



Dom Maklerski BDM S.A.

FORTE

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 29,6 PLN

6 SIERPIEŃ 2019, 09:30 CEST

Wykorzystujemy lipcową przecenę kursu akcji i utrzymujemy zalecenie AKUMULUJ. Podwyższamy cenę docelową do 29,6 PLN/akcję. Oczyszczone wyniki za 2Q'19 (RB z 25.07.2019) były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Spółka zmierzyła się w tym okresie z zawyżoną bazą (nietypowy sezon meblowy w 2018 roku) i zaksięgowła dodatkowe koszty z tyt. opłat środowiskowych za sprzedaż mebli na rynku niemieckim (3 mln PLN). W perspektywie kolejnych okresów wskazujemy na niską bazę wynikową, wyraźny wzrost jednostkowych cen mebli (efekt zmiany oferty i struktury sprzedaży), a także potencjalny zwrot na rynku płyty wiórowej w 4Q'19/1Q'20.

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, wolny rozruch fabryki płyt), które nie zostały jeszcze rozwiązane. Spółka wdrożyła szereg działań po stronie sprzedażowej (likwidacja oferty o ok. 25% i poprawa mixu sprzedaży), co zaowocowało wyraźnym spadkiem wolumenów po wyższej, jednostkowej cenie. W 1H'19 pozwoliło to na wzrost marży EBITDA w tym obszarze do >10% z ok. 9% po 2H'18. Większe efekty z tego tytułu powinny pojawić się w okresie wysokiego sezonu.

W ostatnich kwartałach spółce udało się ustabilizować produkcję płyty wiórowej na poziomie 1,2-1,3 tys. m³ dziennie przy projektowanej wydajności 1,5 tys. m³. Zarząd obecnie skupia się na stronie kosztowej w otoczeniu bardzo niskich cen płyt (w 2Q'19 spółka informowała o kilkuprocentowej stracie EBITDA zewewnętrznej sprzedaży). Wyraźne efekty z tego tytułu powinny pojawić się w 4Q'19/1Q'20, a spółka ma potencjał do poprawy efektywności gł. poprzez zmniejszenie kosztów pary. Niemniej do pełnego wykorzystania potencjału fabryki potrzeba wzrostu cen płyt. Liczymy na lepsze zbilansowanie rynku w regionie w 2020 roku po okresie dużego wzrostu zdolności (ponad 1,1 mln m³). Zwracamy uwagę, że od stycznia 2020 roku część producentów może mieć problemy ze spełnieniem bardziej rygorystycznej (realistycznej) metody pomiaru zawartości formaldehydu w płytach/meblach na rynku niemieckim.

Od czasu wydania poprzedniej rekomendacji (11.12.2018) wskazujemy na poprawę sytuacji płynnościowej w spółce. Spółka informowała, że po 2Q'19 nie przekraczała uzgodnionych wskaźników z bankami na poziomie 4,9x DN/EBITDA. Szacujemy, że po rozliczeniu dotacji Tanne wskaźnik ten spadł do 4,6-4,7x, podczas gdy na koniec września'18 kształtował się na poziomie blisko 6,0x. W maju-czerwcu 2019 spółka informowała o wydłużeniu zapadalności kredytów odnawialnych. Celem zarządu jest zejście ze wskaźnikiem DN/EBITDA poniżej 4,0x na koniec 2019 roku i poniżej 3,5x na koniec 1Q'20 (kovenanty).

Na 2H'19 baza wynikowa nie jest wymagająca, a spółka powinna poprawić rentowność wskutek wzrostu jednostkowych cen mebli przy niższych kosztach surowcowych (+ korekta kosztów energii za 1H'19) czy poprawy efektywności fabryki płyt wiórowych. Zwracamy uwagę, że konsensus rynkowy nie uwzględni tych efektów

Wycena DCF [PLN]	27,8
Wycena porównawcza [PLN]	31,4
Wycena końcowa [PLN]	29,6
Potencjał do wzrostu / spadku	14,7%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	25,8
Kapitalizacja [mln PLN]	612,8
Ilość akcji [mln szt.]	23,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	32,90
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	22,25
Stopa zwrotu za 3 mc	-3,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	0,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	7,7%
Struktura akcjonariatu:	
MaForm Holding	32,4%
PZU OFE	11,1%
Aviva OFE	8,8%
Ipopema TFI*	8,6%
NN OFE	7,5%
Pozostali	31,5%

*- w tym SEZAM FIZ posiadający 2,05 mln akcji Forte (8,6%)

Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

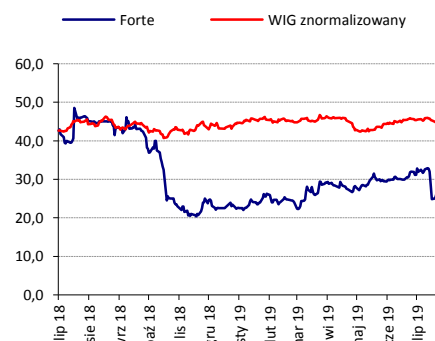
tel. (0-32) 208-14-35

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	1 090,4	1 096,2	1 107,3	1 159,0	1 246,1	1 284,4
EBITDA [mln PLN]	167,2	125,6	117,5	144,8	178,8	182,9
EBIT [mln PLN]	144,5	98,7	72,5	90,1	127,1	133,3
Wynik netto [mln PLN]	104,6	77,0	34,5	54,8	90,2	100,3
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7
P/E	5,9	8,0	17,9	11,3	6,8	6,2
EV/EBITDA	5,6	9,1	10,7	8,1	6,1	5,4
EV/EBITDA skoryg.*	5,3	8,6	10,2	7,7	5,7	5,0
EV/EBIT	6,5	11,5	17,3	13,0	8,5	7,3
DY w okresie	3,9%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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



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
SZACUNKI WYNIKÓW ZA 2Q'19 ZGODNE Z OCZEKIWANIAMAMI	3
NIEWYMAGAJĄCA BAZA WYNIKOWA I KONSENSUS	3
RYNEK PŁYTY WIÓROWEJ BLISKI PRZESILENIA.....	4
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	5
WYCENA DCF.....	6
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	9
SZACUNKOWE WYNIKI ZA 2Q'19.....	10
PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	11
ZADŁUŻENIE	12
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2019-2021	14
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2019-2028 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 27,8 PLN. Natomiast wycena porównawcza do spółek z branży meblowej i drzewnej, oparta na prognozach wyników na lata 2019 – 2021 dała wartość 1 akcji na poziomie 31,4 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 29,6 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	27,8
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	31,4
Wycena spółki [PLN]		29,6

Źródło: BDM S.A.

Szacunki wyników za 2Q'19 zgodne z oczekiwaniami

Oczyszczone wyniki za 2Q'19 (RB z 25.07.2019) były zgodne z naszymi oczekiwaniami (ostrzegliśmy przed wysoką bazą wynikową). Spółka zaksięgowała dodatkowe koszty z tyt. opłat środowiskowych za sprzedaż mebli na rynku niemieckim (3 mln PLN). Baza wynikowa była zawyżona gł. przez nietypowy sezon sprzedaży mebli w 2018 roku (przesunięcia z 1Q'18 na 2Q'18), o czym zarząd informował na poprzednich konferencjach wynikowych. W rezultacie oczyszczona EBITDA w 2Q'19 spadła o 13% r/r. W perspektywie kolejnych okresów baza wynikowa nie jest wymagająca.

Bezpośrednio po szacunkach za 2Q'19 kurs akcji spółki stracił ok. 13% i utrzymywał się pod presją na kolejnych sesjach. Nie widzimy uzasadnienia dla tak mocnej przeceny.

Szacunki wyników i reakcja kursu

Szacunki EBITDA za	Data	EBITDA faktyczna	EBITDA BDM	Konsensus	Odchylenie BDM	Odchylenie konsensus	reakcja kursu	Obroty [MPLN]
1Q'18	25.04.2019 (po sesji)	23,0	24,5		-6,2%		-0,6%	7,0
2Q'18	26.07.2019 (po sesji)	34,6	28,8		20,2%		19,5%	14,5
3Q'18	29.10.2018 (w trakcie sesji)	27,3	35,1	40,4	-22,1%	-32,4%	-24,6%	6,7
4Q'18	28.01.2019 (po sesji)	32,9	30,1	38,7	9,3%	-14,9%	-2,1%	1,7
1Q'19	24.04.2019 (przed sesją)	38	34,0	35,5	11,8%	7,1%	5,6%	1,0
2Q'19	25.07.2019 (przed sesją)	30*	29,4	31,0	1,9%	-3,2%	-12,5%	2,3

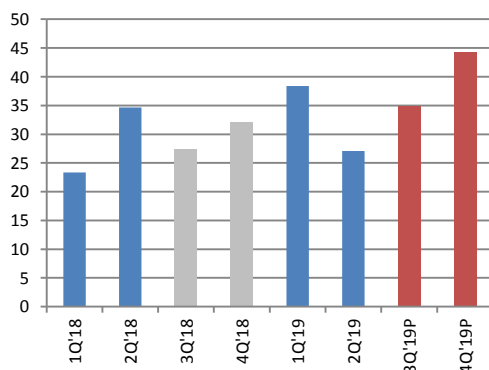
Źródło: BDM S.A. *- oczyszczona o 3 mln PLN one-off.

Niewymagająca baza wynikowa i konsensus

Na 2H'19 baza wynikowa nie jest wymagająca, a spółka powinna poprawić rentowność wskutek wzrostu jednostkowych cen mebli przy niższych kosztach surowcowych (+ korekta kosztów energii za 1H'19) czy poprawy efektywności fabryki płyt wiórowych. Efekty te powinny być widoczne szczególnie w okresie wysokiego sezonu w 4Q'19-1Q'20.

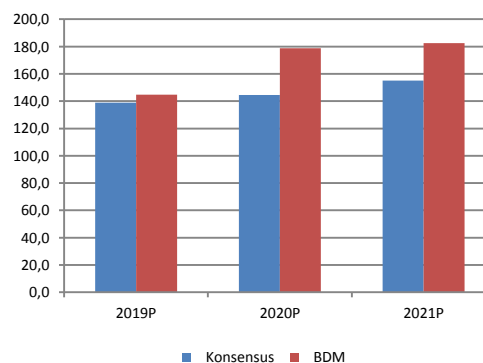
Zwracamy uwagę, że konsensus rynkowy nie uwzględnia efektów poprawy wydajności i efektywności fabryki płyt wiórowych czy działań spółki po stronie sprzedaży mebli (wyraźny wzrost jednostkowych cen).

EBITDA 2018-2019P [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., szacunki własne

Konsensus EBITDA vs BDM



Źródło: BDM S.A., szacunki własne, Bloomberg 05.08.2019

Rynek płyty wiórowej bliski przesilenia

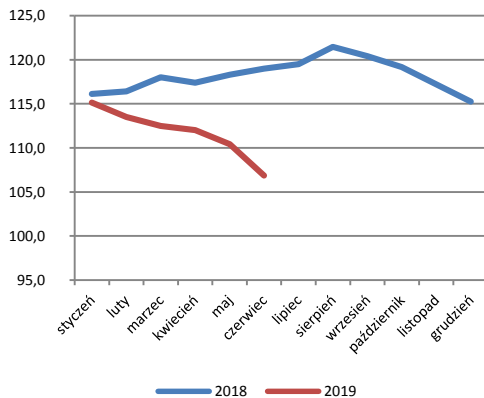
W czerwcu 2019 ceny płyty wiórowej na rynku niemieckim spadły do poziomów nienotowanych od 2 lat (-10% r/r). Na spadek cen wpływ ma wzrost podaży produktu z Białorusi i Polski (Forte w 2Q'18 +500 tys. m3 zdolności, Egger w 2Q'19 +650 tys. m3 zdolności).

Przy obecnym wzroście kosztów produkcji (gł. drewna i energii) modelowa marża po kosztach zmiennych spadła do poziomów z 2013 roku.

Obecnie obserwujemy wyraźny spadek kosztów metanolu, który stanowi podstawowy surowiec w produkcji żywic klejowych wykorzystywanych w branży płyt drewnopochodnych. W lipcu metanol potaniał o 37% r/r, co powinno się przełożyć na dwucyfrowy spadek kosztów klejów w 2H'19.

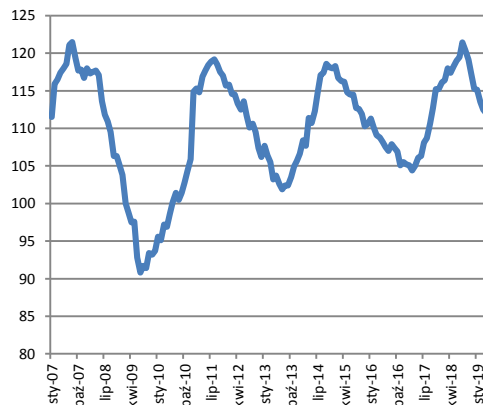
Zwracamy uwagę, że od stycznia 2020 roku część producentów może mieć problemy ze spełnieniem bardziej rygorystycznej (realistycznej) metody pomiaru zawartości formaldehydu w płytach na rynku niemieckim. Rozporządzenie o zakazie chemikaliów ogranicza emisję formaldehydu z powlekanych i niepowlekanych płyt drewnopochodnych oraz mebli 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 wejdzie w życie od 01.01.2020.

Indeks płyty wiórowej surowej na rynku niemieckim*



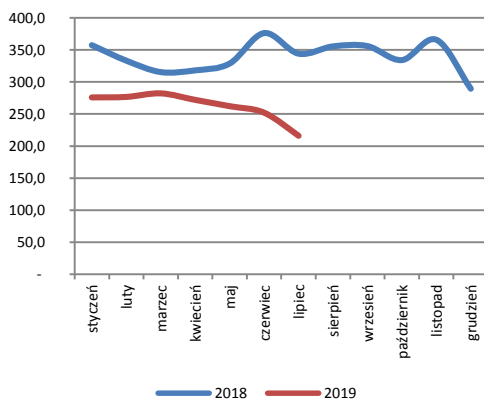
Źródło: BDM S.A., destatis. *- 2010=100

Indeks płyty wiórowej surowej na rynku niemieckim*



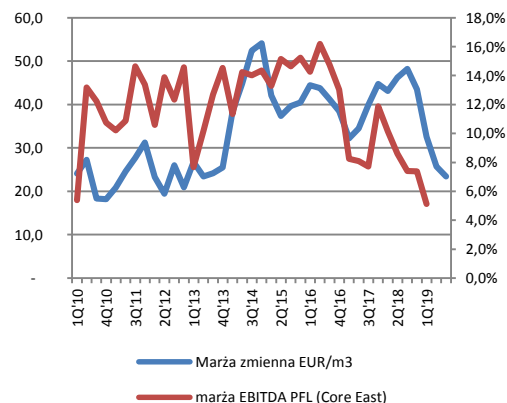
Źródło: BDM S.A., destatis. *- 2010=100

Metanol* FOB Rotterdam [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg. *- Metanol to gł. Składnik klejów (ok. 50%). Koszty klejów stanowią do 20% w kosztach produkcji płyt wiórowych.

Teoretyczna marża zmienna* vs marża EBITDA PFL (CE)



Źródło: BDM S.A., szacunki własne, Pfeleiderer. *- marża po modelowych kosztach drewna, chemii i energii dla krajowego producenta

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ **Wysokie zadłużenie**

Zadłużenie netto na koniec 1Q'19 wzrosło do 654 mln PLN (w tym 28,1 mln PLN wynika z MSSF 16) i stanowiło 4,9x 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 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 maju'19 spółka informowała o wydłużeniu spłaty kredytu odnawialnego z ING o 2 miesiące (do 31.08.19). W czerwcu'19 podpisała aneks do umowy o kredyt odnawialny z PKO BP wydłużający finansowanie o 2 lata do czerwca 2021

Celem zarządu jest zejście ze wskaźnikiem DN/EBITDA poniżej 4,0x na koniec 2019 roku i poniżej 3,5x na koniec 1Q'20 (kowenanty). Przy rozczarowujących wynikach istnieje ryzyko przekroczenia kowenantów.

▪ **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 76 mln w trwałych aktywach finansowych. Obecnie akcje te są warte ok. 54 mln PLN (wycena przez kapitał własny). Niewykluczone także, że spółka będzie zmuszona sprzedać te akcje z uwagi na wymagalne zadłużenie (65 mln PLN kredytu do spłaty na 16.12.2019).

▪ **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 >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 „zbyt ambitne plany” dotyczące takich fundamentalnych kwestii jak estymowana dynamika sprzedaży czy (niższy) 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 (4,1k PLN/msc vs >5k 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 (bez zmian).

Główne założenia w modelu:

Meble:

- Zarząd na konferencji po 4Q'18 informował, że przy obecnym parku maszynowym spółka może zwiększyć produkcję mebli o ok. 20% vs 2018 rok. Tym samym widzimy potencjał do wzrostu produkcji mebli po rozczarowujących danych sprzedażowych za 4Q'18-1Q'19 (poprzednio przyjmowaliśmy 100% wykorzystania mocy);
- Mimo rozczarowujących wolumenów sprzedaży w 4Q'18-1Q'19 spółka pochwaliła się sporym, ponad 6% r/r wzrostem średnich, jednostkowych cen mebli, co potwierdza informacje przekazywane podczas konferencji wynikowych (redukcja oferty, zmiana mixu, wzrost cen) i powinno pozytywnie przekładać się na marże, szczególnie w okresie wysokiego sezonu 2019/2020;
- W 2H'19 spodziewamy się kontynuacji trendów obserwowanych w minionych kwartałach (wyższa jednostkowa cena, niższy wolumen). Wzrost wolumenów spodziewamy się dopiero od 2021 roku;
- Na marże w 2H'19 pozytywnie powinien wpływać spadek cen płyty wiórowej (całe zapotrzebowanie pokrywa własna fabryka płyt), okuć czy chemikaliów;
- Spółka w 2019 roku doświadczyła ok. 40% r/r wzrostu kosztów. Zgodnie z ustawą o „cenach energii” z 28.12.2018 (nowelizacja 13.06.2019) spółka powinna dostać korektę kosztów za 1H'19, którą szacujemy na ok. 3,3 mln PLN (one-off w 3Q'19);
- W 2019 roku i w najbliższych latach oczekujemy ok. 5% r/r wzrostu kosztów pracy. W latach 2005-2018 efektywny wzrost średniej pensji wynosił blisko 8% r/r;
- Ostrożniej podchodzimy do spółki JV w Chennai (zawiązana spółka z hinduskim partnerem w styczniu '17). W 2017-2018 spółka wygenerowała 10-11 mln PLN strat dla akcjonariuszy Forte po bardzo słabym 4Q'18 (dodatkowe koszty po audycie). Liczymy na „break even” do końca 2019 roku;
- 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 (69 mln EUR na 2022 rok).

Płyta:

- Zarząd informował, że ustabilizował produkcję płyty na poziomie 1,2-1,3 tys. m³ dziennie po problemach z rozruchem w 2-3Q'18. Docelowa wydajność ma być osiągnięta po 2 latach (2Q'20 1,5 tys. m³).
- Zarząd informował o bardzo niskich zrealizowanych cenach płyty wiórowej, a spółka zanotowała w tym obszarze stratę EBITDA w 2Q'19. Liczymy na odbicie cen w 4Q'19/1Q'20;
- Zakładamy, że spółka stosuje „politykę cen transferowych”, przez co wynik na sprzedaży płyty na zewnątrz nie odzwierciedla efektywności fabryki;
- Pozytywnie na marże w 2H'19 powinna wpłynąć dalsza optymalizacja kosztowa fabryki (zmniejszenie wskaźników zużycia drewna i klejów), a także wyraźny spadek cen klejów;
- Istotne pole do poprawy efektywności dostrzegamy również w kosztach pary (obecnie spółka kupuje 100% biomasy, produkcja płyty jest „parochłonna”);
- Spółka powinna w 2Q'19 rozliczyć ostatnią transzę dotacji na fabrykę płyt (14,2 mln PLN z 57 mln PLN ogółem);

Pozostałe:

- 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 2019 roku. W związku z tym oczekujemy jeszcze ok. 8 mln PLN wydatków (łącznie 10 mln PLN przez CAPEX - poprzednio uwzględnialiśmy to w kosztach bieżących);

Ponadto:

- Po okresie szczegółowej prognozy przyjmujemy wzrost FCF na poziomie 0% (poprzednio -1%);
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 6 sierpnia 2019 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 666 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 27,8 PLN.

Model DCF

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 107,3	1 159,0	1 246,1	1 284,4	1 320,2	1 355,8	1 393,3	1 430,0	1 466,9	1 506,3	1 545,1
EBIT [mln PLN]	72,5	90,1	127,1	133,3	140,7	145,2	148,3	150,0	150,9	152,6	152,9
Stopa podatkowa	24,3%	19,9%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	17,6	17,9	24,1	25,3	26,7	27,6	28,2	28,5	28,7	29,0	29,1
NOPLAT [mln PLN]	54,9	72,2	102,9	108,0	113,9	117,6	120,1	121,5	122,2	123,6	123,9
Amortyzacja [mln PLN]	45,0	54,7	51,7	49,6	48,1	47,0	46,2	45,5	45,0	44,5	44,2
CAPEX [mln PLN]	-193,8	-30,7	-40,5	-43,1	-45,6	-46,9	-46,4	-45,7	-45,0	-44,2	-44,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-75,7	-3,6	-16,7	-7,3	-6,9	-6,8	-7,2	-7,0	-7,1	-7,6	-7,4
FCF [mln PLN]	-169,7	92,5	97,4	107,2	109,6	110,9	112,7	114,2	115,1	116,3	116,2
DFCF [mln PLN]		89,8	87,5	88,9	83,6	77,7	72,2	66,9	61,5	56,8	51,8
Suma DFCF [mln PLN]		736,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]		1 223,1		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		545,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 282,0									
Dług netto** [mln PLN]		615,6									
Wartość kapitału [mln PLN]		666,4									
Ilość akcji [mln szt.]		23,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		27,8									

Przychody zmiana r/r	4,7%	7,5%	3,1%	2,8%	2,7%	2,8%	2,6%	2,6%	2,7%	2,6%
EBIT zmiana r/r	24,3%	41,0%	4,9%	5,5%	3,3%	2,1%	1,1%	0,6%	1,1%	0,2%
FCF zmiana r/r	-154,5%	5,2%	10,1%	2,2%	1,2%	1,6%	1,3%	0,8%	1,0%	-0,1%
Marża EBITDA	12,5%	14,3%	14,2%	14,3%	14,2%	14,0%	13,7%	13,4%	13,1%	12,8%
Marża EBIT	7,8%	10,2%	10,4%	10,7%	10,7%	10,6%	10,5%	10,3%	10,1%	9,9%
Marża NOPLAT	6,2%	8,3%	8,4%	8,6%	8,7%	8,6%	8,5%	8,3%	8,2%	8,0%
CAPEX / Przychody	2,7%	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%	3,3%	3,2%	3,1%	2,9%	2,9%
CAPEX / Amortyzacja	56,2%	78,4%	86,8%	94,8%	99,8%	100,5%	100,5%	100,1%	99,4%	100,6%
Zmiana KO / Przychody	0,3%	1,3%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	6,9%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%

Źródło: BDM S.A. ** - po pomniejszeniu o bieżącą wartość 2,05 mln akcji Forte (53 mln PLN - SEZAM XX FIZ) i uwzględnieniu 28,1 mln PLN z tyt. MSSF 16.

Kalkulacja WACC

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
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	64,5%	70,4%	76,7%	83,1%	89,4%	95,5%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	35,5%	29,6%	23,3%	16,9%	10,6%	4,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%	9,0%	9,3%	9,5%	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	30,6	33,3	36,7	41,0	46,5	54,2	65,1	82,4	113,5
	0,8	28,1	30,5	33,4	37,1	41,8	48,0	56,8	69,9	91,8
	0,9	25,9	28,0	30,5	33,6	37,6	42,8	49,9	60,2	76,3
	1,0	23,8	25,6	27,9	30,6	34,0	38,4	44,2	52,4	64,6
	1,1	21,9	23,5	25,5	27,8	30,8	34,5	39,4	46,0	55,6
	1,2	20,1	21,6	23,3	25,4	27,9	31,1	35,2	40,7	48,3
	1,3	18,5	19,8	21,3	23,2	25,4	28,1	31,6	36,1	42,3

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%	31,7	34,6	38,1	42,7	48,7	56,9	69,0	88,5	124,8
	4,0%	26,3	28,4	31,1	34,3	38,4	43,8	51,2	62,0	79,0
	5,0%	21,9	23,5	25,5	27,8	30,8	34,5	39,4	46,0	55,6
	6,0%	18,2	19,4	20,9	22,7	24,9	27,6	30,9	35,3	41,3
	7,0%	15,0	16,0	17,2	18,6	20,2	22,2	24,6	27,6	31,6
	8,0%	12,3	13,1	14,0	15,1	16,4	17,9	19,7	21,9	24,6
	9,0%	9,9	10,6	11,4	12,2	13,2	14,3	15,7	17,3	19,3

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%	55,2	51,7	48,4	45,4	42,7	40,2	37,8	35,7	33,6
	4,0%	47,4	43,6	40,2	37,1	34,3	31,8	29,5	27,3	25,4
	5,0%	41,0	37,1	33,6	30,6	27,8	25,4	23,2	21,1	19,3
	6,0%	35,7	31,8	28,4	25,4	22,7	20,4	18,2	16,3	14,6
	7,0%	31,2	27,3	24,0	21,1	18,6	16,3	14,3	12,5	10,8
	8,0%	27,3	23,6	20,4	17,6	15,1	13,0	11,0	9,3	7,7
	9,0%	24,0	20,4	17,2	14,6	12,2	10,1	8,3	6,7	5,2

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2019-2021 do wybranych, zagranicznych i polskich spółek działających w sektorze meblowym i drzewnym. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach z 6 sierpnia 2019 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 50% (bez zmian).

Porównując wyniki Forte ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 745 mln PLN, co odpowiada 31,4 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 25,8 PLN (bieżąca cena rynkowa) Forte handlowane jest z premią względem EV/EBITDA. Premia ta wynika z braku znaczących efektów programu inwestycyjnego z lat 2015-2018.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
HERMAN MILLER	12,7	11,7	11,1	8,4	8,4	7,9	10,8	10,7	10,1
ETHAN ALLEN INTERIORS	10,2	9,4	8,1	5,8	5,7	5,4	8,3	7,9	8,4
DOREL INDUSTRIES	7,3	6,4	6,4	5,0	4,8	4,3	9,5	8,9	9,0
NOBIA	11,8	10,9	9,9	7,2	6,3	6,0	11,7	10,3	9,7
HOWDEN JOINERY GROUP	15,6	14,4	13,4	10,0	9,1	8,3	11,3	10,3	9,3
DFS FURNITURE	12,3	10,7	9,0	6,8	6,0	5,2	10,3	8,8	7,2
PFLEIDERER	-	28,7	16,9	6,4	5,3	4,9	23,2	15,2	12,5
Mediana	12,1	10,9	9,9	6,8	6,0	5,4	10,8	10,3	9,3
FORTE skoryg*	11,3	6,8	6,2	7,7	5,7	5,0	12,4	8,1	6,9
Premia/dyskonto do spółki	-6,4%	-37,2%	-37,8%	19,1%	1,0%	-0,9%	20,5%	-17,2%	-21,0%
Wycena wg wskaźnika	27,6	41,1	41,5	20,1	27,6	28,4	19,7	37,4	38,9
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		36,7			25,4			32,0	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		31,4							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 06.08.2019. *- w oparciu o dług netto skorygowany o aktywa SEZAM XX FIZ (2,05 mln akcji Forte).

SZACUNKOWE WYNIKI ZA 2Q'19

Dn. 25. 07 spółka opublikowała szacunkowe wyniki za 2Q'19. Na raportowane wyniki wpływ miało ujęcie dodatkowych kosztów sprzedaży (3 mln PLN) dotyczących opłat środowiskowych za wprowadzanie produktów na rynek niemiecki. Jak informuje w komunikacie spółka, dodatkowe koszty zostały spowodowane wejściem w życie w Niemczech nowej ustawy o opakowaniach (VerpackG) i wymaganym audytem potwierdzającym prawidłowość realizowanych obowiązków środowiskowych. Po oczyszczeniu EBITDA była zgodna z naszymi oczekiwaniami. Pełny raport spółka opublikuje 12.09.2019.

Przychody ze sprzedaży w 2Q'19 utrzymały się na porównywalnym poziomie r/r i były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Sprzedaż płyty wiórowej na zewnątrz wyniosła 14 mln PLN vs 5,6 mln PLN przed rokiem. Tym samym sprzedaż mebli spadła o ok. 2% r/r. Rok temu spółka zrealizowała w tym okresie dodatkową sprzedaż (przesuniętą z 1Q'18), przez co baza była zawyżona. Zarząd zwracał na to uwagę na konferencjach wynikowych.

Według zarządu w 2Q'19 utrzymuje się negatywny trend na rynku płyty meblowej, czego efektem jest realizowana kilkupunktowa ujemna marża na sprzedaży nadwyżek płyty do podmiotów trzecich. Pomimo dość stabilnych cen surowca drzewnego, ceny osiągnięte na sprzedaży nie pokrywają w pełni kosztów wytworzenia płyty.

Spółka informuje, że poziom wskaźnika zadłużenia finansowego netto na koniec 2Q'19 nie przekracza poziomów uzgodnionych z instytucjami finansującymi. Na konferencji po 1Q'19 zarząd informował że jest to odpowiednio 4,9x na koniec 2Q'19, 4,5x na koniec 3Q'19 i 4,0x na koniec roku. Zwracamy uwagę, że spółka rozliczała ostatnią transzę dotacji na fabrykę płyt (14,1 mln PLN z łącznie 57 mln PLN), co wsparło płynność. Podobnie jak mniejszy kapitał obrotowy (spływ gotówki po sezonie). Tym samym szacujemy, że mimo obniżonego o 3 mln PLN wyniku, wskaźnik dług netto/EBITDA ukształtował się na poziomie 4,6-4,7x.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	2Q'18	2Q'19 szac.	zmiana r/r	2Q'19P BDM	różnica
Przychody	258,0	257	-0,4%	254,9	0,8%
Wynik brutto na sprzedaży	91,2			84,5	
EBITDA	34,6	27	-22,0%	29,4	-8,3%
EBITDA adj.	34,6	30	-13,4%	29,4	1,9%
EBIT	23,2	13	-44,1%	15,7	-17,4%
Zysk brutto	4,7			11,0	
Zysk netto	0,3			8,9	
Marża zysku brutto ze sprzedaży	35,4%			33,2%	
Marża EBITDA	13,4%	10,5%		11,5%	
Marża EBIT	9,0%	5,1%		6,2%	
Marża zysku netto	0,1%			3,5%	

Źródło: BDM, spółka

PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Na 2H'19 baza wynikowa nie jest wymagająca i spółka nie powinna mieć problemów z jej pobiciem. Po negatywnym one-off w 2Q'19 (dodatkowe koszty z tyt. opłat środowiskowych) w 3Q'19 oczekujemy pozytywnego zdarzenia związanego z „ustawą o cenach energii” z 28.12.2019 w kwocie ok. 3,3 mln PLN (nowelizacja z 13.06.2019 określiła utrzymanie cen na poziomie z 30.06.2018 dla wszystkich odbiorców w 1H'19, po tym okresie spółka nie jest beneficjentem ustawy). Najlepszy w roku powinien być 4Q'19, kiedy spółka sezonowo realizuje wyższe wolumeny sprzedaży mebli, a w segmencie płyty powinien być widoczny efekt zmniejszonych kosztów ciepła.

W 3Q'19 liczymy na lekki wzrost przychodów ze sprzedaży, który będzie wynikał ze wzrostu w obszarze płyty wiórowej. W przypadku mebli spodziewamy się utrzymania sprzedaży. Oczekujemy utrzymania podobnych tendencji jak w minionych kwartałach, czyli nieco niższych wolumenów sprzedaży skompensowanych wzrostem jednostkowej ceny mebli, co pozytywnie powinno przełożyć się na marże. Dodatkowo rentowność powinny wspierać niższe koszty surowcowe, w szczególności płyt wiórowych (dołek w 3Q'19) i okuć. Wskazujemy ponadto na pozytywny efekt zabezpieczeń EUR/PLN (kurs poniżej korytarza opcyjnego), który (przy obecnym kursie) może wynieść nawet do 5 mln PLN vs 2,5 mln PLN w 2Q'19.

W przypadku płyty oczekujemy podobnej straty q/q realizowanej na sprzedaży nadwyżki produktu (1-1,5 mln PLN EBITDA). Zarząd informował, że już w 2Q'19 sprzedawał nadwyżki płyty z „kilkuprocentową” ujemną marżą. W 3Q'19 mimo oczekiwanych niższych cen płyt (spółka stosuje politykę cen transferowych) powinny być widoczne efekty dalszego spadku wskaźników zużycia surowców. Dużego efektu z tego tytułu oczekujemy w 4Q'19/1Q'20 (zmniejszenie kosztów ciepła). Liczymy również, że rynek płyty, po okresie dużej nadwyżki surowca 2018/2019, powinien być bardziej zbilansowany a ceny powinny w 3/4Q'19 wyznaczyć lokalny dołek. Od stycznia 2020 roku część producentów może mieć problemy ze spełnieniem bardziej rygorystycznej (realistycznej) metody zawartości formaldehydu na rynku niemieckim.

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

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19P*	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018P	2019P
Przychody	293,7	242,6	267,8	292,2	295,5	258,0	256,3	297,5	319,5	257,0	265,2	317,3	1 096,2	1 107,3	1 159,0
meble i pozostałe	293,7	242,6	267,8	292,2	295,5	252,4	248,1	281,9	307,3	243,0	252,5	296,8	1 096,2	1 077,9	1 099,5
płyta**					5,6	8,2	15,6	12,2	14,0	12,7	20,5	0,0	0,0	29,4	59,4
Wynik brutto ze sprzedaży	114,9	87,0	93,1	101,8	94,2	91,2	87,3	97,7	105,8	85,5	91,7	114,1	396,8	370,5	397,1
PDO	-1,5	-1,3	-0,9	-3,4	-1,3	0,4	-1,0	1,8	0,4	0,0	3,3	0,0	-7,2	-0,1	3,6
EBITDA	46,5	23,7	30,1	25,4	23,4	34,6	27,3	32,2	38,4	27,1	34,9	44,3	125,6	117,5	144,8
meble i pozostałe	46,5	23,7	30,1	25,4	23,4	35,2	21,9	25,9	34,2	23,6	27,3	32,8	125,6	106,4	117,9
płyta**					-0,6	5,4	6,2	4,2	3,4	3,4	7,6	11,6	0,0	11,1	26,9
EBIT	40,4	17,3	23,0	18,1	15,9	23,2	14,4	19,0	24,4	13,5	21,4	30,8	98,7	72,5	90,1
meble i pozostałe	40,4	17,3	23,0	18,1	15,9	29,3	14,5	18,2	25,5	15,4	19,1	24,5	98,7	78,0	84,5
płyta**					-6,1	-0,1	0,7	-1,1	-1,9	-1,9	2,3	6,3	0,0	-5,5	5,6
Wynik brutto	38,6	18,0	15,6	21,7	10,8	4,7	15,5	14,5	17,9	7,9	16,3	26,2	94,0	45,5	68,4
Wynik netto	31,3	14,4	11,3	20,1	7,3	0,3	14,9	12,0	13,9	6,4	13,2	21,2	77,0	34,5	54,8
Marża brutto	39,1%	35,9%	34,8%	34,8%	31,9%	35,4%	34,1%	32,9%	33,1%	33,3%	34,6%	36,0%	36,2%	33,5%	34,3%
Marża EBITDA	15,8%	9,8%	11,2%	8,7%	7,9%	13,4%	10,7%	10,8%	12,0%	10,5%	13,2%	14,0%	11,5%	10,6%	12,5%
meble i pozostałe	15,8%	9,8%	11,2%	8,7%	7,9%	13,9%	8,8%	9,2%	11,1%	9,7%	10,8%	11,0%	11,5%	9,9%	10,7%
płyta					-1,2%	9,9%	9,3%	6,5%	6,6%	6,6%	14,7%	17,0%	0,0%	6,4%	11,4%
Marża netto	10,7%	5,9%	4,2%	6,9%	2,5%	0,1%	5,8%	4,0%	4,3%	2,5%	5,0%	6,7%	7,0%	3,1%	4,7%
Zmiana r/r															
Przychody	-2,2%	0,9%	9,3%	-4,2%	0,6%	6,4%	-4,3%	1,8%	8,1%	-0,4%	3,5%	6,7%	0,5%	1,0%	4,7%
meble i pozostałe	-2,2%	0,9%	9,3%	-4,2%	0,6%	4,0%	-7,3%	-3,5%	4,0%	-3,7%	1,8%	5,3%	0,5%	-1,7%	2,0%
płyta											149,1%	54,4%	31,5%		101,9%
EBITDA	-4,8%	-29,0%	-21,4%	-45,7%	-49,7%	46,4%	-9,1%	26,5%	64,4%	-21,8%	27,8%	37,9%	-24,9%	-6,5%	23,2%
meble i pozostałe	-4,8%	-29,0%	-21,4%	-45,7%	-49,7%	48,8%	-27,1%	2,0%	46,2%	-32,8%	24,6%	26,4%	-24,9%	-15,3%	10,8%
płyta											-698,9%	41,0%	85,8%		142,8%

Źródło: BDM S.A., spółka, szac. własne. *- spółka podała szacunki dn. 25.07.2019. **- przychody na zewnątrz, spółka stosuje „politykę cen transferowych”.

ZADŁUŻENIE

Zadłużenie netto na koniec 1Q'19 wzrosło do 654 mln PLN (w tym 28,1 mln PLN wynika z MSSF 16) i stanowiło 4,9x 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 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 maju'19 spółka informowała o wydłużeniu spłaty kredytu odnawialnego w ING o 2 miesiące (do 31.08.19). W czerwcu'19 podpisała aneks do umowy o kredyt odnawialny z PKO BP wydłużający finansowanie o 2 lata do czerwca 2021

Celem zarządu jest zejście ze wskaźnikiem DN/EBITDA poniżej 4,0x na koniec 2019 roku i poniżej 3,5x na koniec 1Q'20 (kowenanty).

Zadłużenie z tyt. kredytów bankowych

	kwota	waluta	kwota PLN	wykorzystanie				spłata	oprocentowanie
				2016	2017	2018	1Q'19		
<i>inwestycyjne</i>			786 212	272 975	458 447	511 287	487 059		
PKO, BGK*	130 000	EUR	556 582	95 698	307 059	424 466	406 802	17.10.2024	euribor 3m+marża
ING A**	130 000	PLN	130 000	125 643	121 773	70 514	65 414	16.12.2019	wibor 1m+ marża
ING A	985	EUR	4 217	2 615				29.09.2017	euribor 3m+marża
ING A1	1 265	EUR	5 416	532	3 957			31.03.2020	euribor 3m+marża
ING B	4 250	EUR	18 196	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	31 040	0	5 699	16 307	14 843	31.12.2021	euribor 3m+marża
mBank	2 400	EUR	10 275	5 810	2 307			31.12.2018	euribor 1m+marża
PKO	3 500	EUR	14 985	6 522	3 744			22.12.2018	euribor 1m+marża
<i>obrotowe</i>			221 407	130 033	132 487	172 111	185 702		
PKO	100 000	PLN	100 000	44 764	61 936	91 998	91 192	09.06.2021	wibor 1m +marża
ING	100 000	PLN	100 000	79 736	54 717	70 307	73 514	31.08.2019	wibor 1m +marża
mBank	5 000	EUR	21 407	5 533	15 834	9 806	20 996	12.12.2019	wibor O/N + marża
RAZEM			1 007 619	403 008	590 934	683 398	672 761		

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

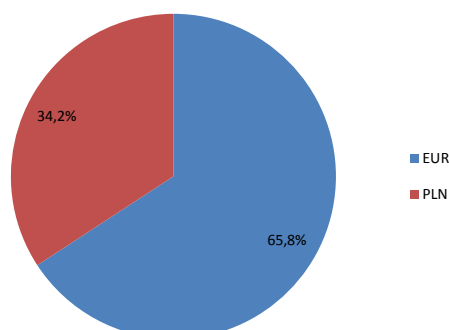
Wysokie zadłużenie spółki wynika gł. z fabryki płyt wiórowych(2016-2018) i odkupu akcji własnych (grudzień 2017). Łącznie spółka wydała na te cele blisko 740 mln PLN w 2016-2018.

Geneza zadłużenia spółki [MPLN]

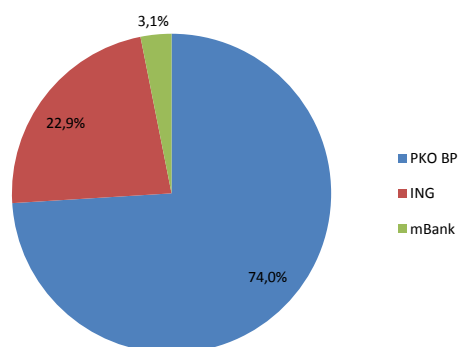
	MPLN	Komentarz
zadłużenie netto 2015	82	
fabryka płyt	579	początkowo koszt szacowano na 320 MPLN; ostatnie płatności w 1Q'19
rozbudowa zdolności pr. mebli/magazynów	55	
CAPEX odtworzeniowy	61	
odkup akcji własnych	157	grudzień 2017 po 76,5 PLN/akcję, obecnie akcje te są warte ok. 55 MPLN
dywidendy	29	
Pozostałe	67	
CFO '16-3Q'18	-375	
Zadłużenie netto 1Q'19	654	

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

Struktura walutowa zadłużenia 1Q'19



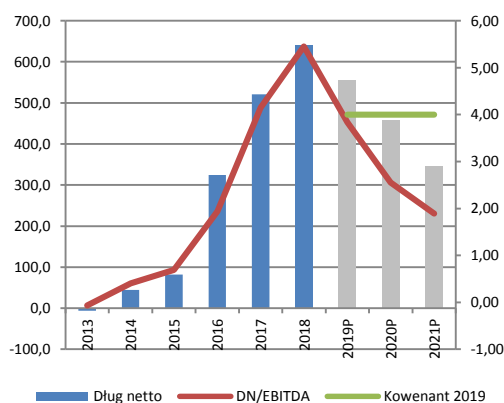
Struktura kredytowa w 1Q'19



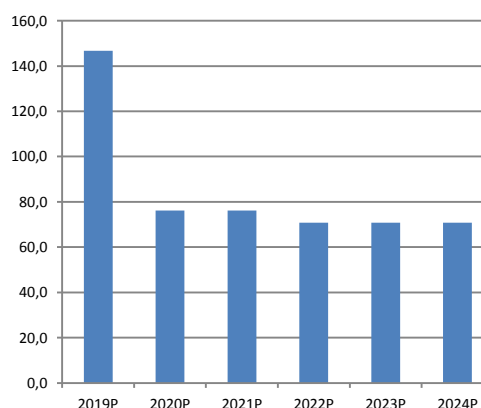
Źródło: BDM S.A., spółka

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. 53 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 1Q'19 wynosił 209 mln PLN.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2019-2021

Nasze prognozy na 2019 rok są niższe o ok. 4% vs poprzednie projekcje i wyższe od konsensusu o ok. 4%. Na lata 2020-2021 prognozy zostały obniżone o ok. 10%. Wpływ na obniżenie założeń miała przede wszystkim sytuacja na rynku płyty wiórowej (bardzo duże spadki cen w 1H'19 i oczekiwane odbicie od 4Q'19), a także większy wzrost jednostkowej ceny mebli przy niższym wolumenie (mniejsza utylizacja mocy produkcyjnych). Wzrost założeń po 2021 roku wynika z wolumenów mebli (zarząd informował w 4Q'18 o wolnych mocach produkcyjnych do nawet 20% vs 2018 rok).

Zwracamy uwagę, że wg. danych z aktualnego konsensusu Bloomberg spółka na koniec 2019 roku złamie kowenanty bankowe (DN/EBITDA <4,0x). W ostatnich miesiącach spółka z sukcesem aneksowała umowy kredytowe.

Zmiany w prognozach na lata 2019-2021 [mln PLN]

	2019P			2020P			2021P		
	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana
Przychody	1 144,4	1 159,0	1,3%	1 218,9	1 246,1	2,2%	1 247,5	1 284,4	3,0%
Wynik brutto na sprzedaży	405,6	397,1	-2,1%	476,8	459,8	-3,6%	491,9	477,5	-2,9%
EBITDA	150,3	144,8	-3,7%	199,3	178,8	-10,3%	200,6	182,9	-8,8%
Meble	103,0	117,9	14,5%	125,5	114,0	-9,2%	127,4	113,2	-11,1%
Płyta	47,3	26,9	-43,2%	73,7	64,8	-12,1%	73,2	69,8	-4,7%
EBIT	92,1	90,1	-2,1%	146,6	127,1	-13,3%	152,2	133,3	-12,4%
Wynik netto	60,4	54,8	-9,3%	110,6	90,2	-18,4%	119,3	100,3	-15,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	35,4%	34,3%		39,1%	36,9%		39,4%	37,2%	
Marża EBITDA	13,1%	12,5%		16,3%	14,3%		16,1%	14,2%	
Marża EBIT	8,0%	7,8%		12,0%	10,2%		12,2%	10,4%	
Marża zysku netto	5,3%	4,7%		9,1%	7,2%		9,6%	7,8%	

Źródło: BDM, szacunki własne. *- prognozy z dnia 11.12.2018

Główne założenia w modelu

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Meble												
Przychody [MPLN]	1 096,2	1 077,9	1 099,5	1 162,2	1 196,0	1 231,6	1 267,8	1 305,6	1 344,6	1 384,8	1 426,2	1 468,8
zmiana r/r	0,5%	-1,7%	2,0%	5,7%	2,9%	3,0%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
zmiana r/r wolumen	-10,3%	-3,6%	-4,4%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
zmiana r/r cena/mix	13,3%	1,8%	5,8%	3,2%	0,9%	1,0%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
zmiana EUR/PLN	-2,4%	0,1%	0,6%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	125,6	106,4	117,9	114,0	113,2	119,4	122,3	124,3	125,0	125,2	126,2	125,9
marża	11,5%	9,9%	10,7%	9,8%	9,5%	9,7%	9,6%	9,5%	9,3%	9,0%	8,8%	8,6%
Płyta												
Przychody ogółem [MPLN]	171,8	236,7	274,5	289,1	292,8	296,6	300,5	304,4	308,4	312,4	316,6	
w tym zewnętrzne*	29,4	59,4	84,0	88,4	88,6	88,0	87,7	85,4	82,1	80,2	76,2	
wolumen [tys. m ³]	271,5	414,8	464,0	480,0	480,0	480,0	480,0	480,0	480,0	480,0	480,0	
wykorzystanie zdolności	54%	83%	93%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	
cena płyty [EUR/m ³]*	140,1	152,6	142,2	146,5	149,4	150,9	152,4	154,0	155,5	157,1	158,6	160,2
zmiana r/r	0,5%	8,9%	-6,8%	3,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA	11,1	26,9	64,8	69,8	69,4	69,9	70,2	70,4	70,7	70,9	71,2	
marża	6,4%	11,4%	23,6%	24,1%	23,7%	23,6%	23,3%	23,1%	22,9%	22,7%	22,5%	

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

Gł. założenia BDM vs konsensus*

	2019P	2020P	2021P
Przychody			
Konsensus	1 148	1 176	1 195
BDM	1 159	1 246	1 284
różnica	0,9%	6,0%	7,5%
EBITDA			
Konsensus	139,0	144,5	155,0
BDM	144,8	178,8	182,9
różnica	4,2%	23,7%	18,0%
Dług netto			
Konsensus	572,3	516,0	409,0
BDM	555,3	465,8	362,0
różnica	-3,0%	-9,7%	-11,5%
DN/EBITDA			
Konsensus	4,12	3,57	2,64
BDM	3,84	2,61	1,98

Źródło: BDM S.A., spółka. * Bloomberg z 05.08.2019

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	1 055,2	1 186,4	1 153,0	1 138,0	1 127,5	1 121,1	1 117,1	1 113,4	1 109,8	1 109,8	1 109,5	1 109,8
Wartości niematerialne i prawne	16,6	16,5	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,5	16,5	16,6	16,7
Rzeczowe aktywa trwałe	798,2	887,1	853,9	838,8	828,4	822,0	818,0	814,2	810,5	810,5	810,1	810,3
Inwestycje długoterminowe	195,9	151,7	151,7	151,7	151,7	151,7	151,7	151,7	151,7	151,7	151,7	151,7
Aktywa obrotowe	437,8	463,0	436,0	464,5	481,1	502,8	530,2	527,0	526,7	597,5	670,6	743,4
Zapasy	170,3	215,5	225,4	242,3	249,7	256,7	263,6	270,9	278,1	285,2	292,9	300,4
Należności krótkoterminowe	210,5	194,4	201,6	213,7	219,1	224,0	229,0	234,2	239,3	244,4	249,9	255,3
Inwestycje krótkoterminowe	53,1	46,9	9,0	8,5	12,3	22,1	37,5	21,9	9,4	67,8	127,7	187,6
-środki pieniężne i ekwiwalenty	52,9	46,6	8,7	8,2	12,0	21,8	37,2	21,5	9,0	67,5	127,4	187,3
Aktywa razem	1 493,0	1 649,3	1 589,1	1 602,5	1 608,6	1 624,0	1 647,3	1 640,4	1 636,5	1 707,3	1 780,1	1 853,2
Kapitał (fundusz) własny	632,7	610,3	665,1	755,3	855,6	965,5	1 083,4	1 170,9	1 235,4	1 300,6	1 367,4	1 434,6
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	149,0	203,8	294,0	394,3	504,2	586,8	648,2	711,1	775,2	840,7
Zysk (strata) netto okresu	108,3	60,1	80,4	115,9	126,0	135,6	143,6	148,5	151,6	153,8	156,6	158,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	856,8	1 035,7	920,7	843,9	749,7	655,2	560,6	466,3	397,8	403,4	409,4	415,3
Rezerwy na zobowiązania	16,6	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3
Zobowiązania długoterminowe	530,3	5,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
-oprocentowane	528,1	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	280,2	855,5	743,4	666,6	572,4	477,9	383,3	289,0	220,5	226,1	232,1	238,0
-oprocentowane	46,0	684,0	564,0	474,0	374,0	274,0	174,0	74,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	1 492,7	1 649,3	1 589,1	1 602,5	1 608,6	1 624,0	1 647,3	1 640,4	1 636,5	1 707,3	1 780,1	1 853,2
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	1 096,2	1 107,3	1 159,0	1 246,1	1 284,4	1 320,2	1 355,8	1 393,3	1 430,0	1 466,9	1 506,3	1 545,1
Koszty produktów, tow. i materiałów	699,4	736,8	761,9	786,3	806,9	824,2	844,1	866,7	889,9	913,9	938,8	964,3
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	396,8	370,5	397,1	459,8	477,5	495,9	511,7	526,6	540,1	553,1	567,5	580,7
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	291,0	297,9	310,7	332,7	344,2	355,3	366,5	378,3	390,1	402,2	415,0	427,8
Zysk (strata) na sprzedaży	105,8	72,6	86,4	127,1	133,3	140,7	145,2	148,3	150,0	150,9	152,6	152,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-7,2	-0,1	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	125,6	117,5	144,8	178,8	182,9	188,7	192,2	194,4	195,5	195,9	197,1	197,1
EBIT	98,7	72,5	90,1	127,1	133,3	140,7	145,2	148,3	150,0	150,9	152,6	152,9
Saldo działalności finansowej	0,7	-21,4	-18,4	-15,7	-12,8	-9,6	-6,2	-3,3	-1,1	0,7	2,5	4,3
Zysk (strata) brutto	94,0	45,5	68,4	111,4	123,8	135,7	145,6	151,6	155,5	158,2	161,6	163,8
Zysk (strata) netto	77,0	34,5	54,8	90,2	100,3	109,9	117,9	122,8	125,9	128,1	130,9	132,7
CF [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	72,6	76,8	131,9	145,7	156,4	160,4	162,0	162,7	163,2	159,1	159,2	159,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-294,0	-191,9	-33,5	-40,6	-39,8	-40,9	-39,8	-39,3	-39,1	-37,7	-35,2	-33,6
Przepływy z działalności finansowej	178,7	108,7	-136,2	-105,6	-112,7	-109,7	-106,7	-139,1	-136,5	-63,0	-64,1	-65,5
Przepływy pieniężne netto	-42,7	-6,4	-37,8	-0,5	3,8	9,8	15,4	-15,7	-12,5	58,4	60,0	59,9
Środki pieniężne na początek okresu	95,9	52,9	46,6	8,7	8,2	12,0	21,8	37,2	21,5	9,0	67,5	127,4
Środki pieniężne na koniec okresu	52,9	46,6	8,7	8,2	12,0	21,8	37,2	21,5	9,0	67,5	127,4	187,3

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	1%	5%	8%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
EBITDA zmiana r/r	-6%	23%	23%	2%	3%	2%	1%	1%	0%	1%	0%
EBIT zmiana r/r	-27%	24%	41%	5%	5%	3%	2%	1%	1%	1%	0%
Zysk netto zmiana r/r	-55%	59%	65%	11%	10%	7%	4%	3%	2%	2%	1%
Marża brutto na sprzedaży	33%	34%	37%	37%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%
Marża EBITDA	11%	12%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	13%	13%	13%
Marża EBIT	7%	8%	10%	10%	11%	11%	11%	10%	10%	10%	10%
Marża brutto	4%	6%	9%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Marża netto	3%	5%	7%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
COGS / przychody	67%	66%	63%	63%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%
SG&A / przychody	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	28%	28%
SG&A / COGS	40%	41%	42%	43%	43%	43%	44%	44%	44%	44%	44%
ROE	6%	8%	12%	12%	11%	11%	10%	10%	10%	10%	9%
ROA	2%	3%	6%	6%	7%	7%	7%	8%	8%	7%	7%
Dług	686,9	564,0	474,0	374,0	274,0	174,0	74,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	42%	35%	30%	23%	17%	11%	5%	0%	0%	0%	0%
D / E	71%	55%	42%	30%	20%	12%	5%	0%	0%	0%	0%
Dług / kapitał własny	112%	84%	62%	44%	28%	16%	6%	0%	0%	0%	0%
Dług netto	640,4	555,3	465,8	362,0	252,3	136,8	52,5	-9,0	-67,5	-127,4	-187,3
Dług netto / kapitał własny	105%	83%	62%	42%	26%	13%	4%	-1%	-5%	-9%	-13%
Dług netto / EBITDA	5,5	3,8	2,6	2,0	1,3	0,7	0,3	0,0	-0,3	-0,6	-1,0
Dług netto / EBIT	883%	616%	367%	272%	179%	94%	35%	-6%	-45%	-84%	-123%
EV	1 275,7	1 190,7	1 101,2	997,4	887,6	772,2	687,9	626,3	567,9	507,9	448,0
Dług / EV	54%	47%	43%	38%	31%	23%	11%	0%	0%	0%	0%
CAPEX / Przychody	18%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
CAPEX / Amortyzacja	431%	56%	78%	87%	95%	100%	100%	101%	100%	99%	101%
Amortyzacja / Przychody	4%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Zmiana KO / Przychody	7%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	1%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	684%	7%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Wskaźniki rynkowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E*	17,9	11,3	6,8	6,2	5,6	5,2	5,0	4,9	4,8	4,7	4,7
P/BV*	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
P/CE*	7,8	5,6	4,4	4,1	3,9	3,7	3,7	3,6	3,6	3,5	3,5
EV/EBITDA*	10,7	8,1	6,1	5,4	4,6	3,9	3,4	3,1	2,8	2,5	2,2
EV/EBIT*	17,3	13,0	8,5	7,3	6,2	5,2	4,5	4,1	3,6	3,2	2,8
EV/S*	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
BVPS	25,6	27,9	31,7	35,9	40,5	45,4	49,1	51,8	54,5	57,3	60,1
EPS	1,4	2,3	3,8	4,2	4,6	4,9	5,1	5,3	5,4	5,5	5,5
CEPS	3,3	4,6	5,9	6,3	6,6	6,9	7,1	7,2	7,2	7,3	7,4
FCFPS	3,9	4,1	4,5	4,6	4,6	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	4,9
DPS w okresie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,49	2,59	2,65	2,70	2,76
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
DY*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,8%	10,0%	10,3%	10,5%	10,7%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 25,8 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Krzysztof Pado

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

Krzystian Brymora

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
[chemia, przemysł drzewny, energetyka](#)

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
[deweloperzy, handel, media](#)

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

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	29,6	Akumuluj	27,3	06.08.2019	09:30 CEST	25,8	57 299,7
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 3Q'19*:			, 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	1	17%	0	0%
Akumuluj	4	67%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	17%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) 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.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 06.08.2019 roku (09:30 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 09.08.2019 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 wyczytane 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 rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez udziału jej 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 powiązanimi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 06.08.2019 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.
 - 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 powiązanimi 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.