

Kupuj, 64,50 PLN

Szafa gra

Naszym zdaniem Forte jest najlepszą ekspozycją na jeden z dwóch głównych silników napędowych polskiego eksportu – przemysł meblarski. Ten segment rośnie w Polsce w tempie około 6% rocznie, a Forte – jedna z najlepszych firm w branży – rośnie w tempie kilkunastu procent rocznie. Przemysłane inwestycje, wsparte silnym bilansem i dużym wsparciem ze Specjalnych Stref Ekonomicznych, naszym zdaniem pozwolą skokowo zwiększyć wartość spółki. Wydajemy rekomendację Kupuj z ceną docelową 64,5 PLN.

- Forte jest beneficjentem trendów w meblarstwie: 1) przenoszenia się tego przemysłu z Zachodu Europy do Polski; 2) zamykania luki w wyglądzie, jakości i wzornictwie między zautomatyzowanym segmentem ekonomicznym a np. meblami z drewna litego; 3) konsolidujących rynek trendów technologicznych, które stopniowo wykańczają rozdrobnioną konkurencję, a wspierają dużych, zautomatyzowanych i elastycznych producentów. Dość szybki wzrost płac, który z jednej strony obciąża koszty, z drugiej strony pogłębia przewagę nad rozdrobnioną konkurencją w Polsce.
- W perspektywie następnych 6 lat Forte powinno dalej zwiększać przychody w szybkim tempie. Wciąż bardzo duży potencjał dla spółki mają rynki francuski i hiszpański. Forte chce też wejść na rynek brytyjski, na którym jeden z dwóch największych klientów ma silną pozycję. Forte chce również mocno zwiększyć sprzedaż mebli montowanych, rozwinąć sprzedaż do sklepów internetowych, a także wprowadzić nowy asortyment – meble łazienkowe i biurowe. Ten potencjał powinien pozwolić niemal podwoić przychody w ciągu następnych 6 lat.
- Inwestycja w fabrykę płyt wiórowych będzie największa w historii Forte (330 mln PLN). Uważamy, że ta inwestycja istotnie zwiększy wartość Forte ze względu na: 1) rynek płyty charakteryzujący się wysokim wykorzystaniem mocy i brakiem innych zaplanowanych inwestycji; 2) zabezpieczenie dostaw płyty i lepsza pozycja do negocjacji z dostawcami; 3) zapewniony rynek zbytu (produkcja na własne potrzeby) – brak istotnych kosztów sprzedaży, marketingu 4) dodatkowy istotny wzrost wyników dzięki taniemu finansowaniu, dotacjom (inwestycje w SSE) i uldze podatkowej.
- Szybkie tempo wzrostu Forte skłania Forte do inwestycji w nowe moce wytwórcze. Największe inwestycje Forte powinno ponieść do 2018 (budowa hal i pierwsze nowe linie produkcyjne). Następnie do przygotowanej infrastruktury spółka będzie stopniowo dodawać kolejne linie by maksymalnie skorelować wzrost mocy z rosnącymi zamówieniami.
- Obie inwestycje mogą zostać przeprowadzone ze środków własnych i długu. Fakt inwestowania w SSE dodatkowo ułatwia pozyskanie finansowania. W naszej ocenie dotąd konserwatywny bilans Forte zostanie sensownie zlewarowany. Dług do Ebitdy w szczycie (połowa 2018) nie powinien przekroczyć poziomu 3,2x (przy założeniu regularnej wypłaty dywidend).

| mIn PLN | 2013 | 2014 | 2015P | 2016P | 2017P |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| Przychody | 666 | 822 | 931 | 1 040 | 1 154 |
| EBITDA | 89 | 110 | 118 | 135 | 147 |
| EBIT | 72 | 94 | 98 | 116 | 127 |
| Zysk netto | 58 | 75 | 84 | 91 | 99 |
| P/E | 9,7 | 14,9 | 15,5 | 14,4 | 13,2 |
| P/BV | 1,5 | 2,7 | 2,9 | 2,5 | 2,2 |
| EV/EBITDA | 10,2 | 11,5 | 11,9 | 10,8 | 11,3 |
| EPS | 2,44 | 3,16 | 3,55 | 3,82 | 4,16 |
| DPS | 1,50 | 2,00 | 1,40 | 1,15 | 1,25 |
| FCF | 49 | -25 | 0 | -35 | -144 |
| CAPEX | 18 | 44 | 76 | 121 | 256 |

P - Prognozy DM PKO BP
mIn PLN

Informacje

| | |
|-------------------------|----------|
| Kurs akcji (PLN) | 55,00 |
| Upside | 17% |
| Liczba akcji (mn) | 23,75 |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 1 306,31 |
| Free float | 68% |
| Free float (mln PLN) | 882,02 |
| Free float (mln USD) | 221,83 |
| EV (mln PLN) | 1 396,17 |
| Dług netto (mln PLN) | 89,86 |

Dywidenda

| | |
|---------------------|------------|
| Stopa dywidendy (%) | 3,6% |
| Odcięcie dywidendy | 26.05.2015 |

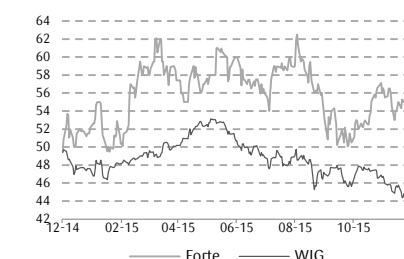
Akcjonariusze

| Akcjonariusze | % Akcji |
|---------------------------|---------|
| MaForm Holding Luxembourg | 32,48 |
| MetLife OFE | 12,45 |
| Aviva OFE | 9,62 |
| Nationale-Nederlanden OFE | 5,02 |

Poprzednie rekom.

Data i cena docelowa

Kurs akcji



| | WIG | Spółka |
|------------------------------|--------|--------|
| 1 miesiąc | -7,3% | -1,8% |
| 3 miesiące | -8,4% | 1,9% |
| 6 miesięcy | -14,7% | -8,3% |
| 12 miesięcy | -13,2% | 12,4% |
| Min 52 tyg. PLN | | 49,40 |
| Max 52 tyg. PLN | | 62,50 |
| Średni dzienny obrót mln PLN | | 0,41 |

Analityk

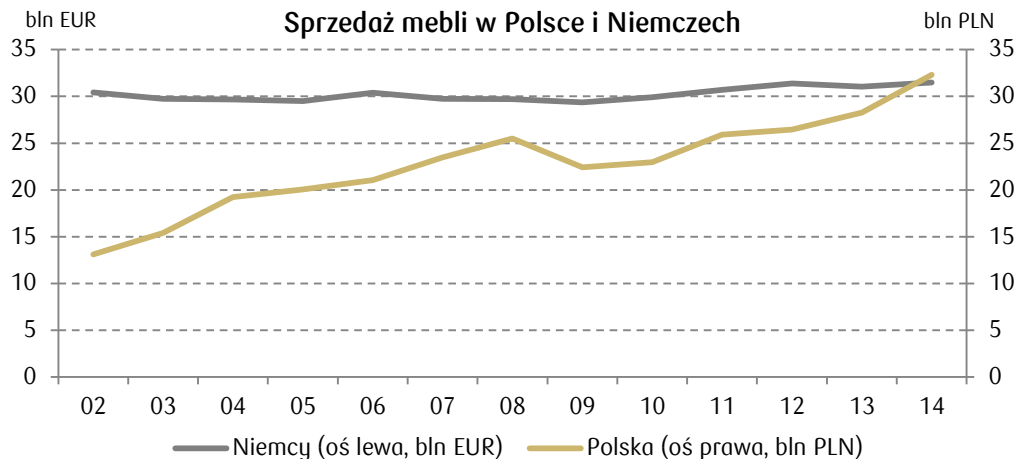
Piotr Łopaciuk, CFA
+48 22 521 48 12
piotr.lopaciuk@pkobp.pl

Adres:

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

Polskie meble – trend pierwszy

Segment produkcji mebli jest jednym z prężnych silników polskiego przemysłu (ponad 2% udziału w polskim PKB). Polska jest czwartym największym eksporterem mebli na świecie (po Chinach, Niemczech i Włochach). Historycznie motorem napędowym były niższe koszty pracy, postępująca automatyzacja i efektywność. Segment rozwija się bardzo prężnie, a do 90% produkowanych mebli trafia na eksport.



Źródło: GUS, EHI Retail Institute

Wykres powyżej pokazuje produkcję mebli w Polsce na tle naszego Zachodniego sąsiada. Imponujący wzrost wolumenów produkcji w Polsce o około 6% rocznie jest napędzany niższymi kosztami pracy, postępującą automatyzacją, rosnącą efektywnością, umocnieniem się „klastrow meblowych” w Polsce, a w przeszłości również istotnie tańszą ceną surowców. Spodziewamy się, że ten trend będzie kontynuowany, a udział Polskich firm (w tym Forte) w produkcji mebli w Europie będzie cały czas rósł.

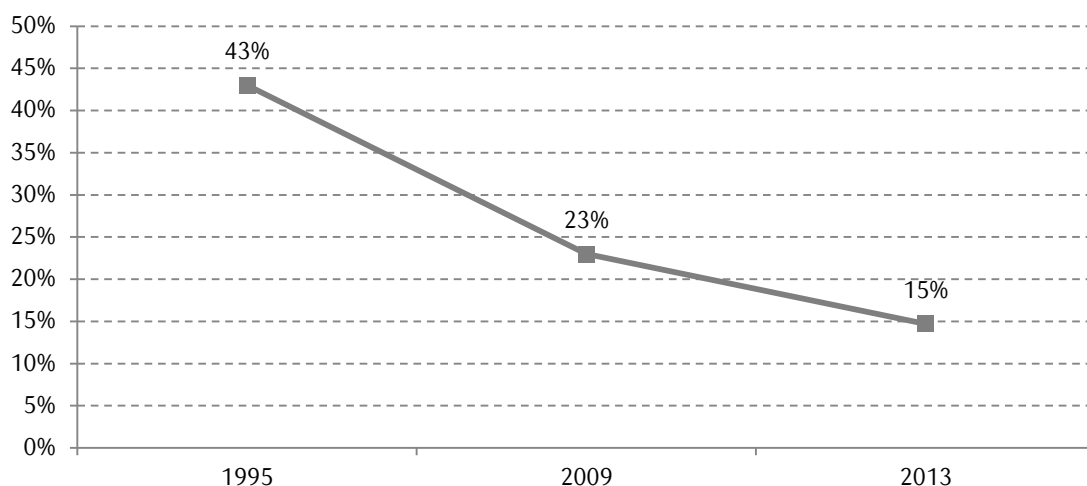
Zyskujący segment ekonomiczny – trend drugi

Postęp technologiczny i automatyzacja w segmencie meblowym pogłębia różnicę ceny i zawęża zauważalne różnice jakości między segmentem ekonomicznym, a resztą stawki. Dodatkowo umacniający się trend coraz częstszych re-aranżacji wnętrz wymaga od firm elastyczności, szybkiej wymiany wzorów, kolorów i wspiera meble lekkie, produkowane z płyty, a nie np. z drewna litego. Przez proces automatyzacji, o sukcesie produktu decyduje teraz artysta-projektant a nie artysta-rzemieślnik. To trendy wspierające takie firmy jak Forte.

Automatyzacja i konsolidacja – trend trzeci

Polski segment przemysłu meblowego nie tylko rośnie – zmienia się również jego struktura. Przez proces automatyzacji i dzięki sprzedaży eksportowej rosną firmy większe, dobrze zorganizowane i inwestujące w rozwój. Udział firm małych (poniżej 49 pracowników) w polskiej sprzedanej mebli ciągle spada (wykres)

Udział małych firm w polskim przemyśle meblowym



Źródło: GUS, DM PKO BP

Gdyby podobne badania dotyczyły tylko eksportu, różnica byłaby jeszcze bardziej drastyczna. Malutkie firmy często są firmami rodzinnymi, aktywnymi w szarej strefie. Dość szybki wzrost wynagrodzeń jest pewnym obciążeniem dla sektora, jednak z drugiej strony premiuje firmy duże i zautomatyzowane. Ten segment ma w Polsce wciąż wiele do nadrobienia – automatyzacja (mierzona liczbą robotów na 10k pracowników) ma wciąż duży potencjał do rozwoju.

Automatyzacja przemysłu meblarskiego (2013)



Źródło: Międzynarodowa Federacja Robotyki (IFR), DM PKO BP

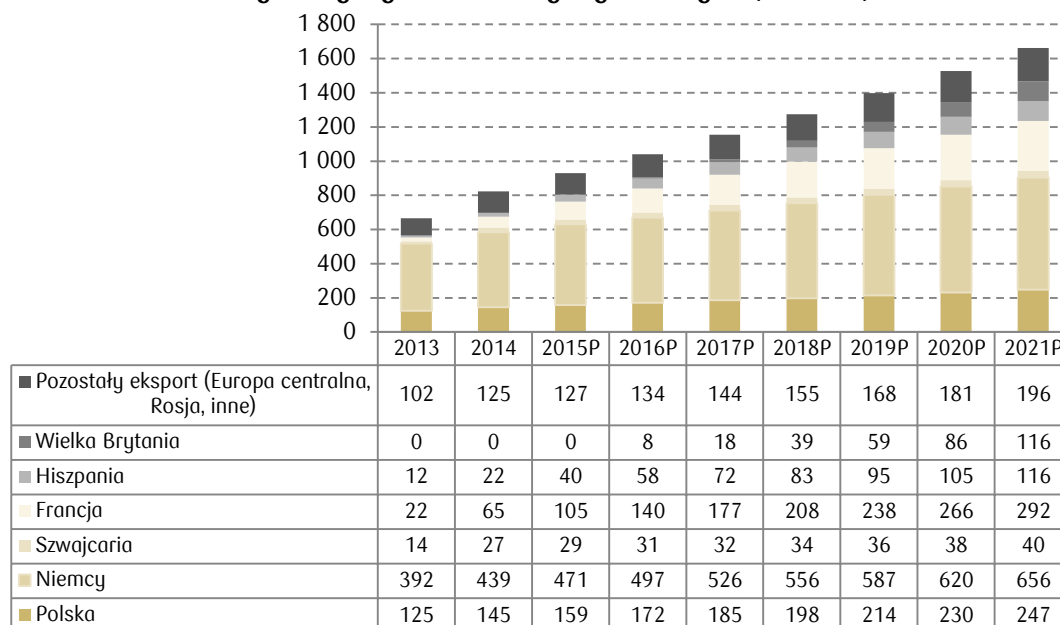
Trend naturalnej konsolidacji polskiego przemysłu meblarskiego powinien w dalszym ciągu wspierać takie firmy jak Forte.

Wzrost sprzedaży

Przewidujemy, że Forte utrzyma wysokie tempo wzrostu sprzedaży. Wprowadzanie nowego dla Forte asortymentu - mebli łazienkowych i biurowych - powinno pozwolić poszerzać aktywność na rynkach Forte. Realnie wydaje się również rozszerzanie sprzedaży mebli montowanych z obecnych 5mn EUR (ambicją Forte jest osiągnięcie sprzedaży w tym asortymencie rzędu 30mn EUR). Ponadto sprzedaż dedykowana do sklepów internetowych (możliwa dzięki inwestycjom w przestrzeń magazynową i logistykę) powinna zwiększyć dynamiki sprzedaży na poszczególnych rynkach.

Nasze założenia odnośnie tempa wzrostu sprzedaży z uwzględnieniem poszczególnych rynków geograficznych przedstawione są na wykresie poniżej.

Przychody wg kierunków geograficznych (mn PLN)



Źródło: DM PKO BP, Forte

Zakładamy stabilne (mniejsze niż do tej pory, ale już z dość wysokiej bazy) wzrosty na rynku Niemieckim.

Spodziewamy się, że rynek francuski utrzyma dość wysokie dynamiki. Pomóc w tym powinien nowy klient, sieć handlowa BUT, wielkością (około 250 sklepów) porównywalna do głównego klienta Forte – Conforamy (z grupy Steinhoff).

Oczekujemy, że relatywnie nowy rynek hiszpański również powinien się rozwijać w szybkim tempie. Za bardzo prawdopodobne uznajemy rozwinięcie sprzedaży na rynku brytyjskim. Jest to oczywiście specyficzny rynek z innymi upodobaniami klientów, ale pamiętamy, że identyczne wątpliwości były podnoszone 3 lata temu odnośnie rynku francuskiego. Plan Forte dla rynku brytyjskiego to 40mn EUR sprzedaży w ciągu 5 lat. W jego osiągnięciu powinna pomóc silna aktywność bardzo ważnego klienta – grupy Steinhoff (sieci Harveys, Bensons for Beds).

Uważamy, że Forte powinno być również silne na rynku krajowym – wraz z wzrostem płac zautomatyzowane Forte będzie coraz bardziej konkurencyjne niż część rynku będąca „szarą strefą”. Spodziewamy się również, że upodobania zachodnio-europejskie będą w dalszym ciągu przenikały do Polski, co powinno wspomagać sprzedaż Forte.

Uważamy, że w przeciągu następnych 6 lat Forte ma bardzo realną szansę na niemal zdublowanie sprzedaży.

Fabryka płyty wiórowej

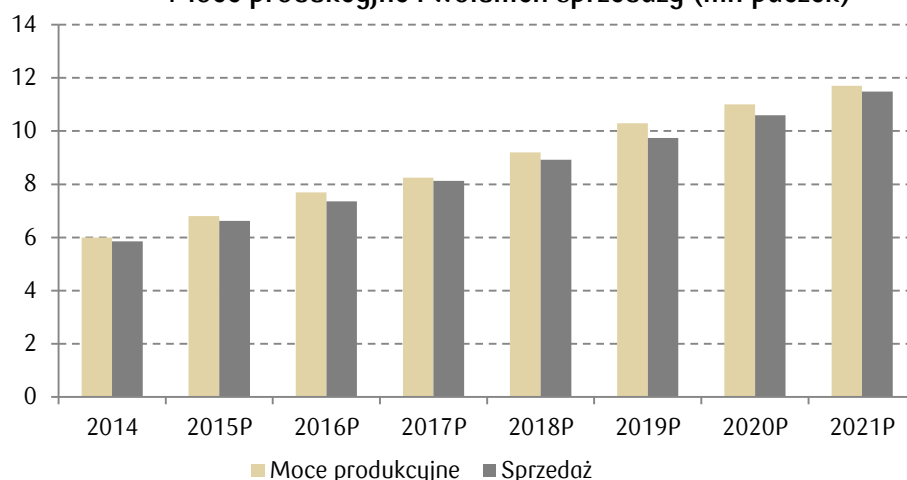
Główną planowaną inwestycją Forte jest inwestycja w fabrykę płyty wiórowej (integracja pionowa wsteczna). Inwestycja ma pochłonąć około 330mn PLN. Fabryka ma produkować około 250tys. m³ płyty wiórowej. Obecne zużycie płyt drewnopochodnych przez Forte to około 330tys. m³. Z tej liczby większość to płyta wiórowa. Szacujemy, że inwestycja mogłaby zostać ukończona na początku 2018 roku. Pewien czas powinien zająć rozruch i dojście do pełnych mocy produkcyjnych. Szacujemy, że w 2018 roku Forte może zużywać ponad 440k m³ płyty, a w 2019 roku ponad 480k m³ płyty. W tym czasie nowa fabryka powinna być już dobrze skrojona na potrzeby Forte i zaspokajać większość zapotrzebowania na płytę wiórową. Forte będzie produkowało płytę skrojoną wymiarami dokładnie na swoje potrzeby. To powinno ograniczyć straty materiałowe. Ponadto, ze względu na produkcję na własne potrzeby, firma oszczędzi na kosztach sprzedaży i marketingu. Szacujemy, że to może być

oszczędność na poziomie nawet 5% wartości przychodów takiego zakładu (porównując do innych producentów płyty). Z drugiej strony rentowność będzie obciążona mniejszą niż standardowa wielkością zakładu (250k m³ a nie 500k m³) i pewnie trudniejszym dostępem do najtańszych surowców. Zakładamy, że nowy zakład po okresie rozruchu będzie w stanie generować marżę brutto na poziomie około 18% (około 2p.p. niżej niż notowane Grajewo w 2014 roku) przy przychodach (wewnątrz grupy) ponad 150mn PLN. Zakład może za to oszczędzić na kosztach ogólnych, które powinny zamknąć się w 10mn PLN (6% sprzedaży, czyli 5p.p. mniej niż w Grajewie w 2014 roku). Roczna amortyzacja zakładu powinna wynieść około 16mn PLN. Po okresie rozruchu zakład powinien więc generować około 35mn Ebitdy (EV/Ebitda około 9,4) – nie licząc jednak efektu dotacji, ulg podatkowych i lepszej pozycji do negocjacji z dostawcami płyty. Ta lepsza pozycja powinna wynikać z faktu, że obecnie na rynku polskim wykorzystanie mocy produkcyjnych w płycie wiórowej jest bardzo wysokie (istotnie poniżej 90%). Na rynku nie są też obecnie planowane żadne dodatkowe inwestycje, a zużycie powinno rosnąć. Biorąc pod uwagę wszystkie te dodatkowe korzyści (efekt dotacji i ulg opiszemy w następnym paragrafie) uważamy, że inwestycja jest prowadzona przy realnym skorygowanym mnożniku EV/Ebitda 6,0. Inwestycja nie wpłynie na przychody (produkcja na własne potrzeby) ale powinna istotnie poszerzyć marżę. Dzięki ulokowaniu inwestycji w Specjalnej Strefie Ekonomicznej koszt finansowania powinien być bardzo atrakcyjny (jest już częściowo ustalony z bankami).

Rozwój mocy produkcyjnych i logistycznych

Szybki rozwój Forte zachęca spółkę do inwestycji w moce produkcyjne i logistyczne. Kolejne znaczące inwestycje również mają być prowadzone na terenie SSE. Inwestycje w rozwój produkcji będą prowadzone etapami – największy ciężar powinien być poniesiony do 2018 roku włącznie, kiedy zostanie ukończona nowa hala produkcyjna i zamontowane zostaną pierwsze nowe linie produkcyjne. W następnych latach dodawane będą kolejne linie, co powinno pozwolić na stopniowy rozwój mocy, odpowiadający rozwojowi sprzedaży. Również w już istniejących zakładach cały czas przeprowadzane są inwestycje w rozwój mocy produkcyjnych. Wykres poniżej przedstawia szacowany przez nas realny (z wyłączeniem zaplanowanych przerw) potencjał produkcyjny Forte zestawiony z szacowaną sprzedażą. Szacujemy, że w perspektywie 6 lat Forte powinno sprzedawać rocznie ponad 11,4mn paczek czyli 5,7mn mebli (nasze założenie jest mniejsze niż cel zarządu na poziomie 6,5mn sztuk mebli).

Moce produkcyjne i wolumen sprzedaży (mn paczek)



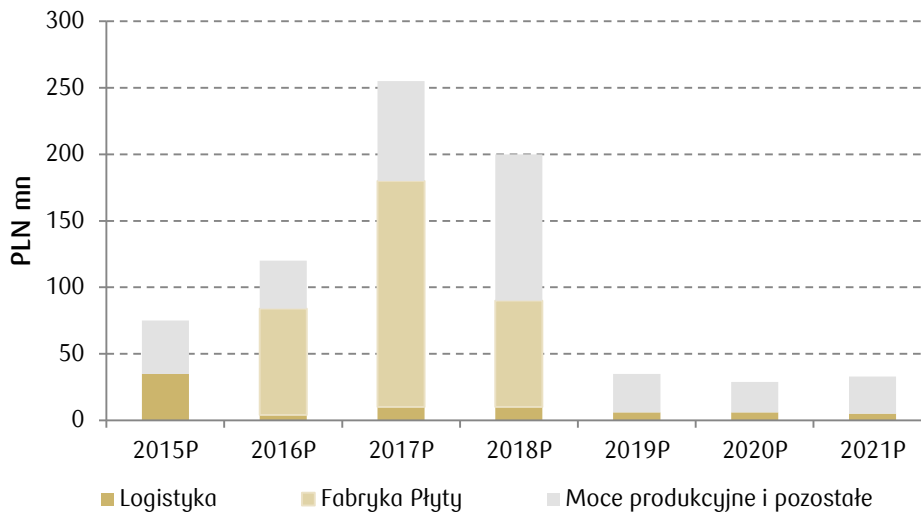
Źródło: Szacunki DM PKO BP, Forte

Równolegle budowana będzie nowa przestrzeń logistyczna pozwalająca obsłużyć rosnące wolumeny oraz dedykowana pod nowe kanały sprzedaży (sklepy internetowe). Spółka niedawno ukończyła inwestycję w nowy magazyn o powierzchni ponad 15k m³ – ulokowany na terenie poszerzonej Suwalskiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej.

Capex – podsumowanie i polityka dywidendowa

Przedstawiamy nasze założenia odnośnie nakładów inwestycyjnych Forte na wykresie poniżej.

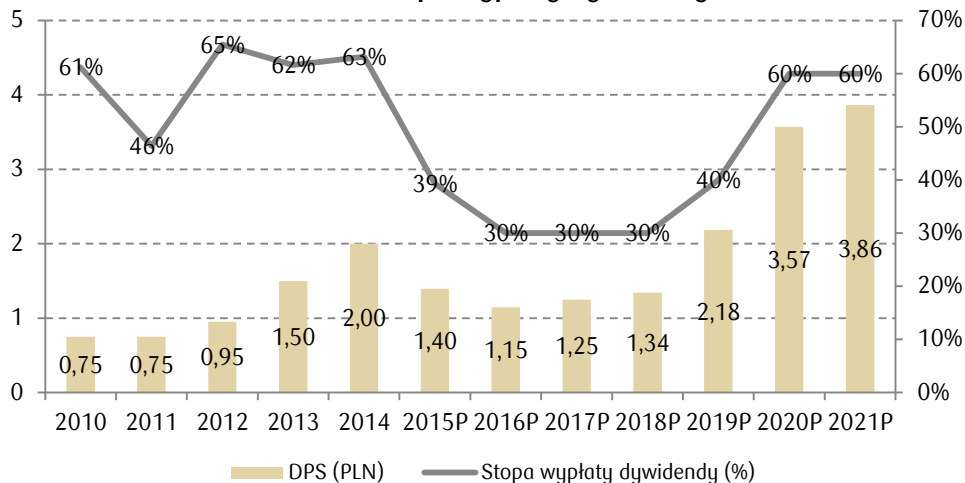
Nakłady inwestycyjne (wg kategorii)



Źródło: Prognozy DM PKO BP

Szacujemy, że w szczytowym momencie (zakładamy, że będzie to połowa roku 2018-tego) dług do Ebitdy powinien wynieść około 3,2x. Forte generuje modelowe, zdrowe przepływy operacyjne – prognozujemy, że zadłużenie dość szybko spadnie. Zakładamy – zgodnie z deklaracją zarządu – że dywidenda cały czas będzie utrzymana, natomiast spodziewamy się przejściowego obniżenia stopy wypłaty dywidend. Nasze założenia przedstawione są na wykresie poniżej.

DPS (PLN) i stopa wypłaty dywidendy (%)



Źródło: DM PKO BP

Dotacje i tarcza podatkowa

Forte aktywnie korzysta z możliwości wsparcia polskiego przemysłu i optymalizacji podatkowej. Szacujemy, że ostatnio standardowe wśród spółek giełdowych wyodrębnienie marki przyniesie około 4mn korzyści podatkowej rocznie przez następne 8 lat (efekt widoczny tylko w przepływach pieniężnych, a nie w rachunku zysków i strat).

Forte aktywnie korzysta z wsparcia w Specjalnych Strefach Ekonomicznych. Należy podkreślić, że suma takiego wsparcia dla jednej spółki nie może przekroczyć 37,5mn EUR (około 160mn PLN). Forte będzie uprawniona do pełnej wielkości wsparcia przez skalę swoich inwestycji. Wsparcie w strefie Podlaskiej wynosi 50% do kwoty 50mn EUR i 35% od nadwyżki. Forte otrzymało już 57mn PLN



dotacji na swoje inwestycje zwiększające zatrudnienie w regionie. Pomoc ta będzie wypłacana w transzach w latach 2017-2020. Zakładamy, że w rachunku wyników będzie rozłożona proporcjonalnie do amortyzacji inwestycji (pozytywny efekt w pozostałych przychodach operacyjnych w wysokości około 3mn PLN rocznie). Magazyn wybudowany w Ostrowi Mazowieckiej generuje wsparcie w postaci odliczenia od podatku w wysokości 11mn PLN (około 1mn PLN rocznie). Jeśli nie uda się uzyskać kolejnych dotacji, pozostała dostępna kwota wsparcia (około 90mn PLN) będzie odbierana jako zwolnienie od podatku począwszy od roku 2018. Szacujemy że począwszy od lat 2018-2019 Forte będzie w stanie odbierać w formie zwolnienia od podatku kwotę rzędu co najmniej 7mn PLN rocznie. Po przedłużeniu SSE mają działać do 2026 roku, ale prawdopodobne wydaje się przedłużenie działalności SSE.

Biznes model

Forte to jeden duży i szybko rosnący producent mebli do samodzielnego montażu. Asortyment obejmuje meble do jadalni, salonu, kuchni, sypialni i pokoju młodzieżowego. Forte ma około 2% udziału w eksporcie mebli z Polski i około 1,5% udziału w meblach sprzedawanych w Polsce. To istotny udział biorąc pod uwagę wielosegmentowość i rozproszenie rynku.

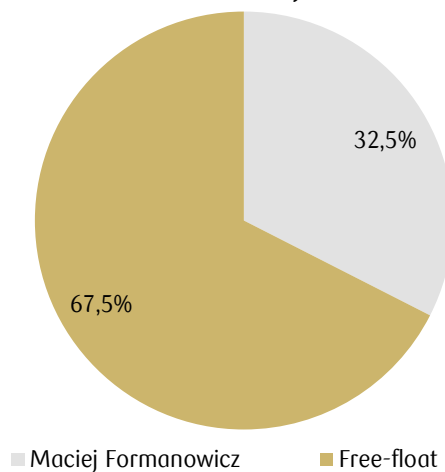
Historia

Maciej Formanowicz (właściciel Forte) rozpoczął pracę w przemyśle meblarskim w latach siedemdziesiątych by zostać dyrektorem generalnym w wielobranżowej (w tym produkującej meble) firmie Hasto. Pierwszą własną firmę meblarską założył w 1987 roku. W 1992 kupił Fabrykę Mebli w Ostrowi Mazowieckiej gwarantując własnym majątkiem, że spłaci jej długi. Cztery lata później, po przejęciu Suwalskiej Fabryki Mebli i firmy handlowej Meble Polonia, spółka pod szyldem Forte zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych. Forte w 2002 r. uruchomiło produkcję na Ukrainie, a w 2005 r. ruszył zakład w Rosji. Spółki generujące niewielki wynik zostały sprzedane w 2011 r. tureckiemu Boydak Foreign Trade Co. za ponad 53 mln PLN. Tym samym produkcja została wycofana z Europy Wschodniej. Historycznie kluczową decyzją było skoncentrowanie się na rynkach zachodnich kosztem rynków wschodnich, która z perspektywy czasu okazała się bardzo słuszna.

Akcjonariat

Głównym właścicielem i jednocześnie prezesem spółki jest Maciej Formanowicz. Prezes zdecydowanie jest osobą charyzmatyczną, nadającą kierunek rozwoju grupie. Firma jest spółką rodzinną. Struktura akcjonariatu jest przedstawiona na wykresie poniżej.

Struktura akcjonariatu



Źródło: Forte

Ponadto na szacujemy udział Otwartych Funduszy Emerytalnych (głównie na bazie raportów z końca roku 2014-ego) w spółce na około 40%.

Aktywa produkcyjne

Spółka dysponuje czterema zakładami produkcyjnymi, zlokalizowanymi w Ostrowi Mazowieckiej, Suwałkach, Białymstoku i Hajnówce, o łącznej powierzchni 120 tys. m². We wrześniu 2015 r. został otwarty w Ostrowi Mazowieckiej nowy magazyn wysokiego składowania o wielkości 15 tys. m² i pojemności 15 tys. palet, czyli 300 tys. paczek. Inwestycja kosztowała 32 mln PLN i ma pozwolić na poprawę procesów logistycznych we wszystkich 4 fabrykach. Łączna powierzchnia magazynowa wynosi 85 tys. m². Forte konsekwentnie inwestuje we wzrost mocy produkcyjnych usuwając „wąskie gardła” na produkcji. Szacujemy, że realne moce produkcyjne spółki wyniosły w 2014 roku około 6mn paczek (przyjęta „jednostka miary” wolumenów w Forte, gotowy mebel to średnio 2 paczki) i wzrosły do około 6,7mn paczek w 2015 roku.

Produkt

Forte produkuje meble do samodzielnego montażu w segmencie ekonomicznym. Komplementarność i spójność oferty zapewniają dodatkowo importowane stoły, krzesła oraz dodatki dekoracyjne, jednak to margines. W 2014 roku meble skrzyniowe stanowiły 97,3% przychodów. Forte rozwija również sprzedaż mebli montowanych, ale to na razie tylko 2% przychodów. Forte ma w swojej ofercie meble projektowane zarówno przez własny zespół, jak i współpracujących designerów z Europy, co ma przełożenie na poprawiające się wzornictwo. Każdego roku do oferty wprowadzanych jest około 1500 wzorów.

Sprzedaż

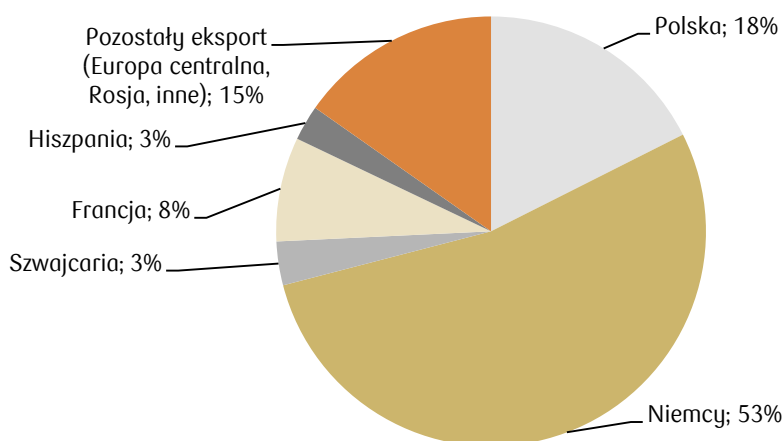
Marka Forte z perspektywy klienta końcowego funkcjonuje głównie w Polsce. W Polsce sprzedaż prowadzona jest głównie przez tradycyjne sklepy meblowe i sieci handlowe. Na rynku niemieckim Grupa współpracuje głównie z największymi sieciami meblarskimi zrzeszonymi w grupach zakupowych. Na tym rynku meble w segmencie ekonomicznym są zazwyczaj sprzedawane pod marką dystrybutora lub jako „no name”. Marka w eksporcie jest ważna w relacjach B2B.

Odbiorcy są dość zdwywersyfikowani, choć 2 podmioty istotnie przekraczają 10% (ale poniżej 20%) w przychodach (zbliżona wielkość przychodów tych dwóch klientów):

- grupa Steinhoff (m.in. sieć sklepów Conforama we Francji, Europie Południowej i Południowo-Zachodniej; sieć sklepów Poco i Lipo w regionie DACH – Niemcy, Austria, Szwajcaria i sieć sklepów Abra w Polsce)
- sieć Roller - sklepy meblowe w Niemczech i Austrii

82% sprzedaży to eksport. Struktura geograficzna przychodów zobrazowana jest na wykresie.

Geograficzna struktura sprzedaży (2014)



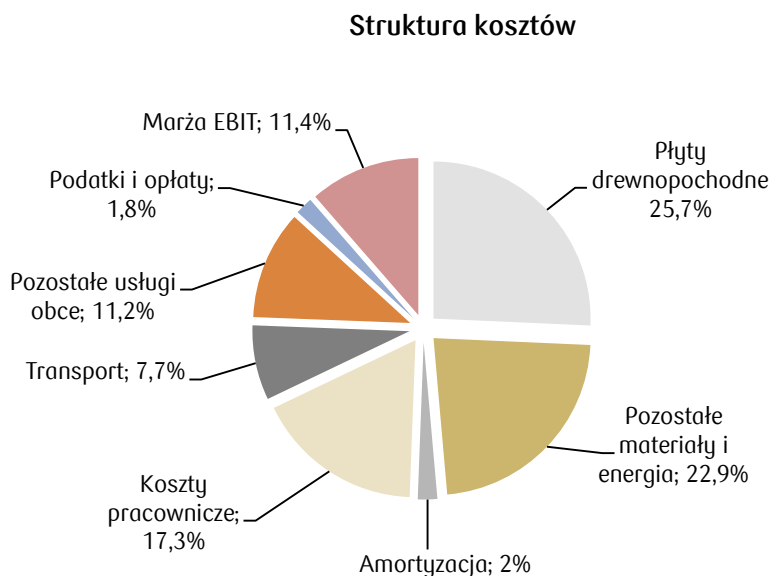
Źródło: DM PKO BP

Na uwagę zasługuje rynek francuski, który w 2014 roku wzrósł o 200%. Jest to pochodna ekspansji klienta - grupy Steinhoff, która w 2012 przejęła sieć sklepów meblowych Conforama i umacniała ją kolejnymi mniejszymi akwizycjami.

W branży występuje sezonowość. Najlepsze są miesiące jesienne i zimowe - jest to związane z cyklem oddawania inwestycji mieszkaniowych i remontów. W najlepszym czwartym kwartale Forte generuje średnio około 29% przychodów. Wyraźnie najgorszy jest drugi kwartał (około 21-22% rocznych przychodów).

Struktura kosztów

Struktura kosztów zobrazowana jest na wykresie poniżej.



Źródło: DM PKO BP

Najważniejszym składnikiem kosztów są płyty drewnopochodne. Szacujemy, że Forte zużywa około 350 tys.m³ płyt. W tym asortymencie najczęściej ważą płyty wiórowe. Forte kupuje też płyty MDF i HDF oraz płyty melaminowane (choć w produkcji przeważają płyty oklejane). Głównym dostawcą płyt jest Pflleiderer (szacujemy wartość zamówień na około 150mn PLN). Forte ma podpisane długoterminowe, indeksowane umowy na dostawę płyt od Pflleiderera do roku 2017-ego – to powinno akurat zabezpieczyć dostawy aż do momentu uruchomienia własnej fabryki. Wśród pozostałych materiałów są m.in. elementy metalowe (np. okucia, elementy złączne), energia.

Kolejnym najważniejszym składnikiem kosztów są koszty pracownicze. W 2014 roku Forte zatrudniało średnio 2654 osoby, średni koszt na pracownika wyniósł 4,53 tys PLN/miesiąc. To dosyć niski średni koszt, na który wpływa położenie fabryk Forte (głównie wschodnia Polska). Wynagrodzenie zarządu jest wysokie – 6 członków zarządu zarobiło w 2014 roku około 10mn PLN.

Transport jest kolejnym ważnym składnikiem kosztów, nabierającym coraz większej wagi wraz z rozwojem bardziej odległych rynków (np. Francja, Hiszpania).

Wśród pozostałych usług obcych są m.in. marketing, utylizacja, outsourcing.

Uznając ¾ kosztów pracowniczych za koszty stałe, możemy stwierdzić, że koszty stałe mają wartość około 20% przychodów. Przy marży Ebit rzędu 11,4% daje to dźwignię operacyjną na 1,75 (zmiana przychodów o +/-1% zmienia Ebit o +/-1,75%), którą w przemyśle możemy arbitralnie określić mianem przeciętnej.

Ekspozycja walutowa

Spółka, w związku ze znaczącym udziałem eksportu w przychodach, posiada ekspozycję na ryzyko walutowe. Łączna ekspozycja walutowa netto to obecnie wg naszych szacunków około 80mn EUR. Naszym zdaniem Forte umiejętnie ubezpiecza ekspozycję walutową symetrycznymi opcjami put-call. Forte zabezpiecza ekspozycję walutową co najmniej na 2 lata (w tej chwili ma już zawartych część umów na 2018 rok). Na 3 najbliższe lata dół korytarza jest na poziomie około 4,25 EUR/PLN a góra na poziomie około 4,65 EUR/PLN. Jeśli złotówka będzie jeszcze słabsza, hedging teoretycznie oczywiście zadziała na minus, jednak rentowność eksportu (Forte korzysta z osłabienia złotówki do poziomu 4,65 EUR/PLN) byłaby i tak bardzo wysoka.

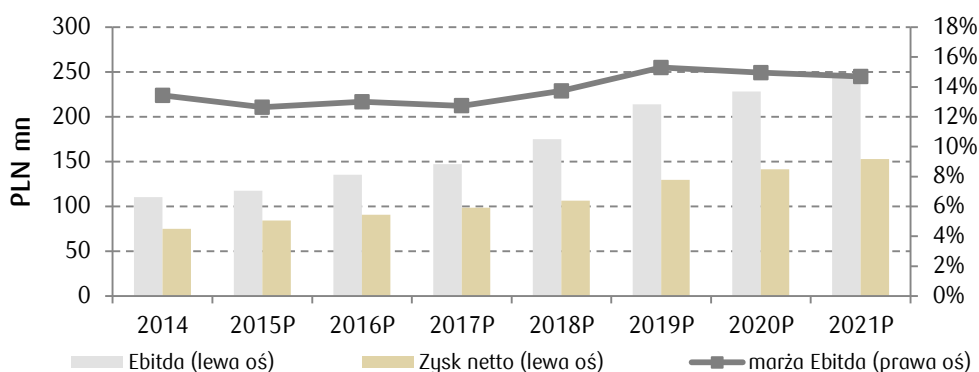


Kapitał obrotowy

Biznes Forte wymaga dość dużego zaangażowania w kapitał obrotowy. Cykl rotacji należności wynosi około 70 dni, cykl rotacji zapasów około 70 dni, a cykl rotacji zobowiązań około 30 dni. To daje cykl konwersji gotówki na poziomie około 100 dni (zaangażowany kapitał obrotowy na poziomie około 27% przychodów). Wydaje się, że w średnim terminie biznes cykl się nieznacznie wydłuży ze względu na planowaną obsługę sklepów internetowych (będzie to wymagało utrzymywania zapasu).

Program motywacyjny

Program motywacyjny dla zarządu (na lata 2014-2016) zakłada emisję do 356k akcji, do objęcia przez zarząd po cenie 46,19 PLN. Program wymaga corocznie wzrostu zysku netto o 10% i wzrostu średniego kursu akcji o 10%. Program nie obejmuje prezesa - właściciela Macieja Formanowicza. Oceniamy, że program motywacyjny jest przyzwoicie skonstruowany, nie powinien być bardzo istotnym obciążeniem dla kosztów.

FINANSE
Prognozy finansowe 2015-2021P


Źródło: prognozy DM PKO BP

2015F Spodziewamy się wzrostu wolumenów o około 13%. Marża brutto powinna się lekko obniżyć r/r (wysoka baza w 1H 2014, ciut mniej sprzyjający FX i leciutkie wzrosty cen płyty w 1H 2015 r/r). Wzrost udziału kosztów sprzedaży o 0,7p.p. to efekt zwiększonej sprzedaży do odległych kierunków geograficznych (Hiszpania) i uruchomienie i rozruch we wrześniu nowego magazynu Forte. Wynik wsparty o około 4mn PLN one-off'em - rozwiązaniem rezerw na podatek odroczony.

2016F Spodziewamy się wzrostu wolumenów o około 11%. Marża brutto powinna się utrzymać na stabilnym poziomie. Z jednej strony spółka będzie odczuwać presję ze strony kosztów pracy, z drugiej strony pomoc powinna zwiększona skala i minimalnie tańsza płyta wiórowa. Oczekujemy niewielkiej poprawy w kosztach sprzedaży (już uruchomione nowe magazyny). Spółka powinna zacząć pokazywać w wyniku rozliczanie ulgi podatkowej z tytułu inwestycji w SSE (nowy magazyn w Ostrowii) +1mn PLN w tym roku i w kolejnych latach. Od tego roku przepływy pieniężne powinny być dodatkowo wsparte (+4mn PLN rocznie) optymalizacją podatkową marki Forte. W P/L'u normalna stopa podatkowa.

2017F Spodziewamy się wzrostu wolumenów o około 10%. Zakładamy, że wzrost kosztów pracy przeważą nad korzyściami skali (presja na marże brutto -0,2p.p.). Zwiększone koszty finansowe to efekt dużych nakładów inwestycyjnych (być może te koszty będą kapitalizowane, ale ujmujemy je w linijce finansowej).

2018F Spodziewamy się wzrostu wolumenów o prawie 10%. Ciągłe lekka presja na marże brutto na dotychczasowej działalności. Spodziewamy się, że w trakcie tego roku wystartuje fabryka płyty wiórowej. Docelowo fabryka powinna generować ponad 150mn PLN wewnętrznej sprzedaży (brak efektu na sprzedaż zewnętrzną), jednak w pierwszym roku oczekujemy powolnego startu / rozruchu fabryki. Spodziewamy się jedynie 10mn PLN dodatkowej marży z płyty wiórowej w tym roku, co powinno być zrównoważone podobnym wzrostem kosztów ogólnych z tego tytułu. Wzrost amortyzacji o około 9mn PLN (efekt kończonych inwestycji). Wraz z uruchomieniem inwestycji spodziewamy się wsparcia wyniku z tytułu stopniowo rozpoznawanych dotacji (+3mn PLN rocznie) i ulg podatkowych z tytułu inwestycji w SSE (+4mn PLN w 2018). Duży wzrost kosztów finansowych i rekordowy wskaźnik dług/Ebitda (około 3,2x w połowie 2018).

2019F Spodziewamy się wzrostu wolumenów o około 9%. Po raz kolejny zakładamy lekkie zawężenie marż na produkcji mebli, wsparciem będzie jednak już ustabilizowana produkcja płyt wiórowych, która powinna wygenerować około 28mn PLN dodatkowej marży. Pełen efekt ulg podatkowych i dotacji z tytułu inwestycji w SSE powinien się ujawnić już w tym roku (w sumie 11mn PLN rocznie). Wysoki poziom kosztów finansowych.

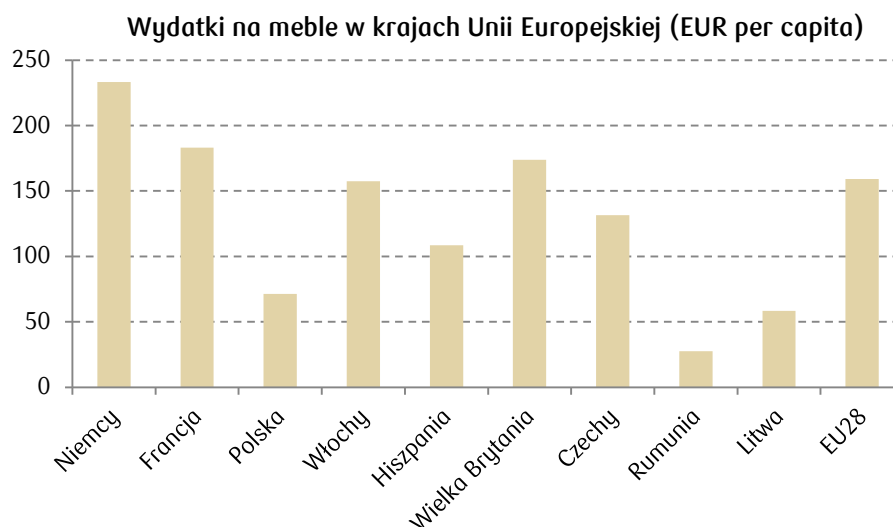
2020F-2021F Spodziewamy się wzrostu wolumenów o niecałe 9%-8%. Delikatne zawężenie marży brutto. Ciągły wzrost udziału kosztów sprzedaży w kosztach ogółem ze względu na rozwój dostaw do sklepów internetowych i rozwój odległych geograficznie kierunków.

RYNEK

Polski rynek meblowy w Polsce i Europie

Wartość eksportu polskich mebli to około 33mld PLN (2014 rok) – udział Forte w polskim eksporcie wynosi więc około 2%. To sporo, biorąc pod uwagę jak bardzo rozdrobniony i wielosegmentowy jest to rynek. Około 40% polskiego eksportu trafia na rynek niemiecki, 8% na rynek francuski, a 7% na rynek Wielkiej Brytanii. Wartość produkcji sprzedanej mebli to około 37mld PLN. To już około 14% udziału w rynku europejskim. Największym graczem jest oczywiście część produkcyjna Ikei, która produkuje w Polsce meble o wartości ponad 4mld PLN (szacunki B+R Studio) - 5x więcej niż Forte. Branża meblarska w Polsce to około 24 tysiące firm. W tej liczbie jest około 100 dużych firm (zatrudniające powyżej 250 osób).

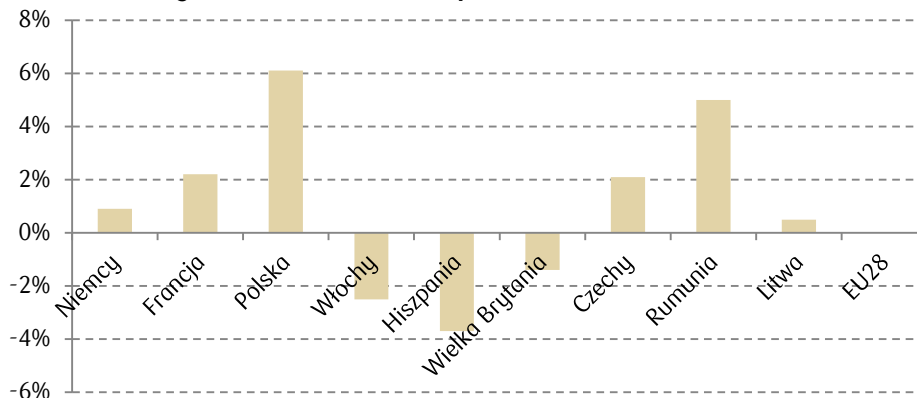
Wartość europejskiego rynku mebli (mierzony wielkością produkcji sprzedanej) to około 61mld PLN. Eksport netto z Europy wynosi około 3 miliardy EUR. Największym producentem (z największymi tradycjami) mebli w Europie są Włochy. Włoski przemysł meblarski jest dosyć rozdrobniony (ponad 30 tys. firm i ponad 200 tys. pracowników). Przemysł włoski oparty jest na regionalnych klastrach grupujących przedsiębiorstwa na jednym terenie. Największym graczem w Europie jest oczywiście IKEA, której udział w rynku europejskim szacujemy na kilkanaście procent. Rynek niemiecki (jako najważniejszy dla Forte) opisujemy w osobnym paragrafie poniżej. Na coraz ważniejszym dla Forte rynku francuskim liderem jest IKEA z około 18% udziałem w rynku, Conforama (ważny klient Forte) ma kilkanaście procent udziału, a sieć BUT (nowy klient) około 10% udziału.



Źródło: The EU furniture market situation and a possible furniture products initiative (data as of 2012)

Powyższy wykres pokazuje konsumpcję mebli per capita w krajach Unii. Wydatki w Polsce są ponad 3 razy mniejsze niż np. w Niemczech. Wydatki na meble to najczęściej nie jest konsumpcja pierwszej potrzeby, są finansowane z nadwyżki budżetu domowego. Wydaje się, że wydatki w Polsce powinny w dalszym ciągu szybko gonić średnie wydatki w krajach zachodnich (zgodnie z dotychczasowym trendem – wykres poniżej).

Wydatki na meble - tempo wzrostu (ostatnie 10 lat)



Źródło: The EU furniture market situation and a possible furniture products initiative (2003-2012)

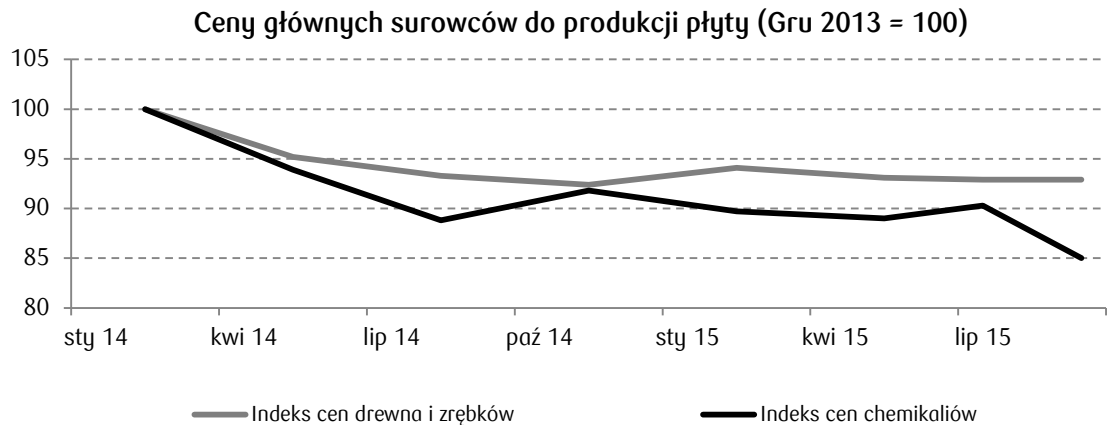
Tempo wzrostu wydatków na meble w krajach zachodnich w ciągu ostatnich 10 lat zostało bardzo mocno dotknięte kryzysem lat 2008-2009.

Rynek niemiecki

Niemcy to najważniejszy rynek dla Forte (wartość rynku niemieckiego to około 13mld EUR). Niemiecki przemysł jest na tle innych rynków dosyć mocno skoncentrowany. Produkcją mebli zajmuje się ponad 100 firm. Charakterystycznymi tylko dla rynku niemieckiego kanałami dystrybucji są grupy zakupowe, które skupiają liczne placówki handlu detalicznego, zarówno małe, jak i wielkopowierzchniowe. Najogólniej mówiąc, są to związki kupujących, którzy zrzeszają się w jeden podmiot, by osiągnąć lepsze warunki w negocjacjach z dostawcą i uzyskać korzystniejszą cenę. Wraz ze swoimi filiami osiągają one około 50% udziału w krajowej sprzedaży mebli. Z tymi grupami współpracuje zdecydowana większość detalistów oraz wielu producentów. Na niemieckim rynku meblarskim funkcjonują 24 grupy zakupowe. Największym kanałem sprzedaży jest Ikea (około 13% udział w rynku w 2013 roku). Wśród ważnych detalistów jest sieć Roller (3-4% udziału w niemieckim rynku, kilkanaście procent udziału w przychodach Forte).

Kluczowy materiał – płyta wiórowa

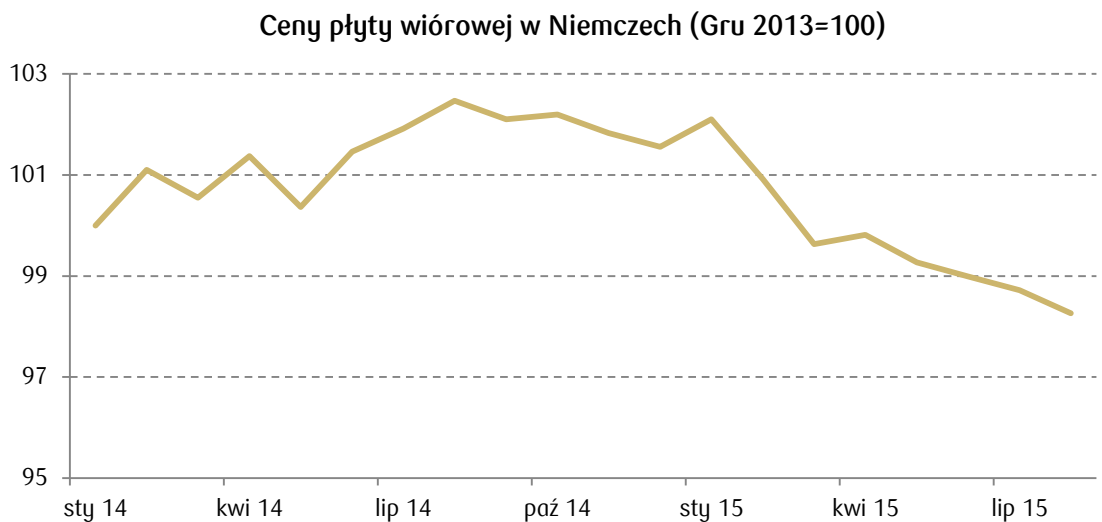
Płyty drewnopochodne to najważniejszy koszt materiałowy dla Forte. W tej grupie najważniejsze są płyty wiórowe. Szacujemy moce produkcyjne płyty wiórowej w Polsce na około 3mn m³ (Forte zużywa około 7%). Wykorzystanie mocy w Polsce jest bardzo wysokie (powyżej 90%) i ceny płyty pewnie miałyby tendencje wzrostowe, gdyby nie 2 czynniki. Po pierwsze kryzys wschodni i dewaluacja walut na Wschodzie zwiększa podaż płyty z tego kierunku. Po drugie dość mocno spadają ceny surowców używanych do produkcji płyty.



Uwaga: Ceny drewna i zębów są oszacowane jako 3-miesięczna średnia cen rynkowych i cen dla Pfeleiderer Grajewo S.A. Ceny chemikaliów to średnia ze średnich cen najważniejszych z nich.

Źródło: Pfeleiderer Grajewo S.A, Bloomberg, Statistisches Bundesamt, e-handeldrewnem.pl, szacunki DM PKO BP

Ceny drewna w Polsce powinny wzrosnąć. Wpłyne na to podatek od obrotu (2%) nałożony na Lasy Państwowe (90% podaży drewna w Polsce) oraz prawdopodobne ograniczenie eksportu drewna z Białorusi. Co prawda ten kierunek to tylko około 4% zużywanego drewna, ale jest to głównie asortyment niższej jakości, używany właśnie m.in. w przemyśle płyt drewnopochodnych. Główne surowce chemiczne używane do produkcji płyty to metanol, mocznik i melamina. Wszystkie te surowce są w trendzie spadkowym. Szczególnie silne spadki zanotował w ostatnim okresie metanol.



Źródło: Statistisches Bundesamt

Powyższy wykres prezentuje indeks cen płyty na rynku niemieckim, który naszym zdaniem jest dość dobrym benchmarkiem dla cen płyty. Wydaje się, że po spadkach widocznych przez ostatnie pół roku ceny płyty powinny się ustabilizować. Duże spadki cen chemii używanych do produkcji powinny być częściowo skompensowane wzrostem cen drewna i wysokim wykorzystaniem mocy produkcyjnych.

RYZYKA

Ryzyko walutowe

Spółka jest eksporterem netto, a jej ekspozycja walutowa to ponad 80mn EUR. Ryzyko walutowe jest bardzo istotne. Bardzo nam się podoba sposób jego zabezpieczenia (paragraf ekspozycja walutowa). Mimo wszystko, jeśli w długim terminie złotówka będzie cały czas się umacniała, zabezpieczenia Forte będą coraz mniej efektywne i docelowa rentowność może spaść.

Ryzyko nadmiernej koncentracji klientów

Dwóch klientów (niemiecki Roller i międzynarodowa grupa Steinhoff) ma udział w przychodach Forte między 10% a 20%. Spodziewamy się, że szczególnie Steinhoff może jeszcze istotnie zwiększyć ten udział (rynkami Wielkiej Brytanii, Hiszpanii). Dość duży udział tych dwóch klientów wzmacnia ich pozycję negocjacyjną wobec Forte. Z drugiej strony, rozwój dodatkowych kanałów sprzedaży (internet) może wzmacniać pozycję producenta.

Ryzyko cen surowców

Płyty drewnopochodne to najważniejszy koszt Forte (około 26% przychodów) – ich ceny podlegają wahaniom, co wpływa na rentowność Forte. W krótkim terminie nie spodziewamy się presji cenowej (podpisane umowy długoterminowe i obserwowalny lekki spadek cen na rynku), w dłuższym terminie to ryzyko będzie mniejsze dzięki uruchomieniu fabryki płyty w Forte (która zaspokoi około 50% zużycia płyt ogółem).

Ryzyko kosztów pracy

Ponad 2600 osób zatrudnionych, głównie na wschodzie Polski w lokalizacjach, w których średnia pensja jest poniżej średniej krajowej – to generuje spore ryzyko. Forte obserwuje dużą presję na wzrost płac (ponad 17% udziału tego kosztu w przychodach). Uważamy, że wzrost płac będzie głównym czynnikiem obciążającym marżę Forte. Wzrost płac może być nieco mitygowany automatyzacją oraz napływem imigracyjnej siły roboczej.

Ryzyko płynności

Forte realizuje dość ambitny program inwestycyjny. Spodziewamy się, że w kulminacyjnym punkcie (połowa 2018) dług do Ebitdy może wynieść około 3,2x. To dość wysoki poziom – przy negatywnym zbiegu okoliczności rynkowych mógłby być to znacznie wyższy i już problematyczny poziom. Z drugiej strony do tej pory Forte realizuje modelowe przepływy pieniężne. Potencjalnym wentylem bezpieczeństwa byłaby cały czas płacona dywidenda, natomiast rezygnacja z niej pewnie negatywnie odbiłaby się na kursie.

Ryzyko wahań popytu

Popyt na meble (które nie są artykułem pierwszej potrzeby i ich zakup może być odwleczony w czasie) jest dość wahlivy. Potencjalne załamanie koniunktury skutkowałoby obniżeniem popytu. Dźwignia operacyjna Forte wynosi około 1,75 i jest na poziomie dość umiarkowanym (na tle spółek przemysłowych).

Ryzyko zmian w organizacji polskiego systemu emerytalnego

Szacujemy, że około 40% akcji Forte jest w posiadaniu Otwartych Funduszy Emerytalnych. Potencjalne zmiany w systemie mogłyby być potencjalnym ryzykiem dla spółki (np. poprzez podaż akcji).

DCF

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą uwzględniając spółki przemysłowe. Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej w latach 2016P-2021P szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, w szczególności wolumen produkcji, ceny, ponoszone koszty działalności, nakłady inwestycyjne oraz pozycje bilansu. Faza druga trwa od 2022P. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 1,5% rocznie. Używamy stopy dyskontowej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka jest przyjęta na poziomie 3,2%, co odzwierciedla nasze oczekiwania co do rentowności 10-letnich obligacji rządowych. Beta jest założona na poziomie 1,3x. Premia za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,0%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2015 i odejmujemy prognozowany dług netto (dodajemy gotówkę netto).

Założenia:

- Przepływy pieniężne są powiększone o 57mn PLN dotacji wypłacanej w latach 2017-2020, Ebit jest skorygowany o -3mn PLN rocznie począwszy od 2018 (rozpoznawanie tej dotacji w czasie).
- Przepływy pieniężne są powiększone o: 4mn PLN rocznie (począwszy od 2016) z tytułu optymalizacji podatkowej (tarcza podatkowa z tytułu kosztów marki). Ebit już uwzględnia 1mn PLN ulgi podatkowej rocznie (rozpoznawanej od 2016 roku z tytułu inwestycji w SSE w magazyn w Ostrowi Mazowieckiej) i 5-7mn PLN ulgi podatkowej rocznie (rozpoznawanej od 2018 roku z tytułu inwestycji w SSE w fabrykę płyty i nowe moce produkcyjne).
- Pomimo istotnych nakładów kapitałowych zakładamy utrzymanie wypłaty dywidendy na poziomie (niższym niż dotychczasowym) około 30% zysku netto w latach 2016-2018.

| Model DCF | | | | | | | |
|---|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|
| mIn PLN | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2021P< |
| EBIT* | 115,6 | 127,4 | 143,2 | 174,1 | 186,5 | 198,8 | 200,7 |
| Stopa podatkowa | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| NOPLAT | 93,6 | 103,2 | 116,0 | 141,1 | 151,1 | 161,0 | 162,6 |
| CAPEX | 120,0 | 255,0 | 200,0 | 35,0 | 29,0 | 33,0 | 42,6 |
| Amortyzacja | 19,6 | 19,6 | 28,6 | 36,6 | 38,6 | 42,6 | 42,6 |
| Dodatkowe ulgi podatkowe i dotacje | 4,0 | 23,0 | 23,0 | 23,0 | 4,0 | 4,0 | 1,0 |
| Zmiany w kapitale obrotowym | -32,7 | -34,5 | -36,6 | -38,6 | -39,1 | -41,6 | -12,0 |
| FCF | -35,5 | -143,7 | -69,0 | 127,1 | 125,6 | 133,0 | 151,6 |
| WACC | 8,1% | 7,4% | 7,2% | 7,6% | 8,0% | 8,2% | 8,2% |
| Współczynnik dyskonta | 0,93 | 0,86 | 0,80 | 0,75 | 0,69 | 0,64 | |
| DFCF | -32,82 | -123,84 | -55,49 | 94,99 | 86,92 | 85,06 | |
| Wzrost w fazie II | 1,5% | | | | | | |
| Suma DFCF - Faza I | 54,8 | | | | | | |
| Suma DFCF - Faza II | 1 441,4 | | | | | | |
| Wartość Firmy (EV) | 1 496,3 | | | | | | |
| Dług netto | 89,9 | | | | | | |
| Wartość godziwa | 1 406,4 | | | | | | |
| Liczba akcji (mln szt.) | 23,8 | | | | | | |
| Wartość godziwa na akcję na 31.12.2015 | 59,2 | | | | | | |
| Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN) | 64,5 | | | | | | |
| Cena bieżąca | 54,6 | | | | | | |
| Dywidenda | 0,0 | | | | | | |
| Oczekiwana stopa zwrotu | 18,1% | | | | | | |

Źródło: prognozy DM PKO BP

*Ebit skorygowany w dół o zaksięgowane ulgi podatkowe i dotacje

| WACC | | | | | | | |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2021P< |
| Stopa wolna od ryzyka | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% |
| Premia rynkowa | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Beta | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| Premia za ryzyko długu | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% |
| Stopa podatkowa | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% |
| Koszt kapitału własnego | 9,7% | 9,7% | 9,7% | 9,7% | 9,7% | 9,7% | 9,7% |
| Koszt długu | 3,8% | 3,8% | 3,8% | 3,8% | 3,8% | 3,8% | 3,8% |
| Waga kapitału własnego | 72,9% | 60,3% | 56,8% | 64,2% | 71,0% | 74,6% | 75,0% |
| Waga długu | 27,1% | 39,7% | 43,2% | 35,8% | 29,0% | 25,4% | 25,0% |
| WACC | 8,1% | 7,4% | 7,2% | 7,6% | 8,0% | 8,2% | 8,2% |

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

| | | Wzrost w fazie II | | | | |
|------|------|-------------------|------|------|------|------|
| | | 0,5% | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% |
| WACC | 7,2% | 64,5 | 69,8 | 76,0 | 83,4 | 92,4 |
| | 7,7% | 59,9 | 64,5 | 69,8 | 76,0 | 83,4 |
| | 8,2% | 55,9 | 59,9 | 64,5 | 69,8 | 76,0 |
| | 8,7% | 52,4 | 55,9 | 59,9 | 64,5 | 69,8 |
| | 9,2% | 49,3 | 52,4 | 55,9 | 59,9 | 64,5 |

Źródło: DM PKO BP

PEERS

Spółki porównywalne: wskaźniki

| Spółka | P/E | | | EV/EBITDA | | | st. dyw. 2014 |
|--|------|-------|-------|-----------|-------|-------|---------------|
| | 2014 | 2015P | 2016P | 2014 | 2015P | 2016P | |
| Polish industrial companies peers | | | | | | | |
| Amica | 17,0 | 15,0 | 14,0 | 8,5 | 8,0 | 8,1 | 1,8% |
| Aparator | 13,2 | 15,3 | 13,8 | 8,0 | 9,3 | 8,5 | 2,7% |
| Grajewo | 10,8 | 10,6 | 10,2 | 6,4 | 6,2 | 6,0 | 0,0% |
| Kęty | 15,8 | 13,4 | 13,4 | 9,0 | 9,0 | 8,4 | 3,9% |
| Newag | 9,6 | 9,9 | 13,1 | 8,0 | 7,6 | 9,5 | 6,1% |
| Paged | 13,3 | 10,9 | 9,5 | 7,5 | 6,3 | 5,6 | 0,0% |
| Sanok Rubber company | 16,0 | 14,7 | 13,2 | 9,8 | 8,7 | 8,0 | 5,3% |
| Foreign peers | | | | | | | |
| Howden Joinery Group | 21,3 | 18,7 | 16,9 | 14,5 | 12,1 | 10,9 | 1,7% |
| LA-Z-BOY Inc | 20,3 | 17,4 | 16,0 | 10,2 | 8,7 | 8,0 | 1,1% |
| Nobia AB | 24,0 | 18,9 | 16,6 | 11,9 | 11,2 | 10,1 | 1,9% |
| DFS Furniture | 29,2 | 14,6 | 12,8 | 10,9 | 9,5 | 8,5 | 0,0% |
| Hyundai Livart | 26,0 | 22,7 | 18,3 | 17,8 | 14,8 | 12,2 | 0,2% |
| HNI Corp | 19,3 | 17,4 | 16,2 | 12,0 | 9,0 | 8,1 | 2,3% |
| Herman Miller | 18,0 | 15,6 | 14,1 | 10,9 | 8,8 | 8,1 | 1,8% |
| Median Polish peers | 13,3 | 13,4 | 13,2 | 8,0 | 8,0 | 8,1 | 2,7% |
| Median Foreign peers | 21,3 | 17,4 | 16,2 | 11,9 | 9,5 | 8,5 | 1,7% |
| Median total | 17,5 | 15,2 | 13,9 | 10,0 | 8,9 | 8,3 | 1,8% |
| Forte | 17,4 | 15,5 | 14,4 | 12,2 | 11,9 | 10,5 | 3,6% |
| premium / discount | -1% | 2% | 4% | 22% | 33% | 27% | |

Źródło: w oparciu o konsensus Bloomberg; DM PKO BP

Wycena metodą porównawczą sugeruje, że Forte jest wyceniane zgodnie z rynkiem na wskaźniku P/E i z premią na wskaźniku EV/Ebitda. Premia wynika z relatywnie niskiej amortyzacji i z faktu, że Forte będzie w trakcie dużego programu inwestycyjnego (jeszcze bez jego pozytywnych efektów). Zdrowe przepływy pieniężne są odzwierciedlone w wyraźnie wyższej (niż średnia spółek porównywalnych) dywidendzie. Porównując marże brutto Forte do notowanych producentów mebli na świecie, zauważamy, że marże Forte nie odstają wyraźnie od średniej. Ciekawostką jest segment produkcyjny w grupie Steinhoff (w dużej mierze produkujący meble m.in. na własne potrzeby) – który ma bardzo wysoką rentowność.



Prognozy finansowe

| Rachunek zysków i strat | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | |
|--|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów | - | 527 | 561 | 666 | 822 | 931 | 1 040 | 1 154 | 1 273 |
| Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów | - | 360 | 379 | 425 | 524 | 595 | 665 | 740 | 808 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | - | 167 | 182 | 241 | 298 | 335 | 375 | 414 | 466 |
| Koszty sprzedaży | - | 105 | 112 | 134 | 167 | 196 | 216 | 239 | 271 |
| Koszty ogólnego zarządu | - | 31 | 26 | 28 | 35 | 37 | 41 | 44 | 52 |
| Pozostałe przychody operacyjne | - | -5 | -5 | -10 | -6 | -5 | -4 | -5 | -5 |
| Pozostałe koszty operacyjne | - | -23 | -2 | -3 | -2 | 0 | -1 | -1 | -9 |
| Zysk z działalności operacyjnej | - | 48 | 42 | 72 | 94 | 98 | 116 | 127 | 146 |
| Saldo działalności finansowej | - | -5 | 0 | 0 | -1 | -2 | -4 | -6 | -15 |
| Zysk przed opodatkowaniem | - | 43 | 42 | 73 | 95 | 99 | 112 | 122 | 131 |
| Podatek dochodowy | - | -5 | -7 | -15 | -20 | -14 | -21 | -23 | -25 |
| Zysk (strata) netto | - | 38 | 34 | 58 | 75 | 84 | 91 | 99 | 106 |

| Bilans | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | |
|--|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Aktywa Trwałe | - | 237 | 253 | 254 | 282 | 390 | 542 | 863 | 1 010 |
| Wartości niematerialne i prawne | - | 1 | 16 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | - | 189 | 189 | 189 | 217 | 273 | 374 | 610 | 782 |
| Inwestycje | - | 48 | 48 | 49 | 49 | 49 | 49 | 49 | 49 |
| Pozostałe aktywa długoterminowe | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 52 | 104 | 188 | 164 |
| Aktywa Obrotowe | - | 236 | 231 | 301 | 357 | 370 | 410 | 456 | 508 |
| Zapasy | - | 110 | 99 | 113 | 149 | 166 | 188 | 211 | 236 |
| Należności | - | 97 | 90 | 99 | 144 | 166 | 185 | 205 | 227 |
| Pozostałe aktywa krótkoterminowe | - | 3 | 12 | 12 | 8 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne | - | 26 | 31 | 77 | 56 | 33 | 32 | 35 | 40 |
| Aktywa razem | - | 474 | 484 | 555 | 639 | 759 | 952 | 1 319 | 1 518 |
| Kapitał Własny | - | 311 | 345 | 381 | 418 | 454 | 512 | 584 | 660 |
| Kapitały mniejszości | - | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Zobowiązania | - | 160 | 135 | 170 | 217 | 301 | 437 | 732 | 854 |
| Zobowiązania długoterminowe | - | 86 | 48 | 77 | 105 | 177 | 294 | 556 | 652 |
| Kredyty i pożyczki | - | 74 | 32 | 60 | 89 | 110 | 171 | 344 | 450 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | - | 73 | 87 | 94 | 112 | 124 | 143 | 176 | 202 |
| Kredyty i pożyczki | - | 11 | 31 | 10 | 11 | 14 | 21 | 43 | 56 |
| Pozostałe rezerwy | - | 22 | 15 | 29 | 40 | 35 | 37 | 40 | 43 |
| Zobowiązania handlowe i pozostałe | - | 40 | 41 | 55 | 61 | 75 | 84 | 93 | 103 |
| Pasywa razem | - | 160 | 135 | 170 | 217 | 301 | 437 | 732 | 854 |

| Rachunek Przepływów Pieniężnych | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | |
|--|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|
| Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej | - | 20 | 72 | 80 | 34 | 79 | 88 | 96 | 131 |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej | - | 20 | -29 | -18 | -44 | -76 | -121 | -256 | -201 |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej | - | -21 | -38 | -16 | -12 | -26 | 32 | 162 | 75 |

| Wskaźniki (%) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | |
|---------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-----|
| ROE | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Dług netto | - | 58 | 32 | -7 | 45 | 90 | 159 | 352 | 466 |

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

| | | | |
|----------------------|-------------------------------------|-----------------|--------------------------------|
| Artur Iwański | (dyrektor BAR, sektor wydobywczy) | (022) 521 79 31 | artur.iwanski@pkobp.pl |
| Robert Brzoza | (sektor finansowy, strategia) | (022) 521 51 56 | robert.brzoza@pkobp.pl |
| Włodzimierz Giller | (handel, media, telekomunikacja) | (022) 521 79 17 | wlodzimierz.giller@pkobp.pl |
| Monika Kalwasińska | (paliwa, chemia, sektor spożywczy) | (022) 521 79 41 | monika.kalwasinska@pkobp.pl |
| Piotr Łopaciuk | (przemysł, budownictwo, inne) | (022) 521 48 12 | piotr.lopaciuk@pkobp.pl |
| Paweł Małmyga | (analiza techniczna) | (022) 521 65 73 | pawel.malmyga@pkobp.pl |
| Stanisław Ozga | (sektor energetyczny, deweloperski) | (022) 521 79 13 | stanislaw.ozga@pkobp.pl |
| Adrian Skłodowski | (dystrybucja, inne) | (022) 521 87 23 | adrian.sklodowski@pkobp.pl |
| Przemysław Smoliński | (analiza techniczna) | (022) 521 79 10 | przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl |
| Jaromir Szortyka | (sektor finansowy) | (022) 580 39 47 | jaromir.szortyka@pkobp.pl |

Biuro Klientów Instytucjonalnych

| | | | |
|----------------------|-------------------------|-----------------|-------------------------------|
| Wojciech Żelechowski | (director) | (022) 521 79 19 | wojciech.zelechowski@pkobp.pl |
| Michał Sergejev | (sales) | (022) 521 82 14 | michal.sergejev@pkobp.pl |
| Mark Cowley | (sales) | (022) 521 52 46 | mark.cowley@pkobp.pl |
| Krzysztof Kubacki | (head of sales trading) | (022) 521 91 33 | krzysztof.kubacki@pkobp.pl |
| Marcin Borciuch | (sales trader) | (022) 521 82 12 | marcin.borciuch@pkobp.pl |
| Piotr Dedecjus | (sales trader) | (022) 521 91 40 | piotr.dedecjus@pkobp.pl |
| Tomasz Ilczyszyn | (sales trader) | (022) 521 82 10 | tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl |
| Igor Szczepaniec | (sales trader) | (022) 521 65 41 | igor.szczepaniec@pkobp.pl |
| Maciej Kaluża | (trader) | (022) 521 91 50 | maciej.kaluza@pkobp.pl |
| Andrzej Sychowski | (trader) | (022) 521 48 93 | andrzej.sychowski@pkobp.pl |

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (dalej: Rozporządzenie), wyłącznie na potrzeby Klientów DM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

DM PKO BP przysługują prawa autorskie do Rekomendacji. Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków DM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinię zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Powielanie bądź publikowanie Rekomendacji w całości lub części bez zgody DM PKO BP jest zabronione.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. DM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. DM PKO BP zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy Klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” (tutaj), jak również umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakietu akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
 EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja DM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modele zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

Rekomendacja KUPIJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacje mogą być opatrzone dodatkami SPEKULACYJNIE oznaczającym, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W ciągu 6 ostatnich miesięcy DM PKO BP wydał:

| Rekomendacja: | Liczba rekomendacji: |
|---------------|----------------------|
| Kupuj | 25 (40%) |
| Trzymaj | 28 (45%) |
| Sprzedaj | 9 (15%) |

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z DM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

| Emitent: | Zastrzeżenie |
|----------|--------------|
| Forte | - |

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. DM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. DM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. DM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z DM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : Forte.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w § 9 i § 10 Rozporządzenia.