



Dom Maklerski BDM S.A.

BYTOM

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

WYCENA 3,23 PLN

01 SIERPNIA 2016, 11:59 CEST

Po ostatnich spadkach, obecne pułapy kursu Bytomia uważamy za atrakcyjne. Naszym zdaniem pierwsze oznaki poprawy wyników mogą być widoczne już w odczycie sprzedaży za lipiec. W kolejnych miesiącach zarząd spółki planuje wprowadzić zaktualizowaną strategię rozwoju, która powinna przynieść pozytywne rezultaty. Detalista zamierza skupić się przede wszystkim na odbudowie (i dalszym utrzymaniu) pierwszej marży, co ma być efektem lepszego miks asortymentowego (m.in. poprzez dostosowanie asortymentu do decyzji zakupowych klientów). Po drugie Bytom planuje powrócić do wcześniejszych akcji promocyjnych, które w '15 przyniosły bardzo dobre rezultaty. Dodatkowo otwierane mają być tzw. wyspy w najlepszych galeriach handlowych, które powinny być mocnym wsparciem sprzedaży. Jednym z celów jest również mocniejsze wejście w kanał sprzedaży internetowej, który obecnie odpowiada za ok. 4% obrotów (w przypadku Vistuli jest to ok. 9%). Wsparciem dla wyników spółki mogą być poprawiające się odczyty makro (spadek bezrobocia; wzrost sprzedaży detalicznej w ostatnich 3 miesiącach mieścił się w przedziale 14-18% r/r). Zaletą grupy na tle innych detalistów jest także mała ekspozycja na koszty dolarowe (ok. 20% dostaw). Spodziewamy się również, że pierwsza dywidenda pojawi się już w '17 (w modelu przyjmujemy wypłatę 50% zysku netto). Zwracamy uwagę, że przy bieżącej wycenie Bytom jest notowany z dyskontem względem mniejszych detalistów (w odniesieniu do Vistuli dyskonto dla EV/EBITDA w latach 2016-17 wynosi 12-13%). Dlatego też decydujemy się na zmianę zalecenia na Akumuluj, podnosząc jednocześnie cenę docelową do 3,23 PLN/akcję.

Bytom opublikował miesięczne dane sprzedażowe za 2Q'16, z których wynika, że skonsolidowane przychody (z uwzględnieniem refaktur) mogły być bliskie 40,0 mln PLN, co implikuje wzrost sprzedaży o 6,6 mln PLN. Szacujemy, że pierwsza marża obniżyła się o 0,4 p.p. r/r do 55,6%. Na poziomie EBITDA liczymy na wzrost wyniku do 7,6 mln PLN (wzrost o 1,0 mln PLN). Według naszych założeń 2Q'16 może się zamknąć z 5,7 mln PLN zysku netto (rok wcześniej był bliski 5,3 mln PLN). W perspektywie kolejnych kwartałów oczekujemy powrotu do zwiększonej dynamiki wzrostu wyników, co będzie wynikać z aktualizacji strategii. Rozbudowa sieci sklepów powinna pozwolić na wzrost przychodów do 156,9 mln PLN. Jednocześnie zakładamy, że marża brutto wyniesie 53,1% (+0,1 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.

W długim terminie spodziewamy się, że Bytom zakończy plan inwestycyjny na poziomie 15,0 tys. mkw. powierzchni handlowej (w roku 2018). W modelu przyjmujemy, że spółka zacznie jednak dzielić się zyskiem z akcjonariuszami wcześniej (w '17 zakładamy wypłatę 50% wyniku netto). W dłuższej perspektywie nie wykluczamy, że Bytom uruchomi/przejmie drugi koncept, co byłoby istotnym wsparciem dla wyników spółki, jednak mogłoby to mieć miejsce nie wcześniej niż w 2H'17.

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	85,3	103,9	130,8	156,9	182,3	206,8
EBITDA [mln PLN]	4,1	9,2	17,6	23,3	26,8	30,7
EBIT [mln PLN]	1,3	6,4	14,3	19,3	22,8	26,5
Wynik netto [mln PLN]	1,0	5,3	12,5	15,6	17,8	21,1
P/BV*	10,2	8,0	5,3	3,8	3,2	2,8
P/E*	212,6	39,8	17,0	13,6	11,9	10,1
EV/EBITDA*	51,0	23,5	12,7	9,3	8,0	6,9
EV/EBIT*	164,0	33,9	15,6	11,3	9,5	8,0
DPS*	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,14

*wskaźniki liczone przy założeniu 75,0 mln akcji

Wycena końcowa [PLN]	3,23
Potencjał do wzrostu / spadku	+14%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	2,83
Kapitalizacja [mln PLN]	212,2
Ilość akcji [mln. szt.]	71,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	3,77
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	2,58
Stopa zwrotu za 3 mc	-11,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	+6,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-10,2%
Akcjonariat (% głosów)*:	
Forum X FIZ	16,4%
Jan Pilch	12,0%
ING PTE	9,9%
ING TFI	9,0%
BZ WBK TFI	6,9%
Michał Wójcik	2,1%
Pozostali	43,7%

*bez efektu przyszłej wymiany warrantów na akcje Bytomia

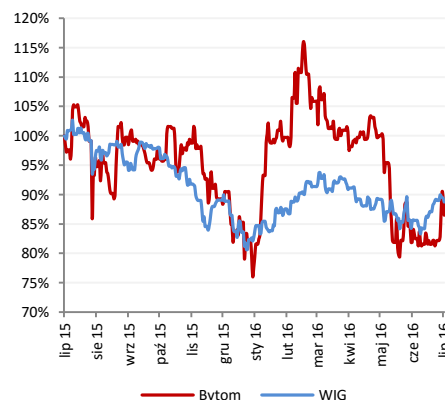
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	9
WYNIKI ZA 1Q'2016	10
WYNIKI SPÓŁEK ODZIEŻOWYCH W 1Q'16.....	12
PROGNOZA NA 2Q'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 3,36 PLN, natomiast metoda porównawcza dała wartość 1 akcji równą 3,03 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 241,8 mln PLN, czyli **3,23 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

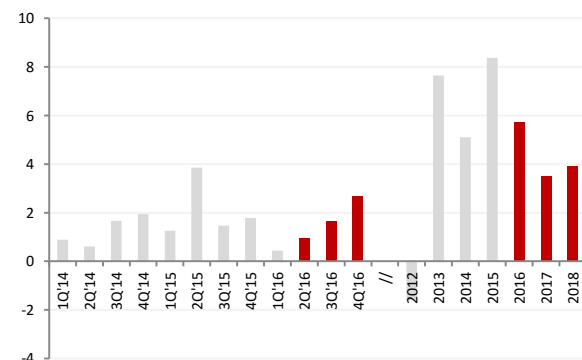
		mln PLN	PLN
A	Wycena DCF	251,6	3,36
B	Wycena porównawcza	227,1	3,03
C = (60%*A + 40%*B)	Wycena końcowa	241,8	3,23

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Bytom opublikował miesięczne dane sprzedażowe za 2Q'16, z których wynika, że skonsolidowane przychody (z uwzględnieniem re faktur) mogły być bliskie 40,0 mln PLN, co implikuje wzrost sprzedaży o 6,6 mln PLN. Szacujemy, że pierwsza marża obniżyła się o 0,4 p.p. r/r do 55,6%. Na poziomie EBITDA liczymy na wzrost wyniku do 7,6 mln PLN (wzrost o 1,0 mln PLN). Według naszych założeń 2Q'16 może się zamknąć z 5,7 mln PLN zysku netto (rok wcześniej był bliski 5,3 mln PLN). W perspektywie kolejnych kwartałów oczekujemy powrotu do zwiększonej dynamiki wzrostu wyników, co będzie wynikać z aktualizacji strategii. Rozbudowa sieci sklepów powinna pozwolić na wzrost przychodów do 156,9 mln PLN. Jednocześnie zakładamy, że marża brutto wyniesie 53,1% (+0,1 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.

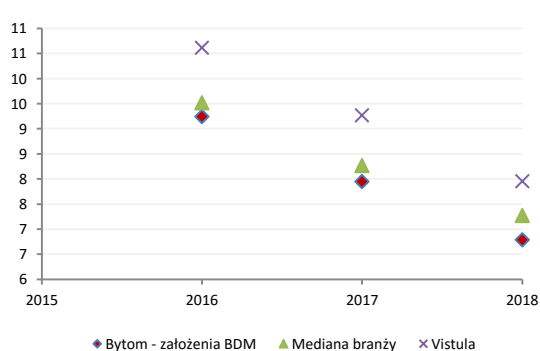
W ostatnim czasie kurs Bytomia istotnie spadł, co w naszej ocenie było efektem kilku czynników. Przede wszystkim lekko rozczarowujące były odczyty sprzedażowe, gdzie dynamika przychodów była niższa od tempa rozbudowy sieci. Po drugie pojawiła się podaż akcji ze strony prezesa spółki, a dodatkowo WZA nie przyjęło proponowanego programu motywacyjnego. Uważamy, że w kolejnych miesiącach powinny być widoczne efekty nowej strategii, którą zarząd zamierza wprowadzić we wrześniu. Przede wszystkim spółka zamierza położyć większy nacisk na produkty z wyższą marżą oraz powrócić do aktywniejszej polityki marketingowo-promocyjnej. Ponadto Bytom planuje rozwinąć sieć „wysp” w największych galeriach handlowych oraz mocniej wejść w segment sprzedaży internetowej (obecnie e-commerce odpowiada za ok. 4% obrotu, docelowo udział ma wzrosnąć do 8-9%). Przy obecnych pułapach cenowych spółka wydaje się być również atrakcyjna w ujęciu wskaźnikowym – po raz pierwszy od dłuższego czasu jest notowana z dyskontem względem mniejszych detalistów (względem Vistuli dyskonto wynosi 12-13% w przypadku wskaźnika EV/EBITDA w latach 2016-17). Zwracamy także uwagę, że bardzo prawdopodobna jest wypłata dywidendy (w modelu przyjmujemy 50% zysku netto). Mając na względzie powyższe czynniki **decydujemy się podnieść cenę docelową do 3,23 PLN/akcję, zmieniając jednocześnie zalecenie z Redukuj na Akumuluj**. Obecnie spółka jest handlowana wg naszych założeń na lata 2016/17 dla EV/EBITDA rzędu 9,3-8,0x.

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 dzięki zaktualizowanej strategii spółka będzie w stanie utrzymać marżę brutto na poziomie 53-54%. Jednocześnie liczymy, że rentowność EBITDA w latach 2016-17 podniesie się do pułapu 15%.
- Zakładamy, że w latach 2016-18 Bytom otworzy łącznie 16 sklepów, co pozwoli na wzrost powierzchni sieci do 15,0 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 i mocniejszym rozwinięciu kanału internetowego.
- W naszym modelu przyjęliśmy długoterminowy wzrost przychodów z mkw. na poziomie 1,0%.
- W modelu przyjmujemy, że od 2017 roku Bytom zacznie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami i wprowadzi stałą politykę dywidendową (o ile nie zostanie uruchomiona druga marka).
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązań 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 2025 roku na poziomie 1,0%. Utrzymujemy ją względem poprzedniego raportu ze względu na brak konkretnych informacji i związanych 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 01.08.2016.

Metoda DCF dała wartość spółki Bytom na poziomie 251,6 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 3,36 PLN.

Model DCF

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	156,9	182,3	206,8	219,0	221,2	223,4	225,7	227,9	230,2	232,5
EBIT [mln PLN]	19,3	22,8	26,5	28,3	29,2	29,5	29,8	30,1	30,4	30,7
Stopa podatkowa	15%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	5,6	5,7	5,7	5,8	5,8
NOPLAT [mln PLN]	16,4	18,5	21,5	22,9	23,7	23,9	24,1	24,4	24,6	24,9
Amortyzacja [mln PLN]	4,0	4,0	4,2	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
CAPEX [mln PLN]	-4,7	-4,6	-3,5	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-7,4	-7,1	-6,4	-1,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
FCF [mln PLN]	8,2	10,8	15,8	21,4	23,3	23,5	23,7	23,9	24,1	24,4
DFCF [mln PLN]	8,0	9,6	12,9	16,0	16,0	14,8	13,7	12,7	11,8	10,9
Suma DFCF [mln PLN]	126,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	307,4				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%					
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	137,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	263,7									
Dług netto [mln PLN]	12,1									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	251,6									
Ilość akcji [mln szt.]	75,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	3,36									

Przychody zmiana r/r	19,9%	16,2%	13,4%	5,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	34,9%	17,8%	16,4%	6,7%	3,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
FCF zmiana r/r	-188,3%	31,1%	46,2%	35,2%	9,0%	0,8%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%
Marża EBITDA	14,9%	14,7%	14,9%	14,7%	15,0%	15,0%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%
Marża EBIT	12,3%	12,5%	12,8%	12,9%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
Marża NOPLAT	10,4%	10,1%	10,4%	10,5%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
CAPEX / Przychody	3,0%	2,5%	1,7%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
CAPEX / Amortyzacja	118,1%	114,2%	83,1%	95,8%	97,1%	98,0%	98,7%	99,1%	99,4%	99,6%
Zmiana KO / Przychody	-4,7%	-3,9%	-3,1%	-0,8%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-28,4%	-27,8%	-26,0%	-14,2%	-22,7%	-22,6%	-22,6%	-22,5%	-22,5%	-22,4%

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	89,1%	93,4%	97,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	10,9%	6,6%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,5%	8,7%	8,9%	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	3,57	3,70	3,84	4,01	3,93	4,44	4,70	5,03	5,42
	0,8	3,34	3,45	3,58	3,72	3,88	4,07	4,29	4,55	4,86
	0,9	3,14	3,24	3,34	3,47	3,60	3,76	3,94	4,15	4,40
	1,0	2,96	3,04	3,14	3,24	3,36	3,49	3,64	3,81	4,02
	1,1	2,80	2,87	2,95	3,04	3,14	3,25	3,38	3,52	3,69
	1,2	2,65	2,71	2,78	2,86	2,95	3,04	3,15	3,27	3,41
	1,3	2,52	2,57	2,63	2,70	2,77	2,86	2,95	3,05	3,17

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%	3,82	3,97	4,15	4,35	4,59	4,87	5,20	5,61	6,12
	4,00%	3,34	3,45	3,58	3,72	3,88	4,07	4,29	4,55	4,86
	5,00%	2,96	3,04	3,14	3,24	3,36	3,49	3,64	3,81	4,02
	6,00%	2,65	2,71	2,78	2,86	2,95	3,04	3,15	3,27	3,41
	7,00%	2,39	2,44	2,50	2,55	2,62	2,69	2,77	2,86	2,96
	8,00%	2,18	2,22	2,26	2,30	2,35	2,41	2,47	2,53	2,61
	9,00%	1,99	2,02	2,06	2,09	2,13	2,17	2,22	2,27	2,33

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%	5,46	5,14	4,85	4,59	4,35	4,14	3,94	3,77	3,60
	4,00%	4,76	4,43	4,14	3,88	3,66	3,45	3,27	3,10	2,95
	5,00%	4,21	3,88	3,60	3,36	3,14	2,95	2,77	2,62	2,48
	6,00%	3,77	3,45	3,18	2,95	2,74	2,56	2,40	2,26	2,13
	7,00%	3,40	3,10	2,84	2,62	2,43	2,26	2,11	1,98	1,86
	8,00%	3,10	2,81	2,56	2,35	2,17	2,01	1,88	1,75	1,64
	9,00%	2,84	2,56	2,33	2,13	1,96	1,81	1,68	1,57	1,47

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

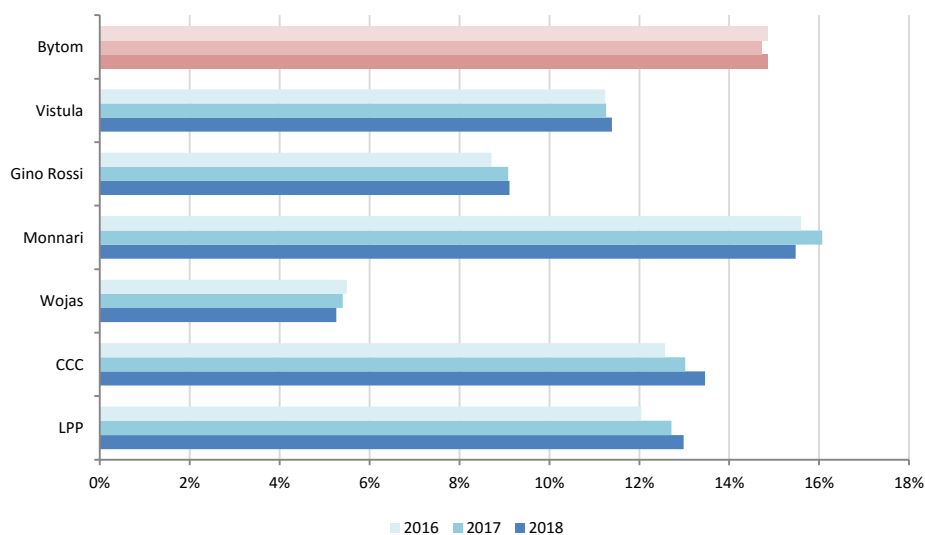
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-18 dla wybranych spółek z branży odzieżowej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty krajowe, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Bytomia. Analizę oparliśmy na trzech wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy wagę 30/70). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Bytom metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **3,03 PLN**.

Wycena porównawcza spółek odzieżowych

	P/E			EV/EBITDA		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Vistula	17,0	14,4	12,4	10,6	9,3	8,0
Gino Rossi	13,2	10,7	8,6	7,5	6,3	5,3
Monnari	14,0	12,1	11,6	9,0	7,3	6,6
Wojas	22,3	18,9	17,1	10,0	9,7	9,1
Mediana	15,5	13,3	12,0	9,5	8,3	7,3
Bytom	13,7	12,0	10,2	9,4	8,1	6,9
Premia/dyskonto względem grupy	-12,4%	-10,3%	-15,8%	-1,9%	-2,9%	-5,7%
Premia/dyskonto względem Vistuli	-20,0%	-17,4%	-18,6%	-12,0%	-13,4%	-13,7%
Wycena wg wskaźnika	3,23	3,16	3,36	2,89	2,92	3,00
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników	3,25			2,93		
Waga wskaźnika	30%			70%		
Wycena 1 akcji [PLN]	3,03					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA spółek odzieżowych



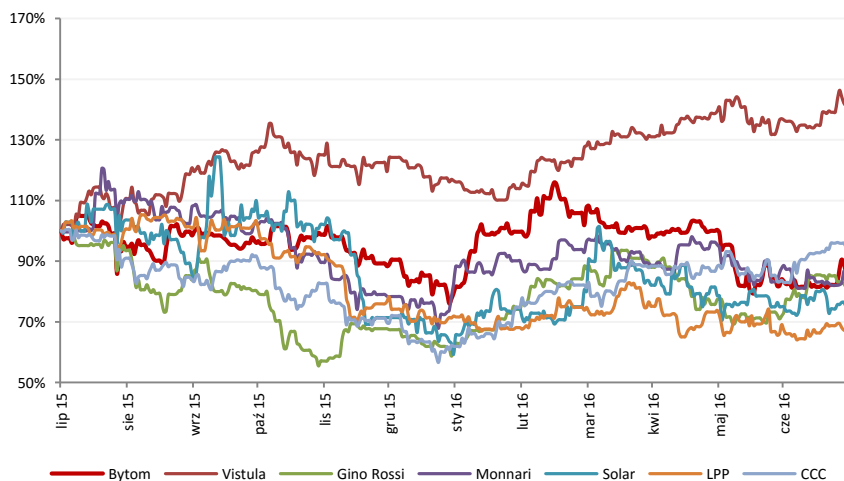
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle WIG i sWIG80



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W ciągu ostatniego kwartału kurs akcji Bytomia stracił blisko 12%, co było efektem problemów ze sprzedażą i podażą akcji ze strony prezesa.

W ostatnim kwartale gorzej od akcji Bytomia zachowywał się jedynie kurs LPP.

Najlepszym typem inwestycyjnym były walory głównego konkurenta spółki – Vistuli.

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 (daniną miały być objęte sklepy o powierzchni przekraczającej 250 mkw., stawka podatkowa miała wynosić 2%). Następny projekt ustawy zakładał jednak, że podatek będzie dotyczył wszystkie podmioty, które przekroczą miesięczny obrót w wys. 1,5 mln PLN. Ostatecznie przyjęto koncepcję z kwotą wolną od podatku w wys. 17 mln PLN/miesięcznie, co tym samym powoduje, że Bytom nie powinien zostać obciążony daniną w okresie 2016-17. Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 22.

▪ **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 1Q'16 Bytom posiadał 98 placówek o łącznej powierzchni 10,6 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 1Q'2016

Wyniki Bytomia w 1Q'16 były lepsze r/r. Przychody ze sprzedaży wzrosły do 30,7 mln PLN (+17,2% r/r). Jednocześnie spółka poprawiła marżę brutto do poziomu 50,3% (+0,8 p.p. r/r). Znaczna poprawa była zauważalna na poziomie EBITDA, która wyniosła 1,6 mln PLN (w minionym roku 1,2 mln PLN zysku; +36% r/r). Ujemne saldo finansowe przełożyło się na spadek wyniku brutto, jednak dzięki oszczędnościom podatkowym jednostkowy wynik netto był zbliżony r/r i wyniósł 0,5 mln PLN.

W ujęciu segmentowym za zdecydowaną większość przychodów i wyników spółki odpowiada sprzedaż detaliczna. W 1Q'16 segment wygenerował ok. 28,9 mln PLN obrotów, co oznacza wzrost o 6,3 mln PLN. Wynika to głównie z rozwoju sieci (powierzchnia handlowa zwiększyła się o blisko 2,1 tys. mkw. r/r), przychód jednostkowy na mkw. ukształtował się na zbliżonym poziomie (2,8 tys. PLN/mkw.). Lepsza była również marża segmentu – wynik był bliiski 5,5 mln PLN (+0,3 mln PLN r/r). W segmencie hurtowym Bytom wypracował niższe przychody niż przed rokiem (ok. 1,1 mln PLN).

Wyniki Bytom za 1Q'16[mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	dynamika 1Q'16/1Q'15
Przychody	21,0	25,0	26,7	31,1	26,2	33,4	32,3	38,8	30,7	17,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	9,9	13,6	13,3	16,7	13,0	18,7	16,8	20,8	15,5	19,2%
EBITDA	-0,1	2,8	2,6	3,9	1,2	6,6	4,0	5,7	1,6	36,0%
EBIT	-0,7	2,1	1,9	3,2	0,4	5,8	3,2	4,8	0,6	35,7%
Wynik brutto	-0,9	1,9	1,4	2,6	0,7	5,3	2,9	4,6	0,5	-30,1%
Wynik netto	-0,9	2,1	1,5	2,7	0,5	5,3	2,9	3,8	0,5	-2,4%
marża brutto ze sprzedaży	47,2%	54,4%	49,9%	53,6%	49,5%	56,0%	52,0%	53,5%	50,3%	
marża EBITDA	-	11,1%	9,6%	12,6%	4,6%	19,8%	12,5%	14,7%	5,3%	
marża EBIT	-	8,2%	7,0%	10,2%	1,7%	17,5%	10,0%	12,3%	2,0%	
marża netto	-	8,3%	5,4%	8,8%	1,9%	15,8%	8,8%	9,9%	1,6%	

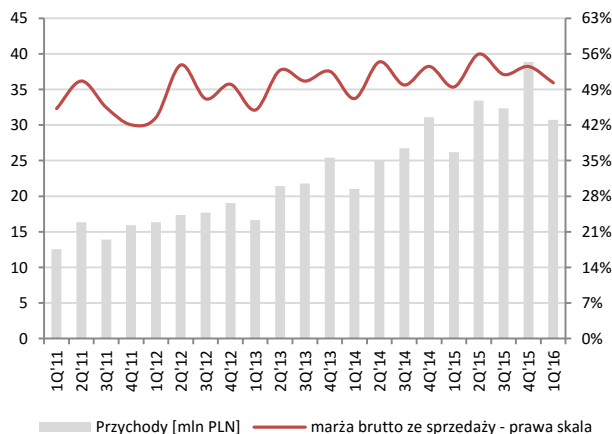
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki segmentów operacyjnych [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
HURT									
Przychody [mln PLN]	2,6	0,6	2,0	0,6	2,0	0,5	2,0	0,7	1,1
Wynik segmentu [mln PLN]	1,0	0,1	0,7	0,0	0,6	0,1	0,7	0,2	0,3
marża	39,8%	12,8%	35,3%	4,5%	33,2%	27,4%	35,0%	23,2%	31,0%
POZOSTAŁE									
Przychody [mln PLN]	1,0	0,6	0,9	0,8	0,6	0,9	0,6	0,7	0,8
Wynik segmentu [mln PLN]	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
marża	7,9%	6,7%	18,3%	-	6,1%	4,9%	5,1%	18,5%	9,5%
DETAL									
Przychody [mln PLN]	17,5	23,8	23,8	29,7	23,6	32,0	29,7	37,4	28,9
Powierzchnia handlowa na koniec okresu [tys. mkw]	7,4	7,7	7,9	8,3	8,5	8,8	9,3	10,3	10,6
Przychód jedn. [tys. PLN/mkw]	2,4	3,1	3,1	3,7	2,8	3,7	3,3	3,8	2,8
Koszty bezpośrednie [mln PLN]	17,5	19,6	20,6	23,4	21,4	24,3	24,8	28,9	26,4
Koszt jedn. [tys. PLN/mkw]	2,4	2,6	2,6	2,9	2,6	2,8	2,7	2,9	2,5
Wynik segmentu [mln PLN]	0,0	4,1	3,3	6,3	2,2	7,7	4,9	8,5	2,5
marża jedn. [tys. PLN/mkw]	0,0	0,5	0,4	0,8	0,3	0,9	0,5	0,9	0,2
marża [%]	-	17,4%	13,6%	21,3%	9,3%	24,1%	16,6%	22,6%	8,5%
Liczba sklepów	74	76	78	81	83	86	90	97	98
Powierzchnia na koniec okresu [tys. mkw]	7,4	7,7	7,9	8,3	8,5	8,8	9,3	10,3	10,6
śr. wielkość sklepu [mkw]	100,0	101,3	101,3	102,2	102,4	102,3	103,7	106,5	108,2
Przychód/sklep [tys. PLN]	236,0	312,9	305,6	366,4	284,5	372,2	330,4	385,5	294,4

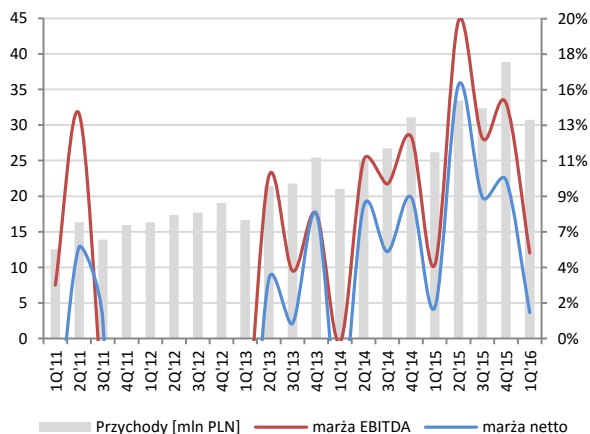
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



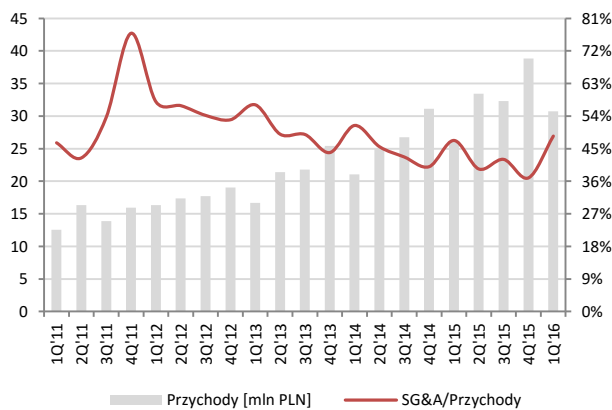
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marże EBITDA i netto



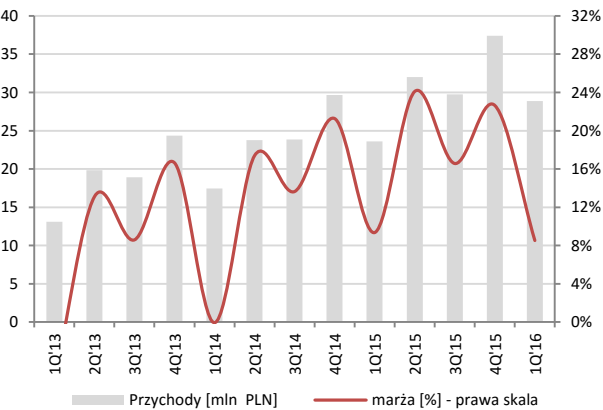
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody [mln PLN]



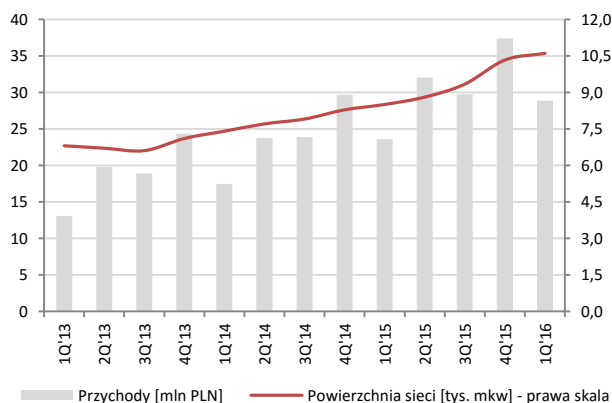
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność segmentu detalicznego



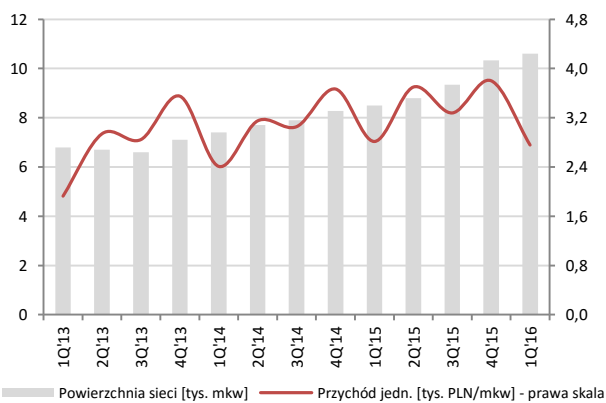
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody a rozwój sieci



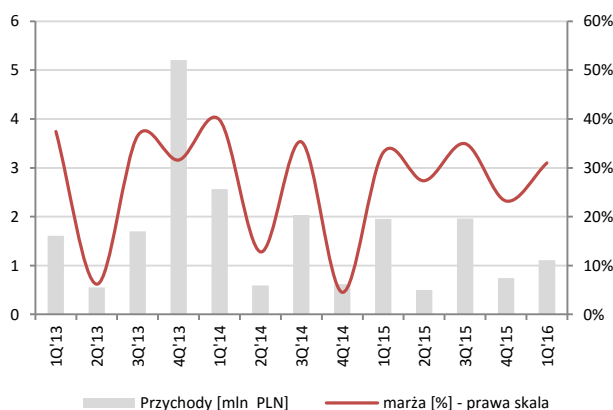
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Efektywność sprzedaży



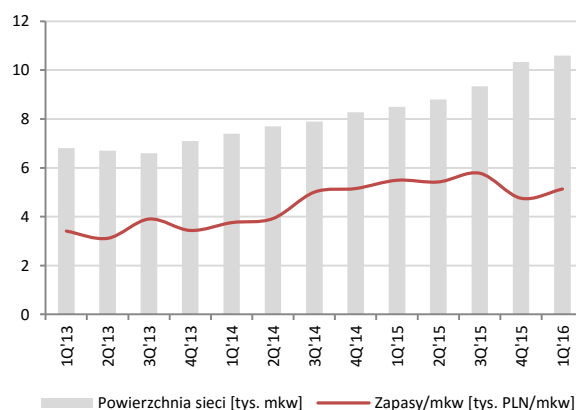
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki segmentu hurtowego



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Zapasy na mkw.



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki spółek odzieżowych w 1Q'16

Wyniki Bytomia w 1Q'16 były zdecydowanie lepsze r/r na poziomach marży brutto i EBITDA. Przychody ze sprzedaży wzrosły do 30,7 mln PLN (+17,2% r/r). Jednocześnie spółka poprawiła marżę brutto ze sprzedaży do poziomu 50,3%. Poprawa była zauważalna na poziomie EBITDA, która wyniosła 1,6 mln PLN (podtrzymanie wpływu renegotjacji stawek najmu), a jednostkowy wynik netto był bliski 0,5 mln PLN. Zdecydowana poprawa wyników jest zauważalna także w przypadku Vistuli. Skonsolidowane przychody grupy wzrosły o 16% r/r do poziomu 119,5 mln PLN, a wynik brutto ze sprzedaży podniósł się do 60,9 mln PLN (jednocześnie marża obniżyła się o 0,7 p.p. r/r). Na poziomie operacyjnym grupa odnotowała wzrost do 1,9 mln PLN. Strata netto wyniosła 0,1 mln PLN (vs -2,0 mln PLN w 1Q'15). 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 co prawda obroty o 24% r/r (do 534,6 mln PLN), jednak aprecjacja USD i konsolidacja sklepu obuwnic.pl przełożyły się na dalszą erozję pierwszej marży, która spadła o 1,2 p.p. r/r do 50,4%. Spółka starała się kontrolować koszty SG&A, jednak dodatkowe koszty związane z akwizycją esklepu, spowodowały spadek EBITDA do 11,4 mln PLN. Zaraportowana strata netto wyniosła 17,8 mln PLN. Bardzo słabo zaprezentował się również cash flow operacyjny (-209 mln PLN), co wynikało głównie z dużego wzrostu zapasów. Zadowolone z zaprezentowanych wyników nie mogło być także LPP. Spółka cały czas boryka się ze słabością marki Reserved w Polsce oraz utrzymującą się konkurencją, co przekłada się na niezbyt oszałamiającą dynamikę przychodów (ok. 17% r/r). Dodatkowo duża presja na pierwszą marżę wywierana przez wysoki koszt USD/PLN, spowodowała ubytek rentowności brutto ze sprzedaży w wys. 8,1 p.p. r/r, a to z kolei na wygenerowanie 1,0 mln PLN straty EBITDA (jeden z najsłabszych rezultatów w historii grupy). Strata netto była bliska 65,6 mln PLN. Również w przypadku Redanu wyniki finansowe można uznać za negatywne. Z jednej strony przychody ze sprzedaży wzrosły o ok. 9,4% r/r do 125,3 mln PLN, z czego blisko 71,1 mln PLN wypracował segment dyskontowy (sieć TextilMarket). Marża brutto obniżyła się o 1,0 p.p. r/r co jest efektem realizowanych wyprzedażowych i presji walutowej. Jednocześnie rozbudowa sieci pociągnęła za sobą duży wzrost kosztów około sklepowych, przez co detalista wygenerował stratę EBITDA rzędu 4,6 mln PLN. Ostatecznie strata netto był bliska 7,0 mln PLN. Lepiej niż przed rokiem zaprezentowały się przepływy operacyjne, jednak i tak znalazły się na dużym minusie (-10 mln PLN). Mieszane odczucia mamy w odbiorze Gino Rossi, które wreszcie odnotowało dużą poprawę marż (szczególnie w segmencie obuwniczym; jest to efekt prowadzonej restrukturyzacji łańcucha dostaw). Jednocześnie na wynikach spółki negatywnie odbił się duży spadek sprzedaży w marcu, co przełożyło się na erozję obrotów w wys. 7% r/r (GRI osiągnęło 61,5 mln PLN). Dodatkowo, głównie z powodu podniesienia kursu EUR/PLN, mocno wzrosły koszty okołosklepowe. Tym samym skonsolidowana EBITDA wyniosła 2,2 mln PLN. Grupie udało się minimalnie ograniczyć stratę netto, która w 1Q'16 sięgnęła 0,5 mln PLN. Dodatkowo negatywnie zaprezentowały się przepływy z działalności operacyjnej, co było efektem spadku zobowiązań handlowych o ponad 11 mln PLN. Gorzej niż przed rokiem wypadł poznański Solar. Było to spowodowane dużym ubytkiem przychodów, które skurczyły się do 31,2 mln PLN (-9,5% r/r). Na poziomie EBITDA spółka zanotowała 1,8 mln PLN straty (-0,2 mln PLN r/r), natomiast na poziomie netto strata zwiększyła się do 2,3 mln PLN. W przypadku Wojsa mieliśmy do czynienia z utrzymaniem tendencji z poprzednich kwartałów. Dynamika przychodów wyniosła 8% r/r, jednak w połączeniu z erozją pierwszej marży i wzrostem kosztów najmu, spowodowało to spadek EBITDA grupy o 21% r/r. Jednocześnie strata netto była bliska 1,8 mln PLN (efekt załagodzenia erozji wyniku operacyjnego jest rezultatem niższych ujemnych różnic kursowych).

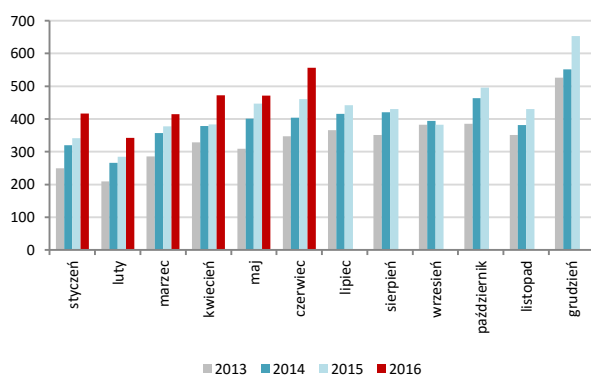
Wyniki wybranych spółek z branży odzieżowej w 1Q'16

	Bytom			Vistula			Gino Rossi			Solar		
	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r
Przychody	26,2	30,7	17,2%	103,2	119,5	15,7%	66,2	61,5	-7,2%	34,5	31,2	-9,5%
Wynik brutto ze sprzedaży	13,0	15,5	19,2%	53,3	60,9	14,3%	27,2	28,3	4,1%	18,0	16,4	-9,1%
EBITDA	1,2	1,6	36,0%	4,0	5,3	29,9%	2,2	2,2	2,5%	-1,6	-1,8	-
EBIT	0,4	0,6	35,7%	1,1	1,9	64,9%	0,8	0,1	-84,7%	-2,6	-2,7	-
Wynik netto	0,5	0,5	-2,4%	-2,0	-0,1	-	-0,9	-0,5	-	-2,0	-2,3	-
marża brutto ze sprzedaży	49,5%	50,3%		51,7%	51,0%		41,1%	46,1%		52,2%	52,5%	
marża EBITDA	4,6%	5,3%		3,9%	4,4%		3,3%	3,6%		-4,5%	-5,8%	
marża EBIT	1,7%	2,0%		1,1%	1,5%		1,1%	0,2%		-7,5%	-	
marża netto	1,9%	1,6%		-	-		-	-		-5,8%	-	

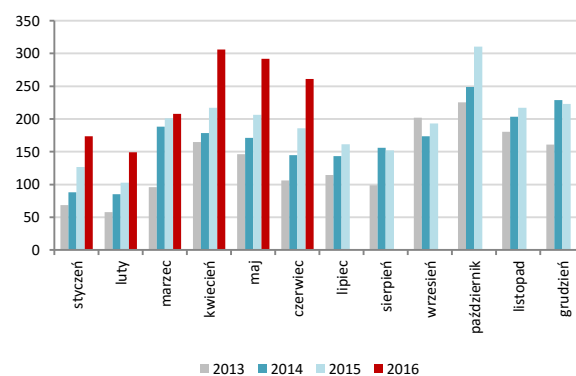
	Wojas			Redan			LPP			CCC		
	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r
Przychody	41,9	45,3	8,0%	114,5	125,3	9,4%	1 002,6	1 174,8	17,2%	431,9	534,6	23,8%
Wynik brutto ze sprzedaży	19,5	20,4	4,4%	46,7	49,9	6,8%	543,4	541,8	-0,3%	223,0	269,4	20,8%
EBITDA	1,4	1,1	-21,0%	-1,2	-4,6	-	74,1	-1,0	-	24,1	11,4	-52,7%
EBIT	-0,2	-0,6	-	-3,1	-6,7	-	23,7	-63,9	-	10,4	-4,8	-
Wynik netto	-2,2	-1,8	-	-5,9	-7,0	-	-37,3	-65,6	-	6,4	-17,8	-
marża brutto ze sprzedaży	46,6%	45,0%		40,8%	39,8%		54,2%	46,1%		51,6%	50,4%	
marża EBITDA	3,3%	2,4%		-	-		7,4%	-		5,6%	2,1%	
marża EBIT	-	-		-	-		2,4%	-		2,4%	-	
marża netto	-	-		-	-		-	-		1,5%	-	

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

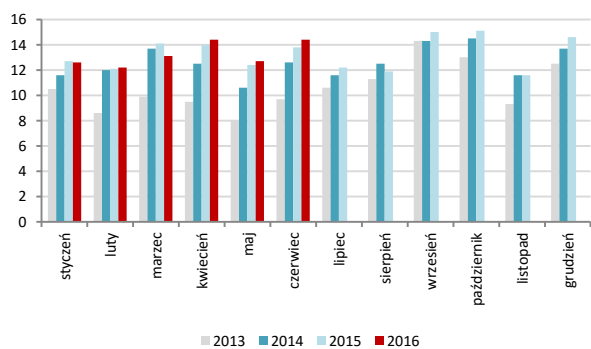
Przychody w ujęciu miesięcznym [mln PLN]
LPP



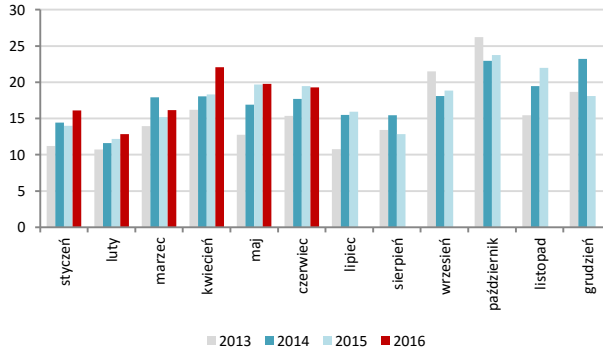
CCC

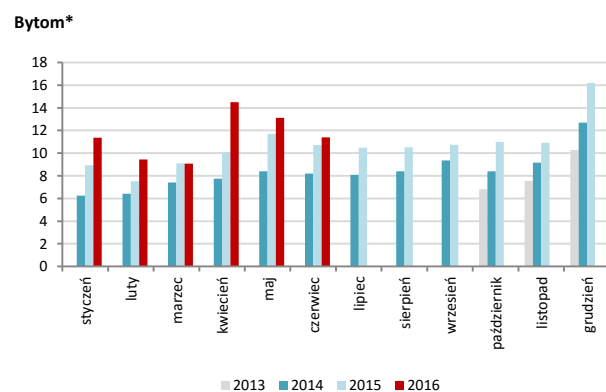
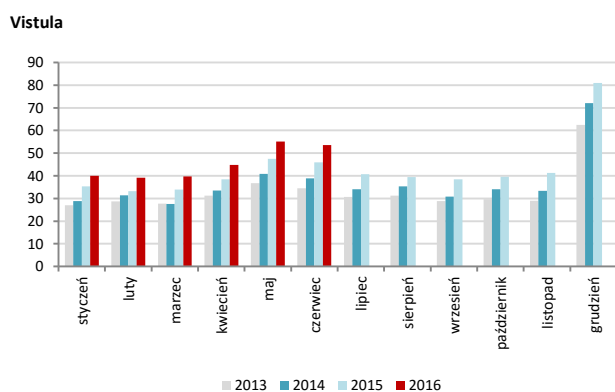
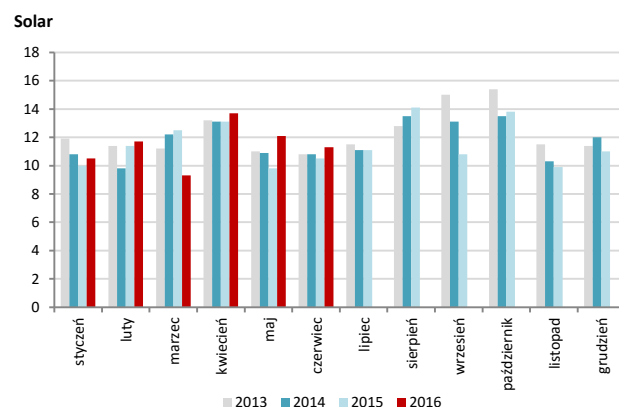
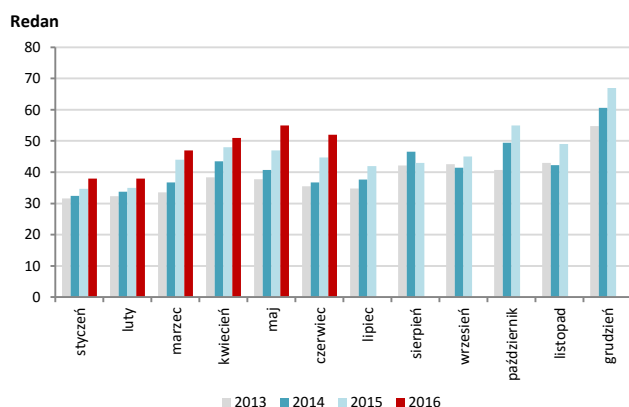


Gino Rossi



Wojas





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

PROGNOZA NA 2Q'16 I KOLEJNE OKRESY

Bytom opublikował miesięczne dane sprzedażowe za 2Q'16, z których wynika, że skonsolidowane przychody (z uwzględnieniem re faktur) mogły być bliskie 40,0 mln PLN, co implikuje wzrost sprzedaży o 6,6 mln PLN. Szacujemy, że pierwsza marża obniżyła się o 0,4 p.p. r/r do 55,6%. Na poziomie EBITDA liczymy na wzrost wyniku do 7,6 mln PLN (wzrost o 1,0 mln PLN). Według naszych założeń 2Q'16 może się zamknąć z 5,7 mln PLN zysku netto (rok wcześniej był bliski 5,3 mln PLN). W perspektywie kolejnych kwartałów oczekujemy, że spółka powróci do zwiększonej dynamiki wzrostu wyników, co będzie wynikać z aktualizacji strategii. Rozbudowa sieci sklepów powinna pozwolić na wzrost przychodów do 156,9 mln PLN. Jednocześnie zakładamy, że marża brutto wyniesie 53,1% (+0,1 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.

W segmencie detalicznym oczekujemy, że w 2Q'16 Bytom wypracował 38,1 mln PLN obrotów, co oznacza, że dynamika przychodów byłaby niższa od tempa wzrostu powierzchni handlowej (19% vs 23%), a tym samym mogło przełożyć się również na spadek rentowności segmentu (-0,2 p.p. r/r). Po przeciętnym 2Q'16 zarząd zakomunikował prace nad nową strategią, która docelowo ma mieć pozytywny wpływ na realizowaną sprzedaż (m.in. otwieranie w najlepszych galeriach handlowych tzw. wysp z koszulami oraz dywersyfikację asortymentu w poszczególnych sklepach; w planach jest również mocniejsze skupienie się na kanale internetowym, który obecnie odpowiada za ok. 4% całego obrotu). Liczymy, że przełoży się to na przyspieszenie sprzedaży z mkw. i powrót dynamik przychodów na poziomie >20% r/r. W modelu przyjmujemy, że grupa uruchomi w 2H'16 jeszcze 5-6 sklepów, co powinno dać powierzchnię handlową rzędu 11,9-12,0 tys. mkw. W przyszłym roku ma być widoczna obniżka stawek najmu w ok. 25 lokalizacjach (w EUR/PLN). Estymujemy, że w '16 segment wygeneruje 149,1 mln PLN przychodów oraz 29,6 mln PLN wyniku, natomiast w '17 ponad 174 mln PLN i niemal 35 mln PLN zysku.

W kolejnych latach oczekujemy ograniczenia rozbudowy sieci i skupienia się na jej efektywności. W długim terminie spodziewamy się utrzymania rentowności brutto w okolicach 53-54% oraz marży EBITDA na poziomie ok. 15%. Zakładamy także 1,0% wzrost przychodu jednostkowego w następnych okresach. Przyjmujemy również, że w następnych latach Bytom będzie w stanie wprowadzić stałą politykę dywidendy – naszym zdaniem istnieje duże prawdopodobieństwo, że nastąpi to już 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	30,7	40,0	39,4	46,8	85,3	103,9	130,8	156,9	182,3
Wynik brutto ze sprzedaży	9,9	13,6	13,3	16,7	13,0	18,7	16,8	20,8	15,5	22,2	20,5	25,1	43,2	53,5	69,3	83,3	96,7
EBITDA	-0,1	2,8	2,6	3,9	1,2	6,6	4,0	5,7	1,6	7,6	5,7	8,4	4,1	9,2	17,6	23,3	26,8
EBIT	-0,7	2,1	1,9	3,2	0,4	5,8	3,2	4,8	0,6	6,6	4,7	7,4	1,3	6,4	14,3	19,3	22,8
Saldo finansowe	-0,2	-0,2	-0,4	-0,6	0,3	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-1,0	-1,4	-0,8	-0,9	-0,8
Wynik netto	-0,9	2,1	1,5	2,7	0,5	5,3	2,9	3,8	0,5	5,7	3,6	5,8	1,0	5,3	12,5	15,6	17,8
marża brutto	47,2%	54,4%	49,9%	53,6%	49,5%	56,0%	52,0%	53,5%	50,3%	55,6%	52,0%	53,6%	50,7%	51,5%	53,0%	53,1%	53,1%
marża EBITDA	-0,3%	11,1%	9,6%	12,6%	4,6%	19,8%	12,5%	14,7%	5,3%	19,0%	14,5%	18,0%	4,8%	8,9%	13,5%	14,9%	14,7%
marża EBIT	-3,4%	8,2%	7,0%	10,2%	1,7%	17,5%	10,0%	12,3%	2,0%	16,4%	11,9%	15,9%	1,5%	6,2%	11,0%	12,3%	12,5%
marża netto	-4,5%	8,3%	5,4%	8,8%	1,9%	15,8%	8,8%	9,9%	1,6%	14,3%	9,2%	12,4%	1,2%	5,1%	9,6%	10,0%	9,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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	28,9	38,1	36,8	45,3	76,2	94,8	122,7	149,1	174,4
Koszty operacyjne (bezp.)	17,5	19,6	20,6	23,4	21,4	24,3	24,8	28,9	26,4	29,0	29,9	34,2	68,7	81,1	99,4	119,4	139,5
WYNIK SEGMENTU	0,0	4,1	3,3	6,3	2,2	7,7	4,9	8,5	2,5	9,1	6,9	11,2	7,4	13,7	23,3	29,6	34,9
marża segmentu	-0,1%	17,4%	13,6%	21,3%	9,3%	24,1%	16,6%	22,6%	8,5%	23,9%	18,8%	24,6%	9,8%	14,4%	19,0%	19,9%	20,0%
Powierzchnia EoP	7 400	7 700	7 900	8 278	8 499	8 800	9 336	10 326	10 600	10 825	11 050	11 875	7 100	8 278	10 326	11 875	13 721
Liczba sklepów	74	76	78	81	83	86	90	97	98	99	100	105	72	81	97	105	109
Przychód z mkw.	2,4	3,1	3,1	3,7	2,8	3,7	3,3	3,8	2,8	3,6	3,4	4,0	10,7	12,3	13,2	13,4	13,6
SPRZEDAŻ HURTOWA																	
Przychody ze sprzedaży	2,6	0,6	2,0	0,6	2,0	0,5	2,0	0,7	1,1	1,0	2,0	0,7	9,1	5,8	5,2	4,8	4,8
Koszty operacyjne (bezp.)	1,5	0,5	1,3	0,6	1,3	0,4	1,3	0,6	0,8	0,7	1,3	0,6	6,2	4,0	3,5	3,4	3,4
WYNIK SEGMENTU	1,0	0,1	0,7	0,0	0,6	0,1	0,7	0,2	0,3	0,2	0,6	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%	31,0%	25,2%	32,8%	21,1%	32,0%	31,7%	31,9%	29,0%	29,0%
POZOSTAŁE																	
Przychody ze sprzedaży	1,0	0,6	0,9	0,8	0,6	0,9	0,6	0,7	0,8	0,9	0,6	0,7	0,0	3,3	2,9	3,0	3,1
Koszty operacyjne (bezp.)	0,9	0,6	0,7	0,8	0,6	0,9	0,6	0,6	0,7	0,9	0,6	0,6	0,0	3,0	2,7	2,8	2,8
WYNIK SEGMENTU	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2	0,3	0,3
marża segmentu	7,9%	6,7%	18,3%	-3,6%	6,1%	4,9%	5,1%	18,5%	9,5%	4,9%	5,1%	18,5%	-	7,6%	8,5%	9,2%	9,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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	182,3	206,8	219,0	221,2	223,4	225,7	227,9	230,2	232,5
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	53,5	69,3	83,3	96,7	109,6	115,8	117,6	118,7	119,9	121,1	122,3	123,6
EBITDA [mln PLN]	9,2	17,6	23,3	26,8	30,7	32,3	33,2	33,4	33,7	34,0	34,3	34,6
EBIT [mln PLN]	6,4	14,3	19,3	22,8	26,5	28,3	29,2	29,5	29,8	30,1	30,4	30,7
Wynik netto [mln PLN]	5,3	12,5	15,6	17,8	21,1	22,7	23,5	23,7	23,9	24,2	24,4	24,7
marża brutto ze sprzedaży	51,5%	53,0%	53,1%	53,1%	53,0%	52,9%	53,1%	53,1%	53,1%	53,1%	53,1%	53,1%
marża EBITDA	8,9%	13,5%	14,9%	14,7%	14,9%	14,7%	15,0%	15,0%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%
marża EBIT	6,2%	11,0%	12,3%	12,5%	12,8%	12,9%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
marża netto	5,1%	9,6%	10,0%	9,8%	10,2%	10,4%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Segment detaliczny	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody [mln PLN]	94,8	122,7	149,1	174,4	198,9	211,1	213,2	215,4	217,6	219,8	222,1	224,3
Powierzchnia handlowa [tys. mkw]	8,3	10,3	11,9	13,7	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
Przychód jedn. [tys. PLN/m2]	12,3	13,2	13,4	13,6	13,8	14,0	14,1	14,2	14,4	14,5	14,7	14,8
	1,027	1,100	1,119	1,136	1,150	1,163	1,175	1,187	1,199	1,212	1,224	1,236
Koszty bezpośrednie [mln PLN]	81,1	99,4	119,4	139,5	158,5	168,0	169,1	170,8	172,6	174,3	176,1	177,9
Koszt jedn. [tys. PLN/mkw]	10,5	10,7	10,8	10,9	11,0	11,1	11,2	11,3	11,4	11,5	11,6	11,8
Wynik segmentu [mln PLN]	13,7	23,3	29,6	34,9	40,4	43,1	44,1	44,6	45,1	45,5	46,0	46,5
marża jedn. [tys. PLN/mkw]	1,8	2,5	2,7	2,7	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0	3,0	3,1
marża [%]	14,4%	19,0%	19,9%	20,0%	20,3%	20,4%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%
Liczba sklepów	81	97	105	109	113	113	113	113	113	113	113	113
Powierzchnia [tys. mkw]	8,3	10,3	11,9	13,7	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
śr. wielkość sklepu [mkw]	102,2	106,5	113,1	125,9	133,8	133,8	133,8	133,8	133,8	133,8	133,8	133,8
Przychód/sklep [mln PLN]	1,28	1,35	1,49	1,67	1,83	1,94	1,96	1,98	2,00	2,02	2,04	2,06
Pozostałe	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody [mln PLN]	9,1	8,1	7,8	7,9	7,9	7,9	8,0	8,0	8,1	8,1	8,1	8,2
Wynik segmentów [mln PLN]	2,1	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
marża [%]	23,0%	23,4%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%
Kurs EoP EUR/PLN	4,1179	4,2633	4,4150	4,5024	4,5024	4,5024	4,5024	4,5024	4,5024	4,5024	4,5024	4,5024
Kurs EoP USD/PLN	3,1375	3,9255	3,9547	3,9885	3,9119	3,8323	3,8323	3,8323	3,8323	3,8323	3,8323	3,8323

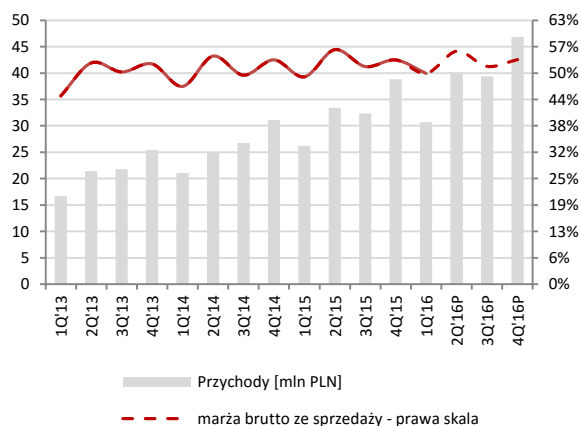
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ekspozycja walutowa - wpływ na wynik EBIT w długim okresie

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

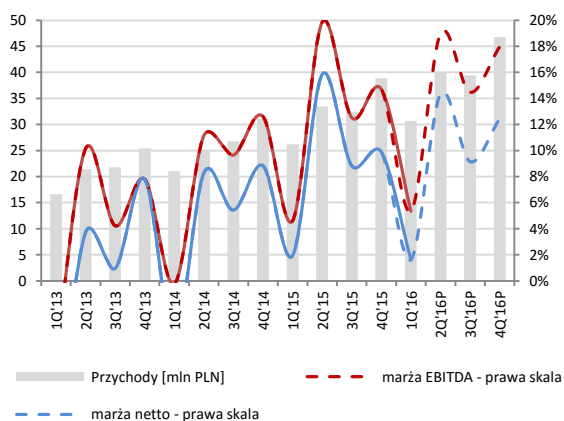
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i rentowność brutto w ujęciu kwartalnym



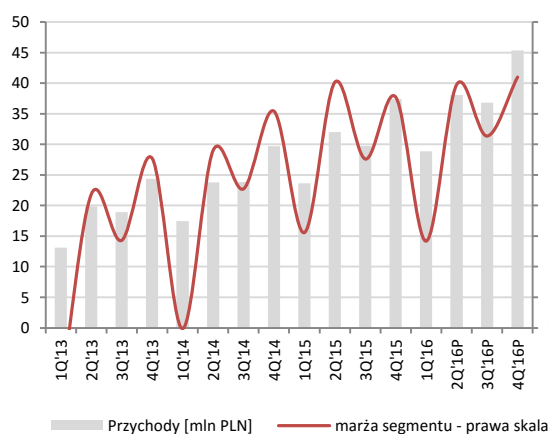
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu kwartalnym



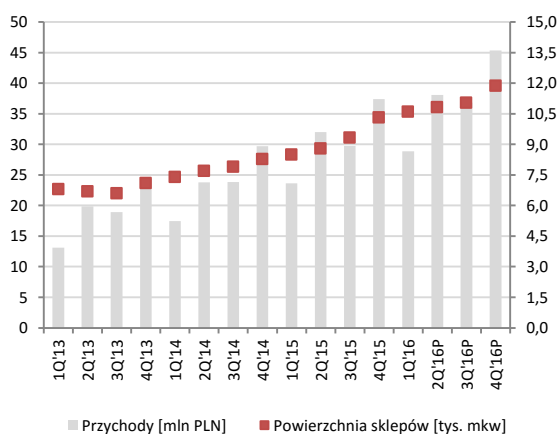
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza wyników segmentu detalicznego



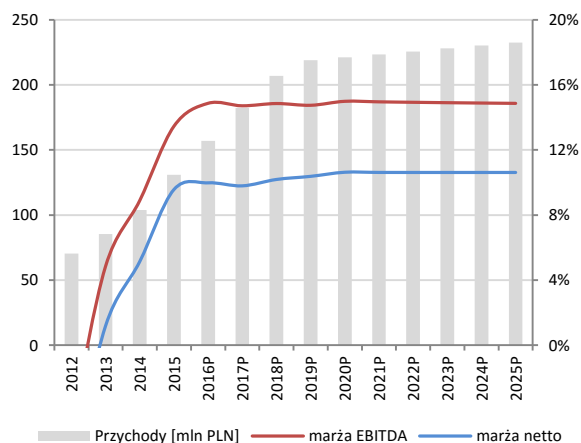
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój sieci sklepów



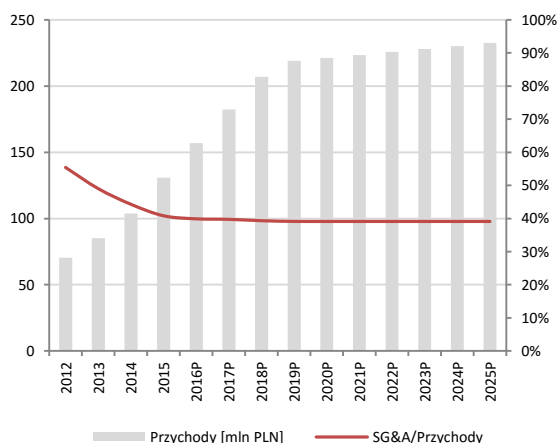
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w latach 2016-2025



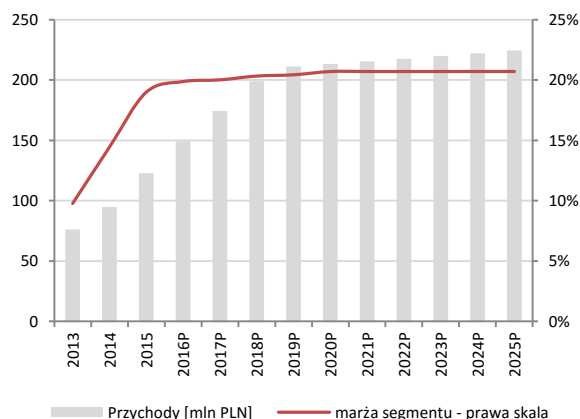
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty SG&A vs przychody



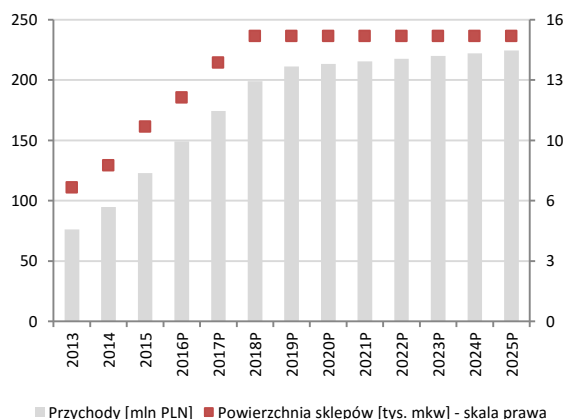
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża segmentu detalicznego



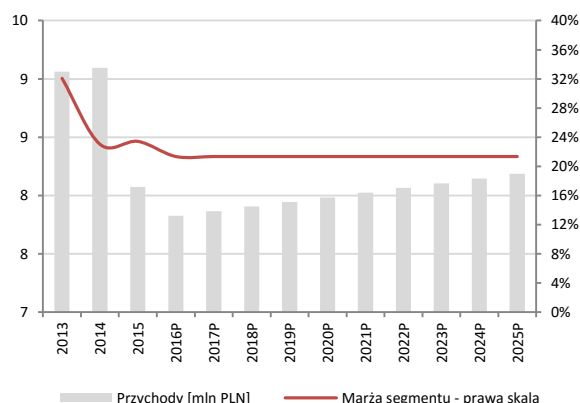
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i rozwój sieci



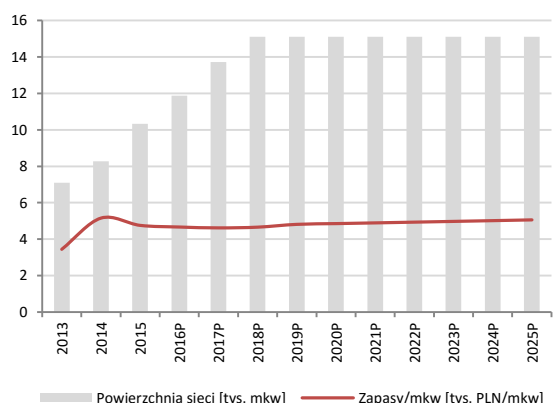
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 kwietnia '16 zrewidowaliśmy harmonogram otwarć nowych sklepów, utrzymaliśmy prognozowaną powierzchnię handlową w '15 na poziomie 11,5 tys. mkw. oraz zwiększyliśmy założenia na rok 2017 do 13,7 tys. mkw. (z 12,9 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 (bez zmian wobec poprzedniego raportu), ok. 23,3 mln PLN EBITDA +1,4%) i ok. 15,6 mln PLN zysku netto. Większa, niż wcześniej zakładaliśmy, liczba otwarć w '17 oraz zaktualizowana strategia powinna pozwolić na osiągnięcie 182,3mln PLN przychodów (+3,2%) oraz ok. 17,8 mln PLN wyniku netto (+4,3%).

Zmiany założeń w modelu względem raportu z kwietnia '16

	2016 stara	2016 nowa	zmiana	2017 stara	2017 nowa	zmiana	2018 stara	2018 nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	156,9	156,9	0,0%	176,7	182,3	3,2%	196,7	206,8	5,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	83,5	83,3	-0,3%	94,3	96,7	2,6%	105,6	109,6	3,7%
EBITDA	23,0	23,3	1,4%	25,4	26,8	5,6%	29,2	30,7	5,2%
EBIT	19,3	19,3	0,2%	21,7	22,8	5,0%	25,4	26,5	4,4%
Wynik netto	15,6	15,6	0,3%	17,1	17,8	4,3%	20,2	21,1	4,2%
marża brutto	53,2%	53,1%		53,4%	53,1%		53,7%	53,0%	
marża EBITDA	14,7%	14,9%		14,4%	14,7%		14,8%	14,9%	
marża EBIT	12,3%	12,3%		12,3%	12,5%		12,9%	12,8%	
marża netto	9,9%	10,0%		9,7%	9,8%		10,3%	10,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PLAN MOTYWACYJNY

W dn. 21 kwietnia 2016 roku WZA spółki głosowało uchwały dot. przyjęcia nowego programu motywacyjnego na lata 2016-18. Jego uczestnicy mieli obejmować bezpłatne warranty subskrypcyjne umożliwiające objęcie akcji serii P z wyłączeniem prawa poboru. Maksymalna liczba wyemitowanych warrantów miała wynieść 1,0 mln szt. Jednocześnie kapitał zakładowy Bytomia miał zostać warunkowo podwyższony o kwotę nie większą niż 1,0 mln PLN. Każdy warrant upoważniałby 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 byłiby uprawnieni do objęcia 90% liczby warrantów. WZA odrzuciło uchwały, jednak spółka nie wyklucza powrotu do rozmów ws. uchwalenia programu pod koniec roku.

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 (wg ostatniej propozycji spółki)

	2016	2017	2018	suma
W programie motywacyjnym	18,0	20,5	23,5	62,0
Prognoza DM BDM	15,6	17,8	21,1	54,5
realizacja programu wg założeń BDM	86,9%	87,0%	89,6%	88,0%

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

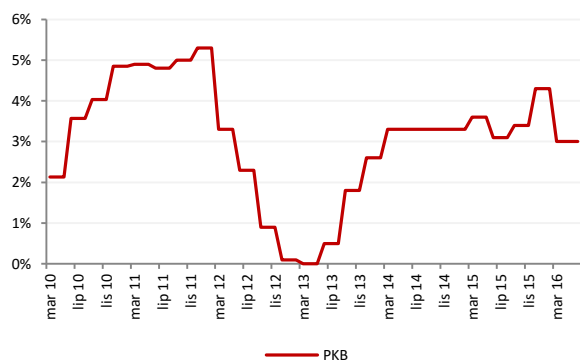
	2014	2015	2016P	suma
W programie motywacyjnym	4,4	7,7	11,0	23,1
Prognoza DM BDM	5,3	12,5	15,6	33,5
realizacja programu wg założeń BDM	121,0%	162,4%	142,2%	144,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

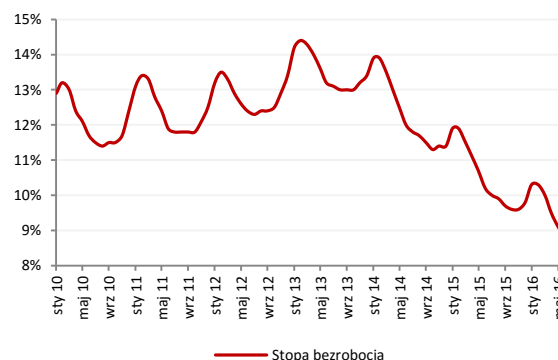
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 4,6% (w maju wyniosła 2,2% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 16,0% r/r. Czynniki, które w następnych kwartałach powinny wspierać konsumpcję są stabilny wzrost PKB (w 2Q'16 wzrost o 3,0%) oraz rządowy program „500+”. Cały czas utrzymuje się deflacja – odczyt za czerwiec wskazał stopę na poziomie -0,8% (co oznacza obniżenie o 0,1 p.p. względem odczytu za maj). Spodziewamy się, że presja na ceny może się utrzymywać co najmniej do końca '16. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach cały czas się obniża – w czerwcu wyniosła 8,8%.

PKB



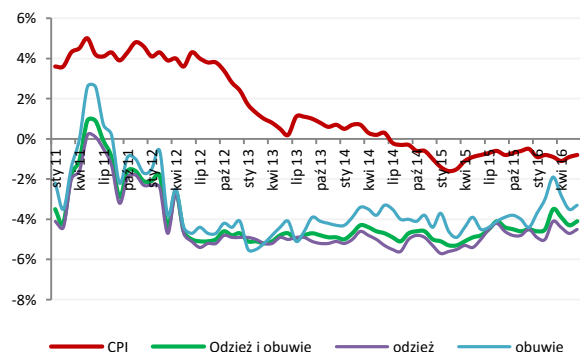
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa bezrobocia



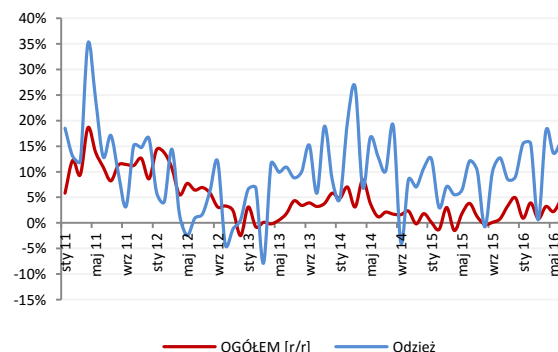
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa inflacji



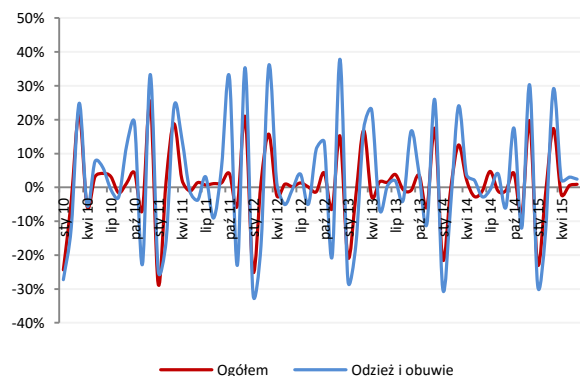
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



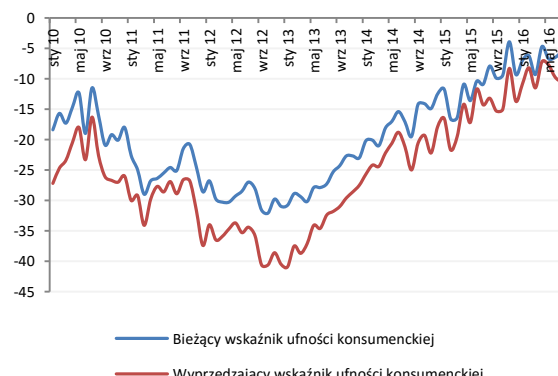
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

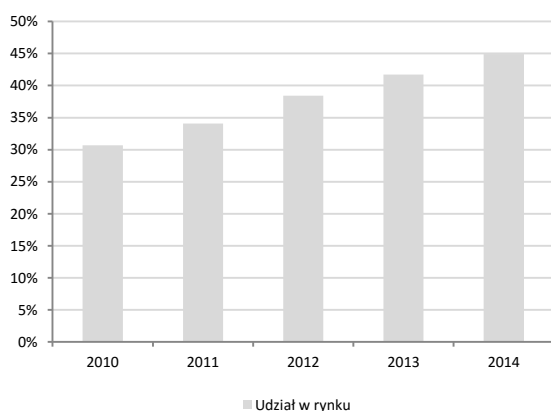
Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

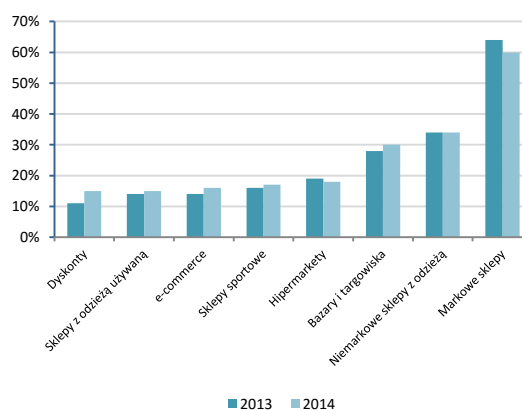
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w '15 był wart ok. 24,2 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 5,4% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. Jednocześnie 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. Kolejny projekt z początku lutego zakładał zróżnicowanie progów podatkowych w zależności od dnia handlu oraz od wysokości realizowanej sprzedaży w danym miesiącu.

Zróżnicowanie stawek podatku wg projektu z lutego

		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) oraz segment e-commerce (w przypadku zakupu od podmiotu działającego zagranicą, przewoźnik byłby zobowiązany do uzyskania od wysyłającego oświadczenia o uiszczeniu podatku).

Ostatecznie w wyniku prowadzonych przez kilka miesięcy konsultacji ze środowiskami handlowymi MF przedstawiło projekt z następującymi założeniami:

1. Stawka podatku w przedziale 17-170 mln PLN przychodów miesięcznie ma wynosić 0,8%, natomiast obroty powyżej 170 mln PLN będą objęte stawką 1,4%.
2. Kwota wolna od podatku ma wynosić 204 mln PLN rocznie (w ujęciu miesięcznym 17 mln PLN).
3. Zrezygnowano ze specjalnej stawki weekendowej.
4. Sprzedaż realizowana w internecie nie będzie objęta daniną.
5. Termin wejścia w życie ustalono na 1 września 2016 roku.

Projekt ustawy został przegłosowany przez sejm 6 lipca 2016 roku. Według obliczeń MF podatek ma wygenerować w bieżącym roku wpływy do budżetu państwa na poziomie 630 mln PLN brutto, natomiast w '17 ma to być 1,9 mld PLN brutto.

Zróżnicowanie stawek podatku wg ustawy przyjętej 6 lipca 2016

		Obrót miesięczny [mln PLN]		
		0-17	17-170	>170
Stawka podatku		0,0%	0,8%	1,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Aktywa trwałe	17,0	14,0	14,9	14,7	15,2	14,5	14,4	14,2	14,2	14,1	14,1	14,1	14,0
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	13,2	13,8	13,1	12,9	12,8	12,8	12,7	12,7	12,7	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
Aktywa obrotowe	31,8	52,4	58,3	66,9	75,3	85,0	89,2	90,2	90,7	91,2	91,7	92,2	92,6
Zapasy	24,4	42,6	49,1	55,3	63,3	70,4	72,7	73,3	73,9	74,5	75,2	75,8	76,4
Należności z tyt. dostaw i usług	4,5	7,8	7,3	8,0	9,0	9,9	10,4	10,5	10,6	10,7	10,8	10,9	11,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2,2	1,2	1,2	3,3	2,6	4,3	5,7	6,1	5,9	5,7	5,4	5,2	4,9
Pozostałe aktywa obrotowe	0,7	0,7	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Aktywa razem	48,8	66,4	73,2	81,6	90,5	99,5	103,5	104,5	104,9	105,3	105,8	106,2	106,7
Kapitał (fundusz) własny	20,8	26,4	39,7	55,3	65,3	75,7	81,6	82,3	82,5	82,8	83,0	83,3	83,5
Zobowiązania długoterminowe	0,4	0,2	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Zobowiązania krótkoterminowe	26,1	38,8	32,0	24,8	23,7	22,4	20,5	20,7	20,9	21,1	21,3	21,5	21,7
Zobowiązania handlowe	25,5	31,8	14,8	14,7	16,6	18,3	19,4	19,6	19,7	19,9	20,1	20,3	20,6
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	0,6	7,0	17,2	10,1	7,1	4,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
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
Pasywa razem	48,8	66,4	73,2	81,6	90,5	99,5	103,5	104,5	104,9	105,3	105,8	106,2	106,7
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody netto ze sprzedaży	85,3	103,9	130,8	156,9	182,3	206,8	219,0	221,2	223,4	225,7	227,9	230,2	232,5
Koszty produktów, towarów i materiałów	42,1	50,3	61,5	73,6	85,6	97,3	103,3	103,7	104,7	105,8	106,8	107,9	109,0
Zysk brutto ze sprzedaży	43,2	53,5	69,3	83,3	96,7	109,6	115,8	117,6	118,7	119,9	121,1	122,3	123,6
Koszty sprzedaży	35,9	41,3	48,5	58,0	67,1	75,3	79,3	80,1	80,9	81,7	82,6	83,4	84,2
Koszty zarządu	5,9	4,7	4,9	4,7	5,4	6,1	6,4	6,5	6,6	6,6	6,7	6,8	6,8
Podatek od obrotu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,1	-1,1	-1,5	-1,3	-1,4	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8
EBITDA	4,1	9,2	17,6	23,3	26,8	30,7	32,3	33,2	33,4	33,7	34,0	34,3	34,6
EBIT	1,3	6,4	14,3	19,3	22,8	26,5	28,3	29,2	29,5	29,8	30,1	30,4	30,7
Saldo działalności finansowej	-1,0	-1,4	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Zysk (strata) brutto	0,3	5,0	13,5	18,5	22,0	26,0	28,0	29,0	29,3	29,6	29,9	30,2	30,5
Zysk (strata) netto	1,0	5,3	12,5	15,6	17,8	21,1	22,7	23,5	23,7	23,9	24,2	24,4	24,7
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	4,8	-2,3	16,1	18,3	15,6	19,4	25,2	27,1	27,4	27,6	27,8	28,0	28,3
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	3,3	0,2	-2,3	-4,7	-4,6	-3,5	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-6,6	1,1	-13,9	-11,5	-11,6	-14,2	-20,1	-22,9	-23,7	-23,9	-24,2	-24,4	-24,7
Przepływy pieniężne netto	1,4	-1,0	0,0	2,1	-0,6	1,7	1,3	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Środki pieniężne na początek okresu	0,8	2,2	1,2	1,2	3,3	2,6	4,3	5,7	6,1	5,9	5,7	5,4	5,2
Środki pieniężne na koniec okresu	2,2	1,2	1,2	3,3	2,6	4,3	5,7	6,1	5,9	5,7	5,4	5,2	4,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody zmiana r/r	3,9%	1,7%	26,0%	19,9%	16,2%	13,4%	5,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	-1,6%	-49,8%	90,8%	32,5%	15,0%	14,5%	5,1%	2,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%
EBIT zmiana r/r	-	397,9%	124,2%	34,9%	17,8%	16,4%	6,7%	3,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Zysk netto zmiana r/r	-	433,6%	134,8%	25,1%	14,0%	18,0%	7,9%	3,4%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Marża brutto na sprzedaży	50,7%	51,5%	53,0%	53,1%	53,1%	53,0%	52,9%	53,1%	53,1%	53,1%	53,1%	53,1%	53,1%
Marża EBITDA	4,8%	8,9%	13,5%	14,9%	14,7%	14,9%	14,7%	15,0%	15,0%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%
Marża EBIT	1,5%	6,2%	11,0%	12,3%	12,5%	12,8%	12,9%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
Marża brutto	0,4%	4,8%	10,3%	11,8%	12,1%	12,6%	12,8%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%
Marża netto	1,2%	5,1%	9,6%	10,0%	9,8%	10,2%	10,4%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
ROE	4,8%	20,2%	31,5%	28,3%	27,3%	27,8%	27,9%	28,5%	28,7%	28,9%	29,1%	29,3%	29,5%
ROA	2,0%	8,0%	17,1%	19,2%	19,7%	21,2%	21,9%	22,5%	22,6%	22,7%	22,9%	23,0%	23,1%
Dług	0,7	5,4	13,2	8,9	6,0	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	3,1%	17,1%	25,0%	13,9%	8,4%	3,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	3,2%	20,6%	33,4%	16,1%	9,1%	3,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	76,2%	22,9%	5,9%	4,7%	3,5%	2,1%	1,1%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%
Dług / Kapitał własny	3,2%	20,6%	33,4%	16,1%	9,1%	3,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-1,5	4,2	12,1	5,7	3,3	-1,4	-5,7	-6,1	-5,9	-5,7	-5,4	-5,2	-4,9
Dług netto / Kapitał własny	-7,4%	16,0%	30,4%	10,3%	5,1%	-1,8%	-7,0%	-7,4%	-7,1%	-6,8%	-6,5%	-6,2%	-5,9%
Dług netto / EBITDA	-37,3%	45,9%	68,5%	24,3%	12,3%	-4,5%	-17,6%	-18,4%	-17,6%	-16,8%	-15,9%	-15,1%	-14,2%
Dług netto / EBIT	-120,0%	66,3%	84,1%	29,4%	14,5%	-5,2%	-20,1%	-20,8%	-19,9%	-19,0%	-18,0%	-17,0%	-16,0%
EV	210,6	216,4	224,2	217,8	215,5	210,8	206,5	206,1	206,3	206,5	206,7	207,0	207,3
Dług / EV	0,3%	2,5%	5,9%	4,1%	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%	3,0%	2,5%	1,7%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
CAPEX / Amortyzacja	100,6%	98,2%	90,9%	118,1%	114,2%	83,1%	95,8%	97,1%	98,0%	98,7%	99,1%	99,4%	99,6%
Amortyzacja / Przychody	3,3%	2,7%	2,5%	2,5%	2,2%	2,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Zmiana KO / Przychody	2,8%	-13,1%	-17,5%	-4,7%	-3,9%	-3,1%	-0,8%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	15,9%	-73,2%	-85,0%	-28,4%	-27,8%	-26,0%	-14,2%	-22,7%	-22,6%	-22,6%	-22,5%	-22,5%	-22,4%
Wskaźniki rynkowe*	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
MC/S	2,5	2,0	1,6	1,4	1,2	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
P/E	212,6	39,8	17,0	13,6	11,9	10,1	9,3	9,0	8,9	8,9	8,8	8,7	8,6
P/BV	10,2	8,0	5,3	3,8	3,2	2,8	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5
P/CE	66,0	32,5	15,5	11,2	10,4	8,4	7,5	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
EV/EBITDA	51,0	23,5	12,7	9,3	8,0	6,9	6,4	6,2	6,2	6,1	6,1	6,0	6,0
EV/EBIT	164,0	33,9	15,6	11,3	9,5	8,0	7,3	7,1	7,0	6,9	6,9	6,8	6,8
EV/S	2,5	2,1	1,7	1,4	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
BVPS	0,3	0,4	0,5	0,7	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
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	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	7,8	10,7	16,8	22,7	23,5	23,7	23,9	24,2	24,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,14	0,22	0,30	0,31	0,32	0,32	0,32	0,33
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,7%	5,0%	7,9%	10,7%	11,1%	11,2%	11,3%	11,4%	11,5%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	60,0%	80,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 2,83 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, węgiel i stal

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	Godzina publikacji	Kurs	WIG
Akumuluj	3,23	Redukuj	2,98	01.08.2016	11:59 CEST	2,83	46 323
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 3Q'16:

Kupuj	3	30%
Akumuluj	4	40%
Trzymaj	1	10%
Redukuj	2	20%
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

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, jaką 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 służyć inwestorom do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj — inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj — proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj — inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj — proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj — inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 01.08.2016, 11:59 CEST roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 04.08.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące 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 01.08.2016 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.