



Dom Maklerski BDM S.A.

FORTE

RAPORT ANALITYCZNY

Spółka w ostatnim czasie rozczarowywała nas wynikami, a zarząd na kolejnych konferencjach studził oczekiwania w kwestii m.in. niższych założeń rozbudowy mocy produkcyjnych (7,5 mln paczek wobec 8,5 mln paczek sugerowanych na spotkaniu po 2Q'14) czy wyższego CAPEX (nawet 17 mln EUR w 2015 roku, w latach 2015-2016 przynajmniej 80 mln PLN). Tymczasem wycena rynkowa spółki sięgnęła historycznych maksimów (kapitalizacja blisko 1,5 mld PLN, kroczący wskaźnik EV/EBITDA 13,0x), a otoczenie rynkowe wydaje się bardziej wymagające niż w minionych okresach (obniżenie dynamiki wzrostu produkcji sprzedanej mebli). Przy naszych założeniach, zbieżnych z oczekiwaniami zarządu (sprzedaż 250 mln EUR w 2016/2017 a długoterminowo 300 mln EUR przy marży EBITDA powyżej 13% EBITDA), wskaźnik EV/EBITDA nie spadnie istotnie poniżej 10,0x w najbliższych latach, co oznacza ponad 50% premię do spółek z grupy porównawczej (Grajewo <6,0x EBITDA, Paged 8,0-6,0x EBITDA). W rezultacie **podtrzymujemy zalecenie REDUKUJ ustalając cenę docelową na 49,8 PLN/akcję.**

W ostatnich kwartałach spółka rozczarowywała nas wynikami, a na konferencjach zarząd wyraźnie studził oczekiwania. W rezultacie konsensus na 1Q'15 był niski i spółka zdołała go nieznacznie poprawić. Sprzedaż wsparła zapowiadana wyprzedaż zapasów, czego nie było w 3Q'14 i 4Q'14. W kolejnych kwartałach utrzymanie ponad 20% r/r dynamiki sprzedaży wydaje się nierealne. W 2Q'15 oczekujemy ponad 9% r/r wzrostu przychodów, na co wpływ mogło mieć także częściowe zawalenie hali produkcyjnej w Suwałkach (drugi co do wielkości zakład produkcyjny w spółce). Wydarzenie mogło mieć również wpływ na marże mimo sprzyjających tendencji na rynku płyt wiórowych i okuć. Niemniej spółka powinna poprawić wyniki r/r choć z jednocyfrową dynamiką (w 1H'14 wzrosty EBITDA sięgały 50% r/r). Potencjał na poprawę wyników widzimy bardziej w 2H'15 (niższa baza). W całym 2015 roku wzrost wyników powinien być dwucyfrowy, ale nie w tempie 2014 roku.

W długim terminie nasze założenia są spójne z tymi przedstawianymi przez zarząd na ostatnich konferencjach. Przy potencjale produkcyjnym 7,5 mln paczek spółka zakłada osiągnięcie 250 mln EUR sprzedaży w 2016/2017, a w długim terminie 300 mln EUR, co wg zarządu jest swoistą granicą przy bieżących lokalizacjach produkcyjnych (większa sprzedaż wymaga wybudowania fabryki w innym regionie- CAPEX ponad 100 mln PLN). Celem spółki odnośnie marży jest przynajmniej 13% EBITDA w tym okresie (BDM średnio 13,2%). W 2013 i 2014 było to 13,4% EBITDA, a mediana 2005-2014 to ok. 11,3% EBITDA. Na rozwój potencjału produkcyjnego do 7,5 mln paczek spółka ma wydać jeszcze przynajmniej 80 mln PLN (w 2014 roku 44 mln PLN), przy czym zdecydowana większość ma przypadać w bieżącym roku (ponad 60 mln PLN- na konferencji po 1Q'15 spółka mówiła o 17 mln EUR). Są to założenia wyższe niż pierwotnie komunikował zarząd.

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	560,5	666,4	822,4	937,6	1 062,9	1 112,8
EBITDA [mln PLN]	57,2	89,1	110,4	123,8	141,6	149,3
EBIT [mln PLN]	41,7	72,4	93,6	103,9	119,5	127,4
Wynik netto [mln PLN]	34,5	57,9	75,2	82,7	96,3	103,8
P/BV	4,1	3,7	3,4	3,1	2,8	2,6
P/E	41,3	24,6	19,0	17,3	15,0	14,0
EV/EBITDA	25,4	15,9	13,3	12,1	10,5	9,7
EV/EBIT	34,9	19,6	15,7	14,4	12,4	11,4

REDUKUJ

(POPZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 49,8 PLN

12 SIERPIEŃ 2015

Wycena DCF [PLN]	50,9
Wycena porównawcza [PLN]	45,4
Wycena końcowa [PLN]	49,8
Potencjał do wzrostu / spadku	-17,0%
Koszt kapitału	8,4%
Cena rynkowa [PLN]	60,00
Kapitalizacja [mln PLN]	1 425,1
Ilość akcji [mln. szt.]	23,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	62,50
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	51,71

Stopa zwrotu za 3 mc	3,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	16,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	7,5%

Struktura akcjonariatu:	
MaForm Holding	32,7%
Amplico OFE	12,5%
ING OFE	5,1%
Aviva OFE	5,6%
Pozostali	44,2%

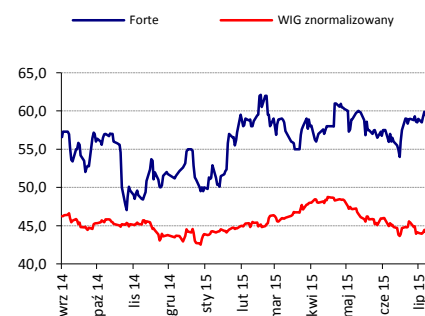
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
WYCENA DCF.....	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
WYNIKI 1Q'15 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	12
PODSUMOWANIE OSTATNICH KONFERENCJI Z ZARZĄDEM	14
POLITYKA ZABEZPIECZEŃ-AKTUALIZACJA.....	15
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2015-2017	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 2015-2024 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 50,9 PLN. Natomiast wycena porównawcza do spółek z branży meblowej, oparta na prognozach wyników na lata 2015 – 2017 dała wartość 1 akcji na poziomie 45,4 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 49,8 PLN.

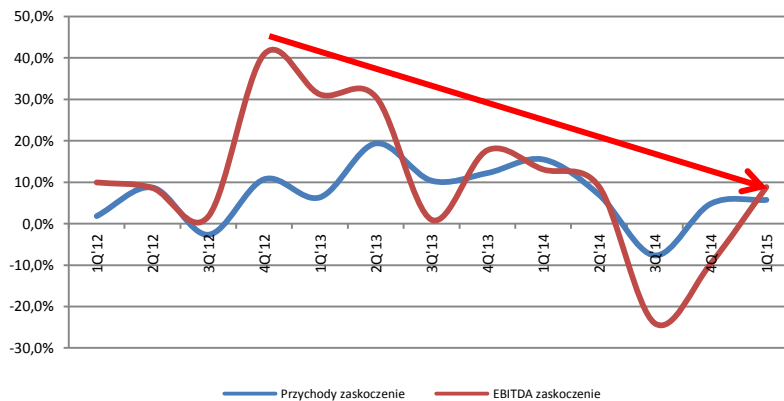
Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	50,9
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	45,4

Wycena spółki [PLN] **49,8**

Źródło: BDM S.A.

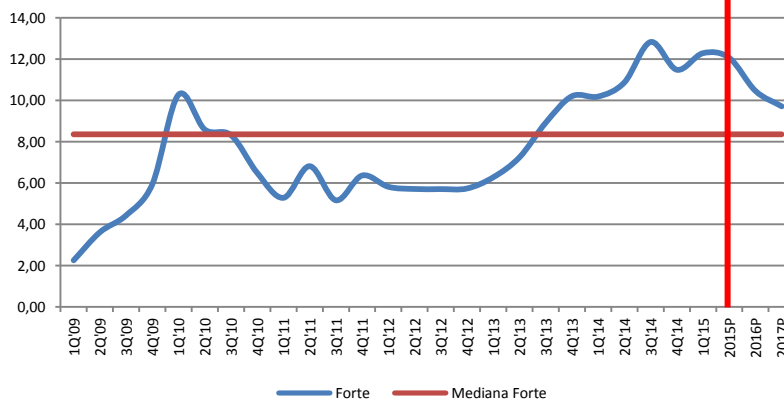
Poziom zaskoczenia wyników Forte vs prognozy BDM



W ostatnich kwartałach spółka rozczarowywała nas wynikami i studziła oczekiwania na kolejne okresy...

Źródło: BDM S.A., spółka

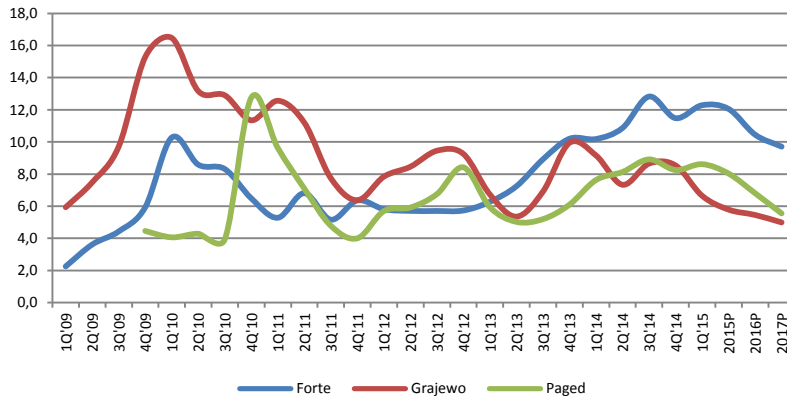
Wycena EV/EBITDA Forte



... tymczasem wycena spółki utrzymuje się na historycznych szczytach (kapitalizacja i EV w okolicach 1,5 mld PLN, 12,3x EBITDA LTM)...

Źródło: BDM S.A., spółka.

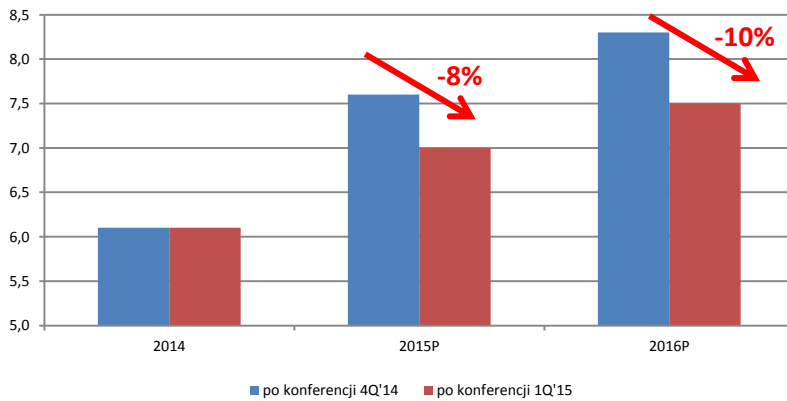
Porównanie mnożnika EV/EBITDA Forte, Grajewo i Paged



... ze zdecydowaną premią do Grajewo i Paged.

Źródło: BDM S.A., spółki

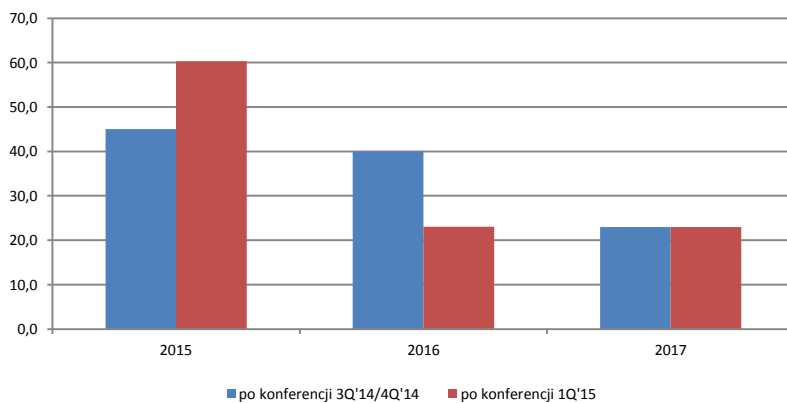
Założenia rozbudowy potencjału produkcyjnego Forte [mln paczek]



Na ostatnich konferencjach wynikowych spółka studziła oczekiwania na kolejne okresy m.in. obniżając założenia rozbudowy potencjału produkcyjnego (7,5 mln paczek na koniec 2016 roku vs 8,3- 8,5 mln paczek poprzednio)...

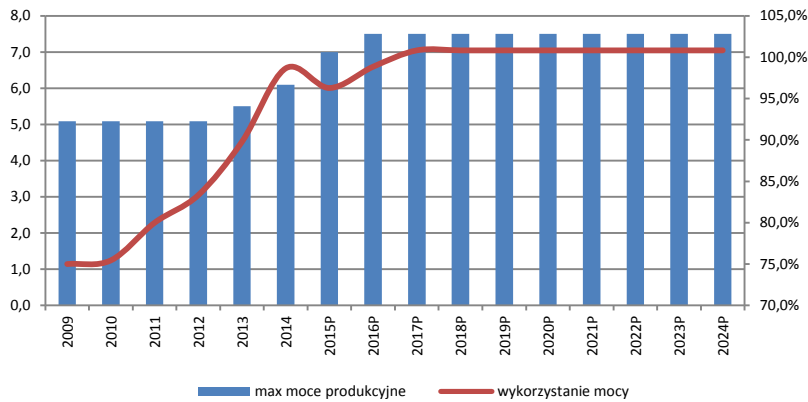
Źródło: BDM S.A., spółka

Planowany CAPEX w latach 2015-2017



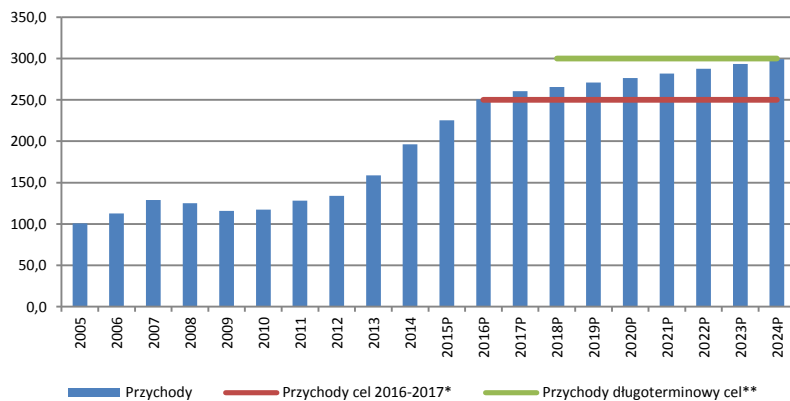
... i podwyższając CAPEX na 2015 rok (nawet 17 mln EUR, my zakładamy ok. 60 mln PLN, czyli ok. 14,5 mln EUR).

Źródło: BDM S.A., spółka

Moce produkcyjne [mln paczek] i ich wykorzystanie


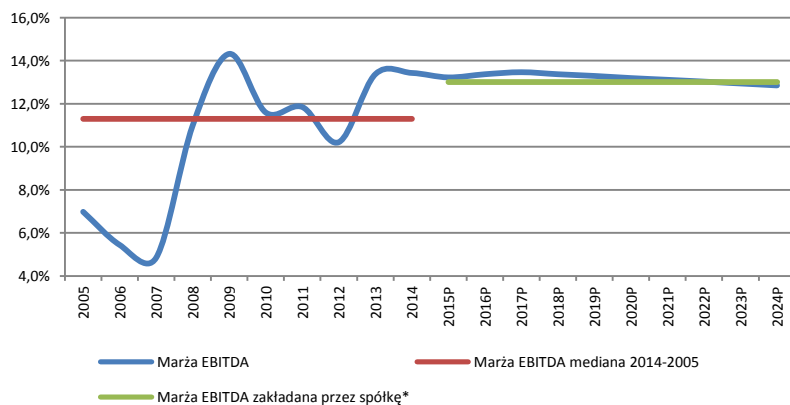
Zakładamy, że pełną zdolność produkcyjną spółka osiągnie na koniec 2016 roku i w kolejnym będzie je w pełni wykorzystywać. Wg zarządu dalsze zwiększanie mocy produkcyjnych w obecnych lokalizacjach nie jest możliwe.

Źródło: BDM S.A., spółka

Długoterminowe założenia- przychody ze sprzedaży [mln EUR]


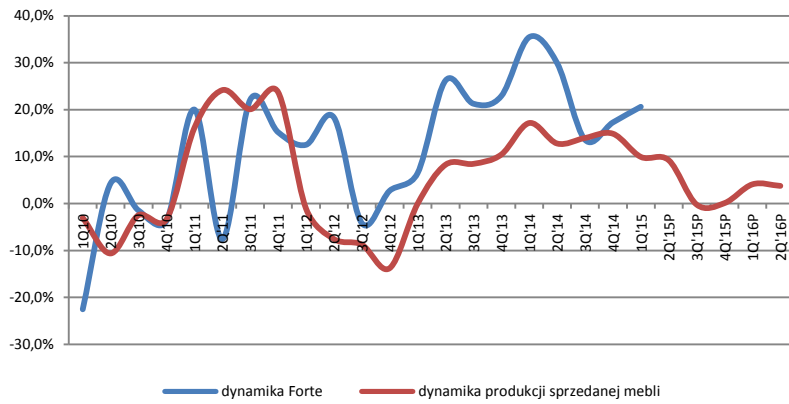
Nasze założenia odnośnie sprzedaży (250 mln EUR w 2016/2017 roku, 300 mln EUR długoterminowo) i marży (minimum 13% marży EBITDA) są zbieżne z tymi przedstawianymi przez zarząd na ostatnich konferencjach wynikowych.

Źródło: BDM S.A., spółka. *- na konferencji po 4Q'14. **- bez budowy nowych fabryk

Długoterminowe założenia- marża EBITDA


Źródło: BDM S.A., spółka. *- zakładana marża EBITDA przez spółkę na konferencji po 4Q'14

Dynamika sprzedaży w spółce vs dynamika produkcji sprzedanej mebli GUS- prognoza [r/r]



Źródło: BDM S.A., spółka, GUS

W 2014 roku produkcja sprzedana mebli rosła w każdym kwartale dwucyfrowo r/r. W 1H'15 tempo to spadło do 9% r/r, a w kolejnych okresach oczekujemy dalszego spadku dynamiki (ok. 5% r/r wzrostu w całym 2015 roku). W rezultacie utrzymanie dwucyfrowej dynamiki sprzedaży spółki może być wyzwaniem.

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 ostatnim czasie nie była najlepsza miesiącach. 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%. W 2014 roku przez większość czasu ceny płyt szły w górę ale w ostatnich miesiącach pojawiła się presja ze strony wschodnich producentów związana z kryzysem rosyjsko-ukraińskim. Oczekujemy spadku cen płyt o ok. 2% r/r w 2015 roku po wzroście o 3,1% r/r w 2014 roku.

▪ Wzrost kosztów pracy

Koszty pracy stanowią ok. 20% ogółu kosztów w spółce. W latach 2006-2014 średnie wynagrodzenie w spółce rosło przeciętnie o ponad 9% przy ok. 5% wzroście średnio w gospodarce. Przeciętne wynagrodzenie wciąż jednak znajduje się poniżej średniej krajowej (3,7k PLN/msc vs >4k PLN/msc w gospodarce) i zdecydowanie mniej niż np. w Grajewie (5,8k PLN/msc) czy Paged (>4k PLN/msc), co rodzi ryzyko dalszego wzrostu (zakładamy +3% długoterminowo).

▪ Umocnienie złotówki

Forte jest eksporterem dlatego każde umocnienie złotówki do euro o 10 groszy to utrata ok. 6 mln PLN marży w skali roku. Spółka stara się zabezpieczać praktycznie całą ekspozycję walutową na dwa lata do przodu. Na 2015 rok jest to prawie 60 mln EUR w korytarzu 4,24-4,67 EUR/PLN, a na 2016 i 2017 rok już odpowiednio 73 i 70 mln EUR (korytarz 4,24-4,65 w 2016 i 4,23-4,51 w 2017). 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 stopy wolnej od ryzyka (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Zmiany głównych założeń w modelu:

- Obniżyliśmy wolumen sprzedaży na lata 2015-2017 zgodnie z założeniami spółki przedstawionymi na konferencjach wynikowych po 4Q'14/1Q'15 (po 2Q'14 spółka mówiła o rozbudowie potencjału produkcyjnego do 8,5 mln paczek w perspektywie 2016/2017, a obecnie tylko do 7,5 mln paczek). W perspektywie 2016-2013 wzrost potencjału produkcyjnego to ok. 36%).
- W 2014 roku wolumen sprzedaży wzrósł w spółce o 22% r/r do 6 mln paczek. Spółka w pełni wykorzystywała dostępne moce produkcyjne. Oczekujemy, że tak też będzie w kolejnych latach, co oznacza wzrost sprzedaży o 12% r/r w 2015, 10% w 2016 roku i 2% w 2017 roku. Zgodnie z założeniami zarządu w 2016/2017 roku spółka ma osiągnąć dzięki temu 250 mln EUR sprzedaży (195 mln EUR w 2014 roku).
- Podwyższyliśmy koszty pracy w związku z szybszym wzrostem zatrudnienia przy realizowanym programie rozbudowy mocy produkcyjnych (w poprzednim raporcie przeciętne zatrudnienie w 2014 roku szacowaliśmy na ok. 2370 osób, tymczasem było to ponad 2650 osób. W kolejnych latach przyjęliśmy liniowy wzrost zatrudnienia wobec rozbudowy mocy, co oznacza ponad 3300 osób zatrudnionych w 2017 roku wobec ponad 2700 osób poprzednio.
- Obniżyliśmy założenia dla rynku płyt wiórowych w 2015 roku (-2% r/r, poprzednio +2% r/r) z uwagi na presję cenową ze Wschodu. Długoterminowo podtrzymujemy wzrost ok. 2% r/r.
- Obniżyliśmy ceny okuć w związku ze spadkami cen tworzyw (niższe koszty ropy naftowej).
- Podwyższyliśmy założenia odnośnie wzrostu cen energii w 2015 roku o ok. 10% r/r wobec 2% r/r wzrostu poprzednio.
- Na konferencji po 1Q'15 zarząd zapowiedział CAPEX w wysokości ok. 80 mln PLN w 2015-2016 roku, z czego nawet 60 mln PLN (17 mln EUR) w 2015 roku. Poprzednio oczekiwaliśmy <40 mln PLN w 2015 i ok. 35 mln w 2016 roku. W całym cyklu rozbudowy mocy 2014-2016 CAPEX wynosi ponad 120 mln PLN wobec poniżej 110 mln PLN poprzednio.
- Uwzględniliśmy nowe transakcje opcyjnie zawierane w ostatnich miesiącach (kurs EUR/PLN zabezpieczony do 4Q'17).
- Z poprzedniego programu motywacyjnego dla zarządu uchwalonego w 2011 roku spółka spełniła warunki dla 2013 (wzrost zysku netto i kursu akcji >10% r/r) i wyemitowała 150 tys. warrantów serii C zamiennych na akcje serii G (zostały w lipcu'15 objęte po 11,52 PLN/akcję). W 2014 roku spółka uchwaliła nowy program z podobnymi warunkami i ceną emisyjną w wysokości 46,19 PLN/akcję. Warunki dla 2014 roku zostały już spełnione (118,7 tys. warrantów D na akcje H) i zostaną zapewne spełnione za 2015 rok (118,7 tys. warrantów E na akcję H). W rezultacie przyjmujemy dla wyceny 24 138,4 tys. akcji wobec 23 751 tys. poprzednio.

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2015-2024 przyjęliśmy na poziomie 19%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 24,138 mln akcji (poprzednio 23,751 mln akcji)- program motywacyjny.
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 2%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 12 sierpnia 2015 roku

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,2 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 50,9 PLN.

Model DCF

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	822,4	937,6	1 062,9	1 112,8	1 135,0	1 157,7	1 180,9	1 204,5	1 228,6	1 253,2	1 278,2
EBIT [mln PLN]	93,6	103,9	119,5	127,4	129,6	131,9	134,1	136,5	138,9	141,3	143,7
Stopa podatkowa	20,8%	19,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	19,5	20,2	22,7	24,2	24,6	25,1	25,5	25,9	26,4	26,8	27,3
NOPLAT [mln PLN]	74,1	83,6	96,8	103,2	104,9	106,9	108,6	110,6	112,5	114,5	116,4
Amortyzacja [mln PLN]	16,8	20,0	22,1	21,8	21,6	21,4	21,1	20,8	20,5	20,2	20,0
CAPEX [mln PLN]	-44,2	-60,2	-23,0	-23,0	-22,3	-21,6	-21,3	-21,0	-20,7	-20,4	-20,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-71,1	-11,6	-32,6	-13,0	-5,8	-5,9	-6,0	-6,2	-6,3	-6,4	-6,5
FCF [mln PLN]	-24,4	31,8	63,2	89,0	98,4	100,7	102,3	104,2	106,0	107,9	109,8
DFCF [mln PLN]		30,8	56,4	73,2	74,5	70,0	65,4	61,2	57,2	53,4	49,8
Suma DFCF [mln PLN]		592,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]		1 599,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		725,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 317,9									
Dług netto [mln PLN]		89,5									
Wartość kapitału [mln PLN]		1 228,4									
Ilość akcji [mln szt.]		24,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		50,9									

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

Przychody zmiana r/r	14,0%	13,4%	4,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	10,9%	15,1%	6,6%	1,7%	1,8%	1,6%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%
FCF zmiana r/r	-	98,7%	40,9%	10,5%	2,3%	1,6%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%
Marża EBITDA	13,2%	13,3%	13,4%	13,3%	13,2%	13,1%	13,1%	13,0%	12,9%	12,8%	12,8%
Marża EBIT	11,1%	11,2%	11,5%	11,4%	11,4%	11,4%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,2%
Marża NOPLAT	8,9%	9,1%	9,3%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,1%	9,1%
CAPEX / Przychody	6,4%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	301,6%	104,4%	105,3%	103,3%	101,2%	101,3%	101,2%	101,0%	100,8%	100,4%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	1,2%	3,1%	1,2%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	10,1%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
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	87,1%	89,5%	91,4%	93,0%	94,4%	95,7%	96,9%	98,1%	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	12,9%	10,5%	8,6%	7,0%	5,6%	4,3%	3,1%	1,9%	0,0%	0,0%
WACC	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	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	44,0	46,5	49,6	53,6	58,7	65,8	75,9	91,9	120,6
	0,8	41,6	43,8	46,5	49,9	54,2	60,0	68,0	80,2	100,3
	0,9	39,5	41,4	43,8	46,6	50,3	55,1	61,6	71,0	85,9
	1,0	37,5	39,2	41,2	43,7	46,9	50,9	56,2	63,7	75,0
	1,1	35,7	37,2	39,0	41,2	43,8	47,3	51,7	57,8	66,5
	1,2	34,0	35,4	36,9	38,8	41,2	44,1	47,8	52,8	59,8
	1,3	32,5	33,7	35,1	36,7	38,8	41,3	44,4	48,6	54,2

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%	46,6	49,5	53,2	57,8	64,0	72,7	85,7	107,4	150,9
	4,0%	41,6	43,8	46,5	49,9	54,2	60,0	68,0	80,2	100,3
	5,0%	37,5	39,2	41,2	43,7	46,9	50,9	56,2	63,7	75,0
	6,0%	34,0	35,4	36,9	38,8	41,2	44,1	47,8	52,8	59,8
	7,0%	31,0	32,1	33,4	34,8	36,6	38,8	41,5	44,9	49,6
	8,0%	28,5	29,3	30,3	31,5	32,9	34,5	36,5	39,0	42,3
	9,0%	26,2	26,9	27,7	28,7	29,7	31,0	32,6	34,4	36,8

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%	89,4	83,1	77,6	72,7	68,4	64,5	61,1	57,9	55,1
	4,0%	75,9	69,8	64,5	60,0	56,0	52,5	49,4	46,6	44,1
	5,0%	65,8	60,0	55,1	50,9	47,3	44,1	41,3	38,8	36,5
	6,0%	57,9	52,5	47,9	44,1	40,7	37,8	35,3	33,0	31,0
	7,0%	51,7	46,6	42,3	38,8	35,7	33,0	30,7	28,7	26,9
	8,0%	46,6	41,8	37,8	34,5	31,7	29,2	27,1	25,2	23,6
	9,0%	42,3	37,8	34,1	31,0	28,4	26,1	24,2	22,4	20,9

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-2017 do wybranych, zagranicznych i polskich spółek działających w sektorze meblowym. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach z 12 sierpnia 2015 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 20% z uwagi na trudności w doborze spółek z grupy porównawczej.

Porównując wyniki Forte ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,1 mld PLN, co odpowiada 45,4 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 60,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika EV/EBITDA 2015-2017 Forte jest notowane z ponad 50% premią.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
BETER BED HOLDING	20,6	16,5	15,0	11,2	9,1	8,3	13,7	11,1	10,2
HERMAN MILLER	14,9	12,9	11,5	7,7	6,6	5,6	9,9	8,3	7,1
ETHAN ALLEN INTERIORS	17,9	15,3	12,5	8,6	7,3	6,3	10,8	8,7	6,9
DOREL INDUSTRIES	18,5	14,0	12,9	8,0	6,1	5,1	11,9	9,2	7,5
NOBIA	18,9	16,9	15,7	10,9	9,7	8,9	14,3	12,4	11,2
BOCONCEPT HOLDING	11,2	7,5	5,8	5,3	3,5	2,4	8,5	4,8	3,0
HOWDEN JOINERY GROUP	19,6	17,7	16,0	12,6	11,4	10,2	14,0	12,7	11,5
GRAJEWO	10,3	9,9	9,3	5,8	5,5	5,0	8,0	7,6	6,9
PAGED	11,8	11,2	9,0	8,0	6,8	5,6	10,5	8,9	7,0
Mediana	17,9	14,0	12,5	8,0	6,8	5,6	10,8	8,9	7,1
FORTE	17,3	15,0	14,0	12,1	10,5	9,7	14,4	12,4	11,4
Premia/dyskonto do spółki	-3,1%	7,2%	11,9%	50,2%	53,5%	72,7%	33,0%	39,0%	60,2%
Wycena wg wskaźnika	61,9	56,0	53,6	39,1	38,5	34,7	44,5	42,7	37,4
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		57,2			37,5			41,6	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		45,4							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 12.08.2015.

WYNIKI 1Q'15 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

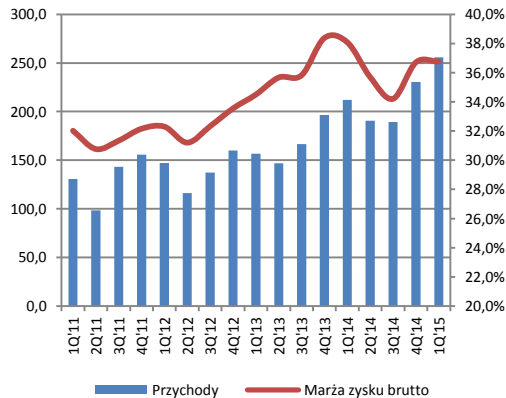
Wyniki 1Q'15 okazały się nieznacznie lepsze niż nasze założenia (zaskoczenie EBITDA +9%) i konsensus (+16%). Lepszy rezultat to efekt wyższej o blisko 6% niż założenia sprzedaży (+20,6% r/r wobec wzrostu produkcji sprzedanej mebli o 10% r/r) i nieco lepszej marży (rozłożenie kosztów stałych). Spółka informowała po 4Q'14 o zejściu z zapasów w 1Q'15, stąd tak wysoka dynamika sprzedaży. W istocie w rachunku przepływów pieniężnych zapasy stopniały o ponad 7 mln PLN, przez co CFO wyraźnie poprawił się w stosunku do poprzednich okresów i wyniósł 35 mln PLN (EBITDA 37,1 mln PLN). Na inwestycje spółka wydała 15 mln PLN wobec 10 mln PLN przed rokiem (oczekujemy ponad 60 mln PLN CAPEX w skali roku wobec 44 mln PLN w 2014 roku). W rezultacie dług netto spadł do 22,6 mln PLN wobec 44,6 mln PLN poprzednio. Na 2Q'15 zarząd zapowiedział pojawienie się gotówki netto, ale wg nas może być to trudne do wykonania. W 3Q'15 trzeba będzie wypłacić blisko 50 mln PLN dywidendy (2 PLN/akcję).

Wyniki 1Q'15 [mln PLN]

	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	1Q'15P BDM	różnica	1Q'15 konsensus	różnica
Przychody	212,0	255,8	20,6%	241,9	5,7%	235,0	8,8%
Wynik brutto na sprzedaży	80,8	94,0	16,4%	89,4	5,1%	-	-
EBITDA	32,0	37,1	16,0%	34,1	8,9%	32,1	16,0%
EBIT	27,9	32,5	16,4%	29,3	10,8%	27,4	18,5%
Zysk brutto	29,4	31,6	7,6%	29,1	8,7%	-	-
Zysk netto	23,2	25,1	8,0%	23,5	6,6%	21,8	15,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	38,1%	36,8%		37,0%		-	
Marża EBITDA	15,1%	14,5%		14,1%		13,6%	
Marża EBIT	13,1%	12,7%		12,1%		11,7%	
Marża zysku netto	11,0%	9,8%		9,7%		9,3%	

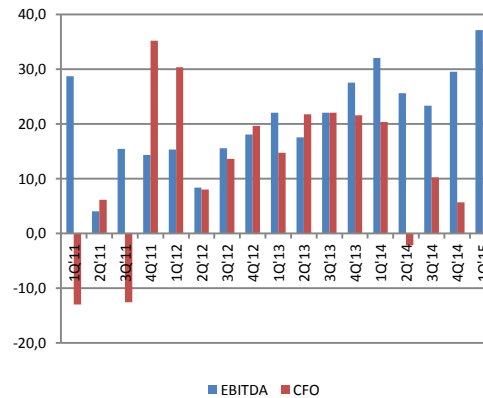
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] i marża zysku brutto

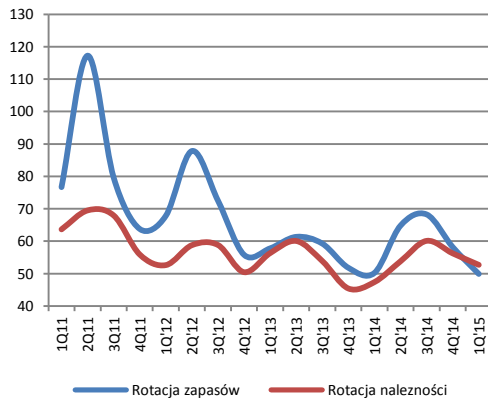


Źródło: BDM S.A., spółka. Przychody- LS, marża- PS

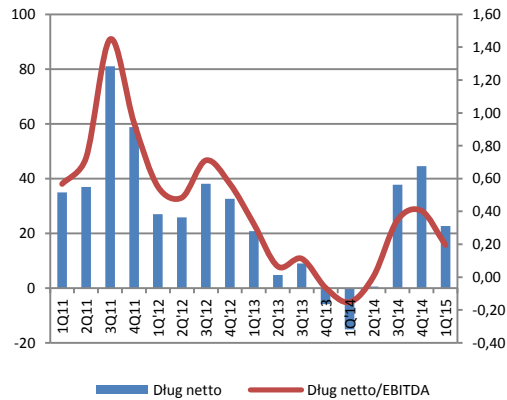
EBITDA i CFO [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Wskaźniki rotacji zapasów i należności w dniach


Źródło: BDM S.A., spółka

Dług netto [mln PLN] i DN/EBITDA


Źródło: BDM S.A., spółka. Dług netto- LS, DN/EBITDA- PS

Wybrane dane finansowe 1Q'13-4Q'15P [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15P	3Q'15P	4Q'15P	2014	2015P
Przychody	156,5	146,8	166,5	196,5	212,0	190,7	189,2	230,5	255,8	208,1	215,5	258,2	822,4	937,6
Wynik brutto na sprzedaży	54,0	52,4	59,7	75,4	80,8	68,1	64,7	84,6	94,0	73,3	75,0	90,2	298,2	332,5
EBITDA	22,0	17,5	22,0	27,5	32,0	25,6	23,3	29,5	37,1	26,8	28,1	31,8	110,4	123,8
EBIT	18,0	13,3	17,8	23,3	27,9	21,4	19,2	25,1	32,5	21,7	23,0	26,7	93,6	103,9
Wynik brutto	17,5	13,2	18,8	23,6	29,4	21,8	19,0	24,8	31,6	21,6	22,9	26,6	94,9	102,7
Wynik netto	13,8	10,4	14,9	18,8	23,2	17,2	15,3	19,5	25,1	17,5	18,6	21,5	75,2	82,7
Marża zysku brutto ze sprzedaży	34,5%	35,7%	35,8%	38,4%	38,1%	35,7%	34,2%	36,7%	36,8%	35,2%	34,8%	34,9%	36,3%	35,5%
Marża EBITDA	14,1%	11,9%	13,2%	14,0%	15,1%	13,4%	12,3%	12,8%	14,5%	12,9%	13,0%	12,3%	13,4%	13,2%
Marża EBIT	11,5%	9,1%	10,7%	11,9%	13,1%	11,2%	10,1%	10,9%	12,7%	10,4%	10,7%	10,3%	11,4%	11,1%
Marża zysku netto	8,8%	7,1%	9,0%	9,6%	11,0%	9,0%	8,1%	8,5%	9,8%	8,4%	8,6%	8,3%	9,1%	8,8%
Zmiana r/r														
Przychody	6,5%	26,2%	21,3%	22,9%	35,5%	29,9%	13,6%	17,3%	20,6%	9,1%	13,9%	12,0%		14,0%
Wynik brutto na sprzedaży	13,7%	44,3%	34,4%	40,6%	49,5%	30,0%	8,5%	12,2%	16,4%	7,7%	15,9%	6,6%		11,5%
EBITDA	44,2%	109,3%	41,4%	52,8%	45,2%	46,3%	5,9%	7,2%	16,0%	4,8%	20,6%	7,6%		12,1%
EBIT	56,9%	185,6%	53,1%	66,8%	55,2%	60,6%	7,9%	7,6%	16,4%	1,3%	19,9%	6,2%		10,9%
Wynik brutto	52,9%	192,1%	55,7%	73,0%	68,0%	64,6%	0,9%	5,0%	7,6%	-0,6%	20,7%	7,2%		8,2%
Wynik netto	51,6%	109,7%	55,9%	72,5%	68,4%	65,8%	2,3%	3,8%	8,0%	2,1%	21,4%	10,5%		10,0%

Źródło: BDM S.A., spółka

PODSUMOWANIE OSTATNICH KONFERENCJI Z ZARZĄDEM

Od 2014 roku spółka zaczęła prowadzić bardziej otwartą politykę informacyjną organizując m.in. konferencje dla analityków/zarządzających po wynikach finansowych. Co kwartał zarząd spółki studiował oczekiwania obniżając założenia sprzedażowe (niższe wolumeny sprzedaży) podnosząc jednocześnie CAPEX. Celem spółki na 2016-2017 (po rozbudowie mocy produkcyjnych o ponad 30%) jest sprzedaż na poziomie 250 mln EUR (w naszym modelu osiągamy taką wartość w 2016 roku). Wg zarządu przy obecnych lokalizacjach maksymalna sprzedaż spółki możliwa do osiągnięcia to 300 mln EUR (u nas w modelu >2020 roku, od 2017 roku pełne wykorzystanie mocy produkcyjnych 7,5 mln paczek) przy długoterminowej marży >13% (w modelu mediana 13,2%).

Podsumowanie ostatnich konferencji z zarządem

		1Q'14 21.05.2014	2Q'14 10.09.2014	3Q'14 26.11.2014	4Q'14 20.03.2015	1Q'15 14.05.2015
wolumen	2014		6,1 mln paczek	poniżej 6 mln paczek		
	2015P		7,8 mln paczek max capacity			
	2016P		8,5 mln paczek max capacity	ponad 8 mln paczek max capacity	Cel: +1 mln paczek, czyli ok. 7 mln PLN	7,5 mln paczek na koniec 2016
CAPEX	2014	ok. 40 mln PLN	ok. 30 mln PLN	35-40 mln PLN		
	2015P		ok. 35 mln PLN	ok. 45 mln PLN	CAPEX 2015-2017 80 mln PLN, gasnący	17 mln EUR
	2016P		ok. 35 mln PLN	40-45 mln PLN		2015-2016 80 mln PLN
inne	Rozwój	może postawią fabrykę CAPEX 100 mln PLN	bez nowej fabryki, rozbudowa obecnych lokalizacji	rozbudowa obecnych lokalizacji	moce produkcyjne +40% do końca '17 umowa z Pfeleiderer na dostawę płyt wartości 71 mln EUR	
	Surowce	ceny płyt wzrosną nieznacznie, do 5%	nie ma problemu z dostępnością płyty, napływ z Ukrainy	w najbliższych latach 2 mln m ³ płyt na rynku	ceny surowców stabilne	
	Koszty	koszty sprzedaży wzrosną max o 0,5 pkt. proc.	niedługo (kilka tyg.) poinformują o projekcie gwarantującym dostawę płyt	niedługo (kilka tyg.) poinformują o projekcie gwarantującym dostawę płyt		
	Kapitał obrotowy	do Steinhoffa ok. 20% sprzedaży	słaby CFO przez wysokie zapasy, zejść z nich w 3Q'14	słaby CFO przez wysokie zapasy, zejść z nich 4Q'14	Niemcy opóźnili płatności, gotówka netto nie pojawi się w 2Q'15, później bo duże inwestycje	
	Cele			Przy ponad 8 mln paczek sprzedaż 250-270 mln EUR Marża EBITDA długoterminowo 12%	cel na 2 lata sprzedaż 250 mln EUR Marża EBITDA >13%, poprzednio byli konserwatywni	
				Outlook 2014: sprzedaż >800 mln, 70-75 mln zysku netto W naszym regionie (z fabrykami PL) max to 300 mln EUR sprzedaży		

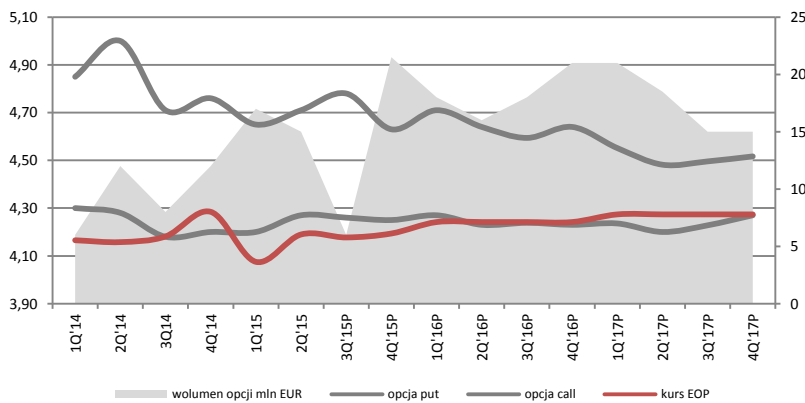
Źródło: BDM S.A., spółka

POLITYKA ZABEZPIECZEŃ-AKTUALIZACJA

Spółka jedynie 18% sprzedaży realizuje w kraju. Reszta przychodów jest głównie w euro, a większość kosztów w złotych. 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 4Q'2017). W momencie rozliczenia instrumentów gdy kurs walutowy jest poza określonym korytarzem, spółka koryguje przychody.

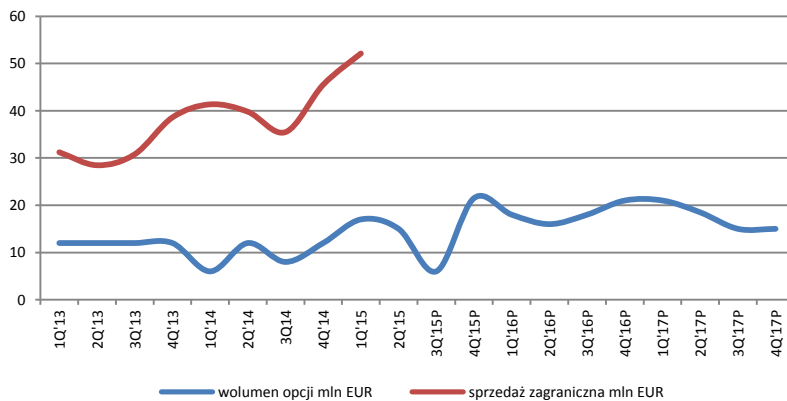
Przy naszych oczekiwaniach EUR/PLN w okolicach 4,2-4,27 (krzywa forward) spółka zrealizuje dodatkowy zysk na opcjach w 2Q'15-1Q'16. Później prognozowany kurs mieści się w korytarzu opcyjnym. W kolejnych latach (po 2017) nie zakładamy dalszych transakcji zabezpieczających, co jest założeniem konserwatywnym.

Kursy rozliczeniowe i wolumeny opcji walutowych



Źródło: BDM S.A., Spółka

Wolumeny opcji walutowych vs sprzedaż zagraniczna spółki [mln EUR]



Źródło: BDM S.A., Spółka

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2015-2017

Na obniżenie prognoz z poprzedniego raportu (październik 2014) wpłynął przede wszystkim niższy wolumen sprzedaży, o którym spółka informowała na konferencji po wynikach 4Q'14 i 1Q'15. Rozbudowa potencjału produkcyjnego prowadzona w okresie 2014-2016 ma sięgnąć 7,5 mln paczek, a nie jak wcześniej zakładaliśmy 8,5 mln (informacje po konferencji 2Q'14). Na niższą marżę wpływ ma również wzrost kosztów pracy w związku z rozbudową mocy produkcyjnych. W poprzednim raporcie liczbę zatrudnionych szacowaliśmy przeciętnie na 2380 osób. Tymczasem faktycznie sięgnęła ona ponad 2650. Wzrost mocy produkcyjnych jest więc znacznie bardziej pracochłonny niż pierwotnie oczekiwaliśmy. Na koniec programu rozbudowy mocy produkcyjnych oczekujemy ponad 3300 zatrudnionych wobec 2700 osób poprzednio. Skalkulowaliśmy także wyższe koszty pracy wynikające z premii dla zarządzających i pracowników.

Zmiany w prognozach na lata 2015-2017 [mln PLN]

	2015P			2016P			2017P		
	Poprzednio*	Aktualnie	Zmiana	Poprzednio*	Aktualnie	Zmiana	Poprzednio*	Aktualnie	Zmiana
Przychody	988,9	937,6	-5,2%	1 090,2	1 062,9	-2,5%	1 110,4	1 112,8	0,2%
Wynik brutto na sprzedaży	363,9	332,5	-8,6%	399,1	371,4	-6,9%	391,0	390,2	-0,2%
EBITDA	154,9	123,8	-20,1%	171,0	141,6	-17,2%	159,6	149,3	-6,5%
EBIT	136,3	103,9	-23,8%	150,8	119,5	-20,8%	138,1	127,4	-7,8%
Wynik netto	112,2	82,7	-26,3%	124,3	96,3	-22,5%	114,7	103,8	-9,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	36,8%	35,5%		36,6%	34,9%		35,2%	35,1%	
Marża EBITDA	15,7%	13,2%		15,7%	13,3%		14,4%	13,4%	
Marża EBIT	13,8%	11,1%		13,8%	11,2%		12,4%	11,5%	
Marża zysku netto	11,3%	8,8%		11,4%	9,1%		10,3%	9,3%	

Źródło: BDM, szacunki własne. *- prognozy z dnia 22.10.2014

Główne założenia w modelu

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Zmiana cen mebli w EUR	1,6%	1,5%	1,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Wolumen mln paczek	4,9	6,0	6,7	7,4	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
zmiana r/r	16,4%	21,9%	12,0%	10,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
wykorzystanie mocy	97,0%	98,5%	96,2%	98,7%	100,7%	100,7%	100,7%	100,7%	100,7%	100,7%	100,7%	100,7%
Kurs EUR/PLN	4,20	4,19	4,16	4,24	4,27	4,27	4,27	4,27	4,27	4,27	4,27	4,27
Zmiana cen płyt wiórowych w EUR	-2,64%	3,15%	-1,97%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Zmiana cen okuć w EUR	-6,40%	-2,50%	-20,13%	4,37%	2,56%	1,70%	1,15%	1,66%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Wzrost wynagrodzeń	11,86%	0,41%	1,80%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
<i>mln PLN</i>												
Przychody	666,4	822,4	937,6	1 062,9	1 112,8	1 135,0	1 157,7	1 180,9	1 204,5	1 228,6	1 253,2	1 278,2
zmiana r/r	18,9%	23,4%	14,0%	13,4%	4,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk brutto na sprzedaży	241,4	298,2	332,5	371,4	390,2	397,6	405,3	412,9	420,9	429,0	437,2	445,5
zmiana r/r	32,8%	23,5%	11,5%	11,7%	5,1%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
marża	36,2%	36,3%	35,5%	34,9%	35,1%	35,0%	35,0%	35,0%	34,9%	34,9%	34,9%	34,8%
EBITDA	89,1	110,4	123,8	141,6	149,3	151,2	153,3	155,2	157,3	159,4	161,5	163,6
zmiana r/r	55,6%	24,0%	12,1%	14,3%	5,4%	1,3%	1,4%	1,2%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%
marża	13,4%	13,4%	13,2%	13,3%	13,4%	13,3%	13,2%	13,1%	13,1%	13,0%	12,9%	12,8%
EBIT	72,4	93,6	103,9	119,5	127,4	129,6	131,9	134,1	136,5	138,9	141,3	143,7
zmiana r/r	73,5%	29,2%	10,9%	15,1%	6,6%	1,7%	1,8%	1,6%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%
marża	10,9%	11,4%	11,1%	11,2%	11,5%	11,4%	11,4%	11,4%	11,3%	11,3%	11,3%	11,2%
Zysk netto	57,9	75,2	82,7	96,3	103,8	107,0	110,3	113,0	115,3	117,3	119,1	121,2
zmiana r/r	67,7%	29,9%	10,0%	16,4%	7,8%	3,2%	3,1%	2,4%	2,0%	1,7%	1,6%	1,7%
marża	8,7%	9,1%	8,8%	9,1%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%	9,6%	9,5%	9,5%	9,5%

Źródło: BDM S.A., spółka

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	254,1	282,1	322,3	323,3	324,5	325,2	325,5	325,7	326,0	326,2	326,3	326,4
Wartości niematerialne i prawne	16,6	16,6	16,6	16,7	16,8	16,9	17,0	17,2	17,3	17,5	17,7	17,8
Rzeczowe aktywa trwałe	188,6	217,0	257,2	258,1	259,2	259,8	259,9	260,0	260,1	260,2	260,1	260,0
Aktywa obrotowe	300,8	356,6	349,8	402,2	446,9	483,0	510,2	526,7	532,1	537,6	536,7	552,8
Zapasy	113,1	149,0	169,9	192,6	201,6	205,7	209,8	214,0	218,2	222,6	227,1	231,6
Należności krótkoterminowe	109,0	148,9	148,8	168,7	176,6	180,1	183,7	187,4	191,1	195,0	198,8	202,8
Investycje krótkoterminowe	76,9	55,8	28,2	38,0	65,8	94,3	113,8	122,4	119,8	117,1	107,9	115,5
-środki pieniężne i ekwiwalenty	76,1	55,7	28,2	38,0	65,8	94,3	113,7	122,4	119,8	117,0	107,9	115,4
Aktywa razem	554,9	638,7	672,2	725,5	771,4	808,2	835,6	852,4	858,1	863,8	863,1	879,3
Kapitał (fundusz) własny	380,9	417,6	454,5	506,7	558,1	602,9	638,3	663,0	676,6	690,1	703,7	717,7
Kapitał (fundusz) podstawowy	23,8	23,8	23,9	24,0	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1
Kapitał (fundusz) zapasowy	111,6	111,6	140,9	179,3	223,2	264,7	296,8	318,9	330,2	341,7	353,4	365,4
Zysk (strata) netto okresu	90,3	108,5	116,1	129,6	137,1	140,4	143,7	146,3	148,6	150,6	152,5	154,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	170,2	217,4	213,9	215,1	209,6	201,6	193,6	185,7	177,8	169,9	155,6	157,9
Rezerwy na zobowiązania	16,2	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Zobowiązania długoterminowe	60,3	89,3	76,7	66,7	56,7	46,7	36,7	26,7	16,7	6,7	0,0	0,0
-oprocentowane	58,2	86,7	76,7	66,7	56,7	46,7	36,7	26,7	16,7	6,7	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	75,7	84,5	93,6	104,8	109,3	111,3	113,3	115,4	117,5	119,6	112,0	114,2
-oprocentowane	10,0	11,0	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	0,0	0,0
Pasywa razem	554,9	638,7	672,2	725,5	771,4	808,2	835,6	852,4	858,1	863,8	863,1	879,3
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	666,4	822,4	937,6	1 062,9	1 112,8	1 135,0	1 157,7	1 180,9	1 204,5	1 228,6	1 253,2	1 278,2
Koszty produktów, tow. i materiałów	424,9	524,3	605,0	691,5	722,6	737,5	752,4	767,9	783,6	799,6	816,0	832,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	241,4	298,2	332,5	371,4	390,2	397,6	405,3	412,9	420,9	429,0	437,2	445,5
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	162,1	201,4	227,3	251,9	262,7	268,0	273,4	278,8	284,4	290,1	295,9	301,8
Zysk (strata) na sprzedaży	79,4	96,8	105,3	119,5	127,4	129,6	131,9	134,1	136,5	138,9	141,3	143,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-6,9	-3,2	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	89,1	110,4	123,8	141,6	149,3	151,2	153,3	155,2	157,3	159,4	161,5	163,6
EBIT	72,4	93,6	103,9	119,5	127,4	129,6	131,9	134,1	136,5	138,9	141,3	143,7
Saldo działalności finansowej	0,7	1,3	-1,1	-0,7	0,7	2,6	4,3	5,3	5,8	5,8	5,8	5,9
Zysk (strata) brutto	73,1	94,9	102,7	118,9	128,1	132,2	136,2	139,5	142,3	144,8	147,1	149,6
Zysk (strata) netto	57,9	75,2	82,7	96,3	103,8	107,0	110,3	113,0	115,3	117,3	119,1	121,2
CF [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	80,1	34,0	92,6	87,6	112,4	120,5	121,7	122,9	124,4	125,9	127,4	128,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-16,5	-43,0	-58,2	-21,7	-20,5	-18,2	-16,1	-15,0	-14,5	-14,4	-14,4	-14,1
Przepływy z działalności finansowej	-17,5	-11,6	-61,9	-56,2	-64,1	-73,8	-86,2	-99,3	-112,5	-114,3	-122,2	-107,2
Przepływy pieniężne netto	46,1	-20,6	-27,5	9,8	27,8	28,5	19,4	8,6	-2,6	-2,7	-9,2	7,6
Środki pieniężne na początek okresu	30,0	76,1	55,7	28,2	38,0	65,8	94,3	113,7	122,4	119,8	117,0	107,9
Środki pieniężne na koniec okresu	76,1	55,7	28,2	38,0	65,8	94,3	113,7	122,4	119,8	117,0	107,9	115,4

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	23%	14%	13%	5%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	24%	12%	14%	5%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBIT zmiana r/r	29%	11%	15%	7%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	30%	10%	16%	8%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	36%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
Marża EBITDA	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Marża EBIT	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Marża brutto	12%	11%	11%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Marża netto	9%	9%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	9%
COGS / przychody	64%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
SG&A / przychody	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
SG&A / COGS	38%	38%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
ROE	18%	18%	19%	18%	18%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
ROA	12%	12%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	14%	14%	14%
Dług	100,3	86,5	76,5	66,5	56,5	46,5	36,5	26,5	16,5	0,0	0,0
D / (D+E)	13%	13%	11%	9%	7%	6%	4%	3%	2%	0%	0%
D / E	15%	15%	12%	9%	8%	6%	4%	3%	2%	0%	0%
Dług / kapitał własny	24%	19%	15%	12%	9%	7%	5%	4%	2%	0%	0%
Dług netto	44,6	58,3	38,5	0,7	-37,8	-67,2	-85,9	-93,3	-100,5	-107,9	-115,4
Dług netto / kapitał własny	11%	13%	8%	0%	-6%	-11%	-13%	-14%	-15%	-15%	-16%
Dług netto / EBITDA	0,4	0,5	0,3	0,0	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
Dług netto / EBIT	48%	56%	32%	1%	-29%	-51%	-64%	-68%	-72%	-76%	-80%
EV	1 469,6	1 492,4	1 479,7	1 449,0	1 410,5	1 381,1	1 362,5	1 355,0	1 347,8	1 340,4	1 332,9
Dług / EV	7%	6%	5%	5%	4%	3%	3%	2%	1%	0%	0%
CAPEX / Przychody	6%	6%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
CAPEX / Amortyzacja	302%	302%	104%	105%	103%	101%	101%	101%	101%	101%	100%
Amortyzacja / Przychody	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Zmiana KO / Przychody	9%	1%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	46%	10%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
Wskaźniki rynkowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S*	1,7	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
P/E*	19,0	17,3	15,0	14,0	13,5	13,1	12,8	12,6	12,4	12,2	12,0
P/BV*	3,4	3,1	2,8	2,6	2,4	2,3	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0
P/CE*	15,5	14,0	12,2	11,5	11,3	11,0	10,8	10,6	10,5	10,4	10,3
EV/EBITDA*	13,3	12,1	10,5	9,7	9,3	9,0	8,8	8,6	8,5	8,3	8,1
EV/EBIT*	15,7	14,4	12,4	11,4	10,9	10,5	10,2	9,9	9,7	9,5	9,3
EV/S*	1,8	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0
BVPS	17,7	19,2	21,2	23,3	25,1	26,6	27,6	28,2	28,7	29,3	29,9
EPS	3,2	3,5	4,0	4,3	4,4	4,6	4,7	4,8	4,9	4,9	5,0
CEPS	3,9	4,3	4,9	5,2	5,3	5,5	5,6	5,6	5,7	5,8	5,8
FCFPS	3,7	4,1	4,2	4,2	4,3	4,4	4,5	4,5	4,5	0,0	0,0
DPS w okresie	1,50	2,00	2,09	2,43	2,62	3,15	3,72	4,28	4,37	4,44	4,51
Payout ratio	61,6%	63,2%	60,0%	60,0%	60,0%	70,0%	80,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%
DY*	2,5%	3,3%	3,5%	4,1%	4,4%	5,3%	6,2%	7,1%	7,3%	7,4%	7,5%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 60,0 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

Krystian 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
deweloperzy, handel

Marek Jurzec
 Makler Papierów Wartościowych
 tel. (032) 20-81-435
 e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

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	49,8	Redukuj	49,5	12.08.2015	60,0	52 934,3
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 3Q'15:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	4	44%
Trzymaj	1	11%
Redukuj	4	44%
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

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.

Inwestor 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 jakiegokolwiek 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 12.08.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 17.08.2015 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 zbieżne 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.

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

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek 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.

Inwestor 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 12.08.2015 roku:

- BDM 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.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą 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. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.