



Dom Maklerski BDM S.A.

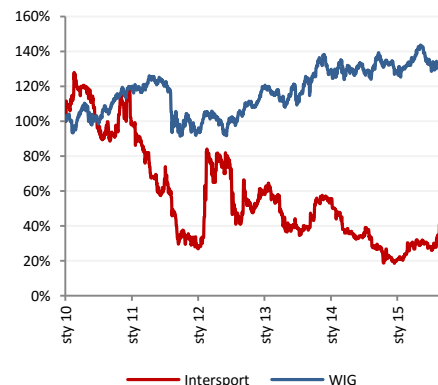
INTERSPORT

RAPORT ANALITYCZNY

Intersport w 2014 roku przeprowadził gruntowną restrukturyzację. Spółka w zakresie polityki sprzedażowej zmieniła m.in. rotację i ekspozycję produktów sezonowych. Zwracamy też uwagę, że dzięki renegotjacji części umów najmu oraz lepszemu dopasowaniu powierzchni niektórych sklepów doszło do zmian w strukturze kosztów. Efektem podjętych działań jest rekordowy odczyt EBITDA za 1H'15. Po dobrym okresie 1H'15, liczymy na umocnienie w 3Q'15 i 4Q'15 dynamiki poprawy EBITDA w ujęciu r/r (w naszym scenariuszu nie zakładamy istotnie lepszej sprzedaży asortymentu zimowego r/r pomimo słabej bazy; efekt zimy może być pozytywnym zaskoczeniem dla naszej symulacji). Spółka wg naszych założeń powinna wypracować w 2015 roku EBITDA na poziomie 10,7 mln PLN (w 2014 roku było to zaledwie 5,8 mln PLN). Rok 2016 powinien wg nas pokazać dalsze efekty wdrażanych zmian w polityce sprzedażowej, szczególnie przy sprzyjających perspektywach sprzedaży detalicznej. Zgodnie z przyjętymi założeniami, Intersport jest handlowany w latach 2015-16 przy mnożniku EV/EBITDA na poziomie 4,8x i 3,8x. Uważamy spółkę za ciekawą (choć niszową) propozycję z obszaru handlu i decydujemy się na rozpoczęcie wydawania rekomendacji dla Intersportu od zalecenia Kupuj, ustalając cenę docelową na poziomie 3,55 PLN/akcję.

Raporty o sprzedaży miesięcznej, które publikował Intersport, pozwalają z optymizmem oczekiwać wyników spółki za 3Q'15 (wzrosty obrotów r/r o średnio 5,5% r/r). Estymujemy, że przy wypracowaniu 53,3 mln PLN wpływów ze sprzedaży, zysk brutto mógł wzrosnąć do 20,7 mln PLN (rentowność na poziomie 38,9%; zarząd zdecydował się przeprowadzić akcje rabatowe dla starszych kolekcji co ma wpłynąć na poprawę miks sprzedażowego w kolejnych okresach – działania oceniamy pozytywnie). Przyjmujemy również, że dzięki obniżeniu kosztów stałych wynik EBITDA Intersportu powinien podnieść się do 1,6 mln PLN, co oznacza zwiększenie o blisko 1,4 mln PLN r/r. W perspektywie całego 2015 roku liczymy, że przychody ze sprzedaży wyniosą ok. 222 mln PLN, a marża brutto zwiększy się do 39,9% (+1,0 p.p. r/r). Spodziewamy się także, że EBITDA spółki wzrośnie do 10,7 mln PLN. W naszej ocenie kontynuacja wzrostu EBITDA będzie widoczna w 2016 roku. Obroty powinny być wsparte dwoma eventami (mistrzostwami Europy w piłce ręcznej w 1Q'16 oraz mistrzostwami Europy w piłce nożnej na przełomie 2/3Q'16) oraz otwarciem nowego sklepu pod koniec 2015 roku. Oczekujemy również, że utrzymany zostanie trend poprawy rentowności (prezes spółki wskazywał w wywiadzie, że IPO podniesie marżę brutto o kilka pkt. %, co w naszej ocenie zostawia przestrzeń do przyszłej korekty in plus założeń modelowych). Oceniamy, że przyszła poprawa EBITDA będzie wynikiem m.in. lepszej rotacji towarów z danej kolekcji (poprawi to mix sprzedażowy), wzrostu efektywności sklepów i planowanego podniesienia półki cenowej. Z obecnej perspektywy, estymujemy konserwatywnie, że EBITDA w 2016-2017 wzrośnie do 12,7-13,5 mln PLN. W kolejnych latach oczekujemy ustabilizowania wyników finansowych, pozostawiając sobie pole do korekty in plus naszej projekcji. Pozytywnym akcentem dla akcjonariuszy może być też ewentualna dywidenda z zysku za 2015 rok potwierdzająca istotną poprawę kondycji finansowej Intersportu.

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	233,0	219,9	217,2	222,1	229,3	232,0
EBITDA [mln PLN]	10,3	6,5	5,8	10,7	12,7	13,5
EBIT [mln PLN]	3,8	0,0	-0,8	4,0	6,3	7,3
Wynik netto [mln PLN]	0,6	-1,9	-2,6	1,6	3,8	4,9
P/E	45,2	-	-	17,3	7,4	5,7
EV/EBITDA	7,4	9,6	9,7	4,8	3,8	3,1
EV/EBIT	20,2	-	-	13,0	7,7	5,7
P/BV	0,9	1,0	1,1	1,0	0,9	0,8



KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 3,55 PLN

12 PAŹDZIERNIKA 2015

Wycena końcowa [PLN]	3,55
Potencjał do wzrostu / spadku	+77,7%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	2,00
Kapitalizacja [mln PLN]	27,9
Ilość akcji [mln. szt.]	13,9

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	2,10
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,30

Stopa zwrotu za 3 mc	58,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	39,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	96,2%

Akcjonariat (% głosów):	
Intercontact	25,0%
Artur Mikołajko	16,1%
Sławomir Gil	16,1%
Jolanta Milewska	14,1%
Dorota Radwańska	10,2%
Pozostali	18,5%

Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

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

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
ANALIZA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI ZA 2Q'15	10
WYNIKI KRAJOWYCH SPÓŁEK ODZIEŻOWYCH W 2Q'15	12
PROGNOZA NA 2H'15 I KOLEJNE OKRESY	15
OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI	18
STRUKTURA PRZYCHODÓW	20
STRUKTURA KOSZTÓW	21
ZADŁUŻENIE SPÓŁKI I DOTACJA NA MAGAZYN	21
GRUPA INTERSPORT	22
ORGANIZACJA GRUPY IIC	22
POWIĄZANIA SPÓŁKI Z GRUPĄ INTERSPORT	23
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	26

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Intersportu dokonaliśmy w oparciu o metodę DCF. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **3,55 PLN, co daje wartość 49,5 mln PLN**. Z racji braku podmiotów o podobnej charakterystyce nie wycenialiśmy spółki metodą porównawczą (wycenę pokazujemy jedynie poglądowo na stronie 7).

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	mln PLN	PLN
Wycena DCF (100%)	49,5	3,55

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

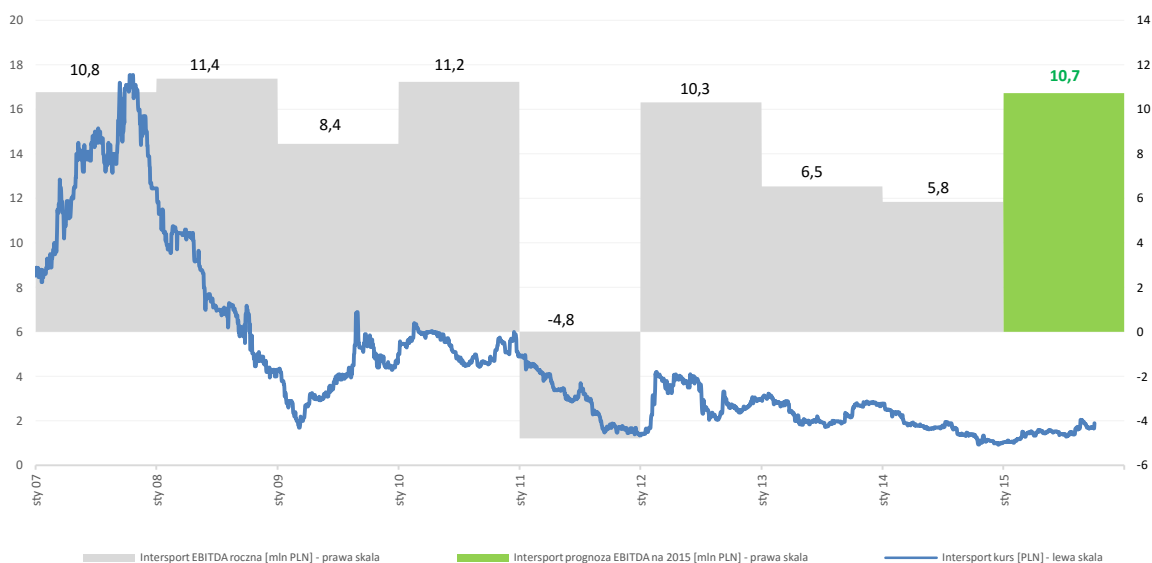
Spółka ma za sobą bardzo udane 1H'15. Wypracowane wyniki okazały się rekordowe w historii Intersportu. Przede wszystkim zauważalne było lekkie odbicie przychodów, które po niemrawej zimie, zaczęły wykazywać dodatnie dynamiki. Dzięki prowadzonej restrukturyzacji produktowej, grupie udało się przede wszystkim podwyższyć marżę brutto ze sprzedaży, która w ujęciu półrocznym wyniosła 39,8%, co implikuje wzrost o 1,3 p.p. r/r. Obniżone zostały również koszty stałe, co pozwoliło na poprawę EBITDA (marża w okresie 1H'15 była bliska 5,0%; wzrost o 1,3 p.p. r/r).

Raporty o sprzedaży miesięcznej, które publikował Intersport, pozwalają z optymizmem oczekiwać wyników spółki za 3Q'15 (wzrosty obrotów r/r o średnio 5,5% r/r). Szacujemy, że grupie udało się zachować tegoroczne pozytywne tendencje, które powinny być widoczne na kolejnych poziomach rachunku wyników. Estymujemy, że przy wypracowaniu 53,3 mln PLN wpływów ze sprzedaży, zysk brutto mógł wzrosnąć do 20,7 mln PLN (rentowność na poziomie 38,9%, wzrost o 0,2 p.p. r/r). Przyjmujemy również, że dzięki obniżeniu kosztów stałych wynik EBITDA Intersportu powinien podnieść się do 1,6 mln PLN, co oznacza zwiększenie o blisko 1,4 mln PLN. Na poziomie netto szacujemy stratę ponad 0,4 mln PLN (w 3Q'14 strata była bliska 1,7 mln PLN).

W perspektywie 2015 roku liczymy, że przychody ze sprzedaży wyniosą ok. 222 mln PLN, a marża brutto zwiększy się do 39,9% (+1,0 p.p. r/r). Spodziewamy się także, że EBITDA spółki wzrośnie do 10,7 mln PLN, a zysk netto przekroczy 1,6 mln PLN. W naszej ocenie znacznie lepszy powinien okazać się '16. Obroty powinny być wsparte dwoma eventami (mistrzostwami Europy w piłce ręcznej w 1Q'16 oraz mistrzostwami Europy w piłce nożnej na przełomie 2/3Q'16) oraz otwarciem nowego sklepu pod koniec bieżącego roku. Oczekujemy również, że utrzymany zostanie trend poprawy rentowności (prezes wskazywał w wywiadzie, że IPO podniesie marżę brutto o kilka pkt. procentowych; Go Sport wykazuje marżę rzędu 42%, a IPO De ok. 45%, co w naszej ocenie zostawia przestrzeń do podniesienia założeń). Naszym zdaniem będzie to wynikało z kilku czynników – lepszej rotacji towarów z danej kolekcji (poprawi to mix sprzedaży), lepszej efektywności sklepów i planowanemu podniesieniu półki cenowej. Estymujemy, że wynik operacyjny zwiększy się w '16 do 6,3 mln PLN, natomiast na poziomie netto zakładamy 3,8 mln PLN zysku.

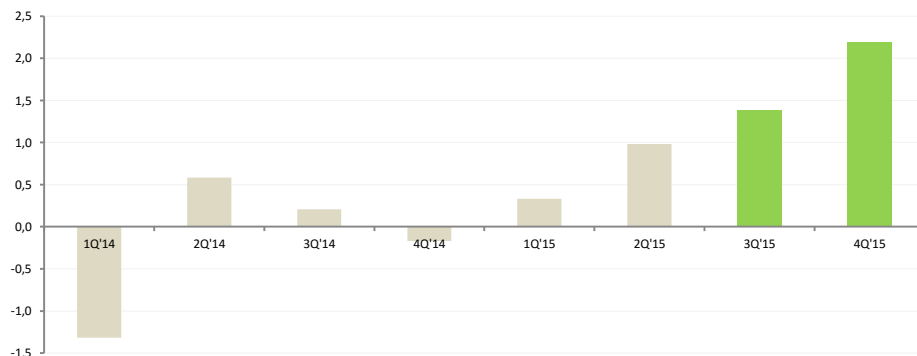
W kolejnych latach oczekujemy ustabilizowania wyników finansowych. Zaznaczamy jednak, że nasze założenia traktujemy bardzo konserwatywnie i nie wykluczamy ich podwyższenia w kolejnych raportach – roczny wzrost przychodu jednostkowego z mkw. w długim terminie wynosi 1,2%, nie zakładamy również rozbudowy sieci. Spodziewamy się także, że Intersport od 2016 roku zacznie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami – przyjmujemy poziom wypłaty w wys. 25% wyniku netto. Dlatego też rozpoczynamy wydawanie rekomendacji spółki od zalecenia Kupuj z ceną docelową 3,55 PLN. Obecnie spółka jest handlowana wg naszych założeń na rok 2016 przy P/E na pułapie 7,7 oraz EV/EBITDA'16 rzędu 3,8x.

Zachowanie kursu Intersportu na tle EBITDA



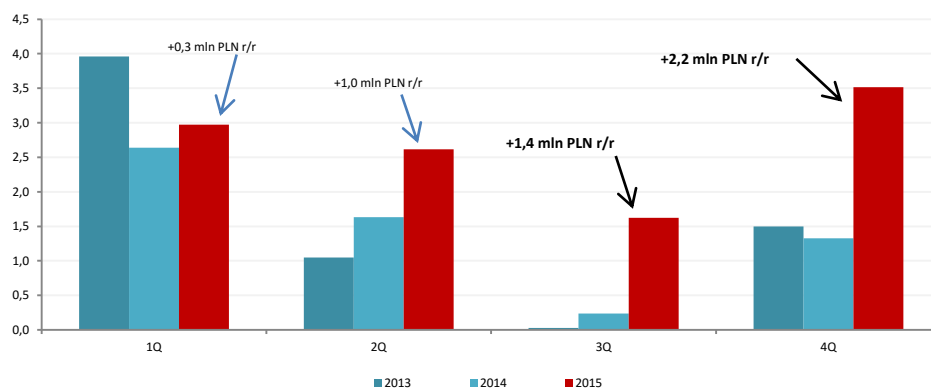
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozowana ścieżka wzrostu EBITDA spółki w ujęciu r/r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA spółki w poszczególnych kwartałach w latach 2013-2015



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopie wolnej od ryzyka na poziomie 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1.

Główne założenia modelu:

- Zakładamy utrzymanie wielkości sieci na poziomie 36 obiektów (33,9 tys. mkw).
- Przyjmujemy, że spółce uda się poprawić marżę brutto ze sprzedaży, co w naszej opinii będzie wynikało m.in. ze zmiany struktury asortymentowej (zwiększenie udziału produktów całorocznych w ofercie). Według naszych założeń rentowność brutto w latach 2015-16 będzie mieścić się w przedziale 40-41%. W długiej perspektywie zakładamy utrzymanie marży.
- Liczymy, że od 2016 roku Intersport będzie w stanie wprowadzić stałą politykę dywidendową. Zakładamy, że spółki wypłaci w '16 dywidendę w wys. 25% zysku netto za rok 2015.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji.
- W wycenie uwzględniamy szacowany przez nas poziom zadłużenia na koniec 2014 roku.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2024 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 13,9 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 12.10.2015.

Metoda DCF dała wartość spółki Intersport na poziomie 49,5 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 3,55 PLN.

Model DCF

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	222,1	229,3	232,0	234,8	237,6	240,5	243,4	246,3	249,3	252,2
EBIT [mln PLN]	4,0	6,3	7,3	7,4	7,5	7,6	7,7	7,8	7,9	8,0
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,8	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
NOPLAT [mln PLN]	3,2	5,1	5,9	6,0	6,1	6,2	6,2	6,3	6,4	6,5
Amortyzacja [mln PLN]	6,8	6,4	6,2	5,9	5,6	5,4	5,2	5,1	5,0	5,0
CAPEX [mln PLN]	-3,8	-2,3	-2,6	-2,9	-3,2	-3,6	-3,9	-4,3	-4,6	-5,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-0,2	-4,0	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
FCF [mln PLN]	6,0	5,2	9,2	8,5	8,0	7,5	7,0	6,6	6,1	5,8
DFCF [mln PLN]	5,9	4,7	7,7	6,6	5,6	4,9	4,2	3,6	3,1	2,7
Suma DFCF [mln PLN]	48,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	63,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	29,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	78,5									
Dług netto [mln PLN]	29,0									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	49,5									
Ilość akcji [tys.]	13,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	3,55									

Przychody zmiana r/r	2,3%	3,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
EBIT zmiana r/r	-594,9%	57,3%	17,0%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
FCF zmiana r/r	-40,5%	-13,6%	78,1%	-7,5%	-6,7%	-6,4%	-6,4%	-6,2%	-6,6%	-6,0%
Marża EBITDA	4,8%	5,5%	5,8%	5,7%	5,5%	5,4%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%
Marża EBIT	1,8%	2,7%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Marża NOPLAT	1,4%	2,2%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
CAPEX / Przychody	1,7%	1,0%	1,1%	1,2%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,9%	2,0%
CAPEX / Amortyzacja	56,2%	35,7%	42,0%	49,7%	58,0%	66,5%	75,1%	83,7%	92,1%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	0,1%	1,7%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	3,5%	55,9%	10,1%	14,9%	16,4%	17,8%	19,2%	20,7%	23,4%	24,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
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	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	83,2%	85,0%	88,4%	91,8%	94,0%	95,4%	96,8%	99,3%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	16,8%	15,0%	11,6%	8,2%	6,0%	4,6%	3,2%	0,7%	0,0%	0,0%
WACC	8,24%	8,32%	8,47%	8,63%	8,73%	8,79%	8,86%	8,97%	9,00%	9,00%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	3,61	3,84	4,13	4,49	8,33	5,61	6,54	8,01	10,66
	0,8	3,38	3,58	3,83	4,14	4,54	5,07	5,81	6,93	8,79
	0,9	3,17	3,35	3,56	3,83	4,17	4,61	5,21	6,08	7,45
	1,0	2,98	3,13	3,32	3,55	3,84	4,21	4,71	5,40	6,44
	1,1	2,80	2,94	3,10	3,31	3,55	3,87	4,28	4,84	5,65
	1,2	2,63	2,76	2,90	3,08	3,30	3,57	3,91	4,37	5,02
	1,3	2,48	2,59	2,72	2,88	3,06	3,30	3,59	3,97	4,50

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / Wzrost/spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
premia za ryzyko	3,00%	3,86	4,12	4,46	4,89	5,46	6,26	7,46	9,45	13,45
	4,00%	3,38	3,58	3,83	4,14	4,54	5,07	5,81	6,93	8,79
	5,00%	2,98	3,13	3,32	3,55	3,84	4,21	4,71	5,40	6,44
	6,00%	2,63	2,76	2,90	3,08	3,30	3,57	3,91	4,37	5,02
	7,00%	2,34	2,44	2,55	2,69	2,86	3,06	3,31	3,63	4,06
	8,00%	2,08	2,16	2,26	2,36	2,49	2,64	2,83	3,07	3,37
	9,00%	1,86	1,92	2,00	2,08	2,18	2,30	2,45	2,62	2,84

Źródło: Dom Maklerski 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	3,00%	5,76	5,44	5,15	4,89	4,64	4,41	4,21	4,01	3,83
	4,00%	5,06	4,72	4,41	4,14	3,89	3,66	3,45	3,26	3,08
	5,00%	4,49	4,14	3,83	3,55	3,31	3,08	2,88	2,69	2,52
	6,00%	4,01	3,66	3,35	3,08	2,84	2,62	2,42	2,25	2,08
	7,00%	3,61	3,26	2,96	2,69	2,46	2,25	2,06	1,89	1,73
	8,00%	3,26	2,92	2,62	2,36	2,14	1,93	1,75	1,59	1,44
	9,00%	2,96	2,62	2,33	2,08	1,86	1,67	1,50	1,34	1,20

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA PORÓWNAWCZA

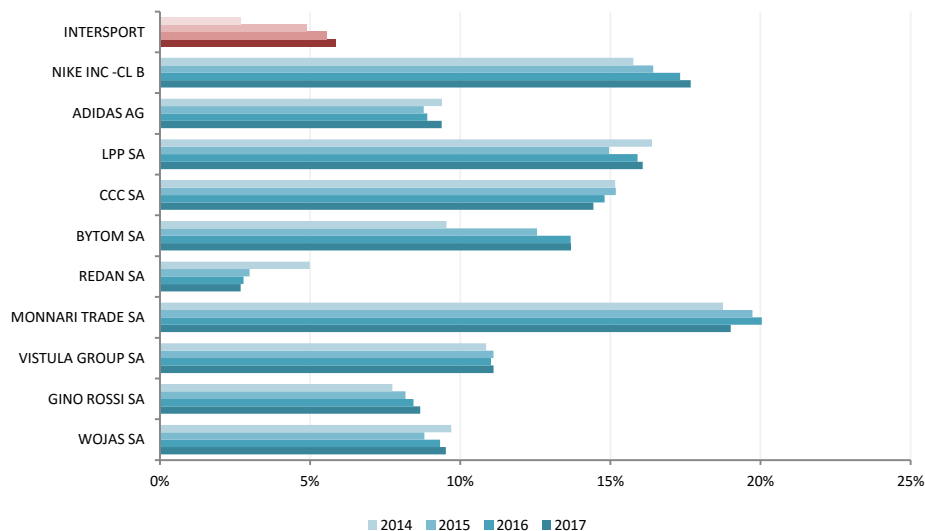
W naszej wycenie nie uwzględniamy metody porównawczej z uwagi na brak podmiotów z branży handlu zajmujących się sprzętem i odzieżą sportową. Poniżej zamieszczamy poglądowo zestawienie wskaźników dla Intersportu, krajowych podmiotów odzieżowych oraz Adidasa i Nike, które są liderami rynku towarów sportowych. Analiza metodą porównawczą wskazuje, że Intersport jest notowany ze znacznym dyskontem względem wybranych spółek (w przypadku realizacji naszych założeń P/E'16 jest niższe o ok. 57%, natomiast EV/EBITDA'16 dyskonto wobec peerów wynosi 64%).

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Wojas	7,7	6,5	5,7	5,9	4,9	4,3	8,7	6,8	5,8
Gino Rossi	13,0	9,4	8,1	8,3	7,1	6,4	11,1	9,2	8,0
Vistula	18,5	15,7	14,0	10,9	9,9	8,8	13,8	12,4	10,8
Monnari	16,9	14,3	13,1	10,8	8,3	7,2	12,1	9,2	7,9
Redan	0,0	26,4	9,6	5,6	5,8	5,4	8,7	8,3	7,8
Bytom	20,2	17,4	16,2	14,3	11,0	9,9	17,7	13,1	11,8
CCC	23,7	18,2	15,4	16,6	13,4	11,2	20,2	16,0	13,2
LPP	30,3	22,4	17,9	16,4	13,2	11,3	22,8	17,6	15,3
Adidas	21,1	19,3	16,9	10,8	10,1	9,1	14,5	13,5	12,0
Nike	28,0	25,0	22,1	18,5	16,0	14,5	21,5	18,3	16,1
Mediana	19,3	17,8	14,7	10,8	10,0	9,0	14,1	12,7	11,3
Intersport	17,3	7,4	5,7	4,8	3,8	3,1	13,0	7,7	5,7
Premia/dyskonto	-10,4%	-58,3%	-61,2%	-55,6%	-61,8%	-65,6%	-8,2%	-39,2%	-49,6%
Wycena wg wskaźnika	2,2	4,8	5,1	6,6	7,6	7,7	2,3	4,2	4,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników	4,0				7,3			3,8	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA



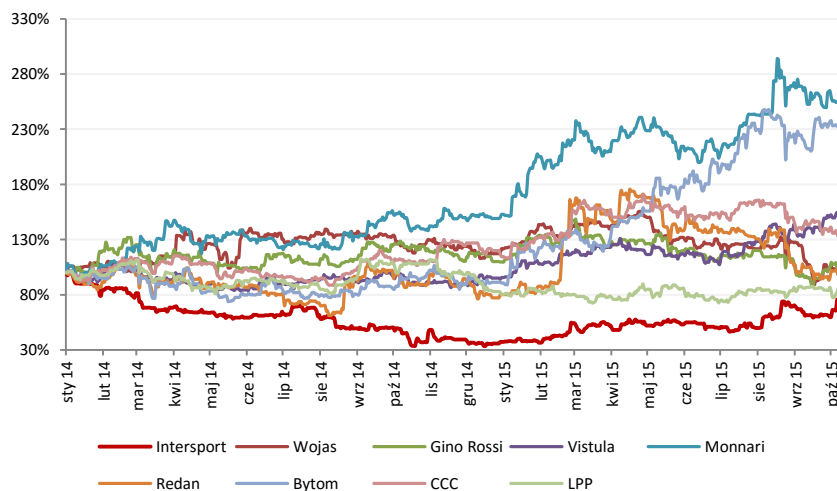
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs Intersport na tle WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs Intersport na tle krajowych spółek odzieżowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko podaży akcji przez akcjonariuszy

W lipcu jeden z głównych akcjonariuszy (Danuta Milewska) dokonał konwersji 100 tys. akcji imiennych uprzywilejowanych na akcje zwykłe na okaziciela. Walory uprawniały do 2 głosów na WZA przypadających na 1 akcję. Przed zamianą p. Milewska posiadała 1,3 mln akcji (w tym 800 tys. szt. uprzywilejowanych), co uprawniało ją do 2,1 mln głosów na WZA (10,2%). Sądzymy, że w perspektywie średnioterminowej ryzyko podaży ze strony właścicieli jest już ograniczone.

▪ Podatek od sklepów wielkopowierzchniowych

Program wyborczy PiS zakłada wprowadzenie podatku dla sieci wielkopowierzchniowych, co ma docelowo chronić rodzimy handel i mniejszych sklepikarzy. W przypadku wygranych wyborów partia zamierza wprowadzić daninę w 1H'16 w wys. 2% od realizowanego obrotu w sklepach powyżej 250 mkw. W grupie tej mogą znaleźć się również duże sieci dystrybuujące sprzęt sportowy (Intersport, Decathlon, Martes, Go sport). Uważamy, że w przypadku wprowadzenia podatku sektor będzie starał się przerzucić część kosztów na klientów końcowych broniąc tym samym marże. Zwracamy również uwagę, że docelowy klient w sklepach IPO jest mniej wrażliwy na zmianę ceny oferowanego asortymentu.

▪ Ryzyko sezonowości wyników

Działalność Intersportu przebiega w rytm sezonu letniego i zimowego. W przypadku ciepłych zim, z którymi mieliśmy do czynienia przez ostatnie 3 lata istnieje duże ryzyko dot. spadku popytu na artykuły zimowe (kurtki, rękawiczki, narty), co z kolei odbija się na przychodach. Spółka postanowiła zmniejszyć udział produktów zimowych z 20-25% do poziomu ok. 15%, zwiększając tym samym asortyment całoroczny.

▪ Ryzyko utraty znaku towarowego

Spółka podpisała 10-letnią umowę z grupą Intersport w listopadzie 2005 r. Umowa została automatycznie przedłużona na okres kolejnych 10 lat (rozwiązanie umowy może nastąpić najpóźniej rok przed datą wygaśnięcia), dzięki czemu grupa zachowała wszelkie prawa z niej wynikające (korzystanie ze znaku towarowego, marki własne Intersportu, bonusy u dostawców). Grupa ma obecnie umowę franczyzową obowiązującą do 2025 roku.

▪ Ryzyko upadłości dostawców

Intersport współpracuje z ok. 100 dostawcami sprzętu i odzieży sportowej, dzięki czemu dywersyfikuje związane z tym ryzyko. Tym samym, poza centralą międzynarodowej grupy, która dostarcza ok. 15% asortymentu, żaden inny podmiot nie ma więcej niż 10% udziału w ofercie produktowej spółki.

▪ Ryzyko nietrafionej lokalizacji sklepów

Spółka jest narażona na nieodpowiednie dobranie lokalizacji punktów lub otwarcie zbyt dużych sklepów w relacji do generowanego obrotu. Od dłuższego czasu zauważalna jest stagnacja w liczbie nowych otwarć obiektów pod szyldem Intersport (36 sklepów). Dodatkowo władze grupy starają się optymalizować powierzchnię sieci i renegocjować stawki najmu, aby zwiększyć efektywność sprzedaży.

▪ Konkurencja rynkowa

Spółka prowadzi działalność multibrandową, tzn. sprzedaje towary wielu producentów. Głównymi konkurentami działającymi w tej formie są Decathlon, Go Sport i Martes Sport. Poza dużymi sieciami istnieją także sklepy monobrandowe (np. Adidas, Nike) oraz pozostałe sieci wielkopowierzchniowe, które uzupełniają jedynie swoją ofertę sprzętem i odzieżą sportową (np. Marko).

▪ Niski free float

Kapitał zakładowy spółki dzieli się na 13,9 mln akcji. W wolnym obrocie znajduje się 24,4% walorów, co odpowiada 18,5% głosów na WZA. Wśród głównych akcjonariuszy znajduje się Intercontact (posiada 25% akcji) oraz założyciele spółki Maks (A. Mikołajko i S. Gil mają po 14,8% akcji, J. Milewska ma 11,8%, a D. Radwańska 9,1% udziałów).

WYNIKI ZA 2Q'15

Wyniki 2Q'15 Intersportu okazały się lepsze w ujęciu r/r. Przychody utrzymały się na zbliżonym poziomie i wyniosły 55,3 mln PLN (należy zauważyć, że na minusie zamknął się jedynie kwiecień, natomiast maj-czerwiec zamknęły się na ok. 2% plusie). Nieznacznie słabsza okazała się marża brutto ze sprzedaży, jednak jest to efekt reorganizacji portfolio grupy i należy oczekiwać, że rentowność będzie ulegać wyłuszczeniu w kolejnych kwartałach. Jednocześnie spółce udało się obniżyć koszty około sklepowe (SG&A w 2Q'15 były bliskie 650 PLN/mkw, rok wcześniej było to 720 PLN/mkw.), co przełożyło się pozytywnie na EBITDA, która wzrosła do 2,6 mln PLN (marża 4,7%, o 1,8 p.p. wyżej r/r). Zysk netto wyniósł 0,1 mln PLN.

Również w ujęciu półrocznym osiągnięte wyniki były znacznie lepsze r/r. Pomimo słabszej sprzedaży w pierwszej części 1H'15, obroty uległy nieznacznej obniżce do 111,3 mln PLN. Intersport wykazał jednak dużo lepszą rentowność brutto, gdzie odnotował wzrost do 39,8% (+1.4 p.p. r/r). Tym samym, w połączeniu z restrukturyzacją sieci sklepów spółka wypracowała 5,6 mln PLN EBITDA (+30,7% r/r), co jest najlepszym wynikiem w historii grupy. Na poziomie netto zysk był bliski 0,9 mln PLN.

Od początku '14 władze spółki pracowały nad zoptymalizowaniem sieci sklepów. Na koniec 2Q'15 Intersport posiadał 36 sklepów, o łącznej powierzchni 33,1 tys. m². Oznacza to wzrost r/r o 1 obiekt oraz o ok. 0,5 tys. mkw. W '14 otwarte zostały sklepy w Lublinie (Felicity, pow. 888 mkw), Kaliszu (galeria Amber, 503 mkw.) i w Olsztynie (Galeria Warmińska, 634 mkw.).

Pozytywnie odbieramy tendencje sprzedażowe z ostatnich kilku miesięcy. W okresie styczeń-kwiecień '15 Intersport pokazał ujemne dynamiki sprzedaży (średni spadek miesięczny o ok. 6% r/r), co wynikało ze spadku trafficu oraz ciepłej zimy. Od maja jednak spółka notuje znaczne przyrosty przychodów (w 3Q'15 przeciętny wzrost wyniósł 5,5%). Liczymy, że tendencja utrzyma się w kolejnych miesiącach.

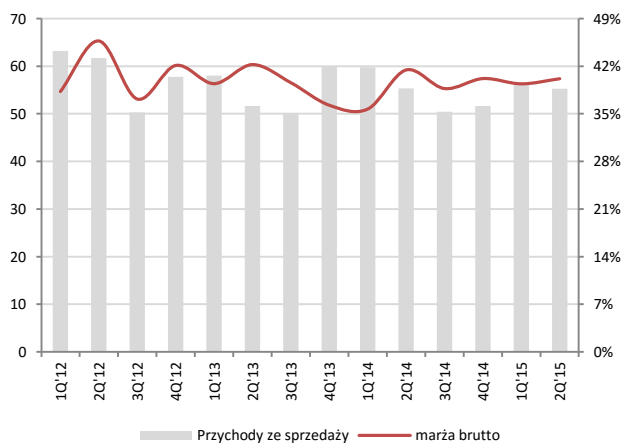
Zadłużenie netto na koniec 2Q'15 wynosiło 27,5 mln PLN (spadek o ok. 1,4 mln PLN względem 4Q'14). Blisko połowa obecnego zadłużenia to kredyty długoterminowe (14,0 mln PLN), które były przeznaczone m.in. na sfinansowanie budowy hali magazynowej i biura zarządu (ponadto ok. 9,3 mln PLN zostało pozyskane z unijnej dotacji). Roczna rata przypadająca do spłaty wynosi ok. 3 mln PLN. Zwracamy uwagę, że dwa największe kredyty (o łącznej wartości ok. 14 mln PLN od DNB Nord i BZ WBK) zapadają odpowiednio w 2Q'18 i 2Q'21. Spodziewamy się, że dzięki poprawie wyników, CF ulegnie znaczącej poprawie przez co zadłużenie netto na koniec '15 spadnie do ok. 23 mln PLN. Tym samym wskaźnik dług netto/EBITDA powinien obniżyć się z 5,0x na koniec '14 do 2,2x po zakończeniu 4Q'15 (w perspektywie '16 liczymy na kontynuację tendencji).

Wyniki skonsolidowane Intersport za 2Q'15 [mln PLN]

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	2012	2013	2014
Przychody	63,2	61,7	50,3	57,7	58,1	51,6	50,2	60,0	59,8	55,4	50,4	51,7	56,0	55,3	233,0	219,9	217,2
Wynik brutto	24,2	28,2	18,7	24,3	22,9	21,8	19,9	21,8	21,3	22,9	19,5	20,8	22,1	22,2	95,4	86,3	84,5
EBITDA	5,6	4,1	-0,5	1,0	4,0	1,0	0,0	1,5	2,6	1,6	0,2	1,3	3,0	2,6	10,3	6,5	5,8
EBIT	4,0	2,5	-2,1	-0,6	2,3	-0,6	-1,6	-0,1	1,0	0,0	-1,4	-0,3	1,3	0,9	3,8	0,0	-0,8
Wynik netto	2,8	1,3	-2,1	-1,3	1,3	-1,1	-1,6	-0,5	0,5	-0,4	-1,7	-1,1	0,9	0,1	0,6	-1,9	-2,6
Marża brutto	38,3%	45,7%	37,2%	42,1%	39,4%	42,2%	39,6%	36,3%	35,7%	41,4%	38,7%	40,2%	39,4%	40,2%	40,9%	39,3%	38,9%
Marża EBITDA	8,9%	6,6%	-0,9%	1,8%	6,8%	2,0%	0,1%	2,5%	4,4%	2,9%	0,5%	2,6%	5,3%	4,7%	4,4%	3,0%	2,7%
Marża EBIT	6,3%	4,0%	-4,1%	-1,0%	4,0%	-1,2%	-3,2%	-0,2%	1,7%	-0,1%	-2,9%	-0,6%	2,3%	1,6%	1,6%	0,0%	-0,4%
Marża netto	4,4%	2,0%	-4,2%	-2,2%	2,3%	-2,2%	-3,1%	-0,8%	0,8%	-0,7%	-3,3%	-2,1%	1,5%	0,1%	0,3%	-0,9%	-1,2%

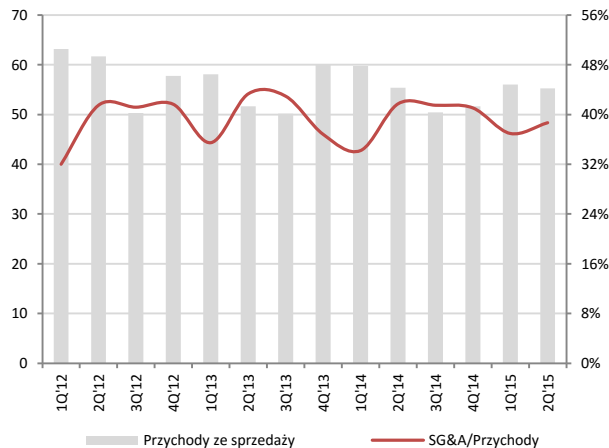
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *w '12 na wyniki spółki pozytywnie wpłynęły zorganizowane w Polsce Euro2012 – przychody sprzedaży odzieży i gadżetów związanych z imprezą wyniosły ok. 13,3 mln PLN, cechując się jednocześnie dużo wyższą marżą

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



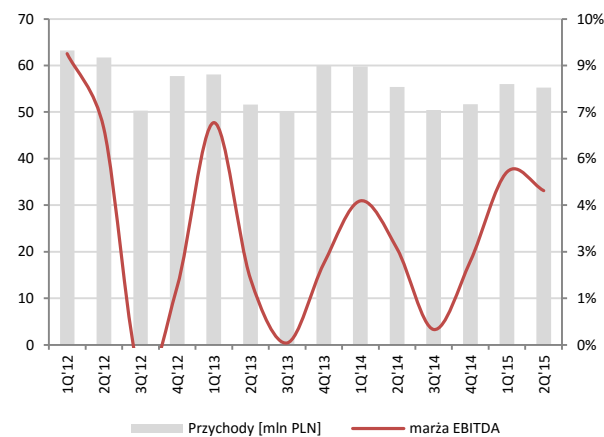
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody ze sprzedaży [mln PLN]



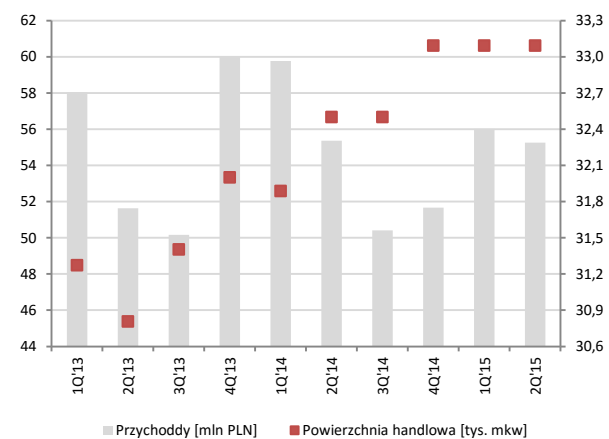
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody [mln PLN] i marża EBITDA



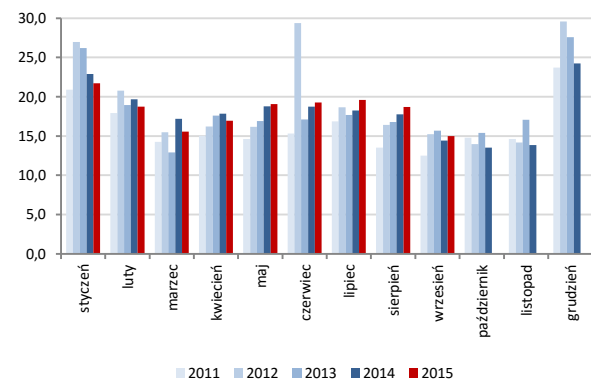
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody vs powierzchnia handlowa sieci



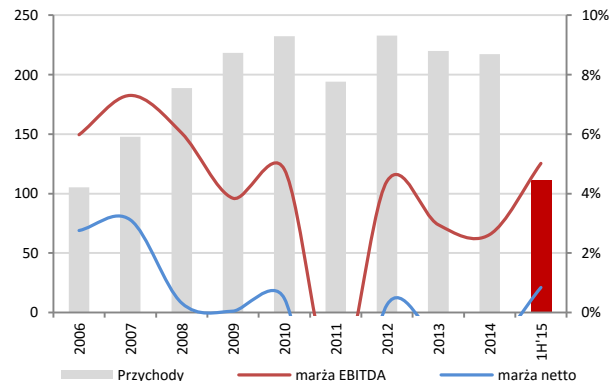
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody w ujęciu miesięcznym



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki historyczne grupy – ujęcie roczne



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki krajowych spółek odzieżowych w 2Q'15

Wyniki Bytomia w 2Q'15 były zdecydowanie lepsze r/r. Przychody ze sprzedaży wzrosły do 33,4 mln PLN (+33,9% r/r). Jednocześnie spółce (jako jedynej z branży odzieżowej) udało się poprawić marżę brutto do 56,0% (+1,6 p.p. r/r). Znaczna poprawa była zauważalna na poziomie EBITDA, która wyniosła 6,6 mln PLN (pozytywny wpływ renegotiacji stawek najmu), a jednostkowy wynik netto był bliski 5,3 mln PLN. W naszej opinii tak dobre wyniki były efektem nie tylko rozbudowy sieci, ale także poprawy jej efektywności i dobrym przyjęciem kolekcji spółki. Z racji utrzymującego się wysokiego kursu USD/PLN oraz prowadzonych akcji wyprzedażowych ubytki w pierwszej marży zaraportowali pozostali detaliści. W przypadku CCC 2Q'15 odbieramy neutralnie. Lider obuwniczy uzyskał 608,0 mln PLN przychodów (+22,5% r/r, poziom zbliżony z rozbudową powierzchni handlowej), przy jednoczesnym spadku rentowności brutto do 52,4%. Ubytek marży był widoczny w obu głównym segmentach działalności grupy. Mimo to CCC udało się osiągnąć przyzwoitą marżę EBITDA na poziomie 18,5%, co implikuje spadek o 1,2% (efekt obniżenia kosztów SG&A w relacji do przychodów). Wynik netto wzrósł do 105,1 mln PLN (spółka wykazała 13,2 mln PLN korzyści podatkowych). Uwagę zwraca także lepszy cash flow operacyjny, szczególnie w części kapitału obrotowego (pomimo obniżenia poziomu zobowiązań handlowych, grupa była w stanie wygenerować dodatnie przepływy z zapasów i należności). Znacznie słabiej prezentuje się drugi z potentatów – LPP. Przychody grupy zwiększyły się jedynie o 9,0% do 1,3 mld PLN, co w porównaniu z 20% wzrostem powierzchni sieci jest wynikiem słabym. Jest to negatywny efekt osłabienia kursu RUB (rynek rosyjski odpowiada za ponad 20% obrotów). Spółka starała się kontrolować koszty około sklepowe, co pozwoliło jednak na wypracowanie marży operacyjnej rzędu 10,6%. Wynik netto spadł do 136,6 mln PLN. Duża poprawa wyników jest zauważalna w przypadku Vistuli. Skonsolidowane przychody grupy wzrosły o blisko 16,2% r/r do poziomu 132,5 mln PLN, a wynik brutto ze sprzedaży podniósł się do 71,0 mln PLN (obniżenie marży o 1,2 p.p. r/r). Na poziomie operacyjnym grupa odnotowała wzrost do 17,4 mln PLN. Zysk netto wyniósł 12,1 mln PLN (vs 8,5 mln PLN w 2Q'14). W przypadku Redanu wyniki finansowe można uznać za neutralne. Przychody ze sprzedaży wzrosły o ok. 15,3 % r/r do 141,3 mln PLN, z czego blisko 79,8 mln PLN wypracował segment dyskontowy (sieć TextilMarket). Marża brutto obniżyła się do 42,3%, co wynikało z obniżenia rentowności segmentu modowego (-2,0 p.p. r/r). Spowodowało to wygenerowanie ok. 4,1 mln PLN zysku EBITDA. Ostatecznie wynik netto był bliski 0,5 mln PLN (-12,1% r/r). Słabiej zaprezentował się również cash flow operacyjny, który był bliski -3,8 mln PLN (vs 2,3 mln PLN rok wcześniej). Pomimo wzrostu przychodów o ok. 7,3% r/r słabe rezultaty przedstawiło Gino Rossi. Spółka starała się wprowadzać wyprzedaże, które miały na celu zejście z zapasów. Niestety spowodowało to 5,6% ubytek marży brutto. Wynik EBITDA spadł do 6,6 mln PLN (-13,7% r/r). Na poziomie netto Gino Rossi odnotowało blisko 2,9 mln PLN zysku. Na dużym minusie znalazł się również poznański Solar. Spółka wypracowała zbliżone r/r przychody rzędu 34,3 mln PLN. Niższa okazała się rentowność brutto, która spadła do 58,3%. Wzrost kosztów stałych przełożył się na znaczne pogorszenie zysków EBITDA (jedynie 0,5 mln PLN) oraz netto (ok. 0,5 mln PLN straty). Słabiej wypadł także cash flow operacyjny. W przypadku Wojasa udało się zwiększyć obroty do 58,5 mln PLN (+7,7% r/r), przy obniżeniu pierwszej marży do 42,2% w 2Q'15 (-2,2 p.p. r/r). Dzięki dodatniemu saldu pozostałej działalności operacyjnej (ok. 2,0 mln PLN) EBITDA podniosła się do 6,3 mln PLN, co implikuje wzrost o 23,4% r/r. Zysk netto ukształtował się na pułapie 4,2 mln PLN.

Wyniki wybranych spółek z branży odzieżowej w 2Q'15 – cz. 1

	Bytom			Vistula			Gino Rossi			Solar		
	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r
Przychody	25,0	33,4	33,9%	114,0	132,5	16,2%	65,5	70,2	7,3%	34,1	34,3	0,6%
Wynik brutto ze sprzedaży	13,6	18,7	37,7%	62,5	71,0	13,7%	34,4	33,0	-4,2%	20,3	20,0	-1,1%
EBITDA	2,8	6,6	138,6%	16,3	20,6	25,8%	7,7	6,6	-13,7%	2,6	0,5	-81,4%
EBIT	2,1	5,8	184,1%	13,6	17,4	28,7%	6,0	5,1	-16,1%	1,5	-0,5	-
Wynik netto	2,1	5,3	156,6%	8,5	12,1	42,8%	2,2	2,9	28,4%	1,2	-0,5	-
marża brutto ze sprzedaży	54,4%	56,0%		54,8%	53,6%		52,5%	46,9%		59,4%	58,3%	
marża EBITDA	11,1%	19,8%		14,3%	15,5%		11,7%	9,4%		7,5%	1,4%	
marża EBIT	8,2%	17,5%		11,9%	13,2%		9,2%	7,2%		4,5%	-	
marża netto	8,3%	15,8%		7,4%	9,1%		3,4%	8,7%		3,6%	-	

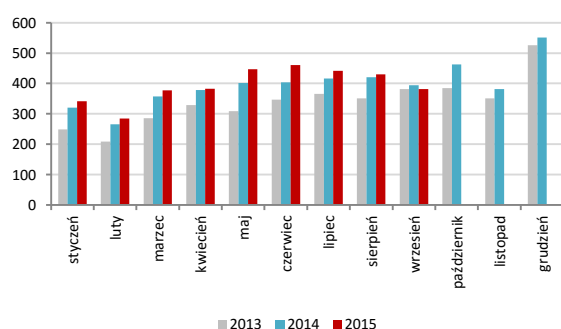
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Wyniki wybranych spółek z branży odzieżowej w 2Q'15 – cz. 2

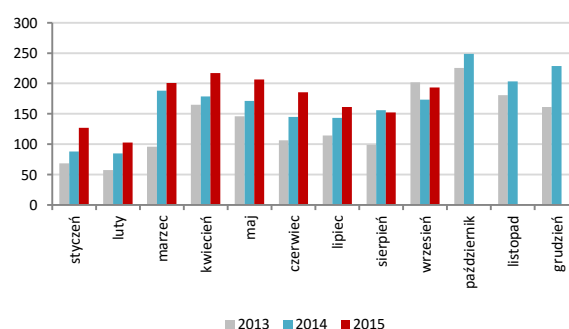
	Wojas			Redan			LPP			CCC		
	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r
Przychody	54,3	58,5	7,7%	122,6	141,3	15,3%	1 185,1	1 291,3	9,0%	496,2	608,0	22,5%
Wynik brutto ze sprzedaży	24,1	24,7	2,4%	53,5	59,9	11,9%	726,2	673,4	-7,3%	286,4	318,5	11,2%
EBITDA	5,1	6,3	23,4%	4,8	4,1	-14,7%	226,5	192,5	-15,0%	97,7	112,3	15,0%
EBIT	3,5	4,6	32,9%	2,9	2,1	-27,9%	178,1	136,8	-23,2%	87,2	95,5	9,6%
Wynik netto	2,5	4,2	67,5%	0,5	0,5	-12,1%	168,5	136,6	-18,9%	69,8	105,1	50,7%
marża brutto ze sprzedaży	44,4%	42,2%		43,6%	42,3%		61,3%	52,1%		57,7%	52,4%	
marża EBITDA	9,4%	10,8%		3,9%	2,9%		19,1%	14,9%		19,7%	18,5%	
marża EBIT	6,4%	7,9%		2,4%	1,5%		15,0%	10,6%		17,6%	15,7%	
marża netto	4,6%	7,2%		0,4%	0,3%		14,2%	10,6%		14,1%	17,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

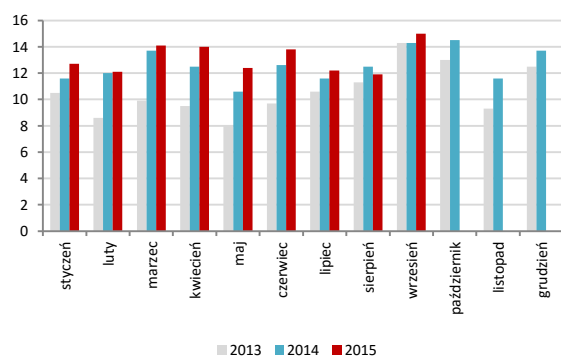
LPP - przychody w ujęciu miesięcznym



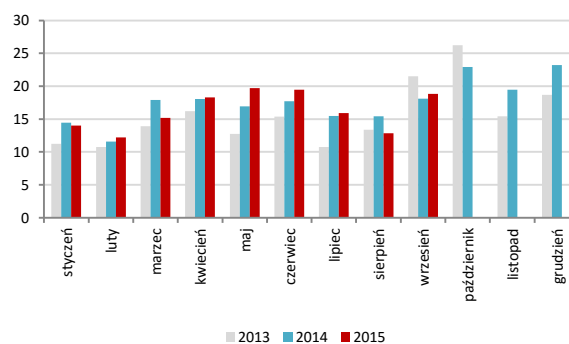
CCC - przychody w ujęciu miesięcznym



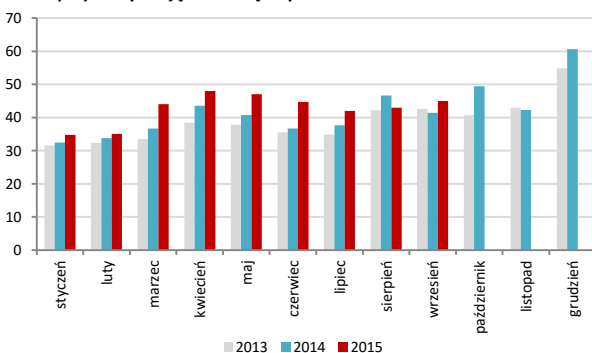
Gino Rossi - przychody w ujęciu miesięcznym



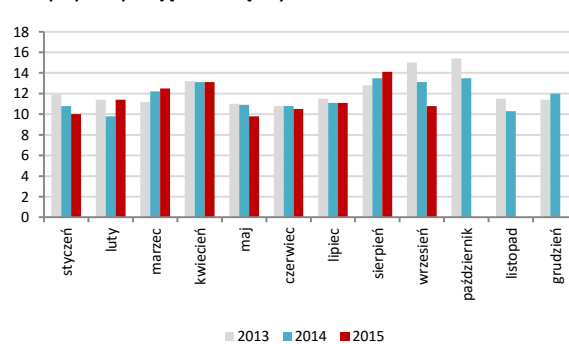
Wojas - przychody w ujęciu miesięcznym



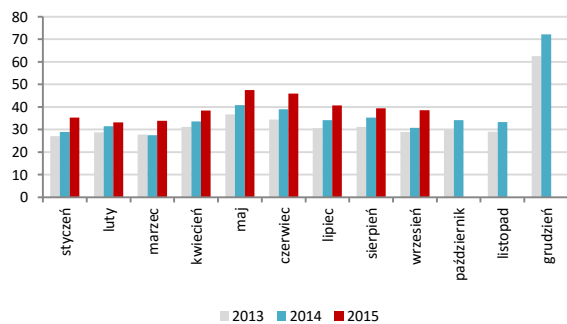
Redan - przychody w ujęciu miesięcznym



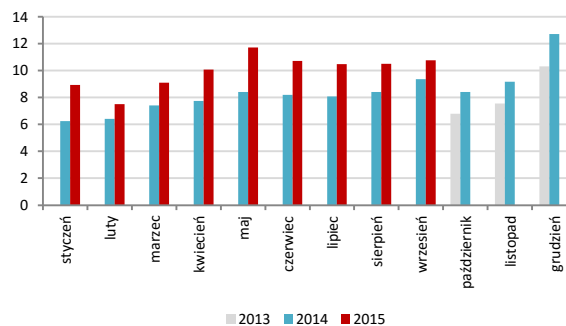
Solar - przychody w ujęciu miesięcznym



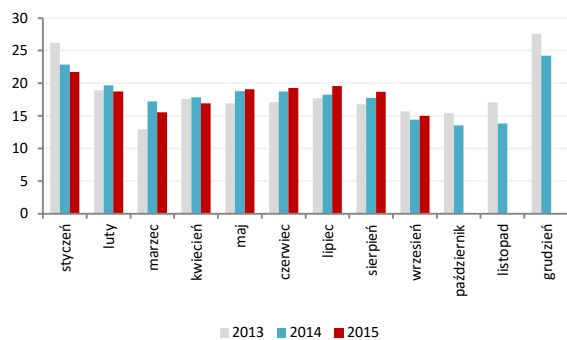
Vistula - przychody w ujęciu miesięcznym



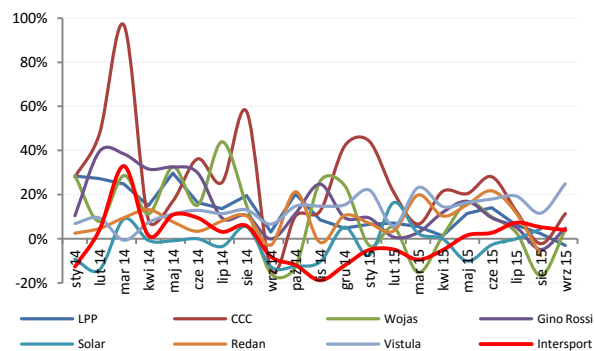
Bytom - przychody w ujęciu miesięcznym



Intersport - przychody w ujęciu miesięcznym



Porównanie dynamik sprzedaży detalistów odzieżowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki; *Bytom pokazuje wyniki sprzedaży miesięcznej od października 2014

PROGNOZA NA 2H'15 I KOLEJNE OKRESY

Zgodnie z miesięcznymi raportami sprzedażowymi, przychody w 3Q'15 wzrosły do 53,3 mln PLN, co implikuje wzrost o ok. 5,7% r/r. Spodziewamy się, że marża brutto będzie bliska 38,9%. Spółka prowadziła akcje promocyjne (objęła ona głównie rowery i rolki), które miały na celu zmniejszenie zapasów z kolekcji wiosna-lato i poprawę rotacji (w dłuższym terminie powinno się to pozytywnie przełożyć na uzyskiwaną rentowność, dlatego też działanie oceniamy pozytywnie). Szacujemy również, że na skutek renegocjacji umów najmu oraz polepszenia efektywności sieci sklepów wynik EBITDA mógł wynieść 1,6 mln PLN (+582% r/r). Tym samym strata netto powinna zmniejszyć się do ok. 0,4 mln PLN (rok wcześniej było to ok. 1,7 mln PLN), co świadczy o pozytywnych efektach przeprowadzanej restrukturyzacji. Zachowania tendencji odbudowy wyników oczekujemy również w 4Q'15. Przy konserwatywnych założeniach grupa powinna wypracować 57,6 mln PLN przychodów i 23,7 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży (estymowana marża rzędu 41,1%). Zakładamy, że wynik operacyjny podniesie się do 1,9 mln PLN (vs strata 0,3 mln PLN w 4Q'14), a na poziomie netto do 1,1 mln PLN.

W ujęciu całorocznym skutkowałoby to nieznacznym wzrostem przychodów w '15 do 222,1 mln PLN i jednoczesnym zwiększeniem wyniku brutto ze sprzedaży o ok. 4,1 mln PLN r/r. Marża brutto za '15 może wynieść ok. 39,9%. Na poziomie EBITDA wynik powinien być bliski 10,7 mln PLN, a zysk netto ok. 1,6 mln PLN. Znacznie pozytywniej zapatrujemy się na perspektywę 2016. Oczekujemy, że w wyniku prowadzonych działań restrukturyzacji grup produktowych przez ostatnie 3 lata, w '16 spółce uda się wypracować ok. 229,3 mln PLN przychodów (wpływ wprowadzenia do sprzedaży piłki z EURO 2016, dystrybucji artykułów z Mistrzostw Europy w Piłce Ręcznej oraz otwarcia 1 sklepu w końcówce '15). Liczymy również, że spółce uda się poprawić rentowność brutto do ok. 40,5%. Przyjmujemy utrzymanie jednostkowego przychodu na poziomie zbliżonym do '15 (ok. 6,7 tys. PLN/mkw). Według naszych założeń Intersport osiągnąłby ok. 12,7 mln PLN EBITDA (wpływ oszczędności w wyniku renegocjacji stawek najmu) i ok. 3,8 mln PLN zysku netto.

W naszej ocenie przyjmujemy konserwatywne założenia. Zakładamy, że w '17 spółka (zgodnie z zapowiedziami prezesa w niedawnym wywiadzie) poprawi marżę intake'ową do 41%, natomiast w kolejnych latach będzie ona utrzymana. Nie uwzględniamy również dalszej rozbudowy sieci sklepów. Zwracamy równocześnie uwagę, że zarząd grupy wskazywał, że w najbliższych 2-3 latach będzie w stanie podnieść rentowność o kilka punktów procentowych. Liczymy jednak, że wraz z poprawą wyników finansowych, Intersport wprowadzi stałą politykę dywidendową (zakładamy wypłatę na poziomie 25% skonsolidowanego zysku netto za rok 2015).

Prognoza na kolejne okresy (wyniki finansowe i operacyjne)

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15P	4Q'15P	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2013	2014	2015P	2016P
Przychody	59,8	55,4	50,4	51,7	56,0	55,3	53,3	57,6	58,2	57,4	55,3	58,5	219,9	217,2	222,1	229,3
Wynik brutto ze sprzedaży	21,3	22,9	19,5	20,8	22,1	22,2	20,7	23,7	23,3	23,3	21,9	24,4	86,3	84,5	88,6	92,9
EBITDA	2,6	1,6	0,2	1,3	3,0	2,6	1,6	3,5	3,6	2,9	2,3	3,9	6,5	5,8	10,7	12,7
EBIT	1,0	0,0	-1,4	-0,3	1,3	0,9	-0,1	1,9	1,9	1,3	0,7	2,3	0,0	-0,8	4,0	6,3
Wynik netto	0,5	-0,4	-1,7	-1,1	0,9	0,1	-0,4	1,1	1,2	0,7	0,3	1,5	-1,9	-2,6	1,6	3,8
marża brutto	35,7%	41,4%	38,7%	40,2%	39,4%	40,2%	38,9%	41,1%	40,0%	40,7%	39,6%	41,7%	39,3%	38,9%	39,9%	40,5%
marża EBITDA	4,4%	2,9%	0,5%	2,6%	5,3%	4,7%	3,0%	6,1%	6,1%	5,1%	4,2%	6,6%	3,0%	2,7%	4,8%	5,5%
marża EBIT	1,7%	-0,1%	-2,9%	-0,6%	2,3%	1,6%	-0,1%	3,2%	3,3%	2,3%	1,3%	3,9%	0,0%	-0,4%	1,8%	2,7%
marża netto	0,8%	-0,7%	-3,3%	-2,1%	1,5%	0,1%	-0,8%	1,9%	2,1%	1,2%	0,5%	2,6%	-0,9%	-1,2%	0,7%	1,6%
liczba sklepów	35	35	35	36	36	36	36	37	37	37	37	37	33	36	37	37
powierzchnia [tys. m2]	31,9	32,5	32,5	33,1	33,1	33,1	33,1	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9	32,7	33,1	33,3	33,9
przychód jedn. [tys. PLN/m2]	1,9	1,7	1,6	1,6	1,7	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	1,6	1,7	6,7	6,6	6,7	6,8

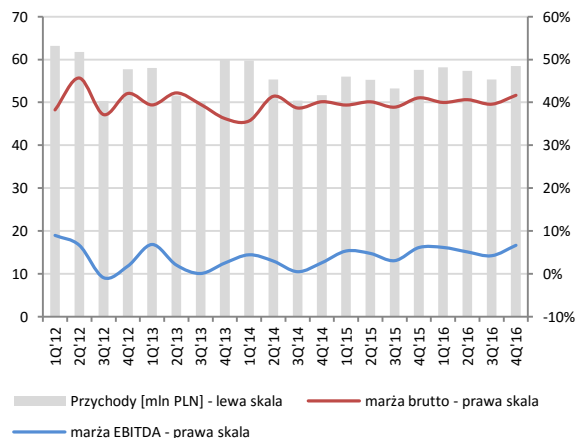
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia szczegółowe na kolejne lata

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	219,9	217,2	222,1	229,3	232,0	234,8	237,6	240,5	243,4	246,3	249,3	252,2
Wynik brutto ze sprzedaży	86,3	84,5	88,6	92,9	94,9	96,0	97,1	98,2	99,3	100,5	101,6	102,8
EBITDA	6,5	5,8	10,7	12,7	13,5	13,3	13,1	13,0	12,9	12,9	12,9	13,0
EBIT	0,0	-0,8	4,0	6,3	7,3	7,4	7,5	7,6	7,7	7,8	7,9	8,0
Wynik netto	-1,9	-2,6	1,6	3,8	4,9	5,2	5,5	5,7	5,9	6,2	6,3	6,4
marża brutto	39,3%	38,9%	39,9%	40,5%	40,9%	40,9%	40,9%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%
marża EBITDA	3,0%	2,7%	4,8%	5,5%	5,8%	5,7%	5,5%	5,4%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%
marża EBIT	0,0%	-	1,8%	2,7%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
marża netto	-	-	0,7%	1,6%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%
liczba sklepów	33	36	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37
powierzchnia [tys. m2]	32,7	33,1	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9
przychód jedn. [tys. PLN/m2]	6,7	6,6	6,7	6,8	6,9	6,9	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	7,5

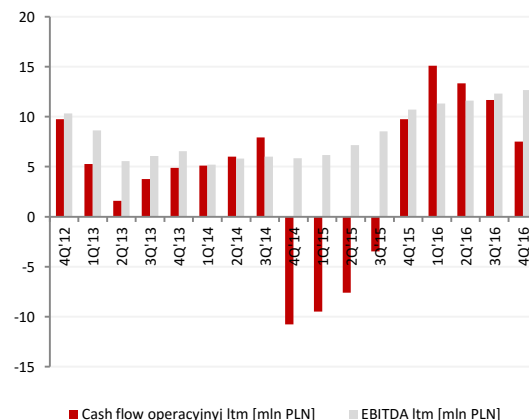
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Marże brutto i EBITDA w ujęciu kwartalnym



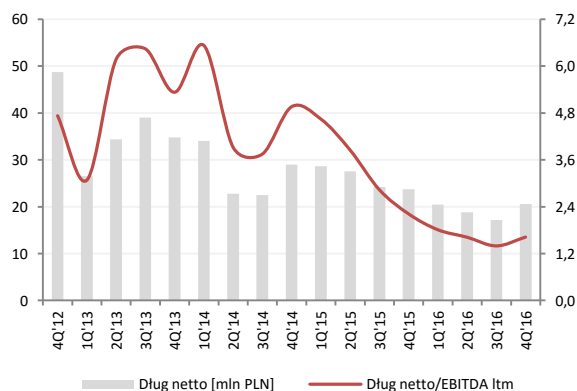
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Cash flow operacyjny Itm na tle EBITDA [mln PLN]



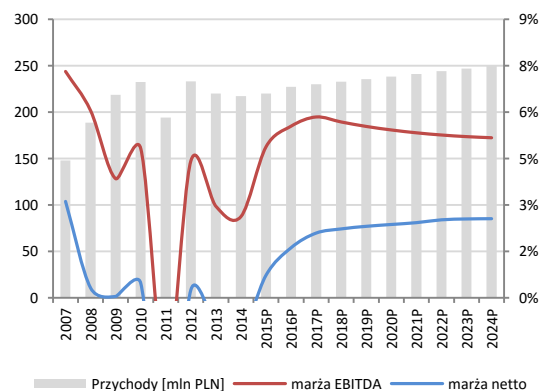
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dług netto na tle EBITDA Itm [mln PLN]



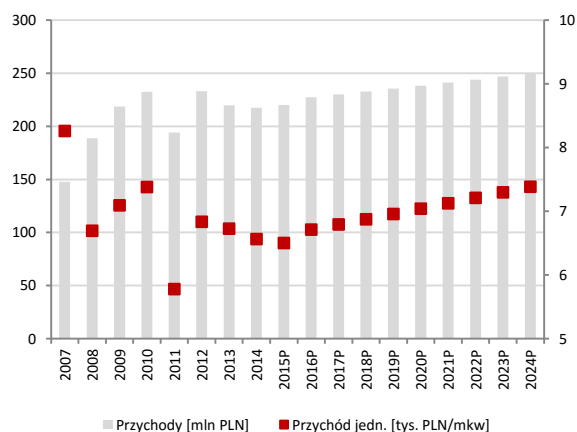
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto



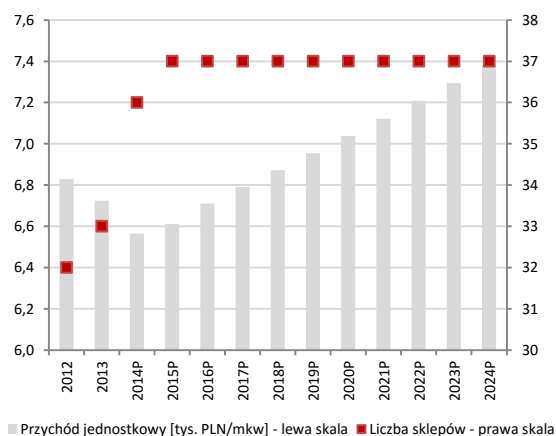
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] vs powierzchnia [tys. mkw]



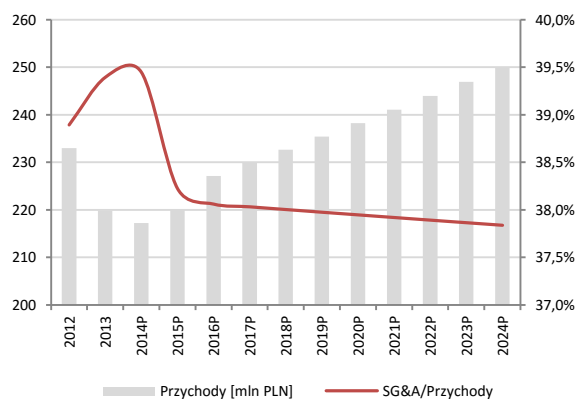
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychód jednostkowy [tys. PLN/mkw]



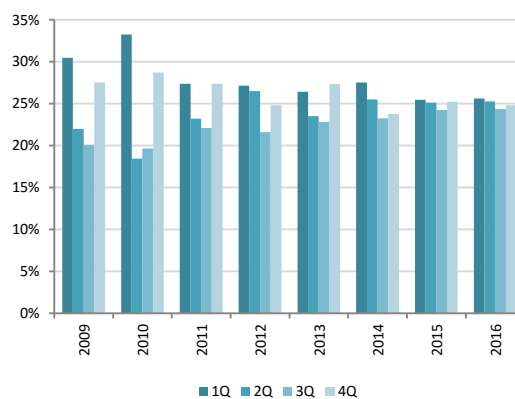
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody vs SG&A



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział kwartałów w przychodach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI

Intersport działa na polskim rynku od roku 1988, kiedy powstała spółka SKI-SURF, a rok później została przekształcona w P.U. MAKS. Na początku działalności podmiot zajmował się artykułami żeglarskimi na terenie Krakowa. Dynamiczny rozwój i zmiana nazwy na Intersport nastąpiła pod koniec roku 2005. Spółka podpisała wówczas umowę z międzynarodową grupą Intersport, dzięki czemu uzyskała wyłączną licencję na znaki towarowe na terenie Polski oraz szeroko rozumiane wsparcie kapitałowe (m.in. przy negocjowaniu cen z dostawcami).

Głównym udziałowcem jest Intercontact (szwajcarska spółdzielnia zrzeszająca podmioty działające pod szyldem Intersport w całej Europie), która kontroluje 25,0% udziałów spółki. Wśród akcjonariuszy posiadających powyżej 5% należy wskazać założycieli sp. MAKS – obecnego prezesa Artura Mikołajko i wiceprezesa Sławomira Gila, którzy posiadają po 14,8% akcji. W akcjonariacie zasiadają także Jolanta Milewska (11,8%) i Dorota Radwańska (9,1%). W wolnym obrocie znajduje się ok. 24,4% akcji spółki.

Główni akcjonariusze spółki

	Liczba akcji	% akcji	Liczba głosów	% głosów
Intercontact	3,5	25,0%	5,2	25,0%
Artur Mikołajko	2,1	14,8%	3,3	16,1%
Sławomir Gil	2,1	14,8%	3,3	16,1%
Jolanta Milewska	1,6	11,8%	2,9	14,1%
Dorota Radwańska	1,3	9,1%	2,1	10,2%
Pozostali	3,4	24,4%	3,8	18,5%
RAZEM	13,9	100,0%	20,6	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Intersport współpracuje z większością dostawców sprzętu i odzieży sportowej, z czego ok. 70% całorocznych zakupów jest realizowanych w systemie zamówień przedsezonowych, które są składane z półrocznym wyprzedzeniem. Pozostałe 30% jest uzupełniane na bieżąco w zależności od zapotrzebowania konkretnych sklepów. Obecność w międzynarodowej grupie Intersport, umożliwia spółce przeprowadzanie zakupów bezpośrednio u producentów lub poprzez zaopatrzenie w magazynie centralnym. Spółka prowadzi sprzedaż asortymentu ze średniej i wyższej półki cenowej, opierając katalog produktów zarówno na światowych uznanych markach, jak i markach własnych. W ofercie spółki znajduje się łącznie ok. 10 tys. artykułów sportowych do 40 dyscyplin, które opierają się na czterech grupach:

1. Marki strategiczne – Producentami są m.in. Nike, Adidas, Puma, Reebok, Salomon i oferty specjalne tych marek (model niedostępne w sprzedaży katalogowej).
2. Marki krajowe – Berkner, Marabut, Contim, Hektor Sport, JJW, Heavy Duty, Rontil.
3. Marki międzynarodowe uzupełniające – North Face, Spyder, Volkl, Burton, Giant, HiTec, Speedo, Arena.
4. Marki własne – W sprzedaży pojawiły się w 2006 roku. Zgodnie ze strategią grupy odpowiadają za ok. 15% całego asortymentu.

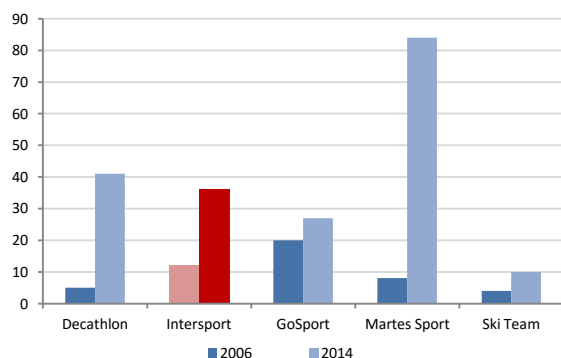
Charakterystyka marek własnych

Marka	Charakterystyka
McKinley	Odzież, obuwie i sprzęt do turystyki górskiej.
Etirel	Marka odzieżowa.
Pro Touch	Głównie artykuły do sportów zespołowych. 6 piłek zostało pozytywnie zaopiniowanych przez FIFA.
Energetics	Sprzęt rehabilitacyjny i do fitness.
Firefly	Deskorolki, snowboard, narciarstwo freeridowe, surfing. Brand nakierowany na klienta w wieku 12-20 lat.
Genesis	Rowerowa marka własna, która została wprowadzona początkowo na rynku austriackim (obecnie jest dystrybuowana również w Niemczech i Polsce).
Tecno Pro	Asortyment do sportów zimowych (narty, odzież, akcesoria narciarskie) oraz do tenisa ziemnego, stołowego, squash i badmintona.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

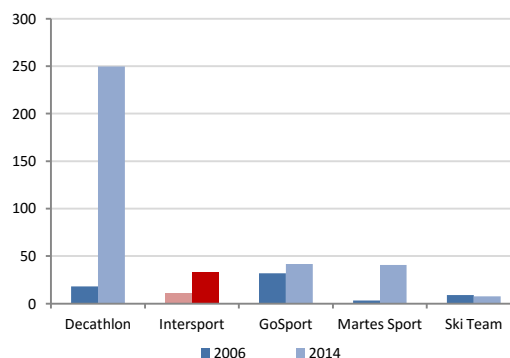
Obecnie spółka posiada 36 sklepów, o łącznej powierzchni 33,1 tys. m², co plasuje Intersport na 3 miejscu pod względem liczby sklepów wśród największych dystrybutorów sprzętu sportowego i na 4 miejscu pod względem powierzchni. Od momentu podpisania umowy z grupą Intersport spółka 4-krotnie powiększyła wielkość sieci i 3-krotnie zwiększyła powierzchnię handlową.

Liczba sklepów



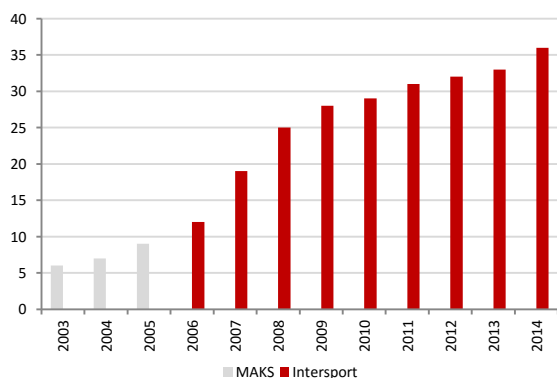
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Powierzchnia handlowa sieci



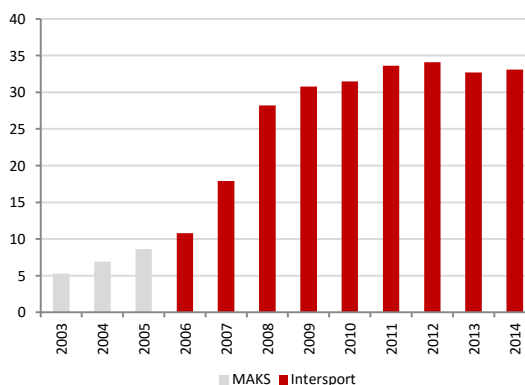
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Liczba salonów w kolejnych latach



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój powierzchni sieci w latach 2003-2014



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Lokalizacja sklepów Intersport



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

- Będąc w strukturach IIC grupa musi stosować się do koncepcji salonu modelowego. Oznacza to następujące wymogi: lokalizację w wiodących centrach handlowych i powierzchnię sklepu bliską 1,0 tys. mkw. Dodatkowo, wszystkie sklepy powinny mieć ujednolicony wystrój wewnętrzny, aranżację witryn i jednolitą ekspozycję towarów (w tym tablice informujące o prowadzonych akcjach promocyjnych). Wymogi dotyczą również asortymentu – średni poziom marek własnych ma wynosić 15% (docelowo powinno to być 25%), sprzedawane mają być produkty ze średniej i wyższej półki cenowej.
- W ramach spółki funkcjonuje kilka działań „uzupełniających” Są to przede wszystkim usługi serwisowe, które obejmują sprzęt rowerowy, tenisowy, rolkowy i narciarski. Klienci mają również dostęp do programu „eKarta Intersport” (karta stałego klienta uprawniająca do bonów) i do esklepu. W wybranych placówkach działa również „Intersport rent”, co pozwala klientom na testowanie wybranych akcesoriów zimowych i do tenisa.
- W ramach całej sieci pracuje ponad 470 osób. W 1H’15 spółka zatrudniła 75 osób (85 zostało zwolnionych), co oznacza, że wskaźnik rotacji zatrudnienia w 1H’15 wyniósł niecałe 0,3x.

Sklepy Intersport

Lp.	Miasto	Lokalizacja	Powierzchnia [mkw.]	Data otwarcia	Lp.	Miasto	Lokalizacja	Powierzchnia [mkw.]	Data otwarcia
1	Kraków	CH Zakopianka	1 030	2008-10-01	19	Bydgoszcz	Focus Mall	1 025	2008-04-01
2	Bytom	CH Plejada	462	2001-10-01	20	Łódź	Kilińskiego	567	2008-09-01
3	Wrocław	CH Borek	816	2003-10-01	21	Białystok	Alfa	882	2008-10-01
4	Warszawa	Arkadia	1 546	2004-10-01	22	Poznań	King Cross Marcelin	2 526	2008-11-01
5	Poznań	CH M1	636	2005-10-01	23	Gdynia	Riviera	1 196	2008-11-01
6	Katowice	Silesia	1 028	2005-11-01	24	Opole	Solaris Center	699	2009-03-01
7	Bielsko-Biała	Sfera	916	2005-12-01	25	Częstochowa	Jurajska	1 187	2009-10-01
8	Łódź	Manufaktura	900	2006-05-01	26	Płock	Wisła	665	2009-11-01
9	Gdańsk	Madison	450	2006-06-01	27	Zakopane	Wierchy	727	2010-12-01
10	Kraków	Galeria Krakowska	869	2006-10-01	28	Radom	Słoneczna	755	2011-04-01
11	Warszawa	Złote Tarasy	1 076	2007-02-01	29	Szczecin	Kaskada	993	2011-09-01
12	Poznań	Stary Browar	1 130	2007-03-01	30	Rzeszów	Millenium Hall	823	2011-10-01
13	Wrocław	Pasaż Grunwaldzki	1 071	2007-04-01	31	Gorzów	Nova Park	815	2012-04-01
14	Warszawa	Sadyba	629	2007-06-01	32	Kielce	Korona	698	2012-05-01
15	Gdańsk	Galeria Bałtycka	1 022	2007-10-01	33	Kraków	Bronowice	791	2013-11-01
16	Wrocław	Magnolia Park	1 147	2007-10-01	34	Lublin	Felicity	888	2014-03-01
17	Warszawa	Ursynów	908	2007-11-01	35	Kalisz	Amber	503	2014-03-01
18	Poznań	Pestka	1 082	2008-02-01	36	Olsztyn	Warmińska	634	2014-12-01

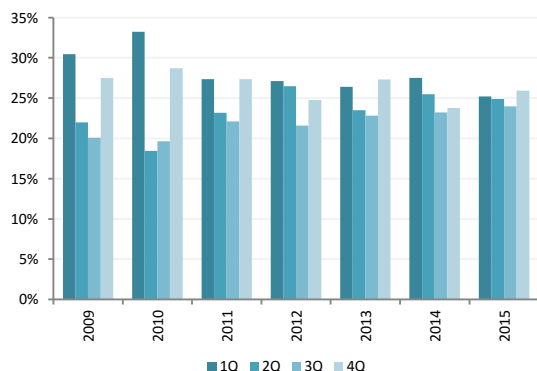
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Struktura przychodów

Historyczny rozkład kwartałów w rocznych przychodach cechował się bardzo dobrymi 1Q i 4Q (szczególnie między grudniem a lutym), czyli okresami w których sprzedawane były sprzęt i odzież zimowa. W 2010 roku 1Q'10 odpowiadał za 33% obrotów, a 4Q'10 za 29%. W latach 2011-13 kiepska aura (brak lub słabsze zimy) przełożyła się jednak na spadek sprzedaży w najważniejszych okresach roku, a tym samym na znaczne pogorszenie wyników finansowych Intersportu. Na przełomie 2013/14 zarząd grupy postanowił zreorganizować strukturę asortymentu zmniejszając jednocześnie nacisk na towary zimowe (zmniejszenie do ok. 15% oferty). O ile jeszcze 1Q'14 stanowił blisko 28% przychodów, o tyle kolejne kwartały były już do siebie zbliżone pod względem udziału. W '15 żaden kwartał nie powinien odpowiadać za więcej niż 25-26% całorocznych wpływów ze sprzedaży. Liczymy, że razem z planowanym usprawnieniem rotacji kolekcji, pozwoli to również na poprawę realizowanych marż i wyników.

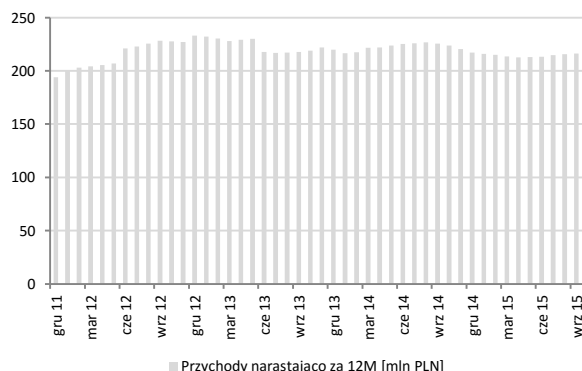
W 1H'15 największy udział w zakupach miała marka Adidas (uwzględniając Reeboka), który wyniósł 21%. Na kolejnych miejscach znalazły się produkty oferowane w ramach własnych Brandów (ok. 16%) i Nike (ok. 12%). W ramach przychodów za ok. 1,5% odpowiadały usługi serwisowe, które cechują się znacznie wyższymi marżami (głównie dotyczyło to nart i rowerów). W strukturze sprzedaży największy udział miały towary z grup: narciarstwo, turystyka, piłka nożna, fitness i running (w dwóch ostatnich odnotowano najwyższe dynamiki r/r).

Kwartałna struktura przychodów



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż miesięczna za 12M



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

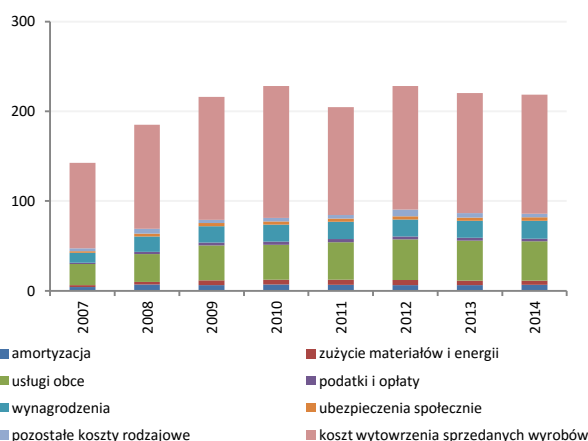
Struktura kosztów

Od kilku kwartałów grupa prowadziła restrukturyzację sieci sklepów, co miało pozwolić na poprawę efektywności i rentowności. Przede wszystkim zarząd spółki skupił się na zmianie struktury asortymentowej. Ograniczona miała być ilość towarów zimowych, które stanowiły w poprzednich latach nawet do 30% całego portfolio produktowego, generując jednocześnie ok. 25% przychodów. Władze Intersport zwiększyły zatowarowanie sklepów produktami całorocznymi do 85-90% całości oferty, dzięki czemu przychody spółki mają stać się niewrażliwe na efekt „cieplej zimy” oraz zniwelowana ma być dysproporcja udziału poszczególnych kwartałów w przychodach. Ma to mieć także wymierne przełożenie na rentowność grupy (w niedawnym wywiadzie prezes Mikołajko wskazywał, że marża brutto w najbliższych latach powinna wzrosnąć o kilka punktów procentowych), do czego ma się również przyczynić rozwijana działalność serwisowa.

W latach 2013-14 zauważalny był także kilkumilionowy spadek kosztów SG&A do ok. 86 mln PLN (w '12 wyniosły ponad 90 mln PLN). Intersport skupiał się przede wszystkim na wzroście wydajności działających placówek, poprzez renegotiację umów najmu oraz dopasowywanie powierzchni sklepów do popytu w danej lokalizacji. Proces ten nie został jeszcze zakończony, co pozwala zakładać, że spółka ma jeszcze potencjał do obniżenia relacji SG&A/przychody.

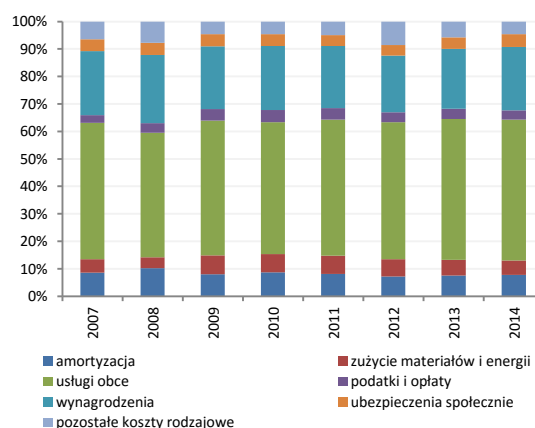
W strukturze kosztów rodzajowych największy udział miały usługi obce, które w '14 odpowiadały za 51,2% kosztów (spadek r/r o 0,5 mln PLN do 44 mln PLN). Ok. 23% stanowiły koszty wynagrodzeń, które wyniosły blisko 19,8 mln PLN. Zwracamy uwagę, że Intersportowi udało się obniżyć koszty usług obcych, zużycie materiałów i energii oraz podatki i opłaty.

Struktura kosztów [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty rodzajowe



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zadłużenie spółki i dotacja na magazyn

Szacowany przez nas dług netto na koniec 2Q'15 wynosi 27,5 mln PLN (spadek o ok. 1,8 mln PLN względem 1Q'15). Blisko połowa obecnego zadłużenia to kredyty długoterminowe (ok. 14,0 mln PLN), które były przeznaczone m.in. na sfinansowanie budowy hali magazynowej i biura zarządu (ponadto ok. 9,3 mln PLN zostało pozyskane z unijnej dotacji; magazyn ma ok. 2,5 tys. mkw. powierzchni, a jego budowa umożliwiła zmianę modelu dostaw, przed jego wybudowaniem towary były dostarczane od producentów bezpośrednio do sklepów grupy, a uzupełnianie asortymentu odbywało się poprzez przesuwanie towarów pomiędzy placówkami). Roczna rata przypadająca do spłaty wynosi ok. 3 mln PLN. Zwracamy uwagę, że dwa największe kredyty (o łącznej wartości ok. 14 mln PLN od DNB Nord i BZ WBK) zapadają odpowiednio w 2Q'18 i 2Q'21. Spodziewamy się, że dzięki poprawie wyników, CF ulegnie znaczącej poprawie przez co zadłużenie netto na koniec '15 spadnie do ok. 23,8 mln PLN. Tym samym wskaźnik dług netto/EBITDA powinien obniżyć się z 5,0x na koniec '14 do 2,2x.

GRUPA INTERSPORT

Grupa jest największą organizacją zajmującą się detaliczną sprzedażą artykułów sportowych. Struktury zostały zawiązane w 1968 roku z inicjatywy przedsiębiorców z regionu DACH, Skandynawii i Beneluksu. Od początku lat. 80 do oferty produktowej były wprowadzane produkty pod markami własnymi. Obecnie działa w 66 krajach prowadząc ok. 5,5 tys. sklepów i realizując ok. 10 mld EUR obrotów rocznie. Ponad 80% przychodów pochodzi z rynku europejskiego (uwzględniając Rosję), co pozwala kontrolować 21% globalnego rynku. W 2012 roku IIC przejęło sieć sprzedaży obuwia sportowego „Athlete’s Foot”, która posiada ok. 400 sklepów w 25 państwach i generuje blisko 290 mln EUR obrotów. Grupa działa na zasadzie spółdzielni, zrzeszając podmioty prowadzące samodzielną działalność przy wykorzystaniu znaku towarowego INTERSPORT i marek własnych, zachowując jednocześnie samodzielną w podejmowaniu decyzji. W ramach struktury zrzeszone podmioty mogą dokonywać wspólnych zakupów oraz korzystać ze wspólnego modelu działalności (ujednolicony model sklepu).

Właścicielem znaku towarowego i marek własnych jest INTERSPORT International Corporation, działająca na podstawie prawa szwajcarskiego. Udziałowcami IIC jest kilkanaście podmiotów, w tym Intersport Deutschland (IDE). IDE działa w formie spółdzielni prawa niemieckiego i skupia ok. 1,5 tys. sklepów sportowych na terenie Niemiec o łącznej powierzchni ok. 620 tys. mkw. Przychody, które są generowane przez IDE, odpowiadają za 1/3 łącznych obrotów grupy. Członkowie IDE mają prawo głosu odpowiednie do ilości posiadanych sklepów w grupie.

Organizacja grupy IIC

Grupa Intersport składa się z trzech dużych działów: „Produkty i zakupy”, „Marketing” i „Usługi”. Te z kolei są złożone z wyodrębnionych jednostek. W skład działu „Produkty i zakupy” wchodzi:

1. Dział odzieżowy – Jego działalność skupia się na produktach narciarskich, biegowych, tenisowych oraz do sportów zespołowych.
2. Dział obuwniczy – Obejmuje artykuły do sportów lekkoatletycznych i na świeżym powietrzu.
3. Dział sprzętu I/II – W ramach grupy działają dwie jednostki zajmujące się sprzętem zimowym i letnim. Pracownicy oddziału mają również za zadanie negocjowanie cen i wyszukiwanie najlepszych produktów na rynku w celu dalszej dystrybucji w formule national sales.
4. Marki strategiczne – Głównym zadaniem jest organizacja zakupów od czołowych producentów (w tym negocjowanie warunków) artykułów do sportów zespołowych, pływania oraz odzieży i obuwia.
5. Zarządzanie markami – Odpowiada za marketing grupy.
6. Dział dostaw – Podstawowym zadaniem jest organizowanie i koordynacja dostaw, usprawnianie systemów informatycznych i CSR.
7. IOF – Jest to spółka-córka usytuowana w Chinach (działa od 1997 roku), która odpowiada za negocjowanie umów zakupu materiałów na rzecz marek własnych Intersport i kontrola ich jakości.

W ramach działu „Marketing” funkcjonuje wyodrębniony Dział Marketingu, którego podstawowymi zadaniami są działania mające na celu utrzymanie rozpoznawalności marki „Intersport” na poszczególnych rynkach. Jednostka odpowiada za przeprowadzanie kampanii promocyjnych, sponsorowanie wydarzeń sportowych i badania rynkowe. Dodatkowo oddział stara się pozyskiwać umowy dotyczące bycia oficjalnym partnerem w dużych wydarzeniach sportowych. Drugi oddział (Sprzedaż detaliczna i koncesjonowanie) jest odpowiedzialny za wyszukiwanie potencjalnych nowych kierunków rozwoju oraz znalezienie inwestorów. Następnie następuje przekazanie licencji oraz implementacja modelu biznesowego funkcjonującego w grupie Intersport (modelowy sklep, promowanie wybranych brandów).

Trzeci Dział zajmuje się przede wszystkim księgowością, zarządzaniem kadrami oraz implementacją systemów informatycznych w grupie.

Powiązania spółki z grupą Intersport

Spółka podpisała w 2H'05 umowę o współpracy z IDE (obecna umowa członkowska ma trwać do 2025 roku). Spółce przyznano wówczas wyłączone prawo do używania znaku towarowego, sprzedawania produktów z marek własnych i tworzenia sieci franczyzowe. Dzięki zrzeszeniu w niemieckiej spółdzielni IPO ma także lepsze warunki cenowe przy zakupie towarów od dostawców zewnętrznych (ok. 5% taniej względem pozostałych kupujących) oraz dostęp do magazynu centralnego (grupa nabywa sprzęt, a następnie poszczególne podmioty z grupy kupują od niej towary). Dodatkowo IDE objęło akcje Intersport Polska, które stanowiły 25% kapitału zakładowego i upoważniały do 25% głosów na WZA. W roku 2006 Intersport Polska został członkiem spółdzielni IDE, co pozwoliło w pełni zostać wyłącznym partnerem grupy INTERSPORT. Jednocześnie Intersport Polska jest zobowiązany do zapłaty opłaty franczyzowej.

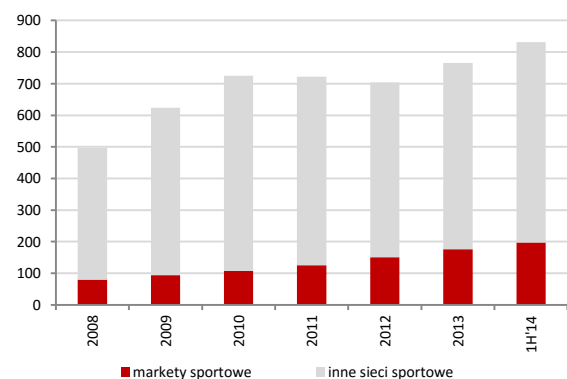
OTOCZENIE RYNKOWE

Spółka działa na perspektywnym rynku, którego wartość jest szacowana na ok. 8 mld PLN (wg raportu PMR Research). Według różnych szacunków w latach 2015-16 rynek ten ma odnotować ok. 4% wzrost r/r. W Polsce sprzedaż artykułów sportowych odbywa się poprzez 4 zasadnicze modele:

1. Wielkopowierzchniowe sklepy sportowe - do głównych podmiotów z tej kategorii należy zaliczyć Decathlon, GoSport, Martes Sport, Intersport. Są to sieci sportowe oferujące szeroką gamę produktów różnych producentów, dodatkowo wzbogaconą o marki własne.
2. Sklepy monobrandowe – są to sklepy należące do największych Marek na świecie (m.in. Adidas, Nike, Reebok, Puma).
3. Stoiska sportowe w hipermarketach – z reguły są to oferty sezonowe w dużych dyskontach, które mają przyciągnąć klientów niską ceną.
4. Specjalistyczne sklepy sportowe – są dedykowane konkretnym dyscyplinom sportowym, sprzedawane tu są wyroby wielu marek (np. Sklep Biegacza).

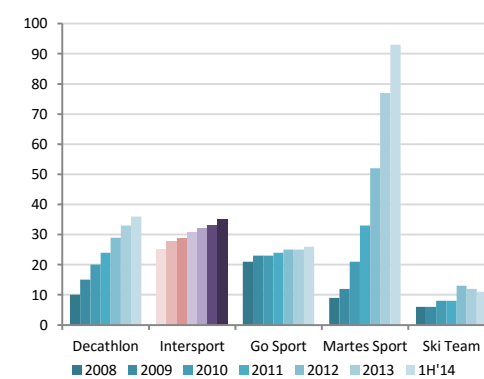
Z danych zebranych przez PMR Research wynika, że największe sieci marketów sportowych stabilnie zwiększają liczbę sklepów. Względem 2008 liczba sklepów zwiększyła się niemal 2,5-krotnie (na koniec 1H'14 istniało łącznie 197 dużych placówek). Niewielką dodatnią dynamikę wykazują również pozostałe sieci (w tym sklepy monobrandowe). Obecnie największą sieć ma grupa Martes Sport, która łącznie z Hi-Tec ma 93 sklepy (Intersport i Decathlon mają po 36 obiektów, a Go Sport ma 26). W rozbiu na województwa zdecydowanie największy udział w rynku artykułów sportowych ma województwo mazowieckie, które skupia ok. 20,7% wszystkich sklepów sportowych. Na kolejnych miejscach znajdują się województwa śląskie (11,6%) i małopolskie (10,5%). Warto również zauważyć, że najbardziej rozpoznawalne są sieci monobrandowe, takie jak Adidas (62% osób ankietowanych przez PMR wskazywało na znajomość marki), Nike (55%) i Puma (26%). Najmniejszą rozpoznawalnością cieszą się marki specjalistyczne (Bergson, Asics). Według specjalistów PMR artykuły sportowe należą do grupy produktów, przy wyborze których czynnikiem decydującym są marka i wygląd, stąd też wynikają problemy marek własnych. Klienci preferują marki własne głównie ze względu na cenę (83%), promocje (76%) i dobrą jakość (64%). Jednocześnie kupujący wskazują na fakt, że marki własne nie powinny być droższe od analogicznych produktów znanych firm.

Podział sklepów sportowych



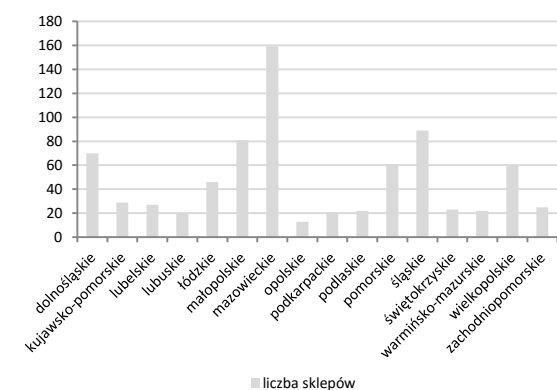
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR Research

Wielkość sieci wg liczby sklepów



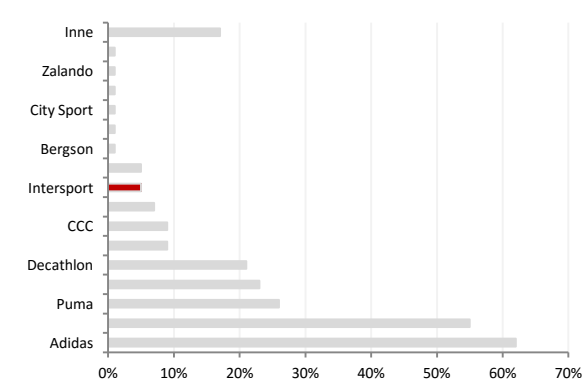
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR Research

Liczba sklepów w poszczególnych województwach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR Research

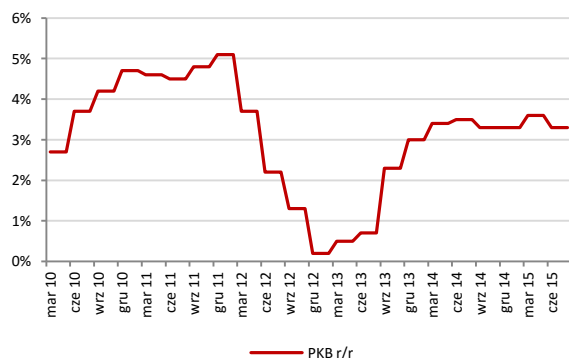
Rozpoznawalność marek



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR Research

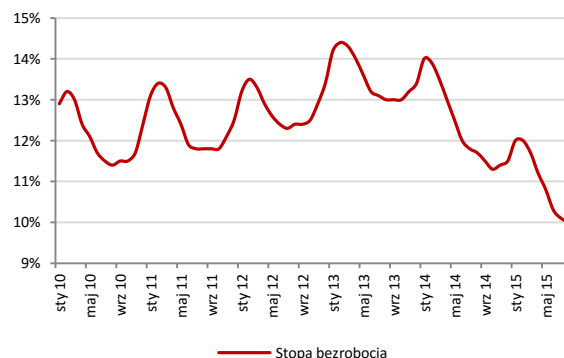
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Mieszane odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu niewielki spadek (we wrześniu wyniosła -0,3% r/r). Mimo to widać ożywienie, na co wskazują poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwanie zanotowała w ostatnim miesiącu spadek o 0,8% r/r. Czynnikiem, które w następnych kwartałach powinny wspierać konsumpcję jest stabilny wzrost PKB (we wrześniu wzrost o 3,3%). Co raz słabsza staje się natomiast presja deflacyjna na ceny towarów. We wrześniu odnotowano spadek deflacji do 0,6%. Spodziewamy się, że presja na ceny może się utrzymywać do końca '15. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach spada i wynosi obecnie 10,0% (odczyt za wrzesień; poprawa o 0,1 p.p. m/m)

PKB



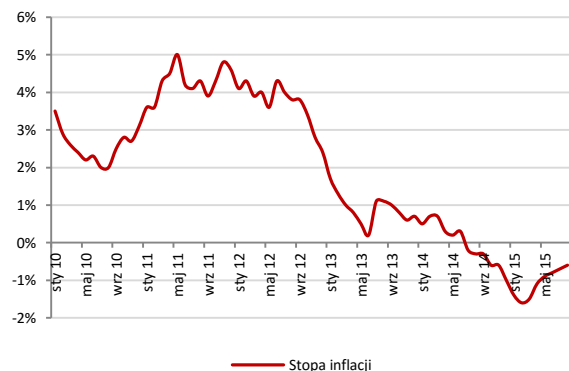
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa bezrobocia



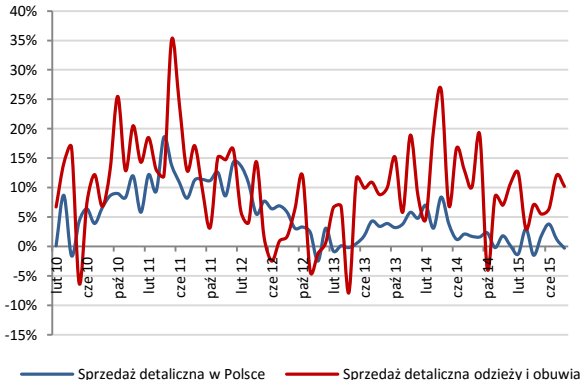
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



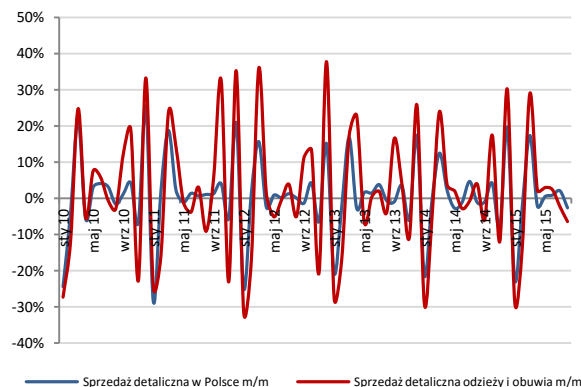
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



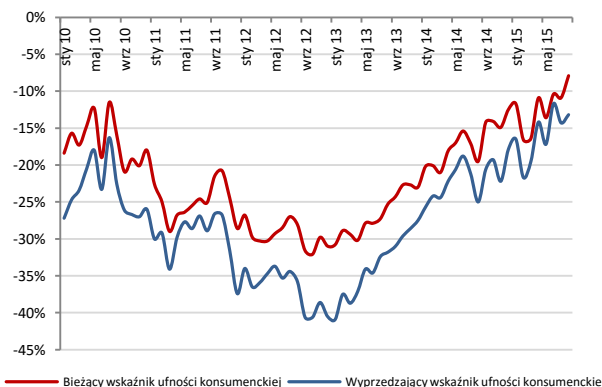
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	86,3	82,9	80,7	75,9	71,8	68,2	65,3	62,9	61,1	59,8	59,0	58,6	58,6
WNIIP	3,6	3,3	3,1	3,0	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3
RzAT	79,2	75,8	73,3	68,7	64,8	61,3	58,5	56,2	54,5	53,3	52,5	52,1	52,1
Pozostałe	3,5	3,8	4,4	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Aktywa obrotowe	65,5	66,9	69,5	70,4	72,2	74,7	76,1	78,5	80,9	82,3	81,9	83,5	85,6
Zapasy	61,0	61,8	65,8	65,7	67,1	67,9	68,9	69,9	70,9	72,0	73,1	74,3	75,6
Należności	2,2	2,7	1,3	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0
Środki pieniężne	1,3	1,5	1,1	0,8	1,0	2,7	3,2	4,5	5,9	6,2	4,7	5,0	5,8
Pozostałe	1,0	0,8	1,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Aktywa razem	151,8	149,8	150,2	146,4	144,0	142,9	141,4	141,4	142,0	142,1	140,9	142,1	144,2
Kapitał własny	30,8	29,0	26,3	27,9	31,3	35,0	38,4	41,3	43,8	45,8	48,0	49,9	52,0
Zobowiązania	121,0	120,8	123,9	118,4	112,7	107,8	103,0	100,0	98,2	96,3	93,0	92,1	92,3
Długoterminowe	14,8	25,5	14,2	12,1	9,1	6,1	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Krótkoterminowe, w tym	96,8	86,5	101,6	98,4	96,1	94,7	93,2	93,8	92,3	90,9	87,9	87,5	88,0
Zob. z tyt. dostaw i usług	61,5	75,6	85,8	85,9	83,4	84,0	84,5	85,1	85,6	86,2	86,8	87,3	87,9
Pozostałe	9,4	8,9	8,1	7,9	7,5	7,1	6,7	6,3	5,9	5,4	5,0	4,6	4,2
Pasywa razem	151,8	149,8	150,2	146,4	144,0	142,9	141,4	141,4	142,0	142,1	140,9	142,1	144,2
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	233,0	219,9	217,2	222,1	229,3	232,0	234,8	237,6	240,5	243,4	246,3	249,3	252,2
Koszty produktów, towarów i materiałów	137,6	133,6	132,7	133,5	136,4	137,1	138,8	140,6	142,3	144,0	145,8	147,6	149,4
Zysk brutto ze sprzedaży	95,4	86,3	84,5	88,6	92,9	94,9	96,0	97,1	98,2	99,3	100,5	101,6	102,8
Koszty sprzedaży	84,1	79,4	78,7	77,8	80,1	81,0	82,0	83,0	84,0	85,0	86,0	87,0	88,1
Koszty zarządu	6,6	7,2	6,9	6,9	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,1	7,1	7,1	7,1
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,0	0,3	0,3	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EBITDA	10,3	6,5	5,8	10,7	12,7	13,5	13,3	13,1	13,0	12,9	12,9	12,9	13,0
EBIT	3,8	0,0	-0,8	4,0	6,3	7,3	7,4	7,5	7,6	7,7	7,8	7,9	8,0
Saldo działalności finansowej	-2,8	-2,2	-2,4	-1,8	-1,6	-1,3	-0,8	-0,6	-0,4	-0,2	0,1	0,1	0,1
Zysk (strata) brutto	1,0	-2,2	-3,2	2,2	4,6	6,0	6,6	6,9	7,2	7,5	7,9	8,0	8,1
Zysk (strata) netto	0,6	-1,9	-2,6	1,6	3,8	4,9	5,3	5,6	5,8	6,1	6,4	6,5	6,6
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	9,7	4,9	-10,8	9,7	7,5	11,7	11,2	10,9	10,7	10,5	10,4	10,3	10,3
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-0,9	-0,7	-3,2	-3,8	-2,3	-2,6	-2,9	-3,2	-3,6	-3,9	-4,3	-4,6	-5,0
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-10,2	-4,0	7,3	-6,3	-5,0	-7,4	-7,8	-6,4	-5,8	-6,3	-7,7	-5,4	-4,5
Przepływy pieniężne netto	-1,4	0,1	-6,6	-0,3	0,2	1,7	0,5	1,3	1,4	0,3	-1,6	0,3	0,9
Środki pieniężne na początek okresu	2,8	1,3	1,5	1,1	0,8	1,0	2,7	3,2	4,5	5,9	6,2	4,7	5,0
Środki pieniężne na koniec okresu	1,3	1,5	1,1	0,8	1,0	2,7	3,2	4,5	5,9	6,2	4,7	5,0	5,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	20,0%	-5,6%	-1,2%	2,3%	3,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
EBITDA zmiana r/r	-	-36,6%	-10,6%	83,6%	18,2%	6,6%	-1,6%	-1,4%	-0,9%	-0,5%	-0,1%	0,2%	0,5%
EBIT zmiana r/r	-	-99,8%	-9023,7%	-594,9%	57,3%	17,0%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Zysk netto zmiana r/r	-104,8%	-404,1%	40,3%	-161,2%	133,5%	30,3%	8,8%	5,1%	4,4%	4,3%	4,8%	1,2%	1,5%
Marża brutto na sprzedaży	40,9%	39,3%	38,9%	39,9%	40,5%	40,9%	40,9%	40,9%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%
Marża EBITDA	4,4%	3,0%	2,7%	4,8%	5,5%	5,8%	5,7%	5,5%	5,4%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%
Marża EBIT	1,6%	0,0%	-0,4%	1,8%	2,7%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Marża brutto	0,4%	-1,0%	-1,5%	1,0%	2,0%	2,6%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%
Marża netto	0,3%	-0,9%	-1,2%	0,7%	1,6%	2,1%	2,3%	2,4%	2,4%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%
ROE	2,0%	-6,5%	-10,0%	5,8%	12,0%	14,0%	13,9%	13,5%	13,3%	13,3%	13,3%	12,9%	12,6%
ROA	0,4%	-1,3%	-1,7%	1,1%	2,6%	3,4%	3,8%	4,0%	4,1%	4,3%	4,5%	4,5%	4,5%
Dług	50,1	36,3	30,1	24,6	21,6	16,6	11,6	8,5	6,5	4,5	1,0	0,0	0,0
D/(D+E)	61,9%	55,6%	53,3%	46,8%	40,8%	32,1%	23,2%	17,1%	12,9%	8,9%	2,0%	0,0%	0,0%
D/E	162,4%	125,3%	114,3%	88,0%	69,0%	47,3%	30,2%	20,6%	14,8%	9,8%	2,1%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	91,4%	25066,7%	-300,5%	45,9%	26,7%	18,1%	13,2%	10,1%	8,2%	6,3%	3,1%	2,2%	2,2%
Dług / Kapitał własny	162,4%	125,3%	114,3%	88,0%	69,0%	47,3%	30,2%	20,6%	14,8%	9,8%	2,1%	0,0%	0,0%
Dług netto	48,7	34,8	29,0	23,8	20,6	13,9	8,4	4,0	0,6	-1,7	-3,7	-5,0	-5,8
Dług netto / Kapitał własny	158,0%	120,1%	110,0%	85,1%	65,7%	39,6%	21,8%	9,6%	1,4%	-3,8%	-7,7%	-9,9%	-11,2%
Dług netto / EBITDA	472,7%	532,7%	495,6%	221,5%	162,2%	102,8%	63,1%	30,2%	4,6%	-13,5%	-28,5%	-38,4%	-44,9%
Dług netto / EBIT	1282,7%	386755,6%	-3604,6%	597,7%	328,7%	189,8%	113,1%	52,8%	7,8%	-22,6%	-47,1%	-62,7%	-72,8%
EV	77,4	63,5	57,7	52,5	49,3	42,6	37,1	32,7	29,3	27,0	25,0	23,7	22,9
Dług / EV	64,7%	57,1%	52,2%	46,9%	43,8%	39,0%	31,2%	26,0%	22,2%	16,7%	4,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,6%	0,7%	1,6%	1,7%	1,0%	1,1%	1,2%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,9%	2,0%
CAPEX / Amortyzacja	22,2%	24,7%	53,0%	56,2%	35,7%	42,0%	49,7%	58,0%	66,5%	75,1%	83,7%	92,1%	100,1%
Amortyzacja / Przychody	2,8%	3,0%	3,1%	3,0%	2,8%	2,7%	2,5%	2,4%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%
Zmiana KO / Przychody	-	5,8%	3,5%	-0,1%	-1,7%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-	-97,3%	-284,7%	-3,5%	-55,9%	-10,1%	-14,9%	-16,4%	-17,8%	-19,2%	-20,7%	-23,4%	-24,9%
Wskaźniki rynkowe	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
P/E	45,2	-	-	17,3	7,4	5,7	5,2	5,0	4,8	4,6	4,4	4,3	4,3
P/BV	0,9	1,0	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
P/CE	14,2	-	-	11,4	5,8	3,7	3,3	2,8	2,4	2,3	2,5	2,4	2,2
EV/EBITDA	7,4	9,6	9,7	4,8	3,8	3,1	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8	1,7
EV/EBIT	20,2	-	-	13,0	7,7	5,7	4,9	4,2	3,7	3,4	3,1	2,9	2,7
EV/S	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	2,2	2,1	1,9	2,0	2,2	2,5	2,8	3,0	3,1	3,3	3,4	3,6	3,7
EPS	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
CEPS	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,9
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	1,1	2,0	2,7	3,4	4,1	4,3	4,5	4,5
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Dyld	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%	4,0%	7,0%	9,6%	12,0%	14,7%	15,3%	16,0%	16,2%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	30,0%	40,0%	50,0%	60,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 2,00 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, banki/finanse, media, handel stała

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

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

Marek Jurzec

tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Kupuj	3,55	---	---	12.10.2015	2,00	51 445

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'15:

Kupuj	1	100%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 EV/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE — wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 uwzględnić, że struktura portfelowa 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 portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 12.10.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 15.10.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące sfornowane do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są 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.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

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 zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 12.10.2015 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą 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.