



Dom Maklerski BDM S.A.

BYTOM

RAPORT ANALITYCZNY

Akcje Bytomia były jedną z najlepszych propozycji z branży odzieżowej w mijającym roku. Zarząd zrealizował wcześniejsze zapowiedzi dotyczące rozbudowy sieci oraz oczekiwanych wyników finansowych (in plus zadziałała m.in. relatywnie mała ekspozycja na USD), które jednocześnie znacząco przebiły założenia programu motywacyjnego. Dodatkowo spółka widząc utrzymującą się dobrą koniunkturę w segmencie oraz miejsce na rynku zwiększyła docelową powierzchnię sieci do ponad 12 tys. mkw. Uważamy jednak, że większość pozytywnych aspektów jest już uwzględniona w cenie akcji. Należy mieć na względzie, że pole do skokowej poprawy pierwszej marży jest już mocno ograniczone (Vistula od kilku lat osiąga rentowność w okolicy 53-54%), a dodatkowo istnieje ryzyko obniżenia dynamiki obrotów (było to widoczne już w listopadzie). Dostrzegamy również zaostrzającą się walkę o klienta między podmiotami z branży, a w '16 część klientów może być „podebranych” przez mający wejść na rynek nowy brand LPP. Czynnikiem stymulującym w dłuższym terminie z pewnością byłoby uruchomienie nowego konceptu, który ma być pozycjonowany poniżej obecnej marki, jednak cały czas nie są znane żadne szczegóły i naszym zdaniem może się on pojawić najwcześniej w '17-'18. Wskaźniki dla Bytomia są obecnie znacznie wyższe niż w przypadku pozostałych mniejszych detalistów (oprócz Vistuli). Uwzględniając powyższe czynniki decydujemy się na ustalenie ceny docelowej na poziomie 2,77 PLN/akcję i podtrzymanie zalecenia Redukuj.

Spodziewamy się, że w ujęciu przychodowym Bytom będzie kontynuował trend poprawy wyników w 4Q'15. Na podstawie dotychczasowych raportów bieżących oczekujemy, że spółka wypracuje 39,0 mln PLN przychodów ze sprzedaży, utrzymując jednocześnie marżę brutto ze sprzedaży na pułapie 53,7% (+0,1 p.p. r/r). Na poziomie EBITDA liczymy na wzrost wyniku do 5,9 mln PLN (w 4Q'14 Bytom odnotował 3,9 mln PLN zysku, głównie wpływ rozbudowy sieci detalicznej). Według naszych założeń 4Q'15 może się zamknąć z 5,0 mln PLN zysku netto (rok wcześniej był bliski 2,7 mln PLN). W ujęciu całorocznym oczekujemy, że spółka poprawi wyniki finansowe. Rozbudowa sieci sklepów powinna pozwolić na wzrost przychodów do 131,0 mln PLN. Jednocześnie zakładamy, że marża brutto wyniesie 53,0% (+1,5 p.p. r/r). Tym samym pozwoli to na wzrost wyniku operacyjnego do 14,7 mln PLN (+129% r/r). w przypadku realizacji naszych założeń zysk netto będzie bliski 13,7 mln PLN (efektywna stopa podatkowa w wys. 0%).

W długim terminie spodziewamy się, że Bytom zakończy plan inwestycyjny na poziomie 12,4 tys. mkw powierzchni handlowej (w roku 2018). W modelu zakładamy, że od tego czasu spółka będzie w stanie regularnie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami. Nie wykluczamy jednak uruchomienia nowego konceptu modowego (inwestycja w formie greenfield lub nabycie istniejącego podmiotu, borykającego się z kłopotami).

REDUKUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

WYCENA 2,77 PLN

18 GRUDNIA 2015

Wycena końcowa [PLN]	2,77
Potencjał do wzrostu / spadku	-9,1%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	3,05
Kapitalizacja [mln PLN]	225,6
Ilość akcji [mln. szt.]	71,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	3,42
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	2,40
Stopa zwrotu za 3 mc	+6,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	+29,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	+77,1%
Akcjonariat (% głosów)*:	
Forum X FIZ	16,4%
Jan Pilch	12,0%
ING PTE	10,0%
ING TFI	5,3%
BZ WBK AM	5,3%
BZ WBK TFI	5,2%
Michał Wójcik	2,6%
Pozostali	53,7%
*bez efektu przyszłej wymiany warrantów na akcje Bytomia	

Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

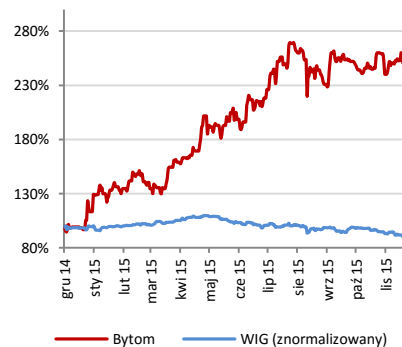
tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	85,3	103,9	131,0	159,2	172,5	180,6
EBITDA [mln PLN]	4,1	9,2	17,8	24,5	27,5	28,8
EBIT [mln PLN]	1,3	6,4	14,7	21,0	23,8	25,2
Wynik netto [mln PLN]	1,0	5,3	13,7	16,1	18,7	20,1
P/BV*	10,8	8,5	5,6	3,9	3,4	3,2
P/E*	226,1	42,4	16,5	14,0	12,0	11,2
EV/EBITDA*	54,3	24,9	13,3	9,4	8,2	7,7
EV/EBIT*	174,5	36,0	16,2	11,0	9,4	8,7
DPS*	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13	0,20

*wskaźniki liczone przy założeniu 74,0 mln akcji



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	9
WYNIKI ZA 3Q'2015	10
WYNIKI SPÓŁEK ODZIEŻOWYCH W 3Q'15	12
PROGNOZA NA 4Q'15 I KOLEJNE OKRESY	15
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU	18
PLAN MOTYWACYJNY	19
OTOCZENIE RYNKOWE	20
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	22

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Bytomia dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, a metodzie porównawczej 30%. Przyjmujemy także liczbę akcji po rozwodnieniu (71,3 mln akcji obecnie + 2,7 mln szt z programu motywacyjnego) Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 3,02 PLN, natomiast metoda porównawcza dała wartość 1 akcji równą 2,20 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 205,0 mln PLN, czyli **2,77 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

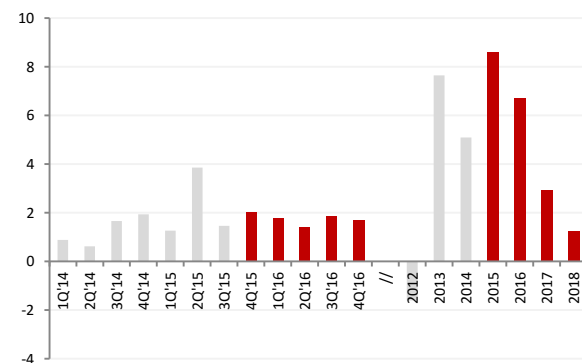
		mln PLN	PLN
A	Wycena DCF	223,2	3,02
B	Wycena porównawcza	162,8	2,20
C = (70%*A + 30%*B)	Wycena końcowa	205,0	2,77

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spodziewamy się, że w ujęciu przychodowym Bytom będzie kontynuował trend poprawy wyników w 4Q'15. Na podstawie dotychczasowych raportów bieżących oczekujemy, że spółka wypracuje 39,0 mln PLN przychodów ze sprzedaży, utrzymując jednocześnie marżę brutto ze sprzedaży na pułapie 53,7% (+0,1 p.p. r/r). Na poziomie EBITDA liczymy na wzrost wyniku do 5,9 mln PLN (w 4Q'14 Bytom odnotował 3,9 mln PLN zysku, głównie wpływ rozbudowy sieci detalicznej). Według naszych założeń 4Q'15 może się zamknąć z 5,0 mln PLN zysku netto (rok wcześniej był bliski 2,7 mln PLN). W ujęciu całorocznym oczekujemy, że spółka poprawi wyniki finansowe. Rozbudowa sieci sklepów powinna pozwolić na wzrost przychodów do 131,0 mln PLN. Jednocześnie zakładamy, że marża brutto wyniesie 53,0% (+1,5 p.p. r/r). Tym samym pozwoli to na wzrost wyniku operacyjnego do 14,7 mln PLN (+129% r/r). w przypadku realizacji naszych założeń zysk netto będzie bliski 13,7 mln PLN (efektywna stopa podatkowa w wys. 0%).

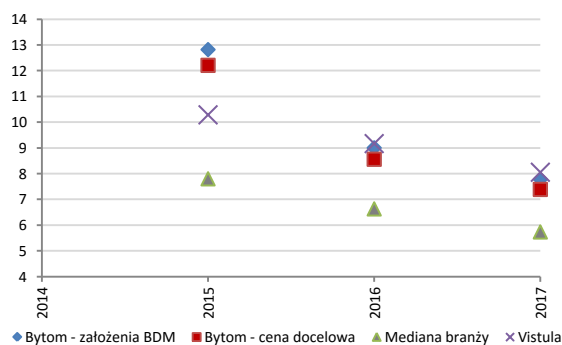
Względem początku roku kurs Bytomia istotnie zyskał, co w naszej ocenie wynikało z dynamicznej rozbudowy sieci oraz trafionych kolekcji, które pozwoliły na istotne wzrosty obrotów oraz realizowanych marż. Widząc pozytywne efekty obecnej strategii zarząd podjął decyzję o podwyższeniu docelowej wielkości powierzchni handlowej (do ponad 12 tys. mkw.), przy jednoczesnym zachowaniu rentowności sklepów. Rynek z pewnością docenił również ograniczoną ekspozycję walutową na USD, co negatywnie odbiło się na większości przedstawicieli sektora odzieżowego. Uważamy jednak, że większość pozytywnych czynników jest już w cenie i w perspektywie kolejnych kwartałów Bytom może zmierzyć się wysoką bazą przychodowo-marżową. Ciągłe odraczana jest także kwestia uruchomienia nowej marki, która miałaby wesprzeć dotychczasowe salony. Dostrzegamy również czynniki ryzyka w postaci niskich barier wejścia na rynek oraz zaostrzającą się konkurencją z Vistulą. Zagrożeniem może także być planowane otwarcie nowej sieci przez LPP (od 1Q'16), co również mogłoby spowodować ubytek części klientów grupy. Zwracamy uwagę, że obecnie Bytom jest handlowany znacznie powyżej mediany podmiotów z sektora. Mając na względzie powyższe czynniki zmieniamy **cenę docelową na 2,77 PLN/akcję, utrzymując jednocześnie zalecenie Redukuj**. Obecnie spółka jest handlowana wg naszych założeń na rok 2016 przy P/E rzędu 14,0 oraz EV/EBITDA'16 = 9,4x.

Dynamika EBITDA [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie wskaźnika EV/EBITDA Bytomia na tle branży



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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 rynkowych stopach zwrotu wolnych od ryzyka. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1.

Główne założenia modelu:

- Spodziewamy się, że w latach 2015-17 spółce uda się poprawić marżę brutto ze sprzedaży oraz EBITDA, na co pozwoli m.in. renegocjacja stawek najmu (pełny efekt obniżki czynszu widoczny w '17) i dywersyfikacja struktury dostaw. W długim terminie rentowność brutto ma być utrzymana na poziomie ok. 53-54%.
- Zakładamy, że w latach 2015-17 Bytom otworzy łącznie 31 sklepów, co pozwoli na wzrost powierzchni sieci do 12,0 tys. mkw. w roku 2018 (zarząd spółki zrewidował wcześniejsze założenia z 11 tys. mkw. do ok. 12,5 tys. mkw. powierzchni w '18, co ma docelowo dać ok. 110 sklepów). W perspektywie kolejnych lat nie zakładamy w modelu dalszej ekspansji, a raczej skupienia na efektywności istniejących placówek.
- W naszym modelu przyjęliśmy długoterminowy wzrost przychodów z mkw. na poziomie 1,0%.
- Spodziewamy się, że w latach 2015-16 Bytom nie wypłaci dywidendy. Oczekujemy jednak, że po zakończeniu ekspansji sieci w '16 zarząd będzie rekomendował podział zysku z akcjonariuszami.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19%.
- Wpływ zmiany kursów walutowych na EBIT przedstawiliśmy w osobnej tabeli (patrz s. 16).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2024 roku na poziomie 1,0%. Obniżyliśmy ją względem poprzedniego raportu (1,5%) ze względu na brak konkretnych informacji i związanymi z tym opóźnieniami w uruchomieniu nowej marki. Zwracamy również uwagę, że rynek jest znacznie bardziej konkurencyjny, a wiele podmiotów prowadzi agresywną politykę cenową.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2025 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 74,0 mln szt. akcji (uwzględniamy liczbę akcji z planu motywacyjnego).
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 18.12.2015.

Metoda DCF dała wartość spółki Bytom na poziomie 223,2 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 3,02 PLN.

Model DCF

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	159,2	172,5	180,6	185,2	187,0	188,8	190,7	192,5	194,4	196,3
EBIT [mln PLN]	21,0	23,8	25,2	25,9	26,1	26,3	26,6	26,8	27,1	27,3
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	4,0	4,5	4,8	4,9	5,0	5,0	5,0	5,1	5,1	5,2
NOPLAT [mln PLN]	17,0	19,3	20,4	21,0	21,1	21,3	21,5	21,7	21,9	22,1
Amortyzacja [mln PLN]	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
CAPEX [mln PLN]	-4,0	-3,3	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-10,1	-3,4	-2,0	-1,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
FCF [mln PLN]	6,5	16,2	18,6	20,1	20,8	20,9	21,1	21,3	21,5	21,7
DFCF [mln PLN]	6,0	13,8	14,5	14,4	13,7	12,7	11,8	10,9	10,1	9,3
Suma DFCF [mln PLN]	117,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	274,5			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%						
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	117,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	234,9									
Dług netto [mln PLN]	11,8									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	223,2									
Ilość akcji [mln szt.]	74,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	3,02									

Przychody zmiana r/r	21,5%	8,4%	4,7%	2,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	43,0%	13,7%	5,8%	2,7%	0,6%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
FCF zmiana r/r	-213,8%	149,8%	14,6%	7,9%	3,5%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Marża EBITDA	15,4%	15,9%	15,9%	15,9%	15,8%	15,8%	15,8%	15,7%	15,7%	15,7%
Marża EBIT	13,2%	13,8%	14,0%	14,0%	14,0%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
Marża NOPLAT	10,7%	11,2%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
CAPEX / Przychody	2,5%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	111,6%	90,5%	96,7%	99,4%	99,9%	100,3%	100,5%	100,7%	100,8%	100,9%
Zmiana KO / Przychody	-6,3%	-2,0%	-1,1%	-0,5%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-35,8%	-25,8%	-24,1%	-20,9%	-20,1%	-20,0%	-19,9%	-19,8%	-19,7%	-19,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	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	85,2%	89,1%	92,9%	94,4%	95,8%	97,2%	98,6%	100,0%	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	14,8%	10,9%	7,1%	5,6%	4,2%	2,8%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,3%	8,5%	8,7%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
beta	0,7	3,22	3,33	3,46	3,61	3,57	3,98	4,21	4,49	4,84
	0,8	3,02	3,11	3,22	3,35	3,49	3,65	3,84	4,07	4,34
	0,9	2,84	2,92	3,01	3,12	3,24	3,37	3,53	3,71	3,93
	1,0	2,67	2,75	2,83	2,92	3,02	3,13	3,26	3,41	3,59
	1,1	2,53	2,59	2,66	2,74	2,82	2,92	3,03	3,16	3,30
	1,2	2,39	2,45	2,51	2,58	2,65	2,73	2,83	2,93	3,05
	1,3	2,27	2,32	2,37	2,43	2,50	2,57	2,65	2,74	2,84

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
premia za ryzyko	3,00%	3,45	3,58	3,73	3,91	4,12	4,36	4,66	5,01	5,46
	4,00%	3,02	3,11	3,22	3,35	3,49	3,65	3,84	4,07	4,34
	5,00%	2,67	2,75	2,83	2,92	3,02	3,13	3,26	3,41	3,59
	6,00%	2,39	2,45	2,51	2,58	2,65	2,73	2,83	2,93	3,05
	7,00%	2,16	2,20	2,25	2,30	2,36	2,42	2,49	2,56	2,65
	8,00%	1,96	2,00	2,03	2,07	2,12	2,16	2,22	2,27	2,34
	9,00%	1,80	1,82	1,85	1,88	1,92	1,95	1,99	2,04	2,08

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%	4,90	4,61	4,35	4,12	3,91	3,72	3,54	3,38	3,24
	4,00%	4,27	3,98	3,72	3,49	3,28	3,10	2,94	2,79	2,65
	5,00%	3,78	3,49	3,24	3,02	2,82	2,65	2,50	2,36	2,23
	6,00%	3,38	3,10	2,86	2,65	2,47	2,30	2,16	2,03	1,92
	7,00%	3,06	2,79	2,56	2,36	2,18	2,03	1,90	1,78	1,67
	8,00%	2,79	2,53	2,30	2,12	1,95	1,81	1,69	1,58	1,48
	9,00%	2,56	2,30	2,09	1,92	1,76	1,63	1,51	1,41	1,32

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

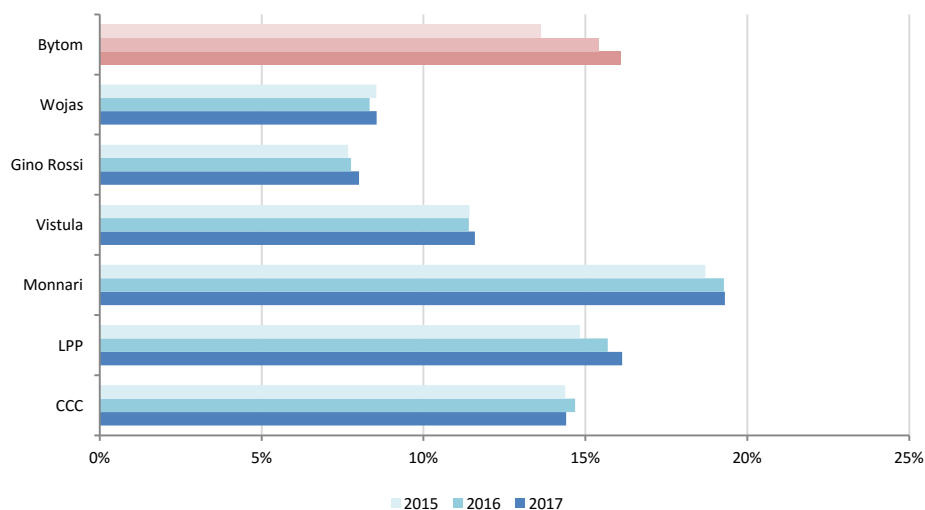
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-17 dla wybranych spółek z branży odzieżowej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty krajowe, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Bytomia. Analizę oparliśmy na trzech wskaźnikach: P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Bytom metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **2,20 PLN**.

Wycena porównawcza spółek odzieżowych

	P/E		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Wojas	7,7	6,8	5,8	5,2	8,5	7,4
Gino Rossi	8,0	6,7	6,6	5,8	8,9	7,5
Vistula	14,1	12,3	9,4	8,3	11,5	9,9
Monnari	10,8	9,7	6,6	5,6	7,2	6,2
Mediana	9,4	8,3	6,6	5,7	8,7	7,4
Bytom	14,0	12,0	9,4	8,2	11,0	9,4
Premia/dyskonto względem grupy	48,8%	45,5%	42,5%	44,1%	25,8%	26,9%
Premia/dyskonto względem Vistuli	-0,9%	-1,9%	-0,3%	-0,9%	-4,7%	-5,0%
Wycena wg wskaźnika	2,1	2,1	2,1	2,1	2,41	2,41
Waga roku	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	2,07		2,12		2,41	
Waga wskaźnika		33%		33%		33%
Wycena 1 akcji [PLN]	2,20					

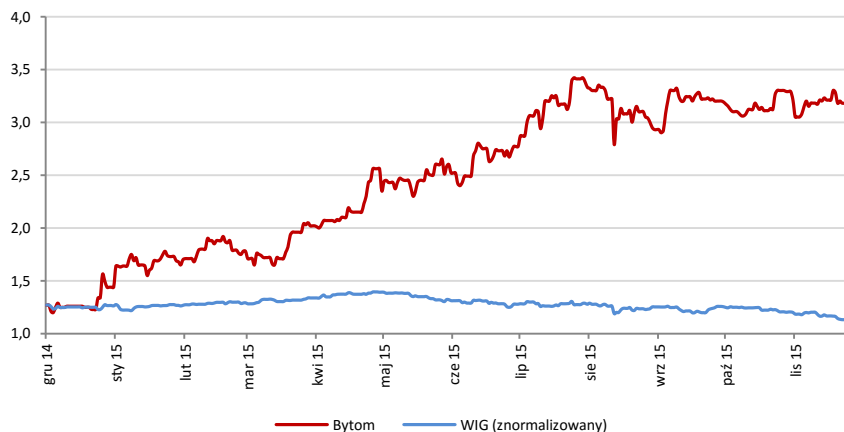
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA spółek odzieżowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

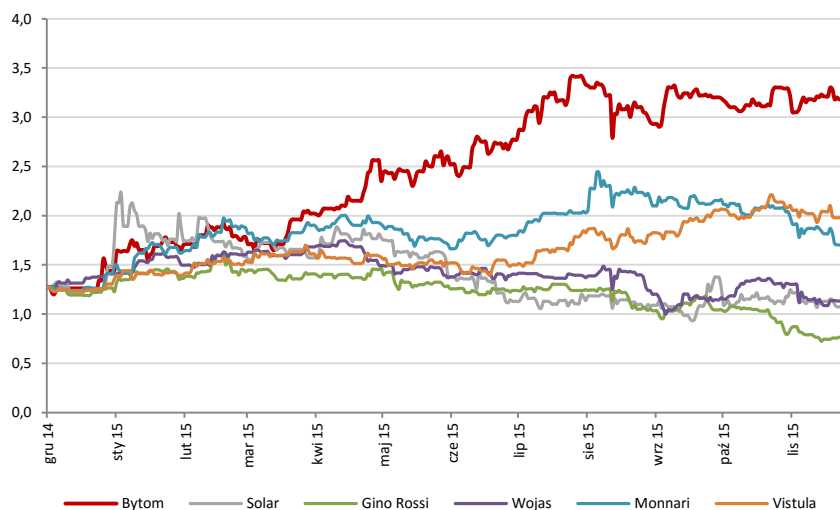
Zachowanie kursu na tle WIG



W ciągu ostatniego roku kurs akcji Bytomia zyskał blisko 244%, podczas gdy indeks szerokiego stracił ok. 13%.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



Poprawa marż i szybka rozbudowa sieci spowodowały, że kurs akcji Bytomia jako jedyny odnotował duży wzrost na przestrzeni ostatniego roku.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Podatek od sieci wielkopowierzchniowych**

Jednym z postulatów wyborczych PiS było wprowadzenie podatku od sklepów, których powierzchnia przekracza 250 mkw. Danina miałaby wynosić 2% generowanego przez sieć obrotu. Średnia powierzchnia sklepów Bytom w Polsce oscyluje w okolicy 100 mkw., co powoduje, że podatek nie objąłby placówek grupy.
- **Ryzyko nietrafionej kolekcji**

W naszej ocenie jest to główny czynnik ryzyka. W przypadku źle dobranej kolekcji może się to przełożyć na spadek zainteresowania klientów, a tym samym na spadek wyników finansowych. Bytom skupia się na formalnej odzieży, jedynie w niewielkim stopniu urozmaicając asortyment.
- **Ryzyko kursowe**

Spółka jest narażona na negatywne zmiany kursów walutowych. Po pierwsze może się to objawiać w negatywnych różnicach kursowych – Bytom kupuje część ubrań w Chinach (rozliczenie w USD), a tkaniny we Włoszech (EUR). Umocnienie tych walut względem PLN będzie skutkowało ujemnym saldem finansowym. Po drugie wzrost USD/PLN i EUR/PLN może odbijać się negatywnie na marży detalicznej i hurtowej. W strukturze dostaw Bytomia duży udział mają krajowi dostawcy (m.in. z zakładu w Tarnowskich Górach), co ogranicza ryzyko utraty marży.
- **Sezonowość wyników**

Branża odzieżowa cechuje się znaczną sezonowością. W przypadku niekorzystnej aury w sezonie jesiennym lub zimowym może dojść do zwiększenia zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz do wypracowania niższych wyników finansowych (spadek przychodów, obniżenie marż z powodu wyprzedaży).
- **Ryzyko rozbudowy sieci**

Od kilku kwartałów spółka stabilnie rozbudowuje sieć sklepów stacjonarnych (na koniec 4Q'14 Bytom posiadał 80 placówek o łącznej powierzchni 8,2 tys. mkw.). Istnieje ryzyko, że lokalizacje nowych sklepów okażą się błędne, co będzie widoczne w spadku odwiedzalności oraz średnim paragonie.
- **Konkurencja rynkowa**

Rynek, na którym działa spółka, jest mocno konkurencyjny i cechuje się rozdrobnieniem branży. Z jednej strony mamy do czynienia z dużymi polskimi graczami (Vistula, Próchnik) i światowymi brandami, a z drugiej funkcjonuje duże grono małych podmiotów. Dodatkowo, bariery wejścia na rynek są dosyć niskie, co powoduje, że w dłuższej perspektywie Bytom może być zmuszony do zwiększenia nakładów na marketing i promocję. Zwracamy uwagę, że w ostatnim czasie większość podmiotów wprowadziła agresywne promocje, które w naszej ocenie będą kontynuowane w kolejnych kwartałach i mogą stanowić zagrożenie dla wyników.

WYNIKI ZA 3Q'2015

Wyniki Bytomia w 3Q'15 były zdecydowanie lepsze r/r. Przychody ze sprzedaży wzrosły do 32,3 mln PLN (+20,9% r/r). Jednocześnie spółce udało się poprawić marżę brutto do 52,0% (+2,1 p.p. r/r). Znaczna poprawa była zauważalna na poziomie EBITDA, która wyniosła 4,0 mln PLN (w minionym roku 2,6 mln PLN zysku). Jednostkowy wynik netto był bliski 2,9 mln PLN, co jest rezultatem lepszym niż rok wcześniej (+96,6% r/r).

W ujęciu segmentowym za zdecydowaną większość przychodów i wyników spółki odpowiada sprzedaż detaliczna. W 3Q'15 segment wygenerował ok. 29,7 mln PLN obrotów, co oznacza wzrost o 5,9 mln PLN. Wynika to głównie z rozwoju sieci (powierzchnia handlowa zwiększyła się o blisko 1,4 tys. mkw. r/r), przychód jednostkowy na mkw. ukształtował się na wyższym poziomie (+0,6 tys. PLN r/r). Lepsza była również marża segmentu – wynik był bliski 4,9 mln PLN (+1,6 mln PLN r/r). W segmencie hurtowym Bytom wypracował zbliżone przychody co przed rokiem (ok. 2,0 mln PLN).

Wyniki Bytom za 3Q'15 [mln PLN]

	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	4Q'13-3Q'14	4Q'14-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	26,7	32,3	20,9%	98,2	123,1	25,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	13,3	16,8	25,9%	50,2	65,2	29,7%
EBITDA	2,6	4,0	56,9%	7,3	15,8	116,9%
EBIT	1,9	3,2	74,5%	4,3	12,7	197,3%
Wynik brutto	1,4	2,9	105,9%	3,4	11,5	244,1%
Wynik netto	1,5	2,9	96,6%	4,6	11,4	150,0%
marża brutto ze sprzedaży	49,9%	52,0%		51,2%	52,9%	
marża EBITDA	9,6%	12,5%		7,4%	12,8%	
marża EBIT	7,0%	10,0%		4,4%	10,3%	
marża netto	5,4%	8,8%		4,6%	9,3%	

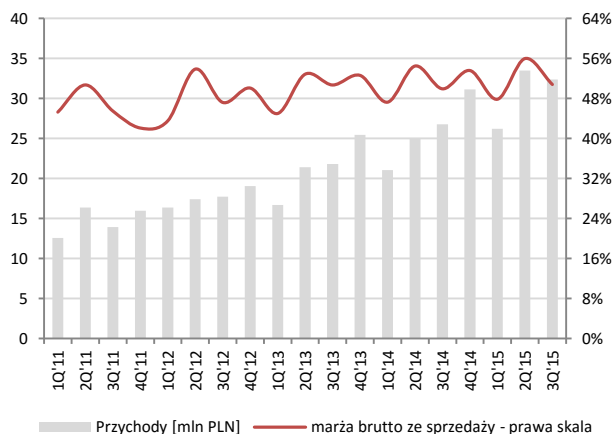
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki segmentów operacyjnych [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15
HURT											
Przychody [mln PLN]	1,6	0,6	1,7	5,2	2,6	0,6	2,0	0,6	2,0	0,5	2,0
Wynik segmentu [mln PLN]	0,6	0,0	0,6	1,6	1,0	0,1	0,7	0,0	0,6	0,1	0,7
marża	37,5%	6,2%	36,6%	31,6%	39,8%	12,8%	35,3%	4,5%	33,2%	27,4%	35,0%
POZOSTAŁE											
Przychody [mln PLN]	2,0	1,0	1,2	-4,1	1,0	0,6	0,9	0,8	0,6	0,9	0,6
Wynik segmentu [mln PLN]	0,0	0,0	1,3	-1,3	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
marża	0,2%	1,6%	111,5%	31,7%	7,9%	6,7%	18,3%	-	6,1%	4,9%	5,1%
DETAL											
Przychody [mln PLN]	13,1	19,8	18,9	24,3	17,5	23,8	23,8	29,7	23,6	32,0	29,7
Powierzchnia handlowa na koniec okresu [tys. mkw]	6,8	6,7	6,6	7,1	7,4	7,7	7,9	8,3	8,5	8,9	9,3
Przychód jedn. [tys. PLN/mkw]	1,9	2,9	2,8	3,6	2,4	3,1	3,1	3,7	2,8	3,7	3,3
Koszty bezpośrednie [mln PLN]	13,9	17,2	17,3	20,3	17,5	19,6	20,6	23,4	21,4	24,3	24,8
Koszt jedn. [tys. PLN/mkw]	2,0	2,6	2,6	3,0	2,4	2,6	2,6	2,9	2,6	2,8	2,7
Wynik segmentu [mln PLN]	-0,8	2,6	1,6	4,0	0,0	4,1	3,3	6,3	2,2	7,7	4,9
marża jedn. [tys. PLN/mkw]	-0,1	0,4	0,2	0,6	0,0	0,5	0,4	0,8	0,3	0,9	0,5
marża [%]	-	13,1%	8,6%	16,6%	-	17,4%	13,6%	21,3%	9,3%	24,1%	16,6%
Liczba sklepów	71	70	69	72	74	76	78	81	83	86	90
Powierzchnia na koniec okresu [tys. mkw]	6,8	6,7	6,6	7,1	7,4	7,7	7,9	8,3	8,5	8,9	9,3
śr. wielkość sklepu [mkw]	95,7	95,7	95,7	98,6	100,0	101,3	101,3	102,2	102,4	103,7	103,7
Przychód/sklep [tys. PLN]	184,3	283,5	274,3	338,0	236,0	312,9	305,6	366,4	284,5	372,2	330,4

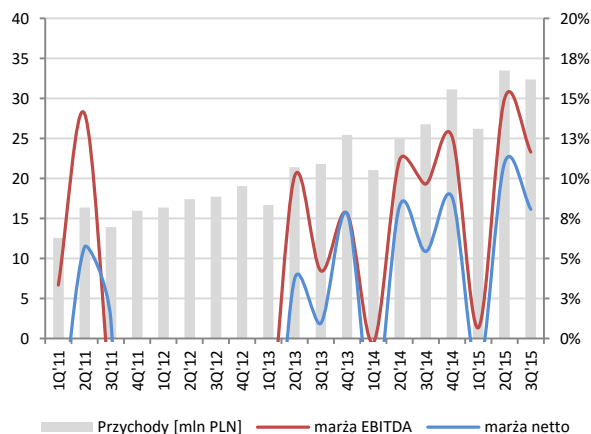
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



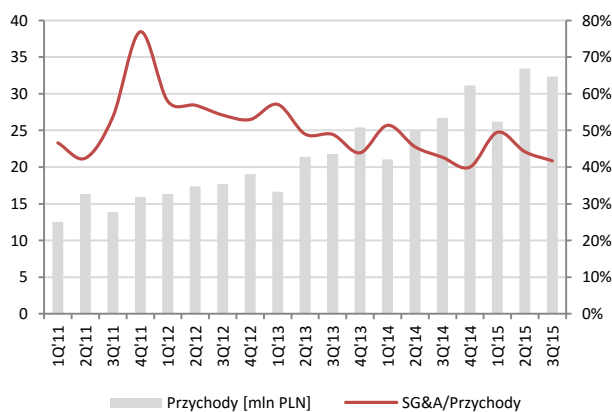
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marże EBITDA i netto



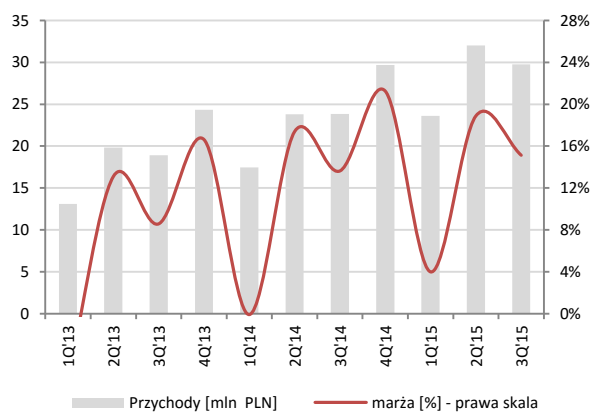
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody [mln PLN]



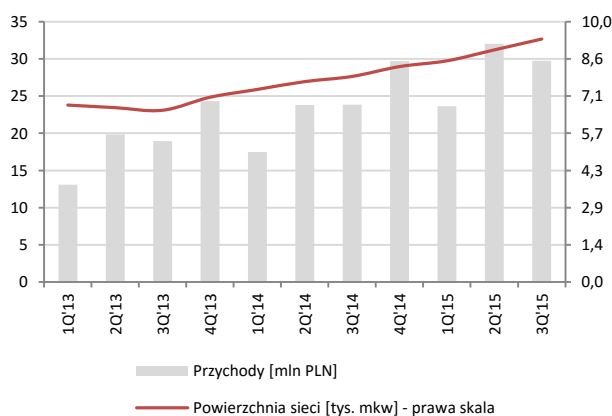
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność segmentu detalicznego



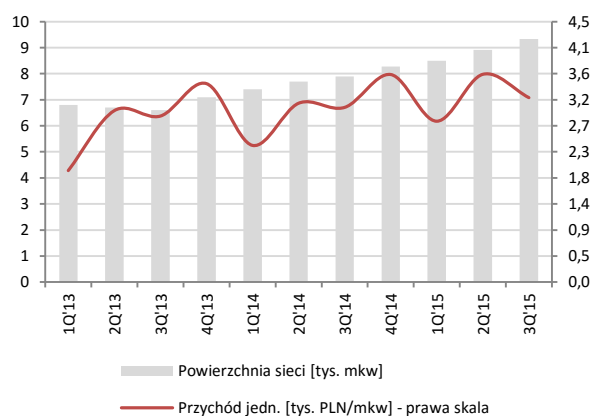
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody a rozwój sieci



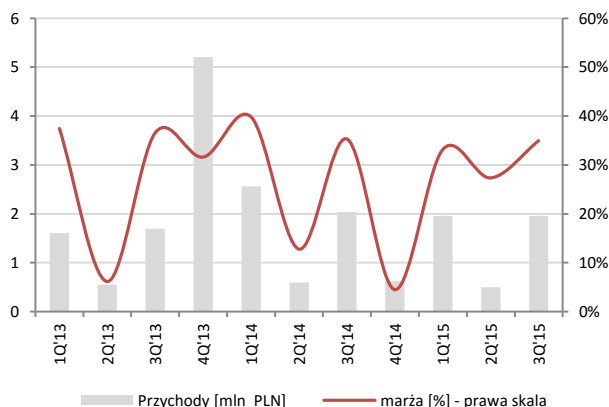
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Efektywność sprzedaży



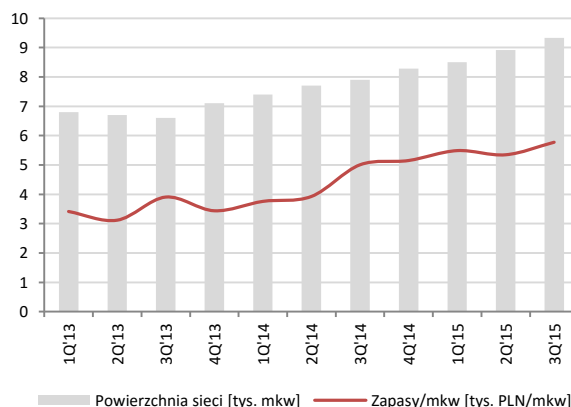
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki segmentu hurtowego



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Zapasy na mkw.



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki spółek odzieżowych w 3Q'15

Wyniki Bytomia w 3Q'15 były zdecydowanie lepsze r/r. Przychody ze sprzedaży wzrosły do 32,3 mln PLN (+20,9% r/r). Jednocześnie spółka kontynuowała poprawę marży brutto (do 52,0% z 49,9% przed rokiem). Znaczna poprawa była zauważalna na poziomie EBITDA, która wyniosła 4,0 mln PLN (podtrzymanie wpływu renegotjacji stawek najmu), a jednostkowy wynik netto był bliski 2,9 mln PLN. W naszej opinii tak dobre wyniki były efektem nie tylko rozbudowy sieci, ale także poprawy jej efektywności i dobrym przyjęciem kolekcji spółki. Duża poprawa wyników jest zauważalna także w przypadku Vistuli. Skonsolidowane przychody grupy wzrosły o 18% r/r do poziomu 118,8 mln PLN, a wynik brutto ze sprzedaży podniósł się do 63,0 mln PLN (podwyższenie marży o 0,5 p.p. r/r). Na poziomie operacyjnym grupa odnotowała wzrost do 6,7 mln PLN. Zysk netto wyniósł 3,1 mln PLN (vs 0,1 mln PLN w 3Q'14). Zwracamy uwagę, że najprawdopodobniej nie dojdzie do wydzielenia jubilerskiej części grupy, co było do niedawna w planach zarządu grupy. Do udanych minionego kwartału nie zaliczą natomiast potentaci branży – CCC i LPP. Gigant obuwniczy zwiększył obroty jedynie o 8,1% r/r (do 512,4 mln PLN), co jest znacznie poniżej tempa przyrostu powierzchni handlowej (zarząd również ocenia, że dynamika przychodów była poniżej oczekiwań). Równocześnie erozja marży wywołana aprecjacją USD nie była już tak duża jak w poprzednich kwartałach i wyniosła 2,1 p.p. r/r (rentowność rzędu 52,8%). Spółka starała się kontrolować koszty SG&A (spadek w przeliczeniu na mkw o 1,3% r/r), jednak pozwoliło to na wygenerowanie 37,3 mln PLN EBITDA oraz 33,8 mln PLN zysku netto (efekt wykazanych korzyści podatkowych). Pozytywnie natomiast odbieramy przepływy operacyjne, które w minionym kwartale wyniosły 16,0 mln PLN (przede wszystkim jest to efekt obniżenia poziomu zapasów) względem -11,7 mln PLN przed rokiem. Na konferencji wynikowej władze grupy wskazywały, że prawdopodobnie nie uda im się zrealizować pierwotnej prognozy zysku brutto, który miał się mieścić w przedziale 280-300 mln PLN. Znacznie gorzej w naszej ocenie prezentuje się sytuacja LPP. Raportowane obroty były miesięczne były bardzo słabe, co potwierdza odczyt z września, w którym dynamika zamknęła się na lekkim minusie (w tym czasie powierzchnia sklepów wzrosła o ponad 22%!). Pod dużą presją cały czas pozostawała marża brutto (spadek o ponad 4 p.p. r/r), co naszym zdaniem jest pokłosiem kilku czynników (kurs USD/PLN, przecenę wprowadzane przez grupę Inditex, „podgryzanie” wyników przez sieci dyskontowe, rozwój e-commerce). Dzięki mocnemu obniżeniu kosztów okołosklepowych grupie udało się wypracować 162,6 mln PLN EBITDA, co implikuje jednak spadek o 12,1% r/r, oraz 79,7 mln PLN wyniku netto. W przypadku Redanu wyniki finansowe można uznać za negatywne. Przychody ze sprzedaży wzrosły jedynie o ok. 3,8% r/r do 131,0 mln PLN, z czego blisko 76,6 mln PLN wypracował segment dyskontowy (sieć TextilMarket). Marża brutto obniżyła się do 40,6%, co wynikało z obniżenia rentowności segmentu dyskontowego (-0,9 p.p. r/r). Spowodowało to wygenerowanie jedynie 2,5 mln PLN zysku EBITDA. Ostatecznie strata netto była bliska 1,2 mln PLN (-0,1 w 3Q'14). Słabiej zaprezentował się również cash flow operacyjny, który był bliski -3,5 mln PLN (vs 4,2 mln PLN rok wcześniej). Do nieudanych 3Q'15 z pewnością zaliczyć Gino Rossi, które wykazało ubytek obrotów (65,5 mln PLN w 3Q'15, -3,6% r/r). Spółce udało się równocześnie poprawić marżę brutto, która wzrosła do 41,9% (+0,5 p.p. r/r). Wynik EBITDA spadł do 2,2 mln PLN (-42,4% r/r). Na poziomie netto Gino Rossi odnotowało blisko 0,2 mln PLN straty. Na dużym minusie znalazł się również poznański Solar. Spółka wypracowała niższe r/r przychody, rzędu 35,9 mln PLN. Znacznie niższa okazała się rentowność brutto, która spadła do 47,0% (-12,8 p.p. r/r). Dzięki obniżeniu kosztów stałych strata operacyjna wyniosła 1,2 mln PLN (vs 2,3 mln PLN zysku przed rokiem), natomiast na

poziomie netto zaraportowano 0,9 mln PLN straty. Na pocieszenie inwestorów dużo lepiej wypadł cash flow operacyjny. Również w przypadku Wojasa mieliśmy do czynienia z erozją obrotów, które obniżyły się do 48,0 mln PLN (-3,3% r/r). Jednocześnie pierwsza marża podniosła się do 45,3%. Niestety gorzej było w przypadku kosztów SG&A, które wzrosły 22,9 mln PLN i przełożyły się na jedynie 0,6 mln PLN EBITDA (-81% r/r). Stara netto była bliska 1,7 mln PLN. Przepływy operacyjne w 3Q'15 były nieznacznie słabsze niż przed rokiem.

Wyniki wybranych spółek z branży odzieżowej w 3Q'15

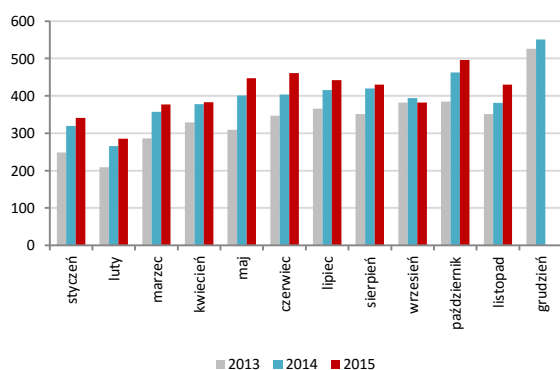
	Bytom			Vistula			Gino Rossi			Solar		
	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r
Przychody	26,7	32,3	20,9%	100,6	118,8	18,0%	67,9	65,5	-3,6%	38,0	35,9	-5,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	13,3	16,8	25,9%	52,9	63,0	19,1%	28,1	27,4	-2,6%	22,7	16,8	-25,9%
EBITDA	2,6	4,0	56,9%	6,5	9,7	49,4%	3,8	2,2	-42,4%	3,3	-0,2	-
EBIT	1,9	3,2	74,5%	3,7	6,7	78,7%	2,2	0,6	-73,5%	2,3	-1,2	-
Wynik netto	1,5	2,9	96,6%	0,1	3,1	2938,6%	0,3	-0,2	-	1,8	-0,9	-
marża brutto ze sprzedaży	49,9%	52,0%		52,5%	53,0%		41,4%	41,9%		59,8%	47,0%	
marża EBITDA	9,6%	12,5%		6,5%	8,2%		5,5%	3,3%		8,6%	-	
marża EBIT	7,0%	10,0%		3,7%	5,6%		3,2%	0,9%		5,9%	-	
marża netto	5,4%	8,8%		0,1%	2,6%		0,4%	-		4,7%	-	

	Wojas			Redan			LPP			CCC		
	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r
Przychody	49,7	48,0	-3,3%	126,2	131,0	3,8%	1 234,2	1 261,5	2,2%	474,0	512,4	8,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	21,8	21,8	0,0%	52,0	53,2	2,3%	699,6	663,2	-5,2%	260,4	270,7	3,9%
EBITDA	3,1	0,6	-81,2%	6,6	2,5	-61,4%	185,0	162,6	-12,1%	60,2	37,3	-38,2%
EBIT	1,5	-1,1	-	4,6	0,6	-87,5%	134,4	106,8	-20,5%	52,2	24,3	-53,4%
Wynik netto	0,8	-1,7	-	-0,1	-1,2	-	82,0	79,7	-2,8%	40,2	33,8	-15,9%
marża brutto ze sprzedaży	43,8%	45,3%		41,2%	40,6%		56,7%	52,6%		54,9%	52,8%	
marża EBITDA	6,2%	1,2%		5,2%	1,9%		15,0%	12,9%		12,7%	7,3%	
marża EBIT	3,1%	-		3,7%	0,4%		10,9%	8,5%		11,0%	4,7%	
marża netto	1,5%	-		-	-		6,6%	6,3%		8,5%	6,6%	

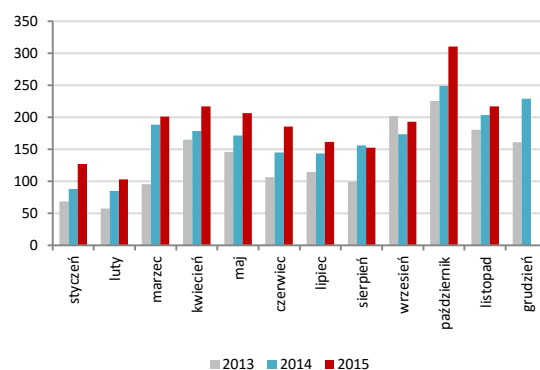
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki; * Wyniki Vistuli dla całej grupy

Przychody w ujęciu miesięcznym [mln PLN]

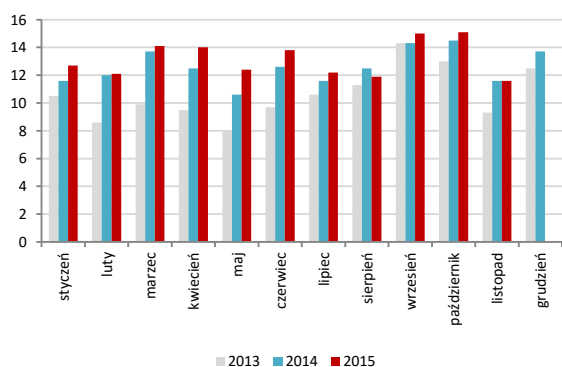
LPP



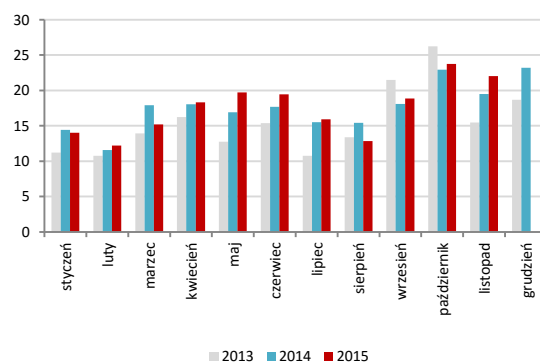
CCC



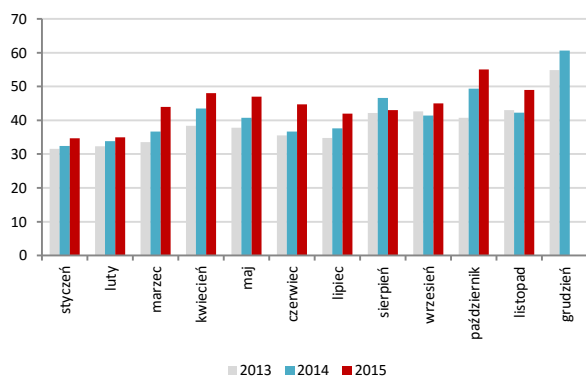
Gino Rossi



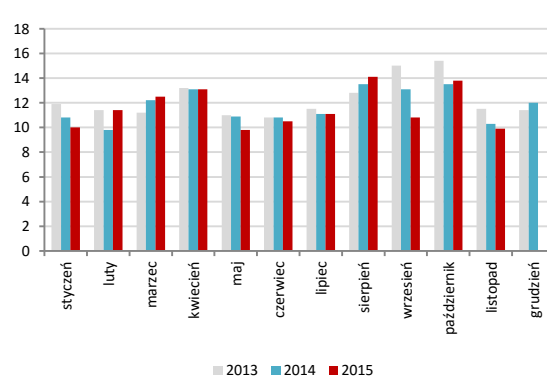
Wojas



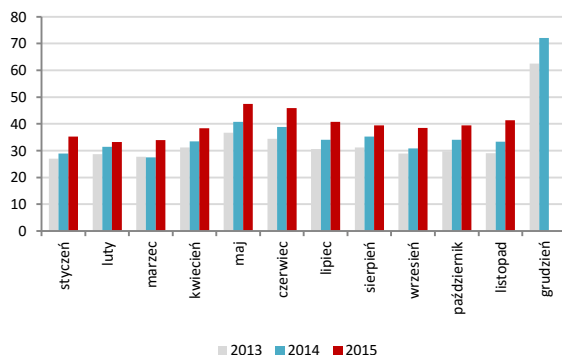
Redan



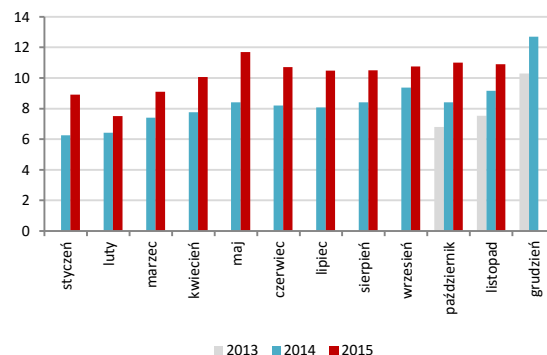
Solar



Vistula



Bytom*



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

PROGNOZA NA 4Q'15 I KOLEJNE OKRESY

Spodziewamy się, że w ujęciu przychodowym Bytom będzie kontynuował trend poprawy wyników w 4Q'15. Na podstawie dotychczasowych raportów bieżących oczekujemy, że spółka wypracuje 39,0 mln PLN przychodów ze sprzedaży, utrzymując jednocześnie marżę brutto ze sprzedaży na pułapie 53,7% (+0,1 p.p. r/r). Na poziomie EBITDA liczymy na wzrost wyniku do 5,9 mln PLN (w 4Q'14 Bytom odnotował 3,9 mln PLN zysku, głównie wpływ rozbudowy sieci detalicznej). Według naszych założeń 4Q'15 może się zamknąć z 5,0 mln PLN zysku netto (rok wcześniej był bliski 2,7 mln PLN). W ujęciu całorocznym oczekujemy, że spółka poprawi wyniki finansowe. Rozbudowa sieci sklepów powinna pozwolić na wzrost przychodów do 131,0 mln PLN. Jednocześnie zakładamy, że marża brutto wyniesie 53,0% (+1,5 p.p. r/r). Tym samym pozwoli to na wzrost wyniku operacyjnego do 14,7 mln PLN (+129% r/r). w przypadku realizacji naszych założeń zysk netto będzie bliski 13,7 mln PLN (efektywna stopa podatkowa w wys. 0%).

W segmencie detalicznym Bytom kontynuował rozbudowę sieci sklepów, co ewidentnie miało duże przełożenie na wzrost realizowanych obrotów. Spodziewamy się, że w 4Q'15 spółka uruchomi 7 placówek (łącznie 97), co będzie oznaczało wzrost powierzchni handlowej do 10,3 tys. mkw. W '16 zakładamy, że grupa otworzy kolejnych 8 sklepów, zwiększając jednocześnie wielkość powierzchni do 11,5 tys. mkw. (docelowo ma wynosić nieco ponad 12 tys. mkw.). Estymujemy, że tegoroczny przychód z mkw. zwiększy się do ok. 1100 PLN, natomiast w '16 do 1160 PLN/mkw. W przyszłym roku w większej mierze powinna być widoczna obniżka stawek najmu (w ok. 25 lokalizacjach), kompensowana jednocześnie wzrostem płać dla sprzedawców. Tym samym oczekujemy, że rentowność segmentu zwiększy się do 21,1% (vs 19,1% w '15) przy jednoczesnym wypracowaniu 151 mln PLN obrotów (w '15 ok. 123,2 mln PLN).

W kolejnych latach oczekujemy ograniczenia rozbudowy sieci i skupienia się na jej efektywności. W długim terminie spodziewamy się utrzymania rentowności brutto w okolicach 53-54% oraz marży EBITDA na poziomie ok. 15%. Zakładamy także 1,0% wzrost przychodu jednostkowego w następnych okresach. Przyjmujemy również, że w następnych latach Bytom będzie w stanie wprowadzić stałą politykę dywidendy – naszym zdaniem nastąpi to jednak nie wcześniej niż w 2017 roku, kiedy to zakończony powinien zostać rozwój sieci.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody	21,0	25,0	26,7	31,1	26,2	33,4	32,3	39,0	32,7	41,5	39,1	45,8	85,3	103,9	131,0	159,2	172,5
Wynik brutto ze sprzedaży	9,9	13,6	13,3	16,7	13,0	18,7	16,8	21,0	16,8	23,1	20,9	24,7	43,2	53,5	69,5	85,5	93,3
EBITDA	-0,1	2,8	2,6	3,9	1,2	6,6	4,0	5,9	3,0	8,0	5,9	7,6	4,1	9,2	17,8	24,5	27,5
EBIT	-0,7	2,1	1,9	3,2	0,4	5,8	3,2	5,1	2,1	7,2	5,0	6,7	1,3	6,4	14,7	21,0	23,8
Saldo finansowe	-0,2	-0,2	-0,4	-0,6	0,3	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-1,0	-1,4	-1,0	-1,1	-0,7
Wynik netto	-0,9	2,1	1,5	2,7	0,5	5,3	2,9	5,0	1,3	5,6	3,9	5,3	1,0	5,3	13,7	16,1	18,7
marża brutto	47,2%	54,4%	49,9%	53,6%	49,5%	56,0%	52,0%	53,7%	51,3%	55,7%	53,3%	53,9%	50,7%	51,5%	53,0%	53,7%	54,1%
marża EBITDA	-0,3%	11,1%	9,6%	12,6%	4,6%	19,8%	12,5%	15,2%	9,1%	19,4%	15,1%	16,7%	4,8%	8,9%	13,6%	15,4%	15,9%
marża EBIT	-3,4%	8,2%	7,0%	10,2%	1,7%	17,5%	10,0%	13,1%	6,4%	17,2%	12,8%	14,7%	1,5%	6,2%	11,2%	13,2%	13,8%
marża netto	-4,5%	8,3%	5,4%	8,8%	1,9%	15,8%	8,8%	12,8%	4,1%	13,5%	9,9%	11,5%	1,2%	5,1%	10,4%	10,1%	10,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy finansowe wg segmentów w '15

SPRZEDAŻ DETALICZNA	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody ze sprzedaży	17,5	23,8	23,8	29,7	23,6	32,0	29,7	37,9	30,1	40,1	36,6	44,6	76,2	94,8	123,2	151,4	164,7
Koszty operacyjne (bezp.)	17,5	19,6	20,6	23,4	21,4	24,3	24,8	29,2	25,9	30,2	29,4	33,8	68,7	81,1	99,7	119,4	128,8
WYNIK SEGMENTU	0,0	4,1	3,3	6,3	2,2	7,7	4,9	8,6	4,2	9,9	7,2	10,8	7,4	13,7	23,5	32,0	35,8
marża segmentu	-0,1%	17,4%	13,6%	21,3%	9,3%	24,1%	16,6%	22,8%	13,9%	24,7%	19,6%	24,2%	9,8%	14,4%	19,1%	21,1%	21,7%
Powierzchnia EoP	7 400	7 700	7 900	8 278	8 499	8 919	9 336	10 326	10 526	10 766	11 126	11 486	7 100	8 278	10 326	11 486	12 006
Liczba sklepów	74	76	78	81	83	86	90	97	97	99	102	105	72	81	97	105	109
Przychód z mkw.	2,4	3,1	3,1	3,7	2,8	3,7	3,3	3,9	2,9	3,8	3,3	3,9	10,7	12,3	13,2	13,9	14,0
SPRZEDAŻ HURTOWA																	
Przychody ze sprzedaży	2,6	0,6	2,0	0,6	2,0	0,5	2,0	0,6	2,0	0,5	2,0	0,6	9,1	5,8	5,0	5,0	5,0
Koszty operacyjne (bezp.)	1,5	0,5	1,3	0,6	1,3	0,4	1,3	0,6	1,3	0,4	1,3	0,6	6,2	4,0	3,5	3,5	3,5
WYNIK SEGMENTU	1,0	0,1	0,7	0,0	0,6	0,1	0,7	0,0	0,6	0,1	0,7	0,0	2,9	1,8	1,5	1,5	1,5
marża segmentu	39,8%	12,8%	35,3%	4,5%	33,2%	27,4%	35,0%	4,5%	33,2%	27,4%	35,0%	4,5%	32,0%	31,7%	29,9%	29,9%	29,9%
POZOSTAŁE																	
Przychody ze sprzedaży	1,0	0,6	0,9	0,8	0,6	0,9	0,6	0,6	0,6	0,9	0,6	0,6	0,0	3,3	2,8	2,8	2,8
Koszty operacyjne (bezp.)	0,9	0,6	0,7	0,8	0,6	0,9	0,6	0,6	0,6	0,9	0,6	0,6	0,0	3,0	2,7	2,7	2,7
WYNIK SEGMENTU	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1
marża segmentu	7,9%	6,7%	18,3%	-3,6%	6,1%	4,9%	5,1%	-3,6%	6,1%	4,9%	5,1%	-3,6%	-	7,6%	3,4%	3,4%	3,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy na lata 2015-2025

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody [mln PLN]	103,9	131,0	159,2	172,5	180,6	185,2	187,0	188,8	190,7	192,5	194,4	196,3
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	53,5	69,5	85,5	93,3	97,8	100,2	101,1	102,1	103,1	104,1	105,1	106,2
EBITDA [mln PLN]	9,2	17,8	24,5	27,5	28,8	29,4	29,6	29,8	30,1	30,3	30,6	30,8
EBIT [mln PLN]	6,4	14,7	21,0	23,8	25,2	25,9	26,1	26,3	26,6	26,8	27,1	27,3
Wynik netto [mln PLN]	5,3	13,7	16,1	18,7	20,1	20,8	20,9	21,1	21,3	21,5	21,7	21,9
marża brutto ze sprzedaży	51,5%	53,0%	53,7%	54,1%	54,1%	54,1%	54,1%	54,1%	54,1%	54,1%	54,1%	54,1%
marża EBITDA	8,9%	13,6%	15,4%	15,9%	15,9%	15,9%	15,8%	15,8%	15,8%	15,7%	15,7%	15,7%
marża EBIT	6,2%	11,2%	13,2%	13,8%	14,0%	14,0%	14,0%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
marża netto	5,1%	10,4%	10,1%	10,9%	11,1%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Segment detaliczny	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody [mln PLN]	94,8	123,2	151,4	164,7	172,7	177,3	179,0	180,8	182,6	184,5	186,3	188,2
Powierzchnia handlowa [tys. mkw]	8,3	10,3	11,5	12,0	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Przychód jedn. [tys. PLN/m2]	12,3	13,2	13,9	14,0	14,2	14,3	14,4	14,6	14,7	14,9	15,0	15,2
Koszty bezpośrednie [mln PLN]	81,1	99,7	119,4	128,8	134,9	138,4	139,9	141,3	142,7	144,2	145,6	147,1
Koszt jedn. [tys. PLN/mkw]	10,5	10,7	10,9	11,0	11,1	11,2	11,3	11,4	11,5	11,6	11,7	11,9
Wynik segmentu [mln PLN]	13,7	23,5	32,0	35,8	37,8	38,9	39,2	39,5	39,9	40,3	40,7	41,1
marża jedn. [tys. PLN/mkw]	1,8	2,5	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3
marża [%]	14,4%	19,1%	21,1%	21,7%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,8%	21,8%	21,8%
Liczba sklepów	81	97	105	109	112	112	112	112	112	112	112	112
Powierzchnia [tys. mkw]	8,3	10,3	11,5	12,0	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
śr. wielkość sklepu [mkw]	102,2	106,5	109,4	110,1	110,7	110,7	110,7	110,7	110,7	110,7	110,7	110,7
Przychód/sklep [mln PLN]	1,28	1,35	1,52	1,58	1,61	1,65	1,67	1,69	1,70	1,72	1,74	1,75
Pozostałe	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody [mln PLN]	9,1	7,8	7,8	7,8	7,9	7,9	8,0	8,0	8,0	8,1	8,1	8,2
Wynik segmentów [mln PLN]	2,1	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
marża [%]	23,0%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%
Kurs EoP EUR/PLN	4,1179	4,2527	4,3230	4,3230	4,3230	4,3230	4,3230	4,3230	4,3230	4,3230	4,3230	4,3230
Kurs EoP USD/PLN	3,1375	3,9887	4,0102	3,9236	3,8389	3,7578	3,7578	3,7578	3,7578	3,7578	3,7578	3,7578

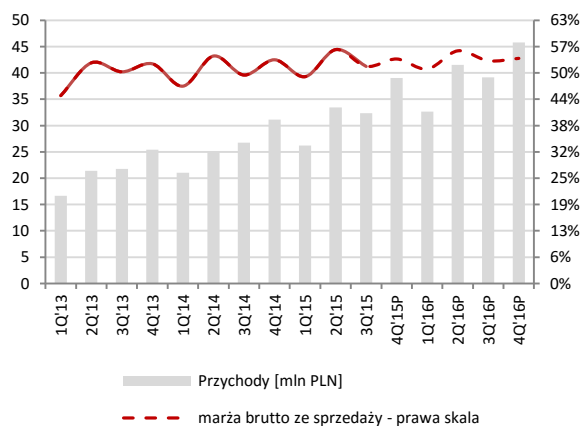
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Ekspozycja walutowa - wpływ na wynik EBIT w długim okresie

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Zmiana kursu	-10%	2,0	2,3	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9
	-5%	1,0	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
	0%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	+5%	-1,0	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
	+10%	-2,0	-2,3	-2,5	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9

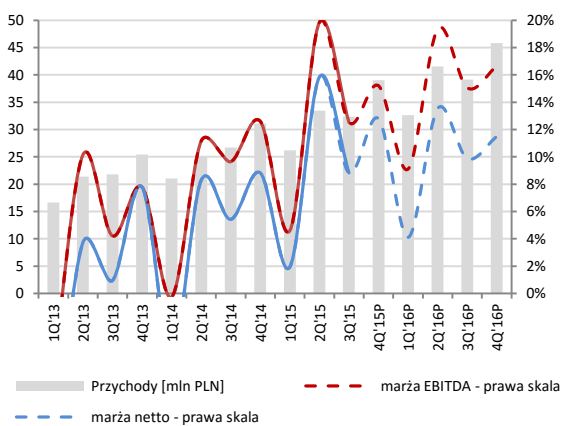
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody i rentowność brutto w ujęciu kwartalnym



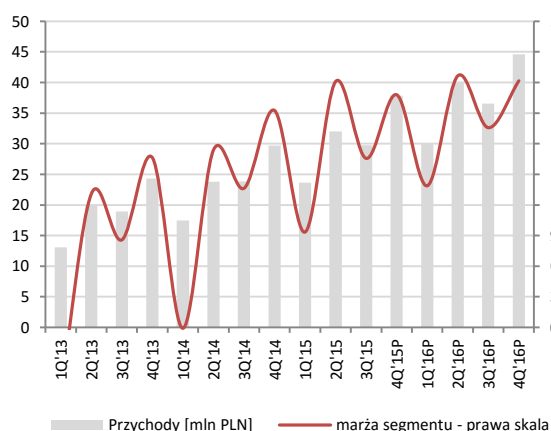
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu kwartalnym



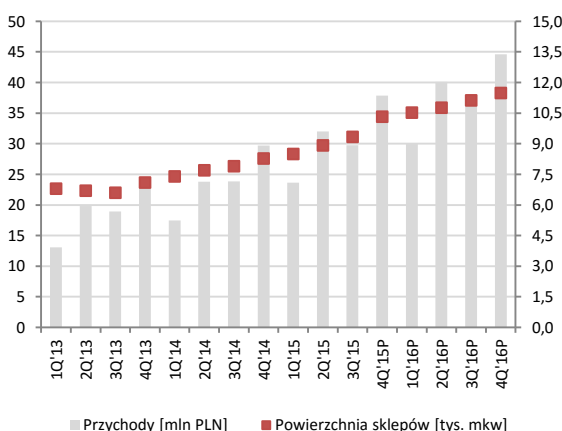
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza wyników segmentu detalicznego



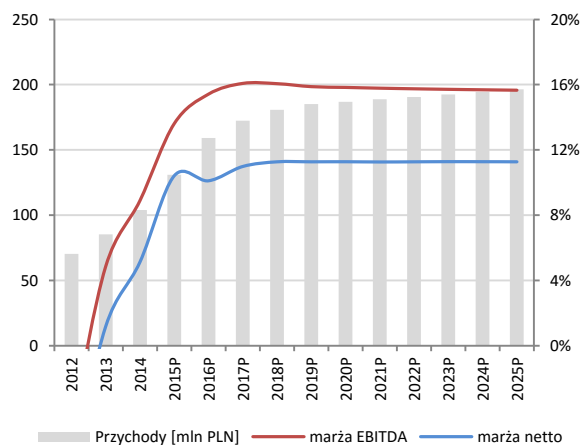
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój sieci sklepów



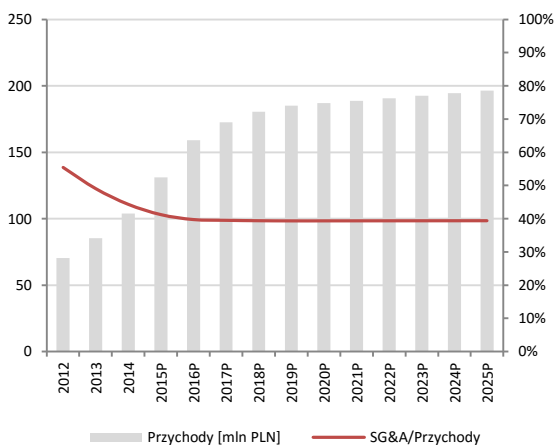
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w latach 2015-2024



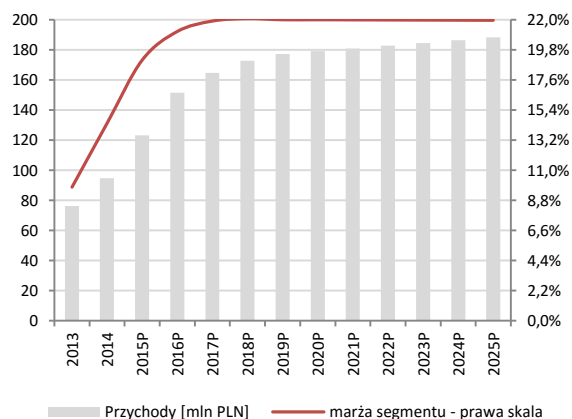
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty SG&A vs przychody



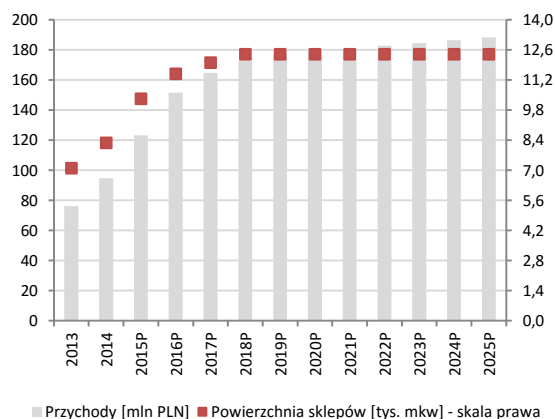
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża segmentu detalicznego



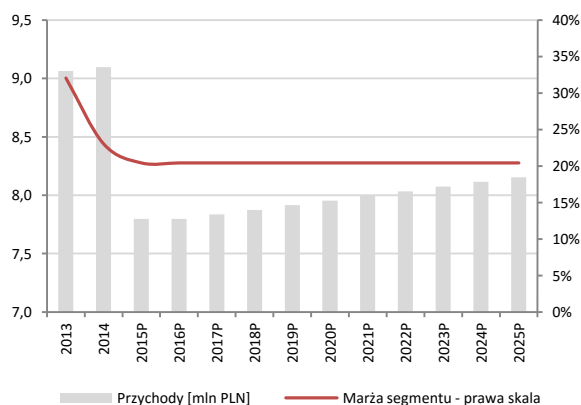
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i rozwój sieci



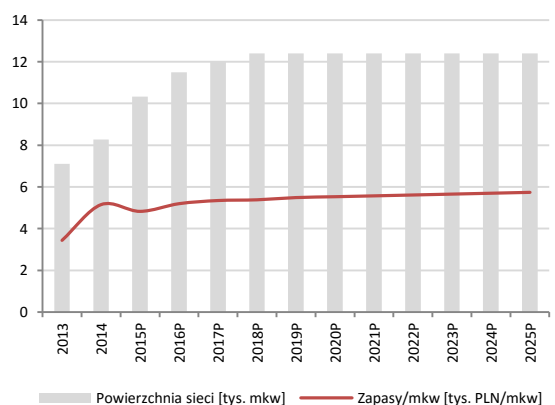
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki finansowe dla pozostałych segmentów



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na mkw [tys. PLN/mkw]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji z lipca '15 zrewidowaliśmy harmonogram otwarć nowych sklepów, zwiększając prognozowaną powierzchnię handlową z 9,9 tys. mkw. do 10,3 tys. mkw. w '15 oraz do 11,5 tys. mkw. w '16 (z 11,1 tys. mkw.). Zaktualizowaliśmy również kursy walutowe (spółka ma ekspozycję na EUR poprzez płacone czynsze i część zakupów towarów). W '15 oczekujemy 131,0 mln PLN przychodów (+2,4% wobec poprzedniego raportu), ok. 17,8 mln PLN EBITDA (+3,6%) i ok. 13,7 mln PLN zysku netto. Większa, niż wcześniej zakładaliśmy, liczba otwarć w '16 powinna pozwolić na osiągnięcie 159,2 mln PLN przychodów (+5,5%) oraz ok. 16,1 mln PLN wyniku netto (+26,8%).

Zmiany założeń w modelu względem raportu z lipca '15

	2015 stara	2015 nowa	zmiana	2016 stara	2016 nowa	zmiana	2017 stara	2017 nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	127,9	131,0	2,4%	150,8	159,2	5,5%	162,1	172,5	6,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	67,4	69,5	3,1%	80,7	85,5	5,9%	86,6	93,3	7,8%
EBITDA	17,2	17,8	3,6%	22,4	24,5	9,6%	24,7	27,5	11,2%
EBIT	14,2	14,7	3,3%	19,3	21,0	8,7%	21,6	23,8	10,4%
Wynik netto	13	13,7	5,1%	12,7	16,1	26,8%	17,2	18,7	9,0%
marża brutto	52,7%	53,0%		53,5%	53,7%		53,4%	54,1%	
marża EBITDA	13,4%	13,6%		14,9%	15,4%		15,2%	15,9%	
marża EBIT	11,1%	11,2%		12,8%	13,2%		13,3%	13,8%	
marża netto	10,2%	10,4%		8,4%	10,1%		10,6%	10,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PLAN MOTYWACYJNY

W styczniu 2014 roku uchwalono plan motywacyjny dla kadry menadżerskiej i kluczowych pracowników. Program obejmuje 3 następujące po sobie lata obrotowe, począwszy od roku 2014. Miał on polegać na możliwości obejmowania przez jego uczestników bezpłatnych warrantów subskrypcyjnych umożliwiających objęcie akcji serii O z wyłączeniem prawa poboru. Maksymalna liczba wyemitowanych warrantów może wynieść 2,7 mln szt., jednak nie mogą one być wykonane później niż 31 grudnia 2018 roku. Jednocześnie kapitał zakładowy Bytomia zostanie warunkowo podwyższony o kwotę nie większą niż 2,7 mln PLN. Akcje mają być wydawane niezwłocznie po ich opłaceniu. Każdy warrant upoważnia do objęcia 1 akcji po cenie emisyjnej 1 PLN.

Warunki nabycia uprawnień:

1. **Warunki lojalnościowe** – kluczowi pracownicy muszą być zatrudnieni w spółce od początku danego roku realizacji programu do dnia zatwierdzenia sprawozdania finansowego przez WZA
2. **Warunki jakościowe (finansowe):**
 - a. W pierwszym roku realizacji zysk netto wypracowany przez spółkę musi być nie niższy niż 4,4 mln PLN (+/- 10%).
 - b. W drugim roku realizacji zysk netto musi przekroczyć 7,7 mln PLN (+/-10%).
 - c. W trzecim roku realizacji wynik netto musi wynieść co najmniej 11,0 mln PLN (+/- 10%).

Warranty mają być przyznawane w 3 transzach, z czego:

1. W pierwszym roku może być przyznane nie więcej niż 907,8 tys. szt.
2. W drugim roku – różnica między 1 815,6 tys. szt. a liczbą warrantów wyemitowanych w pierwszym roku
3. W trzecim roku – różnica pomiędzy 2 723,4 tys. szt. a łączną liczbą warrantów wyemitowanych w pierwszym i drugim roku funkcjonowania programu.

Oznacza to, że w przypadku niespełnienia kryteriów w danym roku, pula przechodzi na kolejny rok funkcjonowania programu. Członkowie zarządu spółki są zawsze uczestnikami programu, a w razie zrealizowania jego założeń, mają prawo objęcia łącznie 1,8 mln szt. warrantów (na każdy rok przypada po 583,3 tys. szt.). Instrumenty są niezbywalne w drodze czynności prawnej, za wyjątkiem ich zbycia na rzecz spółki Bytom. Mogą natomiast podlegać dziedziczeniu. Każdy warrant upoważnia do objęcia 1 akcji po cenie emisyjnej 1 PLN.

Realizacja założeń programu motywacyjnego wg założeń DM BDM

	2014	2015P	2016P	Suma
W programie motywacyjnym	4,4	7,7	11,0	23,1
Prognoza DM BDM	5,3	13,7	16,1	35,1
<i>realizacja programu wg założeń BDM</i>	<i>121,0%</i>	<i>177,4%</i>	<i>146,4%</i>	<i>151,9%</i>

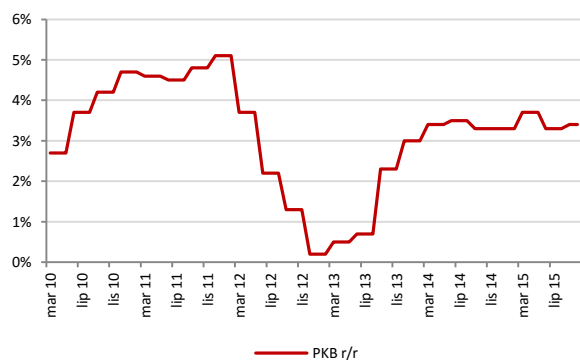
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W niedawnym wywiadzie prezes Wójcik wskazywał, że spółka będzie pracować nad nowym programem motywacyjnym. Na razie jednak nie są znane żadne szczegóły. Najprawdopodobniej informacje w tej sprawie będą przekazane w 1H'16.

OTOCZENIE RYNKOWE

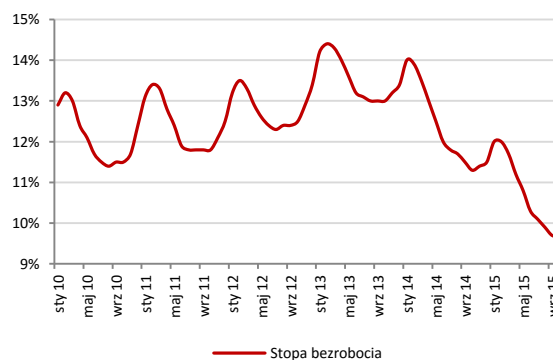
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost (we wrześniu wyniosła 0,8% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwanie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 12,7% r/r. Czynniki, które w następnych kwartałach powinny wspierać konsumpcję jest stabilny wzrost PKB (w październiku wzrost o 3,4%). Po kilku miesiącach spadku deflacji, we wrześniu odnotowano stopę na poziomie -0,7% (co oznacza obniżenie o 0,1 p.p. względem odczytu za sierpień). Spodziewamy się, że presja na ceny może się utrzymywać co najmniej do końca '15. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach spada i wynosi obecnie 9,7% (odczyt za październik; bez zmian m/m).

PKB



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

Stopa bezrobocia



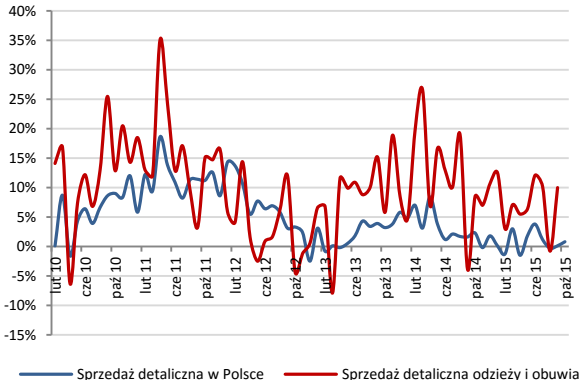
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



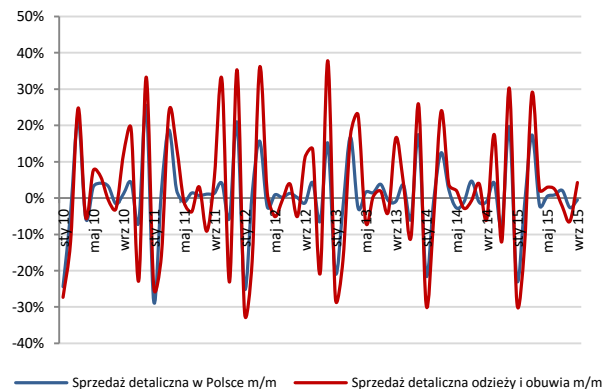
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



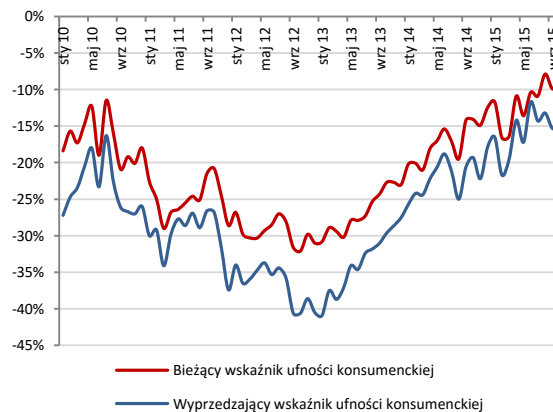
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



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

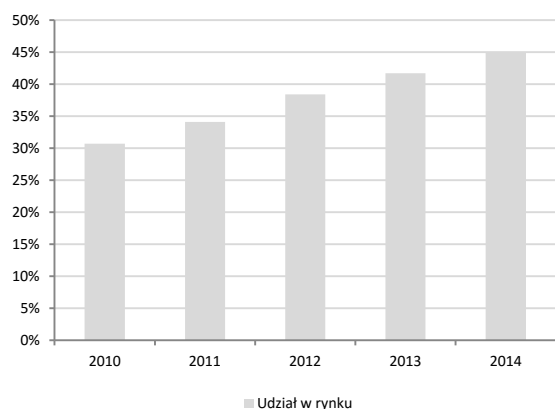
Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



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

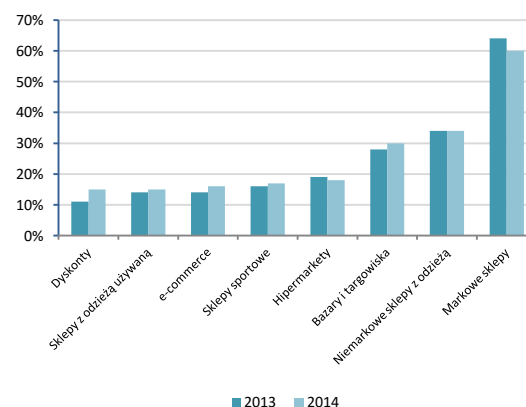
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w '14 był wart ok. 23,0 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 3,6% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. W ostatnich latach zauważalne jest zjawisko „racjonalizacji” wydatków przez klientów, którzy coraz częściej kupują w sklepach internetowych lub centrach outletowych. W branży zauważalna jest tendencja konsolidacji – jeszcze w 2010 roku dziesięciu największych detalistów odpowiadało za ok. 31% sprzedaży na rynku, natomiast w 2014 ich udział zwiększył się do 44,9%. Mniejsze sieci skupiały się natomiast na optymalizacji, co objawiało się selektywnymi otwarciami, zamykaniem nierentownych sklepów oraz remontowaniu starszych placówek. Bardzo dobrze radziły sobie natomiast sieci dyskontowe, które rozwijały się ilościowo i wartościowo (według danych PMR obroty w dyskontach zwiększyły się o 17% względem 12% wzrostu wielkości sieci).

Udział 10 największych detalistów w rynku odzieżowym



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

Miejsce zakupu odzieży w Polsce w '14



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

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Aktywa trwałe	17,0	14,0	14,9	14,3	15,0	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,9	13,9
Wartości niematerialne i prawne	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Rzeczowe aktywa trwałe	11,3	11,2	12,3	12,7	12,4	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,4
Pozostałe aktywa trwałe	5,4	2,6	2,2	1,2	2,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Aktywa obrotowe	31,8	52,4	66,3	80,6	88,0	91,6	93,4	92,3	91,2	90,2	89,2	89,6	90,0
Zapasy	24,4	42,6	49,9	59,7	64,2	66,8	68,2	68,7	69,2	69,7	70,2	70,7	71,3
Należności z tyt. dostaw i usług	4,5	7,8	9,2	10,8	11,5	12,0	12,2	12,3	12,4	12,5	12,6	12,7	12,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2,2	1,2	6,8	9,8	11,9	12,5	12,7	11,0	9,3	7,7	6,0	5,8	5,6
Pozostałe aktywa obrotowe	0,7	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Aktywa razem	48,8	66,4	81,1	94,9	102,9	105,4	107,2	106,1	105,0	104,0	103,0	103,5	103,9
Kapitał (fundusz) własny	20,8	26,4	40,2	57,2	66,2	71,3	74,0	74,2	74,3	74,6	74,8	75,0	75,2
Zobowiązania długoterminowe	0,4	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Zobowiązania krótkoterminowe	26,1	38,8	40,3	37,1	36,0	33,4	32,5	31,3	30,0	28,8	27,6	27,8	28,1
Zobowiązania handlowe	25,5	31,8	20,4	21,7	23,5	24,6	25,2	25,5	25,7	26,0	26,2	26,5	26,7
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	0,6	7,0	19,9	15,4	12,5	8,8	7,3	5,8	4,3	2,9	1,4	1,4	1,4
Pozostałe	1,4	0,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pasywa razem	48,8	66,4	81,1	94,9	102,9	105,4	107,2	106,1	105,0	104,0	103,0	103,5	103,9
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody netto ze sprzedaży	85,3	103,9	131,0	159,2	172,5	180,6	185,2	187,0	188,8	190,7	192,5	194,4	196,3
Koszty produktów, towarów i materiałów	42,1	50,3	61,5	73,7	79,1	82,8	85,0	85,9	86,7	87,6	88,4	89,3	90,1
Zysk brutto ze sprzedaży	43,2	53,5	69,5	85,5	93,3	97,8	100,2	101,1	102,1	103,1	104,1	105,1	106,2
Koszty sprzedaży	35,9	41,3	48,9	57,6	62,0	64,7	66,3	67,0	67,6	68,3	69,0	69,7	70,4
Koszty zarządu	5,9	4,7	5,1	5,7	6,2	6,5	6,6	6,7	6,7	6,8	6,9	6,9	7,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,1	-1,1	-0,8	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5
EBITDA	4,1	9,2	17,8	24,5	27,5	28,8	29,4	29,6	29,8	30,1	30,3	30,6	30,8
EBIT	1,3	6,4	14,7	21,0	23,8	25,2	25,9	26,1	26,3	26,6	26,8	27,1	27,3
Saldo działalności finansowej	-1,0	-1,4	-1,0	-1,1	-0,7	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Zysk (strata) brutto	0,3	5,0	13,6	19,9	23,1	24,8	25,6	25,8	26,0	26,3	26,6	26,8	27,1
Zysk (strata) netto	1,0	5,3	13,7	16,1	18,7	20,1	20,8	20,9	21,1	21,3	21,5	21,7	21,9
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	4,8	-2,3	12,2	10,6	18,6	23,1	23,6	24,3	24,5	24,7	24,9	25,1	25,1
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	3,3	0,2	-3,0	-4,0	-3,3	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-6,6	1,1	-3,5	-3,6	-13,2	-19,1	-19,9	-22,5	-22,7	-22,8	-23,0	-21,8	-21,7
Przepływy pieniężne netto	1,4	-1,0	5,6	3,0	2,1	0,5	0,2	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-0,2	-0,2
Środki pieniężne na początek okresu	0,8	2,2	1,2	6,8	9,8	11,9	12,5	12,7	11,0	9,3	7,7	6,0	5,8
Środki pieniężne na koniec okresu	2,2	1,2	6,8	9,8	11,9	12,5	12,7	11,0	9,3	7,7	6,0	5,8	5,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody zmiana r/r	3,9%	1,7%	26,1%	21,5%	8,4%	4,7%	2,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	-1,6%	-49,8%	93,2%	37,7%	11,9%	4,7%	2,3%	0,5%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
EBIT zmiana r/r	-	397,9%	129,4%	43,0%	13,7%	5,8%	2,7%	0,6%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Zysk netto zmiana r/r	-	433,6%	156,5%	17,9%	16,4%	7,2%	3,3%	0,7%	0,9%	1,1%	1,1%	1,0%	0,9%
Marża brutto na sprzedaży	50,7%	51,5%	53,0%	53,7%	54,1%	54,1%	54,1%	54,1%	54,1%	54,1%	54,1%	54,1%	54,1%
Marża EBITDA	4,8%	8,9%	13,6%	15,4%	15,9%	15,9%	15,9%	15,8%	15,8%	15,8%	15,7%	15,7%	15,7%
Marża EBIT	1,5%	6,2%	11,2%	13,2%	13,8%	14,0%	14,0%	14,0%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
Marża brutto	0,4%	4,8%	10,4%	12,5%	13,4%	13,7%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Marża netto	1,2%	5,1%	10,4%	10,1%	10,9%	11,1%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
ROE	4,8%	20,2%	34,0%	28,2%	28,3%	28,2%	28,0%	28,2%	28,3%	28,6%	28,8%	29,0%	29,2%
ROA	2,0%	8,0%	16,8%	17,0%	18,2%	19,1%	19,4%	19,7%	20,1%	20,5%	20,9%	21,0%	21,1%
Dług	0,7	5,4	18,6	14,0	11,2	7,5	6,0	4,5	3,0	1,5	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	3,1%	17,1%	31,6%	19,7%	14,4%	9,5%	7,5%	5,7%	3,9%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	3,2%	20,6%	46,3%	24,5%	16,9%	10,4%	8,1%	6,0%	4,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	76,2%	22,9%	7,0%	5,6%	3,6%	2,4%	1,9%	1,9%	1,8%	1,6%	1,3%	1,2%	1,2%
Dług / Kapitał własny	3,2%	20,6%	46,3%	24,5%	16,9%	10,4%	8,1%	6,0%	4,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-1,5	4,2	11,8	4,2	-0,8	-5,0	-6,8	-6,5	-6,4	-6,2	-6,0	-5,8	-5,6
Dług netto / Kapitał własny	-7,4%	16,0%	29,3%	7,4%	-1,1%	-7,1%	-9,1%	-8,8%	-8,6%	-8,3%	-8,1%	-7,8%	-7,5%
Dług netto / EBITDA	-37,3%	45,9%	65,9%	17,2%	-2,8%	-17,5%	-23,0%	-22,1%	-21,3%	-20,6%	-19,9%	-19,1%	-18,3%
Dług netto / EBIT	-120,0%	66,3%	80,1%	20,1%	-3,2%	-20,0%	-26,1%	-25,1%	-24,1%	-23,3%	-22,5%	-21,6%	-20,6%
EV	224,1	229,9	237,4	229,8	224,9	220,6	218,8	219,1	219,3	219,4	219,6	219,8	220,0
Dług / EV	0,3%	2,4%	7,8%	6,1%	5,0%	3,4%	2,7%	2,0%	1,4%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,4%	2,7%	2,6%	2,5%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	100,6%	98,2%	107,3%	111,6%	90,5%	96,7%	99,4%	99,9%	100,3%	100,5%	100,7%	100,8%	100,9%
Amortyzacja / Przychody	3,3%	2,7%	2,4%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Zmiana KO / Przychody	2,8%	-13,1%	-15,4%	-6,3%	-2,0%	-1,1%	-0,5%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	15,9%	-73,2%	-74,2%	-35,8%	-25,8%	-24,1%	-20,9%	-20,1%	-20,0%	-19,9%	-19,8%	-19,7%	-19,6%
Wskaźniki rynkowe*	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
MC/S	2,6	2,2	1,7	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
P/E	226,1	42,4	16,5	14,0	12,0	11,2	10,9	10,8	10,7	10,6	10,5	10,4	10,3
P/BV	10,8	8,5	5,6	3,9	3,4	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
P/CE	70,2	34,6	11,0	8,7	7,4	6,9	6,7	7,1	7,4	7,8	8,2	8,2	8,2
EV/EBITDA	54,3	24,9	13,3	9,4	8,2	7,7	7,4	7,4	7,4	7,3	7,2	7,2	7,1
EV/EBIT	174,5	36,0	16,2	11,0	9,4	8,7	8,4	8,4	8,3	8,3	8,2	8,1	8,1
EV/S	2,6	2,2	1,8	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
BVPS	0,3	0,4	0,5	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EPS	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
CEPS	0,0	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	9,7	15,0	18,1	20,8	20,9	21,1	21,3	21,5	21,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13	0,20	0,24	0,28	0,28	0,28	0,29	0,29	0,29
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	6,6%	8,0%	9,2%	9,3%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	60,0%	80,0%	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 3,05 PLN; *wskaźniki rynkowe liczone dla 74,0 mln szt. akcji.

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: brymora@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec

Makler Papierów Wartościowych
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
Redukuj	2,77	Redukuj	2,70	18.12.2015	3,05	45 684
Redukuj	2,70	Akumuluj	2,45	23.07.2015	3,04	51 842
Akumuluj	2,45	---	---	28.04.2015	2,14	56 960

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'15:

Kupuj	6	29%
Akumuluj	4	19%
Trzymaj	6	29%
Redukuj	4	19%
Sprzedaj	1	5%

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 18.12.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.12.2015 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 sfornulowane w raporcie 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 18.12.2015 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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.