



Forte

sektor / branża:

Przemysł drzewny

Ticker: FTE

ISIN: PLFORTE00012

NEUTRALNIE

56,72 PLN

Profil

Forte jest czołowym w Polsce producentem oraz eksporterem mebli paczkowanych (ang. RTA – ready to assemble). Produkcja mebli odbywa się w 4 zakładach umiejscowionych w Ostrowi Mazowieckiej, Suwałkach, Białymstoku i Hajnówce. Głównym elementem oferty Spółki są meble skrzyżniowe przeznaczone do pomieszczeń mieszkalnych i biur, a jej uzupełnieniem są importowane stoły, krzesła i dodatki dekoracyjne.

Dane podstawowe

Kurs (14/04/16) (PLN)	59,50
Wycena metodą DCF	63,22
Wycena porównawcza	50,22
Cena docelowa	56,72

Informacje ogólne

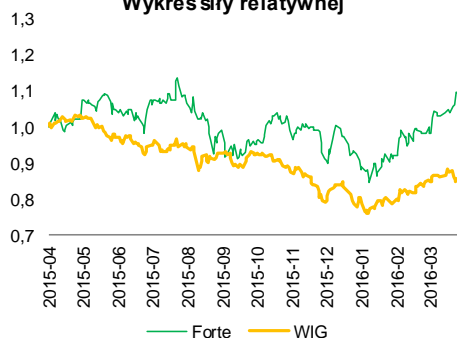
Liczba akcji (mln szt.)	23,8
Kapitalizacja (mln PLN)	1 413,2
EV (mln PLN)	1 457,8

Notowania

max cena 52 tygodnie (PLN)	62,50
min cena 52 tygodnie (PLN)	46,52
Mediana obrotów (w tys. PLN)	493,73

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
MaForm Holding Luxembourg SARL	32,5%	32,5%
OFE MetLife	11,4%	11,4%
OFE Nationale-Nederlanden	9,9%	9,9%
OFE Aviva BZ WBK	9,0%	9,0%
Pozostali	37,2%	37,2%

Wykres siły relatywnej



Poprzednie zalecenia:

NEUTRALNIE, Cena docelowa: 60,10 PLN z dnia 27.05.2015

NEUTRALNIE, Cena docelowa: 54,81 PLN z dnia 23.12.2014

Analitik: Michał Krajczewski

tel. (0-22) 507 52 91

e-mail: michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl

Czynniki wzrostu:

1. Poprawa wyników w 2016 r.

Prognozujemy utrzymanie dwucyfrowego tempa wzrostu przychodów (+11,5% r/r) oraz odbicie marży EBITDA o 1 pkt. proc. Koszty surowców utrzymują się na stabilnym poziomie, ponadto w ubiegłym roku Forte poniosło liczne jednorazowe koszty związane z zawaleniem się dachu w suwalskiej fabryce oraz problemami niedostatecznej przestrzeni magazynowej (prawie 6 mln PLN). Oczekujemy, iż EBITDA w 2016 r. wyniesie 141,2 mln PLN (+19,8% r/r).

2. Strategia inwestycyjna

W zaktualizowanej strategii rozwoju do 2021 r. Forte planuje osiągnąć 400 mln EUR przychodów przy zwiększeniu mocy produkcyjnych do 6,5 mln sztuk mebli (ok. 13 mln paczek vs 7,5 mln pod koniec 2015 r.). W celu realizacji tych zamierzeń Zarząd zdecydował o budowie piątej fabryki mebli, która ma być uruchomiona w 2019 r. Program inwestycyjny obejmuje także budowę fabryki płyt wiórowych, która zabezpieczy zapotrzebowanie na surowiec. Dalej rozwijana będzie również logistyka. Łączne nakłady mają wynieść ponad 600 mln PLN. Pomimo wysokich wydatków pozytywnie oceniamy fakt posiadania przez Zarząd długoterminowej wizji rozwoju Spółki.

3. Pozytywne trendy makroekonomiczne

Spółkę powinna wspierać pozytywna koniunktura na rynku mebli, zarówno w kraju (m.in. program 500+, wzrost realnych zarobków, wysoka ilość sprzedawanych mieszkań), jak i za granicą (silny rynek niemiecki i hiszpański, odbicie gospodarcze we Francji). W ostatnich miesiącach obserwujemy stopniową poprawę dynamiki sprzedaży mebli w Polsce oraz w Niemczech. Utrzymujący się import płyt wiórowych ze Wschodu oraz lekki spadek cen drewna korzystnie wpływają na marżę Spółki.

4. Wzrost udziałów rynkowych

Forte w dalszym ciągu będzie dynamicznie zwiększać sprzedaż na rynkach Europy Zachodniej. We Francji i Hiszpanii, Spółka korzysta z rozwoju Conforamy. Ponadto w 2015 r. podpisana została umowa z francuską siecią BUT. Spółka planuje zdobywać także nowe rynki jak francuskojęzyczne kraje Afryki Północnej albo Wielka Brytania.

Czynniki ryzyka:

1. Egzekucja planu inwestycyjnego, zmniejszenie dywidendy

Jednym z głównych czynników ryzyka dla Forte jest możliwe opóźnienie inwestycji albo nieplanowany wzrost ich kosztów. Zarząd zamierza sfinansować przedstawiony program za pomocą nowego zadłużenia oraz własnych środków. Oznacza to przejściowe ograniczenie poziomu wypłacanej dywidendy, choć Zarząd nie zamierza całkowicie zrezygnować z dystrybucji zysków dla akcjonariuszy.

2. Wycena z premią w stosunku do branży

Obecnie Forte notowane jest z średnio 21% premią na wskaźnikach EV/EBITDA i EV/EBIT oraz ok. 4% premią na P/E w latach 2016-2018. Uważamy, że ze względu na długoterminowy plan rozwoju Spółki, pozytywną ocenę Zarządu i wysokie ROE, premia ta jest uzasadniona. W krótkim terminie ogranicza ona jednak potencjał wzrostowy dla kursu. Zwracamy również uwagę, iż od styczniowego minimum, akcje Forte zyskały prawie 30%.

Pomimo pozytywnej oceny długoterminowego rozwoju Forte, znaczący wzrost kursu od początku roku i notowania Spółki z premią w stosunku do branży ograniczają potencjał wzrostowy, dlatego utrzymujemy rekomendację **NEUTRALNIE** obniżając cenę docelową z **60,10 PLN do 56,72 PLN (-4,5% w stosunku do aktualnego kursu)**.

(mln PLN)	Forte						
	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	666,4	822,4	954,3	1064,2	1147,2	1229,8	1404,5
zmiana r/r	18,9%	23,4%	16,0%	11,5%	7,8%	7,2%	14,2%
Wolumen sprzedaży paczek w mln	5,9	7,0	7,5	8,0	8,5	9,9	11,3
marża brutto ze sprzedaży	36,2%	36,3%	36,3%	36,4%	36,0%	36,0%	36,0%
EBITDA	89,1	110,4	117,8	141,2	150,9	169,2	202,3
marża EBITDA	13,4%	13,4%	12,3%	13,3%	13,2%	13,8%	14,4%
EBIT	72,4	93,6	98,2	119,8	126,9	133,1	152,8
marża EBIT	10,9%	11,4%	10,3%	11,3%	11,1%	10,8%	10,9%
Zysk netto	57,9	75,2	84,4	96,8	98,5	111,2	125,5
marża netto	8,7%	9,1%	8,8%	9,1%	8,6%	9,0%	8,9%
przepływy z działalności operacyjnej	80,1	34,0	78,2	87,7	105,1	133,9	139,0
przepływy z działalności inwestycyjnej	-16,5	-43,0	-67,0	-110,0	-241,7	-181,7	-122,2
przepływy z działalności finansowej	-17,5	-11,6	-11,9	-10,1	128,7	64,2	-25,8
P/E	24,5	18,9	16,8	14,7	14,4	12,8	11,3
EV/EBITDA	16,4	13,3	12,4	10,4	9,7	8,7	7,2
DPS	1,5	2,0	1,4	1,0	0,6	1,2	2,6

Źródło: BM BGZ BNP

Informacje nt ujawniania konfliktu interesów, o których mowa w § 9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku znajdują się na ostatniej stronie niniejszej publikacji



Spis treści

Aktualizacja prognoz	3
Wycena	6
Wycena - DCF	7
Wycena – metoda porównawcza	8
Czynniki ryzyka.....	8
Tabele i prognozy	9



Aktualizacja prognoz

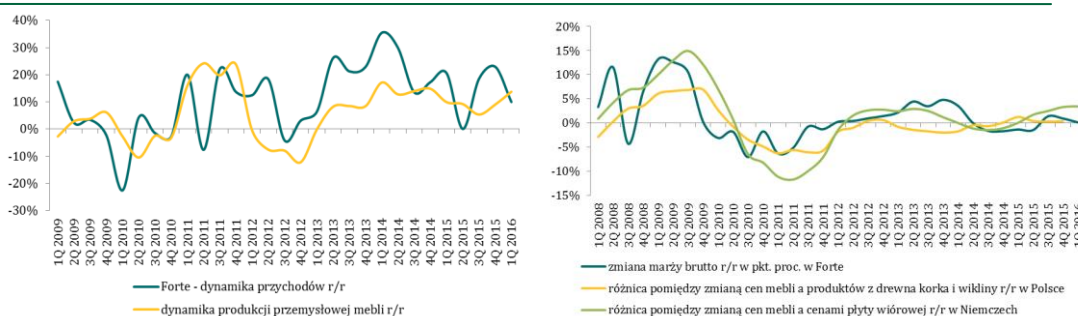
Tab. Kwartalne wyniki finansowe Forte

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	1Q'16 P	2Q'16 P	3Q'16 P	4Q'16 P	2016
Przychody ze sprzedaży	255,8	190,9	224,2	283,4	954,3	284,4	221,5	246,6	311,8	1 064,2
dynamika r/r	20,6%	0,1%	18,5%	23,0%	16,0%	11,2%	16,0%	10,0%	10,0%	11,5%
Zysk brutto na sprzedaży	94,0	65,4	79,9	106,8	346,0	105,2	78,0	88,8	115,4	387,3
dynamika r/r	16,4%	-4,0%	23,4%	26,2%	16,1%	11,9%	19,2%	11,2%	8,1%	11,9%
marża brutto	36,8%	34,2%	35,6%	37,7%	36,3%	37,0%	35,2%	36,0%	37,0%	36,4%
EBITDA	37,1	18,3	26,8	35,7	117,8	42,5	24,5	30,9	43,3	141,2
dynamika r/r	16,0%	-28,6%	14,8%	20,8%	6,7%	14,6%	33,9%	15,3%	21,5%	19,8%
marża EBITDA	14,5%	9,6%	11,9%	12,6%	12,3%	15,0%	11,1%	12,5%	13,9%	13,3%
EBIT	32,5	13,6	21,9	30,2	98,2	37,2	19,1	25,5	38,0	119,8
dynamika r/r	16,4%	-36,6%	14,0%	20,4%	4,9%	14,5%	40,6%	16,6%	25,6%	22,0%
marża EBIT	12,7%	7,1%	9,8%	10,7%	10,3%	13,1%	8,6%	10,3%	12,2%	11,3%
Zysk netto	25,1	12,0	23,4	23,9	84,4	29,9	15,5	20,7	30,8	96,9
dynamika r/r	8,1%	-30,2%	52,9%	22,8%	12,3%	19,1%	29,5%	-11,5%	28,7%	14,8%
Marża netto	9,8%	6,3%	10,4%	8,4%	8,8%	10,5%	7,0%	8,4%	9,9%	9,1%

Źródło: Sprawozdania Spółki, BM BGŻ BNP

Pierwszy kwartał 2016 r. powinien być korzystnym okresem dla Forte. Obserwując utrzymującą się w styczniu i lutym poprawę dynamiki produkcji przemysłowej mebli (+13,7% r/r) oraz wyższy, średni kurs EUR/PLN w kwartale (+4,2% r/r), oczekujemy wzrostu przychodów o 11,2% r/r. Stabilna sytuacja na rynku surowcowym sprzyać będzie utrzymaniu marży brutto ze sprzedaży, która w naszej ocenie powinna wynieść 37,0% (+0,2 pkt. proc. r/r). Udział kosztów SG&A w przychodach prognozujemy na porównywalnym r/r poziomie (23,5%) – Spółka nie odczuwa już problemów związanych z logistyką, które miały miejsce w połowie ubiegłego roku. W rezultacie EBITDA w 1Q'16 powinna wynieść 42,5 mln PLN, a EBIT 37,2 mln PLN. Przy neutralnym wpływie salda z działalności finansowej (nieco wyższe koszty z tytułu obsługi kredytów w EUR zneutralizowane zyskami z pochodnych instrumentów finansowych) oraz 19% efektywnej stawce podatku dochodowego, prognozujemy wynik netto na poziomie 29,9 mln PLN (16,9% r/r)

Wyk. Wpływ warunków makroekonomicznych na przychody oraz marże Forte



Źródło: Spółka, GUS, opracowanie BM BGŻ BNP, dane makroekonomiczne w 1Q'16 za styczeń i luty

Celem Zarządu jest utrzymanie w 2016 r. dwucyfrowego tempa wzrostu przychodów. Prognozujemy jedynie +11,5% dynamiki sprzedaży ze względu na coraz wolniejszy rozwój mocy produkcyjnych. Pod koniec roku mają one sięgnąć ok. 8 mln paczek wobec ok. 7,5 mln paczek mocy dostępnych pod koniec 2015 r. Spółkę powinna wspierać pozytywna koniunktura na rynku mebli, zarówno w kraju (m.in. program 500+, wzrost realnych zarobków, wysoka ilość sprzedawanych mieszkań), jak i zagranicą (silny rynek niemiecki i hiszpański, stopniowe odbicie gospodarcze we Francji). Forte planuje zdobywać także nowe rynki jak np. francuskojęzyczne kraje Afryki Północnej albo Wielka Brytania. Nie przewidujemy także większych wahań cen surowców – import płyt drewnopochodnych z kierunku wschodniego zapewnia ich dużą podaż na rynku polskim. Zarząd nie dostrzega również przesłanek do zmian cen okuć, kartonów albo folii. W efekcie marża



brutto na sprzedaży powinna wynieść 36,4% (+0,1 pkt. proc.). W ubiegłym roku Spółka poniosła liczne, dodatkowe koszty związane z zawaleniem się dachu w suwalskiej fabryce oraz problemami niedostatecznej przestrzeni magazynowej. Zgodnie z szacunkami Zarządu wyniosły one ok. 5,7 mln PLN i nie powtórzą się w br. Udział kosztów SG&A w przychodach powinien więc spaść o 0,2 pkt. proc., co pozytywnie wpłynie na tempo przyrostu wyniku EBITDA (+19,8% r/r) oraz EBIT (+22,0% r/r). Nieco mniejszą dynamikę wykaże zysk netto, ze względu na dokonaną w 3Q'15 optymalizację podatkową. Finalnie wynik netto powinien wynieść 96,9 mln PLN (+14,8% r/r).

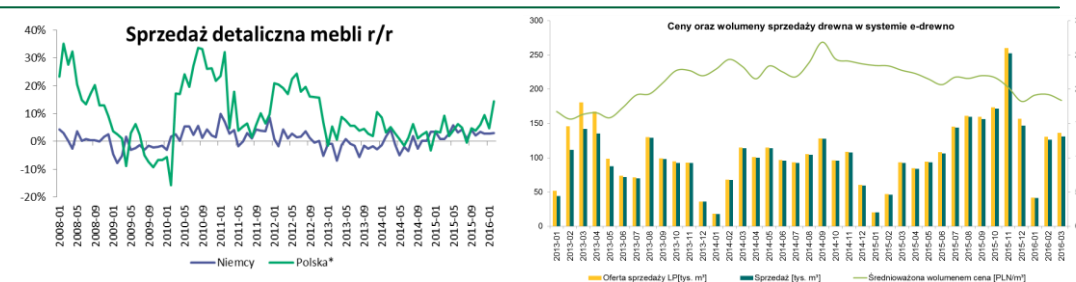
Tab. Zmiana prognoz w kolejnych latach

	2016P			2017P			2018P		
	Poprzednie	Aktualne	zmiana	Poprzednie	Aktualne	zmiana	Poprzednie	Aktualne	zmiana
Przychody ze sprzedaży	1140,6	1064,2	-6,7%	1231,9	1147,2	-6,9%	1293,5	1229,8	-4,9%
dynamika r/r	17,0%	11,5%		8,0%	7,8%		5,0%	7,2%	
Zysk brutto na sprzedaży	410,0	387,3	-5,5%	440,6	413,0	-6,3%	461,9	442,7	-4,1%
dynamika r/r	16,4%	11,9%		7,5%	6,6%		4,8%	7,2%	
marża brutto	35,95%	36,39%	0,45%	35,77%	36,00%	0,23%	35,71%	36,00%	0,29%
EBITDA	154,0	141,2	-8,3%	164,0	150,9	-8,0%	171,5	169,2	-1,3%
dynamika r/r	16,1%	19,8%		6,5%	6,8%		4,6%	12,2%	
marża EBITDA	13,50%	13,27%	-0,23%	13,31%	13,15%	-0,16%	13,26%	13,76%	0,50%
EBIT	134,1	119,8	-10,7%	143,2	126,9	-11,4%	150,1	133,1	-11,3%
dynamika r/r	19,1%	22,0%		6,8%	5,9%		4,8%	4,9%	
marża EBITDA	11,76%	11,25%	-0,50%	11,62%	11,06%	-0,57%	11,60%	10,83%	-0,78%
Zysk netto	108,4	96,8	-10,7%	115,3	98,5	-14,5%	121,2	111,2	-8,3%
dynamika r/r	21,4%	14,7%		6,4%	1,8%		5,1%	12,8%	
marża netto	9,50%	9,10%	-0,41%	9,36%	8,59%	-0,77%	9,37%	9,04%	-0,33%

Źródło: Sprawozdania Spółki, BM BGŻ BNP

W porównaniu do naszej poprzedniej rekomendacji z 27 maja 2015 r. obniżamy nasze prognozy o średnio 9% w latach 2016-2017 i o 6% w 2018 r. Przyczyną są gorsze od oczekiwań rezultaty 2015 r., wyższe koszty sprzedaży i transportu związane z rozwojem na odległych geograficznie rynkach (Hiszpania, Portugalia, Wielka Brytania) oraz wolniejszy rozwój mocy produkcyjnych – ich wyraźny wzrost będzie możliwy dopiero w 2019 r., czyli po oddaniu do użytku nowej fabryki mebli.

Wyk. Wpływ warunków makroekonomicznych na przychody oraz marżę Forte



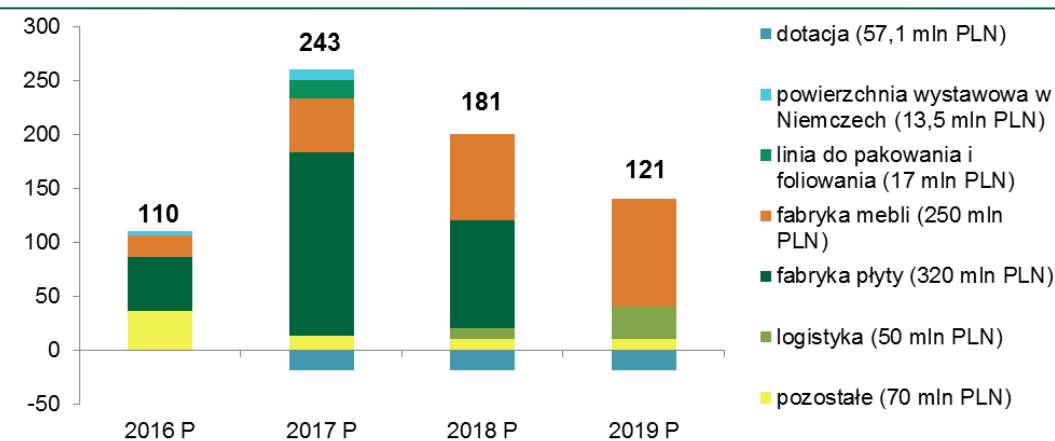
Źródło: Bloomberg, GUS, portal e-drewno, opracowanie BM BGŻ BNP, * dla Polski sprzedaż w kategorii meble, RTV, AGD

W zaktualizowanej strategii Zarząd zakłada osiągnięcie 400 mln EUR obrotów w 2021 r. wobec poprzednich planów przekroczenia 250 mln EUR w 2016 r. Moce produkcyjne mają w horyzoncie do 2021 r. wynosić do 6,5 mln sztuk mebli (ok. 13 mln paczek). W związku z przedstawionym programem inwestycyjnym oraz dotychczasowym track rekordem Zarządu, zakładamy w modelu realizację wyżej wymienionych celów. Priorytetem Spółki, poza dalszym zwiększaniem mocy produkcyjnych, jest zabezpieczenie dostępności surowca, dlatego podjęto decyzję o budowie fabryki płyty wiórowej, która ma być oddana do użytku na początku 2018 r. Nowy zakład ma koncentrować się na wytwarzaniu wysokiego wolumenu podstawowych rodzajów płyty wiórowej, które w największym stopniu zużywane są przy produkcji mebli Forte. Pozwoli to Spółce w lepszym stopniu dopasować surowiec do swoich potrzeb, co przełoży się na redukcję kosztu wytworzenia.



Równocześnie fabryka płyty oraz nowa fabryka mebli mają znajdować się w tej samej lokalizacji, co ograniczy koszt transportu surowca. Pozostałe, wyżej przetworzone rodzaje płyt (np. MDF, HDF) nadal kupowane będą od zewnętrznych dostawców (np. Pfeleiderer Grajewo). Inwestycje te otrzymały dotację od Polskiej Agencji Informacji i Inwestycji Zagranicznych w wysokości 57,1 mln PLN. Zakładamy równomierny wpływ dotacji w latach 2017-2019. Fabryka płyt znajdować będzie się na terenie Suwalskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej, co pozwoli na uzyskanie zwolnienia podatkowego z tytułu kosztów inwestycji. Łącznie, kwota wsparcia z tytułu dotacji oraz tarczy podatkowej wynosić będzie 37,5 mln EUR (ok. 161,2 mln PLN). W związku z budową wymienionych zakładów, w latach 2017-2019 poniesione będą także nakłady na dalszy rozwój logistyki (łącznie 50 mln PLN). Z bieżących inwestycji warto wspomnieć o rozwoju linii technologicznych w Ostrowi Mazowieckiej w 2016 r. (20 mln PLN) oraz o zakupie linii do pakowania i foliowania (17 mln PLN), a także budowie hali ekspozycyjnej w Niemczech w 2017 r. (13 mln PLN). W 2016 r. tzw. regularny CAPEX wyniesie ok. 40 mln PLN, dodatkowo Spółka poniesie koszty związane z przygotowaniem do nowych inwestycji (głównie przedpłaty), więc łączne wydatki przekroczą 100 mln PLN.

Wyk. Plan inwestycyjny Forte



Źródło: Spółka, szacunki BM BGŻ BNP



Wycena

Wycenę Spółki sporządzono za pomocą:

- metody opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (Free Cash Flow to Firm) FCFF;
- metody porównawczej.

Metoda oparta na zdyskontowanych przepływach pieniężnych jest jedną z najbardziej popularnych metod wyceny przedsiębiorstw. Według metody opartej na przepływach pieniężnych, wartość Spółki jest równa sumie (zdyskontowanych odpowiednim ważonym kosztem kapitału) przepływów pieniężnych, pomniejszonej o wartość długu netto.

Wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych zostały sporządzone przy zachowaniu następujących założeń:

- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 3,0 %, premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- nominalny koszt kapitału obcego przyjmujemy na poziomie 5%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na podstawie relewarowanej bety (czyli uwzględniającej stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych) przy wskaźniku wyjściowym równym 1;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
- efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19%, która od 2018 r. skorygowana jest o tarczę podatkową z tytułu inwestycji na terenie SSE;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o plany inwestycyjne Spółki; dla ostatniego roku prognozy przyjmujemy wydatki inwestycyjne na poziomie amortyzacji;
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- wartość kapitału własnego w estymacji WACC jest wartością rynkową (szacowaną w wycenie DCF);
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 14.04.2016 r.

Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle popularnych mnożników wyznaczonych dla spółek grupy porównawczej. Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych dla akcjonariuszy większościowych, długu netto oraz udziałów mniejszościowych spółki do zysku przed opodatkowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych, długu netto spółki oraz udziałów mniejszościowych do zysku przed opodatkowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na konsensusie analityków dla spółek zagranicznych o podobnym profilu działalności.

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą FCFF oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Forte SA jest wyższa od obecnej wartości rynkowej. Ostatecznie wydajemy zalecenie NEUTRALNIE dla akcji Spółki z ceną docelową 56,72 PLN.

Tab. Podsumowanie wycen

metoda wyceny	Forte
metoda DCF	63,22
<i>porównanie do akt. ceny</i>	6%
metoda porównawcza	50,22
<i>porównanie do akt. ceny</i>	-16%
wycena akcji	56,72
obecna cena akcji	59,50
<i>potencjał wzrostu</i>	-4,7%

Źródło: BMBGŻ BNP



Wycena - DCF

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	954,3	1 064,2	1 147,2	1 229,8	1 404,5	1 577,2	1 738,1	1 866,9	1 931,2	1 995,6
EBIT	98,2	119,8	126,9	133,1	152,8	180,1	207,6	223,4	231,2	239,1
Efektywna stopa podatkowa	15%	19%	19%	11%	12%	13%	14%	14%	14%	15%
NOPLAT	83,8	97,0	102,8	119,0	134,9	157,0	179,1	191,8	198,0	204,3
Amortyzacja	19,7	21,5	24,0	36,1	49,5	55,6	59,7	63,4	67,4	71,6
CAPEX	-61,9	-110,0	-241,7	-181,7	-122,2	-65,6	-59,7	-63,4	-67,4	-71,6
Inwestycje w kapitał obrotowy	-20,1	-31,8	-22,7	-22,1	-46,7	-45,3	-42,0	-34,3	-17,1	-17,1
FCFF	21,5	-23,3	-137,6	-48,7	15,6	101,7	137,2	157,5	180,9	187,2
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,2	1,4	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1
Koszt kapitału własnego	9,8%	10,8%	11,0%	10,8%	10,5%	10,0%	9,7%	9,3%	9,0%	8,8%
Koszt długu	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,1%	4,1%	4,5%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
% kapitału własnego	77,0%	65,9%	63,6%	65,9%	68,8%	74,7%	79,0%	85,1%	90,2%	93,7%
% długu	23,0%	34,1%	36,4%	34,1%	31,2%	25,3%	21,0%	14,9%	9,8%	6,3%
WACC	8,5%	8,5%	8,7%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%
Suma DFCF	263,3									
Wartość rezydualna (TV)	2931,1									
Zdyskontowana TV	1319,9									
Wartość działalności operacyjnej	1 583,2									
Dług netto	81,6									
Wartość kapitału własnego	1501,5									
Liczba akcji (mln szt.)	23,8									
Wartość 1 akcji	63,22 zł									

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	7,5%	55,74	59,42	63,66	68,61	74,46
	8,0%	55,55	59,21	63,44	68,37	74,20
	8,5%	55,35	59,01	63,22	68,14	73,94
	9,0%	55,16	58,80	63,00	67,90	73,69
	9,5%	54,97	58,60	62,78	67,67	73,44

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Beta	1,03	55,71	59,38	63,62	68,57	74,41
	1,13	55,54	59,21	63,43	68,37	74,19
	1,23	55,38	59,03	63,25	68,17	73,97
	1,33	55,21	58,86	63,06	67,97	73,76
	1,43	55,05	58,68	62,88	67,77	73,54

Źródło: BM BGŻ BNP



Wycena – metoda porównawcza

Tab. Wycena metodą porównawczą

	Kapitalizacja (PLN)		EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		CAGR (2016-2018)		
	2016 P	2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P	EBIT	EBITDA	Zysk netto	
NOBIA AB	6 798	10,6	9,6	9,3	8,4	7,7	7,5	13,9	12,5	12,1	4,3%	3,9%	4,7%
HERMAN MILLER	7 007	10,0	9,2	8,2	7,8	7,3	6,7	14,5	13,4	12,0	6,6%	5,2%	6,2%
DOREL INDS-B	2 653	9,8	8,8	-	6,7	6,0	-	10,4	8,5	-	-	-	-
EKORNES ASA	1 587	9,5	7,4	6,6	6,7	5,7	5,2	10,7	10,0	8,9	12,8%	8,9%	6,4%
ETHAN ALLEN	3 305	10,0	9,0	7,9	8,3	7,6	7,0	17,0	15,2	14,0	8,1%	6,2%	7,2%
BOCONCEPT HOLD-B	730	10,6	9,1	7,6	8,1	7,5	6,6	14,4	12,2	9,9	11,5%	7,0%	10,3%
HOWDEN JOINERY G	15 899	11,5	10,5	9,8	10,3	9,4	8,7	16,0	14,6	13,3	5,6%	5,7%	5,9%
KNOLL INC	4 152	-	-	-	8,7	7,7	6,7	13,5	12,0	11,1	-	9,1%	6,9%
LA-Z-BOY INC	5 131	-	-	-	8,3	7,7	6,7	17,0	15,8	13,9	-	7,3%	7,0%
HOOKER FURNITURE	1 120	-	-	-	8,9	5,4	4,9	16,7	11,6	10,4	-	22,2%	19,5%
COLLEFAX GRP PLC	276	8,5	8,2	7,8	6,0	5,8	5,5	14,1	13,6	12,9	3,0%	3,0%	3,0%
HNI CORP	7 111	-	-	-	8,5	7,6	7,0	17,6	15,0	14,0	-	6,9%	8,2%
BETER BED HLDG	2 049	11,9	10,7	10,2	9,3	8,3	8,0	16,8	14,8	14,5	5,1%	5,0%	4,5%
SUOFFEYA HOME-A	12 611	25,7	18,9	14,5	23,0	17,4	12,7	34,9	26,3	19,2	20,9%	22,0%	21,7%
GRAJEWO	2 019	11,8	11,4	-	5,0	8,1	-	11,6	11,1	-	-	-	-
PAGED	798	7,5	7,0	6,5	5,8	5,5	5,3	8,6	7,9	7,0	4,4%	3,0%	-
MEDIANA	2 979	10,3	9,2	8,1	8,3	7,6	6,7	14,4	13,0	12,5	6,1%	6,5%	6,9%
Forte	1 422	12,2	11,5	10,9	10,3	9,7	8,6	14,6	14,2	12,7	8,9%	8,3%	5,1%
premia/dyskonto*		15,6%	20,3%	26,4%	19,6%	21,3%	22,0%	1,1%	8,7%	1,3%	31,4%	21,9%	-34,5%
Wycena	50,22												

Źródło: Bloomberg, prognozy BM BGZ BNP dla Forte. *wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej;

Czynniki ryzyka

- Ryzyko makroekonomiczne** – popyt na produkty Spółki (meble) związany jest głównie z branżą nieruchomości oraz popytem konsumpcyjnym. Branża meblowa cechuje się wyraźną cyklicznością, to znaczy silniej rośnie podczas koniunktury gospodarczej ale równocześnie więcej traci podczas recesji. Spółka istotną część sprzedaży realizuje również w eksporcie (głównie do Europy Zachodniej), dlatego dla jej kondycji ważny jest stan nie tylko polskiej, ale i europejskiej gospodarki.
- Ryzyko walutowe** – Spółka ok. 80% sprzedaży lokuje na rynkach zagranicznych. Umocnienie się złotego może więc negatywnie wpływać na konkurencyjność i osiąganą rentowność. Chociaż część kosztów również ponoszona jest w walutach obcych (ok. 50%, głównie EUR) to Spółka posiada długą pozycję walutową w walutach obcych.
- Ryzyko cen surowców** – podstawowym surowcem używanym przez Spółkę są różnego rodzaju płyty drewniane. Wahania cen drewna, ale także innych surowców takich jak kleje, papiery, energia elektryczna, okucia wpływają na wypracowywane przez Spółkę marże.
- Ryzyko powodzenia inwestycji** – w przyjętej na następne lata strategii, Forte planuje dokonać znacznych inwestycji w budowę kolejnej fabryki mebli oraz fabryki płyt wiórowych, z czym wiąże się konieczne do poniesienia nakłady inwestycyjne (ok. 600 mln PLN). Ryzykiem dla Spółki może być więc opóźnienie realizacji inwestycji albo poniesienie wyższych od oczekiwań kosztów lub utrata uzgodnionego wsparcia (dotacja, zwolnienie podatkowe w SSE).
- Ryzyko związane z kosztami pracy** – koszty robocizny i wynagrodzeń również stanowią istotny udział w całości ponoszonych wydatków. W długim terminie niższe pensje w Polsce mogą przekładać się na wyższą presję na wzrost wynagrodzeń w naszym kraju względem Europy Zachodniej.



Tabele i prognozy

Tab. Bilans

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
AKTYWA	484,1	554,9	638,7	738,4	834,5	1 073,9	1 264,4	1 388,3
Aktywa trwałe	252,9	254,1	282,1	348,0	437,2	654,9	800,5	873,2
Wartości niematerialne i prawne	16,1	16,6	16,6	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4
Rzeczowe aktywa trwałe	188,8	188,6	217,0	259,4	348,7	566,4	712,0	784,7
Pozostałe	48,0	48,9	48,5	72,2	72,2	72,2	72,2	72,2
Aktywa obrotowe	231,2	300,8	356,6	390,4	397,3	419,0	463,8	515,1
Zapasy	99,1	113,1	149,0	139,0	155,8	169,0	181,1	206,9
Należności krótkoterminowe	89,6	99,1	144,0	187,3	209,9	226,3	242,6	277,0
Środki pieniężne	30,0	76,1	55,7	55,0	22,6	14,7	31,1	22,2
PASYWA	484,1	554,9	638,7	738,4	833,8	1 073,2	1 263,7	1 387,6
Kapitał własny	348,9	384,6	421,3	478,5	541,5	616,2	712,6	810,3
Kapitał akcyjny	135,4	135,4	135,4	137,1	137,1	137,1	137,1	137,1
Zyski zatrzymane	64,5	90,3	108,5	118,4	181,4	256,1	352,5	450,2
Kapitał rezerwowy	137,5	146,8	167,8	195,0	195,0	195,0	195,0	195,0
Zobowiązania i rezerwy	135,2	170,2	217,4	259,9	292,3	457,0	551,1	577,3
Zobowiązania długoterminowe	48,2	76,6	105,1	41,1	128,8	236,5	279,3	264,3
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>31,8</i>	<i>60,3</i>	<i>89,3</i>	<i>30,6</i>	<i>118,3</i>	<i>226,0</i>	<i>268,7</i>	<i>253,7</i>
Zobowiązania krótkoterminowe	87,0	93,7	112,4	218,8	163,5	220,4	271,8	313,0
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>30,8</i>	<i>10,0</i>	<i>11,0</i>	<i>106,1</i>	<i>43,3</i>	<i>93,3</i>	<i>138,3</i>	<i>166,0</i>

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	560,5	666,4	822,4	954,3	1 064,2	1 147,2	1 229,8	1 404,5
<i>zmiana r/r</i>	6,3%	18,9%	23,4%	16,0%	11,5%	7,8%	7,2%	14,2%
Zysk ze sprzedaży	181,8	241,4	298,2	346,0	387,3	413,0	442,7	505,6
<i>marża na sprzedaży</i>	32,4%	36,2%	36,3%	36,3%	36,4%	36,0%	36,0%	36,0%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-137,8	-162,1	-201,4	-237,1	-262,4	-284,1	-304,6	-347,8
EBIT	41,7	72,4	93,6	98,2	119,8	126,9	133,1	152,8
EBITDA	57,2	89,1	110,4	117,8	141,2	150,9	169,2	202,3
<i>marża operacyjna</i>	7,4%	10,9%	11,4%	10,3%	11,3%	11,1%	10,8%	10,9%
Saldo z działalności finansowej	0,0	0,2	-0,5	-1,6	-1,3	-5,2	-8,8	-10,7
Zysk (strata) brutto	41,7	73,1	94,9	98,8	119,5	121,6	124,4	142,1
<i>marża brutto</i>	7,4%	11,0%	11,5%	10,4%	11,2%	10,6%	10,1%	10,1%
Podatek dochodowy	-6,6	-15,2	-19,8	-14,5	-22,7	-23,1	-13,2	-16,6
Zysk (strata) netto	35,0	57,9	75,2	84,4	96,8	98,5	111,2	125,5
<i>marża netto</i>	6,3%	8,7%	9,1%	8,8%	9,1%	8,6%	9,0%	8,9%

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przepływy z działalności operacyjnej	71,5	80,1	34,0	78,2	87,7	105,1	133,9	139,0
Zysk brutto	34,5	57,9	75,2	84,4	96,8	98,5	111,2	125,5
Amortyzacja	15,5	16,7	16,8	19,7	21,5	24,0	36,1	49,5
Zmiana kapitału obrotowego	19,1	-10,9	-73,9	-20,3	-31,8	-22,7	-22,1	-46,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-28,6	-16,5	-43,0	-67,0	-110,0	-241,7	-181,7	-122,2
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-30,7	-16,8	-44,3	-68,5	-110,0	-241,7	-181,7	-122,2
Przepływy z działalności finansowej	-38,3	-17,5	-11,6	-11,9	-10,1	128,7	64,2	-25,8
Dywidenda	-17,8	-22,6	-35,6	-47,5	-33,8	-23,8	-14,8	-27,8
Splata kredytów netto	-19,0	6,2	25,0	35,1	24,9	157,7	87,7	12,7
Odsetki	-1,5	-1,1	-0,9	-1,2	-1,3	-5,2	-8,8	-10,7
Zmiana stanu środków pieniężnych	4,6	46,1	-20,6	-0,7	-32,4	-7,9	16,4	-9,0
Środki pieniężne:								
na początek okresu	25,5	30,0	76,1	55,7	55,0	22,6	14,7	31,1
na koniec okresu	30,0	76,1	55,7	55,0	22,6	14,7	31,1	22,2

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Wskaźniki finansowe

	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
EPS	1,48	2,44	3,16	3,55	4,08	4,15	4,68	5,28
DPS	0,95	1,50	2,00	1,42	1,00	0,62	1,17	2,64
Dividend yield	1,6%	2,5%	3,3%	2,4%	1,7%	1,0%	2,0%	4,4%
BVPS	14,7	16,2	17,7	20,1	22,8	25,9	30,0	34,1
P/E	40,5	24,5	18,9	16,8	14,7	14,4	12,8	11,3
P/BV	4,1	3,7	3,4	3,0	2,6	2,3	2,0	1,8
P/S	2,53	2,13	1,73	1,49	1,33	1,24	1,15	1,01
P/CE	28,1	19,0	15,4	13,6	12,0	11,6	9,6	8,1
EV/EBIT	35,1	20,2	15,6	14,9	12,2	11,5	11,0	9,6
EV/EBITDA	25,6	16,4	13,3	12,4	10,4	9,7	8,7	7,2
EV/S	2,6	2,2	1,8	1,5	1,4	1,3	1,2	1,0

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP

	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
rentowość na sprzedaży	32,4%	36,2%	36,3%	36,3%	36,4%	36,0%	36,0%	36,0%
rentowość EBITDA	10,2%	13,4%	13,4%	12,3%	13,3%	13,2%	13,8%	14,4%
rentowość EBIT	7,4%	10,9%	11,4%	10,3%	11,3%	11,1%	10,8%	10,9%
rentowość netto	6,3%	8,7%	9,1%	8,8%	9,1%	8,6%	9,0%	8,9%
ROA	7,2%	10,4%	11,8%	11,4%	11,6%	9,2%	8,8%	9,0%
ROE	10,0%	15,1%	17,8%	17,6%	17,9%	16,0%	15,6%	15,5%
dynamika przychodów	6,3%	18,9%	23,4%	16,0%	11,5%	7,8%	7,2%	14,2%
dynamika EBITDA	-8,3%	55,7%	24,0%	6,7%	19,8%	6,8%	12,2%	19,6%
dynamika EBIT	-13,8%	73,7%	29,2%	4,9%	22,0%	5,9%	4,9%	14,7%
dynamika EPS	-9,2%	65,3%	29,8%	12,3%	14,7%	1,8%	12,8%	12,9%
dług/aktyw a	12,9%	12,7%	15,7%	18,5%	19,4%	29,8%	32,2%	30,2%
dług/kapitał w lasny	17,9%	18,3%	23,8%	28,6%	29,8%	51,8%	57,1%	51,8%
dług/EBITDA	1,1	0,8	0,9	1,2	1,1	2,1	2,4	2,1
EBIT/odsetki	29,6	65,0	42,8	34,0	45,1	21,8	14,5	13,3
płynność bieżąca	2,7	3,2	3,2	1,8	2,4	1,9	1,7	1,6
płynność szybka	1,5	2,0	1,8	1,1	1,5	1,1	1,0	1,0
płynność gotówkow a	0,34	0,81	0,50	0,25	0,14	0,07	0,11	0,07
rotacja zapasów (dni)	95,5	97,1	103,7	83,4	84,0	84,0	84,0	84,0
rotacja należności (dni)	58,3	54,3	63,9	71,7	72,0	72,0	72,0	72,0
rotacja zobow iązań (dni)	39,4	47,0	42,4	44,4	44,0	44,0	44,0	44,0
cykl rotacji gotów ki (dni)	114,5	104,4	125,3	110,6	112,0	112,0	112,0	112,0
WACC	9,3%	9,1%	7,8%	8,5%	8,5%	8,7%	8,6%	8,6%
ROIC	8,5%	14,3%	16,7%	15,2%	15,8%	14,6%	11,5%	11,1%
EVA (mln)	-3,5	21,3	40,5	35,2	44,7	41,9	27,1	27,5
FCFF (mln)	37,7	47,6	-25,5	10,4	-23,3	-137,6	-59,9	4,4

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



BGZ BNP PARIBAS BIURO MAKLERSKIE

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	telefon	adres email
Jerzy Nikorowski	22 507 52 71	jerzy.nikorowski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Michał Krajczewski	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	k.choromanski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 329 43 24	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne



Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>



Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A. , a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji. Rekomendowane Spółki mogą być składnikami portfela inwestycyjnego autora rekomendacji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>