



Dom Maklerski BDM S.A.

FORTE

RAPORT ANALITYCZNY

W ostatnich kwartałach wyniki spółki nie przestały nas pozytywnie zaskakiwać (EBITDA w 2H'16 +7% vs oczek.), a dzięki konsekwentnej realizacji programu rozbudowy mocy produkcyjnych Forte powinno pozostać na ścieżce poprawy wyników z dwucyfrową dynamiką w nadchodzących okresach (wskazujemy na mocne dane o produkcji mebli i z budownictwa mieszkaniowego). Uwzględniając zdecydowanie wyższe parametry fabryki płyt wiórowych, o czym zarząd informował na konferencjach po 3Q i 4Q'16, decydujemy się zmienić nasze zalecenie dla spółki z redukcji na KUPUJ wyznaczając cenę docelową na 100 PLN/szt. Zwracamy ponadto uwagę na transakcję zakupu certyfikatów SEZAM XX FIZ w grudniu'16 za 157,2 mln PLN, na co spółka zaciągnęła 145,5 mln PLN kredytu. SEZAM XX FIZ posiada pośrednio 2,05 mln akcji Forte (8,58%) kupionych po 76,5 PLN/szt.

Na konferencji po 3Q'16 zarząd informował, że fabryka płyt wiórowych, czyli główny projekt inwestycyjny spółki, będzie miała wydajność 400 tys. m3 wobec pierwotnie komunikowanych 250 tys. m3, przy dotychczasowym CAPEX ok. 320 mln PLN (w 2016 roku spółka wydała już 211 mln PLN, projekt ma być zakończony w 1Q'18). Dodatkowo przedstawiciele spółki wielokrotnie zwracali uwagę na znacząco wyższą efektywność fabryki dzięki produkowaniu na własne potrzeby (bez odrzutów) i przy minimalnych kosztach ogólnych i sprzedaży, które wśród producentów płyt wynoszą średnio 11-17% przychodów. Przyjmując średnią marżę EBITDA w tym segmencie ok. 12-13% implikowałoby to maksymalną rentowność rzędu 23-30% EBITDA.

Nowe założenia dla projektu fabryki płyt wiórowych mają kluczowe znaczenie dla podniesienia naszej ostatniej wyceny. Przy oczekiwanej 25% rentowności EBITDA fabryka powinna generować docelowo 65 mln PLN oszczędności w zakupie materiałów, co w zestawieniu ze znanymi parametrami (400 tys. m3, CAPEX 320 mln PLN- 57 mln PLN dotacji, ulga podatkowa) daje NPV projektu ok. 330 mln PLN czyli blisko 14 PLN/akcję Forte.

W 4Q'16 spółka wypracowała blisko 41% marżę brutto ze sprzedaży, najwyższą od 2009 roku. Niższe poziomy RZIS obciążły wysokie ale jednorazowe koszty zarządu. Zwracamy uwagę na rekordowy w historii CFO (90,6 mln PLN przy EBITDA 46,7 mln PLN). Okres 4Q to sezonowo drugi najlepszy w roku kwartał pod względem generowania gotówki. W całym 2016 roku przepływy operacyjne przekroczyły 190 mln PLN.

Na konferencji po 4Q'16 zarząd poinformował, że plan na 2017 rok to sprzedaż ok. 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 się osiągnąć 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 +13%).

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	822,4	954,3	1 090,3	1 212,1	1 354,2	1 502,6
EBITDA [mln PLN]	110,4	117,8	167,1	187,7	251,9	281,7
EBIT [mln PLN]	93,6	98,2	144,4	161,3	220,0	249,8
Wynik netto [mln PLN]	75,2	84,4	110,4	122,5	171,6	199,4
P/BV	4,6	4,1	3,5	2,9	2,5	2,1
P/E	25,8	23,1	17,6	16,0	11,4	9,9
EV/EBITDA	17,9	17,2	13,6	12,5	9,0	7,7
EV/EBITDA skoryg.*	17,9	17,2	12,5	11,5	8,3	7,0
EV/EBIT	21,1	20,7	15,7	14,5	10,3	8,7
DY w okresie	1,8%	2,5%	1,2%	0,2%	2,5%	3,5%

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

KUPUJ

(POPREDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 100 PLN

21 KWIECIEŃ 2017, 10:52 CEST

Wycena DCF [PLN]	107
Wycena porównawcza [PLN]	75
Wycena końcowa [PLN]	100
Potencjał do wzrostu / spadku	23,1%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	81,5
Kapitalizacja [mln PLN]	1 935,7
Ilość akcji [mln. szt.]	23,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	85,45
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	70,69
Stopa zwrotu za 3 mc	6,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	12,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	30,0%
Struktura akcjonariatu:	
MaForm Holding	32,5%
NN OFE	9,9%
Skarbiec TFI*	9,0%
Aviva OFE	8,8%
Pozostali	39,8%

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

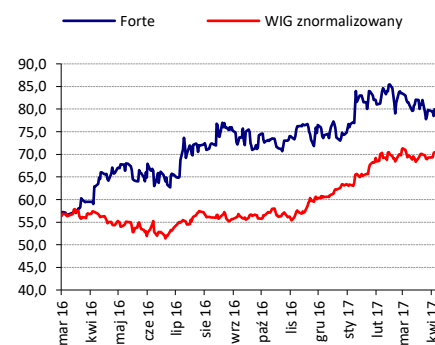
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
SZYBSZA REALIZACJA PLANU ROZWOJU MOCY PRODUKCYJNYCH.....	3
OCZEKIWANA WYSOKA RENTOWNOŚĆ FABRYKI PŁYT WIÓROWYCH.....	4
DOBRE WYNIKI I WYSOKI CASH FLOW W 4Q'16.....	5
NIEUDANE WEZWANIE I KUPNO CERTYFIKATÓW SEZAM XX FIZ.....	6
BARDZO DOBRE DANE O PRODUKCJI MEBLI I Z BUDOWNICTWA MIESZKANIOWEGO.....	6
DALSZY SPADEK CEN PŁYT WIÓROWYCH.....	7
WYCENA DCF.....	9
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	12
WYNIKI 4Q'16 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW.....	13
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 2016-2018.....	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 107 PLN. Natomiast wycena porównawcza do spółek z branży meblowej, oparta na prognozach wyników na lata 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 75 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 100 PLN.

Podsumowanie wyceny

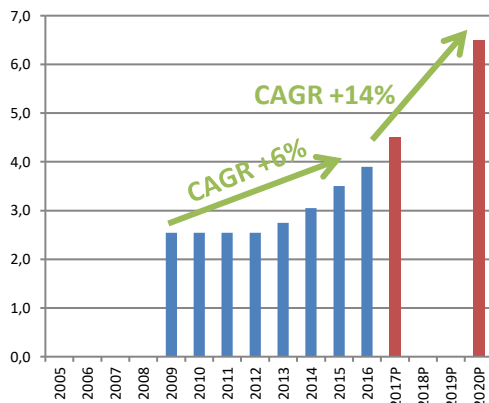
	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	107
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	75
Wycena spółki [PLN]		100

Źródło: BDM S.A.

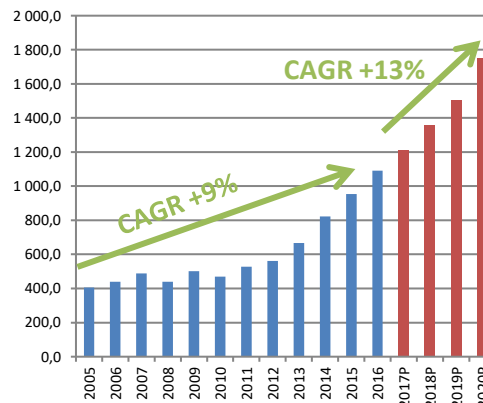
Szybsza realizacja planu rozwoju mocy produkcyjnych

Na konferencji po 4Q'16 zarząd poinformował, że plan na 2017 rok to sprzedaż ok. 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 +13%).

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

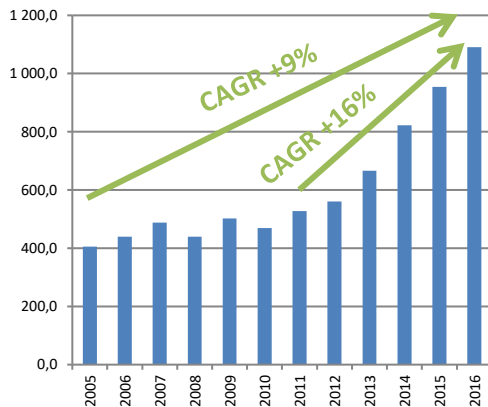


Przychody spółki do 2020P [mln PLN]

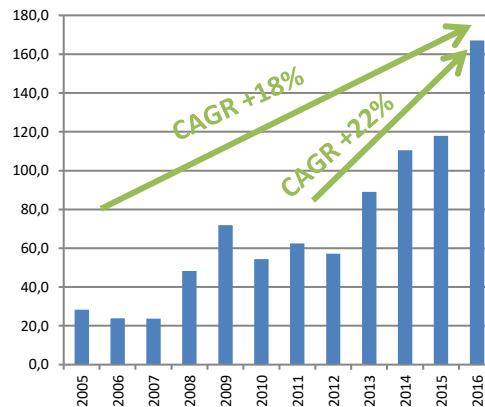


Źródło: BDM S.A., spółka

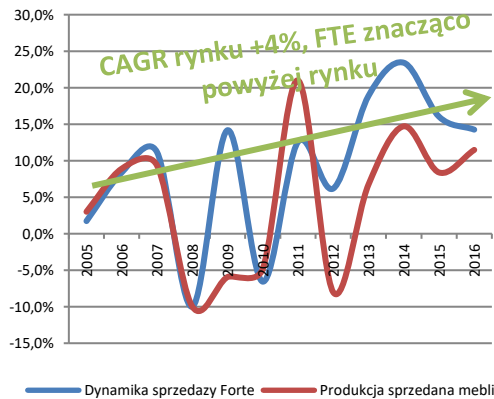
CAGR przychodów w latach 2005-2016 to 9,4%, a EBITDA 17,5%. W latach 2013-2015 spółka rosła w tempie blisko 20% r/r. W okresie 2016-2020 oczekujemy CAGR przychodów powyżej 12%, a EBITDA ponad 16% (bez uwzględniania f. płyt blisko 10%)

Przychody 2005-2016 [mln PLN]


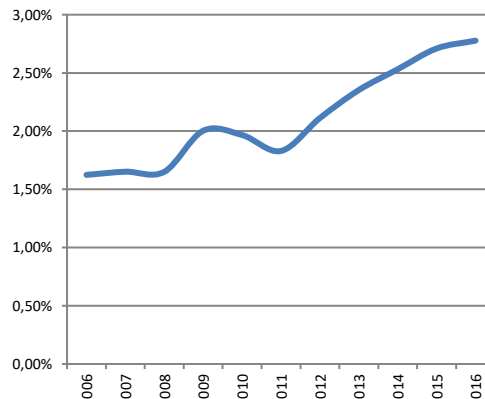
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA 2005-2016 [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

Dynamika produkcji sprzedanej mebli vs sprzedaży Forte


Źródło: BDM S.A., spółka, GUS

Udział Forte w krajowej produkcji sprzedanej mebli


Źródło: BDM S.A., spółka, GUS

Oczekiwana wysoka rentowność fabryki płyt wiórowych

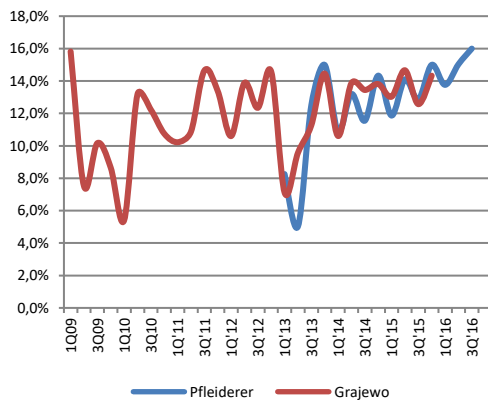
Na konferencji po 3Q'16 zarząd podał, że wydajność fabryki płyt wiórowych to nie 250 tys. m³, jak komunikował wcześniej, a 400 tys. m³ przy dotychczasowym CAPEX ok. 320 mln PLN, co zdecydowanie poprawia ekonomikę produkcji. Wcześniej szacowaliśmy, że do dodatniego NPV spółka będzie musiała wypracować ponad 18% marżę EBITDA, obecnie wystarczy ok. 13%.

Zarząd spółki wielokrotnie informował o wyższej rentowności fabryki płyt wiórowych niż konkurencja (np. Pfleiderer, Egger). Ma to wynikać z minimalizacji kosztów ogólnych i sprzedaży (produkcja na własne potrzeby), nowoczesności i wyższej efektywności produkcji.

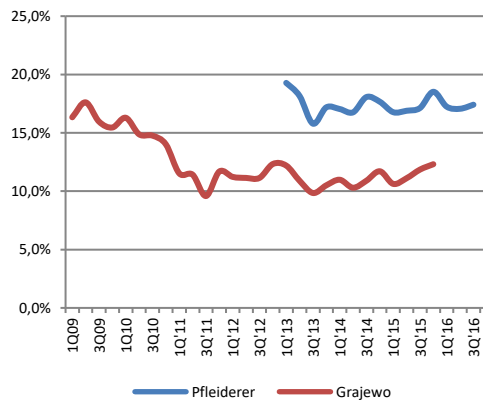
W przypadku Pfleiderer w latach 2013-2016 osiągnięta oczyszczona marża EBITDA to ok. 13% (max/min 16%/5%, w latach 1996-2015 średnioroczna ok. 12%, max/min 15%/3%), a koszty SG&A (sprzedaży i zarządu) to ok. 17% sprzedaży.

W przypadku polskiej części Pfleiderer (fabryki w Grajewie i Wieruszowie) realizowana marża EBITDA w latach 2009-2015 to 12-12,5% (max/min 15,8%/5,4%) przy kosztach SG&A na poziomie 11-12% sprzedaży (max/min 17,6%/9,6%)

Biorąc pod uwagę średnią realizowaną marżę w branży 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, co daje NPV w granicach 11,4-19,1 PLN/akcję (przy 25% w naszych założeniach NPV projektu to ok. 13,7 PLN/akcję).

Marża EBITDA producentów płyt


Źródło: BDM S.A., spółki

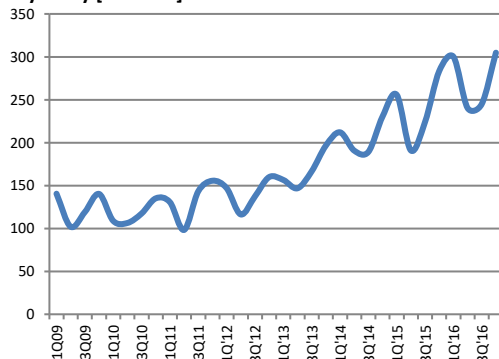
Koszty SG&A producentów płyt


Źródło: BDM S.A., spółki

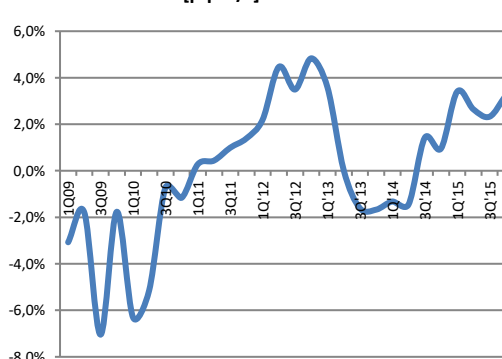
Dobre wyniki i wysoki cash flow w 4Q'16

W 4Q'16 spółka wypracowała blisko 41% marżę brutto ze sprzedaży, najwyższą od 2009 roku. Niższe poziomy RZiS obciążały wysokie ale jednorazowe koszty zarządu (święto 25-lecia firmy).

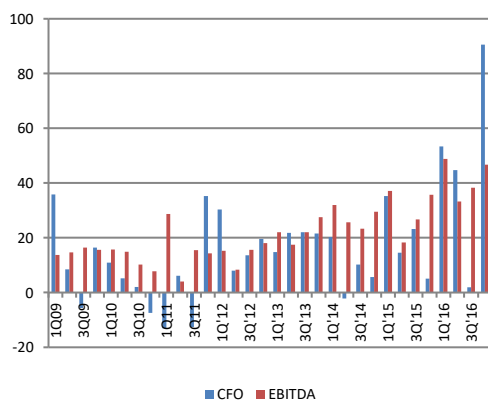
CFO w 4Q'16 przekroczył 90 mln PLN przy EBITDA 47 mln PLN i był rekordowy w historii (za cały 2016 rok również, powyżej 190 mln PLN przy EBITDA 167 mln PLN). Zwracamy przy tym uwagę, że 4Q to sezonowo drugi najlepszy kwartał pod względem generowania gotówki, a najlepszy jest 1Q.

Przychody [mln PLN]


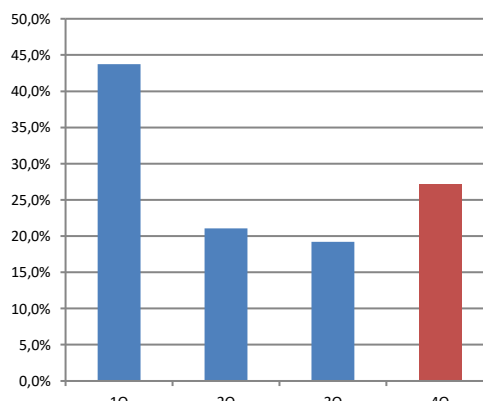
Źródło: BDM S.A., spółka

Wzrost marż brutto [p.p. r/r]


Źródło: BDM S.A., spółka

CFO vs EBITDA [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

Sezonowość operacyjnego cash flow [% rocznego]


Źródło: BDM S.A., spółka

Nieudane wezwanie i kupno certyfikatów SEZAM XX FIZ

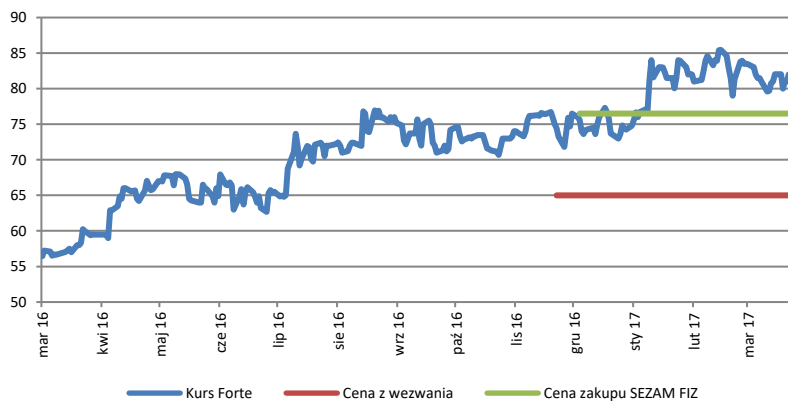
W grudniu'16 spółka ogłosiła ofertę skupu max 5% akcji własnych po 65 PLN/szt. Zapisy trwały w dniach 12-16.12.2016 i skończyły się niepowodzeniem.

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.

W naszej opinii zakup ponad 2 mln akcji na kredyt za 76,5 PLN/szt. to jasny sygnał zarządu potwierdzający dobrą sytuację firmy. Tym samym nie spodziewamy się istotnego spadku kursu akcji poniżej tego poziomu.

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



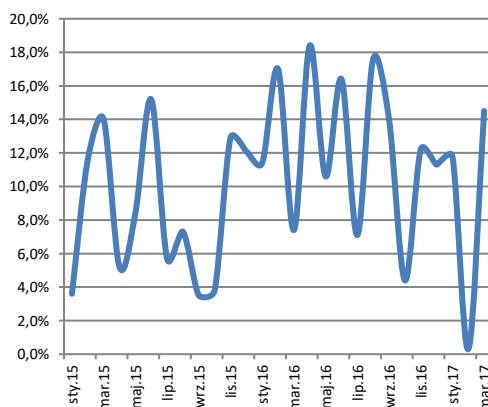
W naszej opinii zakup ponad 2 mln akcji na kredyt za 76,5 PLN/szt. to jasny sygnał zarządu potwierdzający dobrą sytuację firmy. Tym samym nie spodziewamy się istotnego spadku kursu akcji poniżej tego poziomu.

Źródło: BDM S.A., spółka

Bardzo dobre dane o produkcji mebli i z budownictwa mieszkaniowego

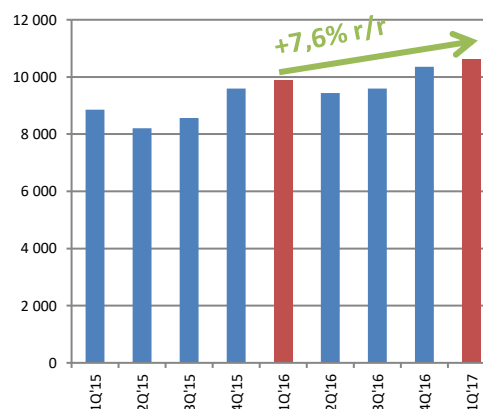
Wzrost produkcji sprzedanej mebli o 14,5% r/r jest najwyższy od sierpnia'16. W całym 1Q'17 produkcja sprzedana mebli rośnie o blisko 8% r/r, czyli w porównywalnym tempie co w 4Q'16 (drugi kwartał z rzędu powyżej 10 mld PLN). Z uwagi na wysoka bazę oczekiwaliśmy spadku dynamiki produkcji do 3-4% r/r w 1H'17 i 1-2% r/r w 2H'17.

Produkcja sprzedana mebli [r/r]



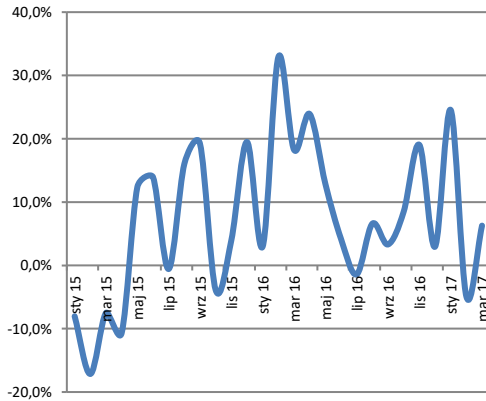
Źródło: BDM S.A., GUS

Produkcja sprzedana mebli [mln PLN]

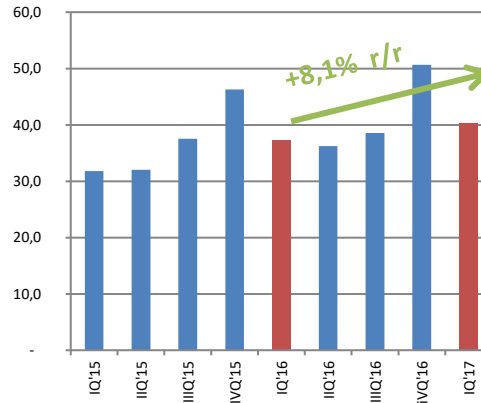


Źródło: BDM S.A., GUS

W marcu'17 liczba mieszkań oddanych do użytku ogółem wzrosła o 8% r/r, liczba rozpoczętych budów o 29% r/r a wydanych pozwoleń o 43% r/r. Tym samym 1Q'17 był trzeci najlepszy w historii jeśli chodzi o mieszkania oddane do użytku i piaty najlepszy pod względem rozpoczętych budów.

Mieszkania oddane do użytku ogółem [r/r]


Źródło: BDM S.A., GUS

Mieszkania oddane do użytku ogółem [tys. szt.]


Źródło: BDM S.A., GUS

Mieszkania oddane do użytku ogółem [tys. szt.]

	1Q	2Q	3Q	4Q
2006	28,3	22,1	26,2	38,8
2007	27,0	25,8	34,1	46,7
2008	34,9	32,8	39,8	57,7
2009	41,5	34,6	38,6	45,3
2010	34,0	29,7	33,9	38,0
2011	27,5	27,1	32,3	44,1
2012	36,3	31,9	36,5	48,1
2013	37,1	31,4	34,7	43,2
2014	35,7	30,7	33,8	43,2
2015	31,8	32,0	37,5	46,3
2016	37,3	36,2	38,6	50,6
2017	40,3			

Źródło: BDM S.A., GUS

Rozpoczęte budowy ogółem [tys. szt.]

	1Q	2Q	3Q	4Q
2006	16,8	43,5	41,3	36,4
2007	31,3	54,9	54,9	44,0
2008	38,1	56,6	49,6	30,4
2009	23,5	44,3	42,1	33,0
2010	27,2	53,9	46,6	30,4
2011	31,0	49,0	48,3	33,9
2012	31,4	49,3	36,1	25,0
2013	21,6	37,4	38,9	29,5
2014	32,2	40,1	42,3	33,6
2015	31,8	48,5	47,7	40,3
2016	34,3	52,0	46,8	40,9
2017	44,2			

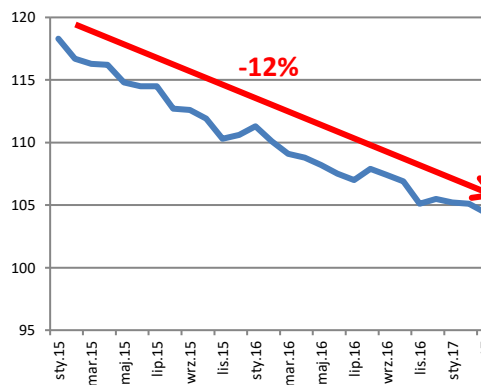
Źródło: BDM S.A., GUS

Dalszy spadek cen płyt wiórowych

Ceny płyt wiórowych kontynuują spadki. W marcu'17 indeks płyty wiórowej surowej notował spadek o 4,3% r/r (-5,2% r/r w 1Q'17). Od stycznia'15 ceny spadły już o ok. 12% r/r.

Indeks cen płyt drewnopochodnych ogółem*


Źródło: BDM S.A., destatis.de. * - 2010=100

Indeks cen płyty wiórowej surowej*


Źródło: BDM S.A., destatis.de. * - 2010=100

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.

▪ Wzrost kosztów pracy

Koszty pracy stanowią ok. 20% ogółu kosztów w spółce. W latach 2006-2016 średnie wynagrodzenie w spółce rośnie 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 (min. 400 tys. m³ płyty wiórowej surowej przy 320 mln PLN CAPEX do 1Q'18) osiąga pozytywne NPV przy marży EBITDA ok. 13%. Taką rentowność prezentują producenci płyt jak Pfleiderer czy Egger. Zarząd spółki wielokrotnie przekonywał o wyższej rentowności (m.in. brak kosztów sprzedaży, duża efektywność). Przy marży EBITDA 25% NPV projektu sięga 330 mln PLN czyli blisko 14 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).

▪ Wzrosty cen płyt drewnopochodnych

Koszty płyt drewnopochodnych stanowią ok. 30% ogółu kosztów w spółce. W okresie lipiec 2009- lipiec 2011 notowania płyt poszły w górę o 23% licząc w EUR. Marża brutto ze sprzedaży w spółce spadła w tym okresie z okolic 40% do blisko 30%. Gwałtowny wzrost cen wynikał ze wzrostu kosztów pozysku drewna (+15% w Niemczech i ponad 30% w Polsce) oraz z bilansującego się rynku (w latach 2008-2011 zamknięto ok. 15% mocy produkcyjnych w Europie). Od tego czasu zniknęła presja na dalsze wzrosty kosztów drewna, a na rynku płyt pojawiły się nowe moce produkcyjne. Marża brutto spółki ponownie sięgnęła blisko 40%.

▪ Umocnienie złotówki

Forte jest eksporterem dlatego każde umocnienie złotówki do euro o 10 groszy to utrata ok. 6 mln PLN marży w skali roku. Spółka stara się zabezpieczać praktycznie całą ekspozycję walutową na dwa/trzy lata do przodu. Na lata 2017-2019 spółka ma zabezpieczoną ekspozycję w korytarzu 4,21-5,14 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 uległy nieco przyśpieszeniu w latach '18-19 o 6-8% (w '15-16 mniej o 7-3%), w związku z zapowiedziami zarządu na ostatnich konferencjach. Docelowo w 2020/2021 roku po wybudowaniu 5-tej fabryki mebli przyjmujemy maksymalne 6,5 mln szt. tak jak komunikował zarząd (13 mln paczek vs 12 mln paczek poprzednio);
- Uwzględniliśmy efekty fabryki płyt wiórowych od 2Q'18 przyjmując dla niej marżę w wysokości 25% EBITDA (implikowana średnia marża Pfeleiderer/Grajewo 13/12% + koszty SG&A 17/11% daje maksymalny zakres marży 23-30% EBITDA). W 2018 roku wygeneruje to ok. 48 mln PLN oszczędności, a docelowo od 2019 roku 65 mln PLN;
- Przy zakładanej marży EBITDA 25% i CAPEX 320 mln PLN (-57 mln PLN dotacji) dla fabryki płyt NPV projektu wynosi ok. 330 mln PLN czyli 13,7 PLN/akcję Forte;
- Zaktualizowaliśmy ceny kluczowych surowców. Obniżyliśmy ceny płyt drewnopochodnych. Podwyższyliśmy kartonów, chemii i okuć. Łączny wpływ zmian miał pozytywne przełożenie na marżę;
- W 2016 roku średnia pensja w Forte wzrosła o 5,4% dlatego nasze założenie długoterminowego wzrostu 5% zostawiliśmy bez zmian. Podobnie jak nieliniowego wzrostu zatrudniania w relacji do mocy produkcyjnych. Na koniec '16 spółka zatrudniała 3300 ludzi, szacujemy, że na końcu programu rozwoju mocy produkcyjnych (2020/2021) zatrudnienie sięgnie 4900 ludzi, co wydaje się konserwatywne (zarząd spółki zapowiadał +1000 osób)
- 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 200 mln PLN);
- 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 know-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). Konserwatywnie szacujemy, że w 2017 roku spółce przypadnie stamtąd ok. 1 mln PLN zysku a docelowo (2021 rok) ok. 6,5 mln PLN;
- Uwzględniamy wszystkie transakcje opcyjnie zabezpieczające kurs EUR/PLN, o których spółka poinformowała w RB (90-110 mln EUR rocznie). Na lata 2017-2019 spółka ma zabezpieczoną ekspozycję w korytarzu 4,21-5,14 EUR/PLN;
- W związku z dużym programem inwestycyjnym do 2021 roku oczekujemy mniejszej dywidendy w wysokości 2-4% DY (bez zmian);

Ponadto:

- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 2% (bez zmian);
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 21 kwietnia 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 2,53 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 107 PLN.

Model DCF

	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 090,3	1 212,1	1 354,2	1 502,6	1 747,0	1 836,8	1 894,2	1 953,3	2 014,3	2 056,8	2 100,2
EBIT [mln PLN]	144,4	161,3	220,0	249,8	277,2	280,2	288,5	298,0	307,4	313,7	318,8
Stopa podatkowa*	20,7%	16,4%	17,2%	17,4%	17,6%	17,6%	17,7%	17,7%	17,8%	17,8%	17,8%
Podatek od EBIT [mln PLN]	29,9	26,5	37,7	43,5	48,8	49,4	51,0	52,8	54,6	55,8	56,8
NOPLAT [mln PLN]	114,5	134,8	182,2	206,3	228,4	230,8	237,5	245,2	252,8	257,9	262,0
Amortyzacja [mln PLN]	22,7	26,4	31,9	31,9	30,5	29,4	28,3	27,2	26,2	25,1	24,0
CAPEX** [mln PLN]	-240,8	-198,3	-63,0	-39,9	-42,4	-40,4	-37,3	-33,9	-30,4	-26,3	-24,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	55,9	-19,6	-26,1	-27,3	-45,0	-16,5	-10,6	-10,9	-11,2	-7,8	-8,0
FCF [mln PLN]	-47,7	-56,7	125,0	171,0	171,6	203,3	218,0	227,6	237,4	248,9	253,5
DFCF [mln PLN]		-53,9	110,2	139,3	128,9	140,4	138,1	132,3	126,5	121,7	113,7
Suma DFCF [mln PLN]		1 097,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]		3 638,0									
											<i>wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%</i>
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		1 632,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]		2 729,6									
Dług netto*** [mln PLN]		157,3									
Wartość kapitału [mln PLN]		2 572,3									
Ilość akcji [mln szt.]		24,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		106,6									

Przychody zmiana r/r	11,2%	11,7%	11,0%	16,3%	5,1%	3,1%	3,1%	3,1%	2,1%	2,1%
EBIT zmiana r/r	11,7%	36,4%	13,6%	11,0%	1,1%	2,9%	3,3%	3,1%	2,0%	1,6%
FCF zmiana r/r	-	-	36,7%	0,4%	18,5%	7,2%	4,4%	4,3%	4,8%	1,9%
Marża EBITDA	15,5%	18,6%	18,7%	17,6%	16,9%	16,7%	16,7%	16,6%	16,5%	16,3%
Marża EBIT	13,3%	16,2%	16,6%	15,9%	15,3%	15,2%	15,3%	15,3%	15,3%	15,2%
Marża NOPLAT	11,1%	13,5%	13,7%	13,1%	12,6%	12,5%	12,6%	12,5%	12,5%	12,5%
CAPEX / Przychody	16,4%	4,6%	2,7%	2,4%	2,2%	2,0%	1,7%	1,5%	1,3%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	751,3%	197,4%	125,2%	139,0%	137,5%	131,8%	124,6%	116,0%	104,8%	102,3%
Zmiana KO / Przychody	1,6%	1,9%	1,8%	2,6%	0,9%	0,6%	0,6%	0,6%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	16,1%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%

Źródło: BDM S.A.*- po uwzględnieniu korzyści zw. z amortyzacją znaków towarowych. **- netto, po uwzględnieniu dotacji 57,1 mln PLN. ***- po pomniejszeniu o bieżącą wartość 2,05 mln akcji Forte (167,7 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	65,6%	73,7%	81,6%	89,0%	95,7%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	34,4%	26,3%	18,4%	11,0%	4,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,5%	7,8%	8,2%	8,5%	8,8%	9,0%	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	90,8	96,4	103,4	112,3	123,9	139,6	162,4	198,3	262,7
	0,8	85,6	90,5	96,5	104,1	113,8	126,8	144,9	172,1	217,4
	0,9	80,8	85,1	90,4	96,9	105,1	115,9	130,6	151,8	185,1
	1,0	76,5	80,3	84,9	90,5	97,5	106,6	118,6	135,5	160,8
	1,1	72,5	75,9	79,9	84,8	90,8	98,5	108,5	122,1	141,9
	1,2	68,8	71,8	75,4	79,7	84,9	91,4	99,8	111,0	126,7
	1,3	65,4	68,1	71,3	75,0	79,6	85,2	92,3	101,7	114,4

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%	96,6	103,1	111,2	121,6	135,6	155,1	184,4	233,1	330,7
	4,0%	85,6	90,5	96,5	104,1	113,8	126,8	144,9	172,1	217,4
	5,0%	76,5	80,3	84,9	90,5	97,5	106,6	118,6	135,5	160,8
	6,0%	68,8	71,8	75,4	79,7	84,9	91,4	99,8	111,0	126,7
	7,0%	62,3	64,7	67,5	70,8	74,8	79,7	85,8	93,6	104,0
	8,0%	56,7	58,6	60,9	63,5	66,6	70,3	74,8	80,5	87,8
	9,0%	51,8	53,4	55,2	57,3	59,8	62,6	66,1	70,3	75,6

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%	192,4	178,3	165,9	155,1	145,5	136,9	129,2	122,2	115,9
	4,0%	162,2	148,5	136,9	126,8	117,9	110,1	103,2	97,0	91,4
	5,0%	139,6	126,8	115,9	106,6	98,5	91,4	85,2	79,7	74,7
	6,0%	122,2	110,1	100,0	91,4	84,1	77,6	72,0	67,1	62,6
	7,0%	108,3	97,0	87,6	79,7	72,9	67,1	61,9	57,4	53,5
	8,0%	97,0	86,4	77,6	70,3	64,1	58,7	54,0	49,9	46,3
	9,0%	87,6	77,6	69,5	62,6	56,8	51,9	47,6	43,8	40,5

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-2019 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 21 kwietnia 2017 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 1,79 mld PLN, co odpowiada 75 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 81,5 PLN (bieżąca cena rynkowa) Forte handlowane jest z istotną premią dla EV/EBITDA. Znajduje ona uzasadnienie w szybkim rozwoju spółki.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
BETER BED HOLDING	13,8	12,0	11,2	6,8	5,9	5,4	9,3	7,9	7,3
HERMAN MILLER	15,4	14,5	12,9	7,8	7,1	6,2	10,1	9,1	7,8
ETHAN ALLEN INTERIORS	18,5	15,4	13,2	8,8	7,4	6,6	10,9	9,0	7,6
DOREL INDUSTRIES	13,8	11,5	0,0	6,4	5,9	0,0	8,3	7,6	0,0
NOBIA	16,3	15,2	15,3	9,9	9,0	8,7	12,1	10,9	10,6
HOWDEN JOINERY GROUP	16,6	15,6	14,5	10,5	9,7	8,7	12,0	11,1	10,0
STEINHOFF INTERNATIONAL	12,7	11,1	10,0	10,5	9,1	8,1	12,6	10,9	9,7
GRAJEWO	21,0	9,4	8,3	6,3	5,1	4,6	10,8	7,8	6,7
PAGED	11,8	10,6	9,5	8,0	6,9	6,1	10,7	9,1	7,9
Mediana	15,4	12,0	12,1	8,0	7,1	6,4	10,8	9,1	7,8
FORTE*	16,0	11,4	9,9	12,5	9,0	7,7	14,5	10,3	8,7
Premia/dyskonto do spółki	3,6%	-4,7%	-18,3%	55,3%	27,4%	20,7%	34,1%	13,9%	11,5%
Wycena wg wskaźnika	78,6	85,5	99,8	53,7	68,1	73,0	63,6	76,9	79,1
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		88,0			65,0			73,2	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		75,4							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 21.04.2017. *- w oparciu o dług netto skorygowany o aktywa SEZAM XX FIZ (2,05 mln akcji Forte).

WYNIKI 4Q'16 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki 4Q'16 okazały się zgodne z wcześniejszymi szacunkami i konsensusem (nasze prognozy powstały przed podaniem RB). Uwagę zwraca się blisko 41% marża brutto ze sprzedaży, co jest poziomem najwyższym od prawie 8 lat (1Q'09). Marża ta została obciążona wyższymi kosztami zarządu, przez co rentowność EBITDA ukształtowała się powyżej 15% (zgodnie z oczekiwaniami).

CFO w 4Q'16 wyniósł 90,6 mln PLN przy EBITDA 47 mln PLN i był najwyższy w historii. Lepsze przepływy udało się uzyskać gł. dzięki zmniejszeniu należności (27 mln PLN). CAPEX ukształtował się na poziomie 72 mln PLN niemniej dług netto wzrósł do 336 mln PLN ze 176 mln PLN po 3Q'16. Główna przyczyna wzrostu zadłużenia to nabycie na kredyt certyfikatów inwestycyjnych SEZAM XX FIZ (157 mln PLN) będących w posiadaniu ponad 2 mln akcji Forte (8,6% ogółu).

Wybrane dane finansowe 4Q'16 [mln PLN]

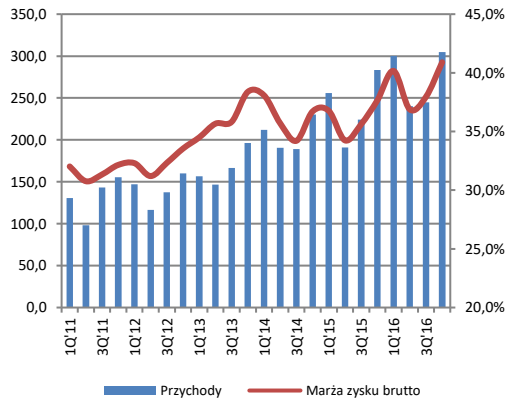
	4Q'15	4Q'16	zmiana r/r	4Q'16P BDM	różnica	4Q'16P kons.	różnica	2015	2016	zmiana
Przychody	283,4	304,8	7,5%	314,8	-3,2%	306,1	-0,4%	954,3	1 090,3	14,3%
Wynik brutto na sprzedaży	106,8	124,7	16,8%	121,4	2,7%			346,0	426,9	23,4%
EBITDA	35,7	46,7	30,8%	48,7	-4,2%	45,8	1,9%	117,8	167,1	41,8%
EBIT	30,2	40,8	35,0%	42,6	-4,3%	40,0	2,0%	98,2	144,4	47,0%
Zysk brutto	29,8	35,8	20,3%	41,5	-13,6%			98,8	139,2	40,9%
Zysk netto	23,9	28,1	17,4%	33,6	-16,4%	31,2	-10,0%	84,4	110,4	30,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	37,7%	40,9%		38,6%				36,3%	39,2%	
Marża EBITDA	12,6%	15,3%		15,5%		15,0%		12,3%	15,3%	
Marża EBIT	10,7%	13,4%		13,5%		13,1%		10,3%	13,2%	
Marża zysku netto	8,4%	9,2%		10,7%		10,2%		8,8%	10,1%	
P/E 12m		17,4								
EV/EBITDA 12m		13,5								
EV/EBITDA 12m skoryg.*		12,5								

Źródło: BDM S.A., spółka. *- o wartość certyfikatów 166 mln PLN

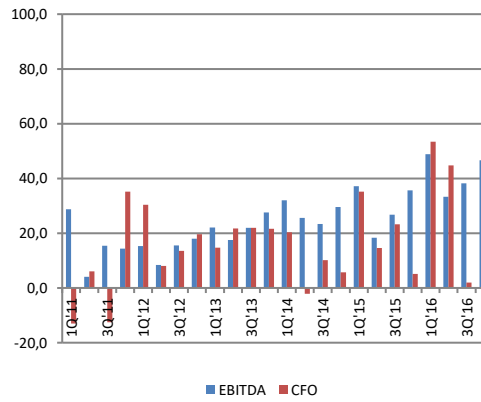
Wybrane dane finansowe 1Q'15-4Q'17P [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2016	2017P
Przychody	255,8	190,9	224,2	283,4	300,1	240,3	245,0	304,8	323,4	266,6	276,8	345,3	1 090,3	1 212,1
Wynik brutto na sprzedaży	94,0	65,4	79,9	106,8	120,5	88,6	93,0	124,7	132,8	101,5	106,2	137,7	426,9	478,1
EBITDA	37,1	18,3	26,8	35,7	48,8	33,3	38,3	46,7	53,1	39,7	44,4	50,4	167,1	187,7
EBIT	32,5	13,6	21,9	30,2	43,3	27,7	32,6	40,8	46,5	33,1	37,8	43,8	144,4	161,3
Wynik brutto	31,6	15,3	22,2	29,8	42,5	26,2	34,7	35,8	43,8	30,7	35,4	41,4	139,2	151,3
Wynik netto	25,1	12,0	23,4	23,9	34,2	19,8	28,3	28,1	35,4	24,9	28,7	33,5	110,4	122,5
Marża zysku brutto ze sprzedaży	36,8%	34,2%	35,6%	37,7%	40,2%	36,9%	38,0%	40,9%	41,1%	38,1%	38,3%	39,9%	39,2%	39,4%
Marża EBITDA	14,5%	9,6%	11,9%	12,6%	16,3%	13,9%	15,6%	15,3%	16,4%	14,9%	16,0%	14,6%	15,3%	15,5%
Marża EBIT	12,7%	7,1%	9,8%	10,7%	14,4%	11,5%	13,3%	13,4%	14,4%	12,4%	13,7%	12,7%	13,2%	13,3%
Marża zysku netto	9,8%	6,3%	10,4%	8,4%	11,4%	8,2%	11,6%	9,2%	11,0%	9,3%	10,4%	9,7%	10,1%	10,1%
Zmiana r/r														
Przychody	20,6%	0,1%	18,5%	23,0%	17,3%	25,9%	9,3%	7,5%	7,7%	10,9%	13,0%	13,3%	14,3%	11,2%
Wynik brutto na sprzedaży	16,4%	-4,0%	23,4%	26,2%	28,2%	35,6%	16,4%	16,8%	10,2%	14,5%	14,2%	10,5%	23,4%	12,0%
EBITDA	16,0%	-28,6%	14,8%	20,8%	31,5%	82,1%	43,0%	30,8%	8,8%	19,2%	16,1%	8,1%	41,8%	12,3%
EBIT	16,4%	-36,6%	14,0%	20,4%	33,3%	103,4%	49,3%	35,0%	7,5%	19,7%	15,8%	7,4%	47,1%	11,7%
Wynik brutto	7,6%	-29,8%	16,7%	20,2%	34,5%	71,5%	56,3%	20,3%	2,9%	17,0%	2,2%	15,6%	40,9%	8,6%
Wynik netto	8,0%	-30,1%	53,0%	22,8%	36,2%	65,2%	21,1%	17,4%	3,7%	25,4%	1,2%	19,4%	30,8%	11,0%

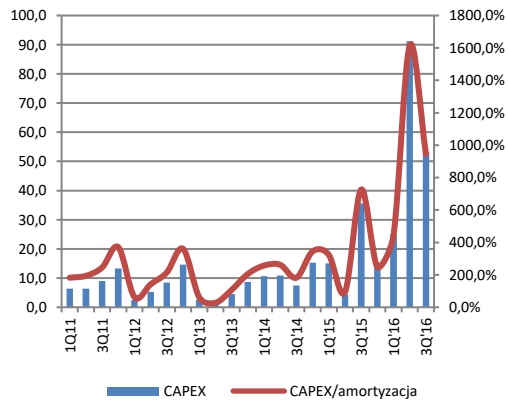
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] i marża zysku brutto


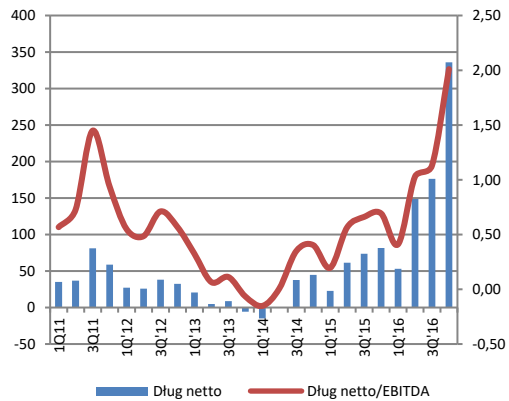
Źródło: BDM S.A., spółka. Przychody- LS, marża- PS

EBITDA i CFO [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

CAPEX [mln PLN] i CAPEX/amortyzacja


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

Dług netto [mln PLN] i DN/EBITDA


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

PODSUMOWANIE OSTATNICH KONFERENCJI Z ZARZĄDEM

Od 2014 roku spółka zaczęła prowadzić bardziej otwartą politykę informacyjną organizując m.in. konferencje dla analityków/zarządzających po wynikach finansowych.

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 2Q'16	Konferencja po 3Q'16	Konferencja po 4Q'16
<ul style="list-style-type: none"> - sprzedali 1,7 mln szt. mebli w 1H'16; - wpływ kursu EUR/PLN to 1,5 p.p. marży brutto; - wzrost kosztów zarządu: dużo inwestują w ludzi, presja na płace; - struktura sprzedaży praktycznie bez zmian; - podtrzymanie planu rozwoju 2016-2021 z CAPEX ok. 700 mln PLN (600 mln PLN fabryka płyt+ mebli, reszta odtworzeniowy); - nie widać zagrożenia po stronie surowcowej; - od września spółka przechodzi na miesięczne raportowanie; 	<ul style="list-style-type: none"> - sprzedali 2,9 mln szt. mebli w 1-3Q'16; - wpływ kursu EUR/PLN to 1,5-2 p.p. marży brutto; - koszty sprzedaży rosną wolniej niż przychody (duża część w PLN), koszty zarządu rosną szybciej; - podtrzymanie planu rozwoju 2016-2021; - fabryka płyt będzie miała wydajność 400 tys. m3 (pierwotnie komunikowali 250 tys. m3); - zatrudnienie w fabryce płyt 150 os. +magazyn 150 os. + V fabryka mebli 700 os.; - zatrudnienie 1000 osób do 2019 roku będzie wyzwaniem; - dług netto w 2017 zapewne przekroczy 2,0x EBITDA; 	<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);

Źródło: BDM S.A., spółka

STRATEGIA SPÓŁKI DO 2021 ROKU

Główne założenia spółki

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

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

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

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

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

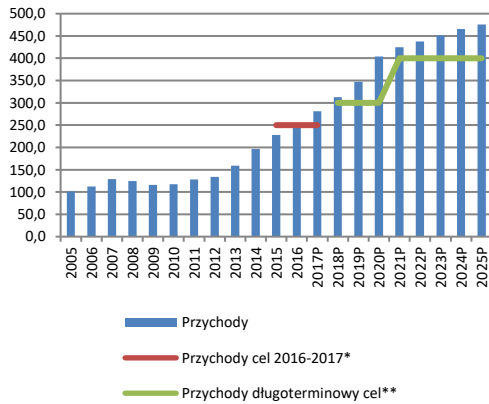
Na kolejnych konferencjach spółka podtrzymała główne cele strategiczne wskazując na:

- 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 400 tys. m³ vs 250 tys. m³ komunikowanych wcześniej (3Q'16);
- szczyt inwestycji to prawdopodobnie 2016 rok (240-260 mln PLN, w 2017 roku >200 mln PLN-4Q'16);
- zarząd widzi potencjał rozwoju w Europie do 500-600 mln EUR (poprzednio 400 mln EUR);

Strategia vs założenia BDM

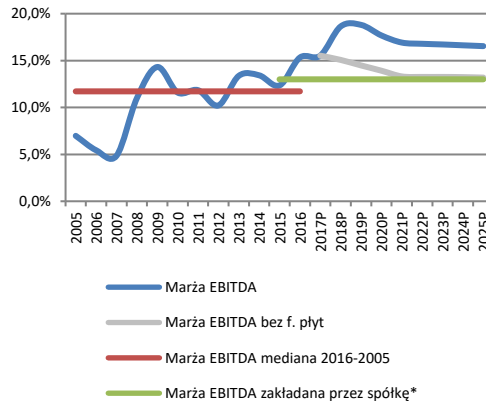
Nasze założenia są generalnie spójne ze strategią zarządu z wyjątkiem oczekiwanej rentowności (w 2016 roku spółka osiągnęła m. EBITDA >15% vs >13% w strategii). W 2021 roku, po rozbudowie mocy produkcyjnych, zakładamy ponad 400 mln EUR przychodów, a zapewnić to mają moce produkcyjne w wysokości ok. 13 mln paczek (6,5 mln szt.). W tym okresie szacujemy, że spółka utrzyma marżę EBITDA powyżej 13% z działalności meblowej (mediana 13,3%), a wzrost marży w rejonie 17-19% będzie wynikał z fabryki płyt wiórowych (ok. 65 mln PLN efektów przy zakładanej marży 25%). W latach 2016-2021 kalkulujemy ponad 600 mln PLN nakładów inwestycyjnych (zgodnie ze strategią) i 75 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]



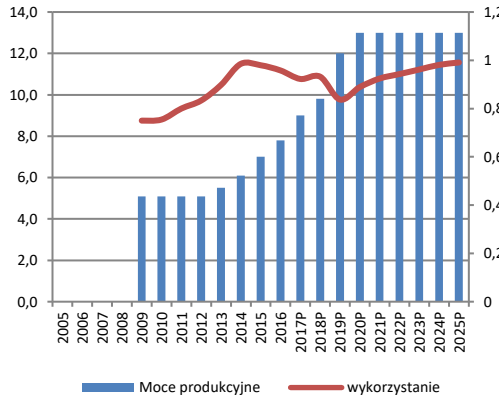
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA- cele strategiczne a prognoza BDM



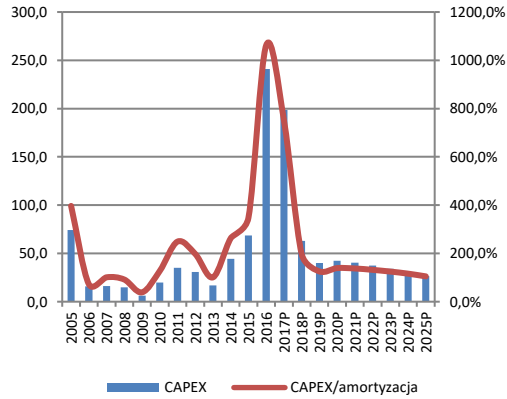
Źródło: BDM S.A., spółka

Rozwój mocy produkcyjnych i ich wykorzystanie



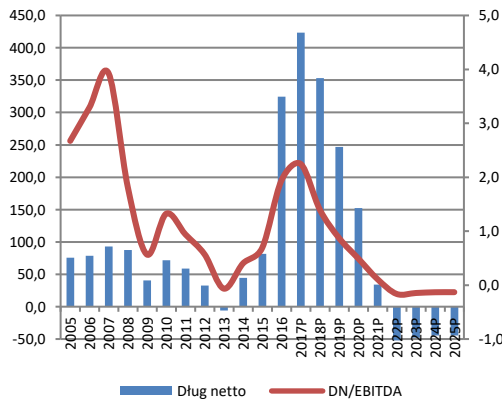
Źródło: BDM S.A., spółka. LS- moce produkcyjne [mln paczek mebli], PS- wykorzystanie

CAPEX [mln PLN] i CAPEX/amortyzacja



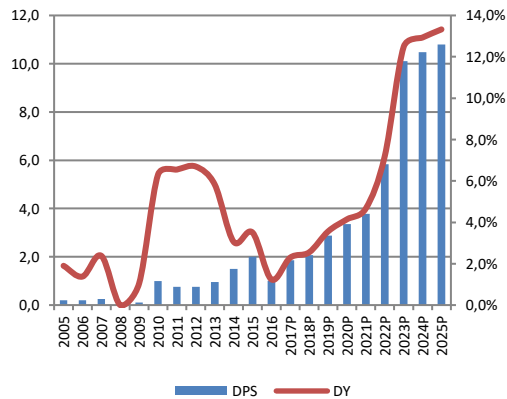
Źródło: BDM S.A., spółka. LS- CAPEX, PS- CAPEX/amortyzacja

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



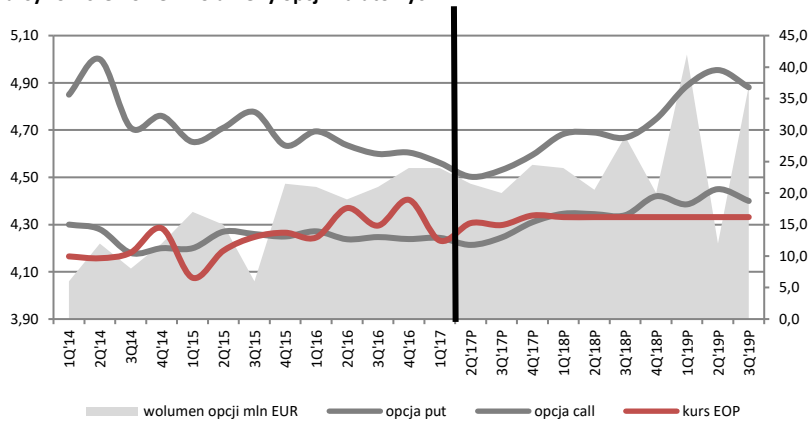
Źródło: BDM S.A., spółka. LS- dywidenda/akcję. PS- stopa dywidendy.

POLITYKA ZABEZPIECZEŃ-AKTUALIZACJA

Spółka poniżej 20% sprzedaży realizuje w kraju. Reszta przychodów jest głównie w euro, a większość kosztów w złotych. Długa pozycja netto w euro to 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'2019). W momencie rozliczenia instrumentów gdy kurs walutowy jest poza określonym korytarzem, rozliczenie opcji koryguje przychody.

Prognozowany kurs EUR/PLN w okolicach 4,32 (krzywa forward) mieści się w korytarzu opcyjnym. W kolejnych latach (po 2019) nie zakładamy dalszych transakcji zabezpieczających, co jest założeniem konserwatywnym.

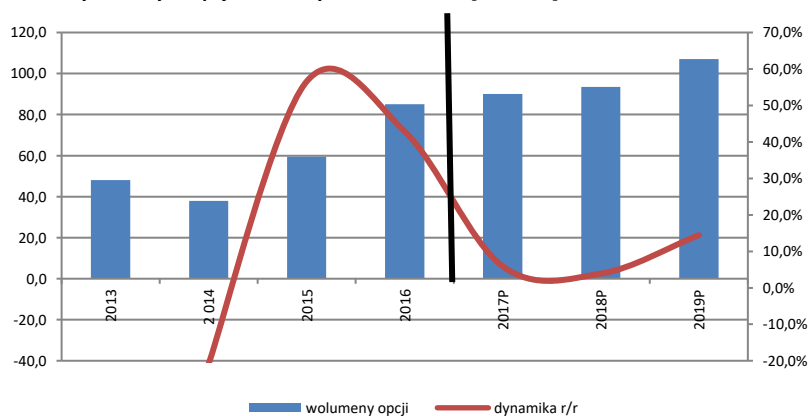
Kursy rozliczeniowe i wolumeny opcji walutowych



Na lata 2016-2019 spółka ma zabezpieczoną ekspozycję w korytarzu 4,21-5,14 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 2017-2019 sięgają 90-110 mln EUR

Źródło: BDM S.A., Spółka

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2016-2018

Realizacja 2016 roku okazała się ok. 3% lepsza od naszych oczekiwań na poziomie EBITDA/zysku netto przy porównywalnych przychodach.

Prognozy na 2017 rok zostały podwyższone o ok. 9%/12% na poziomie EBITDA/netto wskutek gł. niższych cen płyt wiórowych. Wyższe wolumeny sprzedaży (8,3 vs 8 mln paczek poprzednio) zostały zneutralizowane nieco niższymi cenami i mniej korzystnym EUR/PLN. Zwracamy przy tym uwagę, że zarząd na ostatniej konferencji zapowiedział wolumen rzędu 9 mln paczek mebli (4,5 mln szt.). Na poziomie netto uwzględniamy ok. 1 mln PLN wyniku z indyjskiej spółki JV z Advetntz.

Prognozy na 2018 rok zostały podwyższone na poziomie EBITDA/netto o 25/38% gł. dzięki uwzględnieniu oszczędności z tyt. własnej fabryki płyt wiórowych. Fabryka ma rozpocząć prace w 1Q'18 więc oczekujemy, że już w 2Q'18 rozpocznie regularne dostawy na produkcję mebli, co przy marży 25% EBITDA wygeneruje 48 mln PLN oszczędności (docelowo >65 mln PLN). Bez uwzględniania fabryki płyt nasze prognozy byłyby porównywalne z wrześniowym raportem (powyżej 200 mln PLN EBITDA). Na poziomie netto kalkulujemy ok. 2,7 mln PLN wyniku indyjskiej spółki JV z Advetntz (docelowo 6,5 mln PLN od 2021 roku)

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

	2016			2017P			2018P		
	Poprzednio*	Faktyczne	Zmiana	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana
Przychody	1 106,0	1 090,3	-1,4%	1 199,0	1 212,1	1,1%	1 353,9	1 354,2	0,0%
Wynik brutto na sprzedaży	420,0	426,9	1,6%	440,1	478,1	8,6%	493,5	568,0	15,1%
EBITDA	161,6	167,1	3,4%	172,0	187,7	9,1%	201,2	251,9	25,2%
EBIT	138,4	144,4	4,3%	140,0	161,3	15,2%	159,8	220,0	37,7%
Wynik netto	107,6	110,4	2,6%	109,5	122,5	11,9%	124,2	171,6	38,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	38,0%	39,2%		36,7%	39,4%		36,4%	41,9%	
Marża EBITDA	14,6%	15,3%		14,3%	15,5%		14,9%	18,6%	
Marża EBIT	12,5%	13,2%		11,7%	13,3%		11,8%	16,2%	
Marża zysku netto	9,7%	10,1%		9,1%	10,1%		9,2%	12,7%	

Źródło: BDM, szacunki własne. * - prognozy z dnia 14.09.2016

Główne założenia w modelu

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Zmiana cen mebli w EUR	1,4%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Wolumen mebli mln paczek	6,9	7,5	8,3	9,1	10,0	11,6	12,0	12,3	12,5	12,8	12,9	13,0
zmiana r/r	14,1%	9,0%	11,1%	10,0%	10,0%	15,0%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%
wykorzystanie mocy	97,8%	95,7%	92,2%	93,1%	83,6%	88,8%	92,3%	94,2%	96,1%	98,0%	99,0%	100,0%
Wolumen płyt wiórowych tys. m3			300	400	400	400	400	400	400	400	400	400
Kurs EUR/PLN	4,18	4,36	4,31	4,32	4,32	4,32	4,32	4,32	4,32	4,32	4,32	4,32
Zmiana cen płyt wiórowych w EUR	-2,5%	-2,5%	1,2%	2,0%	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%	22,2%	-6,6%	-0,5%	-0,1%	0,9%	1,7%	1,6%	1,4%	1,0%	1,0%
Wzrost wynagrodzeń	-3,5%	5,4%	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	954,3	1 090,3	1 212,1	1 354,2	1 502,6	1 747,0	1 836,8	1 894,2	1 953,3	2 014,3	2 056,8	2 100,2
zmiana r/r	16,0%	14,3%	11,2%	11,7%	11,0%	16,3%	5,1%	3,1%	3,1%	3,1%	2,1%	2,1%
Zysk brutto na sprzedaży	346,0	426,9	478,1	568,0	630,4	710,5	733,8	755,5	778,8	802,4	819,1	834,8
zmiana r/r	16,1%	23,4%	12,0%	18,8%	11,0%	12,7%	3,3%	3,0%	3,1%	3,0%	2,1%	1,9%
marża	36,3%	39,2%	39,4%	41,9%	42,0%	40,7%	39,9%	39,9%	39,9%	39,8%	39,8%	39,7%
EBITDA	117,8	167,1	187,7	251,9	281,7	307,7	309,6	316,8	325,2	333,6	338,8	342,8
zmiana r/r	6,7%	41,8%	12,3%	34,2%	11,8%	9,2%	0,6%	2,3%	2,7%	2,6%	1,6%	1,2%
marża	12,3%	15,3%	15,5%	18,6%	18,7%	17,6%	16,9%	16,7%	16,7%	16,6%	16,5%	16,3%
EBITDA meble	117,8	167,1	188,4	204,3	217,9	243,5	244,8	251,5	259,3	267,0	271,6	275,0
zmiana r/r	6,7%	41,8%	12,8%	8,4%	6,7%	11,8%	0,5%	2,7%	3,1%	3,0%	1,7%	1,3%
marża	12,3%	15,3%	15,5%	15,1%	14,5%	13,9%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,2%	13,1%
EBIT	98,2	144,4	161,3	220,0	249,8	277,2	280,2	288,5	298,0	307,4	313,7	318,8
zmiana r/r	4,9%	47,1%	11,7%	36,4%	13,6%	11,0%	1,1%	2,9%	3,3%	3,1%	2,0%	1,6%
marża	10,3%	13,2%	13,3%	16,2%	16,6%	15,9%	15,3%	15,2%	15,3%	15,3%	15,3%	15,2%
Zysk netto	84,4	110,4	122,5	171,6	199,4	224,5	230,5	239,7	248,4	255,8	260,9	265,0
zmiana r/r	12,3%	30,8%	11,0%	40,0%	16,2%	12,6%	2,7%	4,0%	3,6%	3,0%	2,0%	1,6%
marża	8,8%	10,1%	10,1%	12,7%	13,3%	12,8%	12,5%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,6%

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	909,4	936,6	940,7	948,7	955,8	960,9	963,7	964,0	961,3	961,9
Wartości niematerialne i prawne	16,4	16,3	16,1	16,1	16,2	16,3	16,6	16,8	17,1	17,4	17,7	16,8
Rzeczowe aktywa trwałe	259,4	362,0	662,3	689,5	693,6	701,4	708,3	713,1	715,6	715,6	712,6	714,0
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	451,0	464,1	514,7	581,9	626,7	661,8	675,0	689,8	702,9	711,8
Zapasy	139,0	143,7	159,8	178,5	198,1	230,3	242,2	249,7	257,5	265,6	271,2	276,9
Należności krótkoterminowe	193,3	320,7	202,1	225,8	250,6	291,3	306,3	315,9	325,7	335,9	343,0	350,2
Inwestycje krótkoterminowe	55,1	97,0	85,9	56,6	62,8	57,0	75,0	93,0	88,6	85,2	85,5	81,5
-środki pieniężne i ekwiwalenty	55,0	95,9	84,7	55,4	61,6	55,9	73,8	91,8	87,4	84,0	84,4	80,3
Aktywa razem	738,4	1 174,0	1 360,5	1 400,7	1 455,4	1 530,6	1 582,5	1 622,7	1 638,8	1 653,8	1 664,2	1 673,7
Kapitał (fundusz) własny	474,8	549,2	672,4	795,0	931,2	1 075,9	1 216,7	1 318,0	1 326,7	1 334,2	1 339,2	1 343,3
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	297,7	406,0	525,6	660,3	752,5	752,5	752,5	752,5	752,5
Zysk (strata) netto okresu	118,4	151,5	163,6	212,7	240,5	265,6	271,6	280,8	289,5	297,0	302,0	306,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	259,9	621,6	684,8	602,5	521,0	451,5	362,7	301,5	308,9	316,5	321,7	327,2
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	442,3	342,3	242,3	142,3	42,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
-oprocentowane	29,3	391,3	441,3	341,3	241,3	141,3	41,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	183,9	164,0	178,1	195,8	214,2	244,7	255,9	236,0	243,3	250,9	256,2	261,6
-oprocentowane	106,1	28,1	27,1	27,1	27,1	27,1	27,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	738,4	1 174,0	1 360,5	1 400,7	1 455,4	1 530,6	1 582,5	1 622,7	1 638,8	1 653,8	1 664,2	1 673,7

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	1 212,1	1 354,2	1 502,6	1 747,0	1 836,8	1 894,2	1 953,3	2 014,3	2 056,8	2 100,2
Koszty produktów, tow. i materiałów	608,3	663,4	734,0	786,2	872,2	1 036,4	1 103,0	1 138,7	1 174,5	1 211,9	1 237,7	1 265,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	346,0	426,9	478,1	568,0	630,4	710,5	733,8	755,5	778,8	802,4	819,1	834,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	237,1	276,9	316,9	348,0	380,6	433,3	453,6	467,0	480,8	495,0	505,4	516,0
Zysk (strata) na sprzedaży	108,9	149,9	161,3	220,0	249,8	277,2	280,2	288,5	298,0	307,4	313,7	318,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-10,7	-5,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	117,8	167,1	187,7	251,9	281,7	307,7	309,6	316,8	325,2	333,6	338,8	342,8
EBIT	98,2	144,4	161,3	220,0	249,8	277,2	280,2	288,5	298,0	307,4	313,7	318,8
Saldo działalności finansowej	0,7	-5,1	-11,0	-10,8	-8,2	-5,3	-2,1	0,9	2,1	2,0	1,9	1,8
Zysk (strata) brutto	98,8	139,2	151,3	211,8	246,1	277,1	284,6	295,9	306,6	315,9	322,1	327,1
Zysk (strata) netto	84,4	110,4	122,5	171,6	199,4	224,5	230,5	239,7	248,4	255,8	260,9	265,0

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	78,2	190,6	148,3	190,8	213,0	216,4	243,8	254,5	260,6	266,8	274,1	273,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-67,0	-399,5	-194,9	-58,5	-34,1	-35,9	-32,5	-28,8	-25,3	-21,9	-17,9	-16,2
Przepływy z działalności finansowej	-11,9	249,1	35,5	-161,6	-172,7	-186,3	-193,3	-207,7	-239,7	-248,4	-255,8	-260,9
Przepływy pieniężne netto	-0,7	40,2	-11,2	-29,3	6,2	-5,8	18,0	18,0	-4,4	-3,4	0,4	-4,0
Środki pieniężne na początek okresu	55,7	55,0	95,9	84,7	55,4	61,6	55,9	73,8	91,8	87,4	84,0	84,4
Środki pieniężne na koniec okresu	55,0	95,9	84,7	55,4	61,6	55,9	73,8	91,8	87,4	84,0	84,4	80,3

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%	11%	12%	11%	16%	5%	3%	3%	3%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	42%	12%	34%	12%	9%	1%	2%	3%	3%	2%	1%
EBIT zmiana r/r	47%	12%	36%	14%	11%	1%	3%	3%	3%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	31%	11%	40%	16%	13%	3%	4%	4%	3%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	39%	39%	42%	42%	41%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Marża EBITDA	15%	15%	19%	19%	18%	17%	17%	17%	17%	16%	16%
Marża EBIT	13%	13%	16%	17%	16%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Marża brutto	13%	12%	16%	16%	16%	15%	16%	16%	16%	16%	16%
Marża netto	10%	10%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
COGS / przychody	61%	61%	58%	58%	59%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
SG&A / przychody	25%	26%	26%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
SG&A / COGS	42%	43%	44%	44%	42%	41%	41%	41%	41%	41%	41%
ROE	20%	18%	21%	21%	21%	19%	18%	19%	19%	19%	20%
ROA	9%	9%	12%	14%	15%	15%	15%	15%	15%	16%	16%
Dług	420,2	468,3	368,3	268,3	168,3	68,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	36%	34%	26%	18%	11%	4%	0%	0%	0%	0%	0%
D / E	56%	52%	36%	23%	12%	5%	0%	0%	0%	0%	0%
Dług / kapitał własny	76%	69%	46%	29%	16%	6%	0%	0%	0%	0%	0%
Dług netto	324,4	383,6	312,9	206,7	112,5	-5,5	-91,8	-87,4	-84,0	-84,4	-80,3
Dług netto / kapitał własny	59%	57%	39%	22%	10%	0%	-7%	-7%	-6%	-6%	-6%
Dług netto / EBITDA	1,9	2,0	1,2	0,7	0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
Dług netto / EBIT	225%	238%	142%	83%	41%	-2%	-32%	-29%	-27%	-27%	-25%
EV	2 272,3	2 341,2	2 270,5	2 174,0	2 079,8	1 961,8	1 875,5	1 879,9	1 883,3	1 882,9	1 887,0
Dług / EV	18%	20%	16%	12%	8%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
CAPEX / Przychody	22%	16%	5%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%
CAPEX / Amortyzacja	1061%	751%	197%	125%	139%	137%	132%	125%	116%	105%	102%
Amortyzacja / Przychody	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Przychody	-5%	2%	2%	2%	3%	1%	1%	1%	1%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-41%	16%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	1,8	1,6	1,4	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9
P/E*	17,6	16,0	11,4	9,9	8,8	8,5	8,2	7,9	7,7	7,5	7,4
P/BV*	3,5	2,9	2,5	2,1	1,8	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
P/CE*	14,6	13,1	9,6	8,5	7,7	7,6	7,3	7,1	7,0	6,9	6,8
EV/EBITDA*	13,6	12,5	9,0	7,7	6,8	6,3	5,9	5,8	5,6	5,6	5,5
EV/EBIT*	15,7	14,5	10,3	8,7	7,5	7,0	6,5	6,3	6,1	6,0	5,9
EV/S*	2,1	1,9	1,7	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
BVPS	23,1	28,1	33,2	38,7	44,7	50,5	54,7	55,1	55,4	55,6	55,8
EPS	4,6	5,1	7,1	8,3	9,3	9,5	9,9	10,3	10,6	10,8	11,0
CEPS	5,6	6,2	8,5	9,6	10,6	10,8	11,1	11,4	11,7	11,8	12,0
FCFPS	8,5	9,1	9,5	9,8	10,3	10,5	10,3	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS w okresie	1,01	0,20	2,06	2,89	3,36	3,78	5,82	10,09	10,46	10,77	10,98
Payout ratio	28,3%	4,3%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	60,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
DY*	1,2%	0,2%	2,5%	3,5%	4,1%	4,6%	7,1%	12,4%	12,8%	13,2%	13,5%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 81,5 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	Dzień publikacji	Godzina publikacji	kurs	WIG
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 2Q'17:

Kupuj	1	50%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	50%
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 (bazując 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 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 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 21.04.2017 roku 10:52 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 26.04.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia Klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informację w niej zawartą 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 rekomendację 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 21.04.2017 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 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.