



Dom Maklerski BDM S.A.

## BYTOM

### RAPORT ANALITYCZNY

Akcje Bytomia były jedną z lepszych propozycji inwestycyjnych z branży odzieżowej od początku roku, co naszym zdaniem było efektem planowanego ogłoszenia założeń zaktualizowanej strategii. Uważamy jednak, że jej główne tezy mogą być ciężkie do zrealizowania w najbliższym okresie. Przede wszystkim nie dostrzegamy pola do znacznego podnoszenia cen oraz poprawy pierwszej marży. Konkurencja cenowa oraz walka o klienta mocno się zaostrzyły, a do rywalizacji między Vistulą a Bytomiem dołączyły mniejsze podmioty takie jak Lavard czy Lancerto. Warto także zwrócić uwagę, że Vistula w części modowej od kilku lat generuje marże w przedziale 53-54%. Pierwsze oznaki wyhamowania poprawy marży były widoczne już w 4Q'15, a raporty sprzedażowe z 1Q'16 nie napawają optymizmem. Sądzymy także, że dosyć trudna może być rozbudowa sieci sklepów do ok. 15 tys. mkw. Wcześniej władze spółki zakładały wzrost powierzchni do 12 tys. mkw. Naszym zdaniem nowy poziom docelowy może spowodować zbyt duże nasycenie rynku i przełożyć się na efekt powolnej kanibalizacji. W dłuższym terminie czynnikiem stymulującym dla wyników byłoby z pewnością uruchomienie nowej marki, jednak po zeszłorocznych zapowiedziach nie poznaliśmy do tej pory żadnych konkretnych, co według nas powoduje przesunięcie otwarcia brandu najwcześniej w '18. Dodatkowo Bytom jest handlowany ze znaczną premią względem podmiotów o zbliżonym profilu działalności (dla EV/EBITDA'16 jest to ok. 36% względem grupy porównawczej i ok. 17% względem Vistuli). Dlatego też decydujemy się na podtrzymanie zalecenia Redukuj, podnosząc jednocześnie cenę docelową do 2,98 PLN/akcję.

Bytom opublikował miesięczne dane sprzedażowe za 1Q'16, z których wynika, że skonsolidowane przychody mogły być bliskie 30,6 mln PLN, co implikuje wzrost sprzedaży o 4,4 mln PLN. Szacujemy, że pomimo niskiej bazy pierwsza marża podniosła się jedynie o 0,4 p.p. r/r do 49,9%. Na poziomie EBITDA liczymy na wzrost wyniku do 1,8 mln PLN (wzrost o 0,6 mln PLN). Według naszych założeń 1Q'16 może się zamknąć z 0,4 mln PLN zysku netto (rok wcześniej był bliski 0,5 mln PLN). Spadek r/r jest efektem ujemnego salda finansowego w 1Q'16 (ok. 0,4 mln PLN). W ujęciu całorocznym oczekujemy, że spółka poprawi wyniki finansowe, jednak znacznie wolniej niż we wcześniejszych latach. Rozbudowa sieci sklepów powinna pozwolić na wzrost przychodów do 156,9 mln PLN. Jednocześnie zakładamy, że marża brutto wyniesie 53,2% (+0,2 p.p. r/r). Tym samym pozwoli to na wzrost wyniku operacyjnego do 19,3 mln PLN (+35% r/r). w przypadku realizacji naszych założeń zysk netto będzie bliski 15,6 mln PLN, co byłoby poniżej założeń programu motywacyjnego.

W długim terminie spodziewamy się, że Bytom zakończy plan inwestycyjny na poziomie 14,0 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).

|                       | 2013  | 2014  | 2015  | 2016P** | 2017P | 2018P |
|-----------------------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|
| Przychody [mln PLN]   | 85,3  | 103,9 | 130,8 | 156,9   | 176,7 | 196,7 |
| EBITDA [mln PLN]      | 4,1   | 9,2   | 17,6  | 23,0    | 25,4  | 29,2  |
| EBIT [mln PLN]        | 1,3   | 6,4   | 14,3  | 19,3    | 21,7  | 25,4  |
| Wynik netto [mln PLN] | 1,0   | 5,3   | 12,5  | 15,6    | 17,1  | 20,2  |
| P/BV*                 | 11,8  | 9,3   | 6,2   | 4,4     | 4,1   | 3,7   |
| P/E*                  | 247,1 | 46,3  | 19,7  | 15,8    | 14,4  | 12,2  |
| EV/EBITDA*            | 59,4  | 27,2  | 14,7  | 10,7    | 9,7   | 8,4   |
| EV/EBIT*              | 190,9 | 39,2  | 18,0  | 12,8    | 11,4  | 9,6   |
| DPS*                  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00    | 0,17  | 0,18  |

\*wskazniki liczone przy założeniu 75,0 mln akcji; \*\*wynik netto z uwzględnieniem korzyści podatkowych (straty z lat ubiegłych)

## REDUKUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

WYCENA 2,98 PLN

11 KWIEŚNIA 2016

|                                                          |        |
|----------------------------------------------------------|--------|
| Wycena końcowa [PLN]                                     | 2,98   |
| Potencjał do wzrostu / spadku                            | -10%   |
| Koszt kapitału                                           | 9,0%   |
| Cena rynkowa [PLN]                                       | 3,29   |
| Kapitalizacja [mln PLN]                                  | 243,4  |
| Ilość akcji [mln. szt.]                                  | 71,3   |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN]                            | 3,77   |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN]                             | 2,47   |
| Stopa zwrotu za 3 mc                                     | +20,7% |
| Stopa zwrotu za 6 mc                                     | +8,3%  |
| Stopa zwrotu za 9 mc                                     | +10,5% |
| 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                                                | 43,2%  |
| *bez efektu przyszłej wymiany warrantów na akcje Bytomia |        |

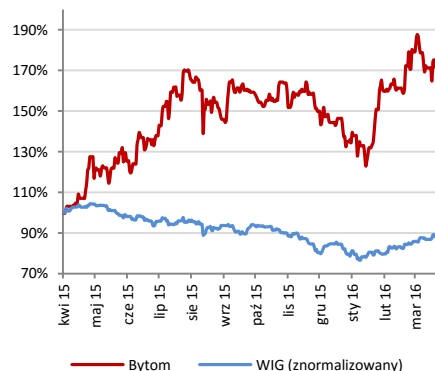
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



**SPIS TREŚCI:**

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE .....              | 3  |
| WYCENA DCF .....                         | 4  |
| WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ .....   | 7  |
| WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA .....            | 9  |
| WYNIKI ZA 4Q'2015 .....                  | 10 |
| WYNIKI SPÓŁEK ODZIEŻOWYCH W 4Q'15 .....  | 12 |
| PROGNOZA NA 1Q'16 I KOLEJNE OKRESY ..... | 15 |
| ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU .....            | 18 |
| PLAN MOTYWACYJNY .....                   | 19 |
| OTOCZENIE RYNKOWE .....                  | 20 |
| PODATEK OD REALIZOWANEGO OBROTU .....    | 22 |
| DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....      | 23 |

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Bytomia dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 60% wagi, a metodzie porównawczej 40%. Przyjmujemy także liczbę akcji po rozwodnieniu (71,3 mln akcji obecnie + 2,7 mln szt z programu motywacyjnego na lata 2014-16 + 1,0 mln szt. z nowego programu motywacyjnego). Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 3,28 PLN, natomiast metoda porównawcza dała wartość 1 akcji równą 2,53 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 223,2 mln PLN, czyli **2,98 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

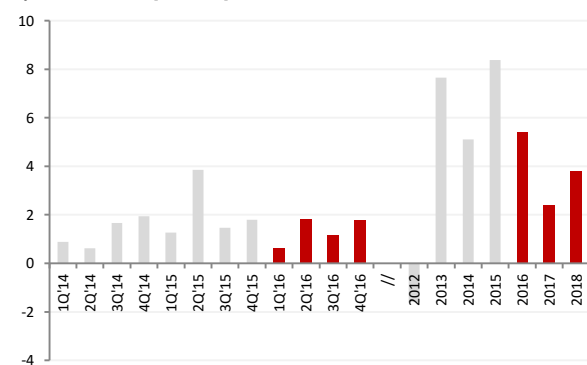
|                            |                       | mln PLN      | PLN         |
|----------------------------|-----------------------|--------------|-------------|
| A                          | Wycena DCF            | 245,6        | 3,28        |
| B                          | Wycena porównawcza    | 189,4        | 2,53        |
| <b>C = (60%*A + 40%*B)</b> | <b>Wycena końcowa</b> | <b>223,2</b> | <b>2,98</b> |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Bytom opublikował miesięczne dane sprzedażowe za 1Q'16, z których wynika, że skonsolidowane przychody (z uwzględnieniem re faktur) mogły być bliskie 30,6 mln PLN, co implikuje wzrost sprzedaży o 4,4 mln PLN. Szacujemy, że pomimo niskiej bazy pierwsza marża podniosła się jedynie o 0,4 p.p. r/r do 49,9%. Na poziomie EBITDA liczymy na wzrost wyniku do 1,8 mln PLN (wzrost o 0,6 mln PLN). Według naszych założeń 1Q'16 może się zamknąć z 0,4 mln PLN zysku netto (rok wcześniej był bliski 0,5 mln PLN). Spadek r/r jest efektem ujemnego salda finansowego w 1Q'16 (ok. 0,4 mln PLN). W ujęciu całorocznym oczekujemy, że spółka poprawi wyniki finansowe, jednak znacznie wolniej niż we wcześniejszych latach. Rozbudowa sieci sklepów powinna pozwolić na wzrost przychodów do 156,9 mln PLN. Jednocześnie zakładamy, że marża brutto wyniesie 53,2% (+0,2 p.p. r/r). Tym samym pozwoli to na wzrost wyniku operacyjnego do 19,3 mln PLN (+35% r/r). w przypadku realizacji naszych założeń zysk netto będzie bliski 15,6 mln PLN, co byłoby poniżej założeń programu motywacyjnego.

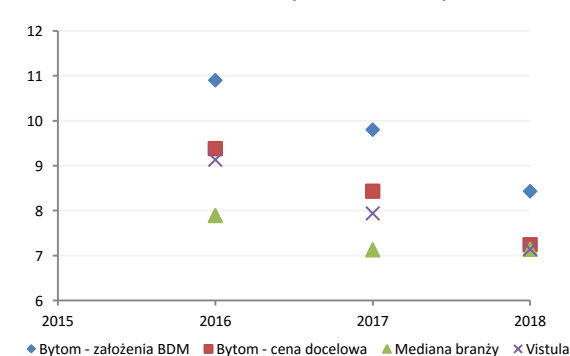
Względem początku roku kurs Bytomia istotnie zyskał, co w naszej ocenie stanowiło odraeganie spadków z listopada i grudnia oraz oczekiwania na ogłoszenie nowych założeń w programie motywacyjnym spółki. W naszej ocenie główne tezy zmodyfikowanej strategii mogą być trudne do zrealizowania. Przede wszystkim na rynku doszło do mocnego zaostrzenia konkurencji między podmiotami z sektorami. Do ostrej walki cenowej poza Vistulą dołączyły się mniejsze sieci takie jak Lancerto czy Lavard (akcje promocyjne 2 w cenie 1), co może powodować ubytek części klientów. Konserwatywnie podchodzimy również do planów rozbudowy sieci – obecnie zarząd zakłada wzrost powierzchni do ok. 15 tys. mkw (wcześniej 12 tys. mkw.). Naszym zdaniem przy obecnej sytuacji rynkowej tak intensywny rozwój mógłby doprowadzić do kanibalizacji sklepów i erozji rentowności (efekt nasycenia rynku). Zwracamy również uwagę, że problematyczna może być dalsza poprawa pierwszej marży, którą do niedawna zapowiadały władze Bytomia. Cały czas odraczana jest także kwestia uruchomienia nowej marki, która miałaby wesprzeć dotychczasowe salony. Do tej pory nie znamy żadnych szczegółów dot. otwarcia brandu i naszym zdaniem jej premiera może mieć miejsce najwcześniej w '18. Dodatkowo Bytom jest handlowany znacznie powyżej mediany podmiotów z sektora. Mając na względzie powyższe czynniki zmieniamy **cenę docelową na 2,98 PLN/akcję, utrzymując jednocześnie zalecenie Redukuj**. Obecnie spółka jest handlowana wg naszych założeń na rok 2016 przy P/E rzędu 15,8x oraz EV/EBITDA'16 = 10,7x.

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 2016-18 spółce uda się nieznacznie poprawić marżę brutto ze sprzedaży oraz EBITDA, na co pozwoli m.in. renegotjacja 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 2016-18 Bytom otworzy łącznie 13 sklepów, co pozwoli na wzrost powierzchni sieci do 14,0 tys. mkw. w roku 2018 (zarząd spółki zrewidował wcześniejsze założenia z 11 tys. mkw. do ok. 15,0 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%. Utrzymujemy ją względem poprzedniego raportu 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 75,0 mln szt. akcji (uwzględniamy liczbę akcji z planu motywacyjnego).
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 11.04.2016.

**Metoda DCF dała wartość spółki Bytom na poziomie 245,6 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 3,28 PLN.**

#### Model DCF

|                                            | 2016         | 2017  | 2018  | 2019  | 2020                                             | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
|--------------------------------------------|--------------|-------|-------|-------|--------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN]           | 156,9        | 176,7 | 196,7 | 207,6 | 209,7                                            | 211,8 | 213,9 | 216,1 | 218,2 | 220,4 |
| EBIT [mln PLN]                             | 19,3         | 21,7  | 25,4  | 28,0  | 28,7                                             | 29,0  | 29,3  | 29,6  | 29,9  | 30,2  |
| Stopa podatkowa                            | 16%          | 19%   | 19%   | 19%   | 19%                                              | 19%   | 19%   | 19%   | 19%   | 19%   |
| Podatek od EBIT [mln PLN]                  | 3,1          | 4,1   | 4,8   | 5,3   | 5,5                                              | 5,5   | 5,6   | 5,6   | 5,7   | 5,7   |
| NOPLAT [mln PLN]                           | 16,2         | 17,6  | 20,6  | 22,7  | 23,2                                             | 23,5  | 23,7  | 24,0  | 24,2  | 24,4  |
| Amortyzacja [mln PLN]                      | 3,7          | 3,7   | 3,8   | 3,7   | 3,7                                              | 3,7   | 3,7   | 3,7   | 3,7   | 3,7   |
| CAPEX [mln PLN]                            | -3,5         | -4,1  | -3,6  | -3,6  | -3,6                                             | -3,6  | -3,6  | -3,6  | -3,6  | -3,6  |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]    | -5,2         | -4,9  | -4,5  | -2,4  | -0,4                                             | -0,5  | -0,5  | -0,5  | -0,5  | -0,5  |
| FCF [mln PLN]                              | 11,2         | 12,3  | 16,3  | 20,4  | 22,9                                             | 23,1  | 23,3  | 23,5  | 23,7  | 24,0  |
| DFCF [mln PLN]                             | 10,6         | 10,7  | 13,0  | 14,9  | 15,3                                             | 14,2  | 13,2  | 12,2  | 11,3  | 10,5  |
| Suma DFCF [mln PLN]                        | 125,7        |       |       |       |                                                  |       |       |       |       |       |
| Wartość rezydualna [mln PLN]               | 302,7        |       |       |       | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0% |       |       |       |       |       |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]   | 132,0        |       |       |       |                                                  |       |       |       |       |       |
| Wartość firmy EV [mln PLN]                 | 257,7        |       |       |       |                                                  |       |       |       |       |       |
| Dług netto [mln PLN]                       | 12,1         |       |       |       |                                                  |       |       |       |       |       |
| <b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b> | <b>245,6</b> |       |       |       |                                                  |       |       |       |       |       |
| Ilość akcji [mln szt.]                     | 75,0         |       |       |       |                                                  |       |       |       |       |       |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>     | <b>3,28</b>  |       |       |       |                                                  |       |       |       |       |       |

|                               |         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody zmiana r/r          | 19,9%   | 12,7%  | 11,3%  | 5,5%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   |
| EBIT zmiana r/r               | 34,7%   | 12,5%  | 17,1%  | 10,0%  | 2,6%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   |
| FCF zmiana r/r                | -220,0% | 9,9%   | 32,1%  | 25,2%  | 12,3%  | 0,9%   | 0,9%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   |
| Marża EBITDA                  | 14,7%   | 14,4%  | 14,8%  | 15,3%  | 15,5%  | 15,4%  | 15,4%  | 15,4%  | 15,4%  | 15,3%  |
| Marża EBIT                    | 12,3%   | 12,3%  | 12,9%  | 13,5%  | 13,7%  | 13,7%  | 13,7%  | 13,7%  | 13,7%  | 13,7%  |
| Marża NOPLAT                  | 10,4%   | 10,0%  | 10,5%  | 10,9%  | 11,1%  | 11,1%  | 11,1%  | 11,1%  | 11,1%  | 11,1%  |
| CAPEX / Przychody             | 2,2%    | 2,3%   | 1,8%   | 1,8%   | 1,7%   | 1,7%   | 1,7%   | 1,7%   | 1,7%   | 1,7%   |
| CAPEX / Amortyzacja           | 95,3%   | 110,2% | 95,2%  | 97,4%  | 98,2%  | 98,8%  | 99,2%  | 99,5%  | 99,7%  | 99,8%  |
| Zmiana KO / Przychody         | -3,3%   | -2,8%  | -2,3%  | -1,2%  | -0,2%  | -0,2%  | -0,2%  | -0,2%  | -0,2%  | -0,2%  |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -20,0%  | -24,7% | -22,6% | -22,2% | -21,6% | -21,5% | -21,5% | -21,4% | -21,4% | -21,3% |

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               | 88,1% | 92,3% | 96,3% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 4,6%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%   | 4,5%   | 4,5%   | 4,5%   | 4,5%   | 4,5%   | 4,5%   |
| Udział kapitału obcego                 | 11,9% | 7,7%  | 3,7%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| WACC                                   | 8,5%  | 8,6%  | 8,8%  | 9,0%   | 9,0%   | 9,0%   | 9,0%   | 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 |        |       |       |       |       |       |       |       |
|------|-----|-------------------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| beta |     | -1,00%                                    | -0,50% | 0,00% | 0,50% | 1,00% | 1,50% | 2,00% | 2,50% | 3,00% |
|      | 0,7 | 3,49                                      | 3,62   | 3,76  | 3,92  | 3,85  | 4,33  | 4,59  | 4,90  | 5,28  |
|      | 0,8 | 3,27                                      | 3,38   | 3,50  | 3,64  | 3,79  | 3,97  | 4,18  | 4,43  | 4,73  |
|      | 0,9 | 3,07                                      | 3,17   | 3,27  | 3,39  | 3,52  | 3,67  | 3,84  | 4,04  | 4,28  |
|      | 1,0 | 2,90                                      | 2,98   | 3,07  | 3,16  | 3,28  | 3,40  | 3,55  | 3,71  | 3,91  |
|      | 1,1 | 2,74                                      | 2,81   | 2,88  | 2,97  | 3,06  | 3,17  | 3,29  | 3,43  | 3,59  |
|      | 1,2 | 2,59                                      | 2,65   | 2,72  | 2,79  | 2,88  | 2,97  | 3,07  | 3,19  | 3,32  |
|      | 1,3 | 2,46                                      | 2,51   | 2,57  | 2,64  | 2,71  | 2,79  | 2,87  | 2,97  | 3,09  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

|                  |       | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym |        |       |       |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------------------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| premia za ryzyko |       | -1,00%                                    | -0,50% | 0,00% | 0,50% | 1,00% | 1,50% | 2,00% | 2,50% | 3,00% |
|                  | 3,00% | 3,74                                      | 3,89   | 4,06  | 4,25  | 4,48  | 4,75  | 5,08  | 5,47  | 5,97  |
|                  | 4,00% | 3,27                                      | 3,38   | 3,50  | 3,64  | 3,79  | 3,97  | 4,18  | 4,43  | 4,73  |
|                  | 5,00% | 2,90                                      | 2,98   | 3,07  | 3,16  | 3,28  | 3,40  | 3,55  | 3,71  | 3,91  |
|                  | 6,00% | 2,59                                      | 2,65   | 2,72  | 2,79  | 2,88  | 2,97  | 3,07  | 3,19  | 3,32  |
|                  | 7,00% | 2,34                                      | 2,39   | 2,44  | 2,49  | 2,56  | 2,62  | 2,70  | 2,79  | 2,88  |
|                  | 8,00% | 2,13                                      | 2,16   | 2,20  | 2,25  | 2,29  | 2,35  | 2,40  | 2,47  | 2,54  |
|                  | 9,00% | 1,94                                      | 1,97   | 2,01  | 2,04  | 2,08  | 2,12  | 2,16  | 2,21  | 2,26  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

|                  |       | beta |      |      |      |      |      |      |      |      |
|------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| premia za ryzyko |       | 0,7  | 0,8  | 0,9  | 1,0  | 1,1  | 1,2  | 1,3  | 1,4  | 1,5  |
|                  | 3,00% | 5,33 | 5,02 | 4,74 | 4,48 | 4,25 | 4,04 | 3,85 | 3,68 | 3,52 |
|                  | 4,00% | 4,65 | 4,33 | 4,04 | 3,79 | 3,57 | 3,37 | 3,19 | 3,02 | 2,88 |
|                  | 5,00% | 4,11 | 3,79 | 3,52 | 3,28 | 3,06 | 2,88 | 2,71 | 2,56 | 2,42 |
|                  | 6,00% | 3,68 | 3,37 | 3,10 | 2,88 | 2,68 | 2,50 | 2,34 | 2,20 | 2,08 |
|                  | 7,00% | 3,32 | 3,02 | 2,77 | 2,56 | 2,37 | 2,20 | 2,06 | 1,93 | 1,81 |
|                  | 8,00% | 3,02 | 2,74 | 2,50 | 2,29 | 2,12 | 1,96 | 1,83 | 1,71 | 1,60 |
|                  | 9,00% | 2,77 | 2,50 | 2,27 | 2,08 | 1,91 | 1,77 | 1,64 | 1,53 | 1,43 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

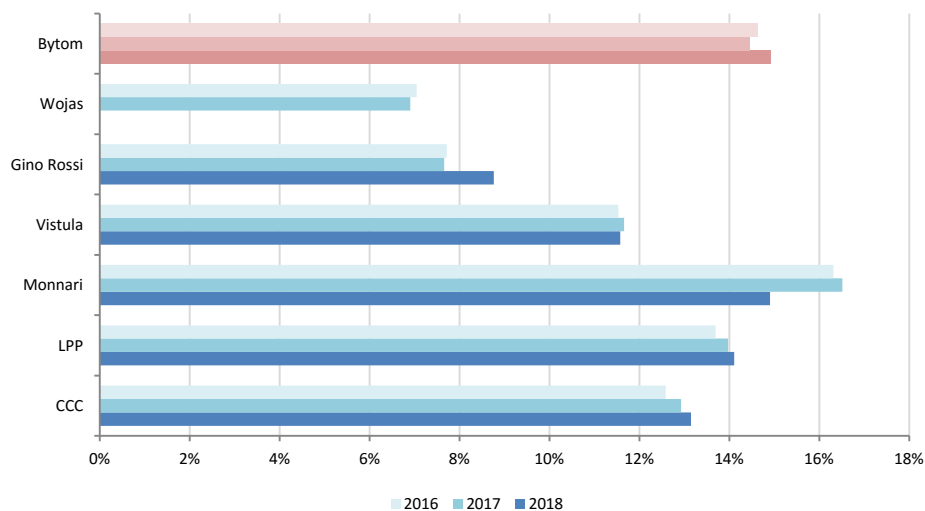
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-17 dla wybranych spółek z branży odzieżowej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty krajowe, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Bytomia. Analizę oparliśmy na trzech wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy wagę 30/70). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 50%). Ostateczna wycena Bytom metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **2,53 PLN**.

### Wycena porównawcza spółek odzieżowych

|                                  | P/E*        |             | EV/EBITDA   |            |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|
|                                  | 2016        | 2017        | 2016        | 2017       |
| Wojas                            | 11,9        | 11,3        | 7,1         | 6,9        |
| Gino Rossi                       | 12,4        | 10,7        | 7,9         | 7,1        |
| Vistula                          | 14,3        | 12,4        | 9,1         | 7,9        |
| Monnari                          | 14,6        | 12,9        | 9,7         | 8,1        |
| Solar                            | 26,2        | 11,9        | 3,8         | 2,7        |
| <b>Mediana</b>                   | <b>14,3</b> | <b>11,9</b> | <b>7,9</b>  | <b>7,1</b> |
| Bytom                            | 16,4        | 14,4        | 10,7        | 9,7        |
| Premia/dyskonto względem grupy   | 14,9%       | 21,2%       | 35,8%       | 36,6%      |
| Premia/dyskonto względem Vistuli | 14,9%       | 16,3%       | 17,4%       | 22,7%      |
| Wycena wg wskaźnika              | 2,9         | 2,7         | 2,4         | 2,4        |
| Waga roku                        | 50%         | 50%         | 50%         | 50%        |
| <b>Wycena wg wskaźników</b>      | <b>2,79</b> |             | <b>2,41</b> |            |
| Waga wskaźnika                   | 30%         |             | 70%         |            |
| <b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>      | <b>2,53</b> |             |             |            |

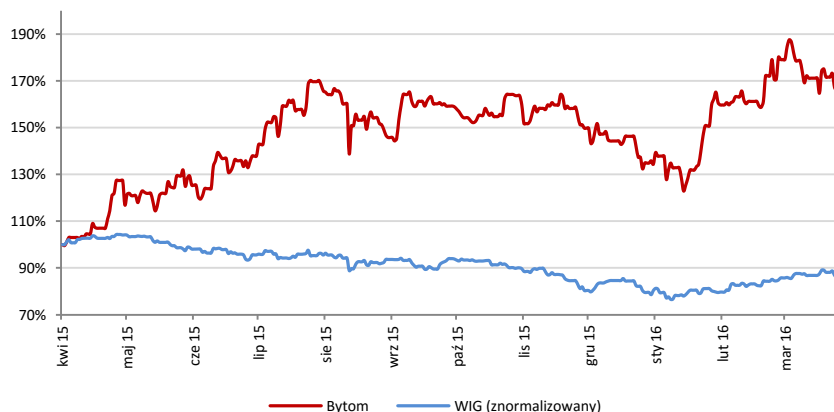
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; \*wskaźniki liczone dla znormalizowanego wyniku netto (19% stawka podatkowa)

### Porównanie marż EBITDA spółek odzieżowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

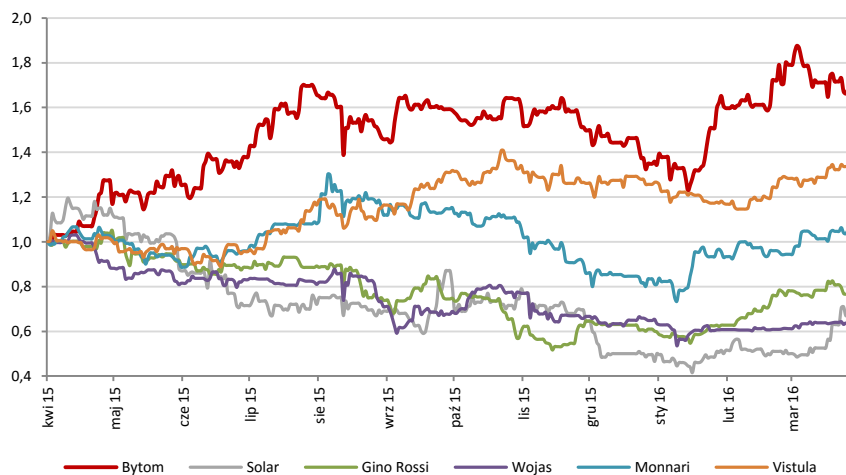
#### Zachowanie kursu na tle WIG



*W ciągu ostatniego roku kurs akcji Bytomia zyskał blisko 68%, 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 zanotował największy 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, który pierwotnie miał być oparty o kryterium powierzchniowe (danią miały być objęte sklepy o powierzchni przekraczającej 250 mkw., stawka podatkowa miała wynosić 2%). Ostatni projekt ustawy zakłada jednak, że podatek będzie dotyczył wszystkie podmioty, które przekroczą miesięczny obrót w wys. 1,5 mln PLN. Szacujemy, że w '16 LPP będzie zmuszone zapłacić ok. 38 mln PLN. Wskazujemy jednocześnie, że w obecnej sytuacji rynkowej spółce może być ciężko przełożyć ceny na klientów w Polsce. Szczegóły projektu opisujemy na stronie 27.

### ▪ **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'15 Bytom posiadał 97 placówek o łącznej powierzchni 10,3 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 4Q'2015

Wyniki Bytomia w 4Q'15 były zdecydowanie lepsze r/r. Przychody ze sprzedaży wzrosły do 38,8 mln PLN (+24,9% r/r). Jednocześnie spółka utrzymała marżę brutto na poziomie 53,5% (-0,1 p.p. r/r). Znaczna poprawa była zauważalna na poziomie EBITDA, która wyniosła 5,7 mln PLN (w minionym roku 3,9 mln PLN zysku). Jednostkowy wynik netto był bliski 3,8 mln PLN, co jest rezultatem lepszym niż rok wcześniej (+39,9% r/r).

W ujęciu segmentowym za zdecydowaną większość przychodów i wyników spółki odpowiada sprzedaż detaliczna. W 4Q'15 segment wygenerował ok. 37,4 mln PLN obrotów, co oznacza wzrost o 7,3 mln PLN. Wynika to głównie z rozwoju sieci (powierzchnia handlowa zwiększyła się o blisko 2,0 tys. mkw. r/r), przychód jednostkowy na mkw. ukształtował się na zbliżonym poziomie (+0,1 tys. PLN r/r). Lepsza była również marża segmentu – wynik był bliski 8,5 mln PLN (+2,2 mln PLN r/r). W segmencie hurtowym Bytom wypracował zbliżone przychody co przed rokiem (ok. 0,7 mln PLN).

### Wyniki Bytom za 4Q'15 [mln PLN]

|                           | 4Q'14 | 4Q'15 | zmiana r/r | 2014  | 2015  | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|-------|------------|-------|-------|------------|
| Przychody                 | 31,1  | 38,8  | 24,9%      | 103,9 | 130,8 | 26,0%      |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 16,7  | 20,8  | 24,8%      | 53,5  | 69,3  | 29,4%      |
| EBITDA                    | 3,9   | 5,7   | 45,6%      | 9,2   | 17,6  | 90,8%      |
| EBIT                      | 3,2   | 4,8   | 50,5%      | 6,4   | 14,3  | 124,2%     |
| Wynik brutto              | 2,6   | 4,6   | 75,4%      | 5,0   | 13,5  | 172,7%     |
| Wynik netto               | 2,7   | 3,8   | 39,9%      | 5,3   | 12,5  | 134,8%     |
| marża brutto ze sprzedaży | 53,6% | 53,5% |            | 51,5% | 53,0% |            |
| marża EBITDA              | 12,6% | 14,7% |            | 8,9%  | 13,5% |            |
| marża EBIT                | 10,2% | 12,3% |            | 6,2%  | 11,0% |            |
| marża netto               | 8,8%  | 9,9%  |            | 5,1%  | 9,6%  |            |

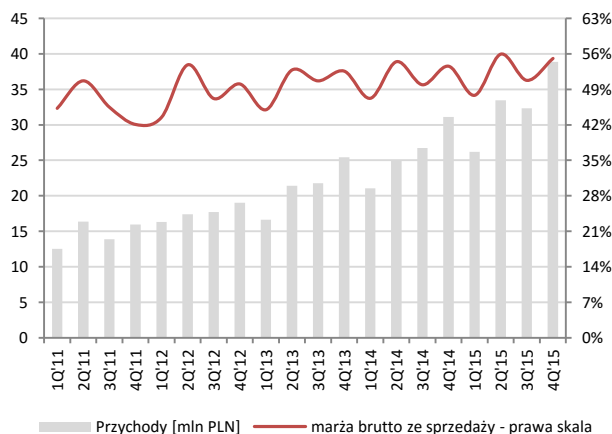
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

### 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 | 4Q'15 |
|---------------------------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>HURT</b>                                       |       |       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 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   | 0,7   |
| 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   | 0,2   |
| marża                                             | 37,5% | 6,2%  | 36,6%  | 31,6% | 39,8% | 12,8% | 35,3% | 4,5%  | 33,2% | 27,4% | 35,0% | 23,2% |
| <b>POZOSTALE</b>                                  |       |       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 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   | 0,7   |
| 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   | 0,1   |
| marża                                             | 0,2%  | 1,6%  | 111,5% | 31,7% | 7,9%  | 6,7%  | 18,3% | -     | 6,1%  | 4,9%  | 5,1%  | 18,5% |
| <b>DETAL</b>                                      |       |       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 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  | 37,4  |
| 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   | 8,8   | 9,3   | 10,3  |
| 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   | 3,8   |
| 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  | 28,9  |
| 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   | 2,9   |
| 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   | 8,5   |
| 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   | 0,9   |
| marża [%]                                         | -     | 13,1% | 8,6%   | 16,6% | -     | 17,4% | 13,6% | 21,3% | 9,3%  | 24,1% | 16,6% | 22,6% |
| Liczba sklepów                                    | 71    | 70    | 69     | 72    | 74    | 76    | 78    | 81    | 83    | 86    | 90    | 97    |
| Powierzchnia na koniec okresu [tys. mkw]          | 6,8   | 6,7   | 6,6    | 7,1   | 7,4   | 7,7   | 7,9   | 8,3   | 8,5   | 8,8   | 9,3   | 10,3  |
| śr. wielkość sklepu [mkw]                         | 95,7  | 95,7  | 95,7   | 98,6  | 100,0 | 101,3 | 101,3 | 102,2 | 102,4 | 102,3 | 103,7 | 106,5 |
| 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 | 385,5 |

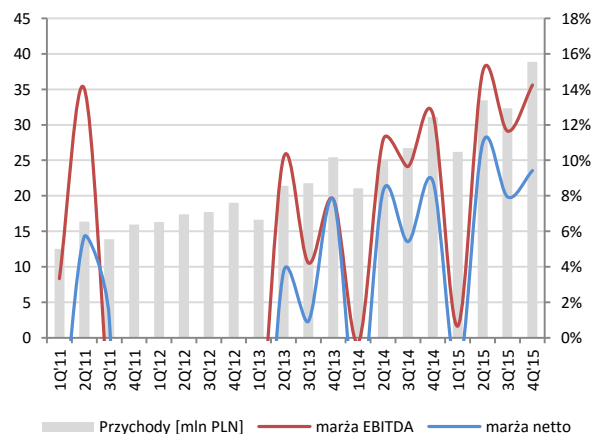
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

#### Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



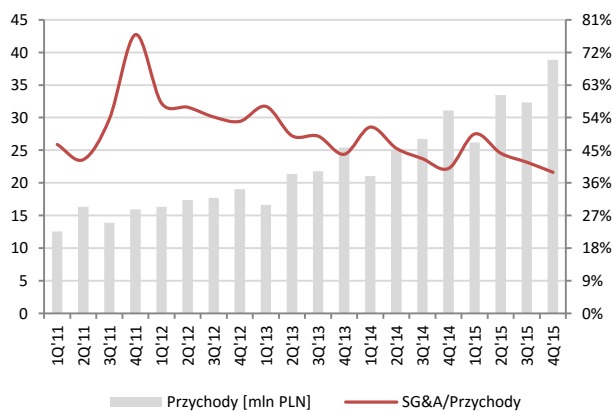
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

#### Marże EBITDA i netto



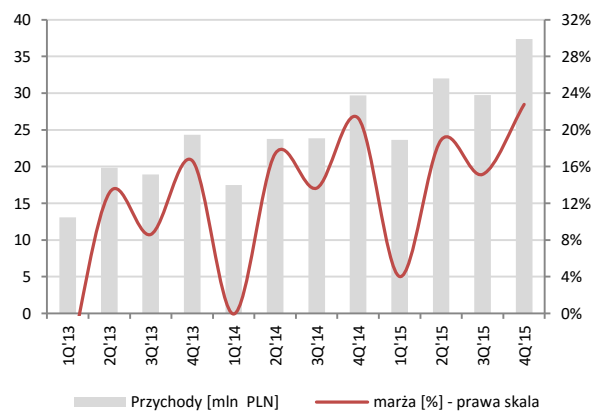
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

#### SG&A vs przychody [mln PLN]



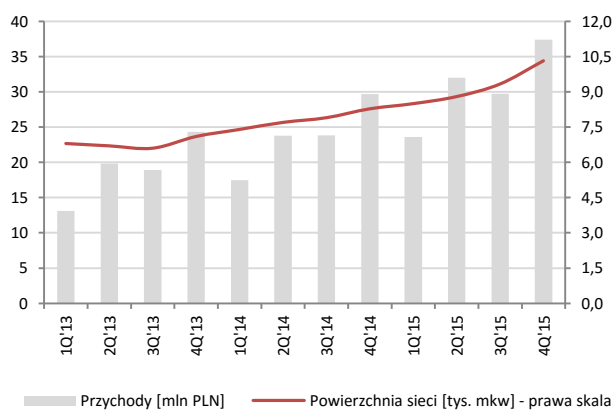
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

#### Rentowność segmentu detalicznego



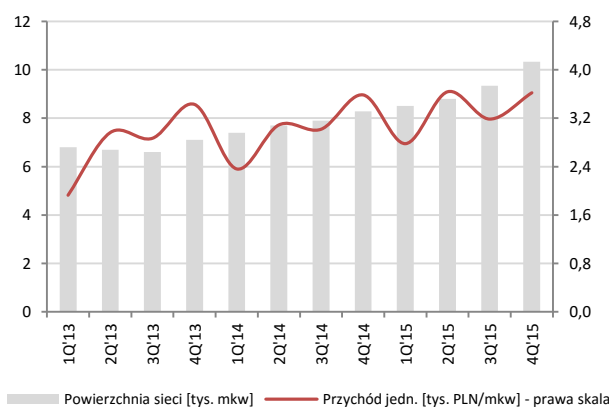
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

#### Przychody a rozwój sieci



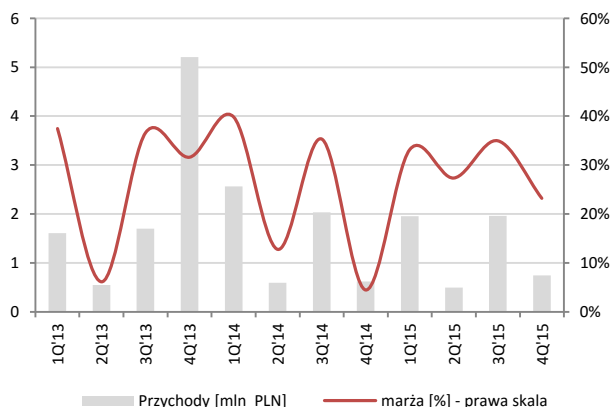
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

#### Efektywność sprzedaży



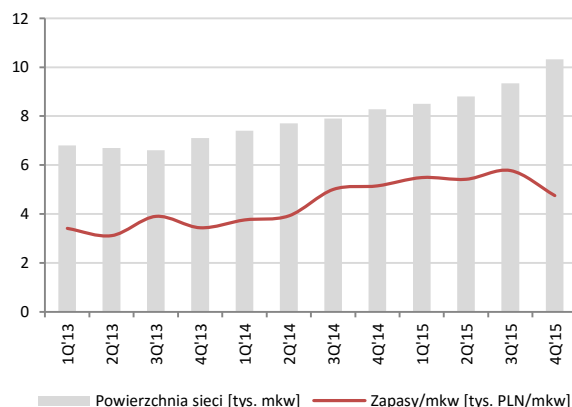
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki segmentu hurtowego



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Zapasy na mkw.



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

## Wyniki spółek odzieżowych w 4Q'15

Wyniki Bytomia w 4Q'15 były zdecydowanie lepsze r/r. Przychody ze sprzedaży wzrosły do 38,8 mln PLN (+20,9% r/r). Jednocześnie spółka utrzymała marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 53,5%. Znaczna poprawa była zauważalna na poziomie EBITDA, która wyniosła 5,7 mln PLN (podtrzymanie wpływu renegotiacji stawek najmu), a jednostkowy wynik netto był bliski 3,8 mln PLN. W naszej opinii tak dobre wyniki były efektem nie tylko rozbudowy sieci, ale także poprawy jej efektywności i dobrym przyjęciem kolekcji spółki. Poprawa wyników jest zauważalna także w przypadku Vistuli. Skonsolidowane przychody grupy wzrosły o 16% r/r do poziomu 163,1 mln PLN, a wynik brutto ze sprzedaży podniósł się do 89,0 mln PLN (jednocześnie marża obniżyła się o 0,4 p.p. r/r). Na poziomie operacyjnym grupa odnotowała wzrost do 21,6 mln PLN. Zysk netto wyniósł 15,0 mln PLN (vs 14,2 mln PLN w 4Q'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 10,8% r/r (do 755,4 mln PLN), co jest znacznie poniżej tempa przyrostu powierzchni handlowej (zarząd również ocenia, że dynamika przychodów była poniżej oczekiwań). Równocześnie aprecjacja USD przełożyła się na dalszą erozję pierwszej marży, która spadła o 0,7 p.p. r/r do 53,9%. Spółka starała się kontrolować koszty SG&A (spadek w przeliczeniu na mkw o 12% r/r), jednak pozwoliło to na wzrost EBITDA jedynie o 7,9% r/r do 134,0 mln PLN. Zaraportowany zysk netto wyniósł 105,2 mln PLN. Pozytywnie natomiast odbieramy przepływy operacyjne, które w minionym kwartale wyniosły 253,5 mln PLN (przede wszystkim jest to efekt obniżenia poziomu zapasów i zobowiązań handlowych). Zadowolone z zaprezentowanych wyników nie mogłoby być także LPP. Raportowane obroty miesięczne były przeciętne, biorąc pod uwagę rozbudowę powierzchni handlowej o ok. 22% r/r. 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, przeceny wprowadzane przez grupę Inditex, „podgryzanie” wyników przez sieci dyskontowe, rozwój e-commerce). Dzięki mocnemu obniżeniu kosztów okołosklepowych grupie udało się wypracować 297,6 mln PLN EBITDA, co implikuje spadek jedynie o 0,8% r/r, oraz 173,0 mln PLN wyniku netto. W przypadku Redanu wyniki finansowe można uznać za negatywne. Z jednej strony przychody ze sprzedaży wzrosły o ok. 14,5% r/r do 173,6 mln PLN, z czego blisko 97,4 mln PLN wypracował segment dyskontowy (sieć TextilMarket). Marża brutto pozostała bez zmian, co wynika z poprawy rentowności w segmencie modowym. Jednocześnie rozbudowa sieci pociągnęła za sobą duży wzrost kosztów około sklepowych, przez co detalista wygenerował jedynie 4,8 mln PLN. Ostatecznie strata netto była bliska 0,5 mln PLN. Znacznie lepiej zaprezentował się natomiast cash flow operacyjny, który był bliski 16,9 mln PLN (vs -2,1 mln PLN rok wcześniej). Dosyć udany kwartał zanotowało Gino Rossi, które wreszcie odnotowało dużą poprawę marż (szczególnie w segmencie obuwniczym; jest to efekt prowadzonej restrukturyzacji łańcucha dostaw). Pomimo wzrostu przychodów o jedynie 5% r/r do 75,9 mln PLN, EBITDA podniosła się do 9,0 mln PLN, co implikuje dynamikę rzędu 35%. Również na poziomie netto spółka zaraportowała zysk wyższy o ponad 1/3 (3,8 mln PLN). Pozytywnie zapatrujemy się na osiągnięty cash flow operacyjny – Gino Rossi zanotowało 25,8 mln PLN dodatnich przepływów, co pozwoliło równocześnie znacznie zredukować poziom zadłużenia. Pod kreską znalazł się poznański Solar. Skonsolidowane obroty w 4Q'15 zwiększyły się jedynie o 1,2% r/r do 35,7 mln PLN. Naszą uwagę zwraca duża erozja pierwszej marży, która obniżyła się do 56,7% (-8,7 p.p. r/r) i pociągnęła spadek EBITDA do 0,4 mln PLN (w 4Q'14 Solar wypracował 3,6 mln PLN

zysku). Jeszcze gorzej zaprezentowały się kolejne poziomy rachunku wyników, bowiem spółka zanotowała 0,6 mln PLN straty netto. W przypadku Wojasa mieliśmy do czynienia z erozją obrotów, które obniżyły się do 64,8,0 mln PLN (-2,7% r/r). Jednocześnie pierwsza marża spadła do 42,9%. Niestety gorzej było w przypadku kosztów SG&A, których wzrost przełożył się na jedynie 5,3 mln PLN EBITDA (-34% r/r). Zysk netto był bliski 3,4 mln PLN.

#### Wyniki wybranych spółek z branży odzieżowej w 4Q'15

|                           | Bytom |       |            | Vistula |       |            | Gino Rossi |       |            | Solar |       |            |
|---------------------------|-------|-------|------------|---------|-------|------------|------------|-------|------------|-------|-------|------------|
|                           | 4Q'14 | 4Q'15 | zmiana r/r | 4Q'14   | 4Q'15 | zmiana r/r | 4Q'14      | 4Q'15 | zmiana r/r | 4Q'14 | 4Q'15 | zmiana r/r |
| Przychody                 | 31,1  | 38,8  | 24,9%      | 140,6   | 163,1 | 16,0%      | 72,1       | 75,9  | 5,3%       | 35,2  | 35,7  | 1,2%       |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 16,7  | 20,8  | 24,8%      | 77,3    | 89,0  | 15,1%      | 35,3       | 41,2  | 16,7%      | 23,1  | 20,2  | -12,2%     |
| EBITDA                    | 3,9   | 5,7   | 45,6%      | 22,9    | 24,7  | 8,0%       | 6,7        | 9,0   | 34,8%      | 3,6   | 0,4   | -90,2%     |
| EBIT                      | 3,2   | 4,8   | 50,5%      | 19,9    | 21,6  | 8,7%       | 5,5        | 7,1   | 29,2%      | 2,5   | -0,6  | -          |
| Wynik netto               | 2,7   | 3,8   | 39,9%      | 14,2    | 15,0  | 5,8%       | 2,8        | 3,8   | 35,4%      | 1,8   | -0,6  | -          |
| marża brutto ze sprzedaży | 53,6% | 53,5% |            | 55,0%   | 54,6% |            | 49,0%      | 54,3% |            | 65,4% | 56,7% |            |
| marża EBITDA              | 12,6% | 14,7% |            | 16,3%   | 15,2% |            | 9,3%       | 11,9% |            | 10,1% | 1,0%  |            |
| marża EBIT                | 10,2% | 12,3% |            | 14,1%   | 13,2% |            | 7,6%       | 9,3%  |            | 7,2%  | -     |            |
| marża netto               | 8,8%  | 9,9%  |            | 10,1%   | 9,2%  |            | 3,9%       | 5,1%  |            | 5,2%  | -     |            |

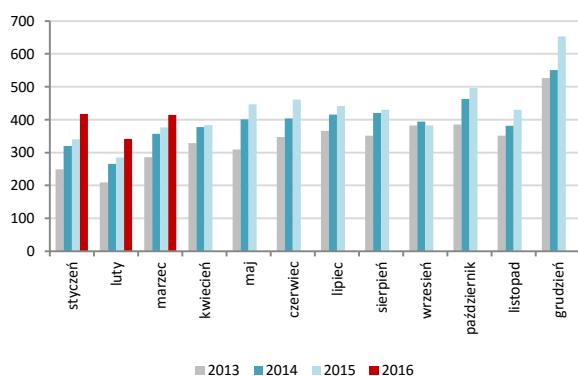
  

|                           | Wojas |       |            | Redan |       |            | LPP     |         |            | CCC   |       |            |
|---------------------------|-------|-------|------------|-------|-------|------------|---------|---------|------------|-------|-------|------------|
|                           | 4Q'14 | 4Q'15 | zmiana r/r | 4Q'14 | 4Q'15 | zmiana r/r | 4Q'14   | 4Q'15   | zmiana r/r | 4Q'14 | 4Q'15 | zmiana r/r |
| Przychody                 | 66,6  | 64,8  | -2,7%      | 151,5 | 173,6 | 14,5%      | 1 404,7 | 1 575,0 | 12,1%      | 682,0 | 755,4 | 10,8%      |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 29,1  | 27,8  | -4,4%      | 65,2  | 74,7  | 14,6%      | 828,5   | 862,8   | 4,1%       | 372,5 | 407,4 | 9,4%       |
| EBITDA                    | 8,1   | 5,3   | -34,2%     | 7,4   | 4,8   | -35,6%     | 300,0   | 297,6   | -0,8%      | 124,1 | 134,0 | 7,9%       |
| EBIT                      | 6,5   | 3,6   | -43,8%     | 5,5   | 2,6   | -52,6%     | 248,3   | 235,9   | -5,0%      | 102,9 | 118,3 | 15,0%      |
| Wynik netto               | 5,3   | 3,4   | -35,4%     | 11,7  | -0,5  | -          | 245,8   | 173,0   | -29,6%     | 312,3 | 105,2 | -66,3%     |
| marża brutto ze sprzedaży | 43,7% | 42,9% |            | 43,1% | 43,1% |            | 59,0%   | 54,8%   |            | 54,6% | 53,9% |            |
| marża EBITDA              | 12,1% | 8,2%  |            | 4,9%  | 2,8%  |            | 21,4%   | 18,9%   |            | 18,2% | 17,7% |            |
| marża EBIT                | 9,7%  | 5,6%  |            | 3,6%  | 1,5%  |            | 17,7%   | 15,0%   |            | 15,1% | 15,7% |            |
| marża netto               | 8,0%  | 5,3%  |            | 7,7%  | -     |            | 17,5%   | 11,0%   |            | 45,8% | 13,9% |            |

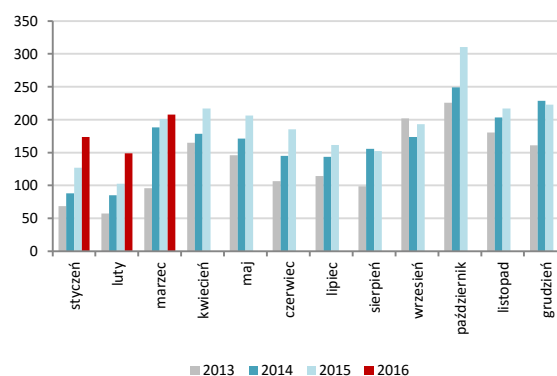
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki; \* Wyniki Vistuli dla całej grupy

#### Przychody w ujęciu miesięcznym [mln PLN]

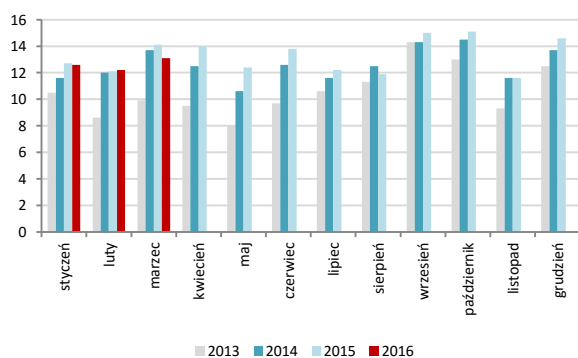
LPP



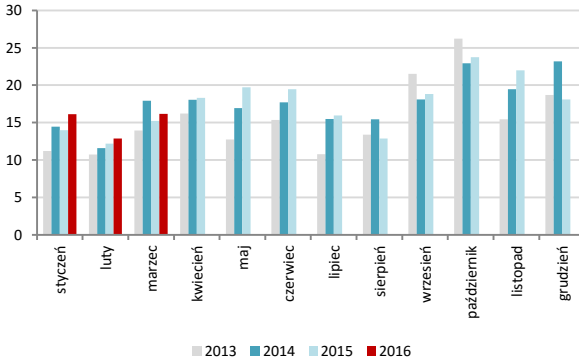
CCC



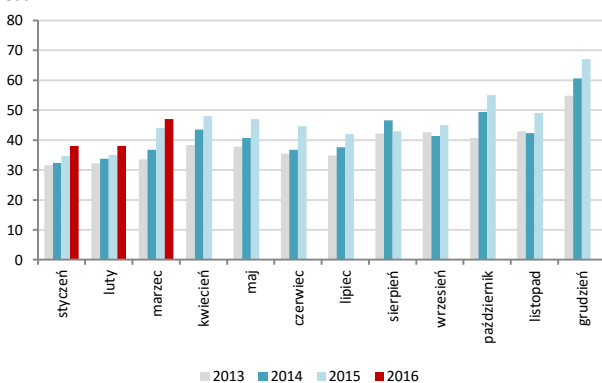
**Gino Rossi**



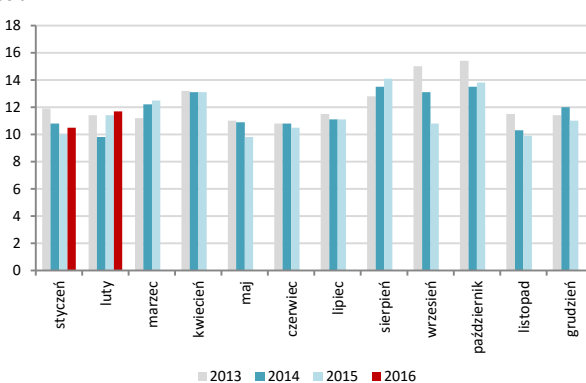
**Wojas**



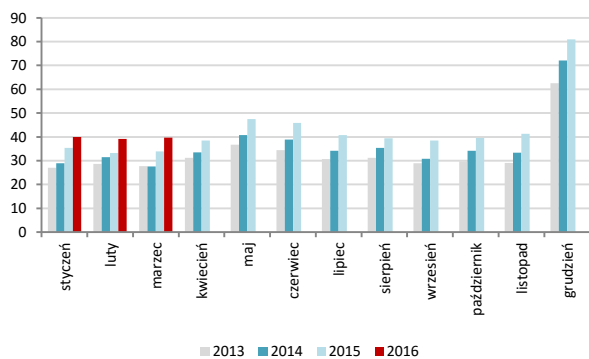
**Redan**



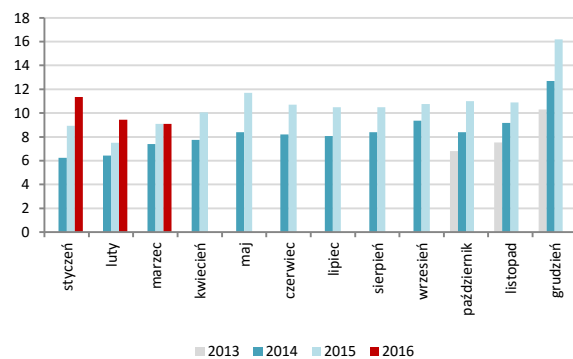
**Solar**



**Vistula**



**Bytom\***



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

## PROGNOZA NA 1Q'16 I KOLEJNE OKRESY

Bytom opublikował miesięczne dane sprzedażowe za 1Q'16, z których wynika, że skonsolidowane przychody (z uwzględnieniem re faktur) mogły być bliskie 30,6 mln PLN, co implikuje wzrost sprzedaży o 4,4 mln PLN. Szacujemy, że pomimo niskiej bazy pierwsza marża podniosła się jedynie o 0,4 p.p. r/r do 49,9%. Na poziomie EBITDA liczymy na wzrost wyniku do 1,8 mln PLN (wzrost o 0,6 mln PLN). Według naszych założeń 1Q'16 może się zamknąć z 0,4 mln PLN zysku netto (rok wcześniej był bliski 0,5 mln PLN). Spadek r/r jest efektem ujemnego salda finansowego w 1Q'16 (ok. 0,4 mln PLN). W ujęciu całorocznym oczekujemy, że spółka poprawi wyniki finansowe, jednak znacznie wolniej niż we wcześniejszych latach. Rozbudowa sieci sklepów powinna pozwolić na wzrost przychodów do 156,9 mln PLN. Jednocześnie zakładamy, że marża brutto wyniesie 53,2% (+0,2 p.p. r/r). Tym samym pozwoli to na wzrost wyniku operacyjnego do 19,3 mln PLN (+35% r/r). w przypadku realizacji naszych założeń zysk netto będzie bliski 15,6 mln PLN, co byłoby poniżej założeń programu motywacyjnego.

W segmencie detalicznym oczekujemy, że w 1Q'16 Bytom wypracował 28,8 mln PLN obrotów, co oznacza, że dynamika przychodów byłaby niższa od tempa wzrostu powierzchni handlowej (22,1% vs 23,8%). Dodatkowo negatywnie odbieramy spadek przychodu z mkw. w ujęciu miesięcznym (do ok. 920 PLN/mkw). W '16 zakładamy, że grupa otworzy kolejnych 5 sklepów, zwiększając jednocześnie wielkość powierzchni do 11,5 tys. mkw. (docelowo w modelu przyjmujemy nieco ponad 14 tys. mkw.). Estymujemy, że tegoroczny przychód z mkw. zwiększy się do ok. 1143 PLN, natomiast w '17 do 1160 PLN/mkw. W przyszłym roku powinna być jeszcze widoczna obniżka stawek najmu (w ok. 25 lokalizacjach), kompensowana jednocześnie wzrostem płac dla sprzedawców. Tym samym oczekujemy, że rentowność segmentu zwiększy się do 20,7% (vs 19,0% w '15) przy jednoczesnym wypracowaniu 150 mln PLN obrotów (w '15 ok. 122,7 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 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 na ukończeniu powinien być 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  | 38,8  | 30,6  | 41,8  | 39,1  | 45,4  | 85,3  | 103,9 | 130,8 | 156,9 | 176,7 |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 9,9   | 13,6  | 13,3  | 16,7  | 13,0  | 18,7  | 16,8  | 20,8  | 15,3  | 23,3  | 20,5  | 24,5  | 43,2  | 53,5  | 69,3  | 83,5  | 94,3  |
| EBITDA                    | -0,1  | 2,8   | 2,6   | 3,9   | 1,2   | 6,6   | 4,0   | 5,7   | 1,8   | 8,5   | 5,2   | 7,5   | 4,1   | 9,2   | 17,6  | 23,0  | 25,4  |
| EBIT                      | -0,7  | 2,1   | 1,9   | 3,2   | 0,4   | 5,8   | 3,2   | 4,8   | 0,9   | 7,5   | 4,3   | 6,6   | 1,3   | 6,4   | 14,3  | 19,3  | 21,7  |
| Saldo finansowe           | -0,2  | -0,2  | -0,4  | -0,6  | 0,3   | -0,5  | -0,3  | -0,2  | -0,4  | 0,0   | -0,2  | -0,2  | -1,0  | -1,4  | -0,8  | -0,7  | -0,6  |
| Wynik netto               | -0,9  | 2,1   | 1,5   | 2,7   | 0,5   | 5,3   | 2,9   | 3,8   | 0,4   | 6,7   | 3,3   | 5,2   | 1,0   | 5,3   | 12,5  | 15,6  | 17,1  |
| marża brutto              | 47,2% | 54,4% | 49,9% | 53,6% | 49,5% | 56,0% | 52,0% | 53,5% | 49,9% | 55,6% | 52,3% | 54,0% | 50,7% | 51,5% | 53,0% | 53,2% | 53,4% |
| marża EBITDA              | -0,3% | 11,1% | 9,6%  | 12,6% | 4,6%  | 19,8% | 12,5% | 14,7% | 6,0%  | 20,3% | 13,3% | 16,5% | 4,8%  | 8,9%  | 13,5% | 14,7% | 14,4% |
| marża EBIT                | -3,4% | 8,2%  | 7,0%  | 10,2% | 1,7%  | 17,5% | 10,0% | 12,3% | 2,9%  | 18,0% | 11,0% | 14,5% | 1,5%  | 6,2%  | 11,0% | 12,3% | 12,3% |
| marża netto               | -4,5% | 8,3%  | 5,4%  | 8,8%  | 1,9%  | 15,8% | 8,8%  | 9,9%  | 1,4%  | 16,1% | 8,4%  | 11,4% | 1,2%  | 5,1%  | 9,6%  | 10,0% | 9,7%  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Prognozy finansowe wg segmentów w '16

| 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  | 37,4   | 28,8   | 40,4   | 36,6   | 43,9   | 76,2  | 94,8  | 122,7  | 149,6  | 169,5  |
| Koszty operacyjne (bezp.) | 17,5  | 19,6  | 20,6  | 23,4  | 21,4  | 24,3  | 24,8  | 28,9   | 25,7   | 30,1   | 29,6   | 33,2   | 68,7  | 81,1  | 99,4   | 118,7  | 133,5  |
| WYNIK SEGMENTU            | 0,0   | 4,1   | 3,3   | 6,3   | 2,2   | 7,7   | 4,9   | 8,5    | 3,1    | 10,2   | 6,9    | 10,7   | 7,4   | 13,7  | 23,3   | 31,0   | 36,0   |
| marża segmentu            | -0,1% | 17,4% | 13,6% | 21,3% | 9,3%  | 24,1% | 16,6% | 22,6%  | 10,9%  | 25,3%  | 18,9%  | 24,4%  | 9,8%  | 14,4% | 19,0%  | 20,7%  | 21,2%  |
| Powierzchnia EoP          | 7 400 | 7 700 | 7 900 | 8 278 | 8 499 | 8 800 | 9 336 | 10 326 | 10 526 | 10 751 | 10 976 | 11 501 | 7 100 | 8 278 | 10 326 | 11 501 | 12 851 |
| Liczba sklepów            | 74    | 76    | 78    | 81    | 83    | 86    | 90    | 97     | 97     | 98     | 99     | 102    | 72    | 81    | 97     | 102    | 106    |
| Przychód z mkw.           | 2,4   | 3,1   | 3,1   | 3,7   | 2,8   | 3,7   | 3,3   | 3,8    | 2,8    | 3,8    | 3,4    | 3,9    | 10,7  | 12,3  | 13,2   | 13,7   | 13,9   |
| SPRZEDAŻ HURTOWA          |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |       |       |        |        |        |
| Przychody ze sprzedaży    | 2,6   | 0,6   | 2,0   | 0,6   | 2,0   | 0,5   | 2,0   | 0,7    | 1,1    | 0,5    | 2,0    | 0,7    | 9,1   | 5,8   | 5,2    | 4,3    | 4,3    |
| Koszty operacyjne (bezp.) | 1,5   | 0,5   | 1,3   | 0,6   | 1,3   | 0,4   | 1,3   | 0,6    | 0,7    | 0,4    | 1,3    | 0,6    | 6,2   | 4,0   | 3,5    | 2,9    | 3,0    |
| WYNIK SEGMENTU            | 1,0   | 0,1   | 0,7   | 0,0   | 0,6   | 0,1   | 0,7   | 0,2    | 0,4    | 0,1    | 0,7    | 0,2    | 2,9   | 1,8   | 1,6    | 1,4    | 1,4    |
| marża segmentu            | 39,8% | 12,8% | 35,3% | 4,5%  | 33,2% | 27,4% | 35,0% | 23,2%  | 33,2%  | 27,4%  | 35,0%  | 23,2%  | 32,0% | 31,7% | 31,9%  | 31,6%  | 31,6%  |
| POZOSTAŁE                 |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |       |       |        |        |        |
| Przychody ze sprzedaży    | 1,0   | 0,6   | 0,9   | 0,8   | 0,6   | 0,9   | 0,6   | 0,7    | 0,6    | 0,9    | 0,6    | 0,7    | 0,0   | 3,3   | 2,9    | 2,9    | 2,9    |
| 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   | 0,1    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,1    | 0,0   | 0,3   | 0,2    | 0,2    | 0,2    |
| marża segmentu            | 7,9%  | 6,7%  | 18,3% | -3,6% | 6,1%  | 4,9%  | 5,1%  | 18,5%  | 6,1%   | 4,9%   | 5,1%   | 18,5%  | -     | 7,6%  | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Prognozy na lata 2016-2025**

|                                     | 2014        | 2015        | 2016P       | 2017P       | 2018P       | 2019P       | 2020P       | 2021P       | 2022P       | 2023P       | 2024P       | 2025P       |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody [mln PLN]                 | 103,9       | 130,8       | 156,9       | 176,7       | 196,7       | 207,6       | 209,7       | 211,8       | 213,9       | 216,1       | 218,2       | 220,4       |
| Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN] | 53,5        | 69,3        | 83,5        | 94,3        | 105,6       | 112,2       | 113,8       | 114,9       | 116,0       | 117,2       | 118,4       | 119,6       |
| EBITDA [mln PLN]                    | 9,2         | 17,6        | 23,0        | 25,4        | 29,2        | 31,7        | 32,4        | 32,7        | 32,9        | 33,2        | 33,5        | 33,8        |
| EBIT [mln PLN]                      | 6,4         | 14,3        | 19,3        | 21,7        | 25,4        | 28,0        | 28,7        | 29,0        | 29,3        | 29,6        | 29,9        | 30,2        |
| Wynik netto [mln PLN]               | 5,3         | 12,5        | 15,6        | 17,1        | 20,2        | 22,4        | 23,1        | 23,3        | 23,5        | 23,7        | 24,0        | 24,2        |
| marża brutto ze sprzedaży           | 51,5%       | 53,0%       | 53,2%       | 53,4%       | 53,7%       | 54,0%       | 54,2%       | 54,2%       | 54,2%       | 54,2%       | 54,2%       | 54,2%       |
| marża EBITDA                        | 8,9%        | 13,5%       | 14,7%       | 14,4%       | 14,8%       | 15,3%       | 15,5%       | 15,4%       | 15,4%       | 15,4%       | 15,4%       | 15,3%       |
| marża EBIT                          | 6,2%        | 11,0%       | 12,3%       | 12,3%       | 12,9%       | 13,5%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       |
| marża netto                         | 5,1%        | 9,6%        | 10,0%       | 9,7%        | 10,3%       | 10,8%       | 11,0%       | 11,0%       | 11,0%       | 11,0%       | 11,0%       | 11,0%       |
| <b>Segment detaliczny</b>           | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025</b> |
| Przychody [mln PLN]                 | 94,8        | 122,7       | 149,6       | 169,5       | 189,4       | 200,3       | 202,3       | 204,4       | 206,5       | 208,6       | 210,7       | 212,8       |
| Powierzchnia handlowa [tys. mkw]    | 8,3         | 10,3        | 11,5        | 12,9        | 14,1        | 14,1        | 14,1        | 14,1        | 14,1        | 14,1        | 14,1        | 14,1        |
| Przychód jedn. [tys. PLN/m2]        | 12,3        | 13,2        | 13,7        | 13,9        | 14,1        | 14,3        | 14,4        | 14,5        | 14,7        | 14,8        | 15,0        | 15,1        |
|                                     | 1,027       | 1,100       | 1,143       | 1,160       | 1,174       | 1,188       | 1,200       | 1,212       | 1,224       | 1,237       | 1,250       | 1,262       |
| Koszty bezpośrednie [mln PLN]       | 81,1        | 99,4        | 118,7       | 133,5       | 148,1       | 155,5       | 156,7       | 158,3       | 159,9       | 161,5       | 163,2       | 164,8       |
| Koszt jedn. [tys. PLN/mkw]          | 10,5        | 10,7        | 10,9        | 11,0        | 11,0        | 11,1        | 11,2        | 11,3        | 11,4        | 11,5        | 11,6        | 11,7        |
| Wynik segmentu [mln PLN]            | 13,7        | 23,3        | 31,0        | 36,0        | 41,3        | 44,8        | 45,6        | 46,1        | 46,6        | 47,0        | 47,5        | 48,0        |
| marża jedn. [tys. PLN/mkw]          | 1,8         | 2,5         | 2,8         | 3,0         | 3,1         | 3,2         | 3,2         | 3,3         | 3,3         | 3,3         | 3,4         | 3,4         |
| marża [%]                           | 14,4%       | 19,0%       | 20,7%       | 21,2%       | 21,8%       | 22,3%       | 22,5%       | 22,5%       | 22,5%       | 22,6%       | 22,6%       | 22,6%       |
| Liczba sklepów                      | 81          | 97          | 102         | 106         | 110         | 110         | 110         | 110         | 110         | 110         | 110         | 110         |
| Powierzchnia [tys. mkw]             | 8,3         | 10,3        | 11,5        | 12,9        | 14,1        | 14,1        | 14,1        | 14,1        | 14,1        | 14,1        | 14,1        | 14,1        |
| śr. wielkość sklepu [mkw]           | 102,2       | 106,5       | 112,8       | 121,2       | 127,7       | 127,7       | 127,7       | 127,7       | 127,7       | 127,7       | 127,7       | 127,7       |
| Przychód/sklep [mln PLN]            | 1,28        | 1,35        | 1,54        | 1,67        | 1,79        | 1,89        | 1,91        | 1,93        | 1,94        | 1,96        | 1,98        | 2,00        |
| <b>Pozostałe</b>                    | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025</b> |
| Przychody [mln PLN]                 | 9,1         | 8,1         | 7,2         | 7,3         | 7,3         | 7,3         | 7,4         | 7,4         | 7,4         | 7,5         | 7,5         | 7,6         |
| Wynik segmentów [mln PLN]           | 2,1         | 1,9         | 1,6         | 1,6         | 1,6         | 1,6         | 1,6         | 1,7         | 1,7         | 1,7         | 1,7         | 1,7         |
| marża [%]                           | 23,0%       | 23,4%       | 22,3%       | 22,3%       | 22,3%       | 22,3%       | 22,3%       | 22,3%       | 22,3%       | 22,3%       | 22,3%       | 22,3%       |
| Kurs EoP EUR/PLN                    | 4,1179      | 4,2633      | 4,2884      | 4,3550      | 4,3550      | 4,3550      | 4,3550      | 4,3550      | 4,3550      | 4,3550      | 4,3550      | 4,3550      |
| Kurs EoP USD/PLN                    | 3,1375      | 3,9255      | 3,7263      | 3,7267      | 3,6566      | 3,5858      | 3,5858      | 3,5858      | 3,5858      | 3,5858      | 3,5858      | 3,5858      |

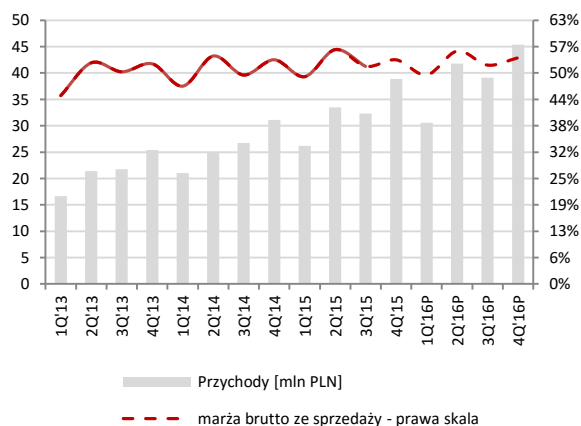
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Ekspozycja walutowa - wpływ na wynik EBIT w długim okresie**

|                     |      | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Zmiana kursu</b> | -10% | 2,2  | 2,5  | 2,8  | 2,9  | 3,0  | 3,0  | 3,0  | 3,1  | 3,1  | 3,1  |
|                     | -5%  | 1,1  | 1,2  | 1,4  | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 1,6  |
|                     | 0%   | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                     | +5%  | -1,1 | -1,2 | -1,4 | -1,5 | -1,5 | -1,5 | -1,5 | -1,5 | -1,5 | -1,6 |
|                     | +10% | -2,2 | -2,5 | -2,8 | -2,9 | -3,0 | -3,0 | -3,0 | -3,1 | -3,1 | -3,1 |

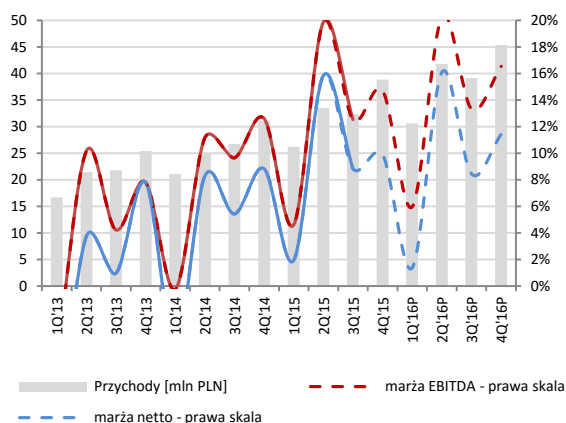
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Przychody i rentowność brutto w ujęciu kwartalnym



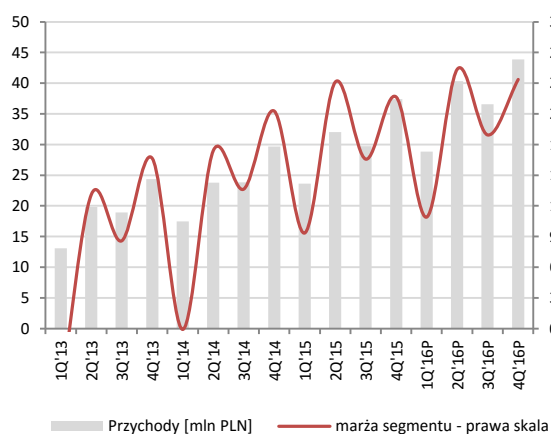
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Marże EBITDA i netto w ujęciu kwartalnym



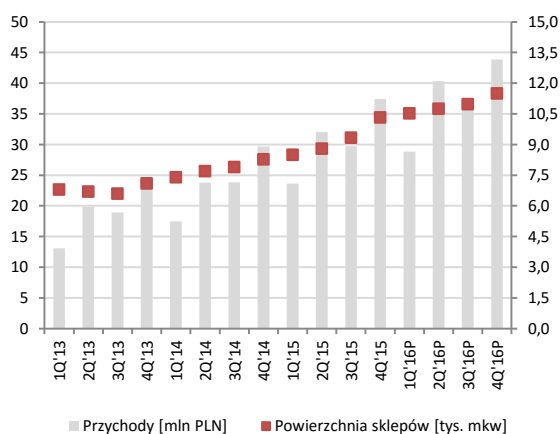
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Prognoza wyników segmentu detalicznego



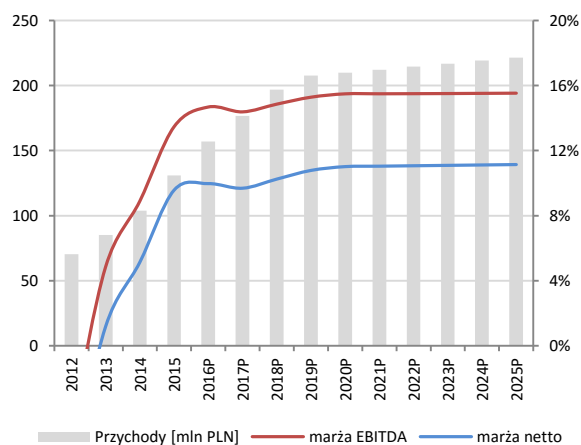
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Rozwój sieci sklepów



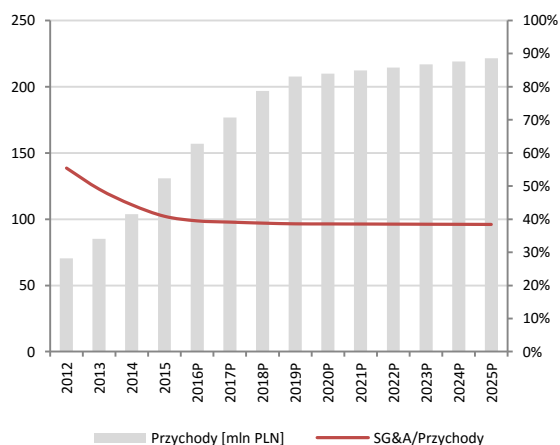
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Marże EBITDA i netto w latach 2016-2025



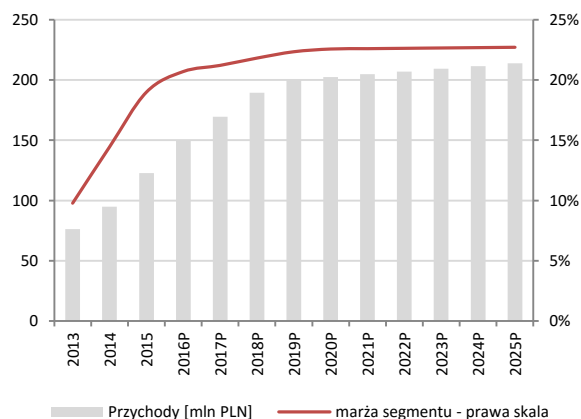
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Koszty SG&A vs przychody



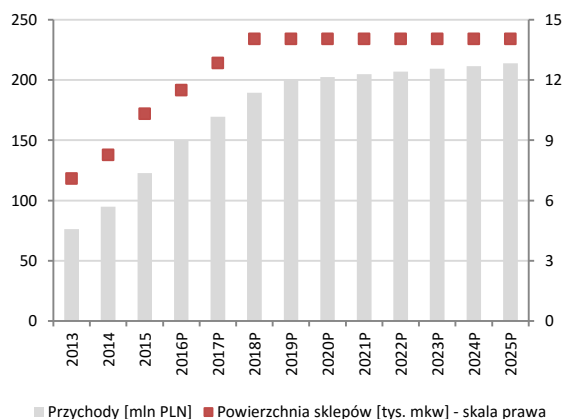
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża segmentu detalicznego



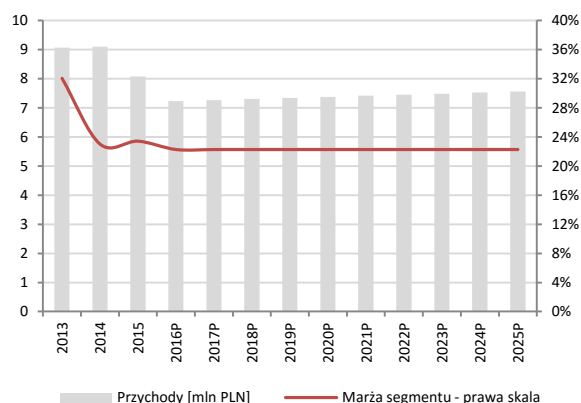
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i rozwój sieci



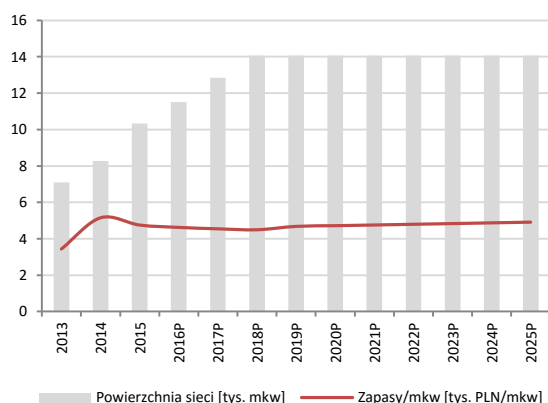
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 grudnia '15 zrewidowaliśmy harmonogram otwarć nowych sklepów, utrzymaliśmy prognozowaną powierzchnię handlową w '15 na poziomie 11,5 tys. mkw. oraz zwiększyliśmy założenia na rok 2017 do 12,9 tys. mkw. (z 12,1 tys. mkw.). Zaktualizowaliśmy również kursy walutowe (spółka ma ekspozycję na EUR poprzez płacone czynsze i część zakupów towarów). W '16 oczekujemy 156,9 mln PLN przychodów (-1,5% wobec poprzedniego raportu), ok. 23,0 mln PLN EBITDA (-6,1%) i ok. 15,6 mln PLN zysku netto. Większa, niż wcześniej zakładaliśmy, liczba otwarć w '17 powinna pozwolić na osiągnięcie 176,7 mln PLN przychodów (+2,4%) oraz ok. 17,1 mln PLN wyniku netto (-8,5%).

Zmiany założeń w modelu względem raportu z grudnia '15

|                           | 2016 stara | 2016 nowa | zmiana | 2017 stara | 2017 nowa | zmiana | 2018 stara | 2018 nowa | zmiana |
|---------------------------|------------|-----------|--------|------------|-----------|--------|------------|-----------|--------|
| Przychody ze sprzedaży    | 159,2      | 156,9     | -1,5%  | 172,5      | 176,7     | 2,4%   | 180,6      | 196,7     | 8,9%   |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 85,5       | 83,5      | -2,4%  | 93,3       | 94,3      | 1,1%   | 97,8       | 105,6     | 8,0%   |
| EBITDA                    | 24,5       | 23,0      | -6,1%  | 27,5       | 25,4      | -7,7%  | 28,8       | 29,2      | 1,4%   |
| EBIT                      | 21         | 19,3      | -8,0%  | 23,8       | 21,7      | -8,7%  | 25,2       | 25,4      | 0,9%   |
| Wynik netto               | 16,1       | 15,6      | -2,9%  | 18,7       | 17,1      | -8,4%  | 20,1       | 20,2      | 0,4%   |
| marża brutto              | 53,7%      | 53,2%     |        | 54,1%      | 53,4%     |        | 54,2%      | 53,7%     |        |
| marża EBITDA              | 15,4%      | 14,7%     |        | 15,9%      | 14,4%     |        | 15,9%      | 14,8%     |        |
| marża EBIT                | 13,2%      | 12,3%     |        | 13,8%      | 12,3%     |        | 14,0%      | 12,9%     |        |
| marża netto               | 10,1%      | 10,0%     |        | 10,8%      | 9,7%      |        | 11,1%      | 10,3%     |        |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## PLAN MOTYWACYJNY

W dn. 21 kwietnia 2016 roku WZA spółki ma głosować uchwały dot. przyjęcia nowego programu motywacyjnego na lata 2016-18. Jego uczestnicy mają obejmować bezpłatne warranty subskrypcyjne umożliwiające objęcie akcji serii P z wyłączeniem prawa poboru. Maksymalna liczba wyemitowanych warrantów może wynieść 1,0 mln szt. Jednocześnie kapitał zakładowy Bytomia zostanie warunkowo podwyższony o kwotę nie większą niż 1,0 mln PLN. Akcją mają być wydawane niezwłocznie po ich opłaceniu. Każdy warrant upoważnia do objęcia 1 akcji po cenie emisyjnej 1 PLN. Uchwały dopuszczają odchylenie 5%, jeśli wyniki będą słabsze o 5-10% od założeń programu, wówczas uczestnicy programu będą uprawnieni do objęcia 90% liczby warrantów.

### 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 18,0 mln PLN (+/- 10%).
  - b. W drugim roku realizacji zysk netto musi przekroczyć 20,5 mln PLN (+/-10%).
  - c. W trzecim roku realizacji wynik netto musi wynieść co najmniej 23,5 mln PLN (+/- 10%).

### Warranty mają być przyznawane w 3 transzach, z czego:

1. W pierwszym roku może być przyznane nie więcej niż 333,3 tys. szt.
2. W drugim roku – różnica między 666,6 tys. szt. a liczbą warrantów wyemitowanych w pierwszym roku
3. W trzecim roku – różnica pomiędzy 1,0 mln szt. a łączną liczbą warrantów wyemitowanych w pierwszym i drugim roku funkcjonowania programu.

#### Realizacja założeń programu motywacyjnego wg założeń DM BDM

|                                    | 2016  | 2017  | 2018  | suma  |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| W programie motywacyjnym           | 18,0  | 20,5  | 23,5  | 62,0  |
| Prognoza DM BDM                    | 15,6  | 17,1  | 20,2  | 52,9  |
| realizacja programu wg założeń BDM | 86,8% | 83,5% | 85,9% | 85,4% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W styczniu 2014 roku uchwalono poprzedni plan motywacyjny dla kadry menadżerskiej i kluczowych pracowników. Program obejmował 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 miała wynieść 2,7 mln szt., jednak nie mogły one być wykonane później niż 31 grudnia 2018 roku.

#### Realizacja założeń poprzedniego programu motywacyjnego wg założeń DM BDM

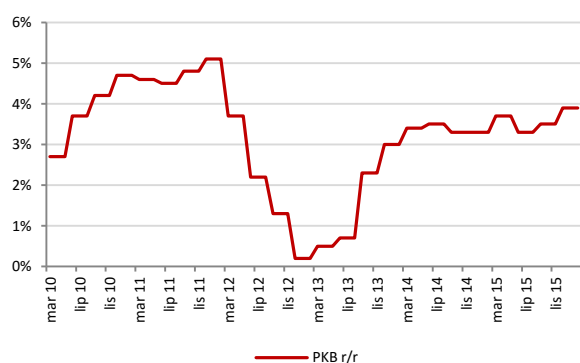
|                                    | 2014   | 2015   | 2016P  | suma   |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| W programie motywacyjnym           | 4,4    | 7,7    | 11,0   | 23,1   |
| Prognoza DM BDM                    | 5,3    | 12,5   | 15,6   | 33,5   |
| realizacja programu wg założeń BDM | 121,0% | 162,4% | 142,1% | 144,8% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## OTOCZENIE RYNKOWE

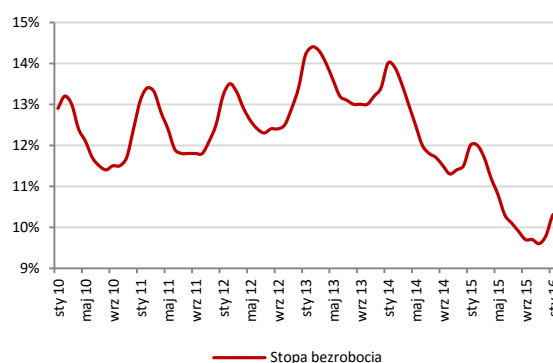
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost (w lutym wyniosła 3,9% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwanie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 15,5% r/r. Czynniki, które w następnych kwartałach powinny wspierać konsumpcję są stabilny wzrost PKB (w lutym wzrost o 3,9%) oraz rządowy program „500+”. Po kilku miesiącach spadku deflacji, w lutym odnotowano stopę na poziomie -0,8% (co oznacza obniżenie o 0,1 p.p. względem odczytu za styczeń). Spodziewamy się, że presja na ceny może się utrzymywać co najmniej do połowy 1H '15. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach utrzymuje się na stabilnym poziomie i wynosi obecnie 10,3% (odczyt za luty; bez zmian m/m).

**PKB**



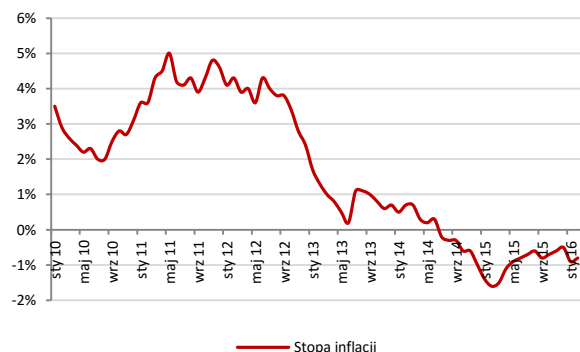
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

**Stopa bezrobocia**



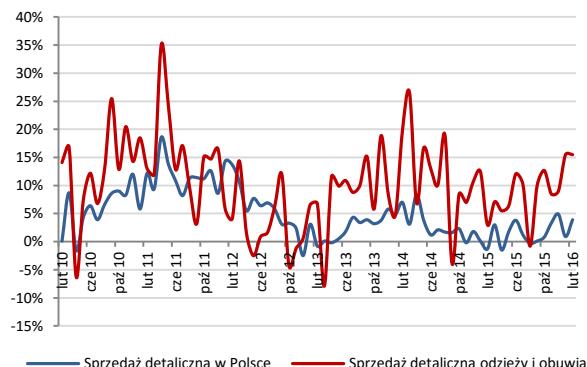
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

**Stopa inflacji**



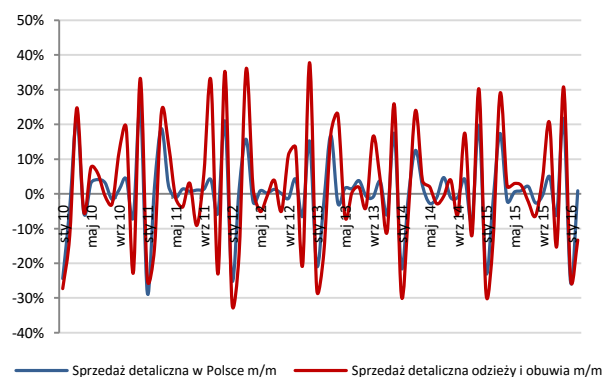
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

**Zmiana sprzedaży detalicznej r/r**



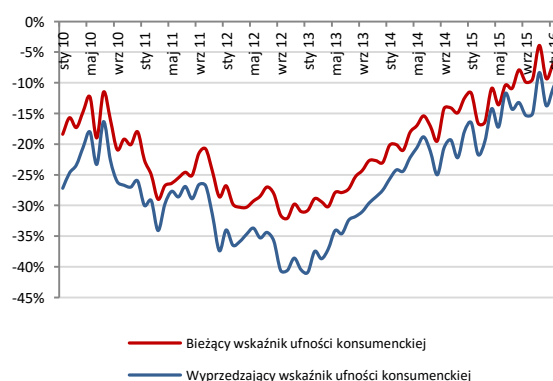
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

**Zmiana sprzedaży detalicznej m/m**



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

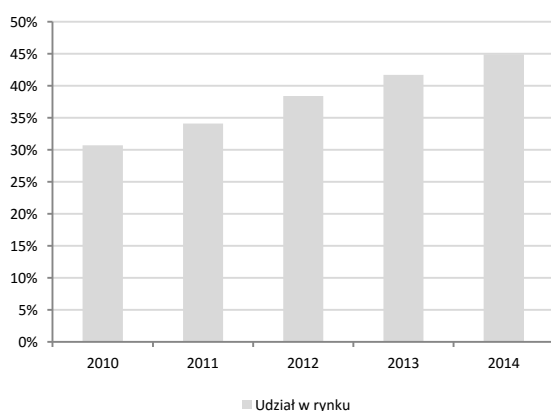
**Wskaźniki koniunktury konsumenckiej**



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

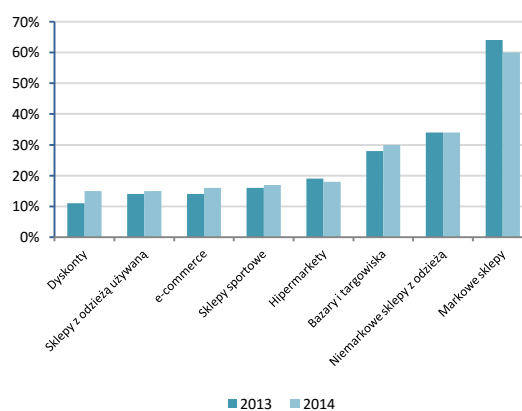
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w '15 był wart ok. 24,2 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 5,4% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. Jednocześnie ok. 45% podmiotów handlowych ocenia sytuację rynkową jako dobrą. 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). Warto zauważyć, że zmianie ulega tendencja rozwoju. Według ankiety PMR już tylko 55% badanych podmiotów planuje dalsze rozwijanie obecnej sieci, natomiast w poprzednim badaniu plan taki miało aż 87% ankietowanych. Jednocześnie aż 41% przedstawicieli firm zadeklarowało optymalizację sieci poprzez zamykanie lub relokację istniejących sklepów.

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

## PODATEK OD REALIZOWANEGO OBROTU

Jednym z postulatów programu wyborczego PiS było wprowadzenie podatku od sklepów wielkopowierzchniowych, który docelowo miał chronić polski handel. Pierwotna konstrukcja daniny miała objąć placówki, których powierzchnia przekraczałaby 250 mkw., a stawka płaconego podatku miała wynosić 2,0%. Taka konstrukcja spotkała się ze zdecydowanym sprzeciwem środowiska handlowego (głównym argumentem przeciw projektowi było nieadekwatne kryterium powierzchniowe – w analizach branżowych sklepy wielkopowierzchniowe mają co najmniej 400 mkw.). W ramach prac nad ustawą, Ministerstwo Finansów zdecydowało się na zmianę koncepcji. Ostatni projekt z początku lutego ([http://biznes.pap.pl/pl/news/all/info/1509538,projekt-ustawy-o-podatku-od-sprzedazy-detalicznej-\(dokument\)](http://biznes.pap.pl/pl/news/all/info/1509538,projekt-ustawy-o-podatku-od-sprzedazy-detalicznej-(dokument))) zakładał zróżnicowanie progów podatkowych w zależności od dnia handlu oraz od wysokości realizowanej sprzedaży w danym miesiącu.

### Zróżnicowanie stawek podatku

|                |           | Obrót miesięczny |           |              |
|----------------|-----------|------------------|-----------|--------------|
|                |           | <1,5 mln PLN     | 1,5<x<300 | >300 mln PLN |
| Dzień tygodnia | pon.-pt.  | 0,0%             | 0,7%      | 1,3%         |
|                | sob.-ndz. | 0,0%             | 1,3%      | 1,9%         |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

Ministerstwo Finansów zaproponowało także, aby podatkiem zostały objęte sieci franczyzowe. Zgodnie z projektem daninę miałyby obliczać, pobierać i wpłacać właściciele marki. Ustawodawca wskazał także, że w przypadku gdy franczyzodawca nie zrealizował ww. procedury, sprzedawca detaliczny może zapłacić podatek w części przypadającej na niego sprzedaży. Pomysł objęcia podatkiem podmiotów działających w formie franczyzy spotkał się ponownie ze sprzeciwem większości stowarzyszeń handlowych.

Podatkiem miałyby również zostać objęty segment e-commerce – w przypadku zakupu od podmiotu działającego zagranicą, przewoźnik byłby zobowiązany do uzyskania od wysyłającego oświadczenia o uiszczeniu podatku (lub podleganiu zwolnieniu). W przypadku braku spełnienia obowiązku, przewoźnik musiałby pobrać podatek od wysyłającego zgodnie z wartością przesyłki lub w ryczałtowej wys. 40 PLN.

Po zgłoszeniu uwag ze strony środowisk handlowych ministerstw <http://www.dlahandlu.pl/handel-wielkopowierzchniowy/ministerstwa-zglosily-swoje-uwagi-do-projektu-ustawy-od-sprzedazy-detalicznej-pobierz-opinie,49306.html> oraz UOKiK <http://www.dlahandlu.pl/handel-wielkopowierzchniowy/uokik-wydal-opinie-do-projektu-ustawy-od-sprzedazy-detalicznej-pobierz-pismo,49418.html>, MF pracuje nad nową koncepcją, która ma z jednej strony pozwolić na realizację jego głównych celów (wsparcie rodzimego handlu, wpływ na program 500+), a z drugiej nie spotka się z dezaprobatą handlowców i Komisji Europejskiej (wcześniej KE zanegowała podobny podatek na Węgrzech; jej zdaniem uderzał on w wolną konkurencję).

## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

| Bilans [mln PLN]                                        | 2013        | 2014        | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        | 2023        | 2024        | 2025        |
|---------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>                                    | <b>17,0</b> | <b>14,0</b> | <b>14,9</b> | <b>14,1</b> | <b>14,5</b> | <b>14,3</b> | <b>14,2</b> | <b>14,1</b> | <b>14,1</b> | <b>14,1</b> | <b>14,1</b> | <b>14,0</b> | <b>14,0</b> |
| 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        | 12,9        | 12,7        | 13,1        | 12,9        | 12,8        | 12,7        | 12,7        | 12,7        | 12,6        | 12,6        | 12,6        |
| Pozostałe aktywa trwałe                                 | 5,4         | 2,6         | 1,7         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         |
| <b>Aktywa obrotowe</b>                                  | <b>31,8</b> | <b>52,4</b> | <b>58,3</b> | <b>72,6</b> | <b>74,6</b> | <b>78,8</b> | <b>80,6</b> | <b>81,5</b> | <b>81,9</b> | <b>82,3</b> | <b>82,8</b> | <b>83,2</b> | <b>83,7</b> |
| Zapasy                                                  | 24,4        | 42,6        | 49,1        | 53,2        | 58,4        | 63,1        | 66,0        | 66,6        | 67,1        | 67,7        | 68,2        | 68,8        | 69,4        |
| Należności z tyt. dostaw i usług                        | 4,5         | 7,8         | 7,3         | 8,3         | 9,1         | 9,9         | 10,3        | 10,4        | 10,5        | 10,5        | 10,6        | 10,7        | 10,8        |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty                      | 2,2         | 1,2         | 1,2         | 10,4        | 6,3         | 5,0         | 3,5         | 3,7         | 3,5         | 3,3         | 3,1         | 2,9         | 2,7         |
| Pozostałe aktywa obrotowe                               | 0,7         | 0,7         | 0,8         | 0,8         | 0,8         | 0,8         | 0,8         | 0,8         | 0,8         | 0,8         | 0,8         | 0,8         | 0,8         |
| <b>Aktywa razem</b>                                     | <b>48,8</b> | <b>66,4</b> | <b>73,2</b> | <b>86,8</b> | <b>89,1</b> | <b>93,1</b> | <b>94,8</b> | <b>95,6</b> | <b>96,0</b> | <b>96,4</b> | <b>96,8</b> | <b>97,3</b> | <b>97,7</b> |
| <b>Kapitał (fundusz) własny</b>                         | <b>20,8</b> | <b>26,4</b> | <b>39,7</b> | <b>56,2</b> | <b>60,8</b> | <b>67,3</b> | <b>71,6</b> | <b>72,2</b> | <b>72,4</b> | <b>72,6</b> | <b>72,9</b> | <b>73,1</b> | <b>73,4</b> |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>                      | <b>0,4</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,9</b>  | <b>0,9</b>  | <b>0,9</b>  | <b>0,9</b>  | <b>0,9</b>  | <b>0,9</b>  | <b>0,9</b>  | <b>0,9</b>  | <b>0,9</b>  | <b>0,9</b>  | <b>0,9</b>  |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>                     | <b>26,1</b> | <b>38,8</b> | <b>32,0</b> | <b>29,0</b> | <b>26,7</b> | <b>24,3</b> | <b>21,7</b> | <b>21,9</b> | <b>22,1</b> | <b>22,3</b> | <b>22,5</b> | <b>22,6</b> | <b>22,8</b> |
| Zobowiązania handlowe                                   | 25,5        | 31,8        | 14,8        | 14,7        | 15,9        | 16,8        | 17,8        | 18,0        | 18,1        | 18,3        | 18,5        | 18,7        | 18,9        |
| Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe                  | 0,6         | 7,0         | 17,2        | 14,3        | 10,9        | 7,4         | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,0         | 4,0         |
| Pozostałe                                               | 1,4         | 0,9         | 0,6         | 0,6         | 0,6         | 0,6         | 0,6         | 0,6         | 0,6         | 0,6         | 0,6         | 0,6         | 0,6         |
| <b>Pasywa razem</b>                                     | <b>48,8</b> | <b>66,4</b> | <b>73,2</b> | <b>86,8</b> | <b>89,1</b> | <b>93,1</b> | <b>94,8</b> | <b>95,6</b> | <b>96,0</b> | <b>96,4</b> | <b>96,8</b> | <b>97,3</b> | <b>97,7</b> |
|                                                         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>                | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025</b> |
| Przychody netto ze sprzedaży                            | 85,3        | 103,9       | 130,8       | 156,9       | 176,7       | 196,7       | 207,6       | 209,7       | 211,8       | 213,9       | 216,1       | 218,2       | 220,4       |
| Koszty produktów, towarów i materiałów                  | 42,1        | 50,3        | 61,5        | 73,4        | 82,4        | 91,1        | 95,4        | 95,9        | 96,9        | 97,9        | 98,8        | 99,8        | 100,8       |
| Zysk brutto ze sprzedaży                                | 43,2        | 53,5        | 69,3        | 83,5        | 94,3        | 105,6       | 112,2       | 113,8       | 114,9       | 116,0       | 117,2       | 118,4       | 119,6       |
| Koszty sprzedaży                                        | 35,9        | 41,3        | 48,5        | 56,7        | 63,3        | 69,9        | 73,4        | 74,1        | 74,9        | 75,6        | 76,4        | 77,1        | 77,9        |
| Koszty zarządu                                          | 5,9         | 4,7         | 4,9         | 5,2         | 5,8         | 6,4         | 6,7         | 6,8         | 6,8         | 6,9         | 7,0         | 7,0         | 7,1         |
| Podatek od obrotu                                       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 1,0         | 2,1         | 2,3         | 2,4         | 2,5         | 2,5         | 2,5         | 2,5         | 2,6         | 2,6         |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej               | -0,1        | -1,1        | -1,5        | -1,3        | -1,4        | -1,6        | -1,7        | -1,7        | -1,7        | -1,7        | -1,7        | -1,7        | -1,8        |
| EBITDA                                                  | 4,1         | 9,2         | 17,6        | 23,0        | 25,4        | 29,2        | 31,7        | 32,4        | 32,7        | 32,9        | 33,2        | 33,5        | 33,8        |
| EBIT                                                    | 1,3         | 6,4         | 14,3        | 19,3        | 21,7        | 25,4        | 28,0        | 28,7        | 29,0        | 29,3        | 29,6        | 29,9        | 30,2        |
| Saldo działalności finansowej                           | -1,0        | -1,4        | -0,8        | -0,7        | -0,6        | -0,5        | -0,3        | -0,2        | -0,3        | -0,3        | -0,3        | -0,3        | -0,3        |
| Zysk (strata) brutto                                    | 0,3         | 5,0         | 13,5        | 18,6        | 21,1        | 24,9        | 27,7        | 28,5        | 28,7        | 29,0        | 29,3        | 29,6        | 29,9        |
| Zysk (strata) netto                                     | 1,0         | 5,3         | 12,5        | 15,6        | 17,1        | 20,2        | 22,4        | 23,1        | 23,3        | 23,5        | 23,7        | 24,0        | 24,2        |
|                                                         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025</b> |
| Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej          | 4,8         | -2,3        | 16,1        | 14,7        | 16,5        | 20,0        | 24,0        | 26,5        | 26,8        | 27,0        | 27,2        | 27,4        | 27,7        |
| Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej        | 3,3         | 0,2         | -2,3        | -3,5        | -4,1        | -3,6        | -3,6        | -3,6        | -3,6        | -3,6        | -3,6        | -3,6        | -3,6        |
| Przepływy pieniężne z działalności finansowej           | -6,6        | 1,1         | -13,9       | -2,0        | -16,5       | -17,6       | -21,9       | -22,7       | -23,3       | -23,5       | -23,8       | -24,0       | -24,2       |
| Przepływy pieniężne netto                               | 1,4         | -1,0        | 0,0         | 9,2         | -4,1        | -1,3        | -1,5        | 0,2         | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        |
| Środki pieniężne na początek okresu                     | 0,8         | 2,2         | 1,2         | 1,2         | 10,4        | 6,3         | 5,0         | 3,5         | 3,7         | 3,5         | 3,3         | 3,1         | 2,9         |
| Środki pieniężne na koniec okresu                       | 2,2         | 1,2         | 1,2         | 10,4        | 6,3         | 5,0         | 3,5         | 3,7         | 3,5         | 3,3         | 3,1         | 2,9         | 2,7         |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wskaźniki rynkowe**

| <b>Dane finansowe</b>         | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025</b> |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody zmiana r/r          | 3,9%        | 1,7%        | 26,0%       | 19,9%       | 12,7%       | 11,3%       | 5,5%        | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        |
| EBITDA zmiana r/r             | -1,6%       | -49,8%      | 90,8%       | 30,7%       | 10,4%       | 15,0%       | 8,6%        | 2,2%        | 0,8%        | 0,9%        | 0,9%        | 0,9%        | 0,9%        |
| EBIT zmiana r/r               | -           | 397,9%      | 124,2%      | 34,7%       | 12,5%       | 17,1%       | 10,0%       | 2,6%        | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        |
| Zysk netto zmiana r/r         | -           | 433,6%      | 134,8%      | 25,0%       | 9,6%        | 17,9%       | 11,1%       | 2,7%        | 0,9%        | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        |
| Marża brutto na sprzedaży     | 50,7%       | 51,5%       | 53,0%       | 53,2%       | 53,4%       | 53,7%       | 54,0%       | 54,2%       | 54,2%       | 54,2%       | 54,2%       | 54,2%       | 54,2%       |
| Marża EBITDA                  | 4,8%        | 8,9%        | 13,5%       | 14,7%       | 14,4%       | 14,8%       | 15,3%       | 15,5%       | 15,4%       | 15,4%       | 15,4%       | 15,4%       | 15,3%       |
| Marża EBIT                    | 1,5%        | 6,2%        | 11,0%       | 12,3%       | 12,3%       | 12,9%       | 13,5%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       |
| Marża brutto                  | 0,4%        | 4,8%        | 10,3%       | 11,8%       | 12,0%       | 12,7%       | 13,3%       | 13,6%       | 13,6%       | 13,6%       | 13,6%       | 13,6%       | 13,6%       |
| Marża netto                   | 1,2%        | 5,1%        | 9,6%        | 10,0%       | 9,7%        | 10,3%       | 10,8%       | 11,0%       | 11,0%       | 11,0%       | 11,0%       | 11,0%       | 11,0%       |
| ROE                           | 4,8%        | 20,2%       | 31,5%       | 27,8%       | 28,2%       | 30,0%       | 31,3%       | 31,9%       | 32,1%       | 32,3%       | 32,6%       | 32,8%       | 33,0%       |
| ROA                           | 2,0%        | 8,0%        | 17,1%       | 18,0%       | 19,2%       | 21,7%       | 23,7%       | 24,1%       | 24,2%       | 24,4%       | 24,5%       | 24,6%       | 24,8%       |
| Dług                          | 0,7         | 5,4         | 13,2        | 10,3        | 6,9         | 3,4         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| D/(D+E)                       | 3,1%        | 17,1%       | 25,0%       | 15,5%       | 10,2%       | 4,9%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| D/E                           | 3,2%        | 20,6%       | 33,4%       | 18,4%       | 11,3%       | 5,1%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Odsetki / EBIT                | 76,2%       | 22,9%       | 5,9%        | 3,9%        | 3,4%        | 2,3%        | 1,2%        | 1,0%        | 1,1%        | 1,1%        | 1,1%        | 1,1%        | 1,1%        |
| Dług / Kapitał własny         | 3,2%        | 20,6%       | 33,4%       | 18,4%       | 11,3%       | 5,1%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Dług netto                    | -1,5        | 4,2         | 12,1        | 0,0         | 0,6         | -1,5        | -3,5        | -3,7        | -3,5        | -3,3        | -3,1        | -2,9        | -2,7        |
| Dług netto / Kapitał własny   | -7,4%       | 16,0%       | 30,4%       | 0,0%        | 1,1%        | -2,2%       | -4,8%       | -5,1%       | -4,8%       | -4,6%       | -4,3%       | -4,0%       | -3,7%       |
| Dług netto / EBITDA           | -37,3%      | 45,9%       | 68,5%       | -0,1%       | 2,5%        | -5,2%       | -10,9%      | -11,4%      | -10,7%      | -10,1%      | -9,4%       | -8,6%       | -7,9%       |
| Dług netto / EBIT             | -120,0%     | 66,3%       | 84,1%       | -0,1%       | 3,0%        | -5,9%       | -12,4%      | -12,9%      | -12,1%      | -11,3%      | -10,5%      | -9,7%       | -8,9%       |
| EV                            | 245,1       | 250,9       | 258,7       | 246,6       | 247,3       | 245,1       | 243,2       | 243,0       | 243,1       | 243,3       | 243,5       | 243,8       | 244,0       |
| Dług / EV                     | 0,3%        | 2,2%        | 5,1%        | 4,2%        | 2,8%        | 1,4%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| CAPEX / Przychody             | 3,4%        | 2,7%        | 2,3%        | 2,2%        | 2,3%        | 1,8%        | 1,8%        | 1,7%        | 1,7%        | 1,7%        | 1,7%        | 1,7%        | 1,7%        |
| CAPEX / Amortyzacja           | 100,6%      | 98,2%       | 90,9%       | 95,3%       | 110,2%      | 95,2%       | 97,4%       | 98,2%       | 98,8%       | 99,2%       | 99,5%       | 99,7%       | 99,8%       |
| Amortyzacja / Przychody       | 3,3%        | 2,7%        | 2,5%        | 2,4%        | 2,1%        | 1,9%        | 1,8%        | 1,8%        | 1,7%        | 1,7%        | 1,7%        | 1,7%        | 1,7%        |
| Zmiana KO / Przychody         | 2,8%        | -13,1%      | -17,5%      | -3,3%       | -2,8%       | -2,3%       | -1,2%       | -0,2%       | -0,2%       | -0,2%       | -0,2%       | -0,2%       | -0,2%       |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 15,9%       | -73,2%      | -85,0%      | -20,0%      | -24,7%      | -22,6%      | -22,2%      | -21,6%      | -21,5%      | -21,5%      | -21,4%      | -21,4%      | -21,3%      |
| <b>Wskaźniki rynkowe*</b>     | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025</b> |
| MC/S                          | 2,9         | 2,4         | 1,9         | 1,6         | 1,4         | 1,3         | 1,2         | 1,2         | 1,2         | 1,2         | 1,1         | 1,1         | 1,1         |
| P/E                           | 247,1       | 46,3        | 19,7        | 15,8        | 14,4        | 12,2        | 11,0        | 10,7        | 10,6        | 10,5        | 10,4        | 10,3        | 10,2        |
| P/BV                          | 11,8        | 9,3         | 6,2         | 4,4         | 4,1         | 3,7         | 3,4         | 3,4         | 3,4         | 3,4         | 3,4         | 3,4         | 3,4         |
| P/CE                          | 76,7        | 37,8        | 18,0        | 9,5         | 10,6        | 9,8         | 9,5         | 9,2         | 9,2         | 9,2         | 9,2         | 9,2         | 9,2         |
| EV/EBITDA                     | 59,4        | 27,2        | 14,7        | 10,7        | 9,7         | 8,4         | 7,7         | 7,5         | 7,4         | 7,4         | 7,3         | 7,3         | 7,2         |
| EV/EBIT                       | 190,9       | 39,2        | 18,0        | 12,8        | 11,4        | 9,6         | 8,7         | 8,5         | 8,4         | 8,3         | 8,2         | 8,2         | 8,1         |
| EV/S                          | 2,9         | 2,4         | 2,0         | 1,6         | 1,4         | 1,2         | 1,2         | 1,2         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         |
| BVPS                          | 0,3         | 0,4         | 0,5         | 0,7         | 0,8         | 0,9         | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         |
| EPS                           | 0,0         | 0,1         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         |
| CEPS                          | 0,0         | 0,1         | 0,2         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         |
| Dywidenda [mln PLN]           | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 12,5        | 13,7        | 18,2        | 22,4        | 23,1        | 23,3        | 23,5        | 23,7        | 24,0        |
| DPS                           | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,17        | 0,18        | 0,24        | 0,30        | 0,31        | 0,31        | 0,31        | 0,32        | 0,32        |
| Dyield                        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 5,1%        | 5,6%        | 7,4%        | 9,1%        | 9,3%        | 9,4%        | 9,5%        | 9,6%        | 9,7%        |
| Payout ratio                  | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 80,0%       | 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 3,29 PLN; \*wskaźniki rynkowe liczone dla 75,0 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   | 2,98          | Redukuj                 | 2,77                     | 11.04.2016 | 3,29 | 47 556 |
| 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 2Q'16:

|          |   |      |
|----------|---|------|
| Kupuj    | 0 | 0%   |
| Akumuluj | 0 | 0%   |
| Trzymaj  | 0 | 0%   |
| Redukuj  | 1 | 100% |
| 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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić 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 portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatkowej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatkowej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 11.04.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 14.04.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały ujawnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez 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.

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 11.04.2016 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 zająć 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.