



Dom Maklerski BDM S.A.

FORTE

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 59,2 PLN

(POPRZEDNIO: 49,8 PLN)

16 LUTY 2016

Rozczarowujące wyniki finansowe spółki w ostatnich kwartałach wpłynęły na zdecydowaną obniżkę oczekiwań rynkowych. Konsensus EBITDA na lata 2015-2016 został obniżony o 21/15% względem końcówki 2014 roku, co w naszej opinii daje pole do pozytywnych zaskoczeń w kolejnych okresach. Zwracamy przy tym uwagę na silny popyt w sektorze meblowym (w Niemczech 2015 rok najlepszy od 8 lat!), korzystny kurs EUR/PLN (-5% r/r) czy niższe koszty okuć i płyt drewnopochodnych. Uwzględniając dodatkowo cele strategiczne spółki (250 mln EUR sprzedaży w 2016 roku, 400 mln EUR w 2021 roku) decydujemy się zmienić nasze zalecenie z redukuj na AKUMULUJ podnosząc jednocześnie cenę docelową do 59,2 PLN/akcję.

Spółka zaprezentowała rozczarowujące wyniki finansowe w 2-3Q'15, na co wpływ miało wiele negatywnych i jednorazowych czynników jak awaria fabryki w Suwałkach, przesunięcia sprzedaży, wzrost rabatów dla kluczowych klientów czy wyższe koszty sprzedaży związane z penetracją nowych rynków. W rezultacie oczekiwania rynku na kolejne okresy zostały znacznie obniżone. Jeszcze pod koniec 2014 roku konsensus EBITDA na lata 2015-2016 kształtował się na poziomie odpowiednio 149/162 mln PLN EBITDA. Obecnie jest to 118/138 mln PLN. Biorąc pod uwagę korzystne otoczenie w sektorze meblowym (kryzys imigracyjny w Niemczech, sprzyjający kurs EUR/PLN, tańsze płyty drewnopochodne i okucia) widzimy tutaj pole do pozytywnych zaskoczeń w kolejnych okresach. Nasza prognoza EBITDA na lata 2016-2017 jest wyższa od konsensusu o 13-15% (155/169 mln PLN).

Kryzys imigracyjny w Niemczech (ponad 1,2 mln uchodźców) spowodował znaczny wzrost popytu na meble w ostatnich miesiącach. Produkcja sprzedana mebli na największym rynku w Europie wzrastała w końcówce 2015 roku w dwucyfrowym tempie, przez co ubiegły rok był najlepszy dla branży od 8 lat (+6% r/r). Krajowa produkcja sprzedana wzrosła w tym czasie o 8,4% r/r i rośnie nieprzerwanie od 3 lat. Ostatnie odczyty kształtowały się na poziomie +12/13% r/r. Z pewnością branży sprzyja ożywienie w Niemczech i korzystny kurs EUR/PLN.

Pod koniec 2015 roku RN przyjęła plan rozbudowy mocy produkcyjnych do 2021 roku. Do tego czasu spółka chce osiągnąć 400 mln EUR sprzedaży wobec ok. 200 mln EUR na koniec 2014 roku przy zachowaniu rentowności EBITDA powyżej 13%. Suma nakładów inwestycyjnych ma wynieść ok. 600 mln PLN, z czego 320 mln PLN będzie przypadać na fabrykę płyt wiórowych. W modelu przyjmujemy, że projekt będzie miał neutralny wpływ na wycenę spółki, ale aby tak się stało generowana marża EBITDA powinna wynosić przynajmniej 17,7%. Tymczasem producenci płyt osiągają marże w wysokości 13-15%. Wg zarządu fabryka ma mieć pozytywny wpływ na wyniki spółki m.in. dzięki minimalizowaniu strat produkcyjnych (tylko płyty wiórowe surowe i określone formaty).

Wycena DCF [PLN]	63,3
Wycena porównawcza [PLN]	42,7
Wycena końcowa [PLN]	59,2
Potencjał do wzrostu / spadku	17,4%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	50,4
Kapitalizacja [mln PLN]	1 197,1
Ilość akcji [mln. szt.]	23,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	59,45
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	46,52
Stopa zwrotu za 3 mc	-4,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	-13,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-17,4%
Struktura akcjonariatu:	
MaForm Holding	32,5%
Amplico OFE	11,4%
ING OFE	9,9%
Aviva OFE	9,0%
Pozostali	37,2%

Krystian Brymora

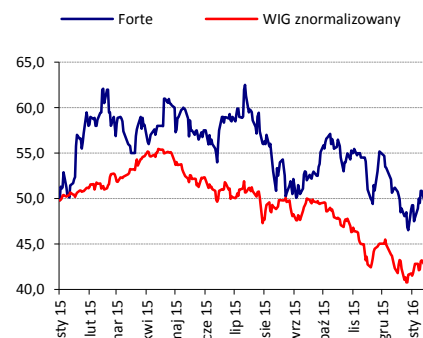
brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	560,5	666,4	822,4	930,8	1 070,3	1 157,5
EBITDA [mln PLN]	57,2	89,1	110,4	118,6	154,9	169,4
EBIT [mln PLN]	41,7	72,4	93,6	98,9	129,0	132,6
Wynik netto [mln PLN]	34,5	57,9	75,2	85,4	103,4	105,5
P/BV	3,4	3,1	2,8	2,6	2,2	2,0
P/E	34,7	20,7	15,9	14,1	11,7	11,5
EV/EBITDA	21,4	13,3	11,2	10,7	8,3	8,1
EV/EBIT	29,4	16,4	13,2	12,8	9,9	10,3



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

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

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
ROZCZAROWUJĄCE WYNIKI 2-3Q'15.....	3
... ZDECYDOWANIE OBNIŻYŁY OCZEKIWANIA RYNKU NA LATA 2016-2017.....	4
WYSOKI POPYT W SEKTORZE MEBLOWYM.....	4
OCZEKIWANY WYSOKI WZROST SPRZEDAŻY PRZEZ SPÓŁKĘ.....	5
SPRZYJAJĄCY KURS EUR/PLN.....	6
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
WYCENA DCF.....	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
PROGNOZA 4Q'15 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW.....	12
PODSUMOWANIE OSTATNICH KONFERENCJI Z ZARZĄDEM.....	14
STRATEGIA SPÓŁKI DO 2021 ROKU.....	15
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA SPÓŁKI.....	15
STRATEGIA VS ZAŁOŻENIA BDM.....	15
PROJEKT BUDOWY FABRYKI PŁYT WIÓROWYCH.....	17
POLITYKA ZABEZPIECZEŃ-AKTUALIZACJA.....	18
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2015-2017.....	19
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE.....	20

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2015-2024 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 63,3 PLN. Natomiast wycena porównawcza do spółek z branży meblowej, oparta na prognozach wyników na lata 2015 – 2017 dała wartość 1 akcji na poziomie 42,7 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 59,2 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	63,3
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	42,7
Wycena spółki [PLN]		59,2

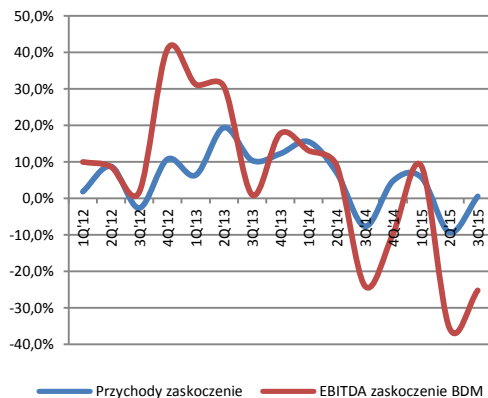
Źródło: BDM S.A.

Rozczarowujące wyniki 2-3Q'15...

Spółka rozczarowuje nas wynikami praktycznie od 3Q'14, a zarząd na kolejnych konferencjach studił oczekiwania na kolejne okresy. Szczególnie słabe wyniki spółka zaprezentowała za 2-3Q'15, kiedy rozczarowanie na poziomie EBITDA sięgnęło 35-20%. Zarząd spółki wskazywał wówczas na szereg negatywnych okoliczności jak:

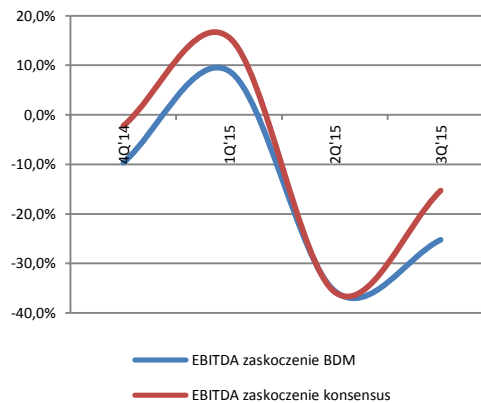
- wypadek w fabryce w Suwałkach powodujący przerwę w produkcji powyżej 2 tygodni;
- wczesna przerwa Wielkanocna (promocje zrealizowane tylko w 1Q'15);
- połowa letnich postojów remontowych miała miejsce w czerwcu'15;
- utrzymywanie podwyższonego stanu zatrudnienia w okresie postojów remontowych;
- udzielenie jednorazowych rabatów dla klientów, którzy doświadczyli opóźnień pod koniec 2014 roku.

Poziom zaskoczenia wyników (przychody/EBITDA)

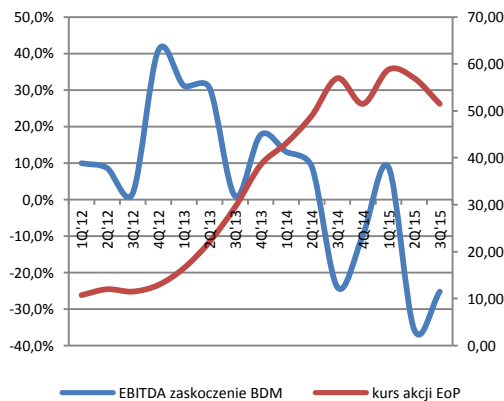


Źródło: BDM S.A., spółka

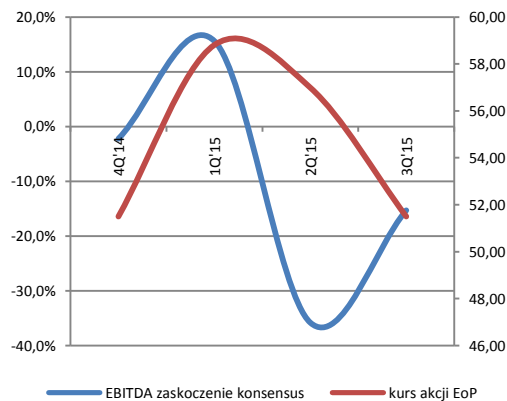
Poziom zaskoczenia wyników (EBITDA BDM/konsensus)



Źródło: BDM S.A., spółka, PAP



Źródło: BDM S.A. LS- zaskoczenie EBITDA, PS- kurs

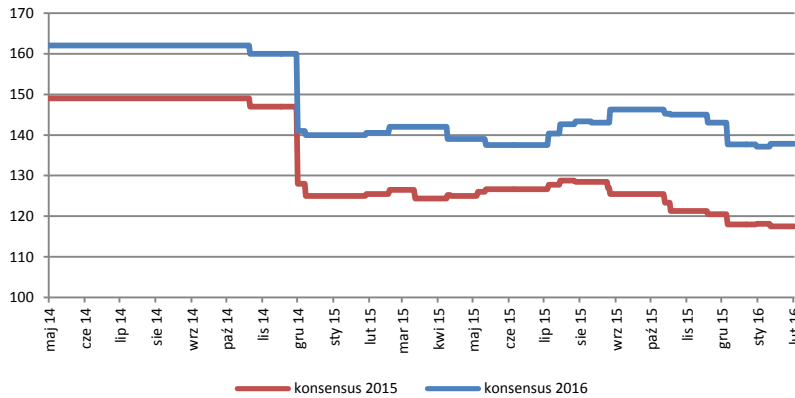


Źródło: BDM S.A., PAP. LS- zaskoczenie EBITDA, PS- kurs

... zdecydowanie obniżyły oczekiwania rynku na lata 2016-2017

Po rozczarujących wynikach spółki w ostatnich kwartałach konsensus EBITDA na 2015/2016 został obniżony o 21/15%. Jeszcze do niedawna wynosił on 149/162 mln PLN EBITDA, a obecnie zaledwie 118/138 mln PLN. Uważamy, że daje to pole do pozytywnych zaskoczeń w nadchodzących kwartałach. Nasza prognoza EBITDA na 2016/2017 jest wyższa od konsensusu o 13/15%. Zwracamy uwagę na silny popyt w sektorze meblowym, korzystny kurs EUR/PLN i niższe ceny okuć.

Historia konsensusu EBITDA 2015/2016



Jeszcze pod koniec 2014 roku konsensus EBITDA na 2015/2016 kształtował się na poziomie odpowiednio 149/162 mln PLN EBITDA. Po rozczarujących wynikach obniżył się on o 21/15% do 118/138 mln PLN.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Porównanie prognoz BDM vs konsensus [mln PLN]

	2016			2017		
	BDM	konsensus	różnica	BDM	konsensus	różnica
Przychody	1 070,3	1 051,0	1,8%	1 157,5	1 133,0	2,2%
EBITDA	154,9	137,8	12,4%	169,4	147,0	15,2%
Zysk netto	103,4	94,5	9,4%	105,5	100,1	5,4%
Marża EBITDA	14,5%	13,1%		14,6%	13,0%	
Marża netto	9,7%	9,0%		9,1%	8,8%	

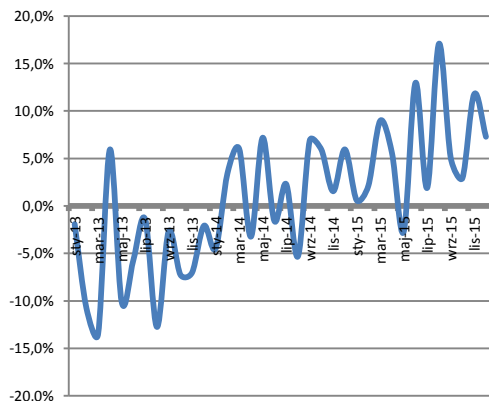
Nasze prognozy na lata 2016-2017 są wyższe od konsensusu o 13/15% na poziomie EBITDA. Wskazujemy przy tym na korzystny kurs EUR/PLN, wysoki popyt w sektorze meblowym i niższy koszt okuć.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Wysoki popyt w sektorze meblowym

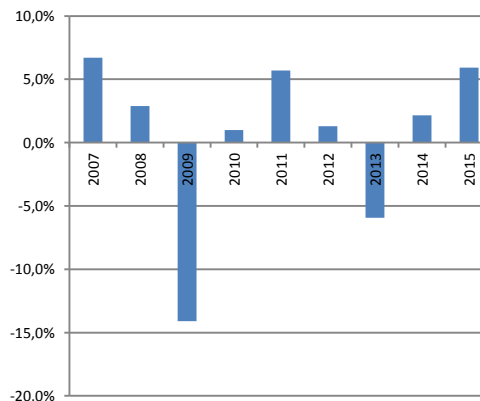
Kryzys imigracyjny w Europie, szczególnie w Niemczech (ponad 1,2 mln uchodźców) przyczynił się do znacznego wzrostu popytu na meble. W ostatnich miesiącach 2015 roku w Niemczech obserwowaliśmy dwucyfrową dynamikę wzrostu produkcji sprzedanej mebli, przez co 2015 rok należał do najlepszych w branży od 2007. Niemcy to największy rynek sprzedaży w Europie. Forte realizuje tam ok. 50% swojej sprzedaży (Polska mniej niż 20%).

Dynamika produkcji sprzedanej mebli w Niemczech [r/r]

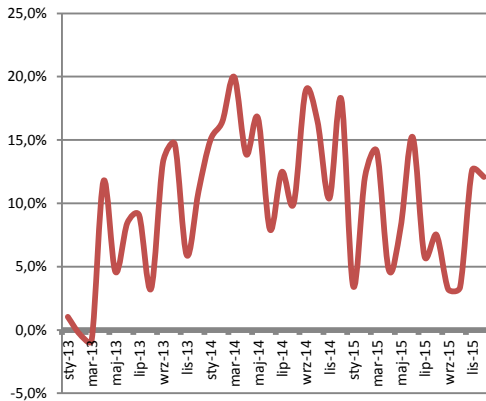


Źródło: BDM S.A., destatis.de

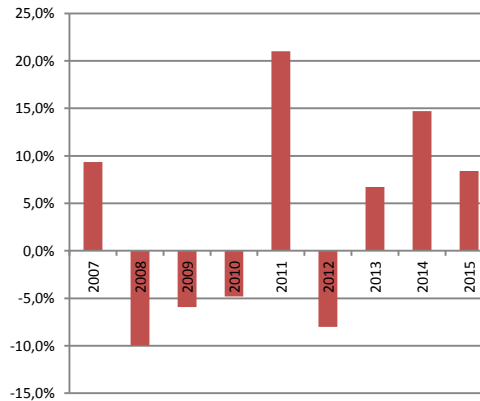
Dynamika produkcji sprzedanej mebli w Niemczech [r/r]



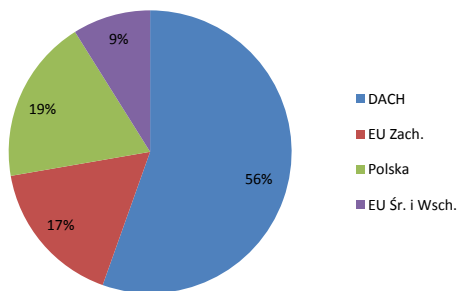
Źródło: BDM S.A., destatis.de

Dynamika produkcji sprzedanej mebli w Polsce [r/r]


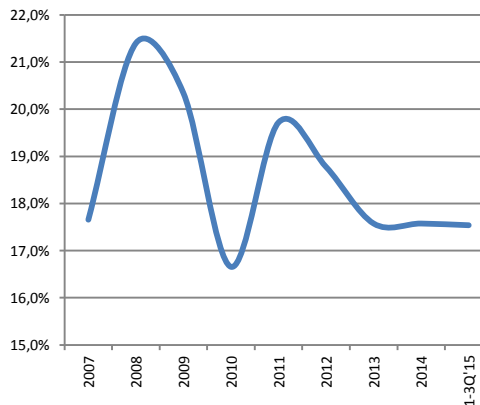
Źródło: BDM S.A., GUS

Dynamika produkcji sprzedanej mebli w Polsce [r/r]


Źródło: BDM S.A., GUS

Struktura geograficzna sprzedaży 1-3Q'15


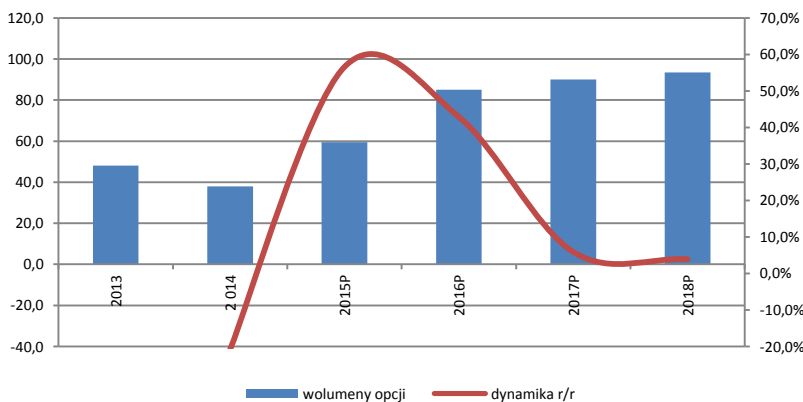
Źródło: BDM S.A., spółka. DACH- kraje niemieckojęzyczne

Udział Polski w strukturze sprzedaży


Źródło: BDM S.A., spółka

Oczekiwany wysoki wzrost sprzedaży przez spółkę

Wolumen zawartych opcji walutowych na lata 2017-2018 jest ponad 50% wyższy od tego w 2015 roku, co sugeruje wysoką, antycypowaną przez zarząd spółki dynamikę sprzedaży.

Wolumeny opcji zabezpieczających kurs EUR/PLN


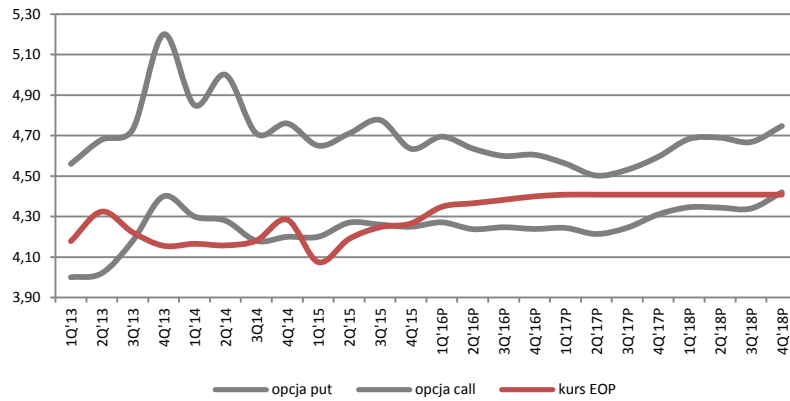
Na 2018 rok spółka ma już 94 mln EUR zawartych opcji zabezpieczających kurs EUR/PLN. Oznacza to ponad 57% wzrost względem 2015 roku i sugeruje wysoką, antycypowaną przez zarząd spółki dynamikę sprzedaży.

Źródło: BDM S.A., spółka. LS- wolumen opcji [mln EUR], PS- dynamika r/r

Sprzyjający kurs EUR/PLN

Spółka ponad 80% sprzedaży realizuje na rynkach zagranicznych, z tego ok. 50% w Niemczech. Ekspozycja netto to przynajmniej 60 mln EUR. W rezultacie każde 10 groszy osłabienia złotówki to 6 mln PLN dodatkowego EBIT w skali roku ceteris paribus. Na lata 2016-2018 spółka ma zabezpieczoną ekspozycję w korytarzu 4,21-4,75 EUR/PLN.

Kurs EUR/PLN i korytarz jego zabezpieczeń



*Na lata 2016-2018
spółka ma
zabezpieczoną
ekspozycję w
korytarzu 4,21-4,75
EUR/PLN.*

Źródło: BDM S.A., GUS

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Spowolnienie gospodarcze w Polsce i Europie

Głównymi rynkami działalności spółki są Niemcy (50% sprzedaży) i Polska (20% sprzedaży) wobec czego głębsze spowolnienie koniunktury w tych krajach może negatywnie odbić się na wynikach spółki. Koniunktura wśród krajowych meblarzy zależy od kondycji przemysłu w Niemczech. Ta w ostatnim czasie jest bardzo dobra, co tłumaczy się dużym napływem imigrantów do kraju w końcu 2015 roku (ponad 1,2 mln ludzi). Niemniej obawy o kondycję gospodarki Chin mogą negatywnie wpłynąć na głównych eksporterów, w szczególności Niemcy.

▪ Wzrost rabatów dla klientów

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

▪ Wzrost kosztów sprzedaży

W 2-3Q'15 rozczarowujące wyniki zarząd spółki tłumaczył m.in. wzrostem kosztów sprzedaży w związku z realizacją dostaw do krajów z południa Europy (także koszty wejścia na nowe rynki). Udział kosztów sprzedaży wzrósł z ok. 20% do 21-22% przychodów. W kolejnych kwartałach możliwy jest dalszy wzrost, czego nie zakładamy.

▪ Program inwestycyjny może nie dać zakładanego wzrostu wyników

Realizowany program inwestycyjny rozbudowy mocy produkcyjnych do 2021 roku może nie dać zakładanego wzrostu wyników. Wskazujemy tutaj w szczególności na projekt fabryki płyty wiórowej o wartości ok. 320 mln PLN. Wg naszych założeń spółka musiałaby realizować przynajmniej 17,7% marży EBITDA aby projekt miał pozytywny wpływ na wyniki/wycenę spółki. Tymczasem marże producentów płyt (m.in. Grajewa) sięgają 13-15%.

▪ Wzrosty cen płyt drewnopochodnych

Koszty płyt drewnopochodnych stanowią ok. 30% ogółu kosztów w spółce, co oznacza, że wzrost ceny o 10% przekłada się na ok. 17 mln PLN dodatkowych kosztów. W okresie lipiec 2009- lipiec 2011 notowania płyt poszły w górę o 23% licząc w EUR. Marża brutto ze sprzedaży w spółce spadła w tym okresie z okolic 40% do blisko 30%. Gwałtowny wzrost cen wynikał ze wzrostu kosztów pozysku drewna (+15% w Niemczech i ponad 30% w Polsce) oraz z bilansującego się rynku (w latach 2008-2011 zamknięto ok. 15% mocy produkcyjnych w Europie). Od tego czasu zniknęła presja na dalsze wzrosty kosztów drewna, a na rynku płyt pojawiły się nowe moce produkcyjne. Marża brutto spółki ponownie sięgnęła blisko 40%. W 2016 roku oczekujemy ponad 3% r/r spadku kosztów drewna, przez co koszty płyt drewnopochodnych nie powinny być problemem dla spółki.

▪ Wzrost kosztów pracy

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

▪ Umocnienie złotówki

Forte jest eksporterem dlatego każde umocnienie złotówki do euro o 10 groszy to utrata ok. 6 mln PLN marży w skali roku. Spółka stara się zabezpieczać praktycznie całą ekspozycję walutową na dwa lata do przodu. Na lata 2016-2018 spółka ma zabezpieczoną ekspozycję w korytarzu 4,21-4,75 EUR/PLN. W kolejnych latach konserwatywnie nie zakładamy polityki zabezpieczającej, co może mieć negatywny wpływ na wyniki w przypadku umocnienia złotówki.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie stopy wolnej od ryzyka (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Zmiany głównych założeń w modelu:

- W latach 2016-2017 nasze założenia odnośnie wolumenów sprzedanych mebli pozostały bez zmian (pełne wykorzystanie mocy produkcyjnych z programu rozbudowy 2013-2015). Od 2018 roku zakładamy dalszy wzrost sprzedaży w związku z rozbudową potencjału produkcyjnego (m.in. zakład w Suwałkach) do ok. 11 mln paczek w 2021 roku i 12 mln paczek długoterminowo. Powinno to zapewnić realizację długoterminowych celów zarządu (sprzedaż ponad 400 mln EUR, pierwotnie zakładaliśmy ponad 300 mln EUR);
- Na wzrost realizowanej marży w latach 2016-2017 w największym stopniu wpłynęła zmiana założeń kursów walutowych (długoterminowo EUR/PLN 4,41 vs 4,27 poprzednio). Każde 10 groszy osłabienia złotówki to przynajmniej 6 mln PLN EBIT w skali roku *ceteris paribus*;
- Pozytywny wpływ na marżę w latach 2016-2017 ma również niższy koszt okuć (-19% r/r w '16) w związku ze spadkami na rynku surowców (tworzyw i stali), oraz płyt wiórowych (+1,6% r/r w '16 vs +2% r/r poprzednio);
- Na konferencji po 1Q'15 zarząd zapowiedział CAPEX w wysokości ok. 80 mln PLN w 2015-2016 roku, z czego nawet 70 mln PLN (17 mln EUR) w 2015 roku. Tyle też oczekujemy na koniec 2015 roku (poprzednio ok. 60 mln PLN);
- W październiku'15 RN zaakceptowała plan rozbudowy mocy produkcyjnych do 2021 roku. Na rozbudowę potencjału produkcyjnego mebli i płyt (wzrost integracji pionowej) spółka ma wydać ok. 600 mln PLN. Podobny CAPEX kalkulujemy w naszym modelu (poprzednio tylko odtworzeniowy ok. 15 mln PLN rocznie);
- CAPEX w 2017-2018 pomniejszamy o 57,1 mln PLN dotacji przyznanej na budowę fabryki płyt wiórowych;
- Zakładamy, że fabryka płyt wiórowych będzie miała przynajmniej neutralny wpływ na wycenę spółki. Przy zapowiadanym CAPEX 320 mln PLN i wydajności 250 tys. m³ płyty wiórowej surowej dodatnie NPV projektu wymaga marży EBITDA w wysokości przynajmniej 17,7%. Tymczasem producenci płyt (m.in. Grajewo) osiągają marże 13-15% EBITDA;
- Uwzględniamy wszystkie transakcje opcyjnie zabezpieczające kurs EUR/PLN, o których spółka poinformowała w RB. Na lata 2016-2018 spółka ma zabezpieczoną ekspozycję w korytarzu 4,21-4,75 EUR/PLN;
- W związku z dużym programem inwestycyjnym do 2021 roku oczekujemy mniejszej dywidendy w wysokości 2-4% DY (poprzednio 4-7% DY);
- Kalkulujemy ok. 3,9 mln PLN korzyści podatkowych rocznie z tytułu amortyzacji znaków towarowych o wartości 205,5 mln PLN. W rezultacie w latach 2016-2025 efektywna stopa podatkowa będzie wynosić 16-17%. Po okresie szczegółowej prognozy zakładamy 19% podatku (poprzednio 19% w całym okresie);
- W 2014 roku spółka uchwaliła nowy program motywacyjny z podobnymi warunkami jak poprzednio (wzrost zysku netto i kursu akcji o 10% r/r) i ceną emisyjną w wysokości 46,19 PLN/akcję. Warunki dla 2014 roku zostały już spełnione (118,7 tys. warrantów D na akcje H), a za 2015 nie (wzrost kursu akcji poniżej 10% r/r). Zakładamy, że warunki programu zostaną spełnione za 2016 rok, dlatego przyjmujemy 24,138 mln akcji (bez zmian).

Ponadto:

- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 2%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 16 lutego 2016 roku

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,5 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 63,3 PLN.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	930,8	1 070,3	1 157,5	1 299,0	1 457,2	1 635,0	1 784,4	1 911,1	1 988,3	2 068,7	2 131,1
EBIT [mln PLN]	98,9	129,0	132,6	142,7	159,2	183,9	204,4	218,9	222,8	226,5	226,1
Stopa podatkowa	14,5%	15,9%	16,0%	16,2%	16,5%	16,9%	17,1%	17,2%	17,3%	17,3%	17,3%
Podatek od EBIT [mln PLN]	14,3	20,6	21,2	23,1	26,3	31,0	34,9	37,7	38,5	39,2	39,1
NOPLAT [mln PLN]	84,6	108,4	111,4	119,6	133,0	152,9	169,5	181,1	184,3	187,3	187,0
Amortyzacja [mln PLN]	19,7	25,9	36,7	50,2	56,9	56,9	55,3	54,5	54,1	53,6	53,0
CAPEX [mln PLN]	-70,9	-85,3	-165,2	-152,9	-73,8	-46,9	-48,5	-57,7	-55,0	-54,1	-53,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-9,8	-36,3	-22,7	-36,9	-41,2	-46,3	-38,9	-33,0	-20,1	-20,9	-16,3
FCF [mln PLN]	23,5	12,7	-39,8	-19,9	74,8	116,6	137,4	145,0	163,3	165,9	170,5
DFCF [mln PLN]		11,8	-34,3	-15,9	55,3	79,5	86,3	83,7	86,5	80,6	76,0
Suma DFCF [mln PLN]		509,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]		2 428,7									
											<i>wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%</i>
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		1 082,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 592,3									
Dług netto [mln PLN]		64,9									
Wartość kapitału [mln PLN]		1 527,4									
Ilość akcji [mln szt.]		24,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		63,3									

Przychody zmiana r/r	15,0%	8,2%	12,2%	12,2%	12,2%	9,1%	7,1%	4,0%	4,0%	3,0%
EBIT zmiana r/r	30,4%	2,8%	7,6%	11,5%	15,5%	11,2%	7,1%	1,8%	1,7%	-0,2%
FCF zmiana r/r	-46,1%	-	-	-476,3%	55,8%	17,8%	5,5%	12,7%	1,5%	2,8%
Marża EBITDA	14,5%	14,6%	14,9%	14,8%	14,7%	14,6%	14,3%	13,9%	13,5%	13,1%
Marża EBIT	12,1%	11,5%	11,0%	10,9%	11,2%	11,5%	11,5%	11,2%	10,9%	10,6%
Marża NOPLAT	10,1%	9,6%	9,2%	9,1%	9,4%	9,5%	9,5%	9,3%	9,1%	8,8%
CAPEX / Przychody	8,0%	14,3%	11,8%	5,1%	2,9%	2,7%	3,0%	2,8%	2,6%	2,5%
CAPEX / Amortyzacja	329,8%	449,5%	304,5%	129,7%	82,5%	87,7%	105,8%	101,6%	101,0%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	3,4%	2,0%	2,8%	2,8%	2,8%	2,2%	1,7%	1,0%	1,0%	0,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	86,5%	80,2%	76,0%	78,5%	84,3%	90,3%	96,5%	99,3%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	13,5%	19,8%	24,0%	21,5%	15,7%	9,7%	3,5%	0,7%	0,0%	0,0%
WACC	8,4%	8,1%	7,9%	8,1%	8,3%	8,6%	8,8%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
beta	0,7	52,5	56,2	60,9	66,7	74,4	84,9	100,0	123,7	166,5
	0,8	49,1	52,4	56,4	61,4	67,9	76,5	88,5	106,5	136,6
	0,9	46,1	49,0	52,5	56,8	62,2	69,4	79,1	93,1	115,2
	1,0	43,3	45,8	48,9	52,6	57,3	63,3	71,3	82,5	99,2
	1,1	40,8	43,0	45,7	48,9	52,9	58,0	64,7	73,7	86,8
	1,2	38,4	40,4	42,8	45,6	49,1	53,4	59,0	66,5	76,9
	1,3	36,3	38,1	40,2	42,7	45,7	49,4	54,1	60,3	68,8

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Premia za ryzyko	3,0%	56,2	60,5	65,9	72,8	82,1	95,0	114,4	146,7	211,4
	4,0%	49,1	52,4	56,4	61,4	67,9	76,5	88,5	106,5	136,6
	5,0%	43,3	45,8	48,9	52,6	57,3	63,3	71,3	82,5	99,2
	6,0%	38,4	40,4	42,8	45,6	49,1	53,4	59,0	66,5	76,9
	7,0%	34,3	35,9	37,8	40,0	42,6	45,8	49,9	55,1	62,0
	8,0%	30,8	32,1	33,5	35,3	37,3	39,8	42,8	46,6	51,4
	9,0%	27,7	28,8	30,0	31,4	33,0	34,9	37,2	40,0	43,5

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3,0%	119,5	110,2	102,1	95,0	88,7	83,1	78,0	73,5	69,4
	4,0%	99,7	90,7	83,1	76,5	70,7	65,6	61,1	57,1	53,4
	5,0%	84,9	76,5	69,4	63,3	58,0	53,4	49,4	45,8	42,7
	6,0%	73,5	65,6	59,0	53,4	48,7	44,5	40,9	37,7	34,9
	7,0%	64,4	57,1	51,0	45,8	41,5	37,7	34,4	31,6	29,1
	8,0%	57,1	50,2	44,5	39,8	35,8	32,4	29,4	26,8	24,5
	9,0%	51,0	44,5	39,3	34,9	31,2	28,1	25,3	23,0	20,9

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-2017 do wybranych, zagranicznych i polskich spółek działających w sektorze meblowym. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach z 16 lutego 2016 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 20% z uwagi na trudności w doborze spółek z grupy porównawczej.

Porównując wyniki Forte ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,0 mld PLN, co odpowiada 42,7 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 50,4 PLN (bieżąca cena rynkowa) Forte handlowane jest z istotną premią EV/EBITDA, ale dyskontem P/E.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
BETER BED HOLDING	20,0	15,8	14,3	10,9	8,6	7,8	14,0	11,0	10,0
HERMAN MILLER	11,1	10,1	9,1	6,0	5,3	4,5	7,4	6,5	5,3
ETHAN ALLEN INTERIORS	13,9	12,5	11,1	6,9	6,3	5,4	8,3	7,4	6,2
DOREL INDUSTRIES	18,5	11,9	10,0	8,5	6,2	4,6	13,0	9,4	7,3
NOBIA	13,5	12,2	12,4	8,0	7,1	6,9	10,1	8,8	8,6
BOCONCEPT HOLDING	17,0	13,6	11,3	9,0	7,4	5,9	12,3	9,1	6,9
HOWDEN JOINERY GROUP	18,4	16,6	15,1	12,0	10,8	9,6	13,3	12,0	10,7
GRAJEWO	18,9	8,4	9,0	4,8	4,2	3,7	7,4	7,5	6,0
PAGED	11,1	9,5	8,4	7,8	6,4	5,5	10,1	8,1	6,9
Mediana	17,0	12,2	11,1	8,0	6,4	5,5	10,1	8,8	6,9
FORTE	14,1	11,7	11,5	10,7	8,3	8,1	12,8	9,9	10,3
Premia/dyskonto do spółki	-17,1%	-4,0%	3,5%	33,9%	29,6%	46,7%	27,2%	13,3%	49,5%
Wycena wg wskaźnika	60,8	52,5	48,7	37,0	38,2	32,3	39,1	44,1	31,6
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		54,0			35,8			38,3	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		42,7							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 16.02.2016.

PROGNOZA 4Q'15 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

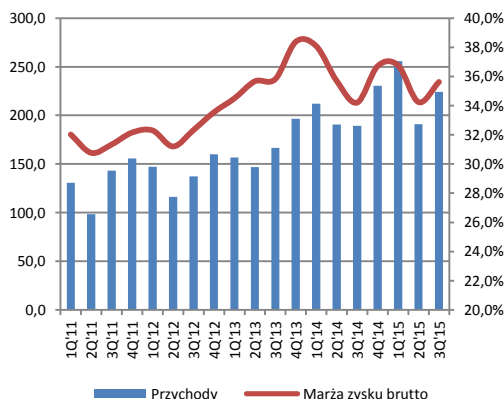
W 4Q'15 utrzymywało się pozytywne otoczenie w branży meblowej. Produkcja sprzedana mebli wzrosła o ok. 9% r/r. Meblarzom sprzyjał duży popyt na rynkach eksportowych, szczególnie ożywienie budowlane w Niemczech w związku z kryzysem imigracyjnym. Konkurencyjność podnosił wysoki kurs EUR/PLN. Silne osłabienie złotówki zapoczątkowane pod koniec 2015 roku trwa do dzisiaj. Obecnie EUR/PLN sięga 4,4-4,5 EUR/PLN i z pewnością będzie miał pozytywne przełożenie na wyniki 1Q'16. W samym 4Q'15 oczekujemy dynamiki sprzedaży spółki na poziomie ok. 13% czyli powyżej rynku. Oprócz silnego rynku w Niemczech sprzedaż powinien napędzać rynek francuski (+60% r/r 1-3Q'15) i brytyjski. Oczekujemy również poprawy marży zarówno r/r jak i q/q do 37,4% zysku brutto ze sprzedaży wskutek sprzyjających cen płyt wiórowych, okuć, klejów (z drugiej strony wyższe koszty szyb i kartonów). Niemniej do tej pory, szczególnie w 1H'15, spółka miała problem z poprawą marży mimo sprzyjającego otoczenia surowcowego, co wynikało gł. z bonusów dla dużych odbiorców i wyższych kosztów sprzedaży (wejście na nowe rynki), jak i wzrostu kosztów wynagrodzeń (+11% r/r w 1-3Q'15). Obecnie spółka skupia się na dalszym wzroście mocy produkcyjnych i nowej inwestycji w fabrykę płyt wiórowych (kalkulujemy CAPEX'16 na ok. 85 mln PLN wobec ok. 70 mln PLN w '15), co z pewnością ograniczy wypłatę dywidendy z zysku 2015 roku (oczekujemy spadek DPS z 2 PLN na 1-1,1 PLN czyli DY ok. 2,2%).

Prognozy wyników na 4Q'2015

	4Q'14	4Q'15P	zmiana r/r	2014	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r	2017P	zmiana r/r
Przychody	230,5	259,9	12,8%	822,4	930,8	13,2%	1 070,3	15,0%	1 157,5	8,2%
Wynik brutto na sprzedaży	84,6	97,2	14,9%	298,2	336,4	12,8%	389,2	15,7%	405,8	4,2%
EBITDA	29,5	36,4	23,4%	110,4	118,6	7,4%	154,9	30,6%	169,4	9,4%
EBIT	25,1	31,0	23,3%	93,6	98,9	5,6%	129,0	30,4%	132,6	2,8%
Zysk brutto	24,8	30,8	24,3%	94,9	99,9	5,2%	127,7	27,8%	130,3	2,0%
Zysk netto	19,5	25,0	28,1%	75,2	85,4	13,7%	103,4	21,0%	105,5	2,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	36,7%	37,4%		36,3%	36,1%		36,4%		35,1%	
Marża EBITDA	12,8%	14,0%		13,4%	12,7%		14,5%		14,6%	
Marża EBIT	10,9%	11,9%		11,4%	10,6%		12,1%		11,5%	
Marża zysku netto	8,5%	9,6%		9,1%	9,2%		9,7%		9,1%	

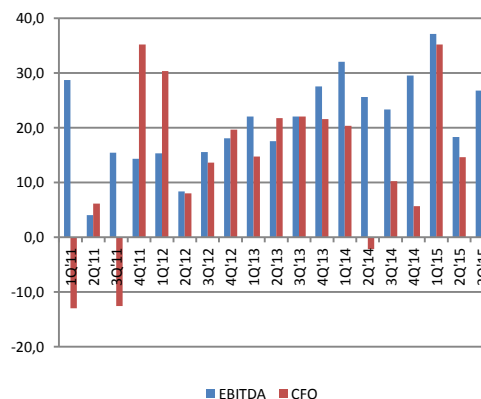
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody [mln PLN] i marża zysku brutto

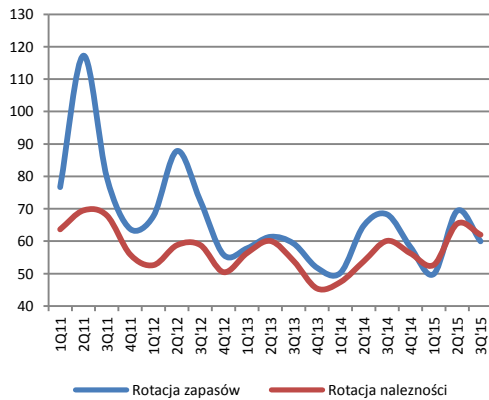


Źródło: BDM S.A., spółka. Przychody- LS, marża- PS

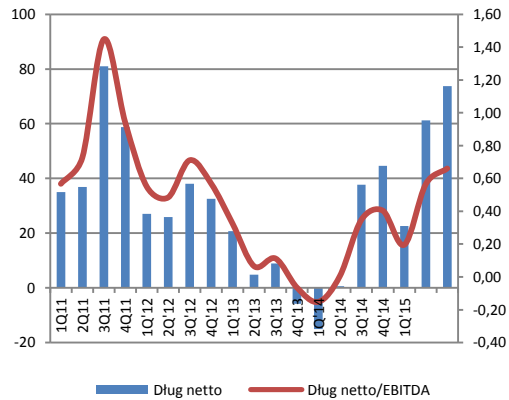
EBITDA i CFO [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Wskaźniki rotacji zapasów i należności w dniach


Źródło: BDM S.A., spółka

Dług netto [mln PLN] i DN/EBITDA


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

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

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15P	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2015P	2016P
Przychody	212,0	190,7	189,2	230,5	255,8	190,9	224,2	259,9	293,1	223,6	257,4	296,1	930,8	1 070,3
Wynik brutto na sprzedaży	80,8	68,1	64,7	84,6	94,0	65,4	79,9	97,2	111,6	77,9	92,4	107,3	336,4	389,2
EBITDA	32,0	25,6	23,3	29,5	37,1	18,3	26,8	36,4	51,3	26,8	36,2	40,5	118,6	154,9
EBIT	27,9	21,4	19,2	25,1	32,5	13,6	21,9	31,0	44,8	20,4	29,7	34,1	98,9	129,0
Wynik brutto	29,4	21,8	19,0	24,8	31,6	15,3	22,2	30,8	44,5	20,0	29,4	33,8	99,9	127,7
Wynik netto	23,2	17,2	15,3	19,5	25,1	12,0	23,4	25,0	36,0	16,2	23,8	27,3	85,4	103,4
Marża zysku brutto ze sprzedaży	38,1%	35,7%	34,2%	36,7%	36,8%	34,2%	35,6%	37,4%	38,1%	34,8%	35,9%	36,3%	36,1%	36,4%
Marża EBITDA	15,1%	13,4%	12,3%	12,8%	14,5%	9,6%	11,9%	14,0%	17,5%	12,0%	14,1%	13,7%	12,7%	14,5%
Marża EBIT	13,1%	11,2%	10,1%	10,9%	12,7%	7,1%	9,8%	11,9%	15,3%	9,1%	11,6%	11,5%	10,6%	12,1%
Marża zysku netto	11,0%	9,0%	8,1%	8,5%	9,8%	6,3%	10,4%	9,6%	12,3%	7,3%	9,3%	9,2%	9,2%	9,7%
Zmiana r/r														
Przychody	35,5%	29,9%	13,6%	17,3%	20,6%	0,1%	18,5%	12,8%	14,6%	17,1%	14,8%	13,9%		15,0%
Wynik brutto na sprzedaży	49,5%	30,0%	8,5%	12,2%	16,4%	-4,0%	23,4%	14,9%	18,7%	19,2%	15,6%	10,5%		15,7%
EBITDA	45,2%	46,3%	5,9%	7,2%	16,0%	-28,6%	14,8%	23,4%	38,2%	46,6%	35,3%	11,3%		30,6%
EBIT	55,2%	60,6%	7,9%	7,6%	16,4%	-36,6%	14,0%	23,3%	38,1%	49,7%	35,9%	10,1%		30,4%
Wynik brutto	68,0%	64,6%	0,9%	5,0%	7,6%	-29,8%	16,7%	24,3%	40,8%	30,9%	32,6%	9,5%		27,8%
Wynik netto	68,4%	65,8%	2,3%	3,8%	8,0%	-30,1%	53,0%	28,1%	43,6%	35,1%	1,8%	9,5%		21,0%

Źródło: BDM S.A., spółka

PODSUMOWANIE OSTATNICH KONFERENCJI Z ZARZĄDEM

Od 2014 roku spółka zaczęła prowadzić bardziej otwartą politykę informacyjną organizując m.in. konferencje dla analityków/zarządzających po wynikach finansowych. Co kwartał zarząd spółki studiował oczekiwania obniżając założenia sprzedażowe (niższe wolumeny sprzedaży) podnosząc jednocześnie CAPEX. Celem spółki na 2016-2017 (po rozbudowie mocy produkcyjnych o ponad 30%) jest sprzedaż na poziomie 250 mln EUR (w naszym modelu osiągamy taką wartość w 2016 roku). Wg nowej strategii (przedstawiona po 3Q'15) do 2021 roku spółka chce mieć ponad 400 mln EUR sprzedaży utrzymując jednocześnie marżę EBITDA powyżej 13%. Wcześniej (do 2Q'15) spółka wskazywała, że przy obecnych lokalizacjach maksymalna sprzedaż możliwa do osiągnięcia to 300 mln EUR.

Podsumowanie ostatnich konferencji z zarządem

		4Q'14 20.03.2015	1Q'15 14.05.2015	2Q'15 28.08.2015	3Q'15 17.11.2015
Wolumen	2015P			po 1H'15 sprzedane 1,7 mln szt. mebli czyli ok. 3,4 mln paczek zdolności max 8 mln paczek na koniec 2015	po 1-3Q'15 sprzedane 2,5 mln szt. mebli, 5 mln paczek
	2016P	Cel: +1 mln paczek, czyli ok. 7 mln paczek	7,5 mln paczek na koniec 2016		
CAPEX	2015P	CAPEX 2015-2017 80 mln PLN, gasnący	17 mln EUR		
	2016P		2015-2016 80 mln PLN		Strategia: CAPEX do 2021 ok. 600 mln PLN w tym 320 mln PLN na wórową szczyt CAPEX 2017
inne	Rozwój	moce produkcyjne +40% do końca '17 umowa z Pfeleiderer na dostawę płyt wartości 71 mln EUR		max moce 8 mln paczek na koniec 2015	Strategia: cel 2021 6,5 mln szt. mebli czyli ok. 13 mln paczek
	Surowce	ceny surowców stabilne			
	Koszty				
	Kapitał obrotowy	Niemcy opóźnili płatności, gotówka netto nie pojawi się w 2Q'15, później bo duże inwestycje			
	Cele	cel na 2 lata sprzedaż 250 mln EUR Marża EBITDA >13%, poprzednio >12%		Podtrzymanie celów sprzedażowych (>+10% w '15, 250 mln EUR w '16) Podtrzymanie celów marży EBITDA >13%	Strategia: cel 400 mln EUR sprzedaży do 2021 roku, Podtrzymanie celów marży EBITDA >13% Strategia: DN/EBITDA max 3,5x-4,0x polityka dywidendowa utrzymana/mniejsza Strategia: zatrudnienie +1000 osób

Źródło: BDM S.A., spółka

STRATEGIA SPÓŁKI DO 2021 ROKU

Główne założenia spółki

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

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

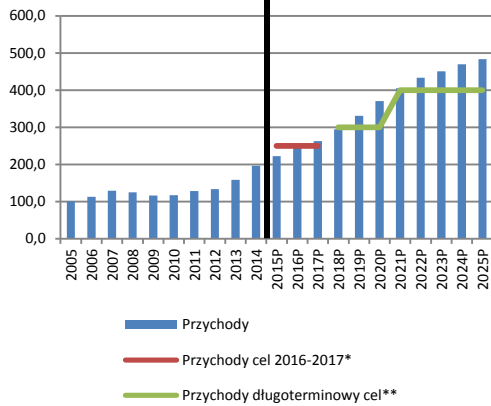
Suma nakładów inwestycyjnych do roku 2021, związanych z realizacją planu rozwoju, ma wynieść ok. 600 mln zł. Finansowanie ma opierać się zarówno o środki własne jak i zewnętrzne.

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

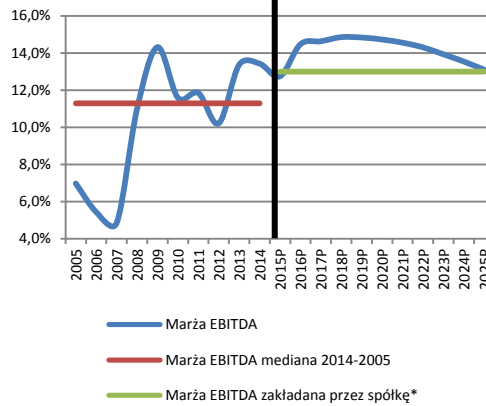
- do 2021 roku spółka chce podwoić sprzedaż z 200 mln EUR do 400 mln EUR (pierwotnie celem było 300 mln EUR);
- wzrost sprzedaży ma umożliwić rozbudowa potencjału produkcyjnego z 4 do 6,5 mln sztuk mebli (z 7,5-8 mln paczek na koniec 2015 do ok. 13 mln paczek w 2021 roku);
- na ten cel spółka przeznaczy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

Strategia vs założenia BDM

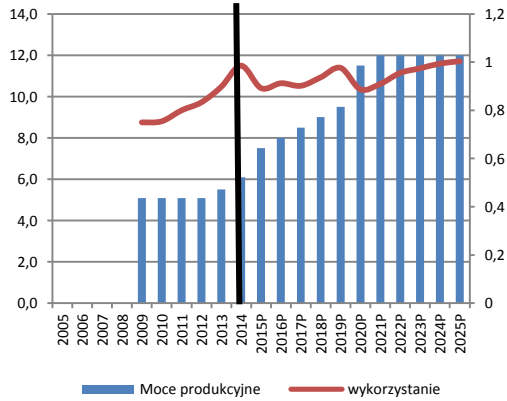
Nasze założenia są spójne z tymi przedstawionymi przez zarząd spółki w ostatnich miesiącach. W 2016 roku oczekujemy blisko 250 mln EUR sprzedaży vs 200 mln EUR na koniec 2014 roku. W 2021 roku, po rozbudowie mocy produkcyjnych, zakładamy ponad 400 mln EUR przychodów, a zapewnić to mają moce produkcyjne w wysokości ok. 12 mln paczek (spółka mówiła nawet o 6,5 mln mebli czyli ok. 13 mln paczek). W tym okresie szacujemy, że spółka utrzyma marżę EBITDA powyżej 13% (oczekujemy ponad 14%), czemu sprzyjać powinien duży popyt na rynkach meblowych, korzystny kurs EUR/PLN i sytuacja na rynkach surowcowych (głównie niski koszt okuć). W latach 2015-2021 kalkulujemy blisko 600 mln PLN nakładów inwestycyjnych (zgodnie ze strategią) i 105 mln PLN odtworzeniowych. Uwzględniamy 57 mln PLN dotacji przyznanej na budowę fabryki płyt wiórowych (lata 2017-2018).

Przychody- cele strategiczne a prognoza BDM [mln EUR]


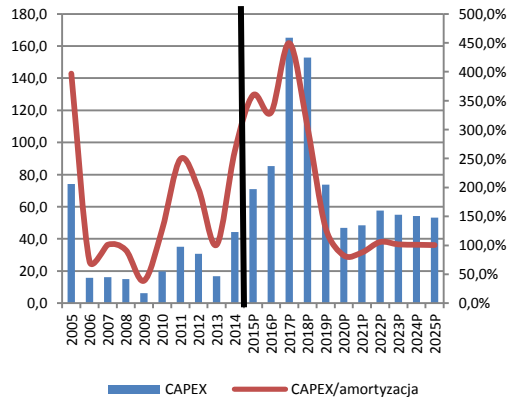
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA- cele strategiczne a prognoza BDM


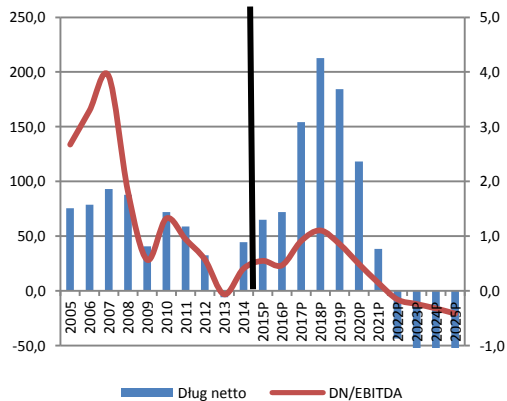
Źródło: BDM S.A., spółka

Rozwój mocy produkcyjnych i ich wykorzystanie


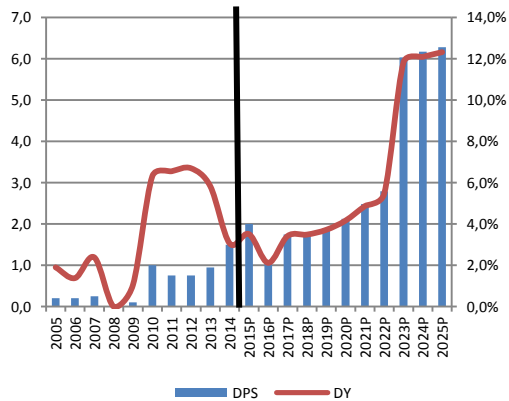
Źródło: BDM S.A., spółka. LS- moce produkcyjne [mln paczek mebli], PS- wykorzystanie

CAPEX [mln PLN] i CAPEX/amortyzacja


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

Dług netto i dług netto/EBITDA


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

Dywidenda/akcję i stopa dywidendy


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

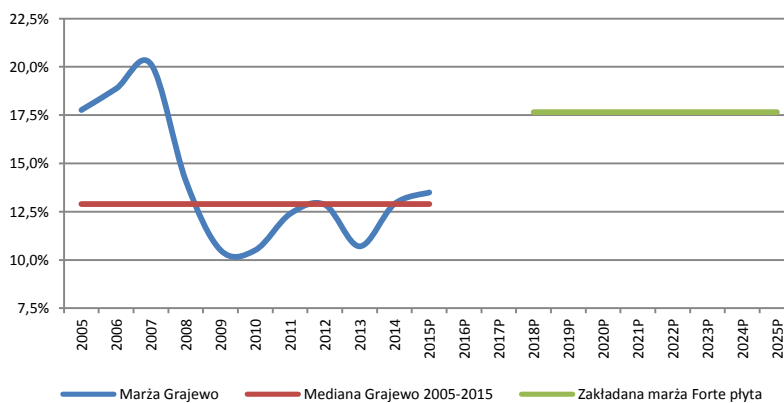
PROJEKT BUDOWY FABRYKI PŁYT WIÓROWYCH

Głównym wydatkiem inwestycyjnym w przedstawionym planie rozbudowy mocy do 2021 roku (ok. 600 mln PLN nakładów inwestycyjnych) jest fabryka płyt wiórowych (CAPEX 320 mln PLN) o wydajności 250 tys. m³ płyty surowej. W modelu przyjmujemy, że projekt będzie miał neutralny wpływ na wycenę spółki, jednak aby tak się stało, generowana marża EBITDA przy zakładanych parametrach powinna wynosić przynajmniej 17,7%. Tymczasem producenci płyt (m.in. Grajewo) realizują marże w wysokości 14-15% EBITDA przy wysokim udziale płyt laminowanych (strategia Pflaiderer) zapewniających lepsze marże. Wg zarządu Forte fabryka ma mieć pozytywny wpływ na wyniki spółki m.in. dzięki minimalizowaniu strat produkcyjnych (tylko fabryka płyt wiórowych i określone formaty).

Kalkulacja NPV projektu budowy fabryki płyty wiórowej

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]			83,1	167,9	169,6	171,3	173,0	174,7	176,5	178,2
moce produkcyjne [tys. m ³]			250	250	250	250	250	250	250	250
wykorzystane			50%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
udział w zużyciu Forte ogółem			22%	40%	36%	34%	32%	32%	31%	31%
cena płyty [EUR/m ³]			150,9	152,4	153,9	155,4	157,0	158,6	160,1	161,7
Zakładana marża EBITDA			17,66%	17,66%	17,66%	17,66%	17,66%	17,66%	17,66%	17,66%
Amortyzacja [mln PLN]	1,7	6,6	10,4	10,0	9,7	9,4	9,1	8,8	8,5	8,2
EBIT [mln PLN]	-1,7	-6,6	4,3	19,6	20,2	20,9	21,5	22,1	22,7	23,3
Stopa podatkowa*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX (-dotacja) [mln PLN]**	-50,0	-115,0	-97,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]			-20,8	-21,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
FCFF [mln PLN]	-50,0	-115,0	-104,0	8,4	29,5	29,8	30,1	30,4	30,7	31,0
WACC	6,0%	5,9%	6,0%	6,2%	6,5%	6,9%	7,3%	7,8%	8,4%	9,1%
PV FCFF [mln PLN]	-47,5	-103,1	-88,0	6,7	22,1	20,9	19,7	18,4	17,2	15,9
Suma PV FCFF [mln PLN]	-117,8									
TV [mln PLN]	230,1									
PV TV [mln PLN]	117,8									
NPV [mln PLN]	0,0									

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



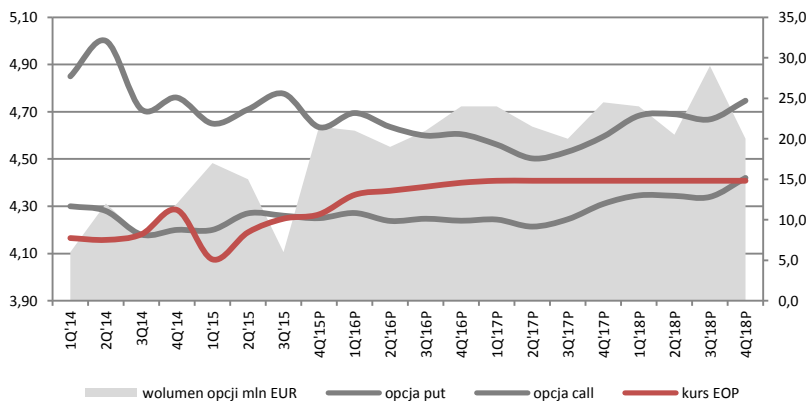
Źródło: BDM S.A., spółka, Grajewo

POLITYKA ZABEZPIECZEŃ-AKTUALIZACJA

Spółka jedynie 18% sprzedaży realizuje w kraju. Reszta przychodów jest głównie w euro, a większość kosztów w złotych. Długa pozycja netto w euro to ok. 60 mln EUR (każde 10 gr umocnienia złotych to 6 mln PLN utraty marży w skali roku). Całą ekspozycję spółka stara się zabezpieczyć zerokosztowymi opcjami walutowymi na 2 lata w przód (obecnie do 4Q'2018). W momencie rozliczenia instrumentów gdy kurs walutowy jest poza określonym korytarzem, rozliczenie opcji koryguje przychody.

Prognozowany kurs EUR/PLN w okolicach 4,37-4,41 (krzywa forward) mieści się w korytarzu opcyjnym. W kolejnych latach (po 2018) nie zakładamy dalszych transakcji zabezpieczających, co jest założeniem konserwatywnym.

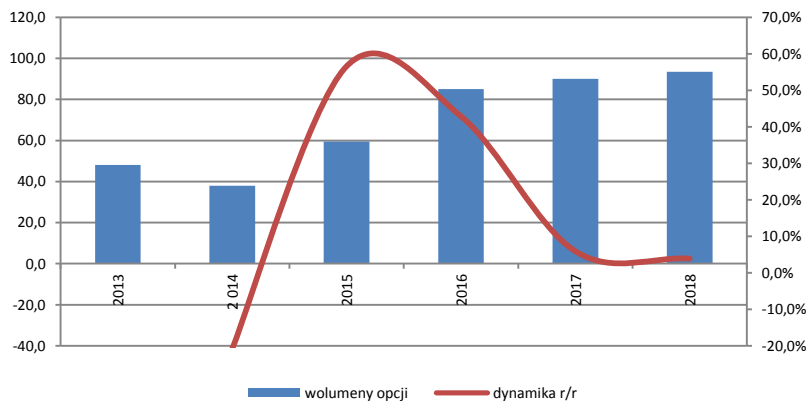
Kursy rozliczeniowe i wolumeny opcji walutowych



Na lata 2016-2018 spółka ma zabezpieczoną ekspozycję w korytarzu 4,21-4,75 EUR/PLN.

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

Wolumeny zawartych opcji walutowych w 2013-2018 [mln EUR]



Wolumeny opcji na lata 2016-2018 (80-90 mln EUR) są zdecydowanie większe niż w 2013-2015 (40-60 mln EUR)

Źródło: BDM S.A., Spółka

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2015-2017

Nasza prognoza na 2015 rok z sierpnia pozostała praktycznie nie zmieniona (odchylenie na poziomie przychody/EBITDA -1/-4%). Na 2015-2017 podnieśliśmy nasze założenia EBITDA o odpowiednio 9-13%, co wynika głównie z kursu EUR/PLN (4,37-4,41 vs 4,24-4,27 to 8-9 mln PLN wyższa EBITDA) i spadku kosztów okuć (-19% r/r w '16 vs +4,4% r/r w poprzednim raporcie, niskie ceny ropy naftowej i stali). Obniżyliśmy także współczynnik pracochłonności rozbudowywanych mocy produkcyjnych. Spółka zapowiadała, że zwiększy zatrudnienie o ok. 1000 osób. Z drugiej strony podwyższyliśmy tempo wzrostu średniego wynagrodzenia z 3% r/r do 5% r/r wskutek silnego wzrostu popytu na pracę. Średnie wynagrodzenie w wysokości 3,7 tys. PLN/msc, istotnie niższe niż średnia w gospodarce, jest raczej nie do utrzymania w długim terminie, a zarząd spółki na konferencji po 3Q'15 sugerował szybszy wzrost pensji (Akademia Forte). W długim terminie nasze założenia są zgodne z przedstawioną strategią do 2021 roku (rozwój mocy produkcyjnych/przychodów/marż/CAPEX).

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

	2015P			2016P			2017P		
	Poprzednio*	Aktualnie	Zmiana	Poprzednio*	Aktualnie	Zmiana	Poprzednio*	Aktualnie	Zmiana
Przychody	937,6	930,8	-0,7%	1 062,9	1 070,3	0,7%	1 112,8	1 157,5	4,0%
Wynik brutto na sprzedaży	332,5	336,4	1,2%	371,4	389,2	4,8%	390,2	405,8	4,0%
EBITDA	123,8	118,6	-4,2%	141,6	154,9	9,4%	149,3	169,4	13,5%
EBIT	103,9	98,9	-4,8%	119,5	129,0	7,9%	127,4	132,6	4,1%
Wynik netto	82,7	85,4	3,3%	96,3	103,4	7,4%	103,8	105,5	1,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	35,5%	36,1%		34,9%	36,4%		35,1%	35,1%	
Marża EBITDA	13,2%	12,7%		13,3%	14,5%		13,4%	14,6%	
Marża EBIT	11,1%	10,6%		11,2%	12,1%		11,5%	11,5%	
Marża zysku netto	8,8%	9,2%		9,1%	9,7%		9,3%	9,1%	

Źródło: BDM, szacunki własne. * - prognozy z dnia 12.08.2015

Główne założenia w modelu

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Zmiana cen mebli w EUR	1,5%	1,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Wolumen mln paczek	6,0	6,7	7,3	7,7	8,4	9,3	10,2	10,9	11,5	11,7	11,9	12,0
zmiana r/r	21,7%	11,3%	9,1%	5,0%	10,0%	10,0%	10,0%	7,0%	5,0%	2,0%	2,0%	1,0%
wykorzystanie mocy	98,4%	89,1%	91,1%	90,1%	93,6%	97,5%	88,6%	90,9%	95,4%	97,3%	99,3%	100,2%
Kurs EUR/PLN	4,19	4,18	4,37	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41
Zmiana cen płyt wiórowych w EUR	3,1%	-2,5%	1,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zmiana cen okuć w EUR	-2,5%	-25,5%	-19,2%	8,3%	4,3%	2,6%	2,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Wzrost wynagrodzeń	0,4%	0,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<i>mln PLN</i>												
Przychody	822,4	930,8	1 070,3	1 157,5	1 299,0	1 457,2	1 635,0	1 784,4	1 911,1	1 988,3	2 068,7	2 131,1
zmiana r/r	23,4%	13,2%	15,0%	8,2%	12,2%	12,2%	12,2%	9,1%	7,1%	4,0%	4,0%	3,0%
Zysk brutto na sprzedaży	298,2	336,4	389,2	405,8	445,3	494,7	556,2	607,8	648,8	669,2	690,1	703,2
zmiana r/r	23,5%	12,8%	15,7%	4,2%	9,8%	11,1%	12,4%	9,3%	6,7%	3,2%	3,1%	1,9%
marża	36,3%	36,1%	36,4%	35,1%	34,3%	33,9%	34,0%	34,1%	33,9%	33,7%	33,4%	33,0%
EBITDA	110,4	118,6	154,9	169,4	192,9	216,1	240,7	259,7	273,4	277,0	280,1	279,1
zmiana r/r	24,0%	7,4%	30,6%	9,4%	13,9%	12,0%	11,4%	7,9%	5,3%	1,3%	1,1%	-0,4%
marża	13,4%	12,7%	14,5%	14,6%	14,9%	14,8%	14,7%	14,6%	14,3%	13,9%	13,5%	13,1%
EBIT	93,6	98,9	129,0	132,6	142,7	159,2	183,9	204,4	218,9	222,8	226,5	226,1
zmiana r/r	29,2%	5,6%	30,4%	2,8%	7,6%	11,5%	15,5%	11,2%	7,1%	1,8%	1,7%	-0,2%
marża	11,4%	10,6%	12,1%	11,5%	11,0%	10,9%	11,2%	11,5%	11,5%	11,2%	10,9%	10,6%
Zysk netto	75,2	85,4	103,4	105,5	112,5	126,1	147,3	165,5	179,0	183,0	186,5	187,2
zmiana r/r	29,9%	13,7%	21,0%	2,0%	6,6%	12,0%	16,8%	12,4%	8,1%	2,3%	1,9%	0,4%
marża	9,1%	9,2%	9,7%	9,1%	8,7%	8,7%	9,0%	9,3%	9,4%	9,2%	9,0%	8,8%

Źródło: BDM S.A., spółka

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	282,1	333,3	388,8	513,3	612,1	625,1	611,2	600,5	599,7	596,7	593,3	589,6
Wartości niematerialne i prawne	16,6	16,6	16,7	16,8	17,0	17,4	17,8	18,3	18,9	19,5	20,1	20,8
Rzeczowe aktywa trwałe	217,0	268,2	323,6	448,0	546,5	559,2	544,9	533,6	532,3	528,7	524,7	520,3
Aktywa obrotowe	356,6	340,9	401,2	428,6	498,3	570,5	637,1	697,8	742,6	755,7	796,5	843,8
Zapasy	149,0	168,6	193,9	209,7	235,4	264,0	296,2	323,3	346,3	360,3	374,8	386,1
Należności krótkoterminowe	148,9	147,7	169,8	183,7	206,1	231,2	259,4	283,2	303,3	315,5	328,3	338,2
Investycje krótkoterminowe	55,8	21,7	34,5	32,3	53,9	72,3	78,5	88,4	90,2	77,0	90,5	116,5
-środki pieniężne i ekwiwalenty	55,7	21,6	34,4	32,2	53,8	72,3	78,5	88,4	90,1	77,0	90,5	116,5
Aktywa razem	638,7	674,2	790,0	941,9	1 110,4	1 195,6	1 248,3	1 298,3	1 342,4	1 352,4	1 389,8	1 433,4
Kapitał (fundusz) własny	417,6	457,3	540,5	604,7	680,5	761,5	858,4	965,0	1 077,7	1 117,6	1 157,6	1 195,6
Kapitał (fundusz) podstawowy	23,8	23,9	24,0	24,0	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1
Kapitał (fundusz) zapasowy	111,6	140,9	206,1	268,1	336,8	404,3	479,9	568,3	667,6	703,4	740,0	777,3
Zysk (strata) netto okresu	108,5	118,8	136,8	138,9	145,9	159,4	180,6	198,9	212,3	216,4	219,8	220,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	217,4	213,3	245,8	333,6	426,2	430,4	386,3	329,6	260,9	231,2	228,5	234,1
Rezerwy na zobowiązania	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Zobowiązania długoterminowe	89,3	76,7	96,7	176,7	256,7	246,7	186,7	116,7	36,7	0,0	0,0	0,0
-oprocentowane	86,7	76,7	96,7	176,7	256,7	246,7	186,7	116,7	36,7	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	84,5	93,0	105,5	113,3	125,9	140,1	155,9	169,3	180,6	187,5	184,9	190,5
-oprocentowane	11,0	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	0,0	0,0
Pasywa razem	638,7	674,2	790,0	941,9	1 110,4	1 195,6	1 248,3	1 298,3	1 342,4	1 352,4	1 389,8	1 433,4
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	822,4	930,8	1 070,3	1 157,5	1 299,0	1 457,2	1 635,0	1 784,4	1 911,1	1 988,3	2 068,7	2 131,1
Koszty produktów, tow. i materiałów	524,3	594,4	681,0	751,8	853,7	962,5	1 078,8	1 176,6	1 262,4	1 319,1	1 378,6	1 427,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	298,2	336,4	389,2	405,8	445,3	494,7	556,2	607,8	648,8	669,2	690,1	703,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	201,4	234,4	260,2	273,2	302,6	335,5	372,3	403,4	429,9	446,4	463,6	477,1
Zysk (strata) na sprzedaży	96,8	102,1	129,0	132,6	142,7	159,2	183,9	204,4	218,9	222,8	226,5	226,1
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-3,2	-3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	110,4	118,6	154,9	169,4	192,9	216,1	240,7	259,7	273,4	277,0	280,1	279,1
EBIT	93,6	98,9	129,0	132,6	142,7	159,2	183,9	204,4	218,9	222,8	226,5	226,1
Saldo działalności finansowej	1,3	1,0	-1,3	-2,3	-3,8	-3,6	-2,1	-0,1	2,1	3,1	3,7	4,9
Zysk (strata) brutto	94,9	99,9	127,7	130,3	138,9	155,6	181,8	204,3	220,9	226,0	230,2	231,1
Zysk (strata) netto	75,2	85,4	103,4	105,5	112,5	126,1	147,3	165,5	179,0	183,0	186,5	187,2
CF [mln PLN]	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przeptywy z działalności operacyjnej	34,0	96,9	99,6	126,6	135,0	150,8	165,6	187,4	203,6	218,6	220,2	223,5
Przeptywy z działalności inwestycyjnej	-43,0	-69,1	-84,2	-163,8	-151,0	-70,9	-43,3	-44,5	-53,4	-51,2	-50,3	-48,3
Przeptywy z działalności finansowej	-11,6	-61,9	-2,6	35,0	37,6	-61,5	-116,1	-132,9	-148,4	-180,6	-156,4	-149,2
Przeptywy pieniężne netto	-20,6	-34,1	12,8	-2,2	21,6	18,4	6,2	9,9	1,8	-13,1	13,5	26,1
Środki pieniężne na początek okresu	76,1	55,7	21,6	34,4	32,2	53,8	72,3	78,5	88,4	90,1	77,0	90,5
Środki pieniężne na koniec okresu	55,7	21,6	34,4	32,2	53,8	72,3	78,5	88,4	90,1	77,0	90,5	116,5

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	13%	15%	8%	12%	12%	12%	9%	7%	4%	4%	3%
EBITDA zmiana r/r	7%	31%	9%	14%	12%	11%	8%	5%	1%	1%	0%
EBIT zmiana r/r	6%	30%	3%	8%	12%	15%	11%	7%	2%	2%	0%
Zysk netto zmiana r/r	14%	21%	2%	7%	12%	17%	12%	8%	2%	2%	0%
Marża brutto na sprzedaży	36%	36%	35%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	33%	33%
Marża EBITDA	13%	14%	15%	15%	15%	15%	15%	14%	14%	14%	13%
Marża EBIT	11%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Marża brutto	11%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	12%	11%	11%	11%
Marża netto	9%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
COGS / przychody	64%	64%	65%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	67%	67%
SG&A / przychody	25%	24%	24%	23%	23%	23%	23%	22%	22%	22%	22%
SG&A / COGS	39%	38%	36%	35%	35%	35%	34%	34%	34%	34%	33%
ROE	19%	19%	17%	16%	16%	17%	17%	17%	16%	16%	16%
ROA	13%	13%	11%	10%	11%	12%	13%	13%	14%	13%	13%
Dług	86,5	106,5	186,5	266,5	256,5	196,5	126,5	46,5	9,8	0,0	0,0
D / (D+E)	13%	13%	20%	24%	21%	16%	10%	3%	1%	0%	0%
D / E	15%	16%	25%	32%	27%	19%	11%	4%	1%	0%	0%
Dług / kapitał własny	19%	20%	31%	39%	34%	23%	13%	4%	1%	0%	0%
Dług netto	64,9	72,1	154,3	212,7	184,2	118,0	38,1	-43,6	-67,2	-90,5	-116,5
Dług netto / kapitał własny	14%	13%	26%	31%	24%	14%	4%	-4%	-6%	-8%	-10%
Dług netto / EBITDA	0,5	0,5	0,9	1,1	0,9	0,5	0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
Dług netto / EBIT	66%	56%	116%	149%	116%	64%	19%	-20%	-30%	-40%	-52%
EV	1 269,5	1 282,6	1 364,9	1 429,2	1 400,8	1 334,6	1 254,7	1 173,0	1 149,4	1 126,1	1 100,1
Dług / EV	7%	8%	14%	19%	18%	15%	10%	4%	1%	0%	0%
CAPEX / Przychody	8%	8%	14%	12%	5%	3%	3%	3%	3%	3%	2%
CAPEX / Amortyzacja	360%	330%	449%	305%	130%	82%	88%	106%	102%	101%	100%
Amortyzacja / Przychody	2%	2%	3%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	2%
Zmiana KO / Przychody	1%	3%	2%	3%	3%	3%	2%	2%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	9%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
Wskaźniki rynkowe	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
P/E*	14,1	11,7	11,5	10,8	9,7	8,3	7,4	6,8	6,6	6,5	6,5
P/BV*	2,6	2,2	2,0	1,8	1,6	1,4	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0
P/CE*	11,5	9,4	8,5	7,5	6,6	6,0	5,5	5,2	5,1	5,1	5,1
EV/EBITDA*	10,7	8,3	8,1	7,4	6,5	5,5	4,8	4,3	4,2	4,0	3,9
EV/EBIT*	12,8	9,9	10,3	10,0	8,8	7,3	6,1	5,4	5,2	5,0	4,9
EV/S*	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
BVPS	19,3	22,7	25,3	28,3	31,7	35,7	40,1	44,8	46,5	48,1	49,7
EPS	3,6	4,3	4,4	4,7	5,2	6,1	6,9	7,4	7,6	7,7	7,8
CEPS	4,4	5,4	5,9	6,7	7,6	8,5	9,1	9,7	9,8	9,9	10,0
FCFPS	3,1	4,9	5,7	6,0	6,8	6,9	7,1	6,9	0,0	0,0	0,0
DPS w okresie	2,00	1,08	1,74	1,78	1,90	2,12	2,48	2,79	6,03	6,16	6,28
Payout ratio	63,2%	30,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	80,0%	80,0%	80,0%
DY*	4,0%	2,1%	3,5%	3,5%	3,8%	4,2%	4,9%	5,5%	12,0%	12,2%	12,5%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 50,4 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
 Dyrektor Wydziału
 Makler Papierów Wartościowych
 tel. (032) 20-81-412
 e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, media/rozrywka, banki i finanse,
handel stała

Krzysztof Pado
 Specjalista ds. analiz
 tel. (032) 20-81-432
 e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian Brymora
 tel. (032) 20-81-435
 e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak
 tel. (032) 20-81-438
 e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
 Dyrektor Wydziału
 tel. (022) 62-20-100
 e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
 tel. (022) 62-20-848
 e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
 tel. (022) 62-20-854
 e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
 tel. (022) 62-20-855
 e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji Forte

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Akumuluj	59,2	Redukuj	49,8	16.02.2016	50,4	44 105,6
Redukuj	49,8	Redukuj	49,5	12.08.2015	60,0	52 934,3
Redukuj	49,5	Redukuj	20,9	22.10.2014	57,0	53 256,2
Redukuj	20,9	Akumuluj	14,7	02.08.2013	24,7	47 370,8
Akumuluj	14,7	Trzymaj	12,0	11.01.2013	13,2	47 546,9
Trzymaj	12,0	-	-	02.07.2012	11,9	40 542,0

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'16:

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

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

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

Raport skierowany jest do wszystkich Klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla Klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 16.02.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.02.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia Klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 16.02.2016 roku:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.