



Dom Maklerski BDM S.A.

FORTE

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ
(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 43,9 PLN

15 GRUDZIEŃ 2020, 08:00 CEST

Podnosimy cenę docelową dla Forte do 43,9 PLN/akcję i utrzymujemy zalecenie AKUMULUJ. Branża meblowa nieoczekiwanie stała się beneficjentem pandemii COVID-19 i zmiany nawyków konsumenckich. Jeszcze w 2Q'20 spółka walczyła o utrzymanie płynności, a kwartał później notowała rekordowe wyniki finansowe. Spodziewamy się, że 4Q'20 mógł być jeszcze lepszy z uwagi na osłabienie złotego i przygotowanie organizacji do zwiększonego popytu. Liczymy, że dobre wyniki utrzymają się do 2Q'21 choć do sprzedaży w 2H'21 podchodzimy bardzo ostrożnie. Doceniamy wysoką generację gotówki z FCF >10% kapitalizacji. Ryzykiem dla nas w krótkim terminie jest wydłużenie „twardego lockdown” w Niemczech. W długim/średnim okresie wskazujemy natomiast na dalszą koncentrację odbiorców na tamtejszym rynku.

Mocne wyniki 3Q'20-2Q'21. Wyniki za 3Q'20 okazały się rekordowo wysokie i ponad 50% powyżej konsensusu. Na konferencji po wynikach zarząd przyznał, że był zaskoczony skalą odbudowy zamówień w czerwcu i miał trudności w zrealizowaniu dostaw. Tym samym spółka zatrudniła skokowo ponad 600 osób, co o ok. 40% r/r zwiększyło koszty pracy. Biorąc pod uwagę, że spółka powinna być lepiej przygotowana na wysoki popyt w 4Q'20, a także wyższy średni kurs EUR/PLN wyniki 4Q'20 powinny być jeszcze lepsze. Wskazujemy w tym kontekście na obniżony konsensus 47-53 mln PLN EBITDA vs 66,5 mln PLN w naszej prognozie.

Sprzyjający EUR/PLN i wzrost cen płyt wiórowych. Szacujemy, że operacyjna ekspozycja netto spółki to rocznie ok. 150 mln EUR (każde 10 groszy to 15 mln PLN wyniku). W 4Q'20 złotówka osłabiła się o 20 groszy r/r do ok. 4,49 EUR/PLN. Spółka stosuje symetryczne zerokosztowe strategie opcyjne zabezpieczające prawie całą ekspozycję (na lata 2021-2023 w korytarzu 4,4-4,8 EUR/PLN). Dodatkowo zwracamy uwagę na wyraźne, ok. 20% podwyżki cen płyty wiórowej surowej, której spółka jest producentem od 1Q'18. Rocznie długa pozycja na tym rynku to ok. 130 tys. m3. Liczymy też na poprawę wydajności (potencjał wzrostu produkcji o 20/25%) i efektywności (obniżenie kosztów produkcji pary technologicznej).

FCF powyżej 10% kapitalizacji. Po silnym programie inwestycyjnym w 2016-2018 roku (blisko 600 mln PLN na fabrykę płyt) w 2019 roku spółka rozpoczęła proces delewarowania, który powinien jeszcze potrwać rok/dwa. Podkreślamy, że wolne przepływy pieniężne w najbliższych latach to ok. 100 mln PLN czyli >10% kapitalizacji.

Beneficjent pandemii. Spółka, jak i cała branża budownictwa mieszkaniowego nieoczekiwanie okazała się beneficjentem pandemii wirusa SARS-CoV-2, co wynikało z rekordowego popytu na meble/materiały budowlane od czerwca 2020. Popyt ten utrzymuje się również w ostatnich miesiącach/tygodniach.

Ryzyka. Głównym ryzykiem w naszej rekomendacji w krótkim terminie jest wydłużenie „twardego lockdown” w Niemczech, który został ogłoszony 13.12.2020 i ma trwać w dniach 16.12.2020-10.01.2021. Niemniej zamknięcie sklepów przypada na okres świąteczny, z obniżoną sprzedażą. Wydłużenie może być negatywne dla sprzedaży w 1Q'21, choć podejście klientów do anulacji zamówień powinno być zupełnie inne niż na wiosnę. W długim terminie wskazujemy na rosnącą koncentrację odbiorców na tamtejszym rynku (Lutz ma zgodę sądu na przejęcie Roller, potrzeba jeszcze zgody KE).

Wycena DCF [PLN]	45,6
Wycena porównawcza [PLN]	42,2
Wycena końcowa [PLN]	43,9
Potencjał do wzrostu / spadku	13,2%
Koszt kapitału	8,5%
Cena rynkowa [PLN]	38,8
Kapitalizacja [mln PLN]	928,5
Ilość akcji [mln szt]	23,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	39,50
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	20,00
Stopa zwrotu za 3 mc	21,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	87,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	200,8%
Struktura akcjonariatu:	
MaForm Holding	41,9%
PZU OFE	11,5%
Aviva OFE	8,8%
NN OFE	5,6%
Pozostali	32,1%

Krzysztof Brymora

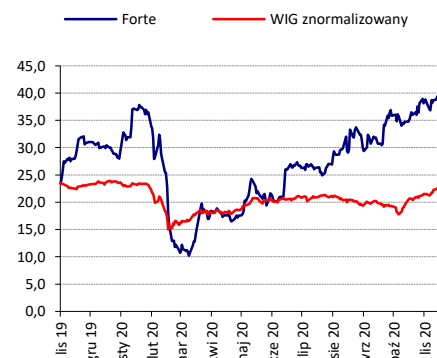
brymora@bdm.com.pl

tel. (+48) 501 238 443

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	1 096,2	1 107,3	1 176,6	1 119,9	1 168,1	1 304,0
EBITDA [mln PLN]	125,6	117,5	141,3	183,1	159,5	184,4
EBITDA skoryg. [mln PLN]	125,6	117,5	155,5	180,1	159,5	184,4
EBIT [mln PLN]	98,7	72,5	84,2	127,8	106,2	132,9
Zysk netto [mln PLN]	77,0	145,8	35,2	58,6	73,8	103,0
P/BV (x)	1,5	1,5	1,2	1,1	1,0	0,9
P/E (x)	12,1	6,4	26,4	15,9	12,6	9,0
EV/EBITDA (x)	11,5	13,4	10,1	7,3	7,8	6,5
EV/EBITDA skoryg. (x)	11,0	12,8	9,7	7,4	7,8	6,5
EV/EBIT (x)	14,7	21,6	16,7	10,2	11,5	8,8
DY w okresie	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. 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
REKORDOWE WYNIKI ZA 3Q'20, A... ..	3
... OKRES 4Q'20 MOŻE BYĆ JESZCZE LEPSZY	3
SPRZYJAJĄCY KURS EUR/PLN I WZROSTY NA RYNKU PŁYTY WIÓROWEJ	4
WZROSTY CEN PŁYTY WIÓROWEJ I OPTIMALIZACJA KOSZTÓW FABRYKI PŁYT	4
BENEFICJENT PANDEMII- OSTROŻNE PODEJŚCIE DO SPRZEDAŻY W 2021 ROKU	5
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	6
WYCENA DCF.....	7
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	10
WPŁYW COVID-19 NA WYNIKI.....	11
Z PIEKŁA DO NIEBA	11
POMOC FINANSOWA	11
WYNIKI ZA 3Q'20.....	12
SZACUNKOWE DANE ZA 3Q'20 (28.10.2020)	12
PODSUMOWANIE KONFERENCJI (30.10.2020)	12
FINALNE WYNIKI ZA 3Q'20 (23.11.2020).....	13
PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	14
OCZEKIWANIA NA 4Q'20.....	14
PERSPEKTYWY 2021	14
ZADŁUŻENIE	16
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2020-2022	18
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	19

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2020-2029 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 45,6 PLN. Natomiast wycena porównawcza do spółek z branży meblowej i drzewnej, oparta na prognozach wyników na lata 2020 – 2022 dała wartość 1 akcji na poziomie 42,2 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 43,9 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	45,6
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	42,2
Wycena spółki [PLN]		43,9

Źródło: BDM S.A.

Rekordowe wyniki za 3Q'20, a...

Wyniki za 3Q'20 (szacunki 28.10.2020) okazały się rekordowo wysokie i ponad 50% powyżej konsensusu (+34% vs nasze oczekiwania). Oprócz wysokiego popytu na meble wpływ na wynik miało osłabienie złotówki (hedging EUR/PLN +5,5 mln PLN r/r). Na konferencji po wynikach zarząd przyznał, że był zaskoczony skalą odbudowy zamówień w czerwcu i miał trudności w zrealizowaniu dostaw (spółka szybko zatrudniła 600 osób, zawiązała rezerwy na kary). Spółka w pełni wykorzystywała swoje zdolności produkcyjne.

Szacunki wyników i reakcja kursu

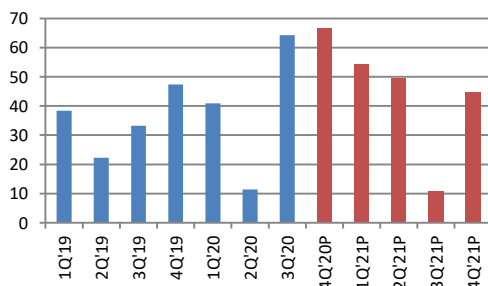
Data	EBITDA faktyczna	EBITDA BDM	Konsensus	Odchylenie BDM	Odchylenie konsensus	reakcja kursu
1Q'18	23,0	24,5		-6,2%		-0,6%
2Q'18	34,6	28,8		20,2%		19,5%
3Q'18	27,3	35,1	40,4	-22,1%	-32,4%	-24,6%
4Q'18	32,9	30,1	38,7	9,3%	-14,9%	-2,1%
1Q'19	38	34,0	35,5	11,8%	7,1%	5,6%
2Q'19	30	29,4	31,0	1,9%	-3,2%	-12,5%
3Q'19	33	33,3	34,1	-0,8%	-3,2%	3,7%
4Q'19	47,0	44,5		5,7%		5,4%
1Q'20	41,0	37,4		9,6%		-6,3%
2Q'20	11,4	16,2	9,6	-29,7%	18,8%	3,7%
3Q'20	64,0	47,8	42,0	34,0%	52,4%	3,7%

Źródło: BDM S.A. spółka

... okres 4Q'20 może być jeszcze lepszy

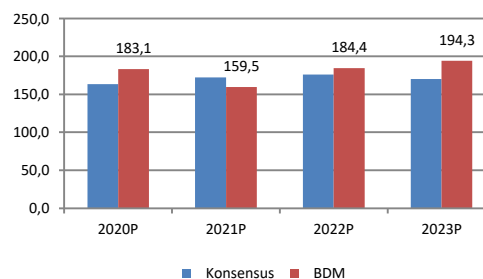
W 4Q'20 wysoki popyt na meble się utrzymywał (w październiku zarząd informował, że przyjmuje już zamówienia na 1Q'21), a średni kurs EUR/PLN był jeszcze bardziej korzystny niż kwartał wcześniej. Tym samym, mimo iż nie spodziewamy się poprawy przychodów (3Q'20 wyznaczył szczyt zdolności produkcyjnych) to marża powinna już być wyższa poprawiając rekordowy wynik z 3Q'20 (ok. 66,5 mln PLN EBITDA, +40% r/r). Podkreślamy, że spółka była zaskoczona i nieprzygotowana na duży wzrost popytu w 3Q'20, kiedy koszty zatrudnienia (ponad 600 pracowników tymczasowych) wzrosły o blisko 40% r/r. W 4Q'20 Forte powinno lepiej wykorzystać sprzyjającą koniunkturę. Tymczasem konsensus rynkowy nie zakłada poprawy wyników q/q implikując na 4Q'20 zaledwie 47-53 mln PLN EBITDA. Liczymy się więc z pozytywnym zaskoczeniem.

EBITDA 2019-2021P [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., szacunki własne

Konsensus EBITDA vs BDM



Źródło: BDM S.A., szacunki własne, Bloomberg 14.12.2020

Sprzyjający kurs EUR/PLN i wzrosty na rynku płyty wiórowej

Spółka ok. 85% sprzedaży kieruje na eksport. Szacujemy, że operacyjna ekspozycja netto (nadwyżka przychodów nad kosztami operacyjnymi w euro) to nawet ok. 150 mln EUR rocznie, co oznacza, że każde 10 groszy wzrostu EUR/PLN przekłada się na ok. 15 mln PLN marży operacyjnej ceteris paribus. Spółce w 2020 roku sprzyja trend słabego złotego. Wysoki kurs EUR/PLN był jedną z przyczyn rekordowego wyniku w 3Q'20. W 4Q'20 kurs walutowy był jeszcze lepszy.

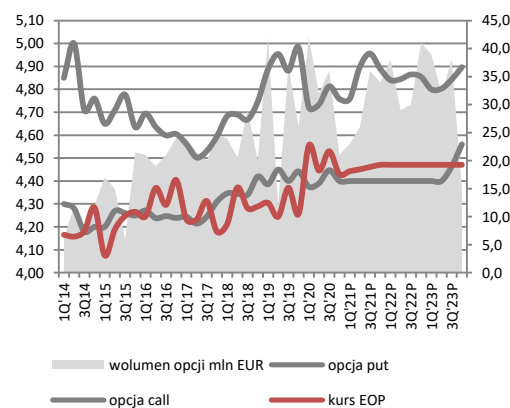
Spółka stosuje politykę zabezpieczeń wykorzystując symetryczne strategie opcyjne (kupno opcji put i sprzedaż opcji call). W ten sposób ma zabezpieczoną praktycznie całą ekspozycję (wolumeny rzędu 120-140 mln EUR) do końca 2023 roku przy kursie ok. 4,4-4,8 EUR/PLN. Ryzyko umocnienia złotówki w horyzoncie 3-letnim jest zminimalizowane.

Kurs EUR/PLN 2019-2020



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Zabezpieczenie EUR/PLN- symetryczna strategia opcyjna



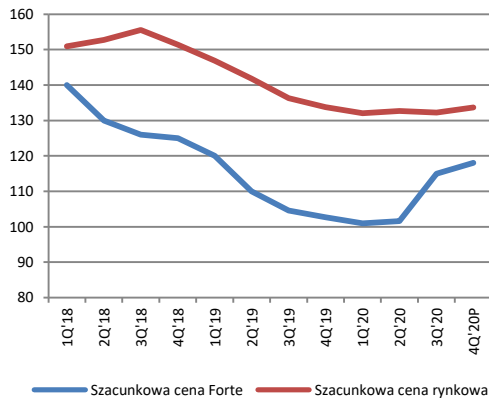
Źródło: BDM S.A., spółka. LS- kurs EUR/PLN, PS- wolumen opcji [mln EUR].

Wzrosty cen płyty wiórowej i optymalizacja kosztów fabryki płyt

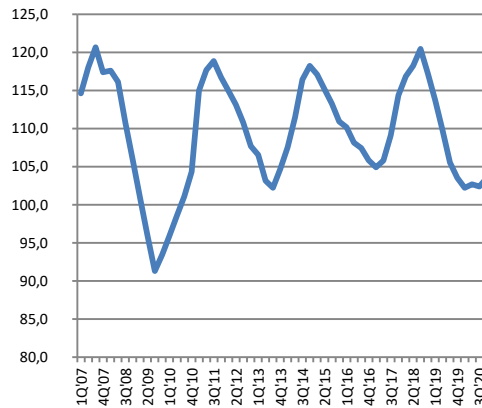
Spółka w 1Q'18 rozpoczęła produkcję płyty wiórowej surowej, podstawowego komponentu w produkcji mebli, w swojej fabryce. Do tej pory jednak odczuwa wiele problemów z wydajnością linii produkcyjnych. Szacujemy, że w 3Q'20 produkowała ok. 1,4 tys. m³/dobę, co w skali roku (320 dni) daje potencjał ok. 450 tys. m³. Tymczasem produkcja w 2020 roku to ok. 400 tys. m³ przy maksymalnych zdolnościach >500 tys. m³ rocznie. Oczekiwany wzrost wydajności powinien wyraźnie przyczynić się do obniżki kosztów.

Od 2H'18 ceny płyty wiórowej w związku m.in. z nowymi inwestycjami w Polsce się załamały. Od 2Q'20 widać odbudowę cen, czemu sprzyja wejście w życie bardziej rygorystycznych nowych norm pomiaru zawartości formaldehydu w płytach na rynku niemieckim. Rozporządzenie o zakazie chemikaliów ogranicza emisję formaldehydu z powlekanymi i niepowlekanymi płytami drewnopochodnymi oraz meblami do poziomu 0,1 ml/m³ (ppm) ale w innych warunkach, wpływających na wyraźny wzrost emisji. Nowa metoda badania emisji (EN 16516 zastępuje EN 717-1) została ogłoszona w listopadzie 2018 i weszła w życie od 01.01.2020. Płyta Forte spełnia nowe wymogi środowiskowe.

Wg zarządu Forte w 3Q'20 ceny płyty wiórowej surowej wzrosły o ok. 20% r/r i kształtowały się na poziomie ponad 120 EUR/m³ vs ok. 100 EUR/m³ w dołku 2019 roku. Na rynku widoczny jest deficyt surowca przez niespodziewany skok popytu na meble i problemy konkurencji (m.in. postoje Pfeleiderera). W 4Q'20 obserwujemy dalszy wzrost cen płyt wiórowych korzystając z danych z niemieckiego urzędu statystycznego. W szczycie 2017/2018 ceny płyty wiórowej przekraczały 150 EUR/m³.

Ceny płyty wiórowej: Forte vs rynek [EUR/m³]


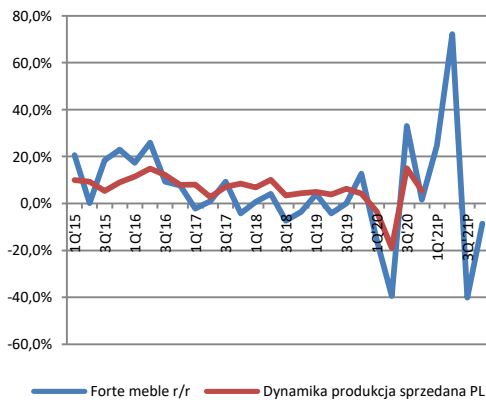
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

Indeks płyty wiórowej surowej na rynku niemieckim*


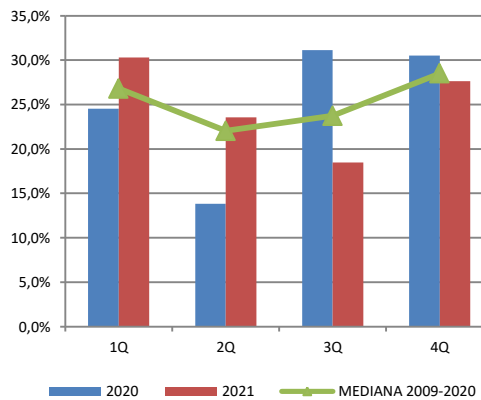
Źródło: BDM S.A., destatis. *- 2010=100

Beneficjent pandemii- ostrożne podejście do sprzedaży w 2021 roku

Spółka, jak i cała branża budownictwa mieszkaniowego nieoczekiwanie okazała się beneficjentem pandemii wirusa SARS-CoV-2, co wynikało z rekordowego popytu na meble/materiały budowlane od czerwca 2020. Popyt ten utrzymuje się również w ostatnich miesiącach/tygodniach, co wynika ze zmiany nawyków konsumenckich (przesunięcie wydatków z podróży/wycieczek na cele budowlane/remontowe). Tym samym oczekujemy, że dobra sprzedaż mebli powinna się utrzymywać w 1H'21. W miarę „normalizacji życia”, w obliczu skutecznego programu szczepień, obawiamy się dużego spadku przychodów w 3Q'21 (-40% r/r) i 5-10% r/r spadku w 4Q'21. Tym samym nasze projekcje są ok. 7% poniżej konsensusu Bloomberg.

Dynamika sprzedaży mebli w Forte vs pr. sprzedana*


Źródło: BDM S.A., spółka, szac. własne. *- produkcja sprzedana GUS, +5,5% r/r po 10.2020

Sezonowość sprzedaży mebli 2020-2021 vs historia*


Źródło: BDM S.A., spółka, szac. własne. *- udział kwartalnej sprzedaży w rocznych przychodach

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Wprowadzenie ścisłego lockdown w związku z pandemią COVID-19

W kwietniu 2020 spółka zatrzymała swoje zakłady produkcyjne w związku z wprowadzeniem ścisłego lockdownu na rynkach docelowych (zamknięcie sklepów wielkopowierzchniowych pod koniec marca na 1,5 miesiąca), a sprzedaż spadła o prawie 40% r/r.

II fala COVID-19 w październiku 2020 nie spowodowała już radykalnych działań rządów. Na największym rynku sprzedażowym w Niemczech został wprowadzony „częściowy lockdown”, a sklepy pozostały otwarte w nowym reżimie sanitarnym (1 os./20 m², zamknięte restauracje, siłownie, muzea). Dopiero 13.12.2020 rząd zdecydował się na przejście w „twardy lockdown” (efektywnie od 16.12.2020-10.01.2021). Krótki czas zamknięcia w okresie świątecznym nie powinien mieć negatywnego wpływu na Forte, ale może zostać przedłużony, czego nie zakładamy. Zamknięcie sklepów meblowych w Polsce 07.11.2020 na 3 tygodnie nie miało większego wpływu na sprzedaż spółki.

▪ 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.

▪ Koncentracja na rynku odbiorców: Giga Lutz+ Tessner (Roller GmbH)

Po problemach grupy Steinhoff w 2017 roku (wówczas największy klient Forte) rynek sprzedawców mebli w krajach niemieckojęzycznych zaczął się bardziej konsolidować. W 2018 roku Steinhoff sprzedał sklepy POCO do Giga Lutz (nr 2 na rynku niemieckim) restrukturyzując Conforamę (pozostała klientem Forte). Z kolei w 2019 roku rozpoczął się proces przejścia grupy Tessner (właściciel m.in. sklepów Roller, nr. 4 na rynku niemieckim) przez Giga Lutz. Transakcja budzi spore kontrowersje, bo powstanie największa sieć sprzedaży mebli w Niemczech (>5 mld EUR sprzedaży). Pod koniec listopada 2020 Sąd Federalny zgodził się na przejście. Potrzebna jest jeszcze zgoda KE. Sklepy Giga Lutz już w 2019 roku odpowiadały za ok. 20% sprzedaży Forte. Potencjalna koncentracja zwiększy ten udział i może pogorszyć warunki współpracy.

▪ Wysokie zadłużenie

W 2Q'20, po dużym spadku wyników, spółka złamała kowenanty (>3,0x EBITDA), ale instytucje finansowe odstąpiły od wykonania swoich praw. W 3Q'20 spółka zawarła porozumienie zmieniające wskaźniki zadłużenia i na koniec 3Q'20 nie zostały one przekroczone (DN/EBITDA 2,82x) i nie powinny zostać przekroczone również w następnych okresach. Na konferencji po szacunkach 30.10.2020 zarząd informował o wskaźnikach do końca 1Q'21 <3,5x, a od końca 2Q'20 <3,0x.

W 4Q'20 w wezwaniu kontrolowany przez Forte FIZ sprzedał 2,05 mln akcji własnych po 30,1 PLN/akcję. Łączna wartość transakcji to 61,7 mln PLN, co pozwoli na koniec 2020 roku obniżyć zadłużenie netto <400 mln PLN (ok. 2,2x EBITDA).

Spółka po ogromnym projekcie inwestycyjnym budowy fabryki płyt w 2016-2018 nie potrzebuje istotnych nakładów. W 2019 roku CAPEX wyniósł 24 mln PLN, a w 2020 nie powinien przekroczyć 20 mln PLN. Zarząd zapowiada w perspektywie 2-3 lat inwestycje na poziomie 40-50 mln PLN rocznie czyli poniżej amortyzacji. Przy EBITDA/OCF >150 mln PLN proces delewarowania powinien być bardzo szybki.

▪ Program inwestycyjny może nie dać zakładanego wzrostu wyników

Ostateczny CAPEX na fabrykę płyt wiórowych zamknął się kwotą ok. 580 mln PLN (w 2015 budżet 320 mln PLN, w 2017 roku ok. 500 mln PLN). W rezultacie projekt osiąga dodatnie NPV dopiero przy marży EBITDA > 20% (powyżej średniej w branży producentów płyt). W swoich projekcjach oczekujemy, że fabryka będzie w stanie generować maksymalnie 14-15 % marży EBITDA. Wciąż kluczowym problemem pozostaje maksymalna wydajność (spółka wyprodukowała 400 tys. m³ płyty vs 500 tys. m³ maksymalnych zdolności).

▪ Nietransparentna polityka informacyjna spółki

Na przełomie 2016/2017 spółka poza wezwaniem kupiła certyfikaty inwestycyjne SEZAM XX FIZ będące w posiadaniu 2,05 mln akcji Forte po 76,5 PLN/akcję. W październiku 2020 FIZ sprzedał te akcje w wezwaniu przez gł. właściciela Forte (MaForm) po 30,1 PLN/akcję generując 95 mln PLN straty na tym pakiecie.

▪ Wzrost kosztów pracy

Koszty pracy stanowią ok. 20% ogółu kosztów w spółce. W latach 2006-2019 średnie wynagrodzenie w spółce rosło przeciętnie o ok. 8% przy ok. 6% wzroście płacy minimalnej. Płaca minimalna w 2021 roku wzrośnie o prawie 8% r/r (2800 PLN/msc), a w kolejnych miesiącach może jeszcze silniej z uwagi na kampanijne zapowiedzi rządzącej partii 4000 PLN/msc 2023/2024.

▪ Potencjalna podaż akcji przez odchodzącego członka zarządu

Pan Klaus Dahlem z dniem 10.12.2020 zrezygnował z funkcji członka zarządu spółki. Wg raportu za 3Q'20 posiadał 34,17 tys. akcji spółki.

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 (3,0%- poprzednio 4%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,1 (bez zmian).

Główne założenia w modelu:

Mebel:

- Zarząd już w październiku informował o pełnym wykorzystaniu zdolności produkcyjnych mebli, co powinno zwiastować utrzymanie rekordowych przychodów z 3Q'20 (z lekkim spadkiem) w 4Q'20 i prawdopodobnie 1Q'21. Produkcja sprzedana mebli w 10.2020 wzrosła o 5,5% r/r po spadku o -1,7% r/r YTD;
- Spółka została nieoczekiwanie beneficjentem COVID-19. Tym samym oczekujemy, że dobra sprzedaż mebli powinna się utrzymywać w 1H'21. W miarę „normalizacji życia”, w obliczu skutecznego programu szczepień, obawiamy się dużego spadku w 3Q'21 (-40% r/r) i 5-10% r/r spadku w 4Q'21;
- Marże w 2021 roku powinny obciążać silniejszy wzrost kosztów surowcowych (energia z opłatą mocową +15% r/r, kartony +13% r/r, okucia +19% r/r; chemia +15% r/r) i osobowych (+5/8% r/r);
- Sprzedaż w długim terminie powinna rosnąć w umiarkowanym tempie. Szacujemy, że spółka średnio wykorzystywała ponad 80% swoich zdolności produkcyjnych. Przychody w najbliższych latach powinny rosnąć w tempie 5-10% r/r, a spółka przekroczy poziom 300 mln EUR sprzedaży w 2023 roku (max w modelu 350 mln EUR). Celem spółki jeszcze ze starej strategii z 2015 roku było >400 mln EUR obrotu.
- Ostrożniej podchodzimy do spółki JV w Chennai (związana spółka z hinduskim partnerem w styczniu '17). W 2017-2020 spółka wygenerowała 23,5 mln PLN strat dla akcjonariuszy Forte. Liczymy na „break even” w 2022 roku;
- Uwzględniamy wszystkie transakcje opcyjnie zabezpieczające kurs EUR/PLN, o których spółka poinformowała w RB. W latach 2021-2023 jest to już 120-140 mln EUR rocznie w korytarzu ok. 4,4-4,8 EUR/PLN;

Płyta:

- Po blisko 3-latach od uruchomienia produkcji płyt wiórowych spółka wciąż nie osiągnęła docelowej wydajności ok. 1,5 tys. m³/dobę (ok. 500 tys. m³ rocznie). Szacujemy, że obecnie jest to ok. 1,4 tys. m³/dobę, a dojście do pełnych zdolności wciąż będzie stopniowe (2023-2024);
- W latach 2019-2020 spółka cierpiała z powodu bardzo niskich cen płyt wiórowych i nadpodaży. W 3Q'20 wg. zarządu ceny wzrosły już o ok. 20% r/r, a na rynku zaczęto brakować surowca. Liczymy więc na sprzyjające otoczenie cenowe w najbliższych kwartałach;
- Zakładamy, że spółka stosuje „politykę cen transferowych”, przez co wynik na sprzedaży płyty na zewnątrz nie odzwierciedla efektywności fabryki (zarząd informował na konferencji o 8% marży brutto fabryki w 3Q'20 vs strata przed rokiem);
- Negatywnie na marże w 2021 roku wpływ będzie miał wzrost kosztów surowców (chemikaliów opartych na moczniku i metanolu +25% r/r, drewna +3/4% i energii elektrycznej +15% r/r);
- Istotne pole do poprawy efektywności dostrzegamy również w kosztach pary (produkcja płyty jest „parochłonna”). Od 2020 roku spółka może wykorzystywać własne odpady poprodukcyjne, co ogranicza koszty (do 2019 roku spalała wyłącznie 100% biomasy zakupionej z zewnątrz);

Pozostałe:

- Na konferencji po 3Q'20 zarząd zapowiedział CAPEX w wysokości 40-50 mln PLN (poniżej amortyzacji) i program wzrostu zdolności produkcyjnych o 20% zakrojony na 2-3 lata (nie uwzględniamy tych efektów). Docelowo przyjmujemy CAPEX na poziomie amortyzacji;
- Niski CAPEX przy wysokim OCF powinien przyczynić się do szybkiego oddłużenia spółki. Nie zakładamy dywidendy w 2021 roku (bazowo w 2022 roku), ale w sprzyjających okolicznościach może się ona pojawić;
- W 4Q'20 spodziewamy się straty na pakiecie akcji własnych kontrolowanych przez FIZ po sprzedaży w wezwaniu po 30,1 PLN/akcję w październiku 2020. W bilansie na koniec 2019 roku spółka wyceniała te akcje na ok. 36,4 PLN/akcję (aktywa finansowe po wyłączeniu nieruchomości w Bydgoszczy), co oznacza potencjalną stratę ok. 13 mln PLN (uwzględnione w kosztach finansowych);

Ponadto:

- Po okresie szczegółowej prognozy przyjmujemy wzrost FCF na poziomie 0% (bez zmian);
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 15 grudnia 2020 roku;
- Liczbą akcji przyjmujemy na poziomie 23 931 tys. szt.;

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,09 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 45,6 PLN.

Model DCF

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 176,6	1 119,9	1 168,1	1 304,0	1 372,4	1 430,1	1 468,2	1 494,3	1 522,4	1 549,1	1 575,5
EBIT [mln PLN]	84,2	127,8	106,2	132,9	143,9	156,3	155,4	149,9	152,4	153,4	153,9
Stopa podatkowa	44,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	37,3	24,3	20,2	25,2	27,3	29,7	29,5	28,5	28,9	29,1	29,2
NOPLAT [mln PLN]	47,0	103,6	86,0	107,6	116,5	126,6	125,9	121,5	123,4	124,3	124,7
Amortyzacja [mln PLN]	57,1	55,3	53,3	51,6	50,4	49,5	48,6	47,8	47,0	46,1	45,3
CAPEX [mln PLN]	-23,7	-20,7	-40,3	-50,2	-51,0	-51,1	-50,4	-49,2	-48,0	-46,7	-45,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	70,0	8,6	-7,1	-20,1	-10,1	-8,5	-5,6	-3,9	-4,2	-4,0	-3,9
FCF [mln PLN]	150,4	146,7	91,9	88,8	105,9	116,4	118,4	116,2	118,2	119,8	120,8
DFCF [mln PLN]		146,2	85,4	76,8	85,0	86,5	81,4	73,7	69,2	64,6	60,0
Suma DFCF [mln PLN]		828,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]		1 421,1		<i>wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%</i>							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		706,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 535,2									
Dług netto** [mln PLN]		443,8									
Wartość kapitału [mln PLN]		1 091,4									
Ilość akcji [mln szt.]		23,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		45,6									

Przychody zmiana r/r	-4,8%	4,3%	11,6%	5,2%	4,2%	2,7%	1,8%	1,9%	1,8%	1,7%
EBIT zmiana r/r	51,8%	-17,0%	25,2%	8,3%	8,6%	-0,6%	-3,5%	1,6%	0,7%	0,4%
FCF zmiana r/r	-2,4%	-37,4%	-3,3%	19,2%	10,0%	1,7%	-1,9%	1,8%	1,3%	0,9%
Marża EBITDA	16,3%	13,7%	14,1%	14,2%	14,4%	13,9%	13,2%	13,1%	12,9%	12,6%
Marża EBIT	11,4%	9,1%	10,2%	10,5%	10,9%	10,6%	10,0%	10,0%	9,9%	9,8%
Marża NOPLAT	9,2%	7,4%	8,3%	8,5%	8,9%	8,6%	8,1%	8,1%	8,0%	7,9%
CAPEX / Przychody	1,9%	3,5%	3,9%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,0%	2,9%
CAPEX / Amortyzacja	37,5%	75,6%	97,4%	101,0%	103,3%	103,7%	103,0%	102,2%	101,2%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-0,8%	0,6%	1,5%	0,7%	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	15,2%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%

Źródło: BDM S.A. ** - po pomniejszeniu o sprzedaż 2,05 mln akcji własnych przez FIZ w wezwaniu (61,7 mln PLN)

Kalkulacja WACC

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Stopa wolna od ryzyka	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
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	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Udział kapitału własnego	69,2%	74,7%	79,5%	84,1%	88,7%	92,6%	96,5%	98,5%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Udział kapitału obcego	30,8%	25,3%	20,5%	15,9%	11,3%	7,4%	3,5%	1,5%	0,0%	0,0%
WACC	7,0%	7,3%	7,5%	7,7%	8,0%	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%

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	48,2	52,1	57,0	63,3	72,1	84,6	104,4	140,0	223,0
	0,8	45,1	48,4	52,6	58,0	65,1	75,2	90,2	115,3	165,4
	0,9	42,2	45,1	48,7	53,3	59,3	67,4	79,2	97,6	130,9
	1,0	39,6	42,2	45,3	49,2	54,2	60,9	70,3	84,4	107,8
	1,1	37,2	39,5	42,2	45,6	49,9	55,5	63,1	74,1	91,4
	1,2	35,1	37,1	39,5	42,4	46,1	50,8	57,0	65,8	79,0
	1,3	33,1	34,9	37,0	39,5	42,7	46,7	51,9	59,0	69,3

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%	49,6	53,7	58,9	65,7	75,2	89,0	111,3	152,8	258,4
	4,0%	42,8	45,8	49,5	54,2	60,4	68,8	81,2	100,8	136,7
	5,0%	37,2	39,5	42,2	45,6	49,9	55,5	63,1	74,1	91,4
	6,0%	32,7	34,4	36,5	39,0	42,1	45,9	51,0	57,8	67,6
	7,0%	28,9	30,3	31,9	33,7	36,0	38,8	42,3	46,9	53,0
	8,0%	25,7	26,8	28,0	29,5	31,2	33,2	35,8	39,0	43,1
	9,0%	22,9	23,8	24,8	25,9	27,2	28,8	30,7	33,0	35,9

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%	84,0	78,7	73,9	69,6	65,7	62,2	59,0	56,0	53,3
	4,0%	72,4	67,0	62,2	58,0	54,2	50,8	47,7	44,9	42,4
	5,0%	63,3	58,0	53,3	49,2	45,6	42,4	39,5	36,9	34,6
	6,0%	56,0	50,8	46,3	42,4	39,0	36,0	33,3	30,9	28,8
	7,0%	50,0	44,9	40,6	36,9	33,7	30,9	28,4	26,2	24,2
	8,0%	44,9	40,1	36,0	32,5	29,5	26,8	24,5	22,4	20,6
	9,0%	40,6	36,0	32,1	28,8	25,9	23,4	21,2	19,3	17,6

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2020-2022 do wybranych, zagranicznych i polskich spółek działających w sektorze meblowym płyt drewnopochodnych i materiałów budowlanych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach z 14 grudnia 2020 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 50% (bez zmian).

Porównując wyniki Forte ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,0 mld PLN, co odpowiada 42,2 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 38,8 PLN (bieżąca cena rynkowa) Forte handlowane jest z dyskontem na 2020 rok i lekką premią na 2021-2022, co wynika z naszego ostrożnego podejścia do sprzedaży mebli po zakończeniu pandemii.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Producenci mebli	27,0	14,7	13,5	12,8	6,4	5,7	23,6	10,3	9,3
HERMAN MILLER	16,7	14,2	12,8	8,2	6,8	5,9	11,9	9,3	7,9
ETHAN ALLEN INTERIORS	146,4	15,1	13,7	16,1	6,3	5,5	48,8	9,2	7,8
DOREL INDUSTRIES	17,3	26,8	23,5	4,8	5,6	5,0	8,5	12,7	10,6
NOBIA	27,0	12,5	10,8	9,6	6,6	5,9	23,6	11,4	9,8
HOWDEN JOINERY GROUP	33,4	21,9	18,6	16,6	12,2	10,7	26,0	16,0	13,9
DFS FURNITURE	-	6,8	13,3	25,4	3,3	4,5	-	5,2	8,8
Producenci płyt drewnopochodnych	13,4	14,4	15,6	7,3	6,9	7,0	11,6	10,4	9,8
LOUISIANA-PACIFIC	10,2	12,0	14,4	6,0	6,7	6,3	7,4	7,9	7,8
WEYERHAEUSER	28,3	31,1	26,3	13,9	15,5	13,9	19,2	23,0	19,9
NORBORD	10,7	13,7	16,9	6,1	6,9	7,7	7,8	8,6	9,8
DURATEX	40,5	25,7	20,2	13,2	10,3	9,2	22,4	17,1	14,2
MOHAWK INDUSTRIES	16,2	13,7	12,2	8,5	6,9	6,3	15,3	11,1	9,8
BOISE CASCADE	9,5	15,1	13,7	5,1	6,7	6,0	6,6	9,6	8,8
Podmioty na GPW (materiały budowlane)	8,3	10,8	12,8	7,3	7,7	8,3	9,2	9,8	11,4
FERRO	8,3	9,2	8,7	6,8	6,8	6,4	7,5	7,4	7,1
SNIEZKA	15,3	14,9	14,2	9,4	9,0	8,3	12,6	12,2	11,4
GRUPA KETY	11,1	12,4	12,8	7,8	8,6	9,0	10,9	12,5	12,4
SELENA FM	5,0	8,6	-	2,6	3,1	-	3,4	4,7	-
Mediana	15,8	14,0	13,7	8,3	6,8	6,3	11,9	10,4	9,8
FORTE	15,9	12,6	9,0	7,3	7,8	6,5	10,2	11,5	8,8
Premia/dyskonto do spółki	0,5%	-9,9%	-34,2%	-13,0%	15,1%	3,0%	-14,6%	10,7%	-10,3%
Wycena wg wskaźnika	38,6	43,1	59,0	47,1	32,0	37,3	47,0	32,8	43,3
Waga roku	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%
Wycena wg wskaźników		46,9			38,8			41,0	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]			42,2						

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 14.12.2020.

Gł. założenia BDM vs konsensus*

	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody				
Konsensus	1 102	1 183	1 219	1 260
BDM	1 120	1 168	1 304	1 372
różnica	1,7%	-1,3%	7,0%	8,9%
EBITDA				
Konsensus	163,3	172,3	176,3	170,0
BDM	183,1	159,5	184,4	194,3
różnica	12,2%	-7,4%	4,7%	14,3%
Marża				
Konsensus	14,8%	14,6%	14,5%	13,5%
BDM	16,3%	13,7%	14,1%	14,2%
Dług netto				
Konsensus	368,5	291,0	220,8	101,0
BDM	400,5	316,5	263,9	207,1
różnica	8,7%	8,7%	19,5%	105,1%
DN/EBITDA				
Konsensus	2,26	1,69	1,25	0,59
BDM	2,19	1,98	1,43	1,07

Źródło: BDM S.A., spółka. * Bloomberg z 14.12.2020

WPŁYW COVID-19 NA WYNIKI

Z piekła do nieba

Spółka, jak i cała branża budownictwa mieszkaniowego nieoczekiwanie okazała się beneficjentem pandemii wirusa SARS-CoV-2, co wynikało z rekordowego popytu na meble/materiały budowlane od czerwca 2020. Popyt ten utrzymuje się również w ostatnich miesiącach/tygodniach, co wynika ze zmiany nawyków konsumenckich (przesunięcie wydatków z podróży/wycieczek na cele budowlane/remontowe).

I fala pandemii i zamknięcie sklepów meblowych w Niemczech i innych krajach Europy w marcu zmusiło spółkę do zatrzymania produkcji we wszystkich fabrykach. Zarząd na konferencji po 1Q'20 17.04 bardzo pesymistycznie wypowiadał się o perspektywach (dodania EBITDA w 2020 roku miała być „sukcesem”), a celem stało się zachowanie płynności. Kurs akcji notował poziomy najniższe od ponad 8 lat (ok. 10 PLN/akcję).

Produkcja została wznowiona w maju po decyzjach o otwarciu klientów (w Polsce 04.05.2020, w Niemczech 08.05.2020). Na konferencji po 2Q'20 30.07 zarząd informował o 60% wyższym splywie zamówień w czerwcu, a miesiąc ten zrealizował połowę sprzedaży kwartału. Niemniej przychody spadły o blisko 40% r/r. Zarząd dość ostrożnie wypowiadał się o kolejnych kwartałach wskazując na duży pesymizm. Tymczasem wyniki 3Q'20 opublikowane 28.10.2020 okazały się rekordowe w historii. Zarząd tym razem podtrzymywał dobre oczekiwania na przyszłość.

Dn. 07.11.2020 na 3 tygodnie nieoczekiwanie zostały zamknięte krajowe sklepy meblowe. Niemniej z uwagi na skalę sprzedaży (ok. 15% w Polsce) nie powinno mieć to wpływu na wyniki spółki w 4Q'20. Dużo poważniejsza w skutkach może być decyzja rządu niemieckiego (13.12.2020) o zamknięciu tamtejszych sklepów z dniem 16.12.2020 co najmniej do 10.01.2021. Niemniej okres zamknięcia przypada na Święta, kiedy sprzedaż mebli nie jest istotna. Negatywny wpływ może wynikać z przedłużenia zakazu, co będzie efektem rozwoju pandemii SARS-CoV-2 (III fala).

Chronologia wydarzeń zw. z COVID-19

data	wydarzenie	kurs akcji
22-23.02.2020	I fala COVID-19 w Europie	33,95
13.03.2020	Polska: zamknięcie sklepów wielkopowierzchniowych	15,88
16.03.2020	Niemcy zamykają sklepy	12,9
16.03.2020	Forte: zamknięcie sklepów będzie miało negatywny wpływ na wyniki spółki już w marcu	12,9
19.03.2020	Forte: wstrzymanie produkcji 24.03-06.04 we wszystkich fabrykach	11,8
02.04.2020	Forte: przestój produkcyjny w kwietniu	10,2
15.04.2020	Forte: wstępna informacja o wynikach 1Q'20	19,74
16.04.2020	Forte: rozpoczęcie przeglądu opcji strategicznych	18,5
16.04.2020	Forte: raport roczny za 2019	18,5
17.04.2020	Forte: konferencja po 1Q'20 (sprzedaż w całym 2020 może spaść o 30%, pozytywna EBITDA będzie sukcesem)	18,68
20.04.2020	Niemcy: otwarcie sklepów do 800 m	18,0
04.05.2020	Polska: otwarcie sklepów wielkopowierzchniowych	18,02
08.05.2020	Niemcy: otwarcie wszystkich sklepów	17,58
11.05.2020	Forte: Przyznanie świadczenia z FGŚP	17,58
21.05.2020	Forte: wyniki za 1Q'20	17,2
28.07.2020	Forte: wstępne wyniki za 2Q'20	25,95
30.07.2020	Forte: konferencja po szacunkowych wynikach 2Q'20 (duża odbudowa popytu, choć pozostaje niepewność)	27,0
24.08.2020	Forte: finalne wyniki za 2Q'20	26,9
04.09.2020	Forte: wezwanie gł. akcjonariusza do 66% po 27,2 PLN/akcję	29,9
02.10.2020	Forte: podniesieni ceny w wezwaniu do 30,1 PLN/akcję	30,75
16.10.2020	Forte: w wezwaniu akcje sprzedaje praktycznie tylko FIZ kontrolowany przez Forte (2,05 mln akcji własnych)	34,0
07.10.2020	II fala COVID-19 w Europie	31,85
15.10.2020	Forte: zakończenie przeglądu opcji strategicznych	34,2
28.10.2020	Forte: wstępna informacja o wynikach 3Q'20	34,85
30.10.2020	Forte: konferencja po szacunkowych wynikach za 3Q'20 (wyjątkowy kwartał, oczekiwanie na dobry 4Q'20)	35,75
07.11.2020	Polska: zamknięcie sklepów wielkopowierzchniowych	34,7
23.11.2020	Forte: finalne wyniki za 3Q'20 (bardzo dobry OCF i spadek zadłużenia)	38,95
28.11.2020	Polska: otwarcie sklepów wielkopowierzchniowych	38,3
08.12.2020	III fala COVID-19 w Europie ???	39,4
13.12.2020	Niemcy: zamknięcie niekluczowych sklepów od 16.12 do 10.01	39,2

Źródło: BDM, spółka

Pomoc finansowa

W 2Q'20 spółka rozliczyła 9,9 mln PLN dotacji do płac z FGŚP w ramach TA. Za czerwiec (rozliczone w 3Q'20) było to jeszcze 4,0 mln PLN. Łączny efekt pomocy z TA sięgnął 13,9 mln PLN. Niemniej spółka pokazała też wiele negatywnych zdarzeń jednorazowych jak: spisanie należności spółki JV w Indiach (-4,1 mln PLN) dofinansowanie budowy pasa w Suwałkach (ostatnia rata -2,5 mln PLN) czy zawiązanie rezerwy na kary wynikające z opóźnień w dostawach w 3Q'20 (-4,5 mln PLN). Koszt niewykorzystanych zdolności produkcyjnych po zatrzymaniu produkcji w 2Q'20 sięgnął aż -18,6 mln PLN.

WYNIKI ZA 3Q'20

Szacunkowe dane za 3Q'20 (28.10.2020)

Spółka opublikowała szacunkowe dane w środę 28.10.2020 po sesji. Wyniki okazały się istotnie lepsze od naszych oczekiwań (byliśmy na górze konsensusu) jak i konsensusu, choć spółka była jednym z naszych faworytów do pozytywnego zaskoczenia biorąc pod uwagę mocne odbicie w branży meblowej (produkcja sprzedana +15% r/r).

Sprzedaż na poziomie 347 mln PLN z czego 330 mln PLN dotyczy mebli to najwyższy historyczny wynik spółki, lepszy nawet niż w szczycie sezonu meblowego 4Q-1Q. Tym samym przychody były wyższe o 5% vs nasze oczekiwania i 12% od konsensusu, a skorygowana EBITDA o odpowiednio 35% i 54%, co również stanowi rekordowy, kwartalny wynik (dotychczas spółka nie osiągnęła poziomu >50 mln PLN EBITDA). Oprócz wysokiego popytu na meble wpływ na wynik miało osłabienie złotówki (hedging EUR/PLN +5,5 mln PLN r/r). W zdarzeniach jednorazowych spółka uwzględniła +4 mln PLN z FGŚP, które znosi się z -4,5 mln PLN rezerwy na kary wynikające z opóźnień w dostawach w 3Q'20.

Zarząd poinformował, że spółka uzgodniła z bankami nowe poziomy kowenantów i ich nie przekroczyła. Zwracamy ponadto uwagę, że w październiku w wyniku wezwania do 66% akcji Forte przez gł. właściciela spółka sprzedała 2,05 mln akcji po 30,1 PLN/szt. (+62 mln PLN gotówki, spółka wygeneruje na tym pakiecie stratę- akcje kupione po 76,5 PLN w grudniu'16 dotychczas wyceniane przez kapitał własny, w bilansie na 4Q'19 po ok. 36,4 PLN/szt.).

Wybrane dane finansowe- szacunki 3Q'20 [mln PLN]

	3Q'19	3Q'20 S	r/r	3Q'20P BDM	różnica	3Q'20P kons.	różnica	1-3Q'19	1-3Q'20	r/r
Przychody	263,9	347,0	31,5%	331,8	4,6%	309,8	12,0%	839,2	777,8	-7,3%
w tym płyta	15,9	17,0	7,1%	26,3	-35,3%			42,1	41,8	-0,7%
Wynik brutto na sprzedaży	97,4			115,4				293,6	166,4	
EBITDA	33,3	64,0	92,4%	47,8	34,0%	42,0	52,4%	93,9	116,3	23,8%
EBITDA adj.	35,4	64,5	82,0%	47,8	35,0%	42,0	53,6%	104,1	113,5	9,0%
EBIT	19,0	50,0	163,2%	33,4	49,7%	27,8	79,9%	51,2	74,3	45,2%
Zysk brutto	4,7			27,3				28,3	0,6	-
Zysk netto	1,2			22,1				13,8	-6,9	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	36,9%			34,8%				35,0%		
Marża EBITDA adj.	13,4%	18,6%		14,4%		13,6%		12,4%	14,6%	
Marża EBIT	7,2%	14,4%		10,1%		9,0%		6,1%	9,6%	
Marża zysku netto	0,5%			6,7%				1,6%		

Źródło: BDM, Spółka.

Podsumowanie konferencji (30.10.2020)

Na konferencji wynikowej 30.10.2020 zarząd poinformował, że ma zamknięty 2020 rok i przyjmuje zamówienia na 1Q'21 (we wrześniu sływ zamówień był nawet 70% wyższy). Wyniki spółki wciąż wspiera bardzo mocny popyt na meble wynikający ze zmiany nawyków konsumenckich przez COVID-19 (m.in. brak podróży zagranicznych i obniżona mobilność). Tym samym Spółka w pełni wykorzystuje zdolności produkcyjne i poziom 350 mln PLN przychodów w 3Q'20 wyznaczył raczej ich szczyt (4Q'20 lepszy nie będzie). Niewykluczone jednak, że dalsze osłabienie złotówki do EUR przyczyni się do utrzymania wysokich marż z 3Q'20. Dodatkowo wysoki popyt w 3Q'20 był dużym zaskoczeniem, a spółka żeby go obsłużyć skokowo zatrudniła ponad 600 pracowników tymczasowych, co podniosło wyraźnie koszty). Zarząd wskazywał również na braki płyty wiórowej na rynku i wzrosty cen, co sprzyja spółce. Plany inwestycyjne nie zakładają dużych projektów czy akwizycji. Spółka może niewielkim kosztem podnieść zdolności (+20%), a program ma być zakrojony na 2-3 lata z rocznym CAPEX rzędu 40-50 mln PLN (poniżej amortyzacji).

Finalne wyniki za 3Q'20 (23.11.2020)

Wyniki okazały się zgodne z szacunkami z 28.10.2020. Jednocześnie dług netto spadł do 463 mln PLN vs 518 mln PLN w naszych oczekiwaniach (bardzo niski poziom zapasów, dobra rotacja należności) i stanowił 2,82x EBITDA (2,59x na potrzeby kowenantów bankowych).

W sprawozdaniu zarządu spółka wskazuje na popyt wyraźnie powyżej normalnego poziomu i wysoki kurs EUR/PLN, który podbił marżę brutto >40% (najwyżej od 4Q'16, blisko rekordu). Wpływ EUR/PLN powyżej poziomów z zabezpieczeń zarząd ocenia na 2,5 mln PLN w 2Q'20 i aż 5,5 mln PLN w 3Q'20. Drugim czynnikiem poprawy marży był program poprawy efektywności kosztowej wdrażany od końca 2018 roku.

Motorem wzrostu przychodów był oczywiście eksport stanowiący 87% sprzedaży ogółem, ale względnie sprzedaż w kraju wzrosła mocniej (+70% r/r do 67,3 mln PLN, eksport +25% r/r do 280 mln PLN).

One-offs: zdarzenia jednorazowe, które zarząd sygnalizował już podczas szacunków to wpływ z tarczy antykrzysowej +4 mln PLN (+13,9 mln PLN YTD) i rezerwy na kary (-4,3 mln PLN) w związku z dużym wzrostem zamówień w 3Q'20.

Płynność: spółka informuje, że w 3Q'20 zawarła porozumienie z bankami finansującymi, w którym zostały zmienione kowenanty dotyczące poziomów zadłużenia. Poziomy te nie zostały przekroczone na koniec 3Q'20 (DN/EBITDA 2,82x) i nie powinny zostać przekroczone również w następnych okresach. Na konferencji po szacunkach 30.10.2020 zarząd informował o wskaźnikach do końca 1Q'21 <3,5x, a od końca 2Q'20 <3,0x.

COVID-19: Na konferencji po szacunkach zarząd wyrażał obawy, co do nowych ograniczeń wprowadzanych stopniowo w krajach (w Polsce od soboty 07.11 zamknięto sklepy meblowe, zostaną otwarte 28.11 z innymi sklepami w CH) podkreślając zmiany nawyków konsumenckich „dopóki trwa COVID-19 to ludzie kupują meble”- CEO). W SZ pisze „Jednocześnie, biorąc pod uwagę pogarszającą się z dnia na dzień sytuację epidemiologiczną w Europie, Zarząd Spółki widzi realne i istotne zagrożenie, które może mieć negatywny wpływ na działalność, zarówno pod względem utrzymania płynności produkcji, jak i ciągłości dostaw do odbiorców w Europie, na skutek ograniczeń wprowadzanych aktualnie w poszczególnych krajach”.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	3Q'19	3Q'20	r/r	3Q'20 szac. 28.10.20	różnica	3Q'20P BDM (sprzed szacunków)	różnica	1-3Q'19	1-3Q'20	r/r
Przychody	263,9	347,0	31,5%	347,0	0,0%	331,8	4,6%	839,2	777,8	-7,3%
w tym płyta	15,9	17,2	8,1%	17,0	0,9%	17,2	0,0%	42,1	42,0	-0,3%
Wynik brutto na sprzedaży	97,4	140,8	44,6%			115,4	22,0%	293,6	307,2	4,6%
EBITDA	33,3	64,3	93,2%	64,0	0,4%	47,8	34,5%	93,9	116,6	24,1%
EBITDA adj.	35,4	64,6	82,3%	64,5	0,1%	47,8		35,2%	104,1	9,1%
EBIT	19,0	50,3	2,6x	50,0		33,4	50,5%	51,2	74,6	45,8%
Zysk brutto	4,7	42,4	9x			27,3	55,3%	28,3	43,0	52,2%
Zysk netto	1,2	31,8	>25x			22,1	43,9%	9,5*	24,9	2,6x
Marża zysku brutto ze sprzedaży	36,9%	40,6%				34,8%		35,0%	39,5%	
Marża EBITDA adj.	13,4%	18,6%		18,6%		14,4%		12,4%	14,6%	
Marża EBIT	7,2%	14,5%		14,4%		10,1%		6,1%	9,6%	
Marża zysku netto	0,5%	9,2%				6,7%		1,1%	3,2%	
P/E 12m		21,9								
EV/EBITDA adj. 12m		8,4								

Źródło: BDM, spółka. *-korekta

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20
Przychody	295,5	258,0	256,3	297,5	319,5	255,8	263,9	337,4	276,4	154,4	347,0
płyta	0,0	5,6	8,2	15,6	12,2	14,0	15,9	19,6	16,8	8,1	17,2
meble i inne	295,5	252,4	248,1	281,9	307,3	241,8	248,1	317,8	259,6	146,3	329,8
EBITDA	23,4	34,6	27,3	32,2	38,4	22,3	33,3	47,4	40,9	11,4	64,3
EBITDA adj.	23,4	34,6	27,3	32,2	38,4	30,3	35,4	51,4	43,4	5,6	64,6
EBIT	15,9	23,2	14,4	19,0	24,4	7,8	19,0	33,1	26,8	-2,5	50,3
Zysk netto	7,3	0,3	14,9	123,3	12,5	0,0	1,2	21,5	-4,4	-2,5	31,8
Marża EBITDA adj.	7,9%	13,4%	10,7%	10,8%	12,0%	11,8%	13,4%	15,2%	15,7%	3,6%	18,6%
Marża netto	2,5%	0,1%	5,8%	41,5%	3,9%	0,0%	0,5%	6,4%	-1,6%	-1,6%	9,2%
Dług netto	601,1	637,2	638,4	642,2	653,6	618,8	585,4	507,0	540,4	483,5	462,8
/EBITDA	5,9	5,6	5,8	5,5	4,9	5,1	4,6	3,6	3,8	3,6	2,8
kovenant									<4,0x	<3,5x	<3,0x

Źródło: BDM, spółka. *-korekta

PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Oczekiwania na 4Q'20

Na konferencji po szacunkowych wynikach za 3Q'20 zarząd zwrócił uwagę na pełne wykorzystanie zdolności produkcyjnych, a 4Q'20 powinien być tylko nieznacznie gorszy pod względem sprzedaży. Z drugiej strony liczymy na jeszcze wyższą marżę, czemu sprzyjał gł. kurs EUR/PLN (4,49 vs 4,44 w 3Q'20 i 4,28 rok temu). Sam wpływ na marżę kursu ER/PLN powinien wynieść co najmniej 8-9 mln PLN vs 5,5 mln PLN w 3Q'20. Co ważne w 3Q'20 spółka była zaskoczona nagłym wzrostem popytu, przez co musiała szybko zatrudnić ponad 600 pracowników tymczasowych, co przełożyło się na koszty. Dodatkowo zawiązała 4,5 mln PLN rezerwy na kary w związku z opóźnieniami w dostawach. Zwracamy uwagę, że okres 4Q-1Q to typowy „wysoki sezon” i spółka nie powinna odczuwać już podobnych problemów.

Ceny płyty wiórowej wg. spółki w 2H'20 wzrosły o ok. 20% r/r, a Forte już w 3Q'20 generowało pozytywną marżę na sprzedaży nadwyżek swojej produkcji. Liczymy na wyższe ceny i marże w 4Q'20 w tym segmencie.

Na poziomie kosztów finansowych spółka może pokazać stratę na pakiecie 2,05 mln akcji własnych sprzedanych w wezwaniu przez zależny FIZ w październiku 2020. Akcje te na koniec 2019 roku były w bilansie wycenione po ok. 36,4 PLN/akcję vs cena w wezwaniu 30,1 PLN/akcję. Daje to ok. 13 mln PLN straty. Dodatkowo w związku z umocnieniem złotówki (prawdopodobnie) na koniec okresu 4Q'20 powstanie ok. +5,8 pozytywnych różnic kursowych z wyceny kredytów. W 1-3Q'20 było to -17 mln PLN.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	4Q'19	4Q'20P	r/r	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	r/r
Przychody	337,4	342,1	1,4%	666,4	822,4	954,3	1090,4	1096,2	1107,3	1176,6	1119,9	-4,8%
Wynik brutto na sprzedaży	129,8	142,1	9,4%	241,4	298,2	346,0	427,0	396,8	370,5	423,4	449,3	6,1%
EBITDA	47,4	66,5	40,5%	89,1	110,4	117,8	167,2	125,6	117,5	141,3	183,1	29,6%
EBITDA adj.	51,4	66,5	29,5%	94,5	110,4	125,4	167,2	125,6	117,5	155,5	180,1	15,8%
EBIT	33,1	53,3	61,0%	72,4	93,6	98,2	144,5	98,7	72,5	84,2	127,8	51,8%
Zysk brutto	35,1	41,6	18,6%	73,1	94,9	98,8	132,0	94,0	45,5	63,3	84,6	33,6%
Zysk netto	21,5	33,7	56,9%	57,9	75,2	84,4	104,6	77,0	145,8	35,2	58,6	66,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	38,5%	41,5%		36,2%	36,3%	36,3%	39,2%	36,2%	33,5%	36,0%	40,1%	
Marża EBITDA adj.	15,2%	19,4%		14,2%	13,4%	13,1%	15,3%	11,5%	10,6%	13,2%	16,1%	
Marża EBIT	9,8%	15,6%		10,9%	11,4%	10,3%	13,3%	9,0%	6,5%	7,2%	11,4%	
Marża zysku netto	6,4%	9,8%		8,7%	9,1%	8,8%	9,6%	7,0%	13,2%	3,0%	5,2%	

Źródło: BDM, spółka. *-korekta

Perspektywy 2021

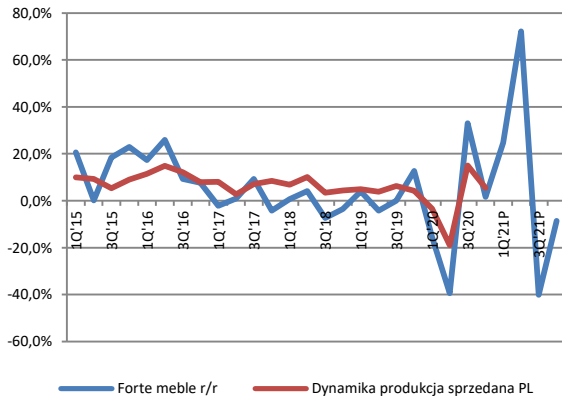
Spółka już w październiku zbierała zamówienia na 1Q'21 i pod względem sprzedaży powinien on być porównywalny z 3-4Q'20, na pełnych zdolnościach produkcyjnych. Jednocześnie na spadek marży wpływ może mieć istotny wzrost kosztów pracy (+5%) i surowcowych (energia z opłatą mocową +15% r/r, kartony +5% r/r, okucia +10% r/r, chemikalia/kleje >10% r/r, drewno ok. 3% r/r). Niemniej wyniki powinny być dalej mocne, wyraźnie powyżej ubiegłorocznych poziomów, a trend ten powinien się utrzymać także w 2Q'21, gdzie baza wynikowa jest bardzo niska. W 2Q'20 spółka doświadczyła negatywnych skutków pandemii zatrzymując na ponad miesiąc wszystkie swoje zakłady. Oczyszczona EBITDA wyniosła zaledwie 5 mln PLN.

Największe wątpliwości mamy co do sprzedaży w 2H'21, w szczególności 3Q'20. Okres wakacyjny przy skutecznym programie szczepień i powrocie życia do względnej normalności powinien charakteryzować się zwiększoną mobilnością i wyraźnym spadkiem sprzedaży. Przy typowym okresie 3Q sprzedaż sięgała ok. 250 mln PLN, a w nietypowo wysokim 3Q'20 spółka wygenerowała rekordowe 347 mln PLN sprzedaży. W swoich wstępnych projekcjach przyjmujemy, że 3Q'21 będzie nietypowo słaby ze sprzedażą ok. 220 mln PLN i w konsekwencji dużym spadkiem wyników. Powrotu do typowej sezonowości oczekujemy w 4Q'21. Reasumując, rzeczywistość postcovidowa może być trudniejsza dla spółki i bardzo ostrożnie podeszliśmy do sprzedaży w 2H'21. Do tego czasu spółka powinna w wysokim stopniu wykorzystywać swoje zdolności. Marże jednak spadną przez wyraźny wzrost kosztów surowcowych i osobowych. Tym samym spółka nie poprawi rekordowych wyników z 2020 roku.

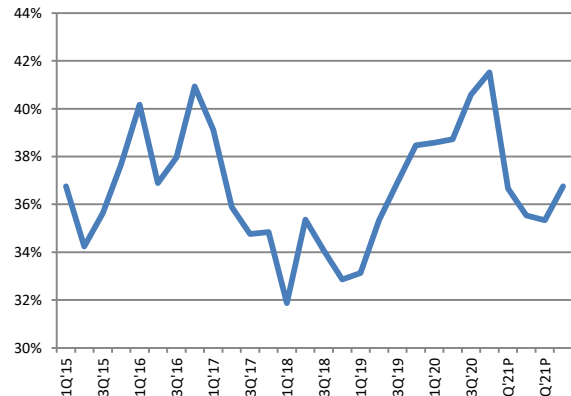
Wybrane dane finansowe 1Q'19-4Q'21P [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20P	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P	2019	2020P	2021P
Przychody	319,5	255,8	263,9	337,4	276,4	154,4	347,0	342,1	343,4	279,2	220,7	324,7	1 176,6	1 119,9	1 168,1
meble i pozostałe	307,3	241,8	248,1	317,8	259,6	146,3	329,8	323,2	323,8	251,9	197,4	295,5	1 114,9	1 059,0	1 068,6
plyta**	12,2	14,0	15,9	19,6	16,8	8,1	17,2	19,0	19,6	27,3	23,3	29,3	61,7	61,0	99,4
Wynik brutto ze sprzedaży	105,8	90,4	97,4	129,8	106,6	59,8	140,8	142,1	125,9	99,2	78,0	119,3	423,4	449,3	422,5
PDO	0,4	-4,8	-3,9	-9,2	-2,5	-12,3	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-17,6	-13,0	0,0
EBITDA	38,4	22,3	33,3	47,4	40,9	11,4	64,3	66,5	54,4	49,5	10,8	44,7	141,3	183,1	159,5
meble i pozostałe	31,0	16,0	23,6	34,0	32,6	8,5	51,6	53,8	43,6	39,4	4,4	32,8	104,7	146,4	120,1
plyta**	7,4	6,3	9,6	13,4	8,3	2,9	12,7	12,7	10,9	10,1	6,4	12,0	36,7	36,7	39,4
EBITDA adj.	38,4	30,3	35,4	51,4	43,4	5,6	64,6	66,5	54,4	49,5	10,8	44,7	155,5	180,1	159,5
EBIT	24,4	7,8	19,0	33,1	26,8	-2,5	50,3	53,3	41,1	36,2	-2,5	31,4	84,2	127,8	106,2
meble i pozostałe	22,4	6,9	14,7	24,9	23,7	-0,1	43,1	45,9	35,2	31,0	-4,0	24,4	69,0	111,9	86,7
plyta**	2,0	0,9	4,2	8,2	3,1	-2,5	7,3	7,3	5,9	5,1	1,5	7,0	15,3	15,9	19,5
Wynik brutto	17,9	5,6	4,7	35,1	2,5	-1,9	42,4	41,6	37,3	32,4	-6,3	27,6	63,3	84,6	91,1
Wynik netto	12,5	0,0	1,2	21,5	-4,4	-2,5	31,8	33,7	30,2	26,2	-5,1	22,4	35,2	58,6	73,8
Marża brutto	33,1%	35,3%	36,9%	38,5%	38,6%	38,7%	40,6%	41,5%	36,7%	35,5%	35,3%	36,7%	36,0%	40,1%	36,2%
Marża EBITDA	12,0%	8,7%	12,6%	14,0%	14,8%	7,4%	18,5%	19,4%	15,8%	17,7%	4,9%	13,8%	12,0%	16,3%	13,7%
meble i pozostałe	10,1%	6,6%	9,5%	10,7%	12,5%	5,8%	15,6%	16,6%	13,5%	15,6%	2,2%	11,1%	9,4%	13,8%	11,2%
plyta	11,8%	12,1%	18,0%	19,7%	14,8%	9,8%	19,3%	19,0%	15,5%	15,3%	12,0%	15,7%	15,6%	16,7%	14,8%
Marża netto	3,9%	0,0%	0,5%	6,4%	-1,6%	-1,6%	9,2%	9,8%	8,8%	9,4%	-2,3%	6,9%	3,0%	5,2%	6,3%
Zmiana r/r															
Przychody	8,1%	-0,9%	3,0%	13,4%	-13,5%	-39,6%	31,5%	1,4%	24,3%	80,8%	-36,4%	-5,1%	6,3%	-4,8%	4,3%
meble i pozostałe	4,0%	-4,2%	0,0%	12,8%	-15,5%	-39,5%	33,0%	1,7%	24,7%	72,1%	-40,1%	-8,6%	3,4%	-5,0%	0,9%
plyta	149,0%	93,4%	25,5%	25,5%	36,8%	-42,4%	8,1%	-3,1%	17,0%	238,5%	35,6%	54,2%	109,7%	-1,2%	63,1%
EBITDA	64,4%	-35,7%	21,7%	47,3%	6,5%	-48,8%	93,2%	40,5%	33,1%	334,1%	-83,1%	-32,8%	20,3%	29,6%	-12,9%
meble i pozostałe	32,8%	-54,8%	5,3%	28,5%	4,9%	-47,0%	118,4%	58,1%	33,8%	365,2%	-91,5%	-39,1%	-2,8%	39,9%	-18,0%
plyta		-985,2%	96,3%	135,2%	12,8%	-53,3%	31,3%	-4,5%	30,5%	244,4%	-49,0%	-6,2%	271,2%	0,0%	7,4%
EBITDA adj.	64,4%	-12,6%	29,6%	59,8%	13,0%	-81,5%	82,3%	29,5%	25,4%	784,6%	-83,2%	-32,8%	32,3%	15,8%	-11,4%

Źródło: BDM S.A., spółka, szac. własne. ** - przychody na zewnątrz, spółka stosuje „politykę cen transferowych”.

Dynamika sprzedaży mebli w Forte vs produkcja sprzedana*


Źródło: BDM S.A., spółka, szac. własne. * - produkcja sprzedana GUS, +5,5% r/r po 10.2020

Marża brutto na sprzedaży [%]


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

Sezonowość sprzedaży mebli* [% całego roku]

	sprzedaż mebli					RAZEM	udział			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q		2Q	3Q	4Q	
2 009	140 520	101 967	119 098	140 254	501 839	2009	28,0%	20,3%	23,7%	27,9%
2 010	108 856	106 371	117 348	135 068	467 643	2010	23,3%	22,7%	25,1%	28,9%
2 011	130 667	98 281	143 295	155 608	527 851	2011	24,8%	18,6%	27,1%	29,5%
2 012	147 025	116 321	137 324	159 861	560 531	2012	26,2%	20,8%	24,5%	28,5%
2 013	156 537	146 810	166 540	196 478	666 365	2013	23,5%	22,0%	25,0%	29,5%
2 014	212 043	190 749	189 172	230 450	822 414	2014	25,8%	23,2%	23,0%	28,0%
2 015	255 770	190 922	224 158	283 425	954 275	2015	26,8%	20,0%	23,5%	29,7%
2 016	300 145	240 338	244 991	304 933	1 090 407	2016	27,5%	22,0%	22,5%	28,0%
2 017	293 659	242 595	267 750	292 226	1 096 230	2017	26,8%	22,1%	24,4%	26,7%
2 018	295 513	252 408	248 087	281 866	1 077 874	2018	27,4%	23,4%	23,0%	26,2%
2 019	307 262	241 776	248 052	317 829	1 114 919	2019	27,6%	21,7%	22,2%	28,5%
2 020	259 632	146 333	329 847	323 161	1 058 973	2020	24,5%	13,8%	31,1%	30,5%
2 021	323 818	251 883	197 441	295 478	1 068 621	2021	30,3%	23,6%	18,5%	27,7%
						MEDIANA	26,8%	22,0%	23,7%	28,5%

Źródło: BDM S.A., spółka, szac. własne. * - z wyłączeniem zewnętrznej sprzedaży płyty wiórowej

ZADŁUŻENIE

Zadłużenie netto na koniec 3Q'20 spadło do 463 mln PLN vs 540 mln PLN na 1Q'20 wzrosło do 654 mln i stanowiło 2,82x EBITDA 12m (2,59x na potrzeby kowenantów bankowych).

Zadłużenie dotyczy gł. fabryki płyt wiórowych, której budowa zakończyła się w 1Q'18 (130 mln EUR kredytu, do spłaty na koniec 1Q'19 95 mln EUR, 407 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 1Q'19 65 mln PLN).

W 2Q'20, po dużym spadku wyników, spółka złamała kowenanty (>3,0x EBITDA), ale instytucje finansowe odstąpiły od wykonania swoich praw. W 3Q'20 spółka zawarła porozumienie zmieniające wskaźniki zadłużenia i na koniec 3Q'20 nie zostały one przekroczone (DN/EBITDA 2,82x) i nie powinny zostać przekroczone również w następnych okresach. Na konferencji po szacunkach 3Q'20 30.10.2020 zarząd informował o wskaźnikach do końca 1Q'21 <3,5x, a od końca 2Q'20 <3,0x.

W 4Q'20 w wezwaniu kontrolowany przez Forte FIZ sprzedał 2,05 mln akcji własnych po 30,1 PLN/akcję. łączna wartość transakcji to 61,7 mln PLN, co pozwoli na koniec 2020 roku obniżyć zadłużenie netto <400 mln PLN (ok. 2,2x EBITDA).

Spółka po ogromnym projekcie inwestycyjnym budowy fabryki płyt w 2016-2018 nie potrzebuje istotnych nakładów. W 2019 roku CAPEX wyniósł 24 mln PLN, a w 2020 nie powinien przekroczyć 20 mln PLN. Zarząd zapowiada w perspektywie 2-3 lat inwestycje na poziomie 40-50 mln PLN rocznie czyli poniżej amortyzacji. Przy EBITDA/OCF >150 mln PLN proces delewarowania powinien być bardzo szybki.

Zadłużenie z tyt. kredytów bankowych

	kwota	waluta	kwota PLN	wykorzystanie					spłata	oprocentowanie
				2016	2017	2018	2019	3Q'20		
<i>inwestycyjne</i>			811 443	272 975	458 447	511 287	365 378	341 448		
PKO, BGK*	130 000	EUR	578 500	95 698	307 059	424 466	348 985	314 882	17.10.2024	euribor 3m+marża
ING A**	130 000	PLN	130 000	125 643	121 773	70 514	11 003	11 003	16.09.2021	wibor 1m+ marża
ING A	985	EUR	4 383	2 615					29.09.2017	euribor 3m+marża
ING A1	1 265	EUR	5 629	532	3 957				31.03.2020	euribor 3m+marża
ING B	4 250	EUR	18 913	20 655	13 908				31.12.2021	euribor 3m+marża
ING B	15 500	PLN	15 500	15 500					15.09.2017	wibor 1m + marża
ING B1	7 250	EUR	32 263	0	5 699	16 307	5 390	6 566	31.12.2021	euribor 3m+marża
mBank	2 400	EUR	10 680	5 810	2 307				31.12.2018	euribor 1m+marża
PKO	3 500	EUR	15 575	6 522	3 744				22.12.2018	euribor 1m+marża
Volksbank Bad Salzflfen	2 000	EUR	8 900					8 997	31.12.2033	stała stopa 1%
<i>obrotowe</i>			222 250	130 033	132 487	172 111	152 468	114 365		
PKO	100 000	PLN	100 000	44 764	61 936	91 998	69 713	65 041	30.09.2021	wibor 1m +marża
ING	100 000	PLN	100 000	79 736	54 717	70 307	66 072	45 289	30.09.2021	wibor 1m +marża
mBank	5 000	EUR	22 250	5 533	15 834	9 806	16 683	4 035	26.02.2021	wibor O/N + marża
RAZEM			1 033 693	403 008	590 934	683 398	517 846	455 813		

Źródło: BDM S.A., *- na fabrykę płyt- kwota obniżona we wrzesniu'18 ze 140 do 130 mln EUR. **- na odkup 2,05 mln akcji

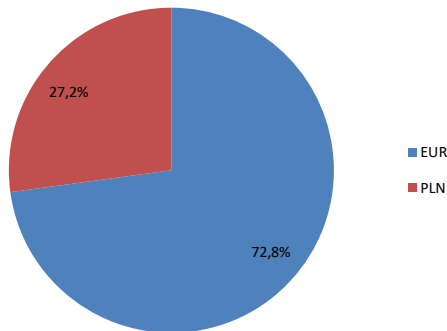
Wysokie zadłużenie spółki wynika gł. z fabryki płyt wiórowych(2016-2018) i odkupu akcji własnych (grudzień 2017). łącznie spółka wydała na te cele blisko 740 mln PLN w 2016-2018.

Geneza zadłużenia spółki [MPLN]

	MPLN	Komentarz
zadłużenie netto 2015	82	
fabryka płyt	587	początkowo koszt szacowano na 320 MPLN; ostatnie płatności w 1Q'19
rozbudowa zdolności pr. mebli/magazynów	55	
CAPEX odtworzeniowy	83	
odkup akcji własnych	157	grudzień 2017 po 76,5 PLN/akcję, obecnie akcje te są warte ok. 55 MPLN
dywidendy	29	
Pozostałe	94	
CFO '16-3Q'20	-623	
Zadłużenie netto 3Q'20	463	

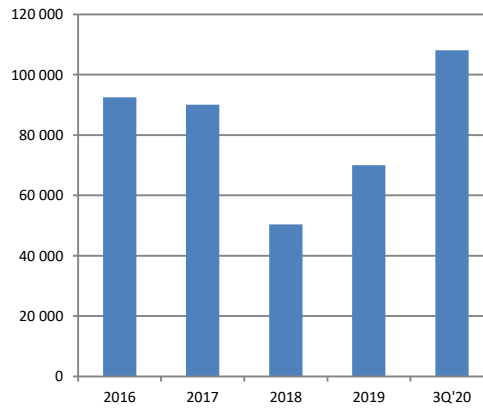
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

Struktura walutowa zadłużenia 3Q'20



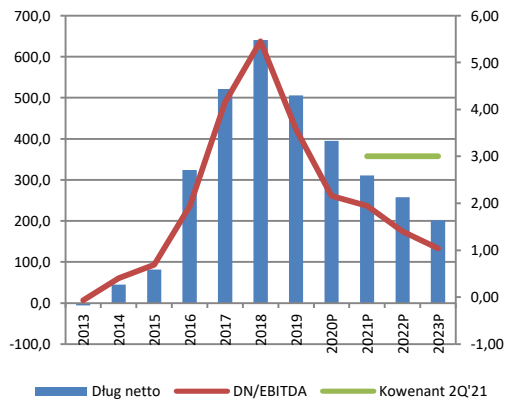
Źródło: BDM S.A., spółka

Wolne limity kredytowe



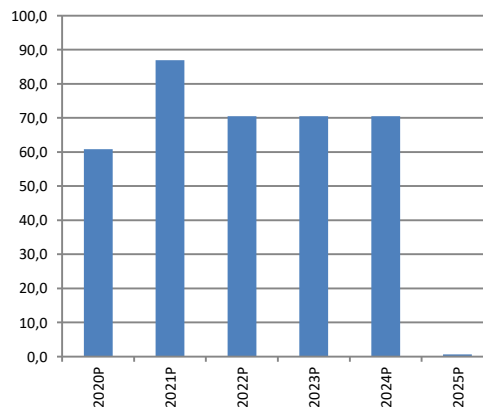
Źródło: BDM S.A., spółka

Dług netto [MPLN] i dług netto/EBITDA 2013-2023P



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

Zapadalność zadłużenia (bez obrotowego) [MPLN]



Źródło: BDM S.A., spółka.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2020-2022

Nasze prognozy na 2020, mimo dużego, negatywnego wpływu pandemii COVID-19 na wyniki 1H'20 nie uległy większej zmianie. Spółce w dużej mierze uda się odrobić utracone wyniki w 2H'20. Wyniki 3Q'20 okazały się rekordowe, a 4Q'20 nie powinien być gorszy. Niższy wynik netto to efekt ujemnych różnic kursowych z wyceny kredytów (ok. -12 mln PLN w 2020) i straty w indyjskiej spółce JV konsolidowanej MPW (-6 mln PLN).

Prognozy na 2021P zostały obniżone o ok. 13% na poziomie EBITDA. Mimo mocnego 1H'21, kiedy spółka powinna w pełni wykorzystywać zdolności produkcyjne oczekujemy dużego spadku sprzedaży w 2H'21 w związku z prawdopodobnym „powrotem do normalności” przy skutecznych programach szczepień przeciw SARS-CoV-2, co zmieni nawyki konsumenckie. Dodatkowo przyjmujemy silny wzrost kosztów surowcowych, szczególnie chemii /energii oraz osobowych.

Wyraźnie niższe ceny płyty wiórowej wpłynęły na rozczarowujące wyniki fabryki w 2020 roku. Ceny wzrosły w 2H'20, a wg. spółki podwyżki wynosiły ok. 20%. Niemniej w 2021 roku marże może ograniczać istotny wzrost kosztów surowcowych. Szansą z kolei jest poprawa wydajności.

Zmiany w prognozach na lata 2020-2022 [mln PLN]

	2020P			2021P			2022P		
	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana
Przychody	1 246,1	1 119,9	-10,1%	1 284,4	1 168,1	-9,1%	1 320,2	1 304,0	-1,2%
Wynik brutto na sprzedaży	459,8	449,3	-2,3%	477,5	422,5	-11,5%	495,9	481,3	-2,9%
EBITDA	178,8	183,1	2,4%	182,9	159,5	-12,8%	188,7	184,4	-2,3%
Meble	114,0	146,4	28,5%	113,2	120,1	6,1%	119,4	142,6	19,5%
Płyta	64,8	36,7	-43,4%	69,8	39,4	-43,5%	69,4	41,8	-39,7%
EBIT	127,1	127,8	0,6%	133,3	106,2	-20,4%	140,7	132,9	-5,5%
Wynik netto	90,2	58,6	-35,1%	100,3	73,8	-26,5%	109,9	103,0	-6,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	36,9%	40,1%		37,2%	36,2%		37,6%	36,9%	
Marża EBITDA	14,3%	16,3%		14,2%	13,7%		14,3%	14,1%	
Marża EBIT	10,2%	11,4%		10,4%	9,1%		10,7%	10,2%	
Marża zysku netto	7,2%	5,2%		7,8%	6,3%		8,3%	7,9%	

Źródło: BDM, szacunki własne. *- prognozy z dnia 06.08.2019

Główne założenia w modelu

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Meble												
Przychody [MPLN]	1 077,9	1 114,9	1 059,0	1 068,6	1 219,6	1 292,6	1 344,2	1 384,4	1 412,0	1 440,1	1 468,8	1 498,1
zmiana r/r	-1,7%	3,4%	-5,0%	0,9%	14,1%	6,0%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
zmiana r/r wolumen	-3,6%	0,0%	-7,1%	-2,9%	10,0%	5,0%	3,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
zmiana r/r cena/mix	1,8%	2,6%	-1,2%	3,4%	3,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
zmiana EUR/PLN	0,1%	0,9%	3,3%	0,4%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	107,6	104,7	146,4	120,1	142,6	152,2	162,1	160,0	154,0	155,8	156,3	156,2
marża	10,0%	9,4%	13,8%	11,2%	11,7%	11,8%	12,1%	11,6%	10,9%	10,8%	10,6%	10,4%
Płyta												
Przychody ogółem [MPLN]	165,3	235,7	219,6	266,5	276,5	281,3	293,7	297,5	301,0	304,4	308,0	311,5
w tym zewnętrzne*	29,4	61,7	61,0	99,4	84,4	79,8	85,9	83,8	82,3	82,3	80,3	77,5
wolumen [tys. m3]	261,5	421,3	401,4	458,4	464,0	464,0	480,0	480,0	480,0	480,0	480,0	480,0
wykorzystanie zdolności	52%	84%	80%	92%	93%	93%	96%	96%	96%	96%	96%	96%
cena płyty [EUR/m3]*	152,6	139,7	132,7	143,8	145,2	146,6	148,1	149,6	151,1	152,6	154,1	155,7
zmiana r/r	8,9%	-8,5%	-5,0%	8,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA	9,9	36,7	36,7	39,4	41,8	42,1	43,7	44,0	43,8	43,5	43,3	43,0
marża	6,0%	15,6%	16,7%	14,8%	15,1%	15,0%	14,9%	14,8%	14,5%	14,3%	14,1%	13,8%

Źródło: BDM S.A., spółka. *- rynek Niemiecki, spółka stosuje „politykę cen transferowych”. Ceny we wschodniej Polsce są wyraźnie niższe.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	1 186,4	1 168,8	1 130,4	1 113,4	1 108,2	1 104,8	1 102,5	1 100,4	1 101,8	1 102,9	1 103,4	1 103,4
Wartości niematerialne i prawne	16,5	16,9	16,7	16,6	16,6	16,6	16,6	16,7	16,8	16,9	16,9	17,0
Rzeczowe aktywa trwałe	887,1	876,8	900,2	883,4	878,2	874,8	872,5	870,3	871,6	872,6	873,0	872,9
Inwestycje długoterminowe	151,7	150,2	88,5	88,5	88,5	88,5	88,5	88,5	88,5	88,5	88,5	88,5
Aktywa obrotowe	463,0	402,2	405,1	415,6	435,4	440,7	450,8	462,8	466,1	503,1	510,4	514,4
Zapasy	215,5	189,2	171,1	178,5	199,2	209,7	218,5	224,3	228,3	232,6	236,7	240,7
Należności krótkoterminowe	194,4	154,0	158,6	164,6	181,6	190,2	197,4	202,1	205,4	208,9	212,3	215,6
Inwestycje krótkoterminowe	46,9	55,9	74,7	71,9	54,0	40,2	34,3	35,7	31,8	60,9	60,9	57,5
-środki pieniężne i ekwiwalenty	46,6	54,4	73,2	70,3	52,4	38,7	32,8	34,1	30,2	59,4	59,4	55,9
Aktywa razem	1 649,3	1 571,0	1 535,4	1 529,0	1 543,6	1 545,5	1 553,4	1 563,2	1 568,0	1 605,9	1 613,9	1 617,8
Kapitał (fundusz) własny	610,3	781,2	839,8	913,5	979,6	1 042,4	1 112,7	1 177,2	1 238,3	1 304,3	1 331,9	1 332,1
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	114,6	114,6	149,8	208,4	245,2	296,7	353,9	417,6	481,7	544,3	570,0	570,0
Zysk (strata) netto okresu	60,1	179,9	203,2	218,4	247,7	258,9	272,1	272,9	269,9	273,3	275,1	275,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 035,7	789,8	695,6	615,5	564,0	503,1	440,6	386,0	329,6	301,6	281,9	285,6
Rezerwy na zobowiązania	10,3	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0
Zobowiązania długoterminowe	5,7	195,1	195,1	195,1	195,1	195,1	134,6	84,6	34,6	12,7	2,7	2,7
-oprocentowane	2,9	192,4	192,4	192,4	192,4	192,4	131,9	81,9	31,9	10,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	855,5	531,9	437,7	357,6	306,1	245,2	243,2	238,5	232,2	226,1	216,5	220,2
-oprocentowane	684,0	367,5	281,2	194,4	123,9	53,4	43,4	33,4	23,4	13,4	0,0	0,0
Pasywa razem	1 649,3	1 571,0	1 535,4	1 529,0	1 543,6	1 545,5	1 553,4	1 563,2	1 568,0	1 605,9	1 613,9	1 617,8

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody netto ze sprzedaży	1 107,3	1 176,6	1 119,9	1 168,1	1 304,0	1 372,4	1 430,1	1 468,2	1 494,3	1 522,4	1 549,1	1 575,5
Koszty produktów, tow. i materiałów	736,8	753,2	670,6	745,6	822,6	862,0	891,3	918,3	940,3	955,8	971,4	987,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	370,5	423,4	449,3	422,5	481,3	510,4	538,8	549,9	554,0	566,5	577,6	588,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	297,9	321,6	308,4	316,3	348,5	366,6	382,6	394,5	404,0	414,2	424,2	434,5
Zysk (strata) na sprzedaży	72,6	101,8	140,9	106,2	132,9	143,9	156,3	155,4	149,9	152,4	153,4	153,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,1	-17,6	-13,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	117,5	141,3	183,1	159,5	184,4	194,3	205,7	204,0	197,7	199,3	199,5	199,2
EBIT	72,5	84,2	127,8	106,2	132,9	143,9	156,3	155,4	149,9	152,4	153,4	153,9
Saldo działalności finansowej	-21,4	-14,4	-37,1	-11,1	-9,1	-7,5	-5,7	-3,8	-2,0	-0,3	1,0	0,7
Zysk (strata) brutto	45,5	63,3	84,6	91,1	127,2	141,1	157,3	158,3	154,6	158,8	161,1	161,3
Zysk (strata) netto	145,8	35,2	58,6	73,8	103,0	114,3	127,4	128,2	125,2	128,6	130,5	130,7

CF [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy z działalności operacyjnej	76,8	198,3	145,8	139,5	145,4	161,9	171,8	172,6	164,7	165,3	165,2	164,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-191,9	-24,6	-25,3	-42,5	-45,4	-45,3	-43,7	-43,1	-42,0	-40,4	-38,6	-37,9
Przepływy z działalności finansowej	108,7	-165,6	-101,8	-99,8	-117,9	-130,4	-133,9	-128,1	-126,7	-95,7	-126,6	-130,5
Przepływy pieniężne netto	-6,4	8,1	18,8	-2,9	-17,9	-13,8	-5,9	1,4	-3,9	29,2	0,0	-3,4
Środki pieniężne na początek okresu	52,9	46,6	54,4	73,2	70,3	52,4	38,7	32,8	34,1	30,2	59,4	59,4
Środki pieniężne na koniec okresu	46,6	54,4	73,2	70,3	52,4	38,7	32,8	34,1	30,2	59,4	59,4	55,9

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	6%	-5%	4%	12%	5%	4%	3%	2%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	20%	30%	-13%	16%	5%	6%	-1%	-3%	1%	0%	0%
EBIT zmiana r/r	16%	52%	-17%	25%	8%	9%	-1%	-3%	2%	1%	0%
Zysk netto zmiana r/r	-76%	66%	26%	40%	11%	12%	1%	-2%	3%	1%	0%
Marża brutto na sprzedaży	36%	40%	36%	37%	37%	38%	37%	37%	37%	37%	37%
Marża EBITDA	12%	16%	14%	14%	14%	14%	14%	13%	13%	13%	13%
Marża EBIT	7%	11%	9%	10%	10%	11%	11%	10%	10%	10%	10%
Marża brutto	5%	8%	8%	10%	10%	11%	11%	10%	10%	10%	10%
Marża netto	3%	5%	6%	8%	8%	9%	9%	8%	8%	8%	8%
COGS / przychody	64%	60%	64%	63%	63%	62%	63%	63%	63%	63%	63%
SG&A / przychody	27%	28%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	28%
SG&A / COGS	43%	46%	42%	42%	43%	43%	43%	43%	43%	44%	44%
ROE	5%	7%	8%	11%	11%	11%	11%	10%	10%	10%	10%
ROA	2%	4%	5%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Dług	559,9	473,7	386,8	316,3	245,8	175,3	115,3	55,3	23,4	0,0	0,0
D / (D+E)	36%	31%	25%	20%	16%	11%	7%	4%	1%	0%	0%
D / E	55%	45%	34%	26%	19%	13%	8%	4%	1%	0%	0%
Dług / kapitał własny	72%	56%	42%	32%	24%	16%	10%	4%	2%	0%	0%
Dług netto	505,5	400,5	316,5	263,9	207,1	142,5	81,2	25,1	-36,0	-59,4	-55,9
Dług netto / kapitał własny	65%	48%	35%	27%	20%	13%	7%	2%	-3%	-4%	-4%
Dług netto / EBITDA	3,6	2,2	2,0	1,4	1,1	0,7	0,4	0,1	-0,2	-0,3	-0,3
Dług netto / EBIT	600%	313%	298%	199%	144%	91%	52%	17%	-24%	-39%	-36%
EV	1 434,1	1 329,0	1 245,0	1 192,4	1 135,7	1 071,1	1 009,7	953,6	892,5	869,2	872,6
Dług / EV	39%	36%	31%	27%	22%	16%	11%	6%	3%	0%	0%
CAPEX / Przychody	2%	2%	3%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
CAPEX / Amortyzacja	42%	38%	76%	97%	101%	103%	104%	103%	102%	101%	100%
Amortyzacja / Przychody	5%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Zmiana KO / Przychody	-6%	-1%	1%	2%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-101%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Wskaźniki rynkowe	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
MC/S*	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/E*	26,4	15,9	12,6	9,0	8,1	7,3	7,2	7,4	7,2	7,1	7,1
P/BV*	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
P/CE*	10,1	8,2	7,3	6,0	5,6	5,2	5,3	5,4	5,3	5,3	5,3
EV/EBITDA*	10,1	7,3	7,8	6,5	5,8	5,2	5,0	4,8	4,5	4,4	4,4
EV/EBIT*	17,0	10,4	11,7	9,0	7,9	6,9	6,5	6,4	5,9	5,7	5,7
EV/S*	1,2	1,2	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
BVPS	32,6	35,1	38,2	40,9	43,6	46,5	49,2	51,7	54,5	55,7	55,7
EPS	1,5	2,4	3,1	4,3	4,8	5,3	5,4	5,2	5,4	5,5	5,5
CEPS	3,9	4,8	5,3	6,5	6,9	7,4	7,4	7,2	7,3	7,4	7,4
FCFPS	6,3	6,1	3,8	3,7	4,4	4,9	4,9	4,9	4,9	5,0	5,0
DPS w okresie	0,00	0,00	0,00	1,55	2,17	2,41	2,68	2,70	2,64	4,33	5,49
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	80,0%	100,0%
DY*	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%	5,6%	6,2%	6,9%	7,0%	6,8%	11,2%	14,2%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 38,8 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Krzystian Brymora

Dyrektor Wydziału
tel. (+48) 501 238 443
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

Michał Fidelus

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl
[banki, finanse](#)

Adrian Górnica

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: adrian.gornica@bdm.pl
[deweloperzy, handel, media](#)

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (+48) 516 086 705
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Historia rekomendacji Forte:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	Dzień publikacji	Godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	43,9	Akumuluj	29,6	15.12.2020	08:00 CEST	38,8	55 150,2
Akumuluj	29,6	Akumuluj	27,3	06.08.2019	09:30 CEST	25,8	57 157,8
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 (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaką według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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'20*:		, 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	10	53%	0	0%
Akumuluj	6	32%	0	0%
Trzymaj	1	5%	0	0%
Redukuj	2	11%	1	100%
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 otrzymują 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 jakkolwiek 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 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 własną analizę (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 zredukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatkowej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentie 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 dodatkowej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 15.12.2020 roku (08:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.12.2020 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 wyczone 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 okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 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 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, 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 15.12.2020 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 art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- 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.
- BDM nie pełni funkcji sponsora emisji dla akcji emitenta.
- 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 rekomendującego, 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 zaistnieć 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.