



Dom Maklerski BDM S.A.

FORTE

RAPORT ANALITYCZNY

W latach 2017-2018 spółka doświadczyła wielu nawarstwionych problemów, zarówno zewnętrznych (wzrost kosztów materiałowych i pracy, restrukturyzacja kluczowego klienta) jak i wewnętrznych (problemy produkcyjne, przeinwestowanie), które nie zostały jeszcze rozwiązane. Tym samym zadłużenie finansowe netto sięgnęło blisko 6,0x EBITDA, a spółka złamała kowenanty bankowe. Z drugiej strony dostrzegamy niewymagającą bazę wynikową, która przy zapowiadanej poprawie efektywności produkcji płyty wiórowej, nie powinna być trudna do pobicia. W rezultacie wykorzystujemy przecenę akcji spółki i wydajemy rekomendację **AKUMULUJ** z ceną docelową 27,3 PLN/akcję.

W latach 2005-2017 dynamika sprzedaży spółki kształtowała się średnio 2 p.p. powyżej rynku. Od 2017 roku spółka wyraźnie odstaje od rynku. Przedstawiciele spółki wskazywali wówczas na zmianę mixu sprzedaży i spadek średnich cen. Na przełomie 2017/2018 złożył się na to skandal finansowy z udziałem gł. odbiorcy- grupy Steinhoff. Od tego momentu spółka ma większy problem z wolumenami sprzedaży.

Wyniki 3Q'18 rozczarowały. EBITDA okazała się 22% słabsza od naszych oczekiwań i ponad 30% od konsensusu. Spółka doświadczyła kolejnego spadku sprzedaży mebli (wolumeny -3% r/r, ceny/mix -4% r/r) i niższej efektywności fabryki płyt (nieplanowane przestoje).

Na konferencji po wynikach 3Q'18 zarząd wskazywał na wakacyjne spowolnienie popytu na rynku niemieckim, a sytuacja nie poprawiła się w październiku czy listopadzie. W rezultacie spadek sprzedaży mebli powinien być kontynuowany, ale z mniejszą dynamiką niż w 3Q'18. Spółka zredukowała ofertę sprzedaży o 25% i skupia się na poprawie rentowności. Powrót do wzrostu sprzedaży mebli ma być możliwy dopiero od 2Q'19.

Zadłużenie finansowe netto na koniec 3Q'18 wzrosło do 638 mln PLN i stanowiło 5,8x EBITDA 12m. Spółka po 2Q'18 i 3Q'18 złamała kowenanty bankowe (jeszcze w 2013 roku spółka miała gotówkę netto). Dług dotyczy gł. kredytów inwestycyjnych na budowę fabryki płyt wiórowych (wykorzystanie 432 mln PLN) i odkupu akcji własnych.

Na konferencji po wynikach 3Q'18 zarząd oczekiwał, że zejście wskaźnika DN/EBITDA do wartości poniżej 3,0x nastąpi najwcześniej w 1Q'20. Jest to spójne z naszymi założeniami. Dopiero wtedy spółka podejmie decyzję co do inwestycji w 5-tą fabrykę mebli.

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	954,3	1 090,4	1 096,2	1 099,3	1 144,4	1 218,9
EBITDA [mln PLN]	117,8	167,2	125,6	116,3	150,3	199,3
EBIT [mln PLN]	98,2	144,5	98,7	67,4	92,1	146,6
Wynik netto [mln PLN]	84,4	104,6	77,0	30,2	60,4	110,6
P/BV	1,2	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7
P/E	6,8	5,5	7,5	19,1	9,6	5,2
EV/EBITDA	5,6	5,4	8,7	10,4	7,1	4,8
EV/EBITDA skoryg.*	5,6	5,1	8,3	10,0	6,7	4,5
EV/EBIT	6,7	6,2	11,1	18,0	11,6	6,5
DY w okresie	8,3%	4,2%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%

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

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 27,3 PLN

11 GRUDZIEŃ 2018, 13:20 CEST

Wycena DCF [PLN]	30,7
Wycena porównawcza [PLN]	23,9
Wycena końcowa [PLN]	27,3
Potencjał do wzrostu / spadku	11,4%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	24,5
Kapitalizacja [mln PLN]	581,9
Ilość akcji [mln szt.]	23,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	49,00
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	20,35
Stopa zwrotu za 3 mc	-43,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-50,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-56,9%
Struktura akcjonariatu:	
MaForm Holding	32,4%
Aviva OFE	8,8%
Skarbiec TFI*	9,0%
NN OFE	7,3%
PZU OFE	5,3%
Franklin Templeton	5,3%
Pozostali	31,8%

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

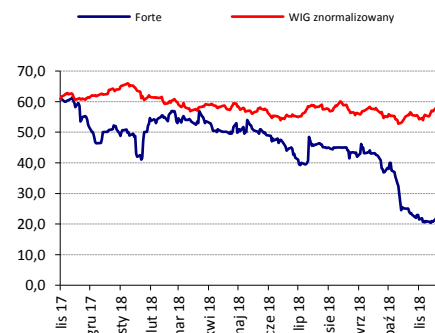
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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.

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

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
NISKA BAZA WYNIKOWA.....	3
RYNEK MEBLOWY WCIĄŻ WZROSTOWY.....	4
... A SPÓŁKA MA PROBLEMY WEWNĘTRZNE.....	4
WYSOKIE ZADŁUŻENIE ZNIECHĘCA DO INWESTYCJI.....	5
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	6
WYCENA DCF.....	7
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
WYNIKI 3Q'18 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW.....	12
ZADŁUŻENIE.....	13
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2018-2020.....	15
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE.....	16

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2018-2027 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 30,7 PLN. Natomiast wycena porównawcza do spółek z branży meblowej, oparta na prognozach wyników na lata 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 23,9 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej (bez zmian). W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 27,3 PLN.

Podsumowanie wyceny

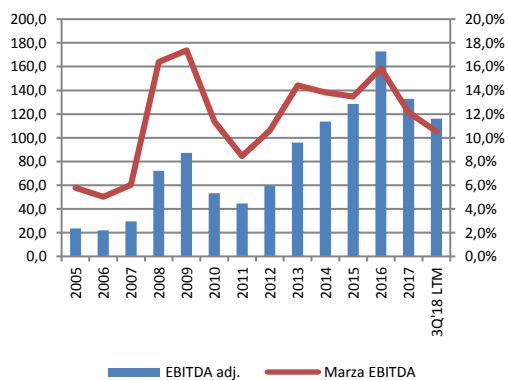
	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	30,7
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	23,9
Wycena spółki [PLN]		27,3

Źródło: BDM S.A.

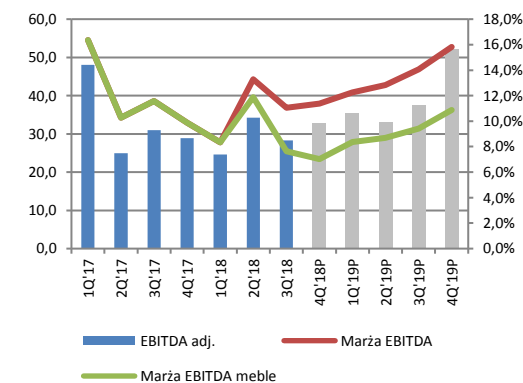
Niska baza wynikowa

W 2017-2018 spółka doświadczała spadku EBITDA w tempie 20-40% r/r. Nawarstwione problemy z dynamicznym wzrostem kosztów płyt i pracy, restrukturyzacją kluczowego odbiorcy czy wewnętrznymi problemami produkcyjnymi sprowadziły bazę wynikową do bardzo niskiego poziomu. W świetle poprawy wydajności fabryki płyt wiórowych nie powinna ona stanowić wyzwania dla wyników najbliższych kwartałów. Oczekujemy, że spółka powróci na wzrostową ścieżkę wynikową.

Oczyszczona* EBITDA i marża 2005-3Q'18LTM

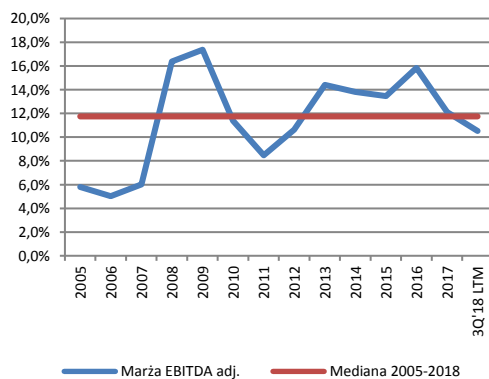


Oczyszczona* EBITDA i marża 1Q'17-4Q'19P



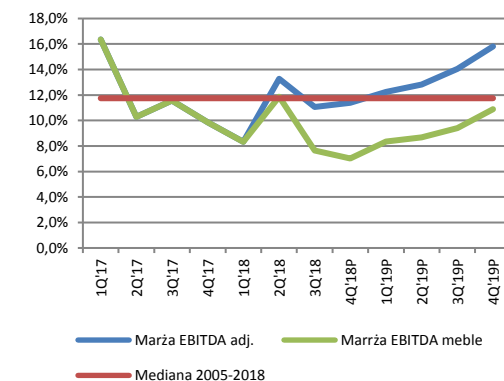
Źródło: BDM S.A., spółka. LS: EBITDA adj. [MPLN], PS: marża. * - o saldo PDO

Historyczna marża EBITDA vs mediana



Źródło: BDM S.A., spółka.

Marża EBITDA prognozowana vs mediana historyczna

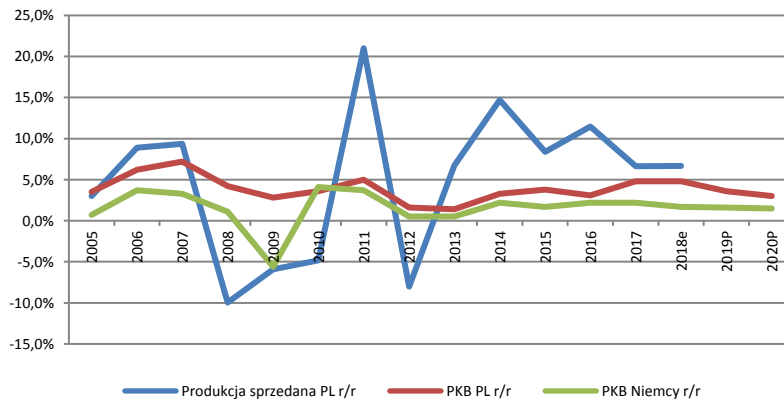


Źródło: BDM S.A., spółka.

Rynek meblowy wciąż wzrostowy...

Ponad 80% krajowej produkcji meblowej trafia na eksport w tym ok. 60% do Niemiec. Na gł. rynkach sprzedaży (Niemcy/Polska) prognozowane jest spowolnienie wzrostu gospodarczego (rynek wciąż powinien być wzrostowy).

Dynamika produkcji sprzedanej mebli na tle PKB w Polsce i w Niemczech [r/r]

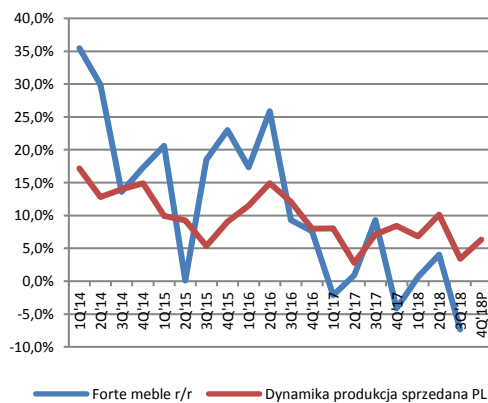


Źródło: BDM S.A., spółka, GUS

... a spółka ma problemy wewnętrzne

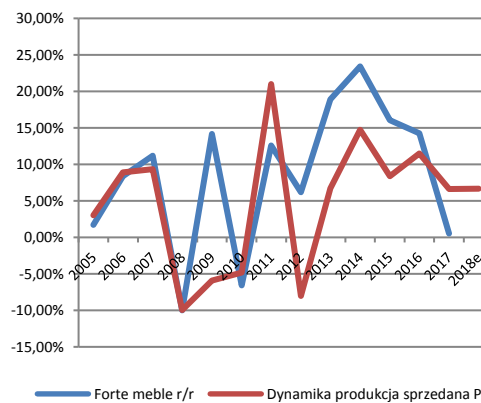
W latach 2005-2017 dynamika sprzedaży spółki kształtowała się średnio 2 p.p. powyżej rynku. Od 2017 roku spółka wyraźnie odstaje od rynku. Przedstawiciele spółki wskazywali wówczas na zmianę mixu sprzedaży i spadek średnich cen. Na przełomie 2017/2018 złożył się na to skandal finansowy z udziałem gł. odbiorcy- grupy Steinhoff. Od tego momentu spółka ma większy problem z wolumenami sprzedaży.

Dynamika sprzedaży mebli Forte vs rynek [r/r]



Źródło: BDM S.A., spółka, GUS

Dynamika sprzedaży mebli Forte vs rynek [r/r]



Źródło: BDM S.A., spółka, GUS

Wysokie zadłużenie zniechęca do inwestycji

Zadłużenie netto na koniec 3Q'18 wzrosło do 638 mln PLN i stanowiło 5,8x EBITDA 12m. Spółka po 2Q'18 i 3Q'18 złamała kowenanty bankowe (jeszcze w 2013 roku spółka miała gotówkę netto).

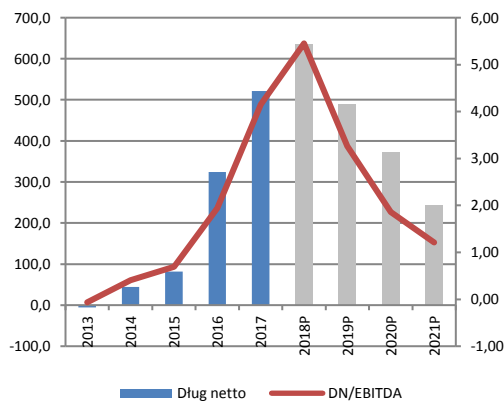
Na konferencji po wynikach 3Q'18 zarząd oczekiwał, że zejście wskaźnika DN/EBITDA do wartości poniżej 3,0x nastąpi najwcześniej w 1Q'20. Jest to spójne z naszymi założeniami. Dopiero wtedy spółka podejmie decyzję co do inwestycji w 5-tą fabrykę mebli.

Geneza zadłużenia spółki [MPLN]

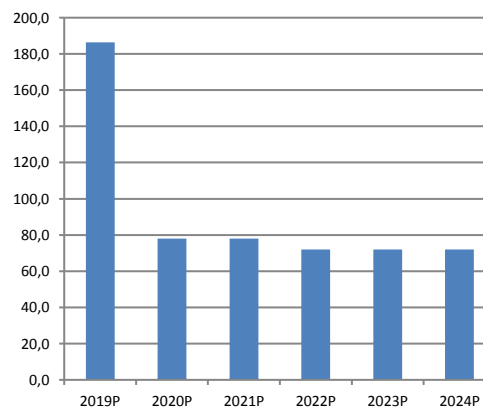
	MPLN	Komentarz
zadłużenie netto 2015	82	
fabryka płyt	506	początkowo koszt szacowano na 320 MPLN; ostatnie płatności 23-24 MPLN w 4Q'18
rozbudowa zdolności pr. mebli/magazynów	55	
CAPEX odtworzeniowy	44	
odkup akcji własnych	157	grudzień 2017 po 76,5 PLN/akcję, obecnie akcje te są warte ok. 50 MPLN
dywidendy	29	
Pozostałe	78	
CFO '16-3Q'18	-313	
Zadłużenie netto 3Q'18	638	

Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

Dług netto [MPLN] i dług netto/EBITDA 2013-2021P



Zapadalność zadłużenia (bez obrotowego) [MPLN]



Źródło: BDM S.A., spółka. LS: dług netto, PS: dług netto/EBITDA

Źródło: BDM S.A., spółka.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Wysokie zadłużenie

Zadłużenie netto na koniec 3Q'18 wzrosło do 638 mln PLN i stanowiło 5,8x EBITDA 12m. Spółka po 2Q'18 i 3Q'18 złamała kowenanty bankowe (jeszcze w 2013 roku spółka miała gotówkę netto).

Zadłużenie dotyczy gł. fabryki płyt wiórowych, której budowa zakończyła się w 1Q'18 (130 mln EUR kredytu, do spłaty na koniec 3Q'18 101 mln EUR- 432 mln PLN) i wykupu akcji własnych (SEZAM XX FIZ w grudniu'16 2,05 mln akcji Forte po 76,5 PLN/szt., kredyt 130 mln PLN, do spłaty na koniec 3Q'18 106 mln PLN).

Spółka we wrześniu 2018 roku uzgodniła nowe wskaźniki zadłużenia z bankami finansującymi (PKO i BGK oraz ING). Dodatkowo spółka przedterminowo spłaciła 30 mln PLN kredytu w ING wynikającego z finansowania wykupu akcji własnych.

W listopadzie spółka uzgodniła nowe wskaźniki zadłużenia z ING. Dodatkowo j. dom. poręczyła w kwocie 74 mln PLN za zobowiązania spółki Forte Brand (podmiot posiada 2,05 mln akcji Forte kupionych na kredyt).

Ryzyko podaży 2,05 mln akcji

Pod koniec grudnia'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.

Forte posiada 100% w spółce Forte Brand (dawniej Terceira), która posiada certyfikaty SEZAM XX FIZ. W portfelu inwestycyjnym FIZAN znajduje się 100% udziałów Bentham.

Certyfikaty inwestycyjne spółka wycenia w kwocie 108 mln w trwałych aktywach finansowych. Obecnie akcje te są warte ok. 51 mln PLN. W sprawozdaniu rocznym za 2017 rok spółka dokonała ich wyceny poprzez obniżenie kapitału własnego. Podobnego ruchu spodziewamy się również na koniec 2018 roku. Niewykluczone także, że spółka będzie zmuszona sprzedać te akcje z uwagi na wymagalne zadłużenie (76 mln PLN kredytu do spłaty na 16.12.2019).

Program inwestycyjny może nie dać zakładanego wzrostu wyników

Fabryka płyt wiórowych w okresie 2Q'16-3Q'18 kosztowała już 506 mln PLN (ostatnie wydatki zaplanowane są na 4Q'18 w wysokości 23-24 mln PLN). W poprzedniej rekomendacji wydatki szacowaliśmy na max 450 mln PLN. W rezultacie projekt osiąga dodatnie NPV dopiero przy marży EBITDA ok. 17% (powyżej średniej w branży producentów płyt). W swoich projekcjach oczekujemy, że fabryka będzie w stanie generować >20% marży EBITDA dzięki m.in. niższym wskaźnikom zużycia surowców, mniejszej ilości odpadów czy zmniejszeniu kosztów ogólnych. Istnieje ryzyko niezrealizowania tych celów.

Spowolnienie gospodarcze w Niemczech i Europie

Głównymi rynkami działalności spółki są Niemcy (40-50% sprzedaży) i Polska (15-20% 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.

Wzrost kosztów pracy

Koszty pracy stanowią ok. 20% ogółu kosztów w spółce. W latach 2006-2018 średnie wynagrodzenie w spółce rosło przeciętnie o ok. 8% przy ok. 5% wzroście średnio w gospodarce. Przeciętne wynagrodzenie wciąż jednak znajduje się poniżej średniej krajowej (3,9k PLN/msc vs >4k PLN/msc w gospodarce).

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 1,1 (poprzednio 1,0- wzrost z uwagi na wysokie zadłużenie).

Główne założenia w modelu:

Meble:

- Nie zakładamy budowy 5-tej fabryki mebli, która była drugim (obok fabryki płyt) kluczowym elementem zaprezentowanej w październiku 2015 roku strategii rozwoju do 2021 roku. Zdecydowanie wyższy poziom nakładów inwestycyjnych na fabrykę płyt i obniżenie rentowności w działalności meblowej wpłynęło na wzrost wskaźników zadłużenia. Obecna retoryka zarządu koncentruje się na jego obniżeniu do $<3,0x$ DN/EBITDA (1Q'20);
- Spółka obecnie w 100% wykorzystuje zdolności produkcyjne i ewentualne przyrosty wolumenów będą wynikiem ze zmiany mixu i likwidacji wąskich gardeł produkcyjnych;
- Spodziewamy się nieco niższych wolumenów sprzedaży mebli w 2019 roku (-3% r/r) w związku ze zmniejszoną ofertą;
- Oczekujemy wyższej ceny jednostkowej mebli w 2019 roku, co wraz z poprawą efektywności pozwoli przynajmniej zrównoważyć wzrost kosztów materiałowych, energii i pracy;
- W 3Q'18 szacujemy, że oczyszczona marża EBITDA w meblach (przy deklarowanej przez zarząd rentowności f. płyt) spadła do ok. 8% vs 12% w '17 (mediana 2005-2017 12,1%, min. 5-6% w latach 2005-2007). Retoryka zarządu skupia się obecnie na poprawie rentowności. Docelowo przyjmujemy ok. 10% (od 2020 roku);
- Zaktualizowaliśmy ceny kluczowych surowców. W 2019 roku spółka zmierzy się przede wszystkim ze wzrostem cen energii (+40%, ok. 8 mln PLN więcej kosztów). Ponadto oczekujemy stabilnych cen płyt wiórowych. Niższe powinny być koszty okuć i kartonów. Łączy efekt wzrostu kosztów surowcowych w części meblowej powinien wynosić ok. 3% r/r. W kolejnych latach presja powinna być mniejsza;
- W 2019 roku i w długim terminie oczekujemy ok. 5% r/r wzrostu kosztów pracy. W latach 2005-2017 efektywny wzrost średniej pensji wynosił ok. 8% r/r;
- Ostrożniej podchodzimy do spółki JV w Chennai (zawiązana spółka z hinduskim partnerem w styczniu '17). W 2017-2018 spółka wygenerowała 5-6 mln PLN strat dla akcjonariuszy Forte. Liczymy na break even w 2H'19;
- Uwzględniamy wszystkie transakcje opcyjnie zabezpieczające kurs EUR/PLN, o których spółka poinformowała w RB. W latach 2019-2021 jest to już 120-130 mln EUR rocznie.

Płyta:

- W marcu/kwietniu'18 spółka rozpoczęła produkcję własnej płyty wiórowej;
- W 2Q'16-3Q'18 CAPEX na fabrykę płyt wyniósł 506 mln PLN, a zarząd spółki zapowiedział jeszcze 23-24 mln PLN wydatków w 4Q'18. Cały projekt powinien więc się zamknąć CAPEX w wysokości ok. 530 mln PLN;
- Zarząd był rozczarowany wydajnością fabryki płyt w 2-3Q'18. Na konferencji po 3Q'18 spółka informowała, że osiągnęła poziom 1,2 tys. m³ płyty/dobę (36 tys. m³/msc) w październiku i listopadzie'18;
- Oczekujemy, że dojście do maksymalnej wydajności (1,5 tys. m³/dobę, efektywnie 480 tys. m³ rocznie) będzie stopniowe i osiągalne w 1Q'20. W całym 2018 roku produkcja powinna sięgnąć >300 tys. m³, w '19 >400 tys. m³ (docelowo 480 tys. m³ od '20);
- Fabryka płyt w pełni zaspokoi zapotrzebowanie Forte na surową płytę wiórową (ok. 380 tys. m³). Reszta będzie sprzedawana na zewnątrz (docelowo ok. 100 tys. m³);
- Obecnie spółka skupia się na poprawie efektywności kosztowej. Wg BAT zróżnicowanie wskaźników zużycia surowców jest dość duże, szczególnie jeśli chodzi o zużycie energii (0,5-3,1 MWh e.e. i ciepła na 1 m³ płyty surowej);
- Przedstawiciele spółki informowali, że nowa fabryka mimo rozczarowującej wydajności, w 3Q'18 wygenerowała „kilka mln euro” EBITDA. W 4Q'18 wynik powinien być lepszy;

- Oczekujemy, że w 2018 roku fabryka płyt wygeneruje ok. 27 mln PLN EBITDA (marża 13%), a w '19 roku wynik wzrośnie do 55 mln PLN (docelowo >70 mln PLN EBITDA, marża >20%);

Pozostałe:

- W 4Q'18 spółka ma ostatnie płatności za fabrykę płyt. W 2019 roku zarząd zapowiedział CAPEX w wysokości 30-40 mln PLN (poniżej amortyzacji). Docelowo przyjmujemy CAPEX na poziomie amortyzacji;
- Spółka współfinansuje budowę lotniska w Suwałkach, którego budowa ma zostać zakończona w 1H'19. W związku z tym oczekujemy ok. 10 mln PLN wydatków (w kosztach bieżących- PDO) w tym 2 mln PLN w 4Q'18 i 8 mln PLN w 1H'19;
- W RMK kwota 42,4 mln PLN to dotacja przyznana na budowę fabryki płyt (łącznie 57 mln PLN). Oczekujemy jej rozliczenia w 2019 roku (19 mln PLN w '17);

Ponadto:

- Po okresie szczegółowej prognozy przyjmujemy spadek FCF na poziomie 1% (poprzednio +2%);
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 11 grudnia 2018 roku;
- Z długu netto zdejmujemy 2,05 mln akcji Forte, będących w posiadaniu SEZAM XX FIZ, po bieżącej cenie rynkowej;
- Liczbą akcji przyjmujemy na poziomie 23 931 tys. szt.;

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 735 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 30,7 PLN.

Model DCF

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 096,2	1 099,3	1 144,4	1 218,9	1 247,5	1 278,6	1 291,4	1 304,3	1 317,3	1 330,5	1 343,8
EBIT [mln PLN]	98,7	67,4	92,1	146,6	152,2	155,7	158,1	158,5	157,7	155,9	153,5
Stopa podatkowa	18,0%	25,6%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	17,8	17,3	17,5	27,8	28,9	29,6	30,0	30,1	30,0	29,6	29,2
NOPLAT [mln PLN]	80,9	50,2	74,6	118,7	123,3	126,1	128,1	128,3	127,7	126,3	124,3
Amortyzacja [mln PLN]	26,9	48,8	58,2	52,7	48,3	44,9	42,1	39,9	38,2	36,8	35,6
CAPEX [mln PLN]	-276,2	-189,4	-40,0	-41,4	-41,1	-40,9	-40,1	-39,2	-38,4	-37,0	-35,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	158,3	-6,5	32,2	-7,4	-2,8	-3,1	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
FCF [mln PLN]	-10,1	-96,8	124,9	122,6	127,7	127,0	128,9	127,8	126,2	124,8	123,1
DFCF [mln PLN]		-96,5	115,5	104,8	100,7	92,0	85,6	77,5	70,0	63,2	56,9
Suma DFCF [mln PLN]		669,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]		1 160,4	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: -1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		536,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 206,2									
Dług netto** [mln PLN]		470,9									
Wartość kapitału [mln PLN]		735,3									
Ilość akcji [mln szt.]		23,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		30,7									

Przychody zmiana r/r	0,3%	4,1%	6,5%	2,3%	2,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-31,7%	36,5%	59,2%	3,9%	2,3%	1,6%	0,2%	-0,5%	-1,1%	-1,6%
FCF zmiana r/r	-	-	-1,9%	4,2%	-0,5%	1,5%	-0,9%	-1,2%	-1,1%	-1,4%
Marża EBITDA	10,6%	13,1%	16,3%	16,1%	15,7%	15,5%	15,2%	14,9%	14,5%	14,1%
Marża EBIT	6,1%	8,0%	12,0%	12,2%	12,2%	12,2%	12,1%	12,0%	11,7%	11,4%
Marża NOPLAT	4,6%	6,5%	9,7%	9,9%	9,9%	9,9%	9,8%	9,7%	9,5%	9,3%
CAPEX / Przychody	17,2%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%	2,9%	2,8%	2,6%
CAPEX / Amortyzacja	387,7%	68,8%	78,6%	85,1%	91,1%	95,1%	98,3%	100,5%	100,5%	99,8%
Zmiana KO / Przychody	0,6%	-2,8%	0,6%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	209,9%	-71,4%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%

Źródło: BDM S.A. ** - po pomniejszeniu o bieżącą wartość 2,05 mln akcji Forte (49,5 mln PLN- SEZAM XX FIZ).

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
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	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
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	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Udział kapitału własnego	56,5%	65,0%	72,3%	79,4%	86,3%	92,8%	99,0%	99,3%	99,6%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,1%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	43,5%	35,0%	27,7%	20,6%	13,7%	7,2%	1,0%	0,7%	0,4%	0,0%
WACC	7,1%	7,7%	8,1%	8,5%	8,8%	9,1%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%

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	36,0	39,0	42,6	47,3	53,3	61,6	73,6	92,4	126,3
	0,8	33,4	36,0	39,1	43,1	48,2	55,1	64,6	79,0	102,9
	0,9	31,0	33,3	36,0	39,5	43,8	49,5	57,3	68,5	86,1
	1,0	28,8	30,8	33,2	36,2	40,0	44,8	51,2	60,1	73,6
	1,1	26,7	28,5	30,7	33,3	36,5	40,6	46,0	53,2	63,8
	1,2	24,9	26,5	28,4	30,7	33,5	37,0	41,5	47,5	55,9
	1,3	23,1	24,6	26,3	28,3	30,7	33,8	37,6	42,6	49,4

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%	37,1	40,3	44,2	49,1	55,6	64,6	77,8	98,9	138,5
	4,0%	31,4	33,8	36,7	40,2	44,7	50,6	58,7	70,4	89,1
	5,0%	26,8	28,6	30,7	33,3	36,6	40,6	46,0	53,3	63,8
	6,0%	22,8	24,2	25,9	27,9	30,3	33,2	36,9	41,8	48,3
	7,0%	19,5	20,6	21,9	23,4	25,2	27,4	30,1	33,5	37,9
	8,0%	16,6	17,5	18,5	19,7	21,1	22,8	24,8	27,2	30,3
	9,0%	14,1	14,8	15,6	16,6	17,7	19,0	20,5	22,3	24,6

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%	54,9	51,9	49,1	46,5	44,1	41,9	39,8	37,9	36,0
	4,0%	48,2	44,9	41,9	39,1	36,6	34,3	32,2	30,2	28,4
	5,0%	42,6	39,1	36,0	33,2	30,7	28,4	26,3	24,3	22,5
	6,0%	37,9	34,3	31,2	28,4	25,9	23,6	21,5	19,7	17,9
	7,0%	33,8	30,2	27,1	24,3	21,9	19,7	17,7	15,9	14,2
	8,0%	30,2	26,7	23,6	20,9	18,5	16,4	14,4	12,7	11,1
	9,0%	27,1	23,6	20,6	17,9	15,6	13,6	11,7	10,0	8,5

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 11 grudnia 2018 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 50% (bez zmian).

Porównując wyniki Forte ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 566 mln PLN, co odpowiada 23,9 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 24,5 PLN (bieżąca cena rynkowa) Forte handlowane jest z istotną premią dla EV/EBITDA. Premia ta wynika zakończoną w 1Q'18 inwestycji, której docelowe efekty powinny być widoczne dopiero w 2020/2021 roku.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
BETER BED HOLDING	-	18,0	9,3	14,1	4,5	3,3	-	12,0	6,4
HERMAN MILLER	11,7	10,2	9,4	6,8	5,7	5,0	9,1	7,5	6,4
ETHAN ALLEN INTERIORS	12,9	11,7	9,5	6,4	6,0	5,3	8,8	8,1	6,5
DOREL INDUSTRIES	9,5	8,6	7,8	6,2	5,6	5,2	8,7	7,7	7,2
NOBIA	9,3	8,4	8,1	6,1	5,4	5,2	7,5	6,6	6,3
HOWDEN JOINERY	13,7	12,8	11,7	8,8	8,0	7,0	9,9	9,0	7,8
DFS FURNITURE	10,7	8,8	7,5	6,1	5,2	4,3	9,3	7,5	6,0
PFLEIDERER	17,1	15,6	11,2	5,6	5,4	4,8	12,2	11,9	9,5
Mediana	11,7	11,0	9,4	6,3	5,5	5,1	9,1	7,9	6,5
FORTE*	19,4	9,7	5,3	10,5	7,2	4,8	18,1	11,7	6,5
Premia/dyskonto do spółki	65,8%	-11,3%	-43,3%	66,6%	30,2%	-5,8%	98,9%	48,0%	1,3%
Wycena wg wskaźnika	14,8	27,6	43,2	6,2	16,1	29,0	1,2	12,0	26,1
Waga roku	10,0%	45,0%	45,0%	10,0%	45,0%	45,0%	10,0%	45,0%	45,0%
Wycena wg wskaźników		33,4			20,9			17,2	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		23,9							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 11.12.2018. *- w oparciu o dług netto skorygowany o aktywa SEZAM XX FIZ (2,05 mln akcji Forte).

WYNIKI 3Q'18 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki 3Q'18 rozczarowały. EBITDA okazała się 22% słabsza od naszych oczekiwań i ponad 30% od konsensusu. Przychody spadły o 4,3% r/r i były słabsze od naszych oczekiwań o 11%. Przychody z wyłączeniem sprzedaży płyty wiórowej spadły o 7% r/r, na co złożył się przede wszystkim mniejszy wolumen sprzedaży. Wg danych z prezentacji spadł on o ok. 3% r/r, a w okresie 1-3Q'18 o ponad 4% r/r. Wynik EBIT obniżyła wyższa o ok. 1,5 mln PLN q/q amortyzacja, a na zysk netto wpływ miały pozytywne różnice kursowe wynikające z przeszacowania zadłużenia.

CFO w 3Q'18 wyniósł blisko 30 mln PLN, a CAPEX 35 mln PLN. Zadłużenie netto wzrosło do 638 mln PLN i stanowiło 5,8x EBITDA 12m. Po okresie bilansowym (w listopadzie'18) spółka uzgodniła nowe wskaźniki zadłużenia z ING. Ponadto przedterminowo spłaciła 30 mln PLN kredytu wynikającego z odkupu akcji własnych.

Na konferencji po wynikach 3Q'18 zarząd wskazywał na wakacyjne spowolnienie popytu na rynku niemieckim, a sytuacja nie poprawiła się w październiku czy listopadzie. W rezultacie spadek sprzedaży mebli powinien być kontynuowany, ale z mniejszą dynamiką niż w 3Q'18. Spółka zredukowała ofertę sprzedaży o 25% i skupia się na poprawie rentowności. Powrót do wzrostu sprzedaży mebli ma być możliwy dopiero od 2Q'19. W przypadku fabryki płyt, po rozczarowującej wydajności w 3Q'18, produkcja w październiku-listopadzie sięgnęła średnio ok. 1,2 tys. m³/dobę (36 tys. m³/msc). Sprzedaż na zewnątrz powinna w 4Q'18 wynieść ok. 12 mln PLN vs 8,2 mln PLN w 3Q'18. EBITDA ma być lepsza.

Wyniki 3Q'18 [mln PLN]

	3Q'17	3Q'18	zmiana r/r	3Q'18 szac.	3Q'18P BDM*	różnica	3Q'18P konsens.*	różnica
Przychody	267,8	256,3	-4,3%	256	287,9	-11,0%	277,1	-7,5%
Wynik brutto na sprzedaży	93,1	87,3	-6,2%		98,8	-11,6%		
EBITDA	30,1	27,3	-9,1%	27,3	35,1	-22,0%	40,4	-32,3%
EBIT	23,0	14,4	-37,3%	14,4	23,9	-39,8%	28,2	-48,9%
Zysk brutto	15,6	15,5	-1,0%		19,8	-21,7%		
Zysk netto	11,3	14,9	32,1%		16,0	-7,2%		
Marża zysku brutto ze sprzedaży	34,8%	34,1%			34,3%			
Marża EBITDA	11,2%	10,7%		10,7%	12,2%		14,6%	
Marża EBIT	8,6%	5,6%		5,6%	8,3%		10,2%	
Marża zysku netto	4,2%	5,8%			5,6%			
P/E 12m		13,7						
EV/EBITDA 12m		11,0						

Źródło: BDM S.A., spółka.

Wybrane dane finansowe 1Q'17-4Q'19P [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018P	2019P
Przychody	293,7	242,6	267,8	292,2	295,5	258,0	256,3	289,5	289,4	257,6	267,2	330,1	1 096,2	1 099,3	1 144,4
meble i pozostałe	293,7	242,6	267,8	292,2	295,5	252,4	248,1	277,5	272,1	247,7	266,0	309,9	1 096,2	1 073,5	1 095,7
płyta*						5,6	8,2	12,0	17,3	9,9	1,2	20,2		25,8	48,7
Wynik brutto ze sprzedaży	114,9	87,0	93,1	101,8	94,2	91,2	87,3	96,7	98,1	87,5	96,8	123,3	396,8	369,4	405,6
PDO	-1,5	-1,3	-0,9	-3,4	-1,3	0,4	-1,0	-2,0	-3,0	-5,0	0,0	0,0	-7,2	-3,9	-8,0
EBITDA	46,5	23,7	30,1	25,4	23,4	34,6	27,3	30,9	32,5	28,0	37,6	52,2	125,6	116,3	150,3
meble i pozostałe	46,5	23,7	30,1	25,4	23,4	30,3	18,0	17,5	19,7	16,5	25,0	33,7	125,6	89,2	95,0
płyta						4,3	9,4	13,5	12,7	11,5	12,5	18,5		27,1	55,3
EBIT	40,4	17,3	23,0	18,1	15,9	23,2	14,4	13,9	17,9	13,5	23,0	37,7	98,7	67,4	92,1
meble i pozostałe	40,4	17,3	23,0	18,1	15,9	23,2	9,3	4,7	9,3	6,1	14,6	23,3	98,7	53,1	53,2
płyta						0,0	5,1	9,2	8,6	7,4	8,4	14,4	0,0	14,4	38,9
Wynik brutto	38,6	18,0	15,6	21,7	10,8	4,7	15,5	9,5	13,1	8,9	18,7	33,9	94,0	40,6	74,6
Wynik netto	31,3	14,4	11,3	20,1	7,3	0,3	14,9	7,7	10,6	7,2	15,2	27,4	77,0	30,2	60,4
Marża brutto	39,1%	35,9%	34,8%	34,8%	31,9%	35,4%	34,1%	33,4%	33,9%	34,0%	36,2%	37,3%	36,2%	33,6%	35,4%
Marża EBITDA	15,8%	9,8%	11,2%	8,7%	7,9%	13,4%	10,7%	10,7%	11,2%	10,9%	14,1%	15,8%	11,5%	10,6%	13,1%
meble i pozostałe	15,8%	9,8%	11,2%	8,7%	7,9%	12,0%	7,2%	6,3%	7,3%	6,7%	9,4%	10,9%	11,5%	8,3%	8,7%
płyta						7,0%	12,9%	18,5%	16,5%	18,4%	19,2%	21,1%	0,0%	13,1%	18,9%
Marża netto	10,7%	5,9%	4,2%	6,9%	2,5%	0,1%	5,8%	2,7%	3,7%	2,8%	5,7%	8,3%	7,0%	2,7%	5,3%
Zmiana r/r															
Przychody	-2,2%	0,9%	9,3%	-4,2%	0,6%	6,4%	-4,3%	-0,9%	-2,1%	-0,2%	4,3%	14,0%	0,5%	0,3%	4,1%
meble i pozostałe	-2,2%	0,9%	9,3%	-4,2%	0,6%	4,0%	-7,3%	-5,0%	-7,9%	-1,9%	7,2%	11,7%	0,5%	-2,1%	2,1%
płyta										77,0%	-85,1%	68,2%			88,4%
EBITDA	-4,8%	-29,0%	-21,4%	-45,7%	-49,7%	46,4%	-9,1%	21,8%	38,9%	-19,1%	37,4%	68,8%	-24,9%	-7,4%	29,2%
meble i pozostałe	-4,8%	-29,0%	-21,4%	-45,7%	-49,7%	28,3%	-40,2%	-31,2%	-15,5%	-45,6%	39,2%	92,9%	-24,9%	-29,0%	6,5%
płyta										168,8%	34,0%	37,5%			104,0%

Źródło: BDM S.A., spółka, szac. własne. *- przychody na zewnątrz

ZADŁUŻENIE

Zadłużenie netto na koniec 3Q'18 wzrosło do 638 mln PLN i stanowiło 5,8x EBITDA 12m. Spółka po 2Q'18 i 3Q'18 złamała kowenanty bankowe (jeszcze w 2013 roku spółka miała gotówkę netto).

Zadłużenie finansowe brutto na koniec 3Q'18 wynosiło 730 mln PLN i dotyczyło gł. kredytów inwestycyjnych na budowę fabryki płyt wiórowych (wykorzystanie 432 mln PLN) i odkupu akcji własnych (wykorzystanie 106 mln PLN, w listopadzie'18 spółka przedterminowo spłaciła 30 mln PLN). Finansowanie obrotowe wynosiło 172 mln PLN i stanowiło ok. 25% całkowitego długu. Jego większość (152 mln PLN) zapada w czerwcu 2019 roku.

Spółka we wrześniu 2018 roku uzgodniła nowe wskaźniki zadłużenia z bankami finansującymi (PKO i BGK oraz ING). Dodatkowo spółka przedterminowo spłaciła 30 mln PLN kredytu w ING wynikającego z finansowania wykupu akcji własnych.

W listopadzie spółka uzgodniła nowe wskaźniki zadłużenia z ING. Dodatkowo j. dom. poręczyła w kwocie 74 mln PLN za zobowiązania spółki Forte Brand (podmiot posiada 2,05 mln akcji Forte kupionych na kredyt).

Zadłużenie z tyt. kredytów bankowych

	kwota	waluta	kwota PLN	wykorzystanie			spłata	oprocentowanie
				2016	2017	3Q'18		
<i>inwestycyjne</i>			786 212	272 975	458 447	558 160		
PKO, BGK*	130 000	EUR	556 582	95 698	307 059	431 776	17.10.2024	euribor 3m+marża
ING A***	130 000	PLN	130 000	125643	121773	106 473	16.12.2019	wibor 1m+ marża
ING A	985	EUR	4 217	2615			29.09.2017	euribor 3m+marża
ING A1	1 265	EUR	5 416	532	3957		31.03.2020	euribor 3m+marża
ING B	4 250	EUR	18 196	20655	13908		31.12.2021	euribor 3m+marża
ING B	15 500	PLN	15 500	15500			15.09.2017	wibor 1m + marża
ING B1	7 250	EUR	31 040		5699	17997	31.12.2021	euribor 3m+marża
mBank	2 400	EUR	10 275	5810	2307	440	31.12.2018	euribor 1m+marża
PKO	3 500	EUR	14 985	6522	3744	1474	22.12.2018	euribor 1m+marża
<i>obrotowe</i>			221 407	130 033	132 487	172 209		
PKO	100 000	PLN	100 000	44764	61936	76478	09.06.2019	wibor 1m +marża
ING	100 000	PLN	100 000	79736	54717	75355	30.06.2019	wibor 1m +marża
mBank	5 000	EUR	21 407	5533	15834	20376	12.12.2019	wibor O/N + marża
RAZEM			1 007 619	403 008	590 934	730 369		

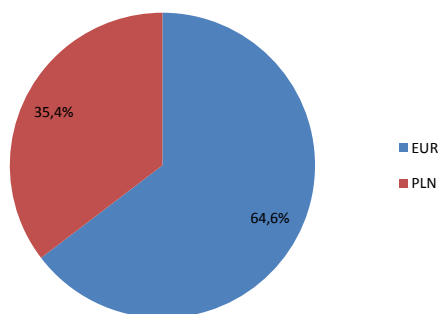
Źródło: BDM S.A., *- na fabrykę płyt- kwota obniżona we wrześniu'18 ze 140 do 130 mln EUR. **- przedterminowa spłata 30 mln PLN w listopadzie'18.

Na 4Q'18 spółka zapowiedziała jeszcze 23-24 mln PLN płatności z tyt. fabryki płyt (cały projekt powinien zamknąć się CAPEX na poziomie 530 mln PLN). W rezultacie zadłużenie netto nie powinno ulec istotnej zmianie q/q. Szacujemy, że wskaźnik DN/EBITDA będzie stanowił ok. 5,5x na koniec 2018 roku.

W 2019 roku CAPEX ma sięgnąć już tylko 30-40 mln PLN co przy potencjalne 150 mln PLN EBITDA powinno prowadzić do wyraźnej obniżki zadłużenia.

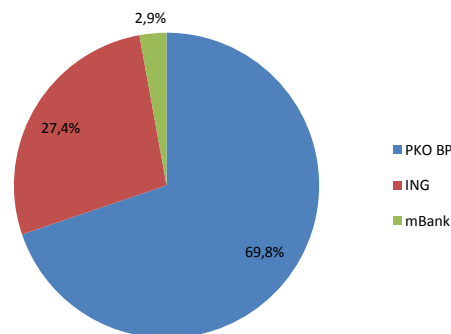
Zarząd na konferencji wynikowej po 3Q'18 oczekiwał, że wskaźnik DN/EBITDA spadnie poniżej 3,0x na koniec 1Q'20. Jest to spójne z naszymi prognozami (na koniec '19 ok. 3,3x). Dopiero wtedy podejmie decyzje co do strategicznej inwestycji w 5-tą fabrykę płyt.

Struktura walutowa zadłużenia 3Q'18

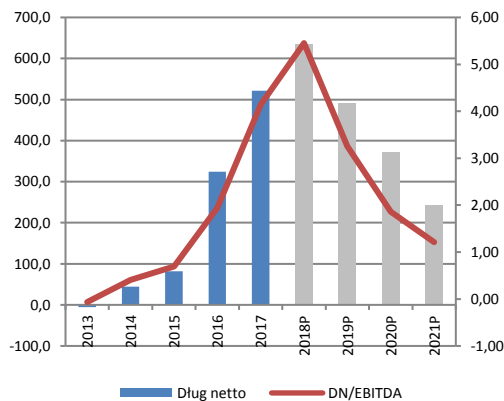
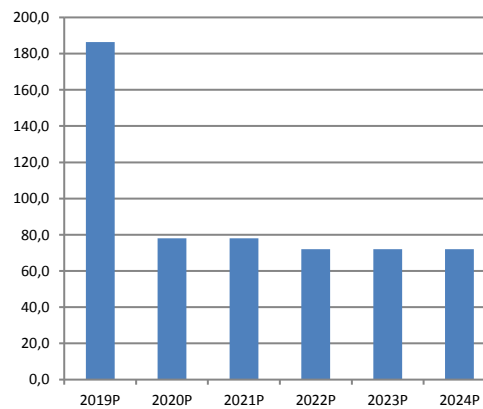


Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura kredytowa w 3Q'18



Źródło: BDM S.A., spółka

Dług netto [MPLN] i dług netto/EBITDA 2013-2021P

Zapadalność zadłużenia (bez obrotowego) [MPLN]


Źródło: BDM S.A., spółka. LS: dług netto, PS: dług netto/EBITDA Źródło: BDM S.A., spółka.

Wskazujemy, że spółka posiada na bilansie 2,05 mln akcji własnych o bieżącej wartości rynkowej ok. 50 mln PLN i nieruchomości inwestycyjne warte 74 mln PLN (m.in. centra handlowe we Wrocławiu, Bydgoszczy, kompleks hal magazynowych we Wrocławiu, nieruchomość w Przemysłu po dawnym zakładzie przemysłowym). Kapitał pracujący na koniec 3Q'18 wynosił 210 mln PLN.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2018-2020

Nasze prognozy na 2018-2020 obniżyliśmy o ok. 30% . Większa korekta EBIT/zysku netto wynika z wyższej amortyzacji (wzrost inwestycji w f. płyt) i kosztów finansowych (większe zadłużenie).

W związku ze wzrostem nakładów inwestycyjnych w fabrykę płyt (do 3Q'18 506 mln PLN) i obniżoną rentownością w produkcji mebli, zadłużenie finansowe netto w relacji do EBITDA sięgnęło blisko 6x. W rezultacie obecnie priorytetem zarządu pozostaje jego obniżenie do akceptowalnych poziomów (<3,0x), co ma nastąpić najwcześniej w 1Q'20. Do tego czasu zarząd nie podejmie decyzji o budowie 5-tej fabryki mebli, która była jednym z kluczowych elementów strategii do 2021 roku. Tym samym spółka nie osiągnie zapowiadanych 400 mln EUR obrotów (ok. 280 mln EUR w naszych prognozach), co ma decydujący wpływ na obniżenie naszych założeń w najbliższych latach.

Zmiany w prognozach na lata 2018-2020 [mln PLN]

	2018P			2019P			2020P		
	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana
Przychody	1 252,2	1 099,3	-12,2%	1 468,3	1 144,4	-22,1%	1 702,7	1 218,9	-28,4%
Wynik brutto na sprzedaży	466,6	369,4	-20,8%	711,4	405,6	-43,0%	732,4	476,8	-34,9%
EBITDA	163,2	116,3	-28,7%	215,5	150,3	-30,3%	288,0	199,3	-30,8%
EBIT	120,2	67,4	-43,9%	172,1	92,1	-46,5%	246,8	146,6	-40,6%
Wynik netto	83,2	30,2	-63,7%	131,2	60,4	-54,0%	195,9	110,6	-43,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	37,3%	33,6%		48,4%	35,4%		43,0%	39,1%	
Marża EBITDA	13,0%	10,6%		14,7%	13,1%		16,9%	16,3%	
Marża EBIT	9,6%	6,1%		11,7%	8,0%		14,5%	12,0%	
Marża zysku netto	6,6%	2,7%		8,9%	5,3%		11,5%	9,1%	

Źródło: BDM, szacunki własne. *- prognozy z dnia 06.11.2017

Główne założenia w modelu

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Meble												
Przychody [MPLN]	1 090,4	1 096,2	1 073,5	1 095,7	1 147,7	1 180,6	1 216,2	1 228,4	1 240,7	1 253,1	1 265,6	1 278,3
zmiana r/r	14,3%	0,5%	-2,1%	2,1%	4,7%	2,9%	3,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
zmiana r/r wolumen	5,2%	3,3%	-0,3%	-3,4%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
zmiana r/r cena/mix	4,8%	-0,3%	-1,9%	3,1%	1,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
zmiana EUR/PLN	4,3%	-2,4%	0,1%	2,4%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	167,2	125,6	89,2	95,0	125,5	127,4	127,7	128,2	127,8	126,9	125,4	123,4
marża	15,3%	11,5%	8,3%	8,7%	10,9%	10,8%	10,5%	10,4%	10,3%	10,1%	9,9%	9,7%
Płyta												
Przychody ogółem [MPLN]			207,0	292,6	321,9	325,1	328,4	331,6	335,0	338,3	341,7	345,1
w tym zewnętrzne			25,8	48,7	71,3	66,9	62,4	63,0	63,6	64,3	64,9	65,5
wolumen [tys. m3]			314,2	440,0	480,0	480,0	480,0	480,0	480,0	480,0	480,0	480,0
wykorzystanie zdolności			63%	88%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%
cena płyty [EUR/m3]	139,4	140,1	152,9	152,4	152,4	153,9	155,5	157,0	158,6	160,2	161,8	163,4
zmiana r/r	-5,4%	0,5%	9,1%	-0,3%	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA			27,1	55,3	73,7	73,2	72,9	72,0	70,6	69,0	67,4	65,6
marża			13,1%	18,9%	22,9%	22,5%	22,2%	21,7%	21,1%	20,4%	19,7%	19,0%

Źródło: BDM S.A., spółka

Gł. założenia BDM vs konsensus*

	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody				
Konsensus	1 127	1 203	1 298	1 365
BDM	1 099	1 144	1 219	1 247
	-2,4%	-4,8%	-6,1%	-8,6%
EBITDA				
Konsensus	133,0	161,0	173,4	185,0
BDM	116,3	150,3	199,3	200,6
	-12,6%	-6,7%	14,9%	8,4%
Marża				
Konsensus	11,8%	13,4%	13,4%	13,6%
BDM	10,6%	13,1%	16,3%	16,1%

Źródło: BDM S.A., spółka. * Bloomberg z 11.12.2018

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	609,2	1 044,2	1 180,8	1 110,9	1 095,7	1 084,6	1 076,7	1 070,7	1 066,1	1 062,4	1 062,6	1 062,5
Wartości niematerialne i prawne	16,3	16,6	16,9	17,3	17,7	18,1	18,5	19,0	19,4	19,8	20,2	20,6
Rzeczowe aktywa trwałe	362,0	798,2	934,6	864,2	848,6	837,1	828,8	822,4	817,4	813,3	813,1	812,6
Inwestycje długoterminowe	231,0	195,9	195,9	195,9	195,9	195,9	195,9	195,9	195,9	195,9	195,9	195,9
Aktywa obrotowe	564,7	437,8	482,1	411,6	448,4	479,9	516,3	487,9	466,2	535,4	600,5	664,4
Zapasy	143,7	170,3	183,2	152,6	162,5	166,3	170,5	172,2	173,9	175,6	177,4	179,2
Należności krótkoterminowe	320,7	210,5	204,6	212,3	224,9	229,8	235,0	237,2	239,4	241,6	243,9	246,1
Inwestycje krótkoterminowe	97,0	53,1	90,2	42,8	56,9	79,8	106,7	74,5	48,8	114,1	175,2	235,1
-środki pieniężne i ekwiwalenty	95,9	52,9	90,0	42,6	56,7	79,6	106,5	74,3	48,6	114,0	175,0	234,9
Aktywa razem	1 174,0	1 482,0	1 662,9	1 522,5	1 544,1	1 564,5	1 593,0	1 558,6	1 532,3	1 597,9	1 663,1	1 726,9
Kapitał (fundusz) własny	549,2	632,7	662,9	723,3	833,9	953,2	1 080,0	1 147,9	1 215,6	1 283,3	1 350,8	1 417,7
Kapitał (fundusz) podstawowy	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9
Kapitał (fundusz) zapasowy	113,2	114,6	191,5	221,7	282,1	392,8	512,1	575,5	641,2	707,8	775,0	842,3
Zysk (strata) netto okresu	151,5	108,3	61,5	91,7	141,9	150,6	158,1	162,6	164,6	165,7	165,9	165,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	621,6	846,1	996,7	796,0	706,9	608,0	509,6	407,4	313,4	311,2	309,0	305,9
Rezerwy na zobowiązania	6,1	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6
Zobowiązania długoterminowe	393,1	530,3	680,3	493,9	393,9	293,9	193,9	93,9	2,2	2,2	2,2	2,2
-oprocentowane	392,1	528,1	678,1	491,7	391,7	291,7	191,7	91,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	164,0	280,2	280,9	285,5	296,4	297,5	299,2	296,9	294,7	292,4	290,3	287,1
-oprocentowane	28,1	46,0	46,0	41,0	36,0	31,0	26,0	21,0	16,0	11,0	6,0	0,0
Pasywa razem	1 174,0	1 482,0	1 662,9	1 522,5	1 544,1	1 564,5	1 593,0	1 558,6	1 532,3	1 597,9	1 663,1	1 726,9
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	1 090,4	1 096,2	1 099,3	1 144,4	1 218,9	1 247,5	1 278,6	1 291,4	1 304,3	1 317,3	1 330,5	1 343,8
Koszty produktów, tow. i materiałów	663,4	699,4	729,9	738,7	742,2	755,6	773,1	777,1	783,1	790,2	798,1	806,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	427,0	396,8	369,4	405,6	476,8	491,9	505,5	514,3	521,2	527,2	532,4	537,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	276,9	291,0	298,1	305,6	330,2	339,7	349,8	356,2	362,7	369,5	376,5	383,7
Zysk (strata) na sprzedaży	150,0	105,8	71,3	100,1	146,6	152,2	155,7	158,1	158,5	157,7	155,9	153,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-5,5	-7,2	-3,9	-8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	167,2	125,6	116,3	150,3	199,3	200,6	200,6	200,3	198,4	195,9	192,7	189,1
EBIT	144,5	98,7	67,4	92,1	146,6	152,2	155,7	158,1	158,5	157,7	155,9	153,5
Saldo działalności finansowej	-12,5	0,7	-20,9	-17,2	-13,3	-9,6	-5,7	-2,6	-0,5	1,6	3,7	5,7
Zysk (strata) brutto	132,0	94,0	40,6	74,6	136,6	147,3	156,6	162,1	164,6	165,9	166,2	165,7
Zysk (strata) netto	104,6	77,0	30,2	60,4	110,6	119,3	126,8	131,3	133,3	134,4	134,6	134,2
CF [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przeplwy z działalności operacyjnej	190,6	72,6	97,0	153,6	170,6	174,0	171,9	172,2	169,9	167,1	160,0	156,4
Przeplwy z działalności inwestycyjnej	-399,5	-294,0	-193,6	-38,7	-37,0	-34,8	-31,9	-31,1	-31,2	-29,7	-26,4	-23,2
Przeplwy z działalności finansowej	249,1	178,7	133,6	-162,3	-119,4	-116,3	-113,1	-173,4	-164,3	-72,1	-72,5	-73,4
Przeplwy pieniężne netto	40,2	-42,7	37,1	-47,4	14,2	22,9	26,9	-32,3	-25,6	65,3	61,1	59,8
Środki pieniężne na początek okresu	55,0	95,9	52,9	90,0	42,6	56,7	79,6	106,5	74,3	48,6	114,0	175,0
Środki pieniężne na koniec okresu	95,9	52,9	90,0	42,6	56,7	79,6	106,5	74,3	48,6	114,0	175,0	234,9

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	1%	0%	4%	7%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	-25%	-7%	29%	33%	1%	0%	0%	-1%	-1%	-2%	-2%
EBIT zmiana r/r	-32%	-32%	37%	59%	4%	2%	2%	0%	0%	-1%	-2%
Zysk netto zmiana r/r	-26%	-61%	100%	83%	8%	6%	4%	2%	1%	0%	0%
Marża brutto na sprzedaży	36%	34%	35%	39%	39%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Marża EBITDA	11%	11%	13%	16%	16%	16%	16%	15%	15%	14%	14%
Marża EBIT	9%	6%	8%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	11%
Marża brutto	9%	4%	7%	11%	12%	12%	13%	13%	13%	12%	12%
Marża netto	7%	3%	5%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
COGS / przychody	64%	66%	65%	61%	61%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
SG&A / przychody	27%	27%	27%	27%	27%	27%	28%	28%	28%	28%	29%
SG&A / COGS	42%	41%	41%	44%	45%	45%	46%	46%	47%	47%	48%
ROE	12%	5%	8%	13%	12%	12%	11%	11%	10%	10%	9%
ROA	5%	2%	4%	7%	8%	8%	8%	9%	8%	8%	8%
Dług	574,0	724,0	532,7	427,7	322,7	217,7	112,7	16,0	11,0	6,0	0,0
D / (D+E)	39%	44%	35%	28%	21%	14%	7%	1%	1%	0%	0%
D / E	63%	77%	54%	38%	26%	16%	8%	1%	1%	0%	0%
Dług / kapitał własny	90%	109%	73%	51%	34%	20%	10%	1%	1%	0%	0%
Dług netto	521,2	634,0	490,1	370,9	243,1	111,1	38,4	-32,7	-103,0	-169,1	-234,9
Dług netto / kapitał własny	82%	96%	68%	44%	26%	10%	3%	-3%	-8%	-13%	-17%
Dług netto / EBITDA	4,1	5,5	3,3	1,9	1,2	0,6	0,2	-0,2	-0,5	-0,9	-1,2
Dług netto / EBIT	528%	940%	532%	253%	160%	71%	24%	-21%	-65%	-108%	-153%
EV	1 099,1	1 212,0	1 068,0	948,9	821,0	689,1	616,3	545,3	475,0	408,9	343,1
Dług / EV	52%	60%	50%	45%	39%	32%	18%	3%	2%	1%	0%
CAPEX / Przychody	25%	17%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
CAPEX / Amortyzacja	1025%	388%	69%	79%	85%	91%	95%	98%	100%	101%	100%
Amortyzacja / Przychody	2%	4%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
Zmiana KO / Przychody	-14%	1%	-3%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-2718%	210%	-71%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Wskaźniki rynkowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S*	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E*	7,6	19,4	9,7	5,3	4,9	4,6	4,5	4,4	4,4	4,4	4,4
P/BV*	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
P/CE*	5,6	7,4	4,9	3,6	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5
EV/EBITDA*	8,8	10,5	7,2	4,8	4,1	3,5	3,1	2,8	2,5	2,2	1,9
EV/EBIT*	11,2	18,1	11,7	6,5	5,4	4,5	4,0	3,5	3,1	2,7	2,3
EV/S*	1,0	1,1	0,9	0,8	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
BVPS	26,6	27,8	30,4	35,0	40,0	45,3	48,1	50,9	53,8	56,6	59,4
EPS	3,2	1,3	2,5	4,6	5,0	5,3	5,5	5,6	5,6	5,6	5,6
CEPS	4,3	3,3	5,0	6,8	7,0	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1
FCFPS	-0,4	-4,0	5,2	5,1	5,3	5,3	5,4	5,3	5,3	5,2	5,1
DPS w okresie	0,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,67	2,76	2,81	2,83	2,83
Payout ratio	4,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
DY*	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,9%	11,3%	11,5%	11,5%	11,6%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 24,5 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Krzysztof Pado

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
strategia, materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian Brymora

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

Adrian Górniak

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
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
Akumuluj	27,3	Trzymaj	67,9	11.12.2018	13:20 CEST	24,5	57 555,0
Trzymaj	67,9	Kupuj	100	06.11.2017	12:35 CEST	63,0	64 009,6
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

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

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.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'18*:

	Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'18*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	3	27%	1	50%
Akumuluj	3	27%	0	0%
Trzymaj	2	18%	1	50%
Redukuj	3	27%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

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.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien 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 jakakolwiek 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 11.12.2018 roku (13:20 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 14.12.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 branżowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty prasowe, 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 na analizie przeprowadzonej 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.

Rekomendacja wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości 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, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

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 11.12.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- 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.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą sporządzającego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.