

piątek, 27 lipca 2018 | komentarz specjalny

Forte – Zapowiedź imponujących wyników

Pozycjonowanie: przeważaj | cena bieżąca: 40,60 PLN

FTE PW; FTE.WA | Przemysł meblarski, Polska

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Wstępne wyniki za 2Q'18 są na poziomie operacyjnym wyraźnie powyżej naszych prognoz i konsensusu. Spółka poinformowała, że wyraźna poprawa marży EBITDA to efekt rozpoczęcia działalności nowej fabryki płyty drewnopochodnej, która pełne efekty osiągnie na przełomie 3Q'18 i 4Q'18. Z uwagi na efekt bazy (słabe wyniki w poprzednich okresach) oraz pozytywny wpływ produkcji własnej płyty w nadchodzących kwartałach Forte powinno utrzymać wysoką dynamikę wzrostu wyników. Lepsze wyniki za 2Q'18 zwiększają prawdopodobieństwo, że zadłużenie netto do EBITDA spadnie na koniec roku do poziomu około 4,0x EBITDA (5,9x EBITDA na koniec 1Q'18). Naszym zdaniem lepsze wyniki za 2Q'18 mogą być bardzo entuzjastycznie odebrane przez rynek, co sprawi, że cena akcji może szybko wrócić na poziom powyżej 50 PLN. Podnosimy naszą prognozę wyniku EBITDA do 148 mln PLN (+14% vs. dotychczasowe oczekiwania) oraz pozycjonowanie z równoważ do przeważaj.

Forte szacuje, że sprzedaż Grupy w 2Q'18 wyniosła 258 mln PLN (+6,3% r/r), EBITDA 34,6 mln PLN (+46% r/r), a zysk operacyjny 23,2 mln PLN (+34,1% r/r). Wyniki były również lepsze od konsensusu (6 prognoz): przychody (-3% vs. konsensus), EBITDA (+35% vs. konsensus), EBIT (+61% vs. konsensus). Spółka poinformowała, że podstawowym czynnikiem wpływającym na wzrost rentowności EBITDA w drugim kwartale było uruchomienie własnej produkcji płyty surowej w spółce zależnej Tanne. Pełny efekt, jaki Grupa kapitałowa uzyska wykorzystując w procesie produkcji prawie wyłącznie własny surowiec zostanie osiągnięty na przełomie 3Q'18 oraz 4Q'18. Spółka zwróciła również uwagę, że zrealizowane obroty w 2Q'18 są poniżej oczekiwań, jakie Zarząd miał na koniec 1Q'18.

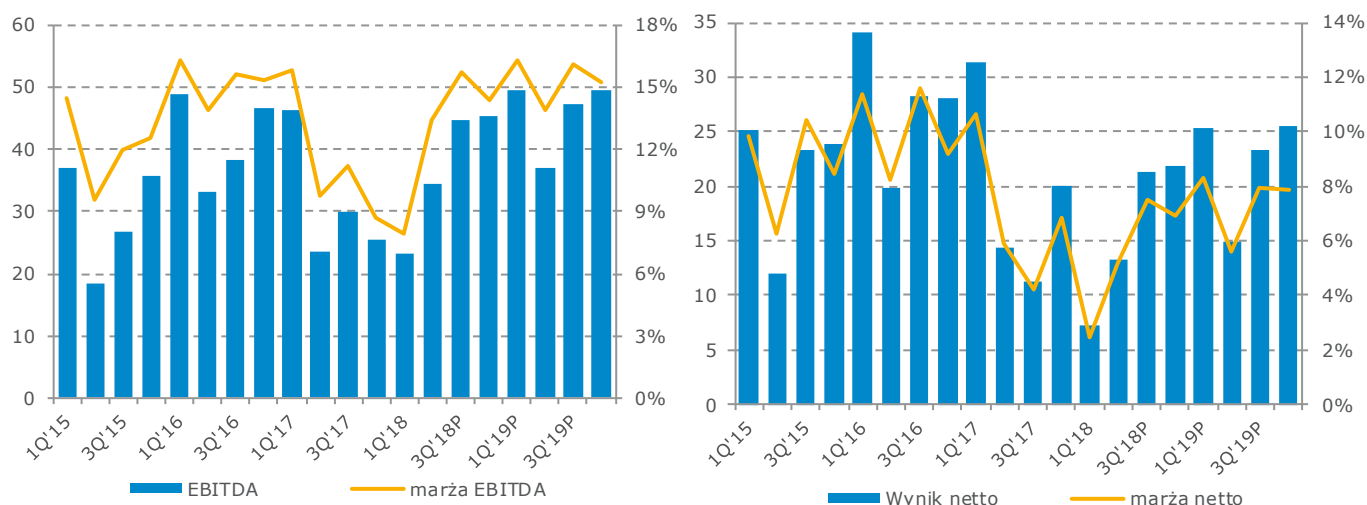
Wyniki są również wyraźnie powyżej naszych prognoz, które prawdopodobnie były najniższe w konsensusie. Oczekiwaliśmy, że efekt nowej fabryki płyty będzie widoczny dopiero w 3Q'18, a rozruch i dostosowanie produkcji potrwa dłużej niż wcześniej szacował Zarząd. W efekcie przychody są praktycznie zgodne z naszymi szacunkami (-1% vs. nasze oczekiwania), EBITDA jest o 55% wyższa niż zakładaliśmy, a EBIT o 62% wyższy. Warto zwrócić uwagę, że marża EBITDA w 2Q'18 wróciła do poziomu, jaki w analogicznym okresie ostatni raz obserwowaliśmy w 2016 roku. Był to jednocześnie, jak dotychczas, najlepszy rok pod względem wygenerowanych rezultatów w Grupie Forte.

Szacunkowe wyniki kwartalne Grupy Forte w 2Q 2018

(mln PLN)	2Q'18	2Q'17	r/r	2Q'18P	różnica	Konsensus	różnica
Przychody	258,0	242,6	6%	259,6	-1%	266,9	-3%
EBITDA	34,6	23,7	46%	22,3	55%	25,7	35%
marża EBITDA	13,4%	9,8%		8,6%		9,6%	
EBIT	23,2	17,3	34%	14,3	62%	14,4	61%

Źródło: Forte, Dom Maklerski mBanku, PAP

Prognozowane wyniki EBITDA i netto Grupy Forte w kolejnych kwartałach (mln PLN; marża w %)



Źródło: Forte, prognozy Dom Maklerski mBanku

Prognozy wyników Grupy Forte

(mIn PLN)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
Cena (PLN)	40,60	40,60	40,60	40,60	40,60	40,60	40,60	40,60	40,60
P/E	24,9	28,0	16,7	12,8	11,4	8,7	12,5	15,1	10,8
EV/EBITDA	16,6	17,4	10,8	9,1	8,9	7,7	11,8	10,5	8,7
DYield	1,8%	1,8%	2,3%	3,7%	4,9%	2,5%	0,5%	0,0%	4,9%
Dług netto / EBITDA	1,1	0,5	-0,1	0,4	0,7	1,9	4,1	4,0	3,4
P/BV	3,1	2,8	2,5	2,3	2,0	1,8	1,5	1,5	1,6
P/(BV-goodwill)	3,1	2,8	2,5	2,3	2,0	1,8	1,5	1,5	1,6
Przychody	527,9	560,5	666,4	822,4	954,3	1 090,3	1 096,2	1 152,9	1 187,5
zmiana	12,9%	6,2%	18,9%	23,4%	16,0%	14,3%	0,5%	5,2%	3,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	167,0	181,8	241,4	298,2	346,0	426,9	396,8	416,0	454,4
marża	31,6%	32,4%	36,2%	36,3%	36,3%	39,2%	36,2%	36,1%	38,3%
Koszty sprzedaży	105,1	112,0	133,9	166,7	200,3	225,7	238,9	254,1	261,7
Koszty zarządu	31,4	25,7	28,2	34,7	36,9	51,3	52,1	53,9	55,0
EBITDA	62,5	57,2	89,1	110,4	117,8	167,1	125,6	148,0	183,4
marża	11,8%	10,2%	13,4%	13,4%	12,3%	15,3%	11,5%	12,8%	15,4%
EBIT	48,5	41,7	72,4	93,6	98,2	144,4	98,7	106,7	137,6
marża	9,2%	7,4%	10,9%	11,4%	10,3%	13,2%	9,0%	9,3%	11,6%
Działalność finansowa	-4,3	0,0	0,7	2,1	0,7	-5,3	0,7	-24,9	-30,5
Zysk netto	38,7	34,5	57,9	75,2	84,4	110,4	77,0	63,7	88,9
Dług netto	71,9	30,8	-5,8	44,6	81,6	324,4	521,2	594,6	624,4

Źródło: Forte, prognozy Dom Maklerski mBanku

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)**EBIT** – zysk operacyjny**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** – wartość księgowa**WNDB** – wynik na działalności bankowej**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży**PRZEWAGA (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 27 lipca 2018 o godzinie 08:36.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 27 lipca 2018 o godzinie 08:36.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.**Rekomendacje dotyczące spółki Forte wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	przeważaj	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-07-27	2018-04-27	2018-02-02	2018-01-29	2017-08-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	40,60	50,70	43,00	49,10	74,02

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl