



Dom Maklerski BDM S.A.

FORTE

RAPORT ANALITYCZNY

Od początku roku akcje spółki zyskały ponad 40%, co jest jedną z lepszych stóp zwrotu w indeksie mWIG40 (+11% YTD). W rezultacie wartość przedsiębiorstwa sięgnęła blisko 2 mld PLN, a wskaźniki P/E i EV/EBITDA przekroczyły wartości odpowiednio 17,0x i 13,0x. Zwracamy uwagę, że przez wysoki program inwestycyjny i zapotrzebowanie na kapitał obrotowy wskaźnik EV/EBITDA nie spadnie poniżej 10,0x do 2018 roku przy historycznej średniej ok. 8,0x EBITDA. W tym czasie oczekujemy ujemnych wolnych przepływów pieniężnych i stopy dywidendy w przedziale 1-3% wobec 3-7% w latach 2010-2015. Zagrożeniem dla wysokich marż spółki mogą być rosnące koszty pracy. W krótkim terminie baza wynikowa na 2H'16 jest wysoka. Oczekujemy, że dynamika wzrostu EBITDA nie przekroczy 30% r/r wobec blisko 50% r/r w 1H'16. Biorąc to pod uwagę decydujemy się zmienić zalecenie dla spółki z AKUMULUJ na REDUKUJ podwyższając jednocześnie cenę docelową do 67,8 PLN/akcję.

Wyniki 2Q'16 okazały się lepsze od naszych jak i rynkowych oczekiwań o ponad 10% na poziomie EBITDA. Niemniej miniony kwartał jest sezonowo najstarszy w biznesie meblowym. Przez gł. przedpłaty na maszyny do fabryki płyt wiórowych (planowane oddanie inwestycji 1H'18) dług netto wzrósł do blisko 150 mln PLN.

W 2H'16 dynamika wzrostu wyników powinna być niższa z uwagi na wysoką bazę. Przychody powinny utrzymać niskie, dwucyfrowe tempo wzrostu przy wyższej o ok. 1 p.p. r/r marży. Z jednej strony pomagają niskie ceny surowców, z drugiej spółka ma presję na wzrost płac. Po stronie kosztów wynagrodzenia (ok. 20% kosztów ogółem) stanowią dla nas największe ryzyko wzrostów w nadchodzących kwartałach.

Pod koniec 2015 roku RN przyjęła plan rozbudowy mocy produkcyjnych do 2021 roku. Do tego czasu spółka chce osiągnąć 400 mln EUR sprzedaży wobec ok. 200 mln EUR na koniec 2014 roku przy zachowaniu rentowności EBITDA powyżej 13%. Wskazujemy, że nasze założenia kształtują się powyżej wartości przyjętych w strategii (marża EBITDA 14-15%), a utrzymanie wysokich marż spółki może być utrudnione przez m.in. rosnące koszty pracy.

Suma nakładów inwestycyjnych w strategii 2015-2021 ma wynieść ok. 700 mln PLN (łącznie z odtworzeniowymi), z czego 320 mln PLN będzie przypadać na fabrykę płyt wiórowych. W modelu przyjmujemy, że projekt będzie miał neutralny wpływ na wycenę spółki, ale aby tak się stało generowana marża EBITDA powinna wynosić przynajmniej 18%. Tymczasem producenci płyt osiągają marże w wysokości 13-15%. Tym samym projekt budowy fabryki płyt niesie wg nas więcej zagrożeń niż szans.

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	666,4	822,4	954,3	1 106,0	1 199,0	1 353,9
EBITDA [mln PLN]	89,1	110,4	117,8	161,6	172,0	201,2
EBIT [mln PLN]	72,4	93,6	98,2	138,4	140,0	159,8
Wynik netto [mln PLN]	57,9	75,2	84,4	107,6	109,5	124,2
P/BV	4,7	4,3	3,8	3,2	2,9	2,5
P/E	31,2	24,0	21,5	17,0	16,7	14,8
EV/EBITDA	20,2	16,7	16,1	12,1	11,6	10,3
EV/EBIT	24,8	19,7	19,3	14,1	14,3	12,9

REDUKUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 67,8 PLN

(POPZEDNIO: 59,2 PLN)

14 WRZESIEŃ 2016, 09:29 CEST

Wycena DCF [PLN]	70,7
Wycena porównawcza [PLN]	56,2
Wycena końcowa [PLN]	67,8
Potencjał do wzrostu / spadku	-10,8%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	76,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 805,1
Ilość akcji [mln. szt.]	23,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	76,95
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	53,84
Stopa zwrotu za 3 mc	17,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	38,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	52,1%
Struktura akcjonariatu:	
MaForm Holding	32,5%
Amplico OFE	10,5%
ING OFE	9,1%
Aviva OFE	9,1%
Pozostali	38,9%

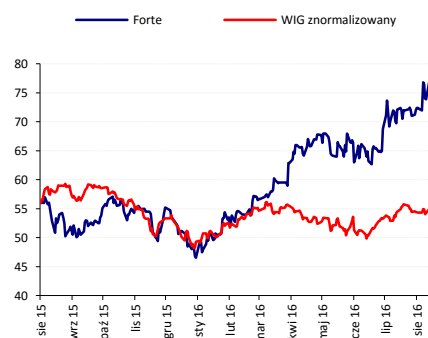
Krystian Brymora

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
WYSOKA WYCENA RYNKOWA	3
UJEMNE WOLNE PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE DO 2018 ROKU	4
POZYTYWNE ZASKOCZENIA PODNIOSŁY OCZEKIWANIA	4
WYSOKA BAZA I POTENCJALNE OSŁABIECIE KONIUNKTURY NA RYNKU	5
PRESJA NA KOSZTY PRACY... ..	6
... MOŻE PRZYCZYNIĆ SIĘ DO SPADKU WYSOKICH MARŻ SPÓŁKI	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
WYCENA DCF.....	10
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	13
WYNIKI 2Q'16 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	14
PODSUMOWANIE OSTATNICH KONFERENCJI Z ZARZĄDEM	16
STRATEGIA SPÓŁKI DO 2021 ROKU	17
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA SPÓŁKI	17
STRATEGIA VS ZAŁOŻENIA BDM.....	17
PROJEKT BUDOWY FABRYKI PŁYT WIÓROWYCH.....	19
POLITYKA ZABEZPIECZEŃ-AKTUALIZACJA.....	20
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2016-2018	21
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	22

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 70,7 PLN. Natomiast wycena porównawcza do spółek z branży meblowej, oparta na prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 56,2 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 67,8 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	70,7
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	56,2

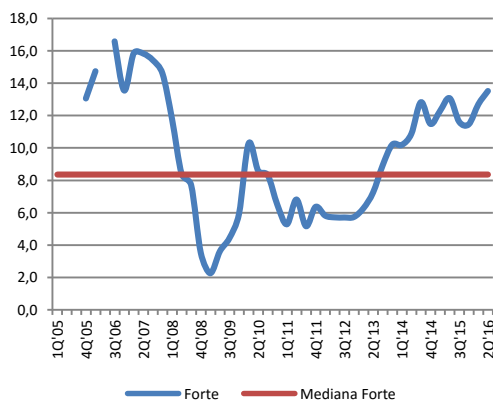
Wycena spółki [PLN] **67,8**

Źródło: BDM S.A.

Wysoka wycena rynkowa

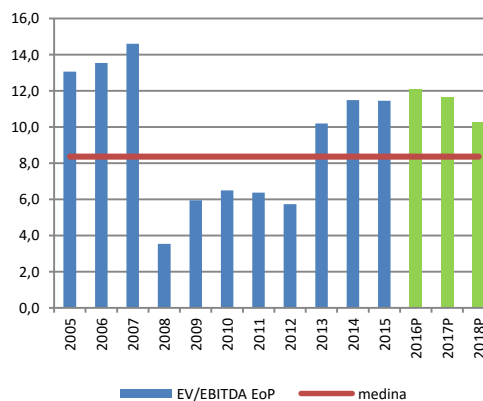
Spółka handlowana jest z istotną premią do rynku i konkurentów. Przy obecnej kapitalizacji EV/EBITDA nie spadnie poniżej 10,0x do 2018 roku, a DY będzie na poziomie 1-3%.

Historyczna EV/EBITDA



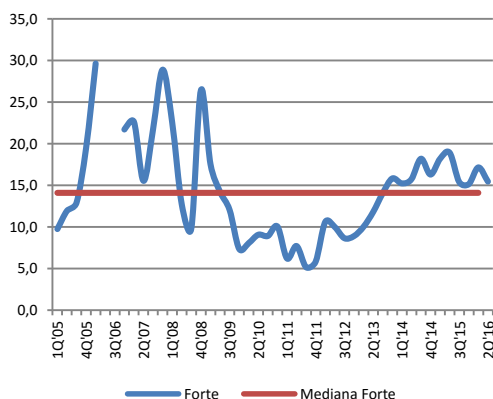
Źródło: BDM S.A., spółka

Historyczna i prognozowana EV/EBITDA



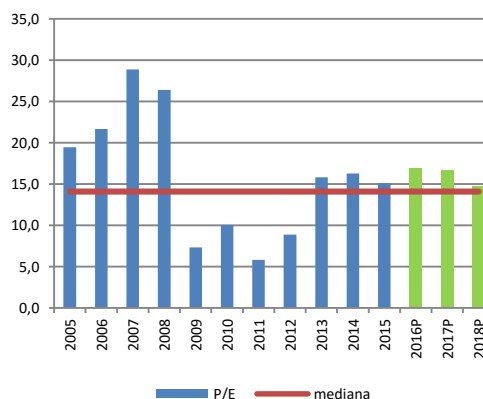
Źródło: BDM S.A., spółka

Historyczne P/E*

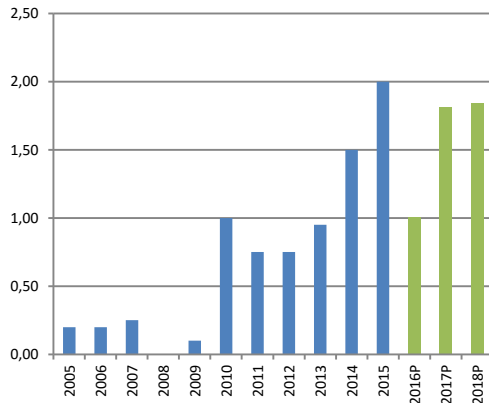


Źródło: BDM S.A., spółka. *- ceny EoP

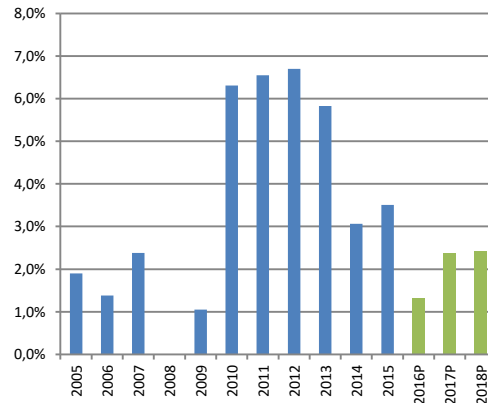
Historyczne i prognozowane P/E*



Źródło: BDM S.A., spółka. *- ceny EoP

DPS w okresie historyczny i prognozowany [PLN]


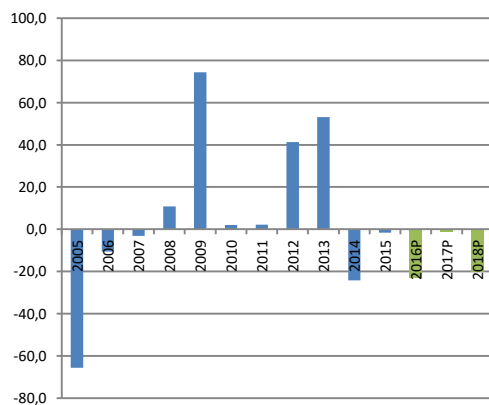
Źródło: BDM S.A., spółka

DY w okresie historyczne i prognozowane [%]


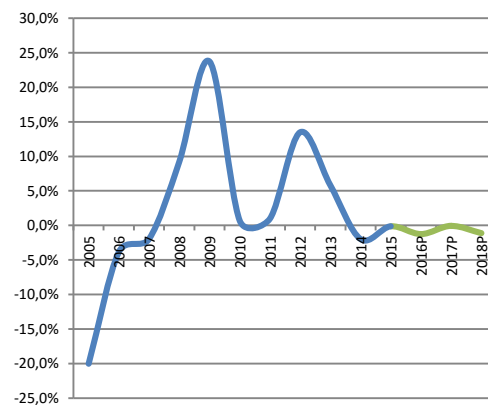
Źródło: BDM S.A., spółka. *- cena akcji z dnia decyzji o DIV

Ujemne wolne przepływy pieniężne do 2018 roku

Przez wysoki CAPEX i duże zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (wzrost przychodów) wolne przepływy pieniężne są ujemne w ostatnich 2 latach, a stan ten utrzyma się w okresie 2016-2018.

FCFF historyczne i prognozowane [mln PLN]


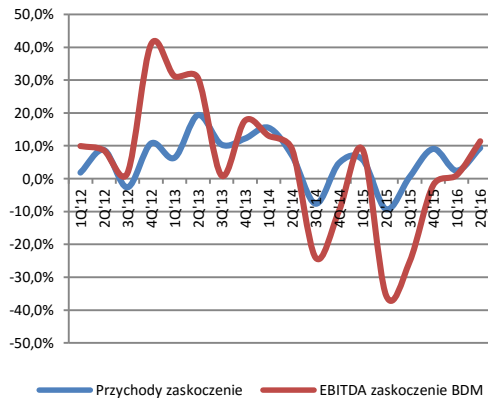
Źródło: BDM S.A., spółka

FCFF/kapitalizacja EoY*


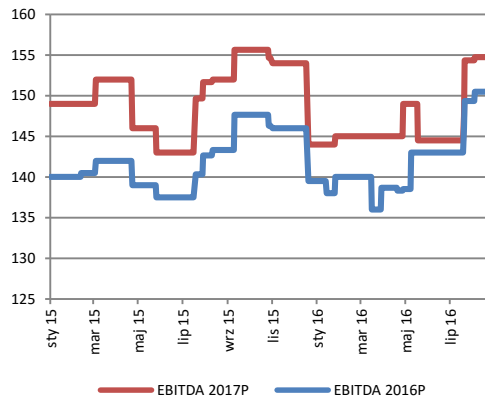
Źródło: BDM S.A., spółka. *- kapitalizacja na koniec roku obrotowego

Pozytywne zaskoczenia podniosły oczekiwania

Pozytywne zaskoczenia w 1H'16 ponownie podniosły oczekiwania. Obecnie konsensus EBITDA na 2016-2017 kształtuje się na poziomie ok. 155 mln PLN. Nasze prognozy są powyżej rynku.

Zaskoczenia wynikowe przychody i EBITDA


Źródło: BDM S.A., spółka

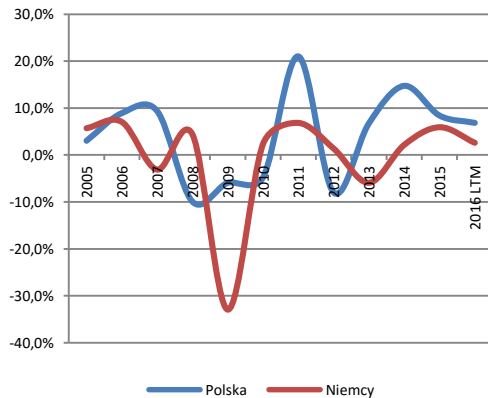
Konsensus EBITDA 2016/2017P [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

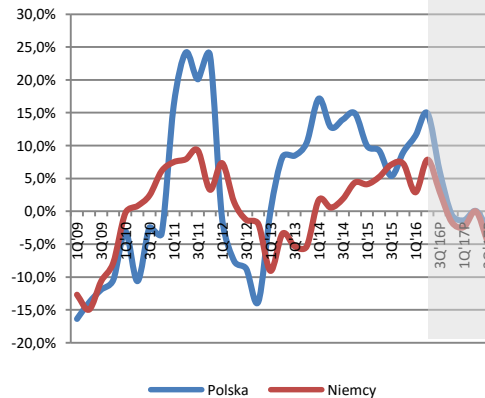
Wysoka baza i potencjalne osłabienie koniunktury na rynku

Rynek meblowy ma za sobą kilka lat wzrostu. Statystycznie cykle dołek-dołek/szczyt-szczyt trwały średnio 3-4 lata, co wskazywałoby na potencjalne osłabienie dynamiki wzrostu rynku w 2H'16/2017 roku. Cykle te są zbieżne z naszą prognozą opartą o model PMI dla rynku niemieckiego. W rezultacie oczekujemy ok. 6% r/r dynamiki wzrostu w 3Q'16 i spadek do ok. 0% w kolejnych kwartałach. W lipcu'16 krajowa produkcja sprzedana zanotowała wzrost o 7,1% r/r wobec >10% r/r w poprzednich miesiącach.

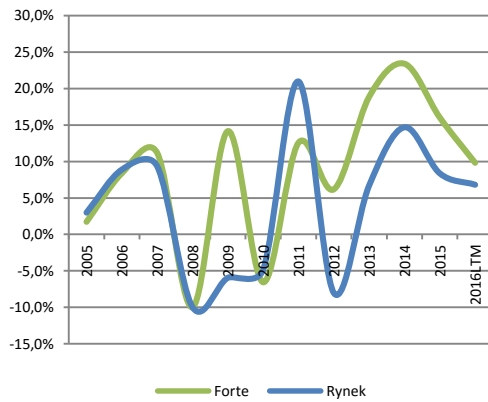
Dynamika sprzedaży Forte na tle produkcji sprzedanej mebli w Polsce średnio kształtowała się ok. 10 p.p. powyżej rynku. Biorąc to pod uwagę, a także efekt wysokiej bazy i limitowanych zdolności produkcyjnych (blisko 100% obłożenia) oczekujemy, że spółka jest w stanie utrzymać ok 10% r/r dynamikę sprzedaży w następnych kwartałach. W skali rocznej będzie to najniższe tempo od 2012 roku

Dynamika produkcji mebli w Polsce i w Niemczech [r/r]


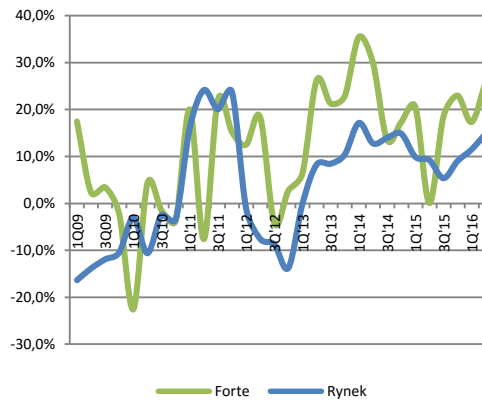
Źródło: BDM S.A., GUS, destatis.de

Dynamika produkcji mebli w Polsce i w Niemczech [r/r]


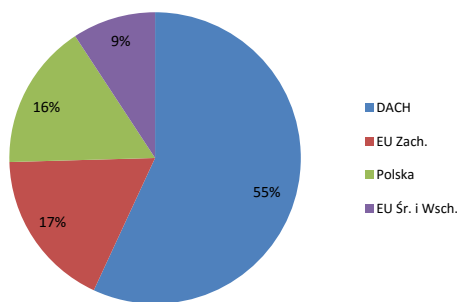
Źródło: BDM S.A., destatis.de

Dynamika przychodów Forte vs rynek [r/r]


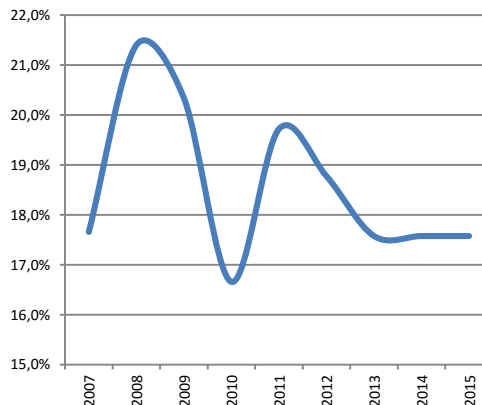
Źródło: BDM S.A., spółka, GUS

Dynamika przychodów Forte vs rynek [r/r]


Źródło: BDM S.A., spółka, GUS

Struktura geograficzna sprzedaży 1H'16


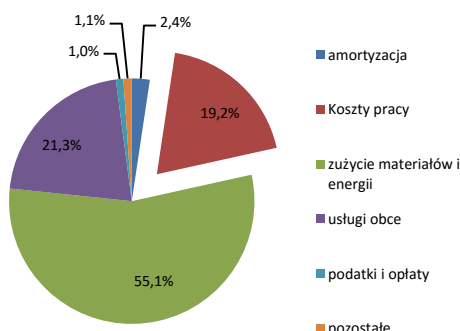
Źródło: BDM S.A., spółka. DACH- kraje niemieckojęzyczne

Udział Polski w strukturze sprzedaży


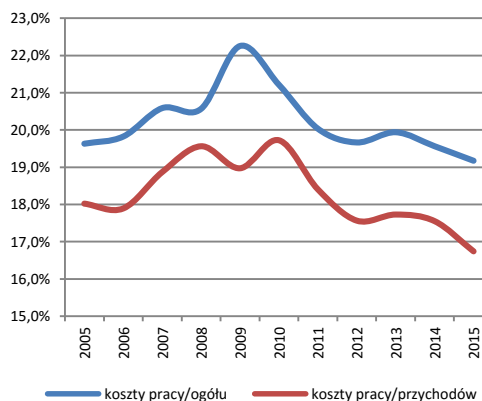
Źródło: BDM S.A., spółka

Presja na koszty pracy...

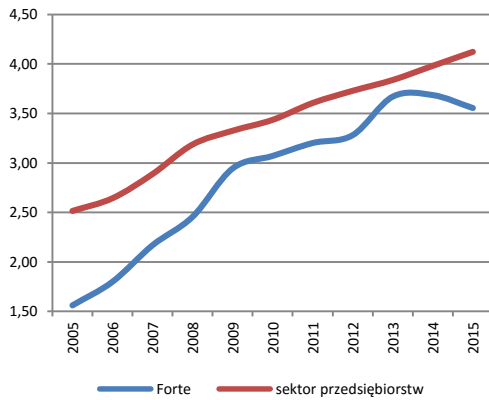
Płace to drugi (po płytach) największy składnik kosztów spółki. Przy niskim bezrobociu i wysokim zapotrzebowaniu na pracowników (przynajmniej 1000 osób przy ok. 3000 obecnie) obawiamy się wyraźnej presji na wzrost kosztów zatrudnienia. Zwracamy przy tym uwagę, że średnia płaca w spółce jest wyraźnie poniżej średniej w sektorze przedsiębiorstw czy w podmiotach porównywalnych (Grajewo, Paged).

Struktura kosztów rodzajowych 2015


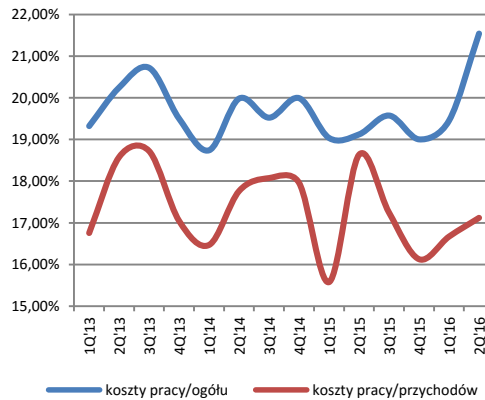
Źródło: BDM S.A., spółka.

Udział kosztów pracy w relacji do ogółu i przychodów


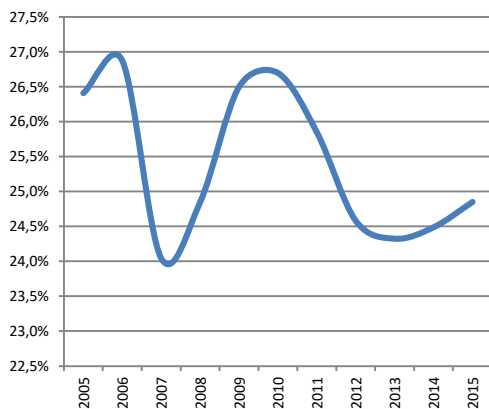
Źródło: BDM S.A., spółka.

Średnie wynagrodzenie brutto [tys. PLN/msc]


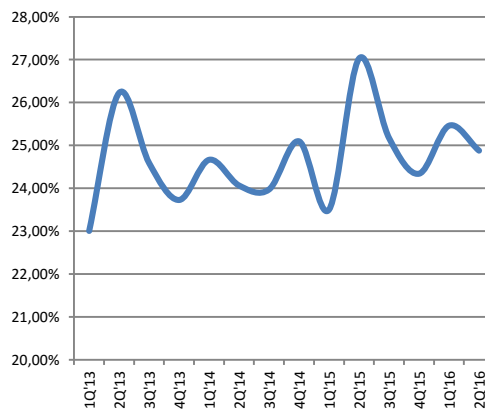
Źródło: BDM S.A., spółka, GUS

Udział kosztów pracy w relacji do ogółu i przychodów


Źródło: BDM S.A., spółka

Koszty SG&A/przychody


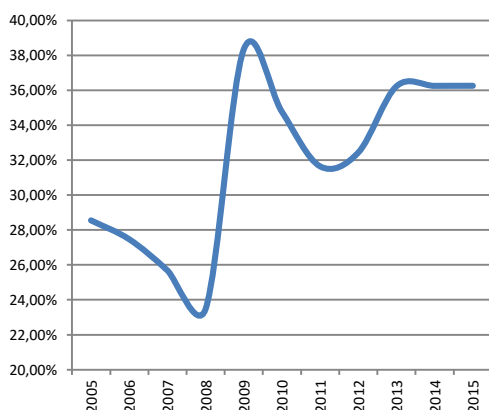
Źródło: BDM S.A., spółka

Koszty SG&A/przychody


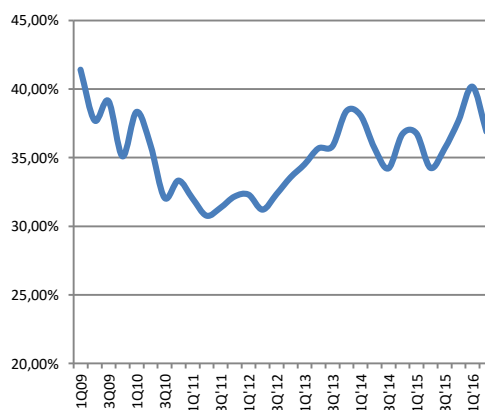
Źródło: BDM S.A., spółka

... może przyczynić się do spadku wysokich marż spółki

Obecne marże spółki (marża brutto bliska 40%, marża EBITDA 14-15%) są wyraźnie powyżej historycznych średnich (marża EBITDA <12%) czy założeń strategii zarządu (marża EBITDA >13%).

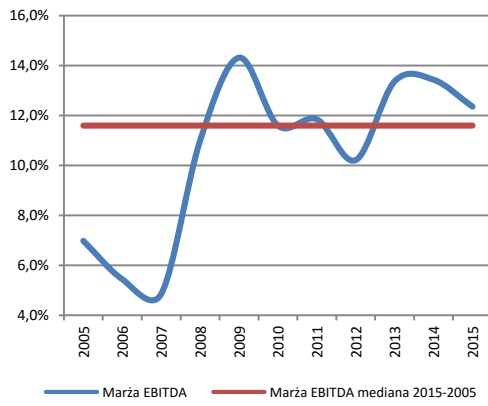
Marża zysku brutto ze sprzedaży


Źródło: BDM S.A., spółka

Marża zysku brutto ze sprzedaży


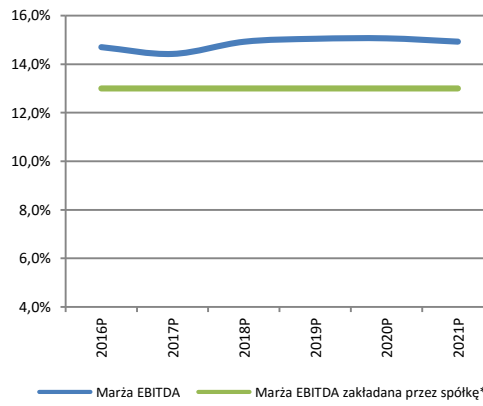
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA



Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA- prognoza BDM vs strategia



Źródło: BDM S.A., spółka. *- strategia z 10.2015

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 jest bardzo dobra, co tłumaczy się dużym napływem imigrantów do kraju w końcu 2015 roku (ponad 1,2 mln ludzi). Niemniej obawy o kondycję gospodarki Chin mogą negatywnie wpłynąć na głównych eksporterów, w szczególności Niemcy.

▪ Wzrost kosztów pracy

Koszty pracy stanowią ok. 20% ogółu kosztów w spółce. W latach 2006-2015 średnie wynagrodzenie w spółce rosło przeciętnie o ponad 8% przy ok. 5% wzroście średnio w gospodarce. Przeciętne wynagrodzenie wciąż jednak znajduje się poniżej średniej krajowej (3,5k PLN/msc vs >4k PLN/msc w gospodarce) i zdecydowanie mniej niż np. w Grajewie czy Paged, co rodzi ryzyko dalszego wzrostu (zakładamy +5% długoterminowo).

W latach 2014-2015 wzrost zatrudnienia w relacji do wolumenu sprzedanych mebli był liniowy. Zarząd spółki nie oczekuje, aby tak było, podobnie jak my w swoich prognozach.

▪ Wzrost rabatów dla klientów

Na konferencjach wynikowych w 2015 roku spółka wskazywała na wzrost rabatów dla klientów, które wynikały z: a) niedotrzymania zadeklarowanych wolumenów sprzedaży w końcu 2014 roku, b) z większego wzrostu sprzedaży do nowych klientów. Rabaty te miały istotny wpływ na realizowaną marżę w ostatnich kwartałach i mogą mieć także w kolejnych okresach.

▪ Wzrost kosztów sprzedaży i zarządu

W 2015 roku znacząco wzrosły koszty sprzedaży (penetracja nowych rynków) i zarządu (programy wspierające zatrudnienie). Obecnie ich udział w przychodach stanowi ok. 25%.

▪ Program inwestycyjny może nie dać zakładanego wzrostu wyników

Realizowany program inwestycyjny rozbudowy mocy produkcyjnych do 2021 roku może nie dać zakładanego wzrostu wyników. Wskazujemy tutaj w szczególności na projekt fabryki płyty wiórowej o wartości ok. 320 mln PLN. Wg naszych założeń spółka musiałaby realizować przynajmniej 18% marży EBITDA aby projekt miał pozytywny wpływ na wyniki/wycenę spółki. Tymczasem marże producentów płyt (m.in. Grajewa) sięgają 13-15%.

▪ Wzrosty cen płyt drewnopochodnych

Koszty płyt drewnopochodnych stanowią ok. 30% ogółu kosztów w spółce. 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%.

▪ 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/trzy lata do przodu. Na lata 2016-2019 spółka ma zabezpieczoną ekspozycję w korytarzu 4,21-4,96 EUR/PLN. W kolejnych latach konserwatywnie nie zakładamy polityki zabezpieczającej, co może mieć negatywny wpływ na wyniki w przypadku umocnienia złotówki.

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:

- Nasze założenia odnośnie programu rozbudowy mocy pozostały bez zmian (12 mln paczek w 2021 roku vs 7,5 mln paczek w 2015 roku), co spółka potwierdzała na kolejnych konferencjach wynikowych. Po 4Q'15 i 1H'16 oczekujemy szybszego ich wykorzystania;
- Zaktualizowaliśmy ceny kluczowych surowców. Obniżyliśmy ceny płyt drewnopochodnych, kartonów i chemii. Podwyższyliśmy z kolei koszty okuć (wzrost cen stali). Łączny wpływ zmian miał pozytywne przełożenie na marżę;
- W 2015 roku zatrudnienie wzrosło o ponad 150 osób więcej niż oczekiwaliśmy (ponad 3 tys. osób) kosztem spadku płac (-3,5% r/r). Spółka korzystała z mniej wykwalifikowanych pracowników prawdopodobnie ze Wschodu. W kolejnych latach przyjmujemy ok. 5% r/r wzrost płac, natomiast wzrost zatrudnienia nie będzie liniowy w stosunku do mocy produkcyjnych, tak jak w latach 2014-2015. Niemniej w kosztach pracy widzimy największe ryzyko wzrostu;
- Po 1H'16 spółka wydała 116 mln PLN na inwestycje, z czego same przedpłaty na maszyny do fabryki płyt to 66 mln PLN. Skorygowaliśmy więc plany inwestycyjne przyspieszając wydatki spółki (łącznie ok. 650 mln PLN w 2015-2021 po uwzględnieniu 57 mln PLN dotacji). W samym 2016 roku CAPEX wyniesie ok. 120 mln PLN wobec ok. 85 mln PLN prognozowanych w lutym'16;
- Zakładamy, że fabryka płyt wiórowych będzie miała przynajmniej neutralny wpływ na wycenę spółki. Przy zapowiadany CAPEX 320 mln PLN i wydajności 250 tys. m³ płyty wiórowej surowej dodatnie NPV projektu wymaga marży EBITDA w wysokości przynajmniej 18%. Tymczasem producenci płyt (m.in. Grajewo) osiągają marże 13-15% EBITDA;
- Uwzględniamy wszystkie transakcje opcyjnie zabezpieczające kurs EUR/PLN, o których spółka poinformowała w RB (80-90 mln EUR rocznie). Na lata 2016-2019 spółka ma zabezpieczoną ekspozycję w korytarzu 4,21-4,96 EUR/PLN;
- W związku z dużym programem inwestycyjnym do 2021 roku oczekujemy mniejszej dywidendy w wysokości 2-4% DY (bez zmian);

Ponadto:

- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 2%;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 14 września 2016 roku;

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,68 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 70,7 PLN.

Model DCF

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	954,3	1 106,0	1 199,0	1 353,9	1 477,7	1 658,0	1 809,5	1 882,6	1 958,6	2 037,8	2 120,1
EBIT [mln PLN]	98,2	138,4	140,0	159,8	172,8	199,3	222,3	230,3	236,8	243,7	250,2
Stopa podatkowa*	14,6%	16,1%	16,1%	16,5%	16,6%	17,0%	17,2%	17,3%	17,3%	17,4%	17,4%
Podatek od EBIT [mln PLN]	14,4	22,3	22,5	26,3	28,8	33,8	38,3	39,8	41,1	42,4	43,6
NOPLAT [mln PLN]	83,8	116,1	117,4	133,5	144,0	165,4	184,0	190,5	195,8	201,3	206,6
Amortyzacja [mln PLN]	19,7	23,2	32,0	41,5	47,7	47,7	45,7	43,5	41,1	38,4	35,6
CAPEX** [mln PLN]	-68,1	-120,1	-124,8	-152,4	-85,1	-50,7	-49,9	-46,3	-42,3	-38,9	-35,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-36,6	-42,0	-25,7	-42,9	-34,2	-49,9	-41,9	-20,2	-21,0	-21,9	-22,8
FCF [mln PLN]	-1,3	-22,7	-1,1	-20,3	72,4	112,6	137,9	167,5	173,5	178,9	183,6
DFCF [mln PLN]		-22,2	-1,0	-17,0	56,1	80,5	90,8	101,3	96,4	91,2	85,9
Suma DFCF [mln PLN]		562,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]		2 618,8									
											<i>wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%</i>
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		1 224,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 786,6									
Dług netto [mln PLN]		80,4									
Wartość kapitału [mln PLN]		1 706,2									
Ilość akcji [mln szt.]		24,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		70,7									

Przychody zmiana r/r	15,9%	8,4%	12,9%	9,1%	12,2%	9,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
EBIT zmiana r/r	41,0%	1,1%	14,1%	8,2%	15,3%	11,6%	3,6%	2,9%	2,9%	2,7%
FCF zmiana r/r	-	-	-	-	55,5%	22,5%	21,4%	3,6%	3,1%	2,6%
Marża EBITDA	14,6%	14,3%	14,9%	14,9%	14,9%	14,8%	14,5%	14,2%	13,8%	13,5%
Marża EBIT	12,5%	11,7%	11,8%	11,7%	12,0%	12,3%	12,2%	12,1%	12,0%	11,8%
Marża NOPLAT	10,5%	9,8%	9,9%	9,7%	10,0%	10,2%	10,1%	10,0%	9,9%	9,7%
CAPEX / Przychody	10,9%	10,4%	11,3%	5,8%	3,1%	2,8%	2,5%	2,2%	1,9%	1,7%
CAPEX / Amortyzacja	517,3%	389,7%	367,5%	178,4%	106,2%	109,2%	106,3%	102,9%	101,2%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	3,8%	2,1%	3,2%	2,3%	3,0%	2,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%

Źródło: BDM S.A. *- po uwzględnieniu korzyści zw. z amortyzacją znaków towarowych. **- netto, po uwzględnieniu dotacji 57,1 mln PLN

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
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	83,0%	78,4%	75,5%	78,6%	84,8%	91,4%	97,4%	98,2%	98,9%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	17,0%	21,6%	24,5%	21,4%	15,2%	8,6%	2,6%	1,8%	1,1%	0,0%
WACC	8,3%	8,1%	7,9%	8,1%	8,3%	8,6%	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	58,0	62,2	67,4	74,0	82,6	94,4	111,4	138,0	186,0
	0,8	54,4	58,1	62,6	68,2	75,5	85,2	98,7	119,0	152,8
	0,9	51,1	54,4	58,3	63,1	69,3	77,4	88,3	104,2	129,1
	1,0	48,1	51,0	54,4	58,6	63,9	70,7	79,7	92,4	111,3
	1,1	45,3	47,9	50,9	54,6	59,2	64,9	72,4	82,7	97,5
	1,2	42,8	45,1	47,8	51,0	54,9	59,9	66,2	74,7	86,5
	1,3	40,5	42,5	44,9	47,7	51,2	55,4	60,8	67,9	77,5

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%	62,0	66,9	72,9	80,7	91,0	105,5	127,2	163,4	235,8
	4,0%	54,4	58,1	62,6	68,2	75,5	85,2	98,7	119,0	152,8
	5,0%	48,1	51,0	54,4	58,6	63,9	70,7	79,7	92,4	111,3
	6,0%	42,8	45,1	47,8	51,0	54,9	59,9	66,2	74,7	86,5
	7,0%	38,3	40,1	42,3	44,8	47,8	51,5	56,1	62,0	70,0
	8,0%	34,5	36,0	37,7	39,7	42,0	44,8	48,3	52,6	58,2
	9,0%	31,1	32,4	33,7	35,3	37,2	39,4	42,1	45,3	49,3

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%	132,3	122,2	113,3	105,5	98,6	92,4	86,9	81,9	77,4
	4,0%	110,6	100,8	92,4	85,2	78,8	73,2	68,3	63,9	59,9
	5,0%	94,4	85,2	77,4	70,7	64,9	59,9	55,4	51,5	48,0
	6,0%	81,9	73,2	66,0	59,9	54,6	50,1	46,1	42,5	39,4
	7,0%	71,9	63,9	57,1	51,5	46,7	42,5	38,9	35,8	33,0
	8,0%	63,9	56,3	50,1	44,8	40,4	36,6	33,3	30,5	27,9
	9,0%	57,1	50,1	44,2	39,4	35,3	31,8	28,8	26,2	23,9

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-2018 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 14 września 2016 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 1,33 mld PLN, co odpowiada 56,2 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 76 PLN (bieżąca cena rynkowa) Forte handlowane jest z istotną premią.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
BETER BED HOLDING	16,3	14,4	14,0	8,8	7,8	7,4	11,3	10,0	9,5
HERMAN MILLER	15,2	14,3	12,8	8,1	8,2	7,6	10,1	10,3	9,6
ETHAN ALLEN INTERIORS	14,6	13,1	12,1	7,5	6,7	5,9	9,2	8,1	7,1
DOREL INDUSTRIES	20,9	13,8	0,0	8,0	7,2	0,0	11,4	9,9	0,0
NOBIA	14,9	14,1	13,4	8,7	8,1	7,4	11,2	10,2	9,4
HOWDEN JOINERY GROUP	15,0	14,0	13,1	9,8	9,1	8,2	10,8	10,1	9,1
STEINHOFF INTERNATIONAL	15,9	13,3	12,2	12,4	10,8	9,7	14,2	12,4	11,1
GRAJEWO	9,9	16,9	7,7	5,2	5,1	4,2	8,4	8,9	6,5
PAGED	7,8	7,6	6,8	6,5	5,4	4,7	8,6	6,9	5,9
Mediana	15,0	14,0	12,5	8,1	7,8	7,4	10,8	10,0	9,2
FORTE	17,0	16,7	14,8	12,1	11,6	10,3	14,1	14,3	12,9
Premia/dyskonto do spółki	12,9%	18,8%	18,1%	48,6%	49,4%	38,9%	29,9%	42,4%	40,2%
Wycena wg wskaźnika	67,3	64,0	64,4	49,5	48,5	52,0	57,3	51,2	51,4
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		65,2			50,0			53,3	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		56,2							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 14.09.2016.

WYNIKI 2Q'16 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki 2Q'16 okazały się lepsze od naszych jak i rynkowych oczekiwań o ponad 10% na poziomie EBITDA. Baza wynikowa na 1H'16 była niska stąd ponad 80% r/r wzrost EBITDA (w 1Q'16 +32% r/r). Uwagę zwraca mocny wzrost sprzedaży. Zrealizowana marża była nieznacznie wyższa od oczekiwań.

CFO wyniósł 44,7 mln PLN i był wyraźnie lepszy r/r. Istotny wzrost długu netto z 53 do 149 mln PLN wynika z wysokiego CAPEX (91 mln PLN), w tym przedpłat na budowę fabryki płyt wiórowych (ok. 66 mln PLN w należnościach). Spółka wypłaciła również 23,9 mln PLN dywidendy (1,3%).

W 2H'16 dynamika wzrostu powinna być niższa. Przychody powinny utrzymać niskie, dwucyfrowe tempo wzrostu przy wyższej o ok. 1 p.p. r/r marży. Z jednej strony pomagają niskie ceny surowców, z drugiej spółka ma presję na wzrost płać.

Wybrane dane finansowe 2Q'16 [mln PLN]

	2Q'15	2Q'16	zmiana r/r	2Q'16P BDM	różnica	2Q'16P kons.	różnica
Przychody	190,9	240,3	25,9%	219,8	9,4%	228,0	5,4%
Wynik brutto na sprzedaży	65,4	88,6	35,6%	80,3	10,4%		
EBITDA	18,3	33,3	82,1%	29,9	11,6%	29,3	13,7%
EBIT	13,6	27,7	103,4%	23,1	19,6%	23,6	17,2%
Zysk brutto	15,3	26,2	71,5%	23,0	14,3%		
Zysk netto	12,0	19,8	65,2%	18,6	6,6%	18,7	6,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	34,2%	36,9%		36,5%		-	
Marża EBITDA	9,6%	13,9%		13,6%		12,9%	
Marża EBIT	7,1%	11,5%		10,5%		10,4%	
Marża zysku netto	6,3%	8,2%		8,5%		8,2%	
P/E 12m		17,8					
EV/EBITDA 12m		13,5					

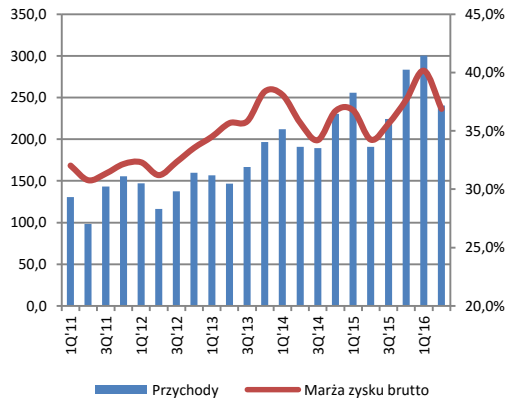
Źródło: BDM S.A., spółka

Wybrane dane finansowe 1Q'14-4Q'16P [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16P	4Q'16P	2015	2016P
Przychody	212,0	190,7	189,2	230,5	255,8	190,9	224,2	283,4	300,1	240,3	250,7	314,8	954,3	1 106,0
Wynik brutto na sprzedaży	80,8	68,1	64,7	84,6	94,0	65,4	79,9	106,8	120,5	88,6	92,6	118,2	346,0	420,0
EBITDA	32,0	25,6	23,3	29,5	37,1	18,3	26,8	35,7	48,8	33,3	34,0	45,5	117,8	161,6
EBIT	27,9	21,4	19,2	25,1	32,5	13,6	21,9	30,2	43,3	27,7	28,0	39,5	98,2	138,4
Wynik brutto	29,4	21,8	19,0	24,8	31,6	15,3	22,2	29,8	42,5	26,2	27,4	38,9	98,8	135,0
Wynik netto	23,2	17,2	15,3	19,5	25,1	12,0	23,4	23,9	34,2	19,8	22,2	31,5	84,4	107,6
Marża zysku brutto ze sprzedaży	38,1%	35,7%	34,2%	36,7%	36,8%	34,2%	35,6%	37,7%	40,2%	36,9%	36,9%	37,6%	36,3%	38,0%
Marża EBITDA	15,1%	13,4%	12,3%	12,8%	14,5%	9,6%	11,9%	12,6%	16,3%	13,9%	13,6%	14,4%	12,3%	14,6%
Marża EBIT	13,1%	11,2%	10,1%	10,9%	12,7%	7,1%	9,8%	10,7%	14,4%	11,5%	11,2%	12,5%	10,3%	12,5%
Marża zysku netto	11,0%	9,0%	8,1%	8,5%	9,8%	6,3%	10,4%	8,4%	11,4%	8,2%	8,8%	10,0%	8,8%	9,7%
Zmiana r/r														
Przychody	35,5%	29,9%	13,6%	17,3%	20,6%	0,1%	18,5%	23,0%	17,3%	25,9%	11,8%	11,1%	5,9%	15,9%
Wynik brutto na sprzedaży	49,5%	30,0%	8,5%	12,2%	16,4%	-4,0%	23,4%	26,2%	28,2%	35,6%	16,0%	10,7%	6,8%	21,4%
EBITDA	45,2%	46,3%	5,9%	7,2%	16,0%	-28,6%	14,8%	20,8%	31,5%	82,1%	27,0%	27,4%	5,5%	37,1%
EBIT	55,2%	60,6%	7,9%	7,6%	16,4%	-36,6%	14,0%	20,4%	33,3%	103,4%	28,0%	30,6%	5,5%	41,0%
Wynik brutto	68,0%	64,6%	0,9%	5,0%	7,6%	-29,8%	16,7%	20,2%	34,5%	71,5%	23,6%	30,4%	5,3%	36,6%
Wynik netto	68,4%	65,8%	2,3%	3,8%	8,0%	-30,1%	53,0%	22,8%	36,2%	65,2%	-5,1%	31,5%	5,6%	27,5%

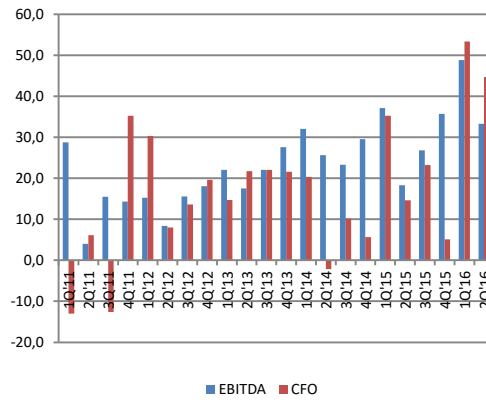
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] i marża zysku brutto



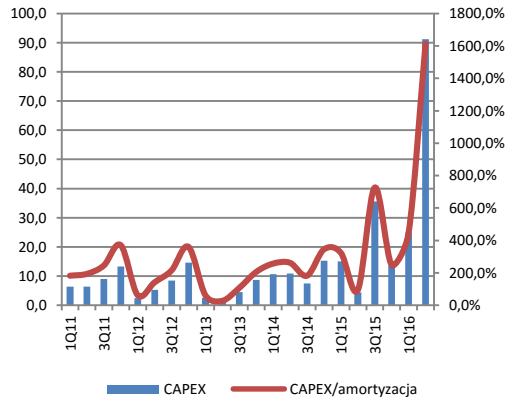
Źródło: BDM S.A., spółka. Przychody- LS, marża- PS

EBITDA i CFO [mln PLN]



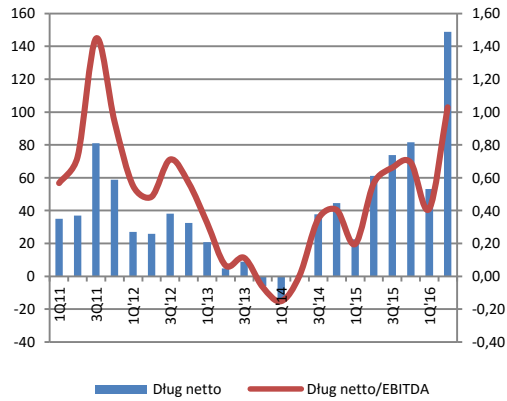
Źródło: BDM S.A., spółka

CAPEX [mln PLN] i CAPEX/amortyzacja



Źródło: BDM S.A., spółka. CAPEX- LS, CAPEX/amortyzacja- PS

Dług netto [mln PLN] i DN/EBITDA



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

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. 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 nowej strategii do 2021 roku (przedstawiona po 3Q'15) spółka chce mieć ponad 400 mln EUR sprzedaży (zgodnie z naszą prognozą) utrzymując jednocześnie marżę EBITDA powyżej 13% (14-15% w naszych założeniach). Wcześniej (do 2Q'15) spółka wskazywała, że przy obecnych lokalizacjach maksymalna sprzedaż możliwa do osiągnięcia to 300 mln EUR.

Podsumowanie ostatnich konferencji z zarządem

Konferencja po 4Q'15	Konferencja po 1Q'16	Konferencja po 2Q'16
<ul style="list-style-type: none"> - w 2015 sprzedaż 3,5 mln szt. mebli; - wzrost zdolności produkcyjnych powolny, skokowo w 2019 roku; - sytuacja surowcowa stabilna; - finansowanie programu inwestycyjnego to środki własne + dług, nie ma planach emisji akcji; - spółka będzie płacić dywidendę; 	<ul style="list-style-type: none"> - sprzedali 1 mln szt. mebli w 1Q'16; - wzrost kosztów sprzedaży to część bonusów dla odbiorców; - wzrost kosztów zarządu jednorazowy; - CAPEX to ok. 30 mln PLN rocznie + program inwestycyjny 600 mln PLN do 2021 roku; - fabryka płyt wiórowych na etapie projektowania, więcej informacji po 2Q'16; - na razie nie widać efektu imigrantów; - wpływ kursu EUR/PLN to 2,5 mln PLN marży; 	<ul style="list-style-type: none"> - sprzedali 1,7 mln szt. mebli w 1H'16; - wpływ kursu EUR/PLN to 1,5 p.p. marży brutto (3,6 mln PLN- BDM); - wzrost kosztów zarządu: dużo inwestują w ludzi, presja na płace; - struktura sprzedaży praktycznie bez zmian; - podtrzymanie planu rozwoju 2016-2021 z CAPEX ok. 700 mln PLN (600 mln PLN fabryka płyt+ mebli, reszta odtworzeniowy); - nie widać zagrożenia po stronie surowcowej; - od września spółka przechodzi na miesięczne raportowanie;

Źródło: BDM S.A., spółka

STRATEGIA SPÓŁKI DO 2021 ROKU

Główne założenia spółki

W październiku 2015 roku RN zatwierdziła, przedstawiony przez zarząd plan rozwoju mocy produkcyjnych spółki do 2021 roku, zakładający dalszy dynamiczny wzrost sprzedaży mebli skrzyniowych. Niezbędnymi elementami planu rozwoju, uwzględniającego w szczególności integrację pionową, są:

- rozbudowa mocy produkcyjnych mebli skrzyniowych, w szczególności poprzez budowę nowego zakładu produkcji mebli;
- budowa zakładu produkcji płyt drewnopochodnych;
- rozbudowa powierzchni logistyczno-magazynowych;

Suma nakładów inwestycyjnych do roku 2021, związanych z realizacją planu rozwoju, ma wynieść ok. 600 mln zł. Finansowanie ma opierać się zarówno o środki własne jak i zewnętrzne.

Na konferencji po 3Q'15 spółka przedstawiła więcej szczegółów:

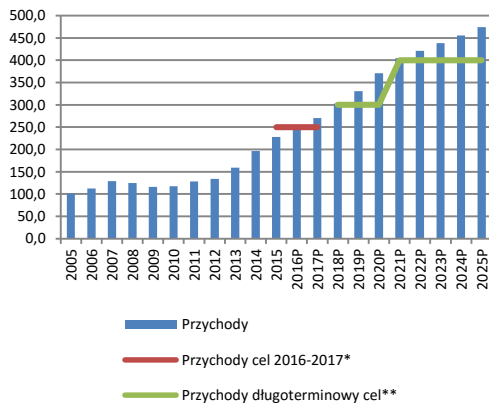
- do 2021 roku spółka chce podwoić sprzedaż z 200 mln EUR do 400 mln EUR (pierwotnie celem było 300 mln EUR);
- wzrost sprzedaży ma umożliwić rozbudowa potencjału produkcyjnego z 4 do 6,5 mln sztuk mebli (z 7,5-8 mln paczek na koniec 2015 do ok. 13 mln paczek w 2021 roku);
- na ten cel spółka przeznaczy ok. 600 mln PLN z czego 320 mln PLN pochłonie fabryka płyt wiórowych;
- szczyt inwestycji to 2017 rok;
- spółka zamierza finansować się długiem, który nie przekroczy wartości 3,5-4,0x EBITDA;
- spółka będzie się starała utrzymać politykę dywidendową;
- w ramach rozbudowy logistyki powstanie magazyn w Niemczech (Bad Salzflun) o powierzchni 3,5 tys. m³ (CAPEX 13 mln PLN, koniec wrzesień'16);
- do 2021 roku spółka zatrudni 900-1000 osób, głównie do fabryki płyt wiórowych;
- zarząd podtrzymał założenia marży EBITDA na poziomie nie niższym niż 13%;
- budowa fabryki płyt ma ruszyć w 1H'16 i zakończyć się w 1H'18;
- budowa zakładu meblowego w Suwałkach ma rozpocząć się w 2017/2018 i zakończyć pod koniec 2018 roku;

Na konferencji po 2Q'16 spółka podtrzymała główne cele strategiczne wskazując na:

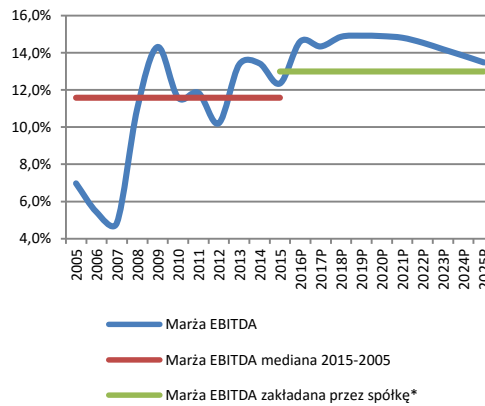
- wzrost potencjału produkcyjnego w 2021 roku do 12 mln paczek (poprzednio ok. 13 mln paczek z 7,5 mln na koniec 2015);
- CAPEX rzędu 700 mln PLN (poprzednio 600 mln PLN) łącznie z nakładami odtworzeniowymi;

Strategia vs założenia BDM

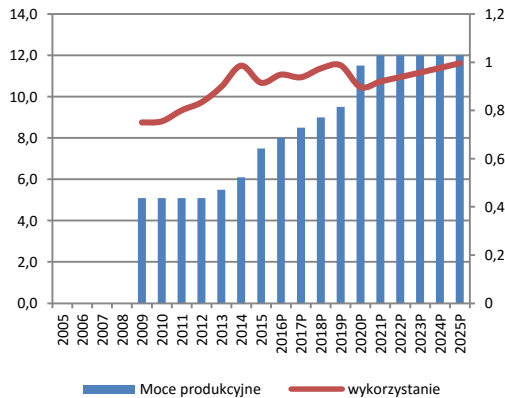
Nasze założenia są spójne z tymi przedstawionymi przez zarząd spółki w ostatnich miesiącach. W 2016 roku oczekujemy ponad 250 mln EUR sprzedaży vs 228 mln EUR na koniec 2015 roku. W 2021 roku, po rozbudowie mocy produkcyjnych, zakładamy ponad 400 mln EUR przychodów, a zapewnić to mają moce produkcyjne w wysokości ok. 12 mln paczek (spółka pierwotnie mówiła o 6,5 mln mebli czyli ok. 13 mln paczek). W tym okresie szacujemy, że spółka utrzyma marżę EBITDA powyżej 13% (oczekujemy ponad 14%), czemu sprzyjać powinien duży popyt na rynkach meblowych, korzystny kurs EUR/PLN i sytuacja na rynkach surowcowych (głównie niski koszt płyt i okuć). W latach 2015-2021 kalkulujemy blisko 600 mln PLN nakładów inwestycyjnych (zgodnie ze strategią) i 105 mln PLN odtworzeniowych. Uwzględniamy 57 mln PLN dotacji przyznanej na budowę fabryki płyt wiórowych (lata 2017-2018).

Przychody- cele strategiczne a prognoza BDM [mln EUR]


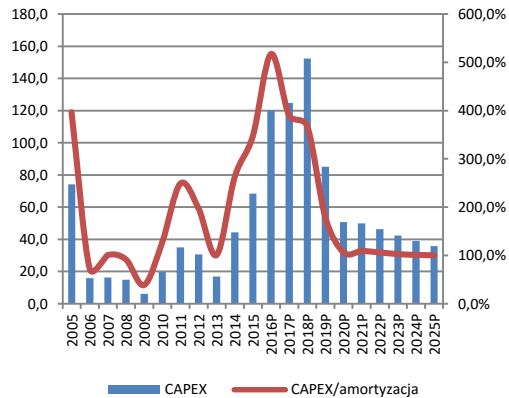
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA- cele strategiczne a prognoza BDM


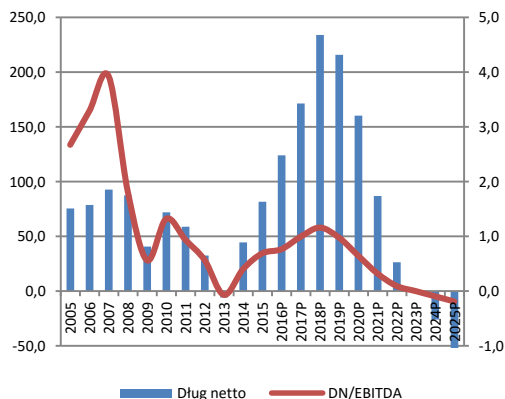
Źródło: BDM S.A., spółka

Rozwój mocy produkcyjnych i ich wykorzystanie


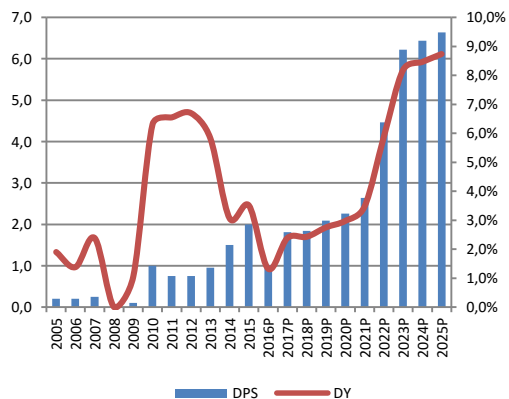
Źródło: BDM S.A., spółka. LS- moce produkcyjne [mln paczek mebli], PS- wykorzystanie

CAPEX [mln PLN] i CAPEX/amortyzacja


Źródło: BDM S.A., spółka. LS- CAPEX, PS- CAPEX/amortyzacja

Dług netto i dług netto/EBITDA


Źródło: BDM S.A., spółka. LS- dług netto [mln PLN], PS- Dług netto/EBITDA

Dywidenda/akcję i stopa dywidendy


Źródło: BDM S.A., spółka. LS- dywidenda/akcję. PS- stopa dywidendy.

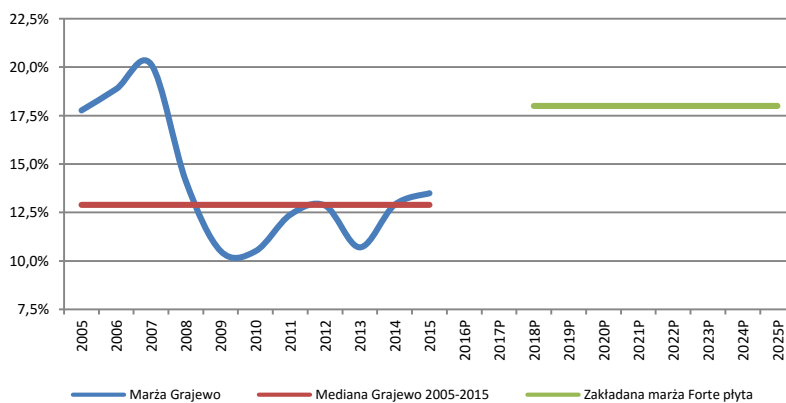
PROJEKT BUDOWY FABRYKI PŁYT WIÓROWYCH

Głównym wydatkiem inwestycyjnym w przedstawionym planie rozbudowy mocy do 2021 roku (ok. 600 mln PLN nakładów inwestycyjnych) jest fabryka płyt wiórowych (CAPEX 320 mln PLN) o wydajności 250 tys. m³ płyty surowej. W modelu przyjmujemy, że projekt będzie miał neutralny wpływ na wycenę spółki, jednak aby tak się stało, generowana marża EBITDA przy zakładanych parametrach powinna wynosić przynajmniej 18%. Tymczasem producenci płyt (m.in. Grajewo) realizują marże w wysokości 14-15% EBITDA przy wysokim udziale płyt laminowanych (strategia Pflaiderer) zapewniających lepsze marże. Wg zarządu Forte fabryka ma mieć pozytywny wpływ na wyniki spółki m.in. dzięki minimalizowaniu strat produkcyjnych (tylko fabryka płyt wiórowych i określone formaty).

Kalkulacja NPV projektu budowy fabryki płyty wiórowej

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]			81,8	165,3	166,9	168,6	170,3	172,0	173,7	175,5
moce produkcyjne [tys. m ³]			250	250	250	250	250	250	250	250
wykorzystane			50%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
udział w zużyciu Forte ogółem			21%	39%	35%	33%	33%	32%	31%	31%
cena płyty [EUR/m ³]			146,4	147,9	149,4	150,9	152,4	153,9	155,4	157,0
Zakładana marża EBITDA			18,00%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%
Amortyzacja [mln PLN]	2,8	6,6	10,4	10,0	9,7	9,4	9,0	8,7	8,4	8,2
EBIT [mln PLN]	-2,8	-6,6	4,4	19,7	20,4	21,0	21,6	22,2	22,8	23,4
Stopa podatkowa*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX (-dotacja) [mln PLN]**	-85,0	-80,0	-97,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]			-20,5	-20,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
FCFF [mln PLN]	-85,0	-80,0	-103,6	8,9	29,6	29,9	30,2	30,5	30,8	31,1
WACC	6,0%	5,9%	6,0%	6,2%	6,5%	6,8%	7,3%	7,8%	8,4%	9,1%
PV FCFF [mln PLN]	-83,5	-74,2	-90,7	7,3	22,9	21,7	20,4	19,1	17,8	16,5
Suma PV FCFF [mln PLN]	-122,5									
TV [mln PLN]	231,1									
PV TV [mln PLN]	122,5									
NPV [mln PLN]	0,0									

Źródło: BDM S.A., spółka. *- po 2025 roku 19%, **- po 2025 roku CAPEX=amortyzacja



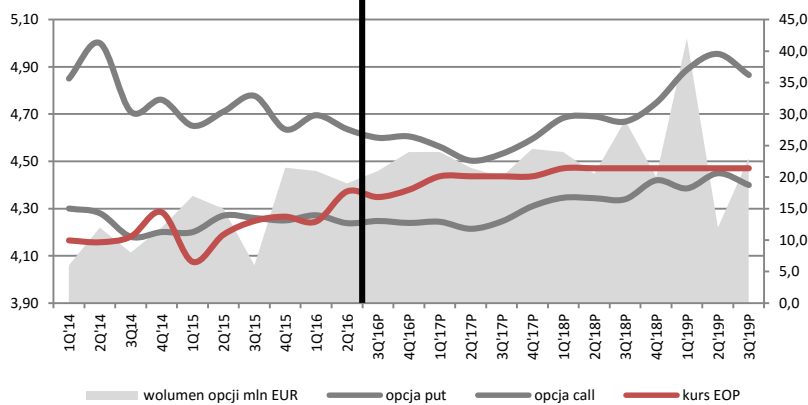
Źródło: BDM S.A., spółka, Grajewo

POLITYKA ZABEZPIECZEŃ-AKTUALIZACJA

Spółka poniżej 20% sprzedaży realizuje w kraju. Reszta przychodów jest głównie w euro, a większość kosztów w złotych. Długa pozycja netto w euro to ok. 60 mln EUR (każde 10 gr umocnienia złotówki to 6 mln PLN utraty marży w skali roku- wg informacji zarządu po 1H'16). Całą ekspozycję spółka stara się zabezpieczyć zerokosztowymi opcjami walutowymi na 2-3 lata w przód (obecnie do 3Q'2019). W momencie rozliczenia instrumentów gdy kurs walutowy jest poza określonym korytarzem, rozliczenie opcji koryguje przychody.

Prognozowany kurs EUR/PLN w okolicach 4,37-4,47 (krzywa forward) mieści się w korytarzu opcyjnym. W kolejnych latach (po 2019) nie zakładamy dalszych transakcji zabezpieczających, co jest założeniem konserwatywnym.

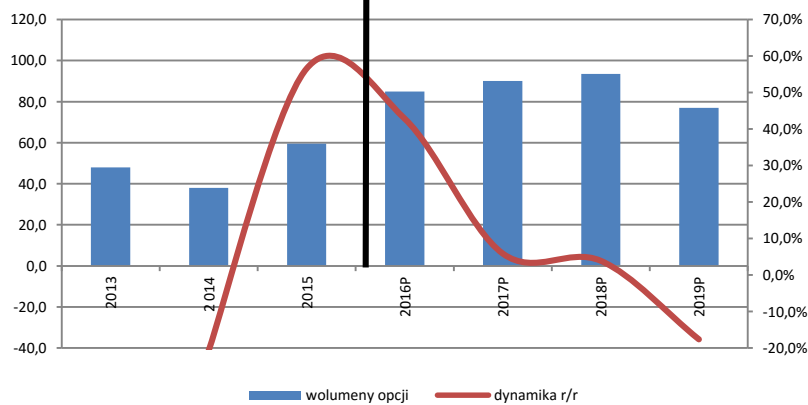
Kursy rozliczeniowe i wolumeny opcji walutowych



Na lata 2016-2019 spółka ma zabezpieczoną ekspozycję w korytarzu 4,21-4,96 EUR/PLN.

Źródło: BDM S.A., Spółka. LS- kursy, PS- wolumen opcji

Wolumeny zawartych opcji walutowych w 2013-2019 [mln EUR]



Wolumeny opcji na lata 2016-2018 sięgają 90 mln EUR

Źródło: BDM S.A., Spółka

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2016-2018

Nasze prognozy na lata 2016-2018 zostały nieznacznie podwyższone, co wynika głównie z wyższego wolumenu sprzedaży (lepszemu wykorzystaniu mocy w 4Q'15 jak i 1H'16) i kursu EUR/PLN. Z drugiej strony wzrost cen mebli jest mniejszy niż oczekiwaliśmy w lutym'16. Na marżę korzystnie wpłynął niższy koszt płyt w 1H'16 (spadek cen w '16 vs zakładany wzrost o 1,6% poprzednio), kurs EUR/PLN czy spadek średniej pensji w 2015 roku. Z drugiej strony negatywny wpływ ma koszt okuć (brak dalszej obniżki z uwagi na wzrost cen stali), wyższe o ok. 150 osób zatrudnienie czy koszty zarządu, które w 1H'16 wzrosły o ponad 30% r/r. Uwzględniliśmy także niższą amortyzację po 1H'16.

Zmiany w prognozach na lata 2016-2018 [mln PLN]

	2016P			2017P			2018P		
	Poprzednio*	Aktualnie	Zmiana	Poprzednio*	Aktualnie	Zmiana	Poprzednio*	Aktualnie	Zmiana
Przychody	1 070,3	1 106,0	3,3%	1 157,5	1 199,0	3,6%	1 299,0	1 353,9	4,2%
Wynik brutto na sprzedaży	389,2	420,0	7,9%	405,8	440,1	8,5%	445,3	493,5	10,8%
EBITDA	154,9	161,6	4,4%	169,4	172,0	1,5%	192,9	201,2	4,3%
EBIT	129,0	138,4	7,3%	132,6	140,0	5,5%	142,7	159,8	11,9%
Wynik netto	103,4	107,6	4,1%	105,5	109,5	3,8%	112,5	124,2	10,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	36,4%	38,0%		35,1%	36,7%		34,3%	36,4%	
Marża EBITDA	14,5%	14,6%		14,6%	14,3%		14,9%	14,9%	
Marża EBIT	12,1%	12,5%		11,5%	11,7%		11,0%	11,8%	
Marża zysku netto	9,7%	9,7%		9,1%	9,1%		8,7%	9,2%	

Źródło: BDM, szacunki własne. *- prognozy z dnia 16.02.2016

Główne założenia w modelu

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Zmiana cen mebli w EUR	1,5%	1,4%	1,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Wolumen mln paczek	6,0	6,9	7,6	8,0	8,8	9,4	10,3	11,0	11,3	11,5	11,7	11,9
zmiana r/r	21,7%	14,1%	10,6%	5,0%	10,0%	7,0%	10,0%	7,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
wykorzystanie mocy	98,4%	91,3%	94,7%	93,6%	97,2%	98,6%	89,6%	91,8%	93,7%	95,5%	97,5%	99,4%
Kurs EUR/PLN	4,19	4,18	4,37	4,44	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47
Zmiana cen płyt wiórowych w EUR	3,1%	-2,5%	-0,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zmiana cen okuć w EUR	-2,5%	-25,5%	0,7%	9,0%	2,3%	1,9%	1,6%	2,4%	2,2%	1,6%	1,0%	1,0%
Wzrost wynagrodzeń	0,4%	-3,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<i>mln PLN</i>												
Przychody	822,4	954,3	1 106,0	1 199,0	1 353,9	1 477,7	1 658,0	1 809,5	1 882,6	1 958,6	2 037,8	2 120,1
zmiana r/r	23,4%	16,0%	15,9%	8,4%	12,9%	9,1%	12,2%	9,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Zysk brutto na sprzedaży	298,2	346,0	420,0	440,1	493,5	533,6	599,1	655,1	679,5	703,1	727,7	752,7
zmiana r/r	23,5%	16,1%	21,4%	4,8%	12,1%	8,1%	12,3%	9,3%	3,7%	3,5%	3,5%	3,4%
marża	36,3%	36,3%	38,0%	36,7%	36,4%	36,1%	36,1%	36,2%	36,1%	35,9%	35,7%	35,5%
EBITDA	110,4	117,8	161,6	172,0	201,2	220,5	247,0	268,0	273,8	277,9	282,1	285,8
zmiana r/r	24,0%	6,7%	37,1%	6,4%	17,0%	9,6%	12,0%	8,5%	2,2%	1,5%	1,5%	1,3%
marża	13,4%	12,3%	14,6%	14,3%	14,9%	14,9%	14,9%	14,8%	14,5%	14,2%	13,8%	13,5%
EBIT	93,6	98,2	138,4	140,0	159,8	172,8	199,3	222,3	230,3	236,8	243,7	250,2
zmiana r/r	29,2%	4,9%	41,0%	1,1%	14,1%	8,2%	15,3%	11,6%	3,6%	2,9%	2,9%	2,7%
marża	11,4%	10,3%	12,5%	11,7%	11,8%	11,7%	12,0%	12,3%	12,2%	12,1%	12,0%	11,8%
Zysk netto	75,2	84,4	107,6	109,5	124,2	134,2	156,5	176,6	184,7	191,1	197,2	203,1
zmiana r/r	29,9%	12,3%	27,5%	1,7%	13,4%	8,1%	16,6%	12,9%	4,6%	3,4%	3,2%	3,0%
marża	9,1%	8,8%	9,7%	9,1%	9,2%	9,1%	9,4%	9,8%	9,8%	9,8%	9,7%	9,6%

Źródło: BDM S.A., spółka

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	282,1	348,0	439,2	528,1	635,1	668,6	667,7	668,0	666,8	664,1	660,6	656,9
Wartości niematerialne i prawne	16,6	16,4	16,3	16,3	16,4	16,5	16,7	17,0	17,3	17,7	18,1	18,5
Rzeczowe aktywa trwałe	217,0	259,4	350,7	439,6	546,6	580,0	578,8	578,8	577,3	574,2	570,4	566,2
Aktywa obrotowe	356,6	390,4	408,5	463,6	525,1	566,2	614,6	660,8	667,2	709,5	753,7	794,4
Zapasy	149,0	139,0	161,1	174,7	197,2	215,3	241,5	263,6	274,3	285,3	296,9	308,9
Należności krótkoterminowe	148,9	193,3	224,0	242,8	274,2	299,3	335,8	366,5	381,3	396,7	412,7	429,4
Inwestycje krótkoterminowe	55,8	55,1	20,4	43,2	50,7	48,7	34,3	27,7	8,7	24,5	41,2	53,2
-środki pieniężne i ekwiwalenty	55,7	55,0	20,3	43,1	50,6	48,6	34,2	27,6	8,6	24,4	41,1	53,1
Aktywa razem	638,7	738,4	847,7	991,7	1 160,2	1 234,8	1 282,3	1 328,7	1 334,1	1 373,6	1 414,4	1 451,3
Kapitał (fundusz) własny	417,6	474,8	564,0	630,5	716,3	800,8	903,6	1 017,7	1 096,4	1 139,7	1 184,0	1 229,4
Kapitał (fundusz) podstawowy	23,8	23,9	24,0	24,0	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1
Kapitał (fundusz) zapasowy	111,6	113,2	179,1	243,7	314,7	389,2	469,7	563,6	634,3	671,2	709,4	748,8
Zysk (strata) netto okresu	108,5	118,4	141,6	143,5	158,1	168,1	190,4	210,6	218,7	225,0	231,2	237,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	217,4	259,9	280,0	357,6	440,3	430,4	375,1	307,4	234,0	230,3	226,7	218,3
Rezerwy na zobowiązania	15,7	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
Zobowiązania długoterminowe	89,3	30,6	49,3	129,3	209,3	199,3	139,3	69,3	0,0	0,0	0,0	0,0
-oprocentowane	86,7	29,3	49,3	129,3	209,3	199,3	139,3	69,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	84,5	183,9	185,3	182,9	185,5	185,6	190,3	192,7	188,7	184,9	181,3	172,9
-oprocentowane	11,0	106,1	95,1	85,1	75,1	65,1	55,1	45,1	35,1	25,1	15,1	0,0
Pasywa razem	638,7	738,4	847,7	991,7	1 160,2	1 234,8	1 282,3	1 328,7	1 334,1	1 373,6	1 414,4	1 451,3
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	822,4	954,3	1 106,0	1 199,0	1 353,9	1 477,7	1 658,0	1 809,5	1 882,6	1 958,6	2 037,8	2 120,1
Koszty produktów, tow. i materiałów	524,3	608,3	686,0	758,9	860,4	944,1	1 058,9	1 154,4	1 203,1	1 255,5	1 310,1	1 367,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	298,2	346,0	420,0	440,1	493,5	533,6	599,1	655,1	679,5	703,1	727,7	752,7
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	201,4	237,1	279,6	300,1	333,7	360,8	399,8	432,8	449,2	466,3	484,0	502,5
Zysk (strata) na sprzedaży	96,8	108,9	140,5	140,0	159,8	172,8	199,3	222,3	230,3	236,8	243,7	250,2
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-3,2	-10,7	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	110,4	117,8	161,6	172,0	201,2	220,5	247,0	268,0	273,8	277,9	282,1	285,8
EBIT	93,6	98,2	138,4	140,0	159,8	172,8	199,3	222,3	230,3	236,8	243,7	250,2
Saldo działalności finansowej	1,3	0,7	-3,4	-4,8	-6,5	-7,2	-6,1	-4,2	-2,3	-1,0	-0,2	0,6
Zysk (strata) brutto	94,9	98,8	135,0	135,2	153,3	165,6	193,2	218,1	228,0	235,9	243,4	250,8
Zysk (strata) netto	75,2	84,4	107,6	109,5	124,2	134,2	156,5	176,6	184,7	191,1	197,2	203,1
CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	34,0	78,2	99,4	125,4	134,7	159,9	166,1	190,1	214,9	216,7	218,6	220,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-43,0	-67,0	-119,3	-124,2	-151,4	-84,0	-49,9	-49,5	-46,3	-42,3	-38,5	-35,0
Przepływy z działalności finansowej	-11,6	-11,9	-14,9	21,6	24,2	-77,9	-130,5	-147,2	-187,6	-158,7	-163,4	-173,1
Przepływy pieniężne netto	-20,6	-0,7	-34,7	22,8	7,5	-2,0	-14,3	-6,6	-19,0	15,7	16,7	12,0
Środki pieniężne na początek okresu	76,1	55,7	55,0	20,3	43,1	50,6	48,6	34,2	27,6	8,6	24,4	41,1
Środki pieniężne na koniec okresu	55,7	55,0	20,3	43,1	50,6	48,6	34,2	27,6	8,6	24,4	41,1	53,1

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	16%	16%	8%	13%	9%	12%	9%	4%	4%	4%	4%
EBITDA zmiana r/r	7%	37%	6%	17%	10%	12%	9%	2%	2%	1%	1%
EBIT zmiana r/r	5%	41%	1%	14%	8%	15%	12%	4%	3%	3%	3%
Zysk netto zmiana r/r	12%	28%	2%	13%	8%	17%	13%	5%	3%	3%	3%
Marża brutto na sprzedaży	36%	38%	37%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
Marża EBITDA	12%	15%	14%	15%	15%	15%	15%	15%	14%	14%	13%
Marża EBIT	10%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Marża brutto	10%	12%	11%	11%	11%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Marża netto	9%	10%	9%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%
COGS / przychody	64%	62%	63%	64%	64%	64%	64%	64%	64%	64%	64%
SG&A / przychody	25%	25%	25%	25%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
SG&A / COGS	39%	41%	40%	39%	38%	38%	37%	37%	37%	37%	37%
ROE	18%	19%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	16%
ROA	11%	13%	11%	11%	11%	12%	13%	14%	14%	14%	14%
Dług	136,7	144,4	214,4	284,4	264,4	194,4	114,4	35,1	25,1	15,1	0,0
D / (D+E)	19%	17%	22%	25%	21%	15%	9%	3%	2%	1%	0%
D / E	23%	21%	28%	32%	27%	18%	9%	3%	2%	1%	0%
Dług / kapitał własny	29%	25%	34%	40%	33%	21%	11%	3%	2%	1%	0%
Dług netto	81,6	124,1	171,4	233,8	215,8	160,2	86,8	26,5	0,7	-26,0	-53,1
Dług netto / kapitał własny	17%	22%	27%	33%	27%	18%	9%	2%	0%	-2%	-4%
Dług netto / EBITDA	0,7	0,8	1,0	1,2	1,0	0,6	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Dług netto / EBIT	83%	90%	122%	146%	125%	80%	39%	11%	0%	-11%	-21%
EV	1 898,1	1 949,6	1 996,8	2 068,4	2 050,4	1 994,7	1 921,3	1 861,0	1 835,2	1 808,5	1 781,4
Dług / EV	7%	7%	11%	14%	13%	10%	6%	2%	1%	1%	0%
CAPEX / Przychody	7%	11%	10%	11%	6%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
CAPEX / Amortyzacja	346%	517%	390%	368%	178%	106%	109%	106%	103%	101%	100%
Amortyzacja / Przychody	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
Zmiana KO / Przychody	4%	4%	2%	3%	2%	3%	2%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	1,9	1,7	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
P/E*	21,5	17,0	16,7	14,8	13,7	11,7	10,4	9,9	9,6	9,3	9,0
P/BV*	3,8	3,2	2,9	2,5	2,3	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5
P/CE*	17,5	14,0	12,9	11,1	10,1	9,0	8,3	8,0	7,9	7,8	7,7
EV/EBITDA*	16,1	12,1	11,6	10,3	9,3	8,1	7,2	6,8	6,6	6,4	6,2
EV/EBIT*	19,3	14,1	14,3	12,9	11,9	10,0	8,6	8,1	7,7	7,4	7,1
EV/S*	2,0	1,8	1,7	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
BVPS	20,0	23,6	26,4	29,8	33,3	37,6	42,3	45,6	47,4	49,2	51,1
EPS	3,5	4,5	4,6	5,1	5,6	6,5	7,3	7,7	7,9	8,2	8,4
CEPS	4,4	5,4	5,9	6,9	7,5	8,5	9,2	9,5	9,6	9,8	9,9
FCFPS	3,0	4,7	5,7	6,9	7,2	7,4	7,6	7,4	0,0	0,0	0,0
DPS w okresie	2,00	1,01	1,81	1,84	2,09	2,26	2,63	4,46	6,22	6,44	6,64
Payout ratio	63,2%	28,3%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	60,0%	80,0%	80,0%	80,0%
DY*	2,6%	1,3%	2,4%	2,4%	2,8%	3,0%	3,5%	5,9%	8,2%	8,5%	8,7%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 76,0 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 stałą

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	Dzień publikacji	Godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	67,8	Akumuluj	59,2	14.09.2016	09:29 CEST	76,0	46 876,0
Akumuluj	59,2	Redukuj	49,8	16.02.2016		50,4	44 105,6
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'16:

Kupuj	5	38%
Akumuluj	4	31%
Trzymaj	1	8%
Redukuj	3	23%
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.

Nota prawna:

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 skierowany jest do wszystkich Klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla Klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona 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 portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynosząc negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 14.09.2016 roku o godzinie 09:29 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 19.09.2016 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 rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy 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.

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.

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, a 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 14.09.2016 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.

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.