



Dom Maklerski BDM S.A.

## FORTE

### RAPORT ANALITYCZNY

W ostatnich kwartałach spółka pozytywnie zaskakiwała wynikami, na co wpływ miała lepsza od naszych oczekiwań koniunktura w branży meblowej, duża dynamika wzrostu sprzedaży we Francji i dość komfortowa sytuacja na rynku płyt drewnopochodnych. Zwracamy jednak uwagę na rosnące oczekiwania wobec spółki objawiające się nie tylko wymagającą wyceną rynkową ale i gasnącym z kwartału na kwartał poziomem zaskoczenia wynikami. Obecnie jesteśmy w cyklu podwyżek cen płyt, co może utrudnić utrzymanie wysokich marż spółki. Dodatkowo na ten moment nie dostrzegamy nowego rynku sprzedaży w Europie z tak wysoką dynamiką jak Francja. W rezultacie podtrzymujemy zalecenie REDUKUJ podwyższając jednocześnie cenę docelową do 49,5 PLN/akcję.

Na ostatniej konferencji wynikowej po 2H'14 spółka zapowiedziała blisko 40% wzrost potencjału produkcyjnego w perspektywie do końca roku 2016 (z pełnym wykorzystaniem 6,1 mln paczek w 2014 roku do 8,5 mln paczek w 2016 roku) przy CAPEX na poziomie ok. 100 mln PLN. Spółka nie wykluczyła realizacji większego projektu inwestycyjnego, ale nie będzie on dotyczył budowy nowej fabryki, a jedynie zapewnienia niezbędnego wolumenu płyty wiórowej. W modelu nie zakładamy żadnych nowych inwestycji.

Okres 3Q'14 był kolejnym udanym kwartałem dla branży meblarskiej. Mimo wysokiej bazy z 2H'13 produkcja sprzedana mebli w 3Q'14 wzrosła aż o 14,4% r/r (12,8% r/r w 2Q'14, 17,2% w 1Q'14). We wrześniu (+20,1%) miesięczna wartość produkcji po raz pierwszy w historii przekroczyła 3 mld PLN. W kolejnych kwartałach tak wysoka dynamika jest raczej nie do utrzymania (wysoka baza, powrót do korelacji z rynkiem niemieckim?). W całym 2014 roku szacujemy, że produkcja wzrośnie o 12,9% r/r wobec 6,7% r/r w 2013 roku. Będzie to najlepszy rok od 2011 (+21% r/r) i trzeci najlepszy od czasu wstąpienia polski do UE. W 2015 roku oczekujemy ok. 5% r/r wzrostu (3Q'15-4Q'15 stagnacja).

W 3Q'14 oczekujemy ponad 20% r/r wzrostu sprzedaży, powyżej 200 mln PLN. Po stronie kosztów ceny płyty wiórowej na rynku niemieckim wzrosły o ok. 1,1% q/q (+4,9% r/r). Z drugiej strony spadły ceny okuć o ok. 2% r/r (niższe ceny tworzyw), klejów o ok. 5% r/r i kartonów o 1% r/r przez co spółka powinna utrzymać wysoką marżę brutto ze sprzedaży na poziomie ok. 36%. W długim terminie tak wysoka marża jest raczej nie do utrzymania (cykl podwyżek płyt, presja na wzrost płac), co pokazują historyczne prawidłowości. Na poziomie EBITDA oczekujemy 30,7 mln PLN, a netto 22 mln PLN. Na cały rok podwyższyliśmy założenia do odpowiednio 127,3 mln PLN EBITDA i 91,1 mln PLN zysku netto (poprzednio 112 mln PLN i 78 mln PLN). Mimo to spółka wciąż handlowana jest z wyraźną premią do Grajewo i Paged.

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	527,9	560,5	666,4	842,4	988,9	1 090,2
EBITDA [mln PLN]	62,5	57,2	89,1	127,3	154,9	171,0
EBIT [mln PLN]	48,5	41,7	72,4	110,7	136,3	150,8
Wynik netto [mln PLN]	38,7	34,5	57,9	91,0	112,2	124,3
P/BV	0,7	0,9	2,4	3,1	2,7	2,5
P/E	5,8	8,9	15,8	15,0	12,1	11,0
EV/EBITDA	4,5	5,9	10,2	10,6	8,7	7,7
EV/EBIT	5,9	8,1	12,5	12,2	9,9	8,8

## REDUKUJ

(POPZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 49,5 PLN

22 PAŹDZIERNIK 2014

Wycena DCF [PLN]	51,3
Wycena porównawcza [PLN]	42,3
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>49,5</b>
Potencjał do wzrostu / spadku	-13,1%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	57,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 362,4
Ilość akcji [mln. szt.]	23,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	59,45
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	42,00
Stopa zwrotu za 3 mc	31,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	32,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	39,1%
Struktura akcjonariatu:	
MaForm Holding	29,5%
Amplico OFE	14,7%
ING OFE	9,9%
Aviva OFE	5,6%
Pozostali	40,3%

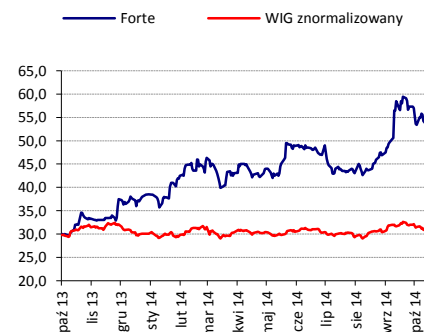
Krzysztof Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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

## SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	6
WYCENA DCF.....	7
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	10
WYNIKI 2Q'14 I PROGNOZA NA 3Q'14 .....	11
OTOCZENIE RYNKOWE .....	12
RYNEK MEBLOWY .....	12
RYNEK PŁYT DREWNOPOCHODNYCH .....	14
POLITYKA ZABEZPIECZEŃ .....	15
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2014-2016 .....	16
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE .....	17

## WYCENA I PODSUMOWANIE

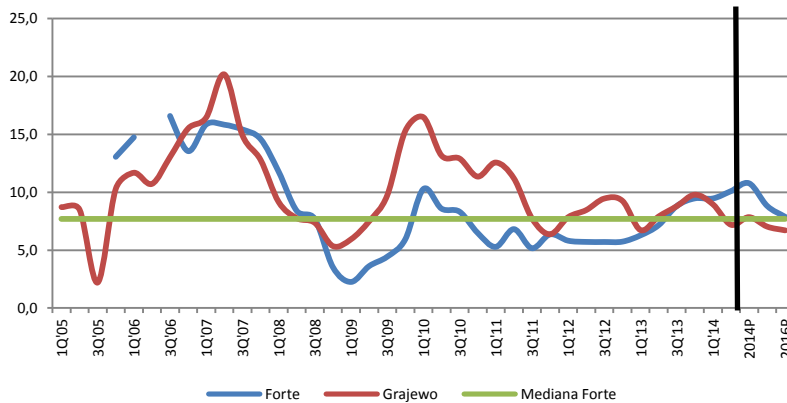
Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2014-2023 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 51,3 PLN. Natomiast wycena porównawcza do spółek z branży meblowej, oparta na prognozach wyników na lata 2014 – 2016 dała wartość 1 akcji na poziomie 42,3 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 49,5 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	51,3
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	42,3
<b>Wycena spółki [PLN]</b>		<b>49,5</b>

Źródło: BDM S.A.

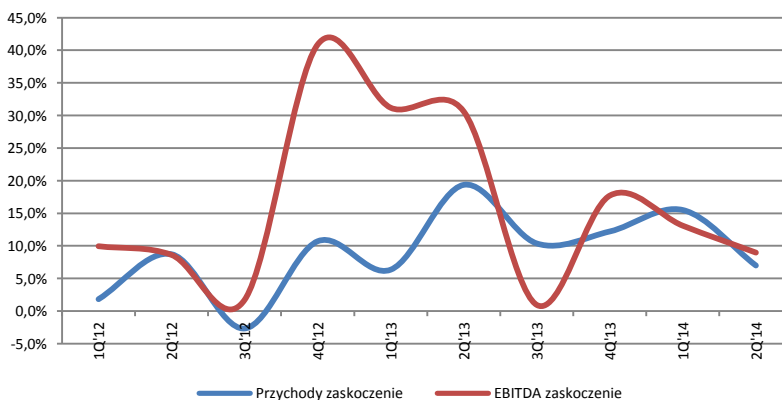
### Historyczna wycena spółek EV/EBITDA Forte i Grajewo



Forte historycznie było niżej wyceniane niż Grajewo (mediana EV/EBITDA 7,7x przy Grajewo 9,4x). Obecnie spółka handlowana jest z premią do Grajewo, która na lata 2014-2016 wynosi 37-68%.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

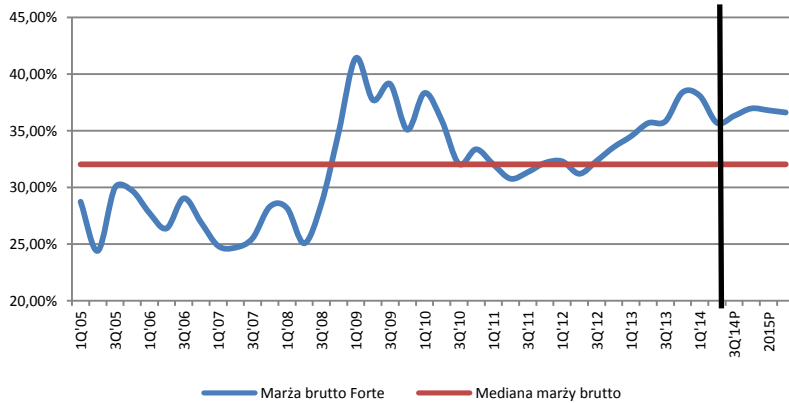
### Poziom zaskoczenia wyników Forte vs prognozy BDM



W ostatnich kwartałach poziom zaskoczenia wynikiem EBITDA wobec naszych prognoz małał (w 2Q'14 mieścił się poniżej 10%), co oznacza, że wiele jest już w cenach i rynek trudno będzie pozytywnie zaskoczyć w kolejnych okresach.

Źródło: BDM S.A., spółka

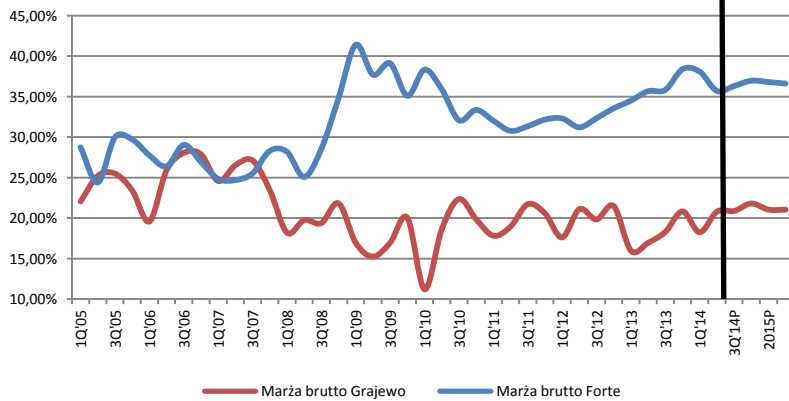
**Historyczna marża brutto Forte (prognoza 3Q'14-2016) vs mediana (2005-2014)**



*Spółka obecnie notuje ponadprzeciętne marże, co wynika ze sprzyjającej koniunktury na rynku mebli i płyt. Długoterminowo zakładamy, że takie marże są nie do utrzymania (spadek do historycznej mediany 32-33%)*

Źródło: BDM S.A., spółka

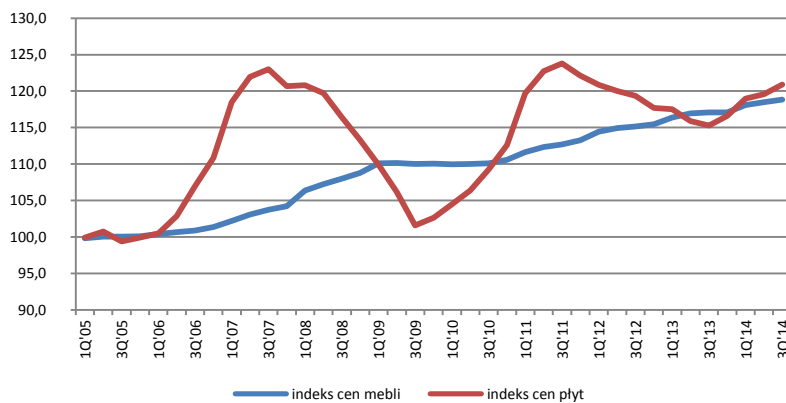
**Historyczna marża brutto Forte i Grajewa (prognoza 3Q'14-2016)**



*Marże Forte i Grajewa znajdują się w ujemnych cyklach koniunkturalnych.*

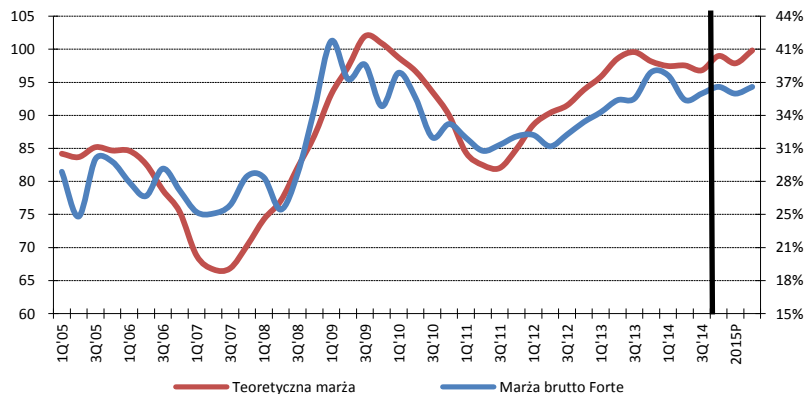
Źródło: BDM S.A., spółki

**Cykle na rynku płyt wiórowych i mebli**



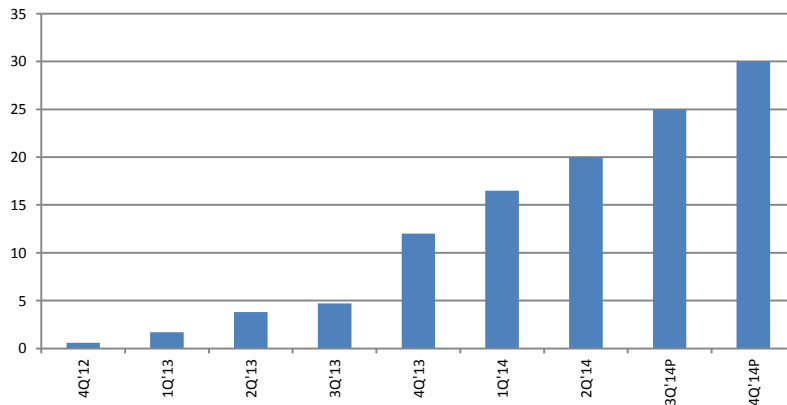
*Obecnie jesteśmy w cyklu podwyżek cen płyt,...*

Źródło: BDM S.A., destatis.de

**Teoretyczna marża meble-płyta (prognoza 4Q'14-2016) vs marża brutto Forte**


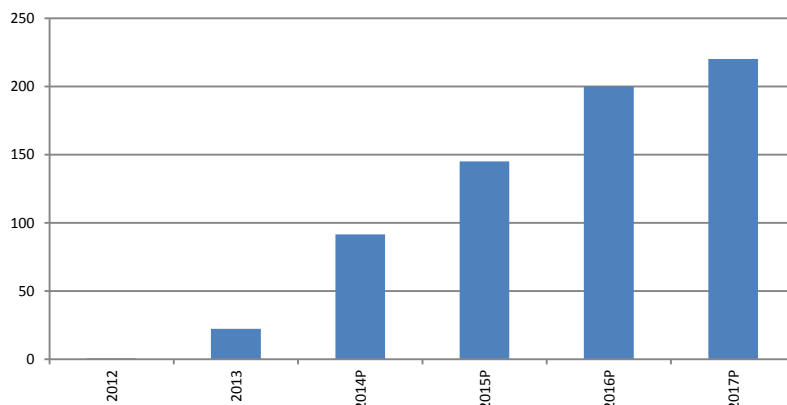
...co przymamniej utrudni spółce utrzymanie wysokiej marży brutto.

Źródło: BDM S.A., destatis.de

**Kwartalne przychody ze sprzedaży we Francji (prognoza 3Q'14-4Q'14)**


Spółka znacznie zwiększyła swoją sprzedaż na nowy rynek francuski po przejęciu sklepów Conforamy przez Steinhoff, kluczowego odbiorcę Forte.

Źródło: BDM S.A., spółka

**Roczne przychody ze sprzedaży we Francji (prognoza 2014-2017)**


W 2014 roku szacujemy, że sprzedaż sięgnie blisko 100 mln PLN, a docelowo 200-220 mln PLN do 2016-2017 roku. Na ten moment nie widzimy innego rynku w Europie, odznaczającego się tak wysoką dynamiką sprzedaży (spółka wspominała o W. Brytanii, ale jest on zdecydowanie bardziej rozdrobniony niż Francja).

Źródło: BDM S.A., spółka

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

### ▪ Spowolnienie gospodarcze w Polsce i Europie

Głównymi rynkami działalności spółki są Niemcy (50% sprzedaży) i Polska (20% sprzedaży) wobec czego głębsze spowolnienie koniunktury w tych krajach może negatywnie odbić się na wynikach spółki. Koniunktura wśród krajowych meblarzy zależy od kondycji przemysłu w Niemczech. Ta w ostatnich miesiącach sugeruje znaczne spowolnienie, czego obrazem jest kolejny spadek wskaźnika PMI (we wrześniu'14 poniżej 50 pkt). Niemniej w ostatnich kwartałach w sektorze meblowym obserwowana jest tendencja wypierania niemieckiej produkcji przez meble pochodzące z Polski. Krajowa produkcja sprzedana mebli rośnie dwucyfrowo przy spadku (szczególnie w 2013 roku) obrotów niemieckich producentów.

### ▪ Wzrosty cen płyt drewnopochodnych

Koszty płyt drewnopochodnych stanowią ok. 30% ogółu kosztów w spółce, co oznacza, że wzrost ceny o 10% przekłada się na ok. 17 mln PLN dodatkowych kosztów. W okresie lipiec 2009- lipiec 2011 notowania płyt poszły w górę o 23% licząc w EUR. Marża brutto ze sprzedaży w spółce spadła w tym okresie z okolic 40% do blisko 30%. Gwałtowny wzrost cen wynikał ze wzrostu kosztów pozysku drewna (+15% w Niemczech i ponad 30% w Polsce) oraz z bilansującego się rynku (w latach 2008-2011 zamknięto ok. 15% mocy produkcyjnych w Europie). Od tego czasu zniknęła presja na dalsze wzrosty kosztów drewna, a na rynku płyt pojawiły się nowe moce produkcyjne. Marża brutto spółki ponownie sięgnęła blisko 40%. Od października'14 ponownie obserwujemy nieznaczne podwyżki płyt. Obecnie ich wzrost sięga ok. 5% r/r, a wskaźniki wyprzedzające sugerują, że tendencja będzie utrzymana w najbliższych miesiącach.

### ▪ Wzrost kosztów pracy

Koszty pracy stanowią ok. 20% ogółu kosztów w spółce. W latach 2009-2013 średnie wynagrodzenie w spółce rosło przeciętnie o 5,7% przy ok. 3,6% wzroście średnio w gospodarce. W 2013 roku wzrosło o blisko 12% (+2,6% w gospodarce).

### ▪ Umocnienie złotówki

Zgodnie z przyjętym konsensusem złotówka ma tendencję do aprecjacji w relacji do głównych walut, co wynika z szybszego tempa rozwoju gospodarczego Polski i relatywnie wysokich stóp procentowych. Dlatego zakładamy stopniowe umocnienie złotówki do euro, a długoterminowo przyjmujemy kurs na poziomie 3,8 EUR/PLN. Niemniej zwracamy uwagę na aktywną politykę zabezpieczeń w spółce. Forte w swoich strategiach zabezpieczających stosuje zerokosztowe opcje. Spółka zabezpiecza praktycznie całą ekspozycję walutową na dwa lata do przodu. Na 2015 rok jest to prawie 60 mln EUR w korytarzu 4,2-4,86 EUR/PLN, a na 2016 rok już 43 mln EUR (4,2-4,68 EUR/PLN). Rozliczenie opcji wpłynie na korektę przychodów.

## 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 (4,0%, poprzednio 4,5%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

### Zmiany głównych założeń w modelu:

- Znacznie podwyższyliśmy wolumen sprzedaży. W 2014 roku wzrosł on o ok. 25% r/r (pełne wykorzystanie mocy produkcyjnych), a w 2015 roku o 16% r/r (w sierpniu '13 wzrost szacowaliśmy na ok. 6% r/r na '14 i +5% r/r na '15). Na podwyższenie sprzedaży wpłynęła nie tylko lepsza koniunktura w sektorze meblowym (+13% r/r w 2014 wobec oczekiwanego wcześniej wzrostu o 6-7% r/r w poprzednim raporcie), ale przede wszystkim wejście na nowe rynki sprzedaży (m.in. do Francji).
- Spółka informowała, że nominalne moce produkcyjne w 2014 roku wzrosły o ok. 20% r/r i obecnie je w pełni wykorzystuje (poprzednio nie zakładaliśmy rozbudowy mocy).
- Spółka na konferencji wynikowej po 2H'14 zapowiedziała ok. 40% wzrost mocy produkcyjnych mebli w perspektywie do końca 2016 roku w obecnych fabrykach w Ostrowi, Hajnówce, Suwałkach i Białym Stoku (z 6,1 mln paczek w 2014 do 8,5 mln paczek w 2016 roku).
- CAPEX na rozbudowę obecnie istniejących mocy o blisko 40% spółka szacuje na ok. 100 mln PLN (tyle uwzględniliśmy w modelu w latach 2014-2016). Poprzednio nie zakładaliśmy takiej rozbudowy z CAPEX na poziomie ok. 60 mln PLN.
- Zakładamy, że pełne wykorzystanie mocy spółka efektywnie osiągnie w 2020 roku (moce dostępne od 2017 roku). W międzyczasie obciążenie będzie sięgać 92-98% (w latach 2009-2013 spółka operowała na wykorzystaniu mocy 75%-96%).
- Nie zakładamy innych projektów inwestycyjnych, choć spółka informowała o takim ruchu wskazując na ryzyko zabezpieczenia sobie dostaw płyt. Jeśli więc pojawiłby się jakiś projekt dotyczyłby on strony kosztowej (np. fabryka płyt).
- Skorygowaliśmy ceny podstawowych surowców/komponentów jak płyty (lekko obniżone ceny), okucia (niższe koszty tworzyw/stali), kartony, szyby itp.
- Podwyższyliśmy oczekiwane tempo wzrostu wynagrodzeń w spółce z 2% r/r do 4% r/r. W latach 2006-2013 średnie wynagrodzenie rosło w spółce w tempie ok. 10% rocznie (w 2013 roku wzrosło o ok. 12% r/r). Dwucyfrowy wzrost obserwowany był również w 1H'14.
- Z zysku za 2013 rok spółka wypłaciła 1,5 PLN dywidendy/akcję, czyli ok. 62% zysku (DY 3,1%). Oczekujemy, że stopa wypłaty w kolejnych latach utrzyma się na porównywalnym poziomie, co przy wzroście wyników da DY na poziomie 5-6%.
- Zaktualizowaliśmy politykę zabezpieczeń kursowych spółki. Obecnie spółka ma zabezpieczoną praktycznie całą ekspozycję EUR/PLN (ok. 60 mln EUR netto rocznie) do 3Q'16. Przy oczekiwanym przez nas umocnieniu złotówki da to ok. 8,4 mln PLN zysku w 2015 roku i 12 mln PLN w 2016 roku. Konserwatywnie nie zakładamy dalszych umów ponad to, co spółka podpisała do chwili publikacji niniejszego raportu.

### Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2014-2023 przyjęliśmy na poziomie 19%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 23,751 mln akcji.
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 2%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 22 października 2014 roku

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,22 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 51,3 PLN.**

**Model DCF**

	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	666,4	842,4	988,9	1 090,2	1 110,4	1 143,3	1 177,2	1 211,9	1 236,1	1 260,9	1 286,1
EBIT [mln PLN]	72,4	110,7	136,3	150,8	138,1	138,0	138,1	138,1	135,9	134,6	133,4
Stopa podatkowa	20,8%	19,9%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	15,1	22,0	25,9	28,7	26,2	26,2	26,2	26,2	25,8	25,6	25,3
NOPLAT [mln PLN]	57,3	88,6	110,4	122,2	111,9	111,8	111,8	111,9	110,0	109,0	108,0
Amortyzacja [mln PLN]	16,7	16,6	18,6	20,2	21,4	22,5	23,2	23,6	23,6	23,3	22,7
CAPEX [mln PLN]	-16,8	-35,5	-36,7	-35,0	-35,6	-34,1	-32,4	-30,5	-27,3	-25,3	-22,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-0,3	-31,2	-33,8	-23,4	-4,6	-7,6	-7,8	-8,0	-5,6	-5,7	-5,8
FCF [mln PLN]	57,0	38,7	58,5	84,0	93,1	92,7	94,9	97,0	100,8	101,3	102,2
DFCF [mln PLN]		38,1	53,0	69,9	71,2	65,1	61,1	57,3	54,6	50,4	46,6
Suma DFCF [mln PLN]		567,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]		1 488,9									
											<i>wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%</i>
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		679,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 246,9									
Dług netto [mln PLN]		27,7									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>		<b>1 219,2</b>									
Ilość akcji [mln szt.]		23,8									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>		<b>51,3</b>									

Przychody zmiana r/r	26,4%	17,4%	10,2%	1,8%	3,0%	3,0%	2,9%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	52,8%	23,2%	10,7%	-8,4%	-0,1%	0,0%	0,1%	-1,7%	-0,9%	-0,9%
FCF zmiana r/r	-32,1%	51,4%	43,5%	10,8%	-0,4%	2,4%	2,2%	3,9%	0,5%	0,9%
Marża EBITDA	15,1%	15,7%	15,7%	14,4%	14,0%	13,7%	13,3%	12,9%	12,5%	12,1%
Marża EBIT	13,1%	13,8%	13,8%	12,4%	12,1%	11,7%	11,4%	11,0%	10,7%	10,4%
Marża NOPLAT	10,5%	11,2%	11,2%	10,1%	9,8%	9,5%	9,2%	8,9%	8,6%	8,4%
CAPEX / Przychody	4,2%	3,7%	3,2%	3,2%	3,0%	2,7%	2,5%	2,2%	2,0%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	213,0%	197,3%	173,5%	166,1%	151,3%	139,4%	129,4%	115,7%	108,8%	100,2%
Zmiana KO / Przychody	3,7%	3,4%	2,1%	0,4%	0,7%	0,7%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	17,7%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%

Źródło: BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	90,7%	93,0%	94,9%	96,4%	98,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	9,3%	7,0%	5,1%	3,6%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.



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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
beta	0,7	44,8	47,2	50,2	53,9	58,8	65,5	75,2	90,4	117,7
	0,8	42,5	44,6	47,2	50,4	54,5	60,0	67,7	79,2	98,4
	0,9	40,5	42,3	44,5	47,3	50,8	55,3	61,5	70,5	84,6
	1,0	38,6	40,2	42,2	44,5	47,5	51,3	56,4	63,6	74,3
	1,1	36,9	38,3	40,0	42,1	44,6	47,9	52,1	57,9	66,2
	1,2	35,3	36,5	38,0	39,9	42,1	44,8	48,4	53,1	59,7
	1,3	33,8	34,9	36,3	37,8	39,8	42,1	45,2	49,1	54,5

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Premia za ryzyko	3,0%	47,3	50,1	53,5	58,0	63,9	72,1	84,6	105,2	146,6
	4,0%	42,5	44,6	47,2	50,4	54,5	60,0	67,7	79,2	98,4
	5,0%	38,6	40,2	42,2	44,5	47,5	51,3	56,4	63,6	74,3
	6,0%	35,3	36,5	38,0	39,9	42,1	44,8	48,4	53,1	59,7
	7,0%	32,4	33,4	34,6	36,0	37,7	39,8	42,3	45,6	50,0
	8,0%	30,0	30,8	31,7	32,8	34,2	35,7	37,6	40,0	43,1
	9,0%	27,8	28,5	29,3	30,2	31,2	32,4	33,9	35,6	37,9

Źródło: BDM S.A.

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

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3,0%	88,1	82,1	76,8	72,1	68,0	64,3	61,0	58,0	55,3
	4,0%	75,2	69,3	64,3	60,0	56,2	52,9	49,9	47,2	44,8
	5,0%	65,5	60,0	55,3	51,3	47,9	44,8	42,1	39,8	37,6
	6,0%	58,0	52,9	48,5	44,8	41,6	38,9	36,5	34,3	32,4
	7,0%	52,1	47,2	43,2	39,8	36,8	34,3	32,1	30,2	28,4
	8,0%	47,2	42,7	38,9	35,7	33,0	30,7	28,7	26,9	25,3
	9,0%	43,2	38,9	35,4	32,4	29,9	27,7	25,9	24,2	22,8

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2014-2016 do wybranych, zagranicznych spółek działających w sektorze meblowym. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach z 22 października 2014 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 20% z uwagi na trudności w doborze spółek z grupy porównawczej skoncentrowanych w dużym stopniu na działalności w USA, gdzie obecnie obserwujemy „boom” mieszkaniowy.

Porównując wyniki Forte ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1004 mln PLN, co odpowiada 42,3 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 57,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika EV/EBITDA'14 Forte jest notowane z 27% premią.

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
BETER BED HOLDING	21,8	15,4	12,5	10,9	8,1	6,6	14,5	10,1	8,1
HERMAN MILLER	15,4	13,0	11,3	8,4	7,1	6,1	10,1	8,5	7,1
ETHAN ALLEN INTERIORS	15,1	13,0	10,2	6,8	5,6	4,5	7,8	6,1	4,5
NOBIA AB	18,5	13,0	11,8	10,5	7,3	6,4	16,1	9,3	8,1
POLTRONA FRAU	29,3	22,4	17,2	12,1	10,0	7,9	14,8	11,9	9,8
BOCONCEPT HOLDING	15,2	6,4	4,1	5,5	4,1	2,6	13,1	6,3	3,6
HOWDEN JOINERY GROUP	17,0	15,4	14,0	10,6	9,4	8,4	12,0	10,5	9,3
GRAJEWO	13,4	11,7	11,4	7,8	7,0	6,7	10,4	9,3	9,0
PAGED	8,9	7,7	7,1	6,7	5,7	5,0	8,1	7,0	6,3
Mediana	15,4	13,0	11,4	8,4	7,1	6,4	12,0	9,3	8,1
Forte	15,0	12,1	11,0	10,6	8,7	7,7	12,2	9,9	8,8
Premia/dyskonto do spółki	-2,9%	-6,8%	-3,9%	26,8%	21,5%	20,2%	1,9%	6,3%	8,8%
Wycena wg wskaźnika	37,5	49,6	53,5	31,6	38,6	42,5	36,7	43,5	46,8
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		<b>46,9</b>			<b>37,6</b>			<b>42,3</b>	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		<b>42,3</b>							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 22.10.2014

## WYNIKI 2Q'14 i PROGNOZA NA 3Q'14

Wyniki 2Q'14 okazały się lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Skala zaskoczenia nie była jednak duża w porównaniu z ostatnimi kwartałami, co świadczy o rosnących oczekiwaniach wobec przyszłych wyników spółki. Pewnym rozczarowaniem był cash flow. CFO był ujemny (-2,2 mln PLN) choć sezonowo nie jest to najgorszy kwartał w generowaniu gotówki. Za spadek odpowiadał znaczny wzrost zapasów przed sezonem. Na inwestycje spółka wydała 7,2 mln PLN wobec ponad 10 mln PLN w 1Q'14 i 4,1 mln PLN przed rokiem. W rezultacie gotówka netto zmniejszyła się o ok. 15 mln PLN q/q.

### Wyniki 2Q'14 [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	2Q'14P BDM	różnica	konsensus	różnica
Przychody	146,8	190,7	29,9%	178,26	7,0%	184,3	3,5%
Wynik brutto na sprzedaży	52,4	68,1	30,0%	67,59	0,7%		
EBITDA	17,5	25,6	46,3%	23,50	8,9%	25,0	2,4%
EBIT	13,3	21,4	60,6%	19,06	12,5%	20,7	3,7%
Zysk brutto	13,2	21,8	64,6%	19,33	12,7%		
Zysk netto	10,4	17,2	65,8%	15,66	9,7%	16,9	1,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	35,7%	35,7%		37,9%			
Marża EBITDA	11,9%	13,4%		13,2%		13,6%	
Marża EBIT	9,1%	11,2%		10,7%		11,2%	
Marża zysku netto	9,0%	11,4%		10,8%		0,0%	

Źródło: BDM S.A., spółka

W 3Q'14 produkcja sprzedana mebli wzrosła o 14,4% r/r. Zaskakująco mocny był wrzesień, kiedy produkcja wzrosła aż o 20,1% r/r (spodziewaliśmy się ok. 10%), a jej miesięczna wartość po raz pierwszy przekroczyła 3 mld PLN. Spółka jednak przyzwyczała nas już do tego, że z reguły dynamika wzrostu jej sprzedaży jest lepsza niż rynek, za co odpowiada ekspansja na nowych obszarach geograficznych, głównie we Francji (sprzedaż w 2Q'14 wyniosła już 20 mln PLN wobec niecałych 4 mln PLN przed rokiem). W rezultacie oczekujemy ponad 20% r/r wzrostu sprzedaży, powyżej 200 mln PLN. Bez uwzględniania rynku francuskiego sprzedaż wzrosła o ok. 11% r/r (180 mln PLN). Po stronie kosztów ceny płyty wiórowej na rynku niemieckim wzrosły o ok. 2% q/q (+5,8% r/r). Z drugiej strony spadły ceny okuć o ok. 2% r/r (niższe ceny tworzyw), klejów o ok. 5% r/r i kartonów o 1% r/r przez co spółka powinna utrzymać wysoką marżę brutto ze sprzedaży na poziomie ok. 36%. W długim terminie tak wysoka marża jest raczej nie do utrzymania (cykl podwyżek płyt, presja na wzrost płac), co pokazują historyczne prawidłowości. Na poziomie EBITDA oczekujemy 30,7 mln PLN, a netto 22 mln PLN. Na cały rok podwyższyliśmy założenia do odpowiednio 127,3 mln PLN EBITDA i 91,0 mln PLN zysku netto (poprzednio 112 mln PLN i 78 mln PLN).

### Prognozy wyników na 3Q'2014 [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14P	zmiana r/r	1-3Q'13*	1-3Q'14P	zmiana r/r	2013*	2014P	zmiana r/r
Przychody	166,5	204,9	23,0%	469,9	607,7	29,3%	666,4	842,4	26,4%
Wynik brutto na sprzedaży	59,7	74,4	24,7%	166,0	223,2	34,4%	241,4	310,0	28,4%
EBITDA	22,0	30,7	39,4%	61,5	88,3	43,5%	89,1	127,3	42,9%
EBIT	17,8	26,5	49,1%	49,1	75,8	54,5%	72,4	110,7	52,8%
Zysk brutto	18,8	27,1	43,9%	49,5	78,2	57,9%	73,1	113,7	55,4%
Zysk netto	14,9	21,9	46,9%	39,1	62,3	59,5%	57,9	91,0	57,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	35,8%	36,3%		35,3%	36,7%		36,2%	36,8%	
Marża EBITDA	13,2%	15,0%		13,1%	14,5%		13,4%	15,1%	
Marża EBIT	10,7%	12,9%		10,4%	12,5%		10,9%	13,1%	
Marża zysku netto	9,0%	10,7%		8,3%	10,3%		8,7%	10,8%	

Źródło: BDM S.A., spółka

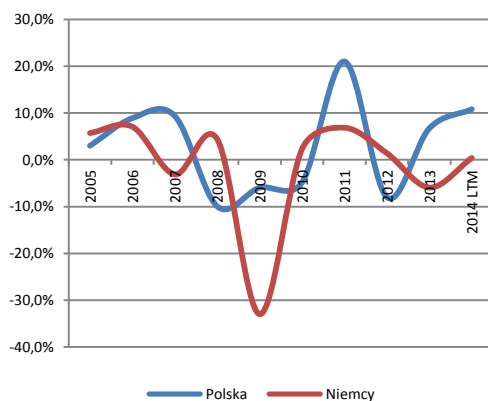
## OTOCZENIE RYNKOWE

### Rynek meblowy

Od końca 2013 roku obserwujemy dwucyfrowe wzrosty krajowej produkcji sprzedanej mebli przy braku korelacji z rynkiem niemieckim, największym odbiorcą naszych produktów. W samym wrześniu'14 produkcja wzrosła o 20,1% r/r (ceny stałe), a od początku roku o blisko 15% r/r. Obroty niemieckich producentów w ostatnich miesiącach spadają, a od początku roku wzrosły zaledwie o 0,6% r/r (w 2013 roku spadek o 5,9% r/r przy wzroście krajowej produkcji o 6,7% r/r).

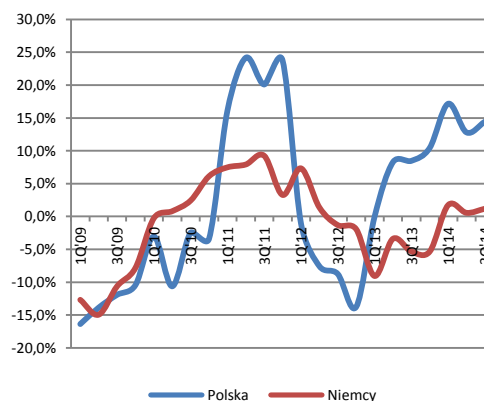
Dobra koniunktura wśród krajowych meblarzy to efekt głównie ekspansji na nowe rynki sprzedaży (np. Francja w Forte) czy wypierania niemieckiej produkcji. W Niemczech meble sprzedawane są głównie pod marką sieci handlowych. W długim terminie rodzi to ryzyko wyparcia polskich dostawców w momencie utraty konkurencyjności. Polski przemysł drzewny, z uwagi na urynkowienie systemu sprzedaży surowca od 2009 roku stracił już swoją główną przewagę konkurencyjną. Kolejnym zagrożeniem w tej kwestii są rosnące koszty pracy.

Dynamika produkcji mebli w Polsce i w Niemczech



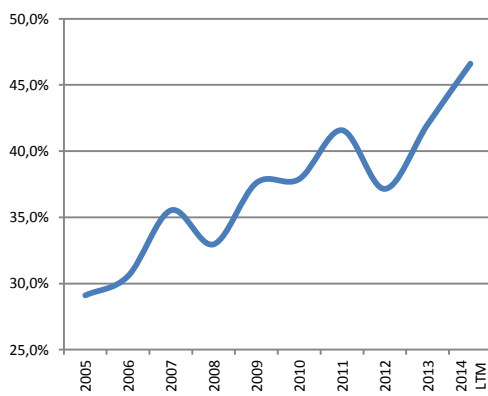
Źródło: BDM S.A. GUS, destatis.de. Ceny bieżące

Dynamika produkcji mebli w Polsce i w Niemczech



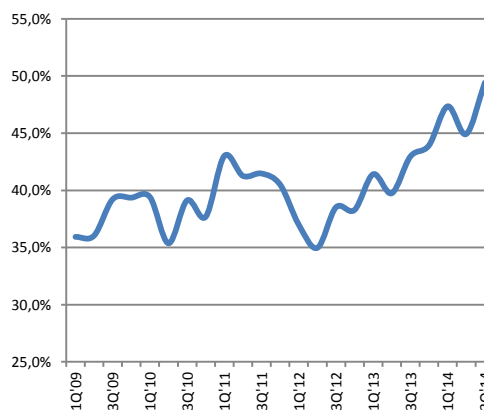
Źródło: BDM S.A. GUS, destatis.de. Ceny bieżące

Udział krajowej produkcji mebli w niemieckiej



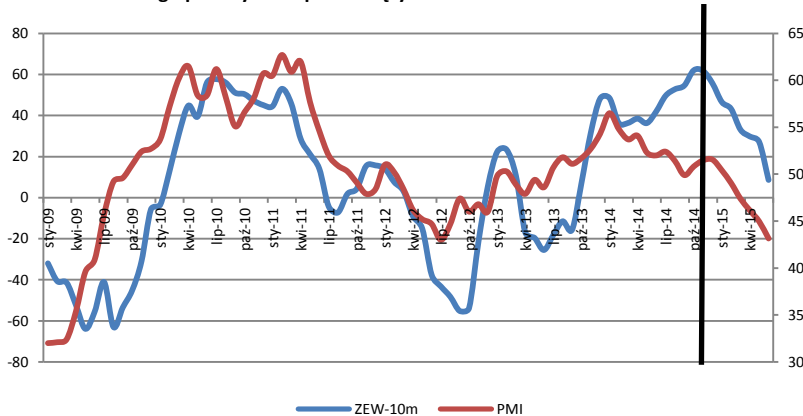
Źródło: BDM S.A. GUS, destatis.de. Ceny bieżące

Udział krajowej produkcji mebli w niemieckiej



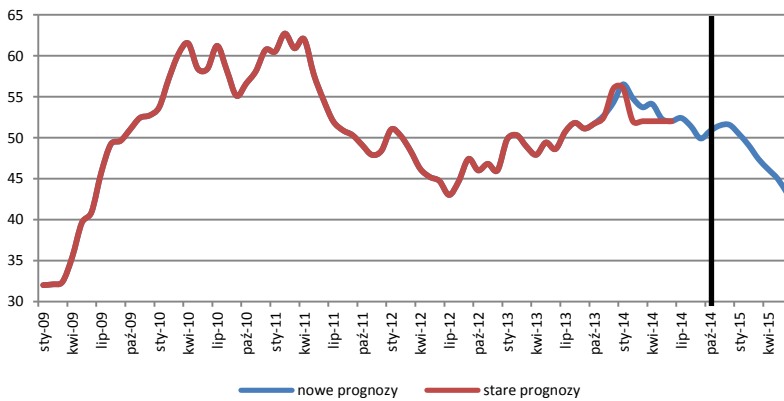
Źródło: BDM S.A. GUS, destatis.de. Ceny bieżące

Mimo wysokiej bazy z 2H'13 produkcja sprzedana mebli w 3Q'14 wzrosła aż o 14,4% r/r (12,8% r/r w 2Q'14, 17,2% w 1Q'14). We wrześniu (+20,1%) miesięczna wartość produkcji po raz pierwszy w historii przekroczyła 3 mld PLN. W kolejnych kwartałach tak wysoka dynamika jest raczej nie do utrzymania (wysoka baza, powrót do korelacji z rynkiem niemieckim?). W całym 2014 roku szacujemy, że produkcja wzrośnie o 12,9% r/r wobec 6,7% r/r w 2013 roku. Będzie to najlepszy rok od 2011 (+21% r/r) i trzeci najlepszy od czasu wstąpienia polski do UE. W 2015 roku oczekujemy ok. 5% r/r wzrostu (3Q'15-4Q'15 stagnacja).

**PMI dla niemieckiego przemysłu vs przesunięty indeks ZEW**


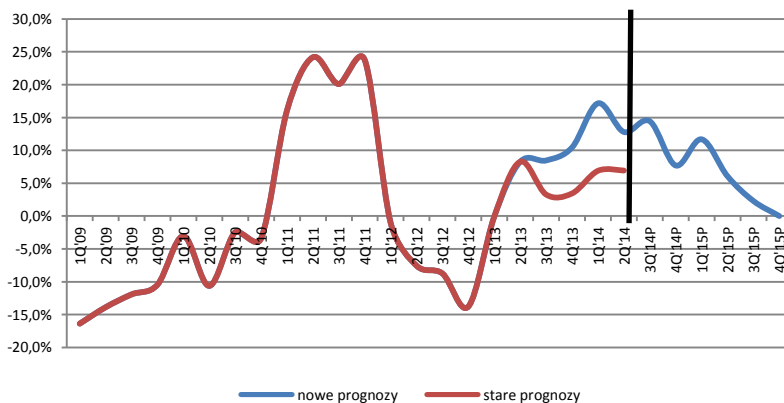
Proгноzy dla krajowego rynku meblowego opieramy o kondycję niemieckiego przemysłu. Na najbliższe kwartały indeks ZEW sygnalizuje kontynuację obecnie obserwowanego spowolnienia.

Źródło: BDM S.A. GUS, prognoza BDM na podstawie ZEW.

**PMI dla niemieckiego przemysłu- aktualizacja prognoz**


We wrześniu '14 PMI dla niemieckiego przemysłu spadło poniżej 50 pkt pierwszy raz od czerwca '13. Osłabienie koniunktury sygnalizowaliśmy już w poprzednim raporcie (z sierpnia '13), kiedy to panował dość duży optymizm. Na podstawie indeksu ZEW oczekujemy dalszego spowolnienia koniunktury w kolejnych miesiącach.

Źródło: BDM S.A. GUS, prognoza BDM na podstawie ZEW.

**Dynamika produkcji sprzedanej mebli w Polsce- aktualizacja prognoz**


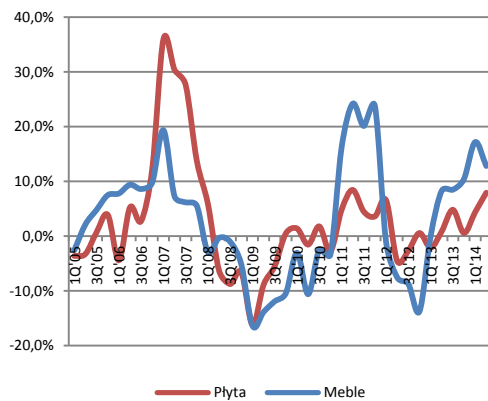
Nasze prognozy z poprzedniego raportu zostały niedoszacowane. Wpływ na to miał efekt wypierania niemieckiej produkcji przez bardziej konkurencyjne meble z Polski, a także ekspansja firm na nowe rynki zagraniczne. Naszym zdaniem szczyt koniunktury minęliśmy w 1Q'14 (+17,2% r/r) i oczekujemy dalszego wyhamowania dynamiki wzrostu (do 0% w 3-4Q'15).

Źródło: BDM S.A. GUS, prognoza BDM

### Rynek płyt drewnopochodnych

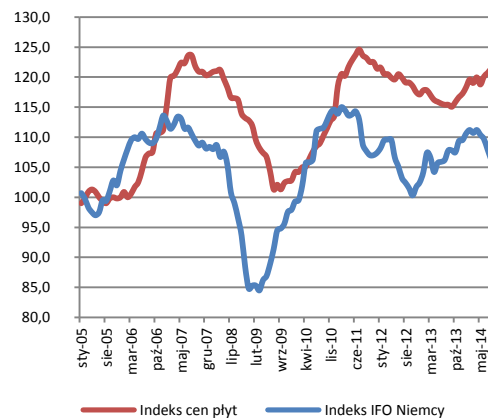
Od 3Q'13 jesteśmy w kolejnym cyklu podwyżek cen płyt. Historyczne analogie wskazują, że potrwa on do 1Q'15-3Q'15 (cykl szczyt-szczyt, dołek-dołek 14-16 kwartałów w latach 1995-2014). Na podstawie indeksu koniunktury niemieckiego IFO szczytu na rynku płyt moglibyśmy się spodziewać już w 4Q'14 (zwroty IFO regularnie wyprzedzały rynek płyt o średnio 7 miesięcy). Obecne zwwyżki sięgają ok. 4-5% i oczekujemy utrzymania tego poziomu do końca roku (średniorocznie ok. 4% r/r), a w 2015 roku średnio ok. 2% r/r wzrostu.

**Dynamika produkcji sprzedanej mebli i płyt w Polsce**



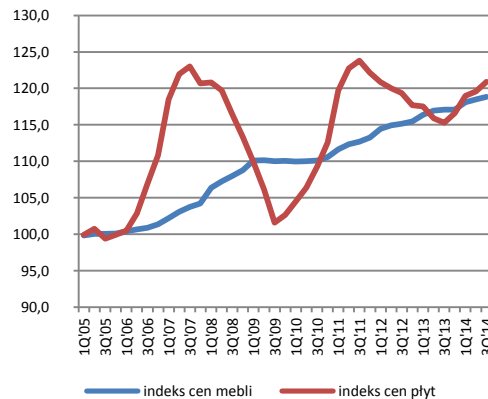
Źródło: BDM S.A., GUS

**Indeks cen płyt na tle indeksu koniunktury IFO Niemcy**



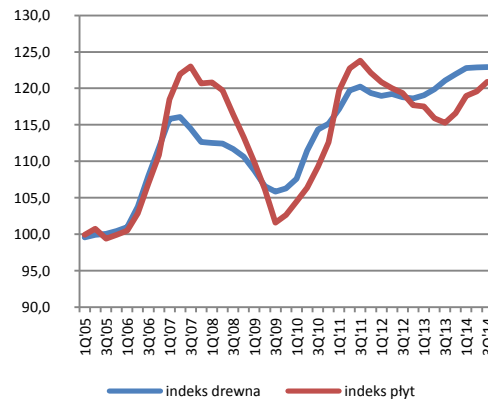
Źródło: BDM S.A. Bloomberg, destatis.de

**Indeks cen mebli i płyty wiórowej Niemcy (2005=100)**



Źródło: BDM S.A., destatis.de

**Indeks cen płyty i drewna Niemcy (2005=100)**



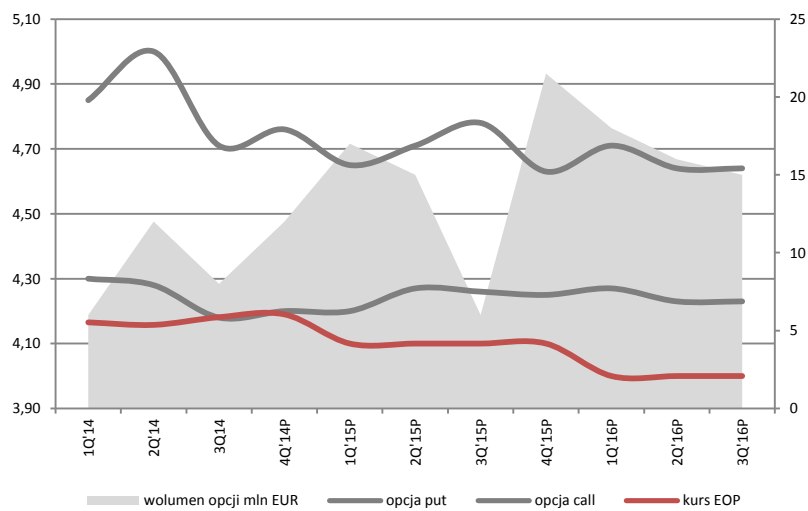
Źródło: BDM S.A., destatis.de

## POLITYKA ZABEZPIECZEŃ

Spółka jedynie 18% sprzedaży realizuje w kraju. Reszta przychodów jest w euro, a większość kosztów w złotychkach. Długa pozycja netto w euro to 50-60 mln EUR (każde 10 gr umocnienia złotówki to 5-6 mln PLN utraty marży w skali roku). Całą ekspozycję spółka stara się zabezpieczyć zerokosztowymi opcjami walutowymi na ok. 2 lata w przód (obecnie do 3Q'2016). W momencie rozliczenia instrumentów gdy kurs walutowy jest poza określonym korytarzem, spółka koryguje przychody.

Przy naszych oczekiwaniach umocnienia złotówki do euro do poziomu 3,8 EUR/PLN (stopniowo do 2020 roku) spółka zrealizuje dodatkowy zysk na opcjach w kwocie 0,8 mln PLN w 4Q'14, 8,4 mln PLN w 2015 i 12 mln PLN w 2016 roku. W kolejnych latach nie zakładamy dalszych transakcji zabezpieczających, co jest założeniem konserwatywnym.

### Kursy rozliczeniowe i wolumeny opcji walutowych



Źródło: BDM S.A., Spółki

## ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2014-2016

Na znaczące podwyższenie prognoz z poprzedniego raportu (sierpień 2013) wpłynął przede wszystkim znacznie wyższy wolumen sprzedaży, związany nie tylko z lepszym otoczeniem rynkowym (na 2014 rok prognozowaliśmy wówczas 6-7% r/r wzrost produkcji sprzedanej mebli wobec blisko 13% oczekiwanych obecnie), ale i z wejściem spółki na nowe rynki (Francja ok. 92 mln PLN sprzedaży w 2014 roku, docelowo ok. 200 mln PLN w 2016 roku). Dodatkowo na wzrost marży szczególnie w latach 2015-2016 wpłynęło rozliczenie opcji walutowych (3,7 mln PLN EBIT w '14, 8,4 mln PLN w '15 i 12 mln PLN w '16). Zrewidowaliśmy także nasze założenia odnośnie kosztów płyt (niecałe 4% r/r wzrostu w '14 i 2% r/r w '15 wobec odpowiednio 4,5% r/r i 3% r/r w poprzednim raporcie) i okuć w związku z taniejącymi tworzywami. Z drugiej strony podwyższyliśmy oczekiwane tempo wzrostu wynagrodzeń z 2% r/r do 4% r/r w długim terminie (historycznie szybsze tempo wzrostu płac).

### Zmiany w prognozach na lata 2014-2016 [mln PLN]

	2014P			2015P			2016P		
	Poprzednio*	Aktualnie	Zmiana	Poprzednio*	Aktualnie	Zmiana	Poprzednio*	Aktualnie	Zmiana
Przychody	630,1	842,4	33,7%	661,1	988,9	49,6%	673,8	1 090,2	61,8%
Wynik brutto na sprzedaży	213,4	310,0	45,2%	222,9	363,9	63,2%	221,2	399,1	80,4%
EBITDA	77,7	127,3	63,9%	80,8	154,9	91,7%	76,2	171,0	124,4%
EBIT	60,8	110,7	81,9%	63,6	136,3	114,4%	58,7	150,8	156,8%
Wynik netto	49,3	91,0	84,7%	51,7	112,2	116,9%	48,0	124,3	158,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	33,9%	36,8%		33,7%	36,8%		32,8%	36,6%	
Marża EBITDA	12,3%	15,1%		12,2%	15,7%		11,3%	15,7%	
Marża EBIT	9,7%	13,1%		9,6%	13,8%		8,7%	13,8%	
Marża zysku netto	7,8%	10,8%		7,8%	11,3%		7,1%	11,4%	

Źródło: BDM, szacunki własne. \*- prognozy z dnia 02.08.2013

### Główne założenia w modelu

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Zmiana cen mebli w EUR	2,2%	1,6%	1,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zmiana wolumenu mebli	4,2%	16,1%	24,8%	16,4%	10,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%
wykorzystanie mocy	83,3%	96,7%	100,6%	91,6%	92,5%	94,3%	96,2%	98,2%	100,1%	100,1%	100,1%	100,1%
Kurs EUR/PLN	4,18	4,20	4,18	4,10	4,00	3,95	3,90	3,85	3,80	3,80	3,80	3,80
Zmiana cen płyt wiórowych w EUR	-2,14%	-2,64%	3,71%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Zmiana cen okuć w EUR	-0,55%	-4,83%	-0,30%	-1,32%	1,11%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Wzrost wynagrodzeń	2,49%	11,86%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
<i>mln PLN</i>												
Przychody	560,5	666,4	842,4	988,9	1 090,2	1 110,4	1 143,3	1 177,2	1 211,9	1 236,1	1 260,9	1 286,1
zmiana r/r	6,2%	18,9%	26,4%	17,4%	10,2%	1,8%	3,0%	3,0%	2,9%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk brutto na sprzedaży	181,8	241,4	310,0	363,9	399,1	391,0	398,1	405,5	413,1	416,3	420,7	425,2
zmiana r/r	8,9%	32,8%	28,4%	17,4%	9,7%	-2,0%	1,8%	1,9%	1,9%	0,8%	1,0%	1,1%
marża	32,4%	36,2%	36,8%	36,8%	36,6%	35,2%	34,8%	34,4%	34,1%	33,7%	33,4%	33,1%
EBITDA	57,2	89,1	127,3	154,9	171,0	159,6	160,6	161,3	161,7	159,5	157,9	156,1
zmiana r/r	-8,5%	55,6%	42,9%	21,7%	10,4%	-6,7%	0,6%	0,5%	0,3%	-1,4%	-1,0%	-1,1%
marża	10,2%	13,4%	15,1%	15,7%	15,7%	14,4%	14,0%	13,7%	13,3%	12,9%	12,5%	12,1%
EBIT	41,7	72,4	110,7	136,3	150,8	138,1	138,0	138,1	138,1	135,9	134,6	133,4
zmiana r/r	-13,9%	73,5%	52,8%	23,2%	10,7%	-8,4%	-0,1%	0,0%	0,1%	-1,7%	-0,9%	-0,9%
marża	7,4%	10,9%	13,1%	13,8%	13,8%	12,4%	12,1%	11,7%	11,4%	11,0%	10,7%	10,4%
Zysk netto	34,5	57,9	91,0	112,2	124,3	114,7	115,4	115,9	115,6	113,0	111,5	110,1
zmiana r/r	-10,9%	67,7%	57,4%	23,3%	10,7%	-7,7%	0,7%	0,4%	-0,3%	-2,2%	-1,4%	-1,3%
marża	6,2%	8,7%	10,8%	11,3%	11,4%	10,3%	10,1%	9,8%	9,5%	9,1%	8,8%	8,6%

Źródło: BDM S.A.



**DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE**

<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Aktywa trwałe	252,9	254,1	272,9	291,0	305,8	320,0	331,5	340,7	347,6	351,3	353,4	353,4
Wartości niematerialne i prawne	16,1	16,6	17,4	18,4	19,5	20,6	21,7	22,9	24,0	25,2	26,4	27,5
Rzeczowe aktywa trwałe	188,8	188,6	206,6	223,7	237,4	250,5	260,9	268,9	274,7	277,3	278,2	277,0
Aktywa obrotowe	231,2	300,8	342,9	385,6	427,8	445,8	469,1	474,4	470,6	466,9	465,7	466,8
Zapasy	99,1	113,1	140,4	164,8	181,7	185,1	190,6	196,2	202,0	206,0	210,1	214,3
Należności krótkoterminowe	98,5	109,0	129,5	152,0	167,6	170,6	175,7	180,9	186,3	190,0	193,8	197,7
Investycje krótkoterminowe	30,7	76,9	71,2	66,9	76,7	88,2	101,0	95,5	80,6	69,0	60,0	53,0
-środki pieniężne i ekwiwalenty	30,0	76,1	70,5	66,2	76,0	87,5	100,3	94,7	79,8	68,3	59,2	52,2
<b>Aktywa razem</b>	<b>484,1</b>	<b>554,9</b>	<b>615,8</b>	<b>676,6</b>	<b>733,6</b>	<b>765,7</b>	<b>800,6</b>	<b>815,1</b>	<b>818,3</b>	<b>818,2</b>	<b>819,1</b>	<b>820,2</b>
Kapitał (fundusz) własny	345,2	380,9	436,3	492,5	549,4	589,5	636,1	659,7	659,4	656,9	655,3	653,9
Kapitał (fundusz) podstawowy	23,8	23,8	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9
Kapitał (fundusz) zapasowy	111,6	111,6	135,5	170,4	215,3	265,0	310,9	334,0	334,0	334,0	334,0	334,0
Zysk (strata) netto okresu	64,5	90,3	123,5	144,7	156,8	147,2	147,9	148,4	148,0	145,5	144,0	142,6
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	135,2	170,2	175,7	180,4	180,5	172,5	160,8	151,7	155,2	157,6	160,1	162,6
Rezerwy na zobowiązania	16,3	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
Zobowiązania długoterminowe	31,8	60,3	48,2	38,2	28,2	18,2	8,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
-oprocentowane	29,9	58,2	48,2	38,2	28,2	18,2	8,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	72,1	75,7	93,3	107,9	118,0	120,1	118,3	117,5	120,9	123,3	125,8	128,3
-oprocentowane	30,8	10,0	9,3	9,3	9,3	9,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>484,1</b>	<b>554,9</b>	<b>615,8</b>	<b>676,6</b>	<b>733,6</b>	<b>765,7</b>	<b>800,6</b>	<b>815,1</b>	<b>818,3</b>	<b>818,2</b>	<b>819,1</b>	<b>820,2</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	560,5	666,4	842,4	988,9	1090,2	1110,4	1143,3	1177,2	1211,9	1236,1	1260,9	1286,1
Koszty produktów, tow. i materiałów	378,7	424,9	532,4	625,0	691,2	719,4	745,3	771,7	798,8	819,8	840,2	860,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	181,8	241,4	310,0	363,9	399,1	391,0	398,1	405,5	413,1	416,3	420,7	425,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	137,8	162,1	198,0	227,6	248,2	252,9	260,0	267,4	275,0	280,5	286,1	291,8
Zysk (strata) na sprzedaży	44,0	79,4	112,0	136,3	150,8	138,1	138,0	138,1	138,1	135,9	134,6	133,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2,3	-6,9	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	57,2	89,1	127,3	154,9	171,0	159,6	160,6	161,3	161,7	159,5	157,9	156,1
EBIT	41,7	72,4	110,7	136,3	150,8	138,1	138,0	138,1	138,1	135,9	134,6	133,4
Saldo działalności finansowej	0,0	0,7	3,0	2,2	2,6	3,4	4,5	5,0	4,5	3,7	3,1	2,6
Zysk (strata) brutto	41,7	73,1	113,7	138,6	153,4	141,6	142,5	143,1	142,7	139,6	137,7	136,0
Zysk (strata) netto	34,5	57,9	91,0	112,2	124,3	114,7	115,4	115,9	115,6	113,0	111,5	110,1
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	71,5	80,1	75,9	96,3	119,5	128,2	126,2	126,6	127,0	127,6	126,3	124,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-28,6	-16,5	-31,5	-33,1	-31,3	-31,4	-29,1	-27,2	-26,0	-23,6	-22,3	-20,2
Przepływy z działalności finansowej	-38,3	-17,5	-50,1	-67,4	-78,4	-85,4	-84,3	-104,9	-115,9	-115,6	-113,0	-111,5
Przepływy pieniężne netto	4,7	46,1	-5,7	-4,2	9,8	11,5	12,8	-5,5	-14,9	-11,6	-9,0	-7,0
Środki pieniężne na początek okresu	25,5	30,0	76,1	70,5	66,2	76,0	87,5	100,3	94,7	79,8	68,3	59,2
Środki pieniężne na koniec okresu	30,0	76,1	70,5	66,2	76,0	87,5	100,3	94,7	79,8	68,3	59,2	52,2

Źródło: BDM S.A.

**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	19%	26%	17%	10%	2%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	56%	43%	22%	10%	-7%	1%	0%	0%	-1%	-1%	-1%
EBIT zmiana r/r	74%	53%	23%	11%	-8%	0%	0%	0%	-2%	-1%	-1%
Zysk netto zmiana r/r	68%	57%	23%	11%	-8%	1%	0%	0%	-2%	-1%	-1%
Marża brutto na sprzedaży	36%	37%	37%	37%	35%	35%	34%	34%	34%	33%	33%
Marża EBITDA	13%	15%	16%	16%	14%	14%	14%	13%	13%	13%	12%
Marża EBIT	11%	13%	14%	14%	12%	12%	12%	11%	11%	11%	10%
Marża brutto	11%	13%	14%	14%	13%	12%	12%	12%	11%	11%	11%
Marża netto	9%	11%	11%	11%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	9%
COGS / przychody	64%	63%	63%	63%	65%	65%	66%	66%	66%	67%	67%
SG&A / przychody	24%	24%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
SG&A / COGS	38%	37%	36%	36%	35%	35%	35%	34%	34%	34%	34%
ROE	15%	21%	23%	22%	19%	18%	17%	17%	17%	17%	17%
ROA	10%	15%	17%	17%	15%	14%	14%	14%	14%	14%	13%
Dług	70,3	57,4	47,4	37,4	27,4	12,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	13%	9%	7%	5%	4%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
D / E	15%	10%	8%	5%	4%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
Dług / kapitał własny	18%	13%	10%	7%	5%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
Dług netto	-5,8	-13,0	-18,8	-38,5	-60,0	-87,8	-94,7	-79,8	-68,3	-59,2	-52,2
Dług netto / kapitał własny	-2%	-3%	-4%	-7%	-10%	-14%	-14%	-12%	-10%	-9%	-8%
Dług netto / EBITDA	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3
Dług netto / EBIT	-8%	-12%	-14%	-26%	-43%	-64%	-69%	-58%	-50%	-44%	-39%
EV	1 324,2	1 325,4	1 319,7	1 299,9	1 278,4	1 250,6	1 243,7	1 258,6	1 270,2	1 279,2	1 286,2
Dług / EV	5%	4%	4%	3%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
CAPEX / Przychody	3%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
CAPEX / Amortyzacja	101%	213%	197%	173%	166%	151%	139%	129%	116%	109%	100%
Amortyzacja / Przychody	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Zmiana KO / Przychody	0%	4%	3%	2%	0%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0%	18%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2013</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
MC/S*	2,0	1,6	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
P/E*	23,4	15,0	12,1	11,0	11,9	11,8	11,8	11,8	12,1	12,2	12,4
P/BV*	3,5	3,1	2,7	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
P/CE*	18,2	12,7	10,4	9,4	10,0	9,9	9,8	9,8	10,0	10,1	10,3
EV/EBITDA*	15,1	10,6	8,7	7,7	8,2	7,9	7,9	7,9	8,1	8,3	8,4
EV/EBIT*	18,6	12,2	9,9	8,8	9,4	9,2	9,2	9,3	9,5	9,7	9,8
EV/S*	2,0	1,6	1,4	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
BVPS	16,2	18,4	20,8	23,1	24,8	26,8	27,8	27,7	27,6	27,6	27,5
EPS	2,4	3,8	4,7	5,2	4,8	4,8	4,8	4,8	4,7	4,7	4,6
CEPS	3,1	4,5	5,5	6,0	5,7	5,8	5,8	5,8	5,7	5,6	5,6
FCFPS	2,5	3,5	3,9	3,9	4,0	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3	0,0
DPS w okresie	0,95	1,50	2,35	2,82	3,12	2,88	3,86	4,85	4,83	4,73	4,67
Payout ratio	65,4%	61,6%	60,0%	60,0%	60,0%	80,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. \* obliczenia przy cenie 57,0 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Maciek Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-412  
e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, media/rozrywka, banki i finanse, handel stała

**Krzysztof Pado**

Specjalista ds. analiz  
tel. (032) 20-81-432  
e-mail: pado@bdm.pl

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

**Krzysztof Brymora**

tel. (032) 20-81-435  
e-mail: brymora@bdm.pl

chemia, przemysł drzewny/papierniczy

**Adrian Górniak**

tel. (032) 20-81-438  
e-mail: [adrian.gorniak@bdm.pl](mailto:adrian.gorniak@bdm.pl)  
deweloperzy

**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 Forte**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Redukuj	49,5	Redukuj	20,9	22.10.2014	57,0	53 256,2
Redukuj	20,9	Akumuluj	14,7	02.08.2013	24,7	47 370,8
Akumuluj	14,7	Trzymaj	12,0	11.01.2013	13,2	47 546,9
Trzymaj	12,0	-	-	02.07.2012	11,9	40 542,0

**Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'14:**

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

**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).

**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.

**Klauzule:**

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: 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. 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.

Investor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 22.10.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 28.10.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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 nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbliżone z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. 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 i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

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

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.

Investor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 22.10.2014 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.