



Dom Maklerski BDM S.A.

FORTE

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 67,9 PLN

6 LISTOPAD 2017, 12:35 CEST

Spółka ma za sobą pasmo rozczarowań wynikowych. W 1H'17 problemem była płaska sprzedaż, co przy rosnących kosztach gł. pracy spowodowało znaczący ubytnek rentowności. W 3Q'17, wg szacunków opublikowanych w RB z 23.10.2017 dynamika sprzedaży powróciła w rejony 10% r/r, natomiast rentowość biznesu dalej pozostawała pod presją. Spodziewamy się więc, że na jej erozję musiały wpłynąć również inne czynniki. Zwracamy uwagę, że dominujący udział w kosztach ma zużycie materiałów i energii (ok. 50% sprzedaży) z czego 25-30% to koszty płyt wiórowych. Od kwietnia'17 zauważany jest ich wzrost, a dodatkowo dostawcy mogli wykorzystać słabszą pozycję Forte. Spółka bowiem jest w okresie przejściowym. W 1Q'18 uruchamia własną fabrykę płyt wiórowych. W 3Q'17 korzystała już z linii do laminowania. Niemniej droższa płyta i konieczność zmiany mixu zakupowego/sprzedażowego mogą obciążać jeszcze rentowność w 4Q'17 i 1Q'18. Podchodząc ostrożnie do średnioterminowych prognoz, ale mając na względzie strategiczne cele spółki, decydujemy się obniżyć zalecenie do TRZYMAJ z ceną docelową 67,9 PLN/akcję.

Spółka rozczarowuje rynek wynikami od 1Q'17. Wskazujemy, że historycznie seria negatywnych odczytów nie trwała dłużej niż 3 kwartały z rzędu, a okresem porównywalnym był 2Q'15-4Q'15.

Ujemna dynamika EBITDA trwa już 3 kwartały z rzędu, co nie zdarzało się wcześniej. Do prognoz na 4Q'17 i 1Q'18 podchodzimy ostrożnie, stąd zakładamy, że w tych okresach erozja wyników jeszcze się utrzyma. Wskazujemy, że spółka jest w okresie przejściowym, przed uruchomieniem własnej fabryki płyt i problemy, które zidentyfikowaliśmy w 2-3Q'17 (rosnące ceny płyt) powinny ustąpić od 2Q'18.

Rozczarowujące szacunki wyników najpierw za 1Q'17 (27.04.2017), potem 2Q'17 (31.07) i w końcu 3Q'17 (23.10) systematycznie przyczyniły się do obniżenia konsensusu, szczególnie na 2017 rok (-12%). Obecnie kształtuje on się na poziomie ok. 158 mln PLN EBITDA. W swoich zaktualizowanych prognozach przyjmujemy 141 mln PLN na koniec 2017 roku. Liczymy, że prognoza ta nie ma już marginesu dalszej rewizji.

Nasze założenia są generalnie spójne ze strategią zarządu z 10.2015 z wyjątkiem oczekiwanej rentowności, której spodziewamy się obecnie ok. 12% (11% długoterminowo) w segmencie meblowym i docelowo 25% w produkcji płyt wiórowych (w 2016 roku spółka osiągnęła m. EBITDA >15% vs >13% w strategii).

W 2021 roku, po rozbudowie mocy produkcyjnych, zakładamy ponad 400 mln EUR przychodów, a zapewnić to mają moce produkcyjne w wysokości ok. 13 mln paczek (6,5 mln szt.). W tym okresie szacujemy, że spółka utrzyma marżę EBITDA ok. 12% z działalności meblowej (mediana historyczna <12%, cel w strategii >13%), a wzrost marży w rejony 16-17% będzie wynikał z fabryki płyt wiórowych (ok. 80 mln PLN efektów przy zakładanej marży 25%).

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	954,3	1 090,3	1 138,9	1 252,2	1 468,3	1 702,7
EBITDA [mln PLN]	117,8	167,1	141,3	163,2	215,5	288,0
EBIT [mln PLN]	98,2	144,4	115,5	120,2	172,1	246,8
Wynik netto [mln PLN]	84,4	110,4	86,3	83,2	131,2	195,9
P/BV	3,1	2,7	2,4	2,1	1,8	1,5
P/E	17,8	13,6	17,5	18,2	11,6	7,8
EV/EBITDA	13,5	11,0	14,5	12,4	9,0	6,3
EV/EBITDA skoryg.*	13,5	10,1	13,4	11,5	8,3	5,8
EV/EBIT	16,2	12,7	17,7	16,9	11,3	7,4
DY w okresie	3,2%	1,6%	0,3%	0,3%	0,6%	1,8%

*- dług netto skorygowany o 2,05 mln akcji Forte w SEZAM XX FIZ

Wycena DCF [PLN]	83,0
Wycena porównawcza [PLN]	52,8
Wycena końcowa [PLN]	67,9
Potencjał do wzrostu / spadku	7,8%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	63,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 496,3
Ilość akcji [mln. szt.]	23,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	83,50
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	63,25

Stopa zwrotu za 3 mc	-6,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	-23,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-22,7%

Struktura akcjonariatu:	
MaForm Holding	32,5%
Aviva OFE	9,6%
Skarbiec TFI*	9,0%
NN OFE	5,0%
Pozostali	43,9%

*- w tym SEZAM FIZ posiadający 2,05 mln akcji Forte

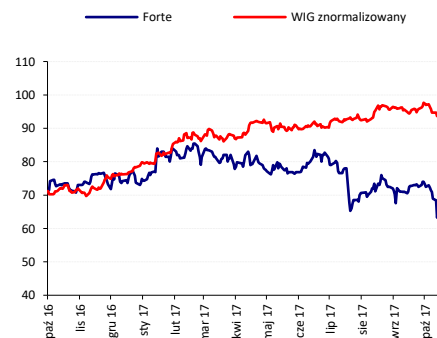
Krzysztof Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
ROZCZAROWUJĄCE WYNIKI 1-3Q'17.....	3
PRAWDOPODOBNA KONTYNUACJA PROBLEMÓW W 4Q'17-1Q'18 ALE.....	4
... OKRES 4Q-1Q JEST SEZONOWO NAJLEPSZYM W ROKU POD WZGLĘDEM SPRZEDAŻY	4
OBNIŻONY KONSENSUS	4
POWRÓT DWUCYFROWEJ DYNAMIKI SPRZEDAŻY W 3Q'17	5
JASNY PLAN ROZWOJU MOCY PRODUKCYJNYCH	5
OCZEKIWANA WYSOKA RENTOWNOŚĆ FABRYKI PŁYT WIÓROWYCH	6
WYCENA PONIŻEJ POZIOMU KUPNA CERTYFIKATÓW SEZAM XX FIZ	7
BARDZO DOBRE DANE O PRODUKCJI MEBLI I Z BUDOWNICTWA MIESZKANIOWEGO	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
WYCENA DCF	10
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	13
SZACUNKI 3Q'17 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	14
PODSUMOWANIE OSTATNICH KONFERENCJI Z ZARZĄDEM	15
STRATEGIA SPÓŁKI DO 2021 ROKU	16
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA SPÓŁKI	16
STRATEGIA VS ZAŁOŻENIA BDM.....	16
POLITYKA ZABEZPIECZEŃ-AKTUALIZACJA.....	18
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2017-2019	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 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 83,1 PLN. Natomiast wycena porównawcza do spółek z branży meblowej, oparta na prognozach wyników na lata 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 52,8 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej (poprzednio 80/20%). W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 67,9 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	83,0
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	52,8

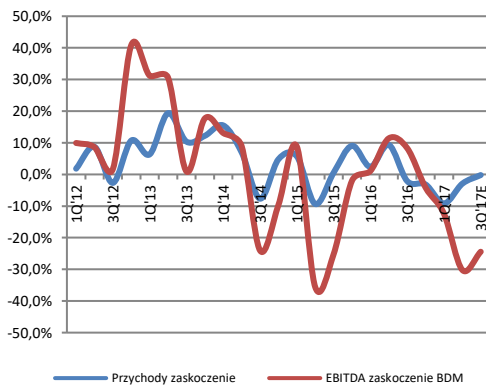
Wycena spółki [PLN] **67,9**

Źródło: BDM S.A.

Rozczarowujące wyniki 1-3Q'17

Spółka rozczarowuje rynek wynikami od 1Q'17. Wskazujemy, że historycznie seria negatywnych odczytów nie trwała dłużej niż 3 kwartały z rzędu, a okresem porównywalnym był 2Q'15-4Q'15.

Zaskoczenia wynikowe EBITDA i przychody*



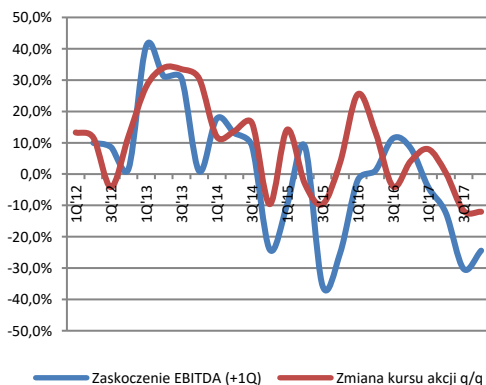
Źródło: BDM S.A., spółka. *- faktyczne wyniki w porównaniu z naszymi prognozami publikowanymi po zakończeniu danego kwartału

Zaskoczenie EBITDA w latach 2012-2017*

	1Q	2Q	3Q	4Q
2012	9,9%	8,6%	1,7%	40,9%
2013	31,2%	30,6%	0,9%	17,7%
2014	13,1%	9,0%	-24,0%	-9,7%
2015	8,8%	-35,6%	-25,2%	-2,0%
2016	1,1%	11,4%	8,3%	-4,2%
2017	-12,4%	-30,2%	-24,4%	
MEDIANA	9,4%	8,8%	-11,6%	-2,0%

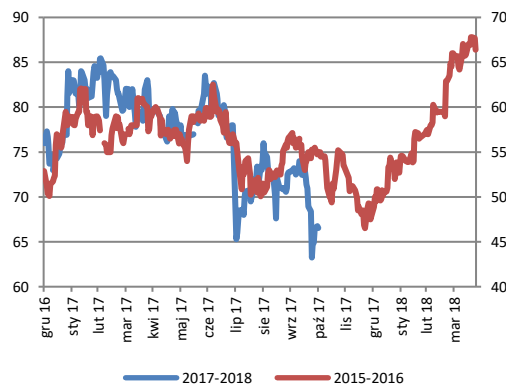
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. *- faktyczne wyniki w porównaniu z naszymi prognozami publikowanymi po zakończeniu danego kwartału

Zaskoczenia wynikowe EBITDA* a zmiana kursu akcji**



Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg. *- zaskoczenie +1Q (za kwartał poprzedni). **- kurs na koniec kwartału (EOP)

Zachowanie kursu akcji w 2017 roku na tle 2015-2016

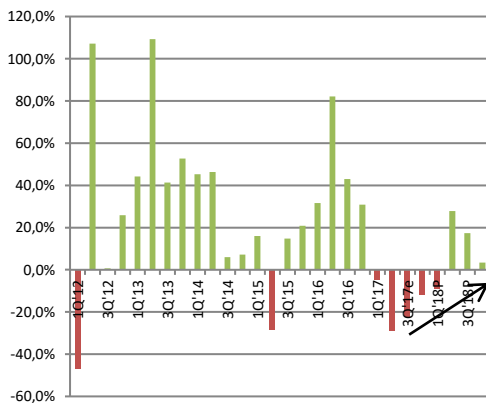


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Prawdopodobna kontynuacja problemów w 4Q'17-1Q'18 ale...

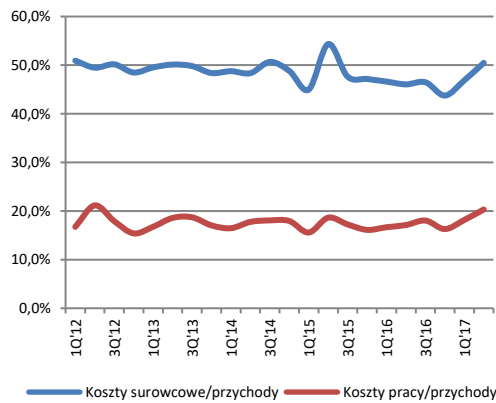
Ujemna dynamika EBITDA trwa już 3 kwartały z rzędu, co nie zdarzało się wcześniej. Do prognoz na 4Q'17 i 1Q'18 podchodzimy ostrożniej, stąd zakładamy, że w tych okresach erozja wyników się utrzyma. Wskazujemy, że spółka jest w okresie przejściowym, przed uruchomieniem własnej fabryki płyt i problemy, które zidentyfikowaliśmy w 2-3Q'17 (rosnące ceny płyt) powinny ustąpić od 2Q'18.

Dynamika EBITDA r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Udział głównych kosztów w przychodach



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

... okres 4Q-1Q jest sezonowo najlepszym w roku pod względem sprzedaży

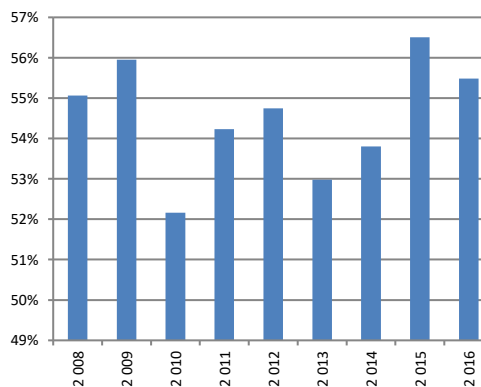
Najlepszym sezonowo kwartałem pod względem sprzedaży jest 4Q, potem 1Q. Rosnące koszty surowców i płacy w nadchodzących kwartałach nie powinny być tak dotkliwie jak w 2-3Q'17.

Sezonowość przychodów ze sprzedaży

	1Q	2Q	3Q	4Q
2008	25,0%	20,8%	24,1%	30,0%
2009	28,0%	20,3%	23,7%	27,9%
2010	23,3%	22,7%	25,1%	28,9%
2011	24,8%	18,6%	27,1%	29,5%
2012	26,2%	20,8%	24,5%	28,5%
2013	23,5%	22,0%	25,0%	29,5%
2014	25,8%	23,2%	23,0%	28,0%
2015	26,8%	20,0%	23,5%	29,7%
2016	27,5%	22,0%	22,5%	28,0%
MEDIANA	25,8%	20,8%	24,1%	28,9%

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

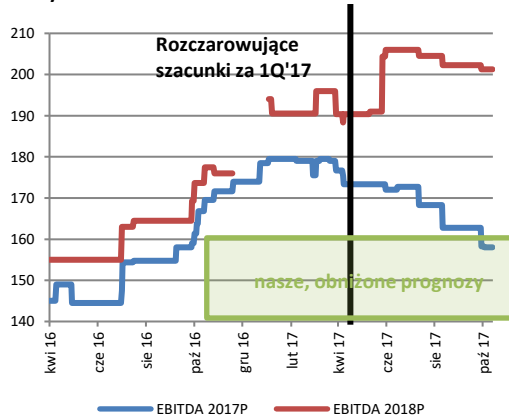
Udział w rocznej sprzedaży kwartałów 1Q i 4Q



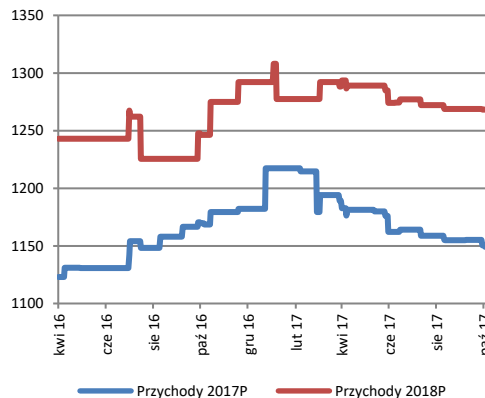
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Obniżony konsensus

Rozczarowujące szacunki wyników najpierw za 1Q'17 (27.04.2017), potem 2Q'17 (31.07) i w końcu 3Q'17 (23.10) systematycznie przyczyniły się do obniżenia konsensusu, szczególnie na 2017 rok. Obecnie kształtuje on się na poziomie ok. 158 mln PLN EBITDA. W swoich zaktualizowanych prognozach przyjmujemy 141 mln PLN na koniec 2017 roku. Liczymy, że prognoza ta nie ma już marginesu dalszej rewizji.

Zmiany konsensusu EBITDA


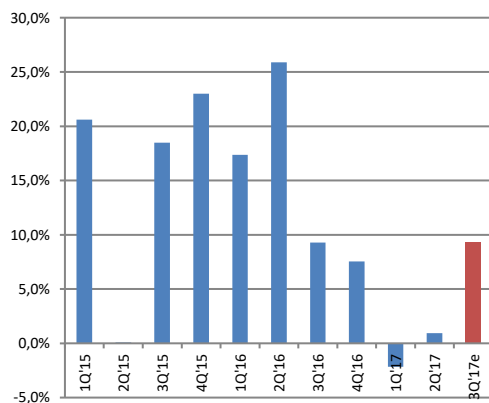
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Zmiany konsensusu przychodów


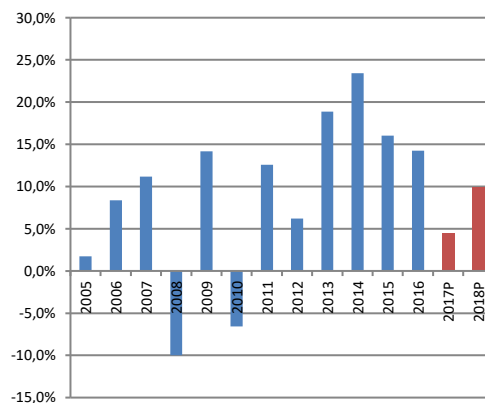
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Powrót dwucyfrowej dynamiki sprzedaży w 3Q'17

Spółka zawiodła w 1H'17 głównie poziomem sprzedaży, która była płaska. W 3Q'17 dynamika powróciła w rejon 10%

Dynamika sprzedaży 1Q'15-3Q'17e [r/r]


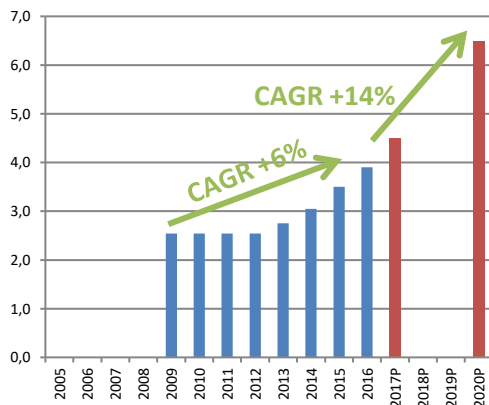
Źródło: BDM S.A., spółka

Dynamika sprzedaży 2005-2018P [r/r]


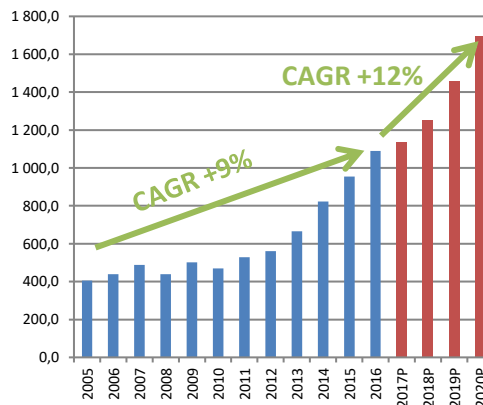
Źródło: BDM S.A., spółka

Jasny plan rozwoju mocy produkcyjnych

Po 4Q'16 zarząd poinformował, że plan na 2017 rok rozwój mocy produkcyjnych do poziomu 4,5 mln szt. mebli wobec 3,9 mln szt. w 2016 roku, co oznacza ok. 15% dynamikę. Po wybudowaniu 5-tej fabryki mebli w 2019/2020 moce produkcyjne mają sięgnąć 6,5 mln szt. mebli (+67% vs '16, CAGR +14%). Do 2020 roku spółka powinna więc utrzymać dwucyfrowe tempo wzrostu sprzedaży i osiągnąć zapowiadane w strategii 400 mln EUR w 2020 roku wobec 250 mln EUR w 2016 roku (CAGR +12%).

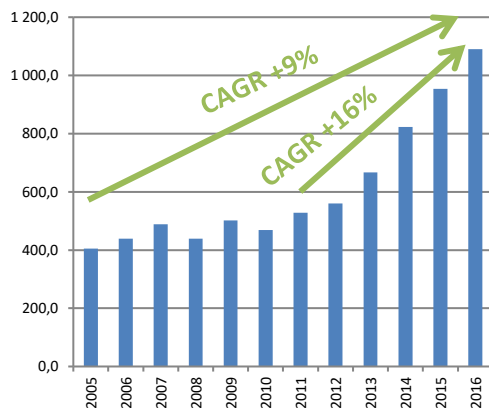
Rozwój mocy produkcyjnych mebli do 2020P [mln szt.]


Źródło: BDM S.A., spółka

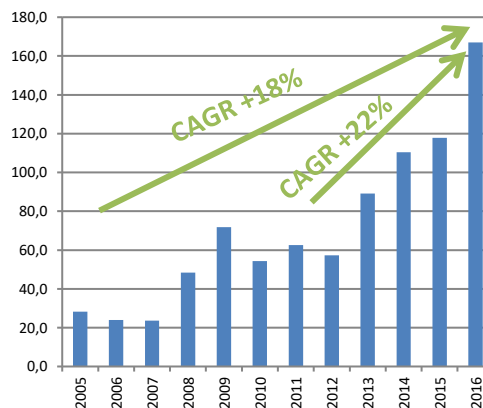
Przychody spółki do 2020P [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

CAGR przychodów w latach 2005-2016 to 9,4%, a EBITDA 17,5%. W latach 2013-2015 spółka rosła w tempie blisko 20% r/r. W okresie 2016-2020 oczekujemy CAGR przychodów ok. 12%, a EBITDA blisko 15% (bez uwzględniania f. płyt ok. 6%).

Przychody 2005-2016 [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA 2005-2016 [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

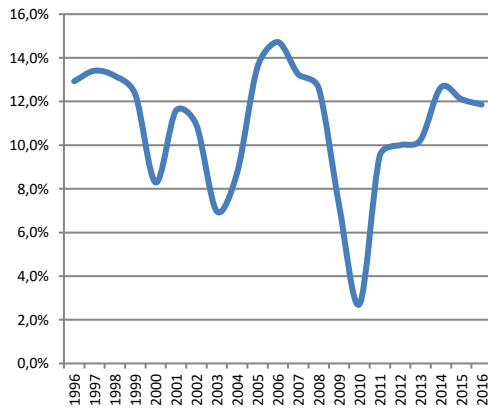
Oczekiwana wysoka rentowność fabryki płyt wiórowych

Na konferencji po 3Q'16 zarząd podał, że wydajność fabryki płyt wiórowych to nie 250 tys. m³, jak komunikował wcześniej, a 400 tys. m³ przy dotychczasowym CAPEX ok. 320 mln PLN. Na konferencji po 2Q'17 z kolei przyznał, że fabryka docelowo będzie dostarczać ponad 500 tys. m³, a CAPEX już przekroczył 345 mln PLN (133 mln PLN w samym 1H'17). Obecnie przyjmujemy, że CAPEX zamknie się w 1Q'18 kwotą ok. 450 mln PLN za projekt. Zarząd na konferencji komunikował ponad 500 mln PLN wraz z magazynami i infrastrukturą.

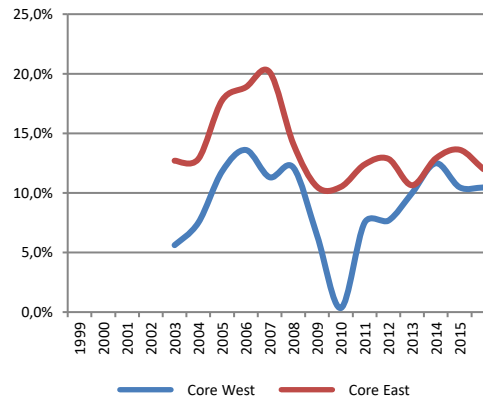
W porównaniu z poprzednim raportem ostrożniej podchodzimy do rozruchu fabryki. Zakładamy, że będzie ona miała relatywnie niewielki wpływ na wyniki spółki (EBITDA rzędu 13 mln PLN). Docelowo podtrzymujemy marżę na projekcie ok. 25% (efektywnie od 2020 roku). Nasze założenie wspiera obecnie rosnący trend na rynku płyty wiórowej.

Biorąc pod uwagę średnią realizowaną marżę w branży producentów płyt wiórowych na poziomie 12-13%, ponoszone koszty SG&A w wysokości 11-17% sprzedaży, które w przypadku Forte będą na minimalnym poziomie, a także dodatkowe, zapowiadane oszczędności dot. efektywności produkcji (określone formatki na własne potrzeby) maksymalna generowana marża projektu mogłaby sięgnąć 23-30% EBITDA (przyjmujemy docelowo 25%).

Przy zmienionych założeniach NPV projektu oceniamy obecnie na 12,7 PLN/akcję spółki przy 13,7 PLN/akcję poprzednio.

Marża EBITDA Pfeiderer


Źródło: BDM S.A., spółki

Marża EBITDA Pfeiderer (Wschów/Zachód)


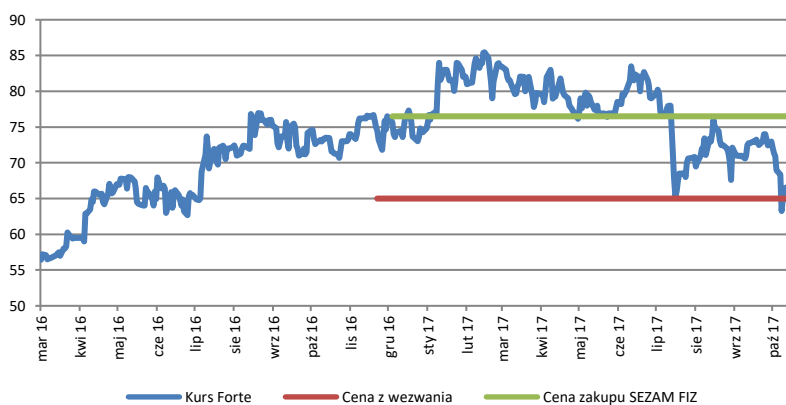
Źródło: BDM S.A., spółki

Wycena poniżej poziomu kupna certyfikatów SEZAM XX FIZ

W grudniu '16 spółka ogłosiła ofertę skupu max 5% akcji własnych po 65 PLN/szt. Zapisy trwały w dniach 12-16.12.2016 i skończyły się niepowodzeniem.

Pod koniec grudnia '16 (27.12.16) Bentham Sp. z o.o. (spółka portfelowa Skarbiec SEZAM XX FIZ) poinformowała o nabyciu 8,58% (2,05 mln akcji) spółki Forte. Transakcje pakietowe sugerowały cenę 76,5 PLN/szt. (20.12.2016). Tym samym w akcjonariacie >5% pojawił się fundusz Skarbiec TFI, a sprzedającym był Metlife OFE.

W sprawozdaniu rocznym za 2016 rok spółka wykazuje kwotę 158,1 mln PLN w innych aktywach finansowych w tym 157,2 mln PLN z tytułu nabycia certyfikatów SEZAM XX FIZ. Na zakup certyfikatów funduszu, którego jedynymi aktywami są akcje Forte, spółka zaciągnęła 145,5 mln PLN kredytu bankowego, który ma być spłacony do końca 2019 roku.

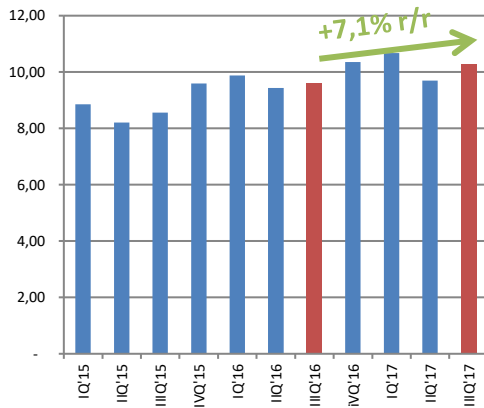
Cena z wezwania i zakupu SEZAM XX FIZ [PLN/szt.]


Obecna wycena akcji znajduje się 16% poniżej ceny po której SEZAM XX FIZ nabywał akcje pod koniec 2016 roku (76,5 PLN/akcję) i jest na poziomie oferty skupu akcji własnych przedstawionej przez spółkę w grudniu '16 (65 PLN/szt.). To ważne, psychologiczne poziomy.

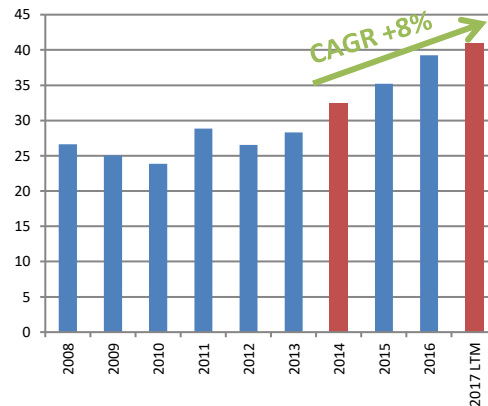
Źródło: BDM S.A., spółka

Bardzo dobre dane o produkcji mebli i z budownictwa mieszkaniowego

W 3Q'17 produkcja sprzedana mebli wzrosła o ponad 7% (+6,7% we wrześniu'17). To 19-szy kwartał z rzędu wzrostu krajowej produkcji często z dwucyfrową dynamiką. Od 2014 roku CAGR produkcji to >8%. Meblarzy napędza eksport i coraz lepsze perspektywy rynku krajowego.

Produkcja sprzedana mebli [mld PLN]


Źródło: BDM S.A., GUS

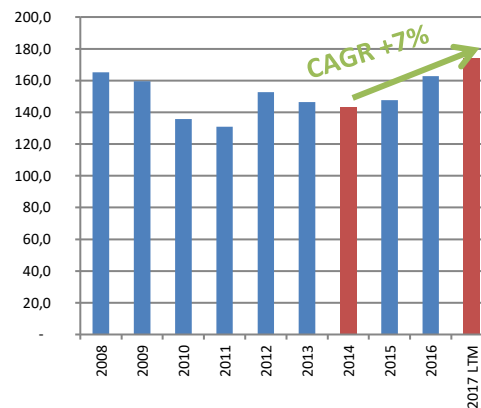
Produkcja sprzedana mebli [mld PLN]


Źródło: BDM S.A., GUS

W 3Q'17 liczba mieszkań oddanych do użytkowania wzrosła aż o 18% r/r. Od 2014 roku średnioroczne tempo wzrostu liczby oddanych mieszkań to >7% CAGR. Szybciej rośnie liczba rozpoczętych budów mieszkań, co powinno się przełożyć na popyt na meble w przyszłości (oddanie po ok. 2 latach). W 3Q'17 wzrosła o 17% r/r, a od 2014 roku średnioroczny wzrost sięga 11% CAGR.

Mieszkania oddane do użytku ogółem [tys. szt.]

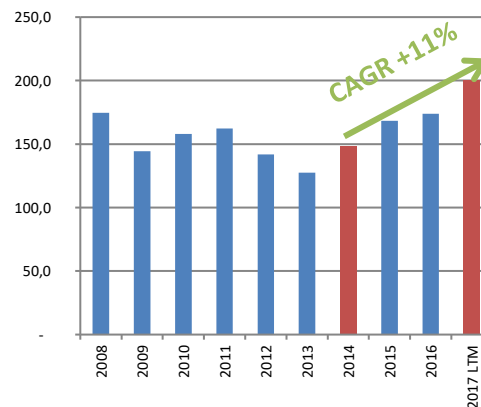

Źródło: BDM S.A., GUS

Mieszkania oddane do użytku ogółem [tys. szt.]


Źródło: BDM S.A., GUS

Rozpoczęte budowy ogółem [tys. szt.]


Źródło: BDM S.A., GUS

Rozpoczęte budowy ogółem [tys. szt.]


Źródło: BDM S.A., GUS

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Spowolnienie gospodarcze w Niemczech i Europie

Głównymi rynkami działalności spółki są Niemcy (ok. 50% sprzedaży) i Polska (ok. 15% sprzedaży), wobec czego głębsze spowolnienie koniunktury w tych krajach może negatywnie odbić się na wynikach spółki.

▪ Nietransparentna polityka informacyjna spółki

Na ostatnich konferencjach po wynikach kwartalnych zarząd przedstawiał informacje nie mające pokrycia w rzeczywistości dotyczących takich fundamentalnych kwestii jak estymowana dynamika sprzedaży czy poziom nakładów inwestycyjnych.

Na przełomie 2016/2017 spółka poza wezwaniem kupiła certyfikaty inwestycyjne SEZAM XX FIZ będące w posiadaniu 2,05 mln akcji Forte.

▪ Kontynuacja trendu słabszych wyników do 1Q'18

W 1H'17 w marże uderzył przede wszystkim wzrost kosztów stałych, a płaska sprzedaż nie była w stanie zneutralizować tego wzrostu. W 3Q'17 mimo ok. 10% r/r wzrostu przychodów marża dalej spadała, co pozwala podejrzewać że wpłynęły na nią inne czynniki, w szczególności obserwowany wzrost cen płyt wiórowych. Spółka jest w okresie przejściowym. W 1Q'18 uruchamia swoją fabrykę więc obecni dostawcy mogą ten czas jeszcze wykorzystać, co negatywnie wpłynie na wyniki 4Q'17 i 1Q'18.

▪ Wzrost kosztów pracy

Koszty pracy stanowią ok. 20% ogółu kosztów w spółce. W latach 2006-2016 średnie wynagrodzenie w spółce rosło przeciętnie o ponad 8% przy ok. 5% wzroście średnio w gospodarce. Przeciętne wynagrodzenie wciąż jednak znajduje się poniżej średniej krajowej (3,7k PLN/msc vs >4k PLN/msc w gospodarce) i zdecydowanie mniej niż np. w Grajewie czy Paged, co rodzi ryzyko dalszego wzrostu (zakładamy +5% długoterminowo).

W latach 2014-2016 wzrost zatrudnienia w relacji do wolumenu sprzedanych mebli był liniowy. Zarząd spółki nie oczekuje, aby tak było, podobnie jak my w swoich prognozach (80%).

▪ Program inwestycyjny może nie dać zakładanego wzrostu wyników

Projekt fabryki płyt wiórowych przy znanych nam parametrach (ok. 500 tys. m³ płyty wiórowej surowej przy 450 mln PLN CAPEX do 1Q'18) osiąga pozytywne NPV przy marży EBITDA ok. 15% (poprzednio 13%). Taką rentowność prezentują producenci płyt jak Pfeleiderer czy Egger. Zarząd spółki wielokrotnie przekonywał o wyższej rentowności (m.in. brak kosztów sprzedaży, duża efektywność). Przy marży EBITDA 25% NPV projektu przekracza 300 mln PLN czyli blisko 13 PLN/akcję Forte. Istnieje duże ryzyko niezrealizowania tych celów.

▪ Wzrost rabatów dla klientów

W 2016 roku rabaty dla klientów wzrosły do 2,8% sprzedaży z 1,9% rok wcześniej. W latach 2012-2014 rabaty kształtowały się na poziomie ok. 1,5%. Zarząd nie spodziewa się dalszego istotnego wzrostu rabatów.

▪ Wzrost kosztów sprzedaży i zarządu

W latach 2013-2015 koszty sprzedaży rosły w tempie 20% rocznie (penetracja nowych rynków). W 2016 roku znacząco (+40% r/r) wzrosły koszty zarządu. Udział kosztów SG&A w przychodach przekracza już 25%. Istnieje ryzyko dalszego wzrostu (programy wspierające zatrudnienie).

▪ Umocnienie złotówki

Forte jest eksporterem dlatego każde umocnienie złotówki do euro o 10 groszy to utrata ok. 6 mln PLN marży w skali roku. Spółka stara się zabezpieczać praktycznie całą ekspozycję walutową na dwa/trzy lata do przodu. Na lata 2017-2020 spółka ma zabezpieczoną ekspozycję w korytarzu 4,31-4,98 EUR/PLN. W kolejnych latach konserwatywnie nie zakładamy polityki zabezpieczającej, co może mieć negatywny wpływ na wyniki w przypadku umocnienia złotówki.

WYCENA DCF

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

Zmiany głównych założeń w modelu:

- Nasze założenia odnośnie rozbudowy mocy produkcyjnych mebli nie uległy zmianom. Docelowo w 2020/2021 roku po wybudowaniu 5-tej fabryki mebli przyjmujemy maksymalne 6,5 mln szt. tak jak komunikował zarząd (13 mln paczek);
- Obecne wykorzystanie mocy produkcyjnych jest dużo niższe niż oczekiwaliśmy. Szacujemy, że w 2017 roku średnio kształtuje się na poziomie 88% vs 95% w '16. Zarząd sygnalizował, że rozbudowa potencjału produkcyjnego miała miejsce w 2H'17 (+15% vs '16);
- Ostrożniej podchodzimy do fabryki płyt wiórowych. Spodziewamy się wolniejszego startu produkcji;
- W 2018 roku oczekujemy ok. 220 tys. m³ płyty (docelowo od '10 500 tys.) na marży średnio 10% (docelowo od '20 25%). Przyjmujemy CAPEX brutto na poziomie 450 mln PLN vs 320 mln PLN poprzednio komunikowanych przez zarząd. Tym samym NPV projektu jest o ok. 1 PLN/akcję niższe niż w poprzednim raporcie (12,7 PLN/akcję);
- Zaktualizowaliśmy ceny kluczowych surowców. Podwyższyliśmy ceny płyt drewnopochodnych. Podwyższyliśmy kartonów, chemii i okuć. Łączny wpływ zmian miał negatywne przełożenie na marżę;
- W 2016 roku średnia pensja w Forte wzrosła o 5,4%. W 2017-2018 spodziewamy się większej presji na wynagrodzenia (10% vs 5% poprzednio). Długoterminowo oczekujemy wzrostu pensji rzędu 5% r/r (bez zmian);
- Uwzględniliśmy łącznie 10 mln PLN kosztów lotniska w Suwałkach (koszty bieżące): 2 mln PLN w 4Q'17 i 8 mln PLN w 2018 roku (zgodnie z zapowiedziami zarządu po 2Q'17);
- W 2016 roku CAPEX wyniósł 240/260 mln PLN, z czego aż 211 mln PLN stanowiła fabryka płyt. Zarząd na 2017 rok zaplanował ponad 200 mln PLN wydatków (oczekujemy blisko 300 mln PLN). Po 1H'17 CAPEX wyniósł 134 mln PLN;
- Ostrożniej podchodzimy do spółki JV w Chennai. W styczniu'17 spółka zawiązała spółkę JV z indyjskim producentem mebli IFPL z grupy Adventz w Chennai. Wartość inwestycji to 2 mln EUR. IFPL posiada fabrykę, Forte daje konw-how. Zarząd w 2017 roku (od kwietnia'17) szacuje potencjał sprzedażowy na ok. 20 mln EUR bez większego udziału w marży (wycena metodą praw własności).
- Uwzględniamy wszystkie transakcje opcyjnie zabezpieczające kurs EUR/PLN, o których spółka poinformowała w RB (90-120 mln EUR rocznie). Na lata 2017-2020 spółka ma zabezpieczoną ekspozycję w korytarzu 4,31-4,98 EUR/PLN;
- W związku z dużym programem inwestycyjnym do 2021 roku oczekujemy mniejszej dywidendy w wysokości 0,3-3,8% DY (bez zmian);
- W związku z dużym programem inwestycyjnym i obniżonymi prognozami zysków oczekujemy szczytu zadłużenia spółki w okolicach 4Q'17/1Q'18 na poziomie <4,0x EBITDA;

Ponadto:

- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 2% (bez zmian);
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 6 listopada 2017 roku;
- Z długu netto zdejmujemy 2,05 mln akcji Forte, będących w posiadaniu SEZAM XX FIZ, po bieżącej cenie rynkowej;
- Przyjmujemy maksymalną liczbę możliwych akcji wynikających z programu motywacyjnego 24,138 mln szt. wobec obecnie zarejestrowanych 23,901 mln szt.;

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,97 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 83,1 PLN.

Model DCF

	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 090,3	1 138,9	1 252,2	1 468,3	1 702,7	1 746,6	1 799,3	1 853,7	1 909,7	1 967,3	2 026,7
EBIT [mln PLN]	144,4	115,5	120,2	172,1	246,8	254,2	260,0	265,1	269,3	272,9	275,7
Stopa podatkowa	20,7%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	29,9	21,9	22,8	32,7	46,9	48,3	49,4	50,4	51,2	51,9	52,4
NOPLAT [mln PLN]	114,5	93,6	97,3	139,4	199,9	205,9	210,6	214,7	218,1	221,1	223,3
Amortyzacja [mln PLN]	22,7	25,8	43,0	43,4	41,2	39,1	37,2	35,6	34,2	33,0	31,9
CAPEX* [mln PLN]	-240,8	-291,1	-87,0	-44,9	-43,0	-40,1	-38,6	-37,0	-35,3	-33,4	-31,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	55,9	-37,8	-24,0	-45,8	-49,6	-9,3	-11,2	-11,5	-11,9	-12,2	-12,6
FCF [mln PLN]	-47,7	-209,5	29,3	92,1	148,5	195,6	198,0	201,8	205,2	208,4	210,8
DFCF [mln PLN]		-207,1	27,0	78,8	117,4	142,7	132,8	124,1	115,8	107,9	100,1
Suma DFCF [mln PLN]		739,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	3 071,3										
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 458,8										
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 198,2										
Dług netto** [mln PLN]		191,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	2 007,1										
Ilość akcji [mln szt.]		24,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		83,1									

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

Przychody zmiana r/r	4,5%	9,9%	17,3%	16,0%	2,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EBIT zmiana r/r	-20,0%	4,0%	43,2%	43,4%	3,0%	2,3%	1,9%	1,6%	1,4%	1,0%
FCF zmiana r/r	-	-	214,1%	61,2%	31,8%	1,2%	1,9%	1,7%	1,6%	1,1%
Marża EBITDA	12,4%	13,0%	14,7%	16,9%	16,8%	16,5%	16,2%	15,9%	15,5%	15,2%
Marża EBIT	10,1%	9,6%	11,7%	14,5%	14,6%	14,4%	14,3%	14,1%	13,9%	13,6%
Marża NOPLAT	8,2%	7,8%	9,5%	11,7%	11,8%	11,7%	11,6%	11,4%	11,2%	11,0%
CAPEX / Przychody	25,6%	6,9%	3,1%	2,5%	2,3%	2,1%	2,0%	1,8%	1,7%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	1130,2%	202,3%	103,4%	104,4%	102,6%	103,8%	104,0%	103,1%	101,2%	99,7%
Zmiana KO / Przychody	3,3%	1,9%	3,1%	2,9%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	77,8%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%

Źródło: BDM S.A. *- netto, po uwzględnieniu dotacji 57,1 mln PLN. **- po pomniejszeniu o bieżącą wartość 2,05 mln akcji Forte (133 mln PLN- SEZAM XX FIZ).

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	61,1%	63,6%	71,4%	80,3%	87,9%	95,3%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	38,9%	36,4%	28,6%	19,7%	12,1%	4,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,2%	7,3%	7,7%	8,1%	8,5%	8,8%	9,0%	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	68,2	73,2	79,3	87,2	97,4	111,4	131,5	163,2	220,2
	0,8	63,8	68,2	73,6	80,3	88,9	100,4	116,5	140,6	180,8
	0,9	59,9	63,7	68,4	74,2	81,5	91,1	104,2	123,0	152,7
	1,0	56,2	59,7	63,8	68,8	75,1	83,1	93,9	109,0	131,6
	1,1	52,9	56,0	59,6	64,0	69,4	76,3	85,2	97,5	115,2
	1,2	49,9	52,6	55,8	59,6	64,3	70,2	77,8	87,9	102,0
	1,3	47,0	49,5	52,3	55,7	59,8	64,9	71,3	79,8	91,2

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Premia za ryzyko	3,0%	72,9	78,7	85,8	95,0	107,3	124,5	150,3	193,3	279,2
	4,0%	63,8	68,2	73,6	80,3	88,9	100,4	116,5	140,6	180,8
	5,0%	56,2	59,7	63,8	68,8	75,1	83,1	93,9	109,0	131,6
	6,0%	49,9	52,6	55,8	59,6	64,3	70,2	77,8	87,9	102,0
	7,0%	44,4	46,6	49,1	52,2	55,8	60,2	65,7	72,8	82,2
	8,0%	39,7	41,5	43,5	45,9	48,8	52,1	56,3	61,5	68,1
	9,0%	35,6	37,1	38,8	40,7	42,9	45,6	48,7	52,6	57,5

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%	156,3	144,3	133,8	124,5	116,3	109,0	102,4	96,5	91,1
	4,0%	130,5	118,9	109,0	100,4	92,8	86,2	80,3	75,0	70,2
	5,0%	111,4	100,4	91,1	83,1	76,3	70,2	64,9	60,2	55,9
	6,0%	96,5	86,2	77,6	70,2	63,9	58,4	53,6	49,4	45,6
	7,0%	84,6	75,0	67,0	60,2	54,4	49,4	45,0	41,1	37,7
	8,0%	75,0	65,9	58,4	52,1	46,8	42,2	38,1	34,6	31,5
	9,0%	67,0	58,4	51,4	45,6	40,6	36,3	32,6	29,4	26,5

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-2020 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 6 listopada 2017 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 50% (poprzednio 20%).

Porównując wyniki Forte ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,3 mld PLN, co odpowiada 52,8 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 63 PLN (bieżąca cena rynkowa) Forte handlowane jest z istotną premią dla EV/EBITDA.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
BETER BED HOLDING	13,6	12,4	14,0	6,7	6,1	6,0	9,0	8,2	7,5
HERMAN MILLER	12,7	11,4	10,3	6,4	5,3	4,7	7,8	6,6	5,8
ETHAN ALLEN INTERIORS	15,5	13,6	12,0	7,1	6,6	5,9	7,2	6,5	5,8
DOREL INDUSTRIES	12,9	11,7	0,0	6,9	6,6	0,0	9,3	8,7	0,0
NOBIA	12,8	12,0	10,1	7,8	7,2	6,6	9,2	8,2	7,6
HOWDEN JOINERY GROUP	15,8	14,7	14,4	9,9	9,0	8,3	11,1	10,1	9,6
STEINHOFF INTERNATIONAL	9,4	8,5	7,6	8,0	7,1	6,2	9,5	8,5	7,0
PFLEIDERER	12,7	8,5	8,1	5,3	4,3	4,2	10,0	7,2	6,8
Mediana	12,8	11,9	10,3	7,0	6,6	6,0	9,2	8,2	7,0
FORTE*	18,2	11,6	7,8	12,4	9,0	6,3	16,9	11,3	7,4
Premia/dyskonto do spółki	41,6%	-2,3%	-24,6%	77,9%	37,7%	5,6%	82,6%	38,3%	5,1%
Wycena wg wskaźnika	44,5	64,5	83,6	31,4	46,2	64,3	30,1	46,0	64,7
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		64,2			47,3			46,9	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		52,8							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 03.11.2017. *- w oparciu o dług netto skorygowany o aktywa SEZAM XX FIZ (2,05 mln akcji Forte).

SZACUNKI 3Q'17 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

RB z 23.10.2017 spółka opublikowała szacunkowe wyniki za 3Q'17. Okazały się one słabsze od naszych oczekiwań o ok. 30% na poziomie EBIT i 24% EBITDA mimo zgodnych z prognozami przychodów ze sprzedaży.

Płaska dynamika sprzedaży była problemem w 1H'17. Przy rosnących kosztach stałych (gł. wynagrodzenia) w tempie 10-20% r/r i inflacji surowcowej (+11% w 2Q'17) spowodowało to dużą erozję marży. Rentowność EBITDA była 29% r/r niższa, a marża spadła <10% w 2Q'17, co było poziomem najniższym od 2Q'15.

W 3Q'17 szacujemy, że EBITDA spadła o ok. 22% r/r, a rentowność ukształtowała się na poziomie 11,2% (sezonowo lepszy kwartał). Sprzedaż wzrosła o blisko 10%, w tym wolumen wzrósł o ok. 12% r/r (ujemna kontrybucja cen sprzedaży i kursu EUR/PLN).

Uważamy, że na porównywalny q/q spadek EBITDA w 3Q'17 mimo blisko 10% r/r wzrostu sprzedaży miały wpływ dodatkowo inne czynniki niż wspomniane koszty stałe. Być może to efekt silniejszego wzrostu cen surowców (gł. płyt wiórowych), które przeszkadzały już marży w 2Q'17. Odpowiedź na to pytanie poznamy w momencie publikacji pełnego sprawozdania finansowego dn. 29.11.2017.

Spółka jest w okresie przejściowym. W styczniu uruchamia swoją fabrykę płyt wiórowych, która od 2H'18 powinna mieć już istotny wpływ na wyniki spółki. Do tego czasu dostawcy płyt wiórowych mogą wykorzystać swoją dominującą pozycję. Tym samym wyniki przynajmniej 4Q'17 i 1Q'18 mogą być dalej pod presją rosnących kosztów surowcowych.

Szacunkowe dane finansowe 3Q'17 [mln PLN]

	3Q'16	3Q'17 szac.	zmiana r/r	3Q'17P BDM	różnica	1-3Q'16	1-3Q'17 szac.	zmiana r/r
Przychody	245,0	268	9,4%	268,5	-0,2%	785,5	804,3	2,4%
EBIT	32,6	23	-29,6%	32,7	-29,6%	103,6	80,7	-22,1%
EBITDA szac BDM*	38,3	29,9	-21,8%	39,6	-24,4%	120,4	100,1	-16,9%
Marża EBIT	13,3%	8,6%		12,2%		13,2%	10,0%	
Marża EBITDA szac BDM*	15,6%	11,2%		14,7%		15,3%	12,4%	

Źródło: BDM S.A., spółka. *- z szacunkowych danych spółka podaje tylko przychody i EBIT

Wybrane dane finansowe 1Q'16-4Q'18P [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17E	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017P	2018P
Przychody	300,1	240,3	245,0	304,8	293,7	242,6	267,9	334,7	326,9	265,9	295,9	363,5	1 090,3	1 138,9	1 252,2
Wynik brutto na sprzedaży	120,5	88,6	93,0	124,7	114,9	87,0	94,1	134,7	111,7	97,6	107,9	149,5	426,9	430,7	466,6
EBITDA	48,8	33,3	38,3	46,7	46,5	23,7	29,8	41,3	40,4	31,7	39,3	51,8	167,1	141,3	163,2
EBIT	43,3	27,7	32,6	40,8	40,4	17,3	23,2	34,6	29,6	21,0	28,5	41,1	144,4	115,5	120,2
Wynik brutto	42,5	26,2	34,7	35,8	38,6	18,0	19,4	30,8	24,9	16,3	24,5	37,0	139,2	106,8	102,8
Wynik netto	34,2	19,8	28,3	28,1	31,3	14,4	15,7	25,0	20,2	13,2	19,8	30,0	110,4	86,3	83,2
Marża zysku brutto ze sprzedaży	40,2%	36,9%	38,0%	40,9%	39,1%	35,9%	35,1%	40,2%	34,2%	36,7%	36,5%	41,1%	39,2%	37,8%	37,3%
Marża EBITDA	16,3%	13,9%	15,6%	15,3%	15,8%	9,8%	11,1%	12,3%	12,4%	11,9%	13,3%	14,3%	15,3%	12,4%	13,0%
Marża EBIT	14,4%	11,5%	13,3%	13,4%	13,7%	7,1%	8,7%	10,3%	9,1%	7,9%	9,6%	11,3%	13,2%	10,1%	9,6%
Marża zysku netto	11,4%	8,2%	11,6%	9,2%	10,7%	5,9%	5,9%	7,5%	6,2%	5,0%	6,7%	8,3%	10,1%	7,6%	6,6%
<i>Zmiana r/r</i>															
Przychody	17,3%	25,9%	9,3%	7,5%	-2,2%	0,9%	9,3%	9,8%	11,3%	9,6%	10,5%	8,6%	14,3%	4,5%	9,9%
Wynik brutto na sprzedaży	28,2%	35,6%	16,4%	16,8%	-4,7%	-1,8%	1,2%	8,0%	-2,8%	12,1%	14,6%	11,0%	23,4%	0,9%	8,3%
EBITDA	31,5%	82,1%	43,0%	30,8%	-4,8%	-29,0%	-22,0%	-11,6%	-13,2%	34,2%	31,5%	25,6%	41,8%	-15,5%	15,5%
EBIT	33,3%	103,4%	49,3%	35,0%	-6,7%	-37,5%	-28,9%	-15,1%	-26,6%	21,4%	22,8%	18,5%	47,1%	-20,0%	4,0%
Wynik brutto	34,5%	71,5%	56,3%	20,3%	-9,2%	-31,4%	-44,1%	-14,0%	-35,4%	-9,4%	26,3%	20,2%	40,9%	-23,3%	-3,8%
Wynik netto	36,2%	65,2%	21,1%	17,4%	-8,4%	-27,6%	-44,6%	-11,1%	-35,4%	-8,0%	26,3%	20,2%	30,8%	-21,8%	-3,5%

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.

Pierwotnym celem spółki była sprzedaż w wysokości 250 mln EUR w 2016/2017, co udało się zrealizować na wysokiej marży EBITDA 15,3% (założenie w strategii >13%). Celem strategicznym do roku 2021 roku są przychody ze sprzedaży rzędu 400 mln EUR z marżą EBITDA >13% (publikacja strategii po 3Q'15).

Podsumowanie ostatnich konferencji z zarządem

Konferencja po 4Q'16	Konferencja po 1Q'17	Konferencja po 2Q'17
<ul style="list-style-type: none"> - sprzedali 3,9 mln szt. mebli w 2016 roku; - spółka widzi szansę dalszego rozwoju nawet do 500-600 mln EUR w Europie (pierwotnie 300, potem 400 mln EUR); - potencjał sprzedaży spółki JV w Chennai to 20 mln EUR, spółka konsolidowana MPW; - dzięki dotychczasowym inwestycjom zwiększyli moce produkcyjne z 3,9 do 4,5 mln szt. (+15% r/r); - podtrzymanie planu rozwoju 2016-2021; - CAPEX w '17 >200 mln PLN; - fabryka płyt ma być bardziej rentowna niż konkurencji (dostosowana do potrzeb, brak kosztów sprzedaży etc); 	<ul style="list-style-type: none"> - spadek sprzedaży w 1Q'17 wynikał z twardych negocjacji z odbiorcami. W 2Q'17 wzrosty sprzedaży powróciły; - spółka dostrzega wzrost cen płyty wiórowej, ale ma długoterminowy kontrakt indeksowany o ceny surowców; - szczytu zadłużenia spółka oczekuje w 1Q'18 i nie powinno ono przekroczyć 3,5x EBITDA; - produkcja płyt ma ruszyć w 1Q'18, a rozruch ma potrwać 3 miesiące; 	<ul style="list-style-type: none"> - zamówienia w 3Q'17 już z dwucyfrową dynamiką wzrostu; - 15.02.2018 to oficjalne otwarcie fabryki płyt; - w '18 spółka wyprodukuje ok. 400 tys. m3 płyty czyli pokryje praktycznie pełne zapotrzebowanie; - docelowo produkcja płyty sięgnie ponad 500 tys. m3 rocznie; - CAPEX fabryki płyt to ponad 500 mln PLN (łącznie z 20 tys. m2 magazynem); - spółka ma już zainstalowaną linię do laminowania, co pozytywnie wpłynie na marże w 2H'17; - koszty lotniska w Suwałkach: 2 mln PLN w kosztach bieżących '17, reszta (8 mln PLN) w '18; - spółka JV w Chennai: trudny rynek, w 3 lata dojdą do zakładanej sprzedaży, break even w '18; - zarząd podtrzymał plan rozwoju mocy produkcyjnych do 2021 roku (cel 400 mln EUR sprzedaży, 13% marży EBITDA, 700 mln PLN nakładów inwestycyjnych);

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 (**kwota 700 mln PLN na kolejnych konferencjach**). 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 (**obecnie zarząd mówi o 700 mln PLN z czego ok. 500 mln PLN na fabrykę płyt i magazyn**);
- szczyt inwestycji to 2017 rok;
- spółka zamierza finansować się długiem, który nie przekroczy wartości 3,5-4,0x EBITDA (**szczyt 1Q'18**);
- spółka będzie się starała utrzymać politykę dywidendową;
- w ramach rozbudowy logistyki powstanie magazyn w Niemczech (Bad Salzflen) o powierzchni 3,5 tys. m³ (CAPEX 13 mln PLN, koniec września'16);
- do 2021 roku spółka zatrudni 900-1000 osób, głównie do fabryki płyt wiórowych i mebli;
- 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 (**obecnie 1Q'18**);
- budowa zakładu meblowego w Suwałkach ma rozpocząć się w 2017/2018 i zakończyć pod koniec 2018 roku;

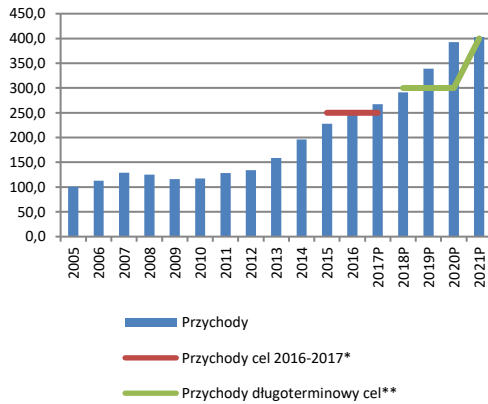
Na kolejnych konferencjach spółka podtrzymała główne cele strategiczne wskazując na:

- wzrost potencjału produkcyjnego w 2021 roku do 12 mln paczek (poprzednio ok. 13 mln paczek) z 7,5 mln na koniec 2015 (2Q'16);
- CAPEX rzędu 700 mln PLN (poprzednio 600 mln PLN) łącznie z nakładami odtworzeniowymi (2Q'16);
- **moce produkcyjne fabryki płyt to ponad 500 tys. m³ vs 400 tys. m³ (3Q'16) i 250 tys. m³ komunikowanych wcześniej (3Q'15)**;
- szczyt inwestycji to prawdopodobnie 2016 rok (**obecnie 2017 rok**);
- zarząd widzi potencjał rozwoju w Europie do 500-600 mln EUR (poprzednio 400 mln EUR);

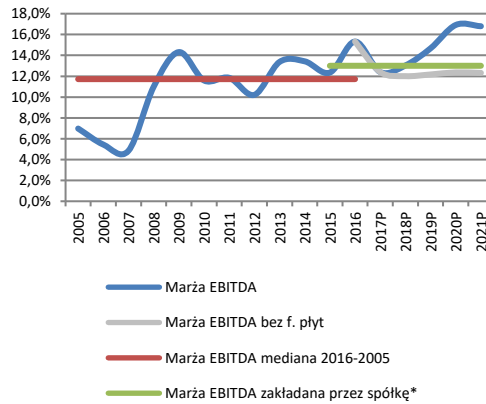
Strategia vs założenia BDM

Nasze założenia są generalnie spójne ze strategią zarządu z wyjątkiem oczekiwanej rentowności, której oczekujemy obecnie ok. 12% (11% długoterminowo) w segmencie meblowym i docelowo 25% w produkcji płyt wiórowych (w 2016 roku spółka osiągnęła m. EBITDA >15% vs >13% w strategii).

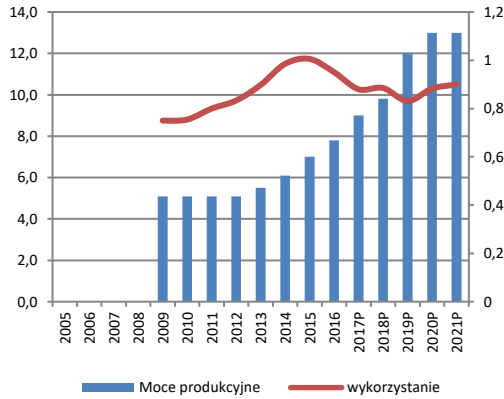
W 2021 roku, po rozbudowie mocy produkcyjnych, zakładamy ponad 400 mln EUR przychodów, a zapewnić to mają moce produkcyjne w wysokości ok. 13 mln paczek (6,5 mln szt.). W tym okresie szacujemy, że spółka utrzyma marżę EBITDA ok. 12% z działalności meblowej (mediana historyczna <12%, cel w strategii >13%), a wzrost marży w rejonie 16-17% będzie wynikał z fabryki płyt wiórowych (ok. 80 mln PLN efektów przy zakładanej marży 25%).

Przychody- cele strategiczne a prognoza BDM [mln EUR]


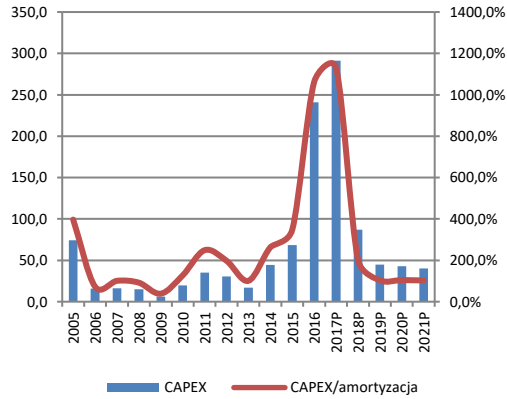
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA- cele strategiczne a prognoza BDM


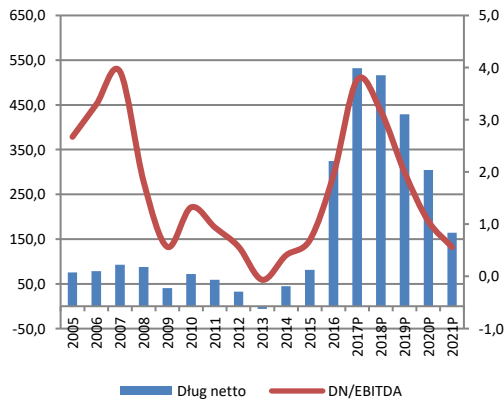
Źródło: BDM S.A., spółka

Rozwój mocy produkcyjnych i ich wykorzystanie


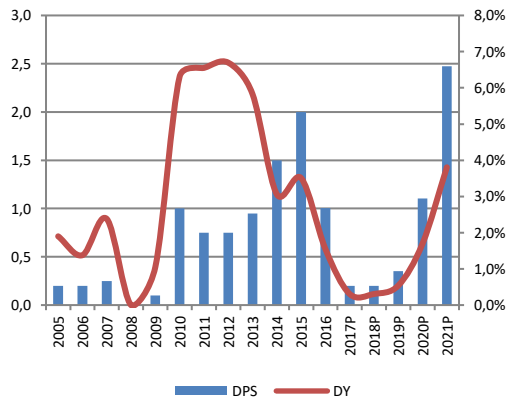
Źródło: BDM S.A., spółka. LS- moce produkcyjne [mln paczek mebli], PS- wykorzystanie

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


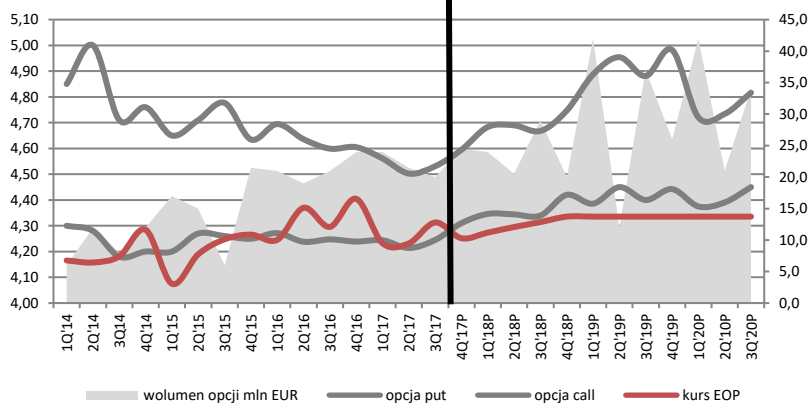
Źródło: BDM S.A., spółka. LS- dywidenda/akcję. PS- stopa dywidendy.

POLITYKA ZABEZPIECZEŃ-AKTUALIZACJA

Spółka poniżej 20% sprzedaży realizuje w kraju. Reszta przychodów jest głównie w euro, a większość kosztów w złotychkach. Długa pozycja netto w euro to 60-80 mln EUR (każde 10 gr umocnienia złotówki to 6-8 mln PLN utraty marży w skali roku- wg informacji zarządu po 1H'16). Całą ekspozycję spółka stara się zabezpieczyć zerokosztowymi opcjami walutowymi na 2-3 lata w przód (obecnie do 3Q'2020). W momencie rozliczenia instrumentów gdy kurs walutowy jest poza określonym korytarzem, rozliczenie opcji koryguje przychody.

Prognozowany kurs EUR/PLN w okolicach 4,2-4,3 (krzywa forward) mieści się poniżej korytarza opcyjnego, przez co spółka skorzysta z zabezpieczeń w najbliższych kwartałach. W kolejnych latach (po 2020 roku) nie zakładamy dalszych transakcji zabezpieczających, co jest założeniem konserwatywnym.

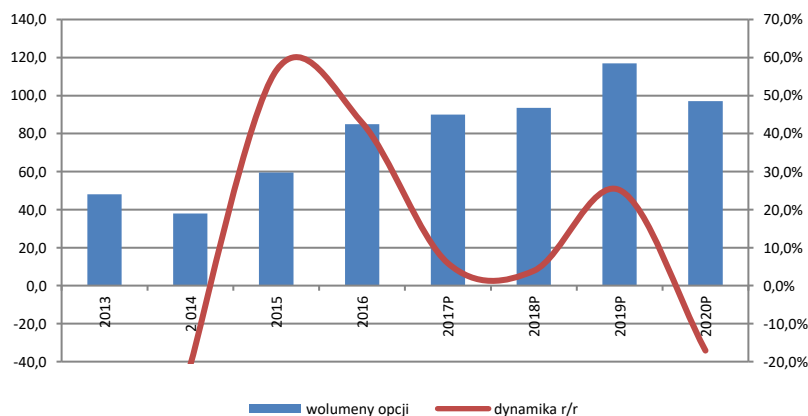
Kursy rozliczeniowe i wolumeny opcji walutowych



Na lata 2017-2020 spółka ma zabezpieczoną ekspozycję w korytarzu 4,31-4,98 EUR/PLN.

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

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



Wolumeny opcji na lata 2017-2020 sięgają 90-120 mln EUR rocznie.

Źródło: BDM S.A., Spółka

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2017-2019

Na lata 2017-2019 obniżyliśmy prognozy EBITDA spółki o 25-35%. Zmiany te wynikały głównie z rozczarowujących wyników 1-3Q'17 (-17% vs oczek.), będących pokłosiem słabszej sprzedaży w 1H'17 i wyższych kosztów stałych i surowców (gł. płyt wiórowych), a także obniżeniem perspektyw dla segmentu meblowego (oczek. marża EBITDA ok. 12% w '17-'19 vs ok. 15% poprzednio) i uwzględnieniem zmian parametrów i opóźnień (ostrożniejsze podejście do rozruchu technologicznego) w realizacji fabryki płyt wiórowych. Uwzględniliśmy też łącznie 10 mln PLN kosztów w związku z budową lotniska w Suwałkach (2 mln PLN w 4Q'17 i 8 mln PLN w '18), o czym informował zarząd na konferencji po 2Q'17. Silniejsza korekta wyniku netto to efekt ujemnej kontrybucji spółki JV z Adventz w '17 (break even w '18).

Liczmy, że zaktualizowane prognozy nie mają już marginesu na dalszą obniżkę.

Zmiany w prognozach na lata 2017-2019 [mln PLN]

	2017P			2018P			2019P		
	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana
Przychody	1 212,1	1 138,9	-6,0%	1 354,2	1 252,2	-7,5%	1 502,6	1 468,3	-2,3%
Wynik brutto na sprzedaży	478,1	430,7	-9,9%	568,0	466,6	-17,9%	630,4	711,4	12,8%
EBITDA	187,7	141,3	-24,7%	251,9	163,2	-35,2%	281,7	215,5	-23,5%
EBIT	161,3	115,5	-28,4%	220,0	120,2	-45,4%	249,8	172,1	-31,1%
Wynik netto	122,5	86,3	-29,6%	171,6	83,2	-51,5%	199,4	131,2	-34,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	39,4%	37,8%		41,9%	37,3%		42,0%	48,4%	
Marża EBITDA	15,5%	12,4%		18,6%	13,0%		18,7%	14,7%	
Marża EBIT	13,3%	10,1%		16,2%	9,6%		16,6%	11,7%	
Marża zysku netto	10,1%	7,6%		12,7%	6,6%		13,3%	8,9%	

Źródło: BDM, szacunki własne. *- prognozy z dnia 21.04.2017

Główne założenia w modelu

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Zmiana cen mebli w EUR	-1,8%	5,6%	-0,5%	-0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Wolumen mebli mln paczek	7,0	7,4	7,9	8,7	10,0	11,5	11,7	11,9	12,2	12,4	12,7	12,9
zmiana r/r	17,1%	5,3%	6,8%	9,5%	15,0%	15,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
wykorzystanie mocy	100,4%	94,9%	87,9%	88,4%	83,0%	88,2%	89,9%	91,7%	93,5%	95,4%	97,3%	99,3%
Wolumen płyt wiórowych tys. m ³	-	-	-	220	400	500	500	500	500	500	500	500
Kurs EUR/PLN	4,18	4,36	4,26	4,30	4,34	4,34	4,34	4,34	4,34	4,34	4,34	4,34
Zmiana cen płyt wiórowych w EUR	-2,5%	-2,5%	-1,1%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zmiana cen okuć w EUR	-25,5%	3,2%	13,3%	-3,7%	-1,5%	-0,5%	0,0%	1,4%	1,6%	1,6%	1,0%	1,0%
Wzrost wynagrodzeń	-3,5%	5,4%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<i>mln PLN</i>												
Przychody	954,3	1 090,3	1 138,9	1 252,2	1 468,3	1 702,7	1 746,6	1 799,3	1 853,7	1 909,7	1 967,3	2 026,7
zmiana r/r	16,0%	14,3%	4,5%	9,9%	17,3%	16,0%	2,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Zysk brutto na sprzedaży	346,0	426,9	430,7	466,6	561,2	690,8	711,4	732,4	753,2	773,8	794,3	814,6
zmiana r/r	16,1%	23,4%	0,9%	8,3%	20,3%	23,1%	3,0%	3,0%	2,8%	2,7%	2,7%	2,5%
marża	36,3%	39,2%	37,8%	37,3%	38,2%	40,6%	40,7%	40,7%	40,6%	40,5%	40,4%	40,2%
EBITDA	117,8	167,1	141,3	163,2	215,5	288,0	293,3	297,2	300,7	303,5	305,9	307,6
zmiana r/r	6,7%	41,8%	-15,5%	15,5%	32,0%	33,7%	1,8%	1,3%	1,2%	0,9%	0,8%	0,5%
marża	12,3%	15,3%	12,4%	13,0%	14,7%	16,9%	16,8%	16,5%	16,2%	15,9%	15,5%	15,2%
EBITDA meble	117,8	167,1	141,3	150,3	178,7	210,6	215,1	218,2	220,9	222,9	224,5	225,3
zmiana r/r	6,7%	41,8%	-15,5%	6,4%	18,8%	17,9%	2,2%	1,5%	1,2%	0,9%	0,7%	0,4%
marża	12,3%	15,3%	12,4%	12,0%	12,2%	12,4%	12,3%	12,1%	11,9%	11,7%	11,4%	11,1%
EBIT	98,2	144,4	115,5	120,2	172,1	246,8	254,2	260,0	265,1	269,3	272,9	275,7
zmiana r/r	4,9%	47,1%	-20,0%	4,0%	43,2%	43,4%	3,0%	2,3%	1,9%	1,6%	1,4%	1,0%
marża	10,3%	13,2%	10,1%	9,6%	11,7%	14,5%	14,6%	14,4%	14,3%	14,1%	13,9%	13,6%
Zysk netto	84,4	110,4	86,3	83,2	131,2	195,9	205,1	212,9	219,5	223,9	226,7	228,7
zmiana r/r	12,3%	30,8%	-21,8%	-3,5%	57,7%	49,2%	4,7%	3,8%	3,1%	2,0%	1,3%	0,9%
marża	8,8%	10,1%	7,6%	6,6%	8,9%	11,5%	11,7%	11,8%	11,8%	11,7%	11,5%	11,3%

Źródło: BDM S.A., spółka

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	348,0	609,2	1 002,7	1 042,8	1 040,4	1 038,3	1 035,4	1 032,8	1 030,4	1 027,5	1 024,0	1 023,9
Wartości niematerialne i prawne	16,4	16,3	16,1	16,0	16,1	16,2	16,4	16,6	16,8	17,1	17,3	16,5
Rzeczowe aktywa trwałe	259,4	362,0	755,6	795,8	793,3	791,0	787,9	785,2	782,5	779,5	775,7	776,5
Inwestycje długoterminowe	72,2	231,0	231,0	231,0	231,0	231,0	231,0	231,0	231,0	231,0	231,0	231,0
Aktywa obrotowe	390,4	564,7	382,4	434,9	492,7	573,6	608,2	628,2	650,9	665,1	678,6	688,1
Zapasy	139,0	143,7	150,1	165,1	193,6	224,5	230,3	237,2	244,4	251,8	259,4	267,2
Należności krótkoterminowe	193,3	320,7	221,5	243,6	285,6	331,2	339,8	350,0	360,6	371,5	382,7	394,3
Inwestycje krótkoterminowe	55,1	97,0	7,5	23,0	10,2	14,6	35,0	37,7	42,7	38,6	33,3	23,4
-środki pieniężne i ekwiwalenty	55,0	95,9	6,4	21,8	9,1	13,5	33,8	36,6	41,5	37,4	32,1	22,2
Aktywa razem	738,4	1 174,0	1 385,1	1 477,7	1 533,0	1 611,8	1 643,6	1 661,1	1 681,3	1 692,6	1 702,6	1 712,0
Kapitał (fundusz) własny	474,8	549,2	636,2	714,6	843,0	1 012,6	1 158,9	1 289,8	1 381,6	1 386,0	1 388,8	1 390,8
Kapitał (fundusz) podstawowy	23,9	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	113,2	113,2	224,2	305,7	386,0	491,0	628,1	751,1	836,3	836,3	836,3	836,3
Zysk (strata) netto okresu	118,4	151,5	127,4	124,4	172,4	237,0	246,2	254,1	260,6	265,0	267,8	269,8
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	259,9	621,6	745,7	759,8	686,8	596,0	481,4	368,0	296,4	303,4	310,6	318,0
Rezerwy na zobowiązania	10,5	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Zobowiązania długoterminowe	30,6	393,1	512,3	512,3	412,3	292,3	172,3	52,3	1,0	1,0	1,0	1,0
-oprocentowane	29,3	391,3	511,3	511,3	411,3	291,3	171,3	51,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	183,9	164,0	168,9	183,1	210,0	239,2	244,6	251,2	230,9	237,9	245,1	252,5
-oprocentowane	106,1	28,1	27,1	27,1	27,1	27,1	27,1	27,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	738,4	1 174,0	1 385,1	1 477,7	1 533,0	1 611,8	1 643,6	1 661,1	1 681,3	1 692,6	1 702,6	1 712,0

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	954,3	1 090,3	1 138,9	1 252,2	1 468,3	1 702,7	1 746,6	1 799,3	1 853,7	1 909,7	1 967,3	2 026,7
Koszty produktów, tow. i materiałów	608,3	663,4	708,1	785,6	907,1	1 011,9	1 035,2	1 066,9	1 100,4	1 135,9	1 173,0	1 212,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	346,0	426,9	430,7	466,6	561,2	690,8	711,4	732,4	753,2	773,8	794,3	814,6
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	237,1	276,9	310,4	338,4	389,1	444,0	457,1	472,4	488,2	504,5	521,4	538,9
Zysk (strata) na sprzedaży	108,9	149,9	120,3	128,2	172,1	246,8	254,2	260,0	265,1	269,3	272,9	275,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-10,7	-5,5	-4,8	-8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	117,8	167,1	141,3	163,2	215,5	288,0	293,3	297,2	300,7	303,5	305,9	307,6
EBIT	98,2	144,4	115,5	120,2	172,1	246,8	254,2	260,0	265,1	269,3	272,9	275,7
Saldo działalności finansowej	0,7	-5,1	-4,3	-16,1	-14,6	-11,5	-7,6	-3,6	-0,6	0,6	0,5	0,2
Zysk (strata) brutto	98,8	139,2	106,8	102,8	162,0	241,8	253,2	262,9	271,0	276,4	279,9	282,4
Zysk (strata) netto	84,4	110,4	86,3	83,2	131,2	195,9	205,1	212,9	219,5	223,9	226,7	228,7

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	78,2	190,6	100,4	124,7	145,0	198,7	240,3	240,5	242,1	243,6	245,0	241,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-67,0	-399,5	-294,3	-88,3	-40,3	-36,7	-33,4	-31,6	-29,9	-28,1	-26,4	-25,1
Przepływy z działalności finansowej	-11,9	249,1	104,4	-20,9	-117,5	-157,6	-186,5	-206,2	-207,3	-219,5	-223,9	-226,7
Przepływy pieniężne netto	-0,7	40,2	-89,5	15,5	-12,8	4,4	20,3	2,8	5,0	-4,1	-5,3	-9,9
Środki pieniężne na początek okresu	55,7	55,0	95,9	6,4	21,8	9,1	13,5	33,8	36,6	41,5	37,4	32,1
Środki pieniężne na koniec okresu	55,0	95,9	6,4	21,8	9,1	13,5	33,8	36,6	41,5	37,4	32,1	22,2

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	14%	4%	10%	17%	16%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
EBITDA zmiana r/r	42%	-15%	16%	32%	34%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
EBIT zmiana r/r	47%	-20%	4%	43%	43%	3%	2%	2%	2%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	31%	-22%	-4%	58%	49%	5%	4%	3%	2%	1%	1%
Marża brutto na sprzedaży	39%	38%	37%	38%	41%	41%	41%	41%	41%	40%	40%
Marża EBITDA	15%	12%	13%	15%	17%	17%	17%	16%	16%	16%	15%
Marża EBIT	13%	10%	10%	12%	14%	15%	14%	14%	14%	14%	14%
Marża brutto	13%	9%	8%	11%	14%	14%	15%	15%	14%	14%	14%
Marża netto	10%	8%	7%	9%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	11%
COGS / przychody	61%	62%	63%	62%	59%	59%	59%	59%	59%	60%	60%
SG&A / przychody	25%	27%	27%	27%	26%	26%	26%	26%	26%	27%	27%
SG&A / COGS	42%	44%	43%	43%	44%	44%	44%	44%	44%	44%	44%
ROE	20%	13%	12%	16%	19%	18%	16%	16%	16%	16%	16%
ROA	9%	6%	6%	9%	12%	12%	13%	13%	13%	13%	13%
Dług	420,2	538,3	538,3	438,3	318,3	198,3	78,3	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	36%	39%	36%	29%	20%	12%	5%	0%	0%	0%	0%
D / E	56%	64%	57%	40%	25%	14%	5%	0%	0%	0%	0%
Dług / kapitał własny	76%	84%	75%	52%	31%	17%	6%	0%	0%	0%	0%
Dług netto	324,4	532,0	516,5	429,3	304,9	164,5	41,7	-41,5	-37,4	-32,1	-22,2
Dług netto / kapitał własny	59%	84%	72%	51%	30%	14%	3%	-3%	-3%	-2%	-2%
Dług netto / EBITDA	1,9	3,8	3,2	2,0	1,1	0,6	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Dług netto / EBIT	225%	461%	430%	249%	124%	65%	16%	-16%	-14%	-12%	-8%
EV	1 877,9	2 093,2	2 077,8	1 998,3	1 873,9	1 733,5	1 610,7	1 527,5	1 531,6	1 536,9	1 546,8
Dług / EV	22%	26%	26%	22%	17%	11%	5%	0%	0%	0%	0%
CAPEX / Przychody	22%	26%	7%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
CAPEX / Amortyzacja	1061%	1130%	202%	103%	104%	103%	104%	104%	103%	101%	100%
Amortyzacja / Przychody	2%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Zmiana KO / Przychody	-5%	3%	2%	3%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-41%	78%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	1,4	1,3	1,2	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/E*	13,6	17,5	18,2	11,6	7,8	7,4	7,1	6,9	6,8	6,7	6,6
P/BV*	2,7	2,4	2,1	1,8	1,5	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
P/CE*	11,3	13,5	12,0	8,7	6,4	6,2	6,1	6,0	5,9	5,9	5,8
EV/EBITDA*	11,0	14,5	12,4	9,0	6,3	5,7	5,3	4,9	4,9	4,9	4,9
EV/EBIT*	12,7	17,7	16,9	11,3	7,4	6,6	6,0	5,6	5,5	5,5	5,4
EV/S*	1,7	1,8	1,6	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
BVPS	23,1	26,6	29,9	35,1	42,1	48,1	53,6	57,4	57,6	57,7	57,8
EPS	4,6	3,6	3,5	5,4	8,1	8,5	8,8	9,1	9,3	9,4	9,5
CEPS	5,6	4,7	5,3	7,2	9,8	10,1	10,4	10,6	10,7	10,8	10,8
FCFPS	8,2	8,2	8,4	8,5	8,6	8,7	8,7	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS w okresie	1,01	0,20	0,20	0,35	1,11	2,47	3,45	5,38	9,24	9,43	9,55
Payout ratio	28,3%	4,3%	5,5%	10,0%	20,0%	30,0%	40,0%	60,0%	100,0%	100,0%	100,0%
DY*	1,6%	0,3%	0,3%	0,6%	1,8%	3,9%	5,5%	8,5%	14,7%	15,0%	15,2%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 63,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji Forte:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	Dzień publikacji	Godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	67,9	Kupuj	100	06.11.2017	12:35 CEST	63,0	64 155,0
Kupuj	100	Redukuj	67,8	21.04.2017	10:52 CEST	81,8	59 917,3
Redukuj	67,8	Akumuluj	59,2	14.09.2016	11:59 CEST	76,0	46 876,0
Akumuluj	59,2	Redukuj	49,8	16.02.2016		50,4	44 105,6
Redukuj	49,8	Redukuj	49,5	12.08.2015		60,0	52 934,3
Redukuj	49,5	Redukuj	20,9	22.10.2014		57,0	53 256,2
Redukuj	20,9	Akumuluj	14,7	02.08.2013		24,7	47 370,8
Akumuluj	14,7	Trzymaj	12,0	11.01.2013		13,2	47 546,9
Trzymaj	12,0	-	-	02.07.2012		11,9	40 542,0

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'17:

Kupuj	3	33%
Akumuluj	2	22%
Trzymaj	2	22%
Redukuj	2	22%
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 wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty 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 jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 06.11.2017 roku 12:35 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 10.11.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia Klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 06.11.2017 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 zajmują 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 pełniły 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.