 30% r/r). Jeszcze większy wzrost odnotował surowiec ukraiński, gdzie drewno zwolniono z VAT. Do niedawna tamtejsze ceny były o ok. 50% niższe niż w Polsce. Obecnie dysproporcja ta sięga zaledwie 10-20%. Ceny drewna w Rumunii są porównywalne za surowiec lepszej jakości

Średnie ceny drewna w Polsce (przetargi ograniczone i aukcje) [PLN/t]


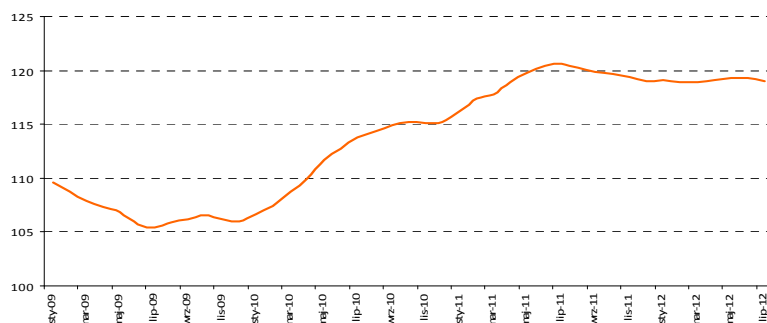
Źródło: BDM S.A., drewno.pl

Dzięki zwiększeniu podaży surowca przez LP na aukcjach ograniczonych z 55% do 65% masy szacujemy, że ceny drewna na 2H'12 spadły o ok. 13% r/r (-18% h/h). Należy jednak pamiętać, że z uwagi na długi cykl produkcyjny niższy koszt drewna będzie widoczny na marży w spółce dopiero w 1Q'13. W 2H'12 spółka będzie jeszcze zmagać się z drogim drewnem kontraktowanym na 1H'12.

Średnie ceny wybranych gatunków drewna w 2011 roku na aukcjach [PLN/m3]


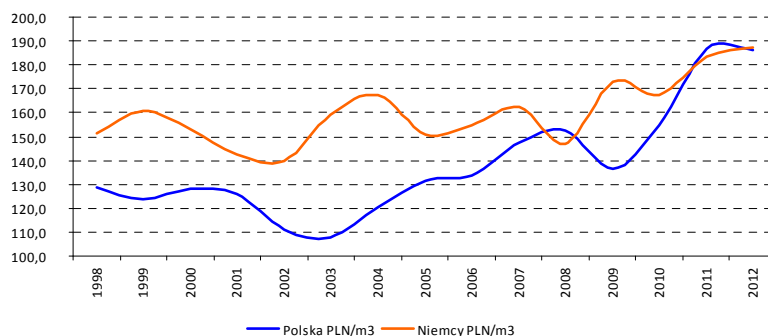
Źródło: BDM S.A., Rynek Drzewny

Ok. 65% w strukturze zakupów drewna (ok. 500 tys. m3 w 2011 roku) stanowi sosna. Resztę drewno liściaste, głównie Dąb.

Indeks cen drewna na rynku niemieckim [2005=100]


Źródło: BDM S.A., Niemiecki Urząd Statystyczny

Trendy na rynku polskim potwierdzają notowania surowca w Niemczech. Tam od czerwca obserwujemy delikatną zniżkę.

Porównanie średnich cen drewna w Polsce (ograniczone) i w Niemczech [PLN/m3]


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

Średnie ceny w Polsce dorównały do cenników niemieckich w 2011 roku po 20% wzroście r/r (w przeliczeniu na PLN). Po spadku o 13% w 2H'12 (w całym roku ok. -1% r/r) nie widzimy dalszego potencjału do zniżki cen surowca. W 2013 zakładamy stabilizację.

Potencjalne zmiany w systemie sprzedaży drewna od 2013 roku

Ministerstwo Środowiska i LP w czerwcu'12 zadeklarowało gruntowne zmiany w systemie sprzedaży drewna od 2013 roku. Pod koniec października'12 LP przedstawiły nowy system sprzedaży surowca. Ostatecznie ma on zostać zatwierdzony w listopadzie 2012 roku.

Nowe zasady sprzedaży drewna to w większości realizacja postulatów przemysłu, choć w kilku istotnych kwestiach branża je oprotestowała. Główne zmiany to wprowadzenie umów wieloletnich i zastąpienie przetargów ograniczonych sprzedażą ofertową.

Sprzedaż ofertowa ma polegać na redukcji zamówień przez LP do 70% wielkości średniorocznych zakupów z okresu 2 lat (obecnie 65%, a w 1H'12 55%). Sprzedaż będzie dwuetapowa prowadzona w cyklach rocznych. Ceny będzie ustalał nadleśniczy w porozumieniu z dyrektorem rdLP. Dodatkowo LP przeznaczą z tej części pewną pulę drewna dla przedsiębiorstw bez historii zakupów, realizujących nowe inwestycje w moce produkcyjne.

To co zostało oprotestowane przez branżę to wydzielenie dodatkowej puli surowca dla nowych przedsiębiorstw z oferty przeznaczonej dla przedsiębiorstw z historią zakupową. W rezultacie efektywnie dla „stałych” odbiorców pula przeznaczonego drewna wyniesie 65-68%, a nie jak wcześniej informowano 70%. Sugerowaliśmy wówczas, że zmiany mogą nie zyskać akceptacji UOKiK. Powyższa zmiana zasad przez LP w ostatniej chwili (bez konsultacji z przemysłem) świadczy o istotnej presji UOKiK i ograniczonym polu manewru LP w kierunku korzystniejszych dla przemysłu zmian.

Kolejne kontrowersje wzbudziło ustalanie cen wyjściowych. Poprzednie informacje wskazywały na średnią cenę z ostatnich przetargów ograniczonych. Tymczasem LP zaproponowały ustalanie cen przez nadleśniczych, w zależności od rejonu geograficznego.

Proponowane zmiany są korzystne dla przemysłu, aczkolwiek oczekiwania branży były wyższe. Z jednej strony umowy wieloletnie ustabilizują płynność dostaw surowca dla przedsiębiorstw. Z drugiej pula oferowanego drewna dla przedsiębiorstw z historią zakupową (obecnie przetargi ograniczone) zostanie tylko nieznacznie zwiększona do 65-68% (obecnie 65%, oczekiwano 70%). Zmiany są oczywiście potrzebne, ale nierewolucyjne. Nie spodziewamy się więc istotnego spadku cen surowca. Obecnie ceny odpowiadają benchmarkom na zachodzie Europy. Zwracamy ponadto uwagę, że LP nie mają już dużego pola do zmiany systemu sprzedaży drewna na korzyść przedsiębiorców. W 2008 roku UOKiK nałożył na LP karę w wysokości 1,5 mln PLN za nierynkowe mechanizmy ustalania cen z lat poprzednich (wówczas zostały wprowadzone aukcje internetowe- 30%).

Rosja w WTO- implikacje dla cen drewna

Jeszcze w 2007 roku Rosja eksportowała 50 mln m3 drewna rocznie (podaż LP to ok. 32 mln m3 drewna rocznie). Głównym odbiorcą byli Skandynawowie. Polska importowała ok. 1,5 mln m3 drewna z Rosji i Białorusi (unia celna). Polityka nakładania ceł zaporowych (m.in. liczne pożary) spowodowała drastyczny spadek eksportu Rosji (obecnie ok. 20 mln m3 rocznie). W lipcu 2007 roku cła wzrosły o 120% z 4 EUR/m3 do 10 EUR/m3. W kwietniu 2008 o kolejne 100% (do 20 EUR/m3, czyli 100% wartości surowca). Protesty głównie Finów przyczyniły się do utrzymania tych ceł w 2009-2012 roku. Rosja bowiem planowała wzrost stawek celnych do ok. 50 EUR/m3, co stanowiłoby import całkowicie nieopłacalnym (cena surowca z cłem wzrosłaby wówczas z 40 EUR/m3 do aż 70 EUR/m3- w Polsce obecne średnie ceny drewna to ok. 52 EUR/m3).

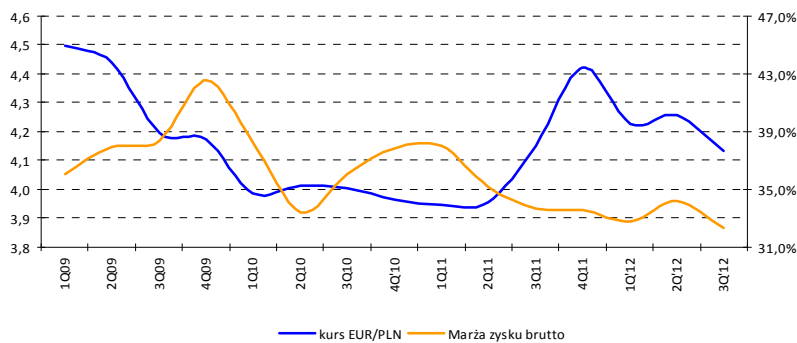
W lipcu'12 Rosja stała się formalnie członkiem WTO. Stawki na eksport drewna spadną z ok. 100% wartości surowca do 15% w przypadku sosny i 13% w przypadku świerku. Niestety niższym cłem są obłożone tylko limitowane ilości. Dla sosny jest to 3,6 mln m3 a dla świerku ok. 6 mln m3 (łącznie ok. 50% obecnego eksportu, ale tylko 20% eksportu z lat 2006-2007). Skorzystać powinny przede wszystkim przedsiębiorstwa skandynawskie, dla których rosyjskie drewno stanowi podstawowy surowiec. Opłacalność importu do Polski ogranicza koszt transportu (100 km transportu podnosi koszt o ok. 10%). Szansą jest obniżka taryf przez Białoruś (unia celna z Rosją) jednak i tutaj nie spodziewamy się znaczącego wpływu na koszty surowca (problemem jest także wysoki koszt przeładunku wąskie/szerokie tor). W 2011 roku pozysk drewna na Białorusi wyniósł ok. 17,5 mln m3 z czego ok. 2 mln m3 wyeksportowano. Ok. 65% z tego trafiło do Polski (1,3 mln m3).

POZYCJA FX

Ok. 70% sprzedaży spółka kieruje na eksport z czego blisko 50% w EUR (35% całej sprzedaży), 15% (10% całej sprzedaży) w RUB a reszta w UAH, RON, NOK, SEK i GBP. Koszty ponoszone są w walutach lokalnych (PLN, UAH, RON, gdzie ponad 50% w PLN) wobec czego istnieje wysoka wrażliwość wyniku operacyjnego na wahania walut. Wg naszych wyliczeń umocnienie złotówki o 1% do głównych walut przyczynia się do spadku marży EBIT o ok. 5 mln PLN w skali roku.

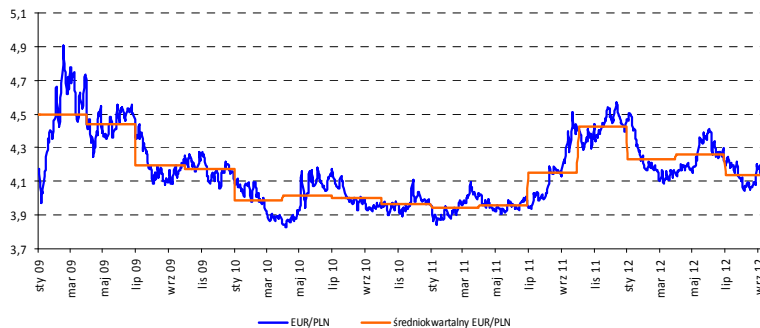
Spółka posiada jeszcze kredyty walutowe w EUR. W przypadku polskiej fabryki była to kwota ok. 15,1mln EUR na koniec 2011 roku, co przy osłabieniu złotego o 0,1 PLN powoduje wzrost kosztów finansowych o ok. 1,5 mln PLN (kurs na dzień bilansowy). Kredyt o wartości 33,2 mln EUR posiada także spółka ukraińska. Na wynik netto silnie wpływa więc zmiana kursu EUR/UAH (następnie różnice przeliczane po PLN/UAH).

Marża brutto na sprzedaży na tle średniego kursu EUR/PLN



35% sprzedaży spółka realizuje w EUR a koszty ponosi w większości w złotówce. Osłabienie EUR/PLN o 0,1 PLN powoduje wzrost marży EBIT o 8-10 mln PLN.

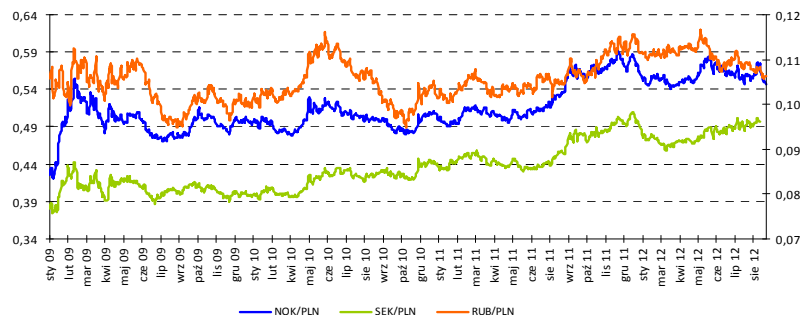
Kurs EUR/PLN



Trend osłabienia złotówki odwrócił się w 1Q'12, co niekorzystnie wpływa na rentowność spółki. Jeszcze w 1H'12 złotówka była słabsza do euro o 7-8% r/r. W 3Q'12 umocniła się o 0,4% r/r. Gorszy pod tym względem będzie 4Q'12.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kursy NOK/PLN, SEK/PLN, RUB/PLN



Negatywne tendencje panują także na parach NOK/PLN i RUB/PLN. Pozytywne na SEK/PLN. Osłabienie do korony szwedzkiej pozwala efektywnie konkurować na tamtejszym rynku.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg. Lewa skala: NOK/PLN i SEK/PLN. Prawa skala: RUB/PLN

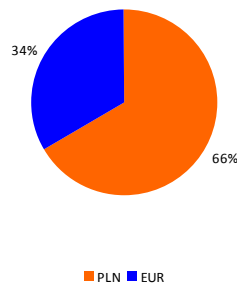
FINANSOWANIE

Na koniec 2011 zadłużenie spółki wynosiło 590 mln PLN z czego ok. 65,5% stanowiło zadłużenie krótkoterminowe. Z tytułu kredytów spółka była winna bankom 510,7 mln PLN z czego ok. 215,7 mln PLN było w EUR (48,3 mln EUR). W tym ok. 33,2 mln EUR kredytu z EBOR posiadała spółka ukraińska (zapadalność 08.12.2015). W 1Q'11 Barlinek wyemitował także 60 mln PLN obligacji zapadalnych do końca 2013 roku. Główny właściciel (Pan Michał Sołtów) pożyczył spółce 15,1 mln PLN.

Na koniec 2011 roku dług netto sięgał 6,7-krotności EBITDA i 1,6x kapitałów własnych. Wskaźniki płynności znajdowały się poniżej akceptowalnych poziomów (bieżąca= 0,9x, szybka= 0,4x). Przy oczekiwanym spowolnieniu gospodarczym konieczne stało się podniesienie kapitału. W lutym zarząd podjął uchwałę o emisji 108,9 mln akcji serii M z prawem poboru po cenie 1,0 PLN/akcję. Emisja została przeprowadzona w maju'12. Na podstawie praw poboru objęto 97,6 mln akcji, w zapisach dodatkowych pozostałe 11,3 mln akcji. Spółka pozyskała 107,6 mln PLN netto. Blisko 65 mln PLN posłużyło spłacie wymagalnych zobowiązań. Reszta wsparła kapitał obrotowy.

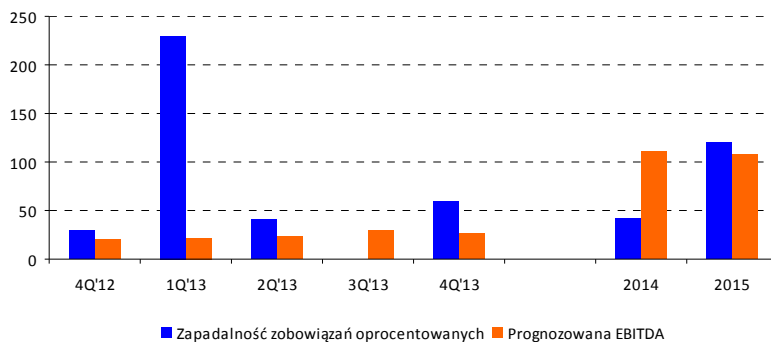
W rezultacie dług netto na koniec 3Q'12 spadł do ok. 491 mln PLN. Poprawiły się wskaźniki zadłużenia (DN/EBITDA= 6,1x, DN/BV= 1,25x) i płynności (bieżąca= 0,9x, szybka= 0,5x).

Struktura walutowa zadłużenia



Źródło: BDM S.A., Spółka

Zapadalność zadłużenia [mln PLN]



W październiku'12 spółce udało się zrolować zapadalne w 4Q'12 zadłużenie w kwocie ponad 190 mln PLN (kredyty obrotowe w RBS, BZ WBK i PKO BP) na 1Q'13. W naszej opinii spółka nie powinna mieć trudności z rolowaniem zadłużenia w 2013 roku.

Źródło: BDM S.A., Spółka

Podstawowe wskaźniki płynności

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q'10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q'12	2Q'12	3Q'12
Zadłużenie oprocentowane	771,7	708,5	638,8	581,1	568,1	570,5	578,9	558,8	594,9	591,5	601,6	574,9	547,7	515,4	503,1
% długu krótkoterminowego	55,3%	53,3%	52,6%	46,4%	49,3%	50,3%	50,9%	55,1%	58,6%	63,2%	52,2%	64,6%	65,1%	67,7%	68,6%
Dług netto/EBITDA	6,0	5,5	4,4	4,9	5,0	5,7	6,1	6,6	7,0	7,2	7,8	6,7	6,9	6,1	6,1
Dług netto/KW	1,9	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6	1,4	1,5	1,7	1,7	1,9	1,6	1,7	1,2	1,3
Płynność bieżąca	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	1,0	0,9
Płynność szybka	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5

Źródło: BDM S.A., Spółka

PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2012-2021

Wolumen sprzedaży

Zakładamy, że w 2012 roku uda się utrzymać sprzedaż deski wielowarstwowej na poziomie zbliżonym do 2011 roku (7,4 mln m²) mimo trudniejszego otoczenia makro. Zmieni się za to struktura sprzedaży. Wzrośnie udział sprzedaży droższej o ok. 30% deski jednolamelowej (Smaki Życia) kosztem standardowej trzylamelowej, dzięki czemu średnia cena trójwarstwówki wzrośnie o ok. 2% w EUR (1,9% w 2011 roku). Na ok. 270 tys. m² szacujemy sprzedaż deski dwuwarstwowej (pośrednia między trójwarstwową, a litą), co wygeneruje ok. 22,4 mln PLN sprzedaży. Już w końcówce 2011 roku spółka wprowadziła deskę do sprzedaży, ale były to niewielkie wolumeny. Oczekujemy także wzrostu sprzedaży deski litej o 33 tys. m² do 450 tys. m². Łącznie więc na deskach wskaźnik wykorzystania mocy powinien sięgnąć 87,4%. W 2013 nie oczekujemy zmian w wolumenie sprzedanych desek. W strukturze sprzedaży dalej oczekujemy zwiększenia ilości deski jednolamelowej (do 2,1 mln m²). W przypadku peletu nie oczekujemy większych zmian. Produkcja biopaliw uzależniona jest od produkcji desek, dlatego w najbliższych latach o wynikach tego segmentu będą decydować tylko ceny.

Ceny

Ceny parkietów na rynku niemieckim w 2011 roku zanotowały nieznaczny wzrost (+0,5% r/r w EUR). W spółce dzięki zwiększeniu sprzedaży deski jednolamelowej ceny przeciętnie wzrosły o ok. 1,9% w EUR (5,1% r/r w PLN). Obecnie nie obserwujemy większych zmian cen parkietów, ale zmiana struktury sprzedaży deski wielowarstwowej pozwoli podnieść jej cenę o ok. 2% r/r w 2012 i ok. 3% r/r w 2013 roku licząc w EUR. Zakładając efekty FX średnie ceny desek powinny wzrosnąć o ok. 4% r/r w 2012 i ok. 3% r/r w 2013 roku. W przypadku peletu na rynku niemieckim od początku 2012 roku trwa spadkowa korekta (przede wszystkim na skutek taniejącego węgla i energii elektrycznej). Przy utrzymaniu obecnych poziomów ceny liczone w EUR spadną o ok. 2,2% r/r w 2012 roku i pozostaną bez zmian w 2013 roku.

Koszty surowców

W przetargach 1H'12 ceny surowca drzewnego, stanowiącego w spółce 30% kosztów rodzajowych, wzrosły o ok. 12% r/r i były to poziomy rekordowe w historii. Wskutek długiego cyklu produkcyjnego efekt drogiego drewna będzie więc widoczny w wynikach 2H'12, dlatego oczekujemy pogorszenia marż h/h. W przetargach na 2H'12 LP zwiększyły pule sprzedawanego drewna na aukcjach ograniczonych z 55% do 65%, co naszym zdaniem pozwoliło średnio obniżyć koszt surowca o ok. 13% r/r i 18% h/h. W 2013 roku oczekujemy utrzymania cen. Obecne notowania są porównywalne z cenami drewna na Zachodzie.

Pozostałe

Spółka zrealizowała już większość planu redukcji kosztów, którego efekty już są widoczne. Redukcja zatrudnienia o 300 osób da w całym 2012 roku ponad 12 mln PLN oszczędności na kosztach pracy. Oszczędności na kosztach zarządu i sprzedaży to ok. 8 mln PLN w 2012 roku. Łącznie daje to ok. 20 mln PLN oszczędności wobec 2011 roku. Nie oczekujemy dalszych efektów restrukturyzacji w 2013 roku.

Główne założenia

Moce produkcyjne tys. m2	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Deski	8 900	8 940	9 200	9 200	9 200	9 200	9 200	9 200	9 200	9 200	9 200	9 200
Deska trójwarstwowa	8 400	8 400	8 400	8 400	8 400	8 400	8 400	8 400	8 400	8 400	8 400	8 400
Trzylamelowa	7 800	7 500	6 600	6 300	6 300	6 300	6 300	6 300	6 300	6 300	6 300	6 300
Jednolamelowa	600	900	1 800	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100
Deska dwuwarstwowa	0	40	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
Deska lita	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
Pelet	151	151	151	151	151	151	151	151	151	151	151	151
Sprzedaż tys. m2												
Deski	7 639	7 817	8 120	8 120	8 120	8 320	8 740	8 740	8 740	8 740	8 740	8 740
Deska trójwarstwowa	7 400	7 400	7 400	7 400	7 400	7 560	7 980	7 980	7 980	7 980	7 980	7 980
Trzylamelowa	6 800	6 500	6 100	5 300	5 300	5 460	5 880	5 880	5 880	5 880	5 880	5 880
Jednolamelowa	600	900	1 300	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100
Deska dwuwarstwowa	0	0	270	270	270	285	285	285	285	285	285	285
Deska lita	239	417	450	450	450	475	475	475	475	475	475	475
Pelet	136	140	145	145	145	149	156	156	156	156	156	156
Wykorzystanie mocy												
Deski	86%	87%	88%	88%	88%	90%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Deska trójwarstwowa	88%	88%	88%	88%	88%	90%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Trzylamelowa	87%	87%	92%	84%	84%	87%	93%	93%	93%	93%	93%	93%
Jednolamelowa	100%	100%	72%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Deska dwuwarstwowa	-	0%	90%	90%	90%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Deska lita	48%	83%	90%	90%	90%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Pelet	90%	93%	96%	96%	96%	98%	103%	103%	103%	103%	103%	103%
Ceny PLN/m2 (efekty FX)												
Deski	62,6	66,7	69,7	71,6	71,2	70,9	70,1	69,7	71,1	72,5	73,9	75,4
Deska trójwarstwowa	61,5	64,6	67,2	69,3	69,0	68,5	67,9	67,5	68,8	70,2	71,6	73,0
Deska dwuwarstwowa	-	-	83,0	83,0	82,6	82,2	81,8	81,3	82,9	84,6	86,3	88,0
Deska lita	97,7	104,1	102,2	102,1	101,7	101,2	100,7	100,0	102,0	104,1	106,2	108,3
Pelet	568,4	596,1	573,9	574,2	604,2	601,2	597,9	594,2	606,1	618,2	630,6	643,2
Cena deski benchmark EUR/m2	15,0	15,1	15,2	15,2	15,5	15,8	16,1	16,5	16,8	17,1	17,5	17,8
<i>zmiana r/r</i>	7,36%	0,67%	0,46%	0,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Ceny drewna												
sosna Polska PLN/m3	178,1	231,8	229,5	206,6	210,7	214,9	219,2	223,6	228,1	232,7	237,3	242,1
<i>zmiana r/r</i>	26,3%	30,2%	-1,0%	-10,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
dąb Polska PLN/m3	334,2	435,0	492,0	447,3	456,3	465,4	474,7	484,2	493,9	503,8	513,9	524,1
<i>zmiana r/r</i>	26,3%	30,2%	13,1%	-9,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
sosna Ukraina UAH/m3	235,4	502,2	497,1	447,5	456,4	465,5	474,9	484,4	494,0	503,9	514,0	524,3
<i>zmiana r/r</i>	27,8%	113,3%	-1,0%	-10,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
dąb Ukraina UAH/m3	441,7	942,2	932,7	839,6	856,4	873,5	891,0	908,8	927,0	945,5	964,4	983,7
<i>zmiana r/r</i>	27,8%	113,3%	-1,0%	-10,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
dąb Rumunia RON/m3	352,4	447,7	505,3	458,5	466,6	475,0	483,5	492,1	501,0	510,0	519,2	528,6
<i>zmiana r/r</i>	36,0%	27,0%	12,9%	-9,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Kursy walutowe												
EUR/PLN	3,99	4,12	4,20	4,20	4,10	4,00	3,90	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80
PLN/UAH	2,64	2,71	2,47	2,50	2,54	2,58	2,62	2,67	2,67	2,67	2,67	2,67
RUB/PLN	0,10	0,10	0,11	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
RON/PLN	0,95	0,97	0,94	0,91	0,90	0,88	0,86	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
NOK/PLN	0,50	0,53	0,56	0,56	0,55	0,55	0,55	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54
SEK/PLN	0,42	0,46	0,48	0,49	0,49	0,49	0,49	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48
GBP/PLN	4,66	4,75	5,19	5,22	5,14	5,05	4,96	4,87	4,87	4,87	4,87	4,87

Źródło: BDM S.A.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Aktywa trwałe	621,0	631,1	583,9	541,6	508,1	482,6	464,6	453,3	448,6	445,6	444,0	443,6
Wartości niematerialne i prawne	9,4	9,3	7,8	6,6	5,7	5,0	4,5	4,1	3,8	3,6	3,5	3,4
Rzeczowe aktywa trwałe	585,1	595,2	549,5	508,4	475,9	451,0	433,5	422,6	418,2	415,4	413,9	413,6
Aktywa obrotowe	379,5	452,8	484,1	499,2	499,5	505,1	524,7	525,3	530,7	541,7	549,2	563,5
Zapasy	193,0	245,8	274,6	282,2	283,5	288,9	300,4	298,8	304,7	310,8	317,0	323,4
Należności krótkoterminowe	129,1	143,9	145,4	149,4	150,1	153,0	159,1	158,2	161,4	164,6	167,9	171,2
Investycje krótkoterminowe	57,5	63,2	64,1	67,6	65,9	63,1	65,3	68,3	64,6	66,3	64,2	68,9
-środki pieniężne i ekwiwalenty	9,0	10,8	11,7	15,2	13,5	10,8	12,9	16,0	12,2	13,9	11,9	16,5
Aktywa razem	1000,5	1083,9	1067,9	1040,8	1007,6	987,7	989,4	978,6	979,3	987,3	993,2	1007,1
Kapitał (fundusz) własny	340,8	351,2	428,9	447,7	478,9	513,6	559,2	599,3	641,8	686,5	734,0	784,5
Kapitał (fundusz) podstawowy	145,2	145,2	254,0	254,0	254,0	254,0	254,0	254,0	254,0	254,0	254,0	254,0
Kapitał (fundusz) zapasowy	244,1	224,7	224,7	193,6	212,3	243,5	278,2	323,8	363,9	406,4	451,1	498,6
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	-10,6	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9
Zysk (strata) netto	0,0	0,0	-31,1	18,8	31,2	34,7	45,5	40,1	42,5	44,7	47,5	50,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	660,0	733,2	639,9	594,0	529,7	475,0	431,1	380,3	338,5	301,8	260,1	223,5
Rezerwy na zobowiązania	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Zobowiązania długoterminowe	251,7	205,4	205,4	205,4	155,4	127,7	112,7	97,7	82,7	67,7	52,7	12,7
-oprocentowane	249,4	141,1	141,1	141,1	141,1	126,1	111,1	96,1	81,1	66,1	51,1	11,1
Zobowiązania krótkoterminowe	408,2	527,3	434,0	388,1	373,8	346,7	317,9	282,0	255,2	233,5	206,8	210,2
-oprocentowane	307,9	386,2	286,2	236,2	221,2	191,2	156,2	121,2	91,2	66,2	36,2	36,2
Pasywa razem	1000,5	1083,9	1067,9	1040,8	1007,6	987,7	989,4	978,6	979,3	987,3	993,2	1007,1

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody netto ze sprzedaży	588,1	651,0	681,8	700,7	703,8	717,4	745,9	741,8	756,6	771,7	787,2	802,9
Koszty produktów, tow. i materiałów	372,5	425,9	457,3	448,8	440,1	448,9	463,5	461,8	472,6	483,5	494,2	504,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	215,6	225,2	224,4	251,9	263,7	268,5	282,4	279,9	284,0	288,2	292,9	298,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	184,5	202,8	200,9	205,9	205,8	209,9	215,9	217,7	222,1	226,5	231,1	235,7
Zysk (strata) na sprzedaży	31,0	22,4	23,5	46,0	57,9	58,6	66,5	62,2	61,9	61,7	61,9	62,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2,3	2,0	-3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	81,8	83,3	78,5	102,9	110,4	107,8	113,6	106,9	105,2	104,0	103,6	103,9
EBIT	28,7	24,4	20,4	46,0	57,9	58,6	66,5	62,2	61,9	61,7	61,9	62,6
Saldo działalności finansowej	-22,3	-38,7	-45,5	-26,2	-25,1	-22,1	-18,6	-15,0	-11,9	-9,1	-6,0	-3,1
Zysk (strata) brutto	6,4	-14,3	-25,1	19,8	32,8	36,6	47,9	47,2	50,0	52,6	55,9	59,4
Zysk (strata) netto	1,5	-17,7	-31,1	18,8	31,2	34,7	45,5	40,1	42,5	44,7	47,5	50,5

CF [mln PLN]	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przepływy z działalności operacyjnej	64,4	68,0	32,7	94,4	107,5	100,6	99,8	101,5	91,7	90,1	89,1	88,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-21,2	-33,1	-10,8	-14,5	-18,8	-23,5	-29,0	-33,2	-38,4	-39,2	-40,0	-40,8
Przepływy z działalności finansowej	-36,9	-33,2	-21,0	-76,4	-90,4	-79,9	-68,7	-65,2	-57,1	-49,3	-51,1	-43,3
Przepływy pieniężne netto	6,3	1,7	0,9	3,5	-1,6	-2,8	2,1	3,1	-3,7	1,7	-2,0	4,6
Środki pieniężne na początek okresu	2,8	9,0	10,8	11,7	15,2	13,5	10,8	12,9	16,0	12,2	13,9	11,9
Środki pieniężne na koniec okresu	9,0	10,8	11,7	15,2	13,5	10,8	12,9	16,0	12,2	13,9	11,9	16,5

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody zmiana r/r	11%	5%	3%	0%	2%	4%	-1%	2%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	2%	-6%	31%	7%	-2%	5%	-6%	-2%	-1%	0%	0%
EBIT zmiana r/r	-15%	-16%	126%	26%	1%	13%	-6%	0%	0%	0%	1%
Zysk netto zmiana r/r	-1292%	76%	-160%	66%	11%	31%	-12%	6%	5%	6%	6%
Marża brutto na sprzedaży	35%	33%	36%	37%	37%	38%	38%	38%	37%	37%	37%
Marża EBITDA	13%	12%	15%	16%	15%	15%	14%	14%	13%	13%	13%
Marża EBIT	4%	3%	7%	8%	8%	9%	8%	8%	8%	8%	8%
Marża brutto	-2%	-4%	3%	5%	5%	6%	6%	7%	7%	7%	7%
Marża netto	-3%	-5%	3%	4%	5%	6%	5%	6%	6%	6%	6%
COGS / przychody	65%	67%	64%	63%	63%	62%	62%	62%	63%	63%	63%
SG&A / przychody	31%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
SG&A / COGS	48%	44%	46%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%
ROE	-5%	-7%	4%	7%	7%	8%	7%	7%	7%	6%	6%
ROA	-3%	0%	-2%	-3%	2%	3%	4%	5%	4%	4%	5%
Dług	590,0	490,0	440,0	375,0	317,3	267,3	217,3	172,3	132,3	87,3	47,3
D / (D+E)	54%	46%	42%	37%	32%	27%	22%	18%	13%	9%	5%
D / E	119%	85%	73%	59%	47%	37%	29%	21%	15%	10%	5%
Odsetki / EBIT	-159%	-223%	-57%	-43%	-38%	-28%	-24%	-19%	-15%	-10%	-5%
Dług / kapitał własny	168%	114%	98%	78%	62%	48%	36%	27%	19%	12%	6%
Dług netto	579,2	478,3	424,8	361,4	306,6	254,4	201,4	160,1	118,4	75,4	30,8
Dług netto / kapitał własny	165%	111%	95%	75%	60%	46%	34%	25%	17%	10%	4%
Dług netto / EBITDA	7,0	6,1	4,1	3,3	2,8	2,2	1,9	1,5	1,1	0,7	0,3
Dług netto / EBIT	2376%	2347%	924%	624%	523%	383%	324%	259%	192%	122%	49%
EV	688,1	668,8	615,3	551,9	497,1	445,0	391,9	350,6	308,9	266,0	221,4
Dług / EV	86%	73%	71%	68%	64%	60%	55%	49%	43%	33%	21%
CAPEX / Przychody	6%	2%	2%	3%	3%	4%	5%	5%	5%	5%	5%
CAPEX / Amortyzacja	61%	19%	26%	36%	48%	62%	75%	89%	93%	96%	99%
Amortyzacja / Przychody	8%	9%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	5%
Zmiana KO / Przychody	4%	4%	1%	0%	1%	2%	0%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	43%	78%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%
Wskaźniki rynkowe	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
MC/S*	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
P/E*	-6,2	-6,1	10,1	6,1	5,5	4,2	4,8	4,5	4,3	4,0	3,8
P/BV*	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
P/CE*	2,6	7,1	2,5	2,3	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1
EV/EBITDA*	8,3	8,5	6,0	5,0	4,6	3,9	3,7	3,3	3,0	2,6	2,1
EV/EBIT*	28,2	32,8	13,4	9,5	8,5	6,7	6,3	5,7	5,0	4,3	3,5
EV/S*	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
BVPS	2,4	1,7	1,8	1,9	2,0	2,2	2,4	2,5	2,7	2,9	3,1
EPS	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
CEPS	0,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
FCFPS	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 0,75 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Kupuj	0,94	-	-	19.11.2012	0,75	44 330,0

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'12:

Kupuj	1	14%
Akumuluj	5	71%
Trzymaj	1	14%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

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 19.11.2012 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 22.11.2012 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 rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

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

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

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

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.