Dom Maklerski BDM S.A.

Vistula

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 3,87 PLN

21 LISTOPADA 2016, 14:11 CEST

Walory Vistuli stanowią w naszej opinii ciekawą propozycję inwestycyjną. Przede wszystkim wskazujemy na zdrowe fundamenty dwóch filarów grupy. W segmencie odzieżowym przyrosty z mkw. w minionych miesiącach prezentują wysokie, dwucyfrowe dynamiki, z kolei w części jubilerskiej brak rozdrobnienia rynku sprzyja utrzymywaniu marży na stałym poziomie w długim terminie. Zwracamy również uwagę na fakt, że spółka cały czas ma jeszcze miejsce do zwiększenia wielkości sieci (w odzieżówce zarząd chciałby rozwinąć model franczyzowy, w dywizji jubilerskiej W.Kruk ma istotnie mniej sklepów aniżeli Apart). Dodatkowo rentowność operacyjną odzyskała marka Deni Cler, która w poprzednich latach mocno obciążała wyniki skonsolidowane. W naszej ocenie pozytywnie prezentuje się również ścieżka wynikowa w nadchodzących okresach, co powinno podtrzymywać pozytywny sentyment do walorów Vistuli. W modelu zakładamy, że w latach 2017-18 grupa będzie się cały czas intensywnie rozwijać, co (w przypadku realizacji naszych założeń) może pozwolić na wzrost EBITDA z 59,4 mln PLN w '15 do 78,7 mln PLN w '18. Warto podkreślić, że ekspozycja na koszty dolarowe wynosi 20-25% (jeden z najniższych poziomów wśród detalistów). W prognozach nie uwzględniamy ewentualnych akwizycji, jednak nie wykluczamy, że w przypadku ciekawej okazji, spółka zdecyduje się na przejęcie jednego z mniejszych konkurentów. Jednocześnie liczymy, że już w perspektywie 2018 roku grupa może zacząć regularnie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami. Mając na względzie wymienione czynniki decydujemy się na wydanie rekomendacji Kupuj z ceną docelową 3,87 PLN/akcję.

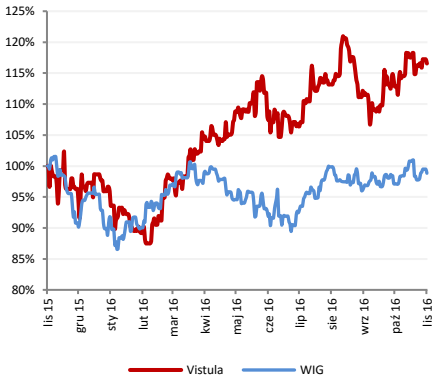
Po udanym okresie 1-3Q'16, liczymy na dalsze podtrzymanie pozytywnych tendencji przez Vistulę. Może o tym świadczyć opublikowany raport sprzedażowy za październik (w części modowej spółka zwiększyła obroty aż o 33%, co było rezultatem powyżej oczekiwań zarządu, władze spółki wskazywały na utrzymanie korzystnych relacji także w listopadzie). Liczymy na kontynuację poprawy wyników r/r w 4Q'16. Zakładamy, że w połączeniu z utrzymanym rozwojem organicznym grupa wypracuje 180,8 mln PLN przychodów, realizując jednocześnie 54,5% marżę brutto ze sprzedaży. Na poziomie EBITDA oczekujemy 30,5 mln PLN, natomiast na poziomie netto ok. 19,2 mln PLN zysku. Tym samym w ujęciu całorocznym Vistula powinna wypracować 591 mln PLN przychodów, nieco ponad 67 mln PLN EBITDA i 35,3 mln PLN zysku netto. W perspektywie '17 spodziewamy się kontynuacji rozwoju organicznego i rozbudowy sieci w obu segmentach. Estymujemy, że w przyszłym roku grupa zwiększy obroty do niemal 663 mln PLN, a EBITDA do 72,9 mln PLN.

W długim terminie spodziewamy się, że Vistula zakończy plan inwestycyjny na poziomie 36-37 tys. mkw. powierzchni handlowej (lata 2018-19). W modelu zakładamy, że spółka już od 2018 roku będzie w stanie regularnie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami. Nie wykluczamy jednak, że grupa dokona akwizycji (zarząd wskazywał, że celem podstawowym jest rozwój organiczny, jednak w przypadku okazji rynkowej byłby skłonny rozważyć przejęcie mniejszego podmiotu) Uważamy, że dla segmentu jubilerskiego nasze oczekiwania długoterminowe są dosyć konserwatywne (zwłaszcza wielkość sieci i przychód z mkw.), co pozostawia nam pole do pozytywnej korekty założeń.

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	443,4	517,7	591,2	662,9	723,7	770,3
EBITDA [mln PLN]	48,1	59,4	66,9	72,9	78,9	83,3
EBIT [mln PLN]	36,8	46,9	53,1	58,9	64,9	69,3
Wynik netto [mln PLN]	20,3	28,2	35,3	43,4	46,6	53,7
P/BV	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x
P/E	**27,8x**	**20,0x**	**16,0x**	**13,0x**	**12,1x**	**10,5x**
EV/EBITDA	**14,0x**	**11,1x**	**9,6x**	**8,5x**	**7,9x**	**7,3x**
EV/EBIT	18,3x	14,1x	12,1x	10,5x	9,6x	8,8x
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,19	0,20

Wycena końcowa [PLN]	**3,87**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+19,3%**
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	3,24
Kapitalizacja [mln PLN]	563,3
Ilość akcji [mln. szt.]	173,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	3,58
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,10
Stopa zwrotu za 3 mc	+1,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	+6,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	+31,7%
Akcjonariat (% głosów):	
PZU OFE	17,4%
IPOPEMA TFI	17,0%
NN OFE	11,1%
Jerzy Mazgaj z podm. powiązanymi	11,2%
Pozostali	43,2%

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



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYCENA DCF 4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ 7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA 9
WYNIKI ZA 3Q'2016 10
WYNIKI SPÓŁEK ODZIEŻOWYCH W 3Q'16 14
PROGNOZA NA 4Q'16 I KOLEJNE OKRESY 16
PLAN MOTYWACYJNY 21
OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI 22
SEGMENT ODZIEŻOWY 23
OTOCZENIE RYNKOWE 25
PODATEK OD OBROTU 29
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 30

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Vistuli dokonaliśmy w oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i analizę porównawczą. Metodzie DCF przypisaliśmy 80% wagi, natomiast wycenie porównawczej jedynie 20% (uważamy, że odnoszenie grupy do krajowych detalistów, którzy nie posiadają segmentu jubilerskiego, czy do globalnych podmiotów z obszaru handlu biżuterią, nie jest do końca adekwatne). Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 3,91 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 3,68 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 672,1 mln PLN, czyli **3,87 PLN/akcję.**

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN
A	Wycena DCF	680,1	3,91
B	Wycena porównawcza	640,2	3,68
C = (80%*A + 20%*B)	**Wycena końcowa**	**672,1**	**3,87**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Po udanym okresie 1-3Q'16, liczymy na dalsze podtrzymanie pozytywnych tendencji przez Vistulę. Może o tym świadczyć opublikowany na początku listopada raport sprzedażowy za październik (w części modowej spółka zwiększyła obroty aż o 33%, co było rezultatem powyżej oczekiwań zarządu, władze spółki wskazywały na utrzymanie korzystnych relacji także w listopadzie). Liczymy na kontynuację poprawy wyników r/r w 4Q'16. Zakładamy, że w połączeniu z utrzymanym rozwojem organicznym grupa wypracuje 180,8 mln PLN przychodów, realizując jednocześnie 54,5% marżę brutto ze sprzedaży. Na poziomie EBITDA oczekujemy 30,5 mln PLN, natomiast na poziomie netto ok. 19,2 mln PLN zysku. Tym samym w ujęciu całorocznym Vistula powinna wypracować 591 mln PLN przychodów, nieco ponad 67 mln PLN EBITDA i 35,3 mln PLN zysku netto. W perspektywie '17 spodziewamy się kontynuacji rozwoju organicznego i rozbudowy sieci w obu segmentach. Estymujemy, że w przyszłym roku grupa zwiększy obroty do niemal 663 mln PLN, a EBITDA do 72,9 mln PLN.

W segmencie odzieżowym spodziewamy się podtrzymania pozytywnych tendencji like-for-like i wzrostu przychodów do 100,8 mln PLN w 4Q'16, co implikuje wzrost o niemal 10% r/r. Liczymy, że części modowej uda się utrzymać pierwszą marżę na zbliżonym poziomie do ubiegłego roku. Na poziomie wyniku operacyjnego oczekujemy jednak lekkiego spadku, co wynika z dwóch rzeczy – umocnienia kursu EUR/PLN (wpływ na czynsze) oraz wzrostu wynagrodzeń. Tym samym EBIT segmentu powinien być bliski 10,2 mln PLN. W '17 zakładamy poprawę rentowności obszaru, głównie dzięki kontynuacji dodatnich odczytów lfl oraz ograniczeniu budżetu na reklamę. W modelu przyjmujemy, że sieć na koniec 2016 i 2017 będzie liczyła odpowiednio 259 i 279 sklepów, co w przełożeniu na powierzchnię powinno dać 22,2 i 24,0 tys. mkw.

W obszarze jubilerskim liczymy na stabilne wzrosty przychodów w bieżącym kwartale. Estymujemy, że obroty wzrosną do 80,0 mln PLN (utrzymanie ubiegłorocznych poziomów sprzedaży z mkw.), przy jednoczesnym zachowaniu rentowności brutto. Spodziewamy się, że EBIT segmentu podniesie się do 17,0 mln PLN. Tym samym, pozwoliłoby to w ujęciu całorocznym na zwiększenie przychodów do 238,7 mln PLN oraz EBIT do 28,8 mln PLN. W przyszłym roku liczymy, że Krukowi uda się wygenerować blisko 274 mln PLN obrotów i 34,2 mln PLN wyniku. W modelu zakładamy, że powierzchnia handlowa wzrośnie na koniec '16 do 8,4 tys. mkw., a w '17 do 9,2 tys. mkw.

Podsumowując, walory Vistuli uważamy za ciekawą propozycję inwestycyjną. W naszej ocenie ścieżka wynikowa na nadchodzące kwartały jest pozytywna i spodziewamy się dalszej poprawy wyników. Zwracamy uwagę, że nad grupą nie ciąży jeszcze tak mocno, jak nad innymi małymi detalistami, „szklany sufit" dla rozwoju sieci sklepów. Zarząd Vistuli wskazał, że docelowo część jubilerska powinna liczyć ok. 140 placówek (Apart ma ok. 200 punktów), natomiast w obszarze odzieżowym Vistula i Wólczanka ma rozwijać model franczyzowy. Wskazujemy, że stabilność wyników zapewniają dwie nogi biznesowe, ze szczególnym wskazaniem na sieć W.Kruk (rynek skoncentrowany na 3 graczach, wysokie bariery wejścia), co sprawia, że konkurencja jest mocno ograniczona. Dlatego też premia, z którą spółka jest notowana względem pozostałych mniejszych detalistów, jest w naszej ocenie całkowicie uzasadniona. Wskazując na powyższe przesłanki, rozpoczynamy wydawanie rekomendacji Vistuli od zalecenia Kupuj z ceną docelową 3,87 PLN/walor. Obecnie spółka jest handlowana wg naszych założeń na lata 2017-18 przy P/E rzędu 13,0-12,1x oraz EV/EBITDA na poziomie 8,5-7,9x.

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 (rentowność 10-letnich obligacji). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1.

Główne założenia modelu:

- Spodziewamy się, że spółka wykorzysta utrzymujące się pozytywne otoczenia i podtrzyma obecne dodatnie odczyty dla sprzedaży z mkw. w nadchodzących kwartałach. Estymujemy, że w ’16 grupa wypracuje 591 mln PLN przychodów oraz 67 mln PLN EBITDA. W ’17 liczymy na dalszą poprawę wyników i wygenerowanie obrotów na poziomie 663 mln PLN i niemal 73 mln PLN EBITDA.
- Zakładamy, że w latach 2016-18 Vistula otworzy łącznie ponad 50 sklepów, co pozwoli na wzrost powierzchni sieci do blisko 36 tys. mkw. w roku 2018. W perspektywie kolejnych lat zakładamy w modelu stopniowe spowalnianie ekspansji, a także skupienie się na efektywności istniejących placówek.

Założenia dla rozwoju sieci

	2015	2016P	2017P	2019P	2020P
Część odzieżowa					
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	20,6	22,2	24,0	25,3	26,1
Liczba sklepów	228	259	279	294	302
Część jubilerska					
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	7,4	8,4	9,2	9,9	10,4
Liczba sklepów	92	103	113	121	127

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- W naszym modelu przyjęliśmy następujący wzrost przychodów z mkw.:

Założenia dla sprzedaży z mkw.

	2015	2016P	2017P	2019P	>2019P
Część odzieżowa	8,1%	5,1%	2,4%	1,4%	1,2%
Część jubilerska	15,5%	5,0%	2,6%	1,6%	1,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Spodziewamy się, że w roku 2017 Vistula nie wypłaci dywidendy. Oczekujemy jednak, że po zakończeniu silnej ekspansji sieci w ’17 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.
- Wpływ zmiany kursów walutowych i cen surowców na wyniki segmentu przedstawiliśmy w tabelach na s. 18.
- W modelu przyjmujemy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19%.
- Z uwagi na dwa silne segmenty działalności, w wycenie DCF przyjęliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2025 roku na poziomie 2,0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2026 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 173,9 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 21.11.2016.

Metoda DCF dała wartość spółki Vistula na poziomie 680,1 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 3,91 PLN.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	662,9	723,7	770,3	803,7	824,0	835,7	846,8	858,0	869,4	880,9
EBIT [mln PLN]	58,9	64,9	69,3	73,1	75,6	77,0	78,5	80,0	81,6	83,1
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	11,2	12,3	13,2	13,9	14,4	14,6	14,9	15,2	15,5	15,8
NOPLAT [mln PLN]	47,7	52,5	56,1	59,2	61,2	62,4	63,6	64,8	66,1	67,3
Amortyzacja [mln PLN]	14,0	14,1	14,0	13,8	13,6	13,3	13,1	13,0	12,8	12,7
CAPEX [mln PLN]	-15,6	-12,6	-11,9	-10,8	-10,7	-10,8	-11,0	-11,2	-12,0	-12,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-15,4	-17,7	-11,1	-9,2	-4,9	-3,1	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8
FCF [mln PLN]	30,8	36,3	47,1	53,0	59,2	61,8	63,1	63,9	64,2	64,5
DFCF [mln PLN]	28,1	30,5	36,5	37,8	38,9	37,3	35,1	32,7	30,2	27,9
Suma DFCF [mln PLN]	334,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	984,8			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:		2,0%				
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	426,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	761,1									
Dług netto [mln PLN]	81,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	**680,1**									
Ilość akcji [mln szt.]	173,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**3,91**									

Przychody zmiana r/r	12,1%	9,2%	6,4%	4,3%	2,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
EBIT zmiana r/r	11,0%	10,1%	6,9%	5,4%	3,4%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
FCF zmiana r/r	33,0%	18,0%	29,9%	12,5%	11,7%	4,4%	2,0%	1,3%	0,4%	0,5%
Marża EBITDA	11,0%	10,9%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,9%	10,9%
Marża EBIT	8,9%	9,0%	9,0%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%
Marża NOPLAT	7,2%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,6%
CAPEX / Przychody	2,3%	1,7%	1,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	110,8%	89,7%	85,2%	78,3%	78,7%	81,2%	83,5%	86,4%	93,6%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	-2,3%	-2,4%	-1,4%	-1,1%	-0,6%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-21,5%	-29,1%	-23,8%	-27,4%	-24,1%	-26,1%	-24,1%	-24,0%	-24,0%	-24,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	89,3%	90,2%	91,1%	91,9%	92,4%	93,0%	93,0%	93,1%	93,1%	93,1%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	10,7%	9,8%	8,9%	8,1%	7,6%	7,0%	7,0%	6,9%	6,9%	6,9%
WACC	8,5%	8,6%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
beta	0,7	4,11	4,31	4,54	4,81	4,54	5,52	5,99	6,60	7,38
	0,8	3,81	3,98	4,17	4,40	4,66	4,97	5,35	5,81	6,40
	0,9	3,55	3,69	3,85	4,04	4,26	4,51	4,82	5,18	5,64
	1,0	3,31	3,43	3,57	3,73	3,91	4,12	4,37	4,67	5,03
	1,1	3,10	3,20	3,32	3,46	3,61	3,79	3,99	4,24	4,52
	1,2	2,91	3,00	3,10	3,22	3,35	3,50	3,67	3,87	4,10
	1,3	2,73	2,82	2,90	3,00	3,12	3,24	3,39	3,56	3,75

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
premia za ryzyko	3,00%	4,45	4,69	4,97	5,29	5,69	6,18	6,80	7,60	8,69
	4,00%	3,81	3,98	4,17	4,40	4,66	4,97	5,35	5,81	6,40
	5,00%	3,31	3,43	3,57	3,73	3,91	4,12	4,37	4,67	5,03
	6,00%	2,91	3,00	3,10	3,22	3,35	3,50	3,67	3,87	4,10
	7,00%	2,58	2,65	2,73	2,81	2,91	3,02	3,14	3,28	3,44
	8,00%	2,30	2,36	2,42	2,48	2,56	2,64	2,73	2,83	2,95
	9,00%	2,07	2,11	2,16	2,21	2,27	2,33	2,40	2,48	2,56

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,00%	7,04	6,53	6,08	5,69	5,34	5,03	4,75	4,49	4,26
	4,00%	5,95	5,45	5,03	4,66	4,33	4,04	3,79	3,56	3,35
	5,00%	5,13	4,66	4,26	3,91	3,61	3,35	3,12	2,91	2,72
	6,00%	4,49	4,04	3,67	3,35	3,07	2,83	2,62	2,43	2,27
	7,00%	3,98	3,56	3,21	2,91	2,66	2,43	2,24	2,07	1,92
	8,00%	3,56	3,16	2,83	2,56	2,32	2,12	1,94	1,78	1,65
	9,00%	3,21	2,83	2,53	2,27	2,05	1,86	1,70	1,55	1,43

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wyceny Vistuli metodą wskaźnikową dokonaliśmy w oparciu o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny poziom EV/EBITDA dla obu segmentu (dla części odzieżowej 9,0x, a dla obszaru jubilerskiego 10,5x). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 640,2 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje 3,68 PLN/walor.

Podsumowanie wyceny porównawczej

		mln PLN	PLN
A	Część odzieżowa	254,2	1,46
B	Część jubilerska	386,0	2,22
C= A + B	**Wycena porównawcza**	**640,2**	**3,68**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analiza wrażliwości w wycenie mnożnikowej segmentów

Część odzieżowa							
Mnożnik	**7,5x**	**8,0x**	**8,5x**	**9,0x**	**9,5x**	**10,0x**	**10,5x**
Cena docelowa [PLN/akcję]	1,17	1,27	1,37	1,46	1,56	1,65	1,75
Część jubilerska							
Mnożnik	**9,0x**	**9,5x**	**10,0x**	**10,5x**	**11,0x**	**11,5x**	**12,0x**
Cena docelowa [PLN/akcję]	1,88	1,99	2,11	2,22	2,34	2,45	2,56

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza spółek odzieżowych

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016	**2017**	**2018**	**2016**	**2017**	**2018**	**2016**	**2017**	**2018**
Wojas	28,9	12,4	9,6	8,0	7,6	6,6	16,1	13,3	10,7
Gino Rossi	13,5	11,4	10,6	8,2	7,3	6,7	12,6	10,9	10,0
Bytom	15,6	13,5	11,2	9,8	8,7	7,5	12,4	10,7	9,0
Monnari	22,3	18,9	17,1	10,0	9,7	9,1	21,6	20,0	18,1
Solar	-	16,0	14,0	4,8	3,8	3,4	7,2	6,2	4,9
LPP	29,2	32,3	24,8	15,0	17,6	13,9	21,7	30,5	21,3
CCC	25,1	20,5	19,6	18,7	14,7	14,0	22,1	16,5	15,8
Mediana	**23,7**	**16,0**	**14,0**	**9,8**	**8,7**	**7,5**	**16,1**	**13,3**	**10,7**
Vistula (grupa)	16,0	13,0	12,1	9,6	8,5	7,9	12,1	10,5	9,6
Premia/dyskonto	-32,6%	-18,9%	-13,7%	-2,0%	-2,6%	5,1%	-24,7%	-21,2%	-10,8%

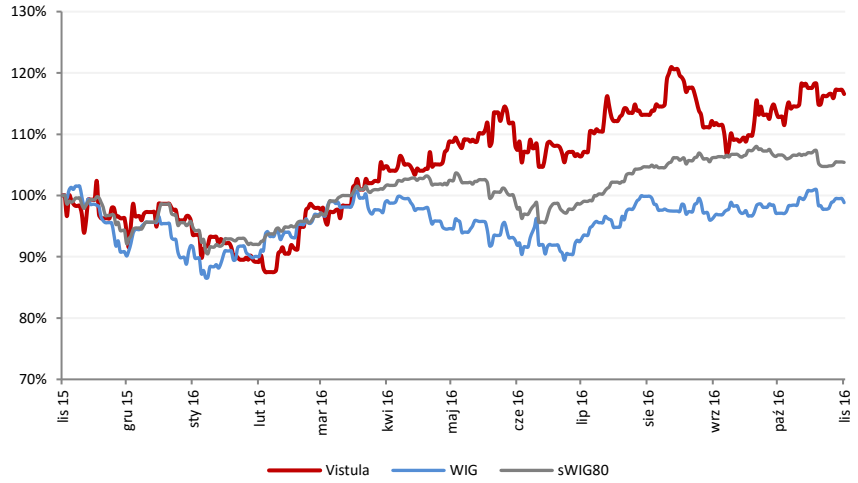
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza spółek jubilerskiej

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016	**2017**	**2018**	**2016**	**2017**	**2018**	**2016**	**2017**	**2018**
Pandora	16,5	14,7	13,1	12,6	11,0	9,7	13,5	11,8	10,4
Tiffany	20,9	19,8	18,2	10,3	9,8	9,2	13,3	12,5	11,8
Signet Jewelers	12,0	11,0	10,3	8,0	7,1	6,6	9,9	8,9	8,5
Louis Vitton	21,2	19,5	17,8	10,3	9,5	8,6	12,9	11,8	10,5
Richemont	55,4	46,0	41,6	30,6	26,5	24,2	41,3	34,7	31,0
Hermes	35,8	32,9	30,2	19,9	18,0	16,4	22,2	20,2	18,3
Mediana	**21,1**	**19,7**	**18,0**	**11,5**	**10,4**	**9,4**	**13,4**	**12,2**	**11,2**
Vistula (grupa)	16,0	13,0	12,1	9,6	8,5	7,9	12,1	10,5	9,6
Premia/dyskonto	-24,3%	-34,0%	-33,0%	-15,9%	-18,7%	-16,6%	-9,3%	-13,7%	-14,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

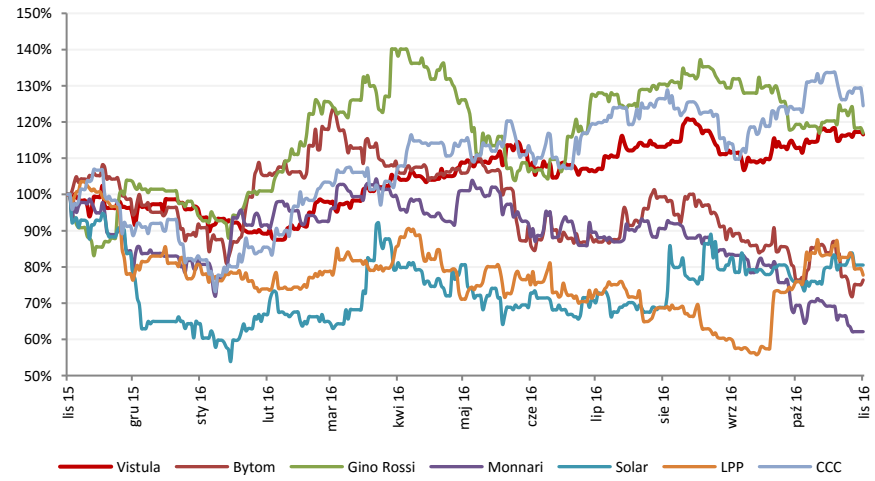
Zachowanie kursu na tle WIG



Kurs Vistuli zachowuje się znacznie lepiej od WIG oraz sWIG80. W ostatni roku walory odzieżowej grupy zyskały niemal 17%, podczas gdy indeks szerokiego rynku stracił 1%.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

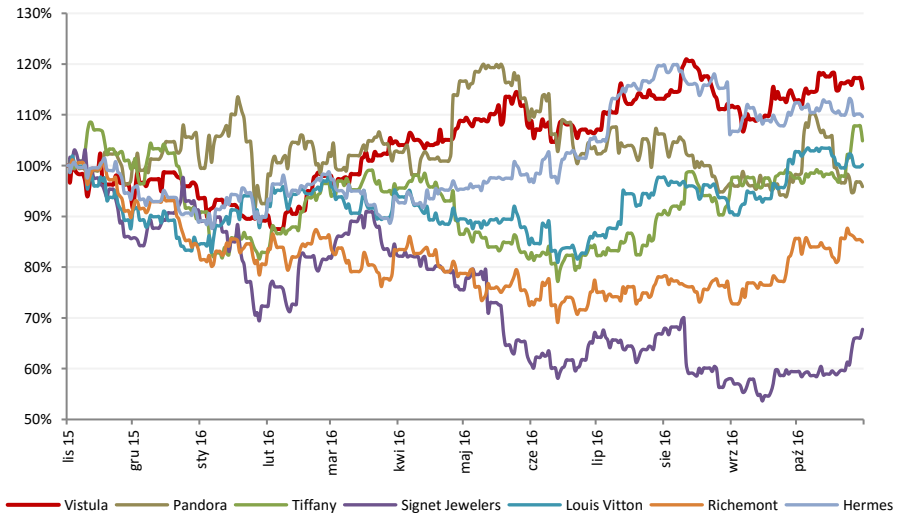
Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



Wysokie dynamiki obrotów spowodowały, że walory Vistuli są jednym z najlepszych detalistów na przestrzeni ostatniego roku..

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu na tle podmiotów z branży jubilerskiej



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 (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. Zwracamy uwagę, że Komisja Europejska zgłosiła szereg zastrzeżeń do założeń daniny i nakazała wstrzymanie jej egzekwowania. Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 29.

- **Konkurencja rynkowa**
  Rynek, na którym działa spółka, jest mocno konkurencyjny i cechuje się rozdrobnieniem branży. Z jednej strony mamy do czynienia z polskimi graczami (Bytom, Próchnik) i światowymi brandami, a z drugiej funkcjonuje duże grono małych podmiotów (Lancerto, Lavard, Giacomo Conti). Dodatkowo, bariery wejścia na rynek są dosyć niskie, co powoduje, że w dłuższej perspektywie Vistula 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. Dużo mniejsza konkurencja panuje w obszarze jubilerskim. Na krajowym rynku działa 3 dużych graczy: W.Kruk, Apart oraz Yes, a sama branża cechuje się znacznie trudniejszymi do pokonania barierami wejścia (kwestia dostaw, wysokie nakłady na sklepy).

- **Zakaz handlu w niedzielę**
  W sejmie toczą się prace nad zakazem handlu w niedzielę, na bazie zebranych podpisów oraz wniosku NSZZ Solidarność. Póki co nie wiadomo jaki będzie ostateczny kształt ewentualnej ustawy, jednak może on negatywnie odbić się na szerokim sektorze handlu (spadek obrotów, przynajmniej w krótkim terminie). Z drugiej strony detaliści zapewne będą starali się obronić wyniki m.in. poprzez ograniczenie zatrudnienia. Uważamy, że Vistula jest znacznie mniej narażona na wpływ zakazu niż inne podmioty z branży (w naszej ocenie produkty sprzedawane przez grupę nie podlegają tak mocnemu działaniu impulsowemu). Według naszych szacunków niedziela odpowiada za ok. 13% tygodniowej sprzedaży.

- **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 – Vistula kupuje część ubrań w Chinach (rozliczenie w USD), i Europie (EUR). Dodatkowo część zakupów jubilerskich (m.in. zegarki) jest wyrażona w CHF. Umocnienie tych walut względem PLN będzie skutkowało presją na pierwszą marżę i ujemnym saldem finansowym. Ponadto umowy najmu są denominowane w EUR, co oznacza, że w przypadku osłabienia PLN, spółka będzie zmuszona płacić znacznie więcej za czynsze w galeriach handlowych. Wpływ zmiany kursów walutowych i cen surowców na wyniki segmentu przedstawiliśmy w tabelach na s. 18.

- **Sezonowość wyników**
  Branża odzieżowa cechuje się znaczną sezonowością, ze szczególnym wskazaniem na 4 kwartał. 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 3Q'16 Vistula posiadał 343 placówki o łącznej powierzchni 28,9 tys. mkw.). Istnieje ryzyko, że lokalizacje nowych sklepów okażą się błędne, co będzie widoczne w spadku odwiedzalności oraz średnim paragonie.

WYNIKI ZA 3Q'2016

Wyniki Vistuli w 3Q'16 okazały się nieznacznie słabsze względem naszych oczekiwań, jak i konsensusu. Grupa wypracowała 136,6 mln PLN przychodów realizując jednocześnie marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 50,6% (spadek o 2,4 p.p. r/r). Pomimo 15% dynamiki obrotów, EBITDA zwiększyła się r/r jedynie o 3,4%, co jest efektem wzrostu kosztów wynagrodzeń (w przeliczeniu na mkw. +8,5% r/r) oraz wyższego marketingu. Na poziomie netto spółka zaraportowała 4,0 mln PLN zysku. Pozytywnie odbieramy obniżenie wskaźnika Dług netto/EBITDA, który na koniec 3Q'16 wynosił 2,1x (vs 2,4x przed rokiem). Sieć sklepów liczyła łącznie 343 placówki, co dało 28,9 tys. mkw. powierzchni handlowej.

Segment odzieżowy wypracował w 3Q'16 ok. 82,1 mln PLN przychodów (wzrost sprzedaży z mkw. o 7,3% r/r), realizując jednocześnie 51% marży. Spadek o 2,5 p.p. r/r był spowodowany erozją rentowności w Wólczance, która prowadziła agresywniejsze promocje oraz w Deni Cler, co było rezultatem słabszej sprzedaży kolekcji jesień-zima oraz prowadzonych wyprzedaży z kolekcji wiosna-lato. EBIT części odzieżowej spadł do 2,1 mln PLN (-1 mln PLN r/r). Sieć liczyła 247 sklepów o powierzchni 21,1 tys. mkw.

Część jubilerska wygenerowała 54,6 mln PLN przychodów ze sprzedaży, co implikuje dynamikę obrotów z mkw. na poziomie 2,2% (zwracamy uwagę na wysoką bazę z ubiegłego roku). Lekkiemu obniżeniu uległa pierwsza marża. Władze Vistula zdecydowały się lekko opóźnić wzrost cen swoich produktów i przesunąć je na 4Q'16 (psychologiczny wpływ obniżek przez sieci odzieżowe). Na poziomie EBIT W.Kruk wypracował 4,4 mln PLN, co oznacza wzrost marży operacyjnej do 8,1% (efekt niższych nakładów na marketing). Na koniec 3Q'16 sieć obejmowała 96 sklepów, o łącznej powierzchni 7,8 tys. mkw.

Wyniki Vistuli za 3Q'16 [mln PLN]

	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'16P BDM	odchylenie	3Q'16 konsensus PAP	odchylenie
Przychody	118,8	136,6	15,0%	126,7	7,8%	135,0	1,2%
Wynik brutto na sprzedaży	63,0	69,1	9,8%	66,6	3,8%	-	-
EBITDA	9,7	10,1	3,4%	11,0	-8,5%	10,7	-5,9%
EBIT	6,7	6,5	-2,1%	7,6	-14,0%	7,4	-11,7%
Zysk netto	3,1	4,0	30,7%	3,8	5,6%	4,4	-8,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	53,0%	50,6%		52,6%		-	
Marża EBITDA	8,2%	7,4%		8,7%		7,9%	
Marża EBIT	5,6%	4,8%		6,0%		5,5%	
Marża zysku netto	2,6%	2,9%		3,0%		3,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki segmentu odzieżowego [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16
Przychody	53,7	71,9	62,9	79,7	64,0	83,2	71,2	92,0	70,7	99,0	82,1
Wynik brutto ze sprzedaży	26,7	39,9	32,4	43,3	32,5	46,2	38,1	48,9	36,0	53,7	41,8
EBIT	5,3	17,2	0,4	9,1	-1,3	12,1	3,1	11,0	-1,1	11,4	2,1
marża brutto ze sprzedaży	49,6%	55,5%	51,6%	54,4%	50,8%	55,5%	53,5%	53,2%	50,9%	54,3%	51,0%
marża EBIT	9,8%	23,9%	0,7%	11,5%	-	14,6%	4,3%	11,9%	-	11,5%	2,6%
Przychód/mkw [tys. PLN]	2,94	3,89	3,35	4,19	3,33	4,30	3,65	4,57	3,46	4,83	3,92
zmiana r/r	2,7%	4,0%	6,2%	12,3%	13,2%	10,6%	8,9%	8,9%	3,9%	12,3%	7,3%
Liczba sklepów	194	196	203	204	206	206	210	228	230	242	247
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	18,5	18,5	19,0	19,0	19,4	19,3	19,7	20,6	20,2	20,8	21,1

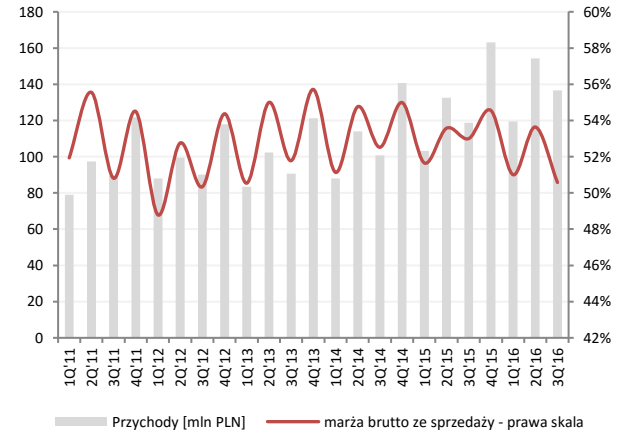
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki segmentu jubilerskiego [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16
Przychody	34,1	41,7	37,8	61,0	39,3	49,3	47,6	71,1	48,8	55,3	54,6
Wynik brutto ze sprzedaży	17,9	22,4	20,4	34,0	20,8	24,8	24,9	40,1	25,0	29,1	27,3
EBIT	4,3	9,0	3,1	11,0	2,4	9,9	3,6	12,8	2,9	6,3	4,4
marża brutto ze sprzedaży	52,6%	53,8%	54,1%	55,8%	53,1%	50,3%	52,3%	56,3%	51,1%	52,5%	50,0%
marża EBIT	12,6%	21,7%	8,3%	18,0%	6,1%	20,1%	7,6%	18,1%	6,0%	11,3%	8,1%
Przychód/mkw [tys. PLN]	4,87	5,95	5,40	8,71	5,65	7,15	6,85	9,88	6,55	7,23	7,00
zmiana r/r	5,4%	11,9%	1,8%	8,7%	16,1%	20,1%	26,9%	13,4%	16,0%	1,1%	2,2%
Liczba sklepów	83	84	84	84	84	83	84	92	92	96	96
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	7,0	7,0	7,0	7,0	6,9	6,9	7,0	7,4	7,5	7,8	7,8

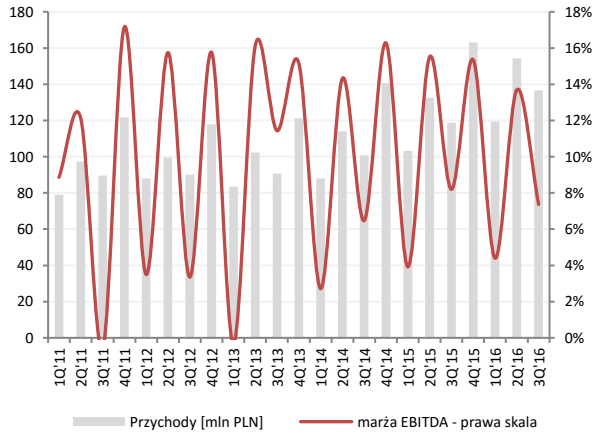
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



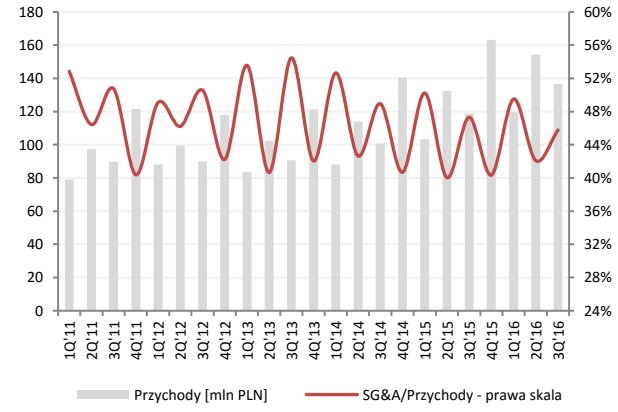
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża EBITDA



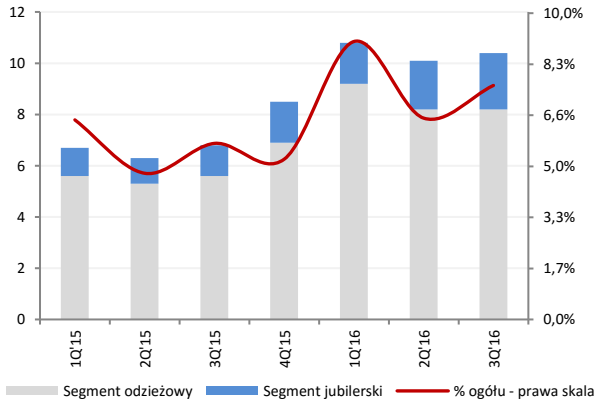
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody [mln PLN]



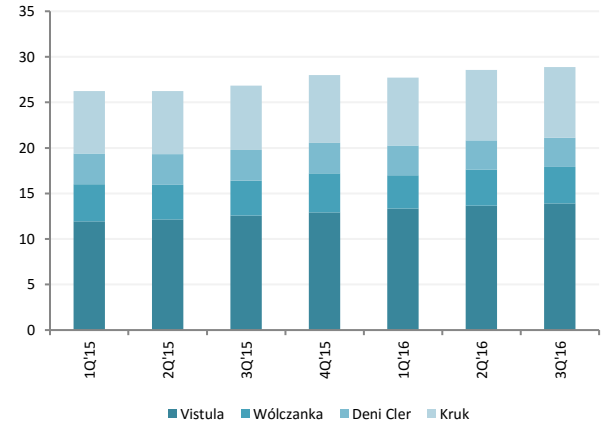
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sprzedaż e-commerce wg marek



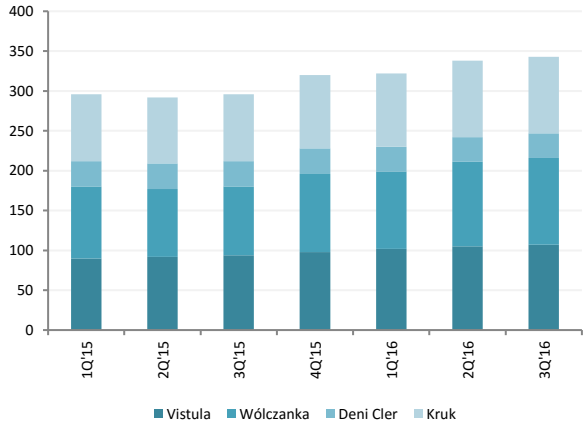
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Powierzchnia sieci [tys. mkw.]



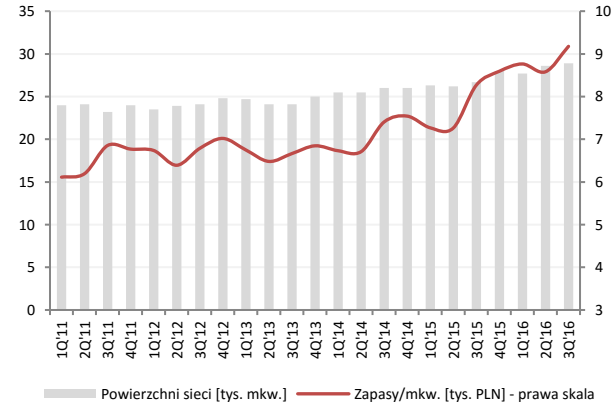
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Liczba sklepów wg marek



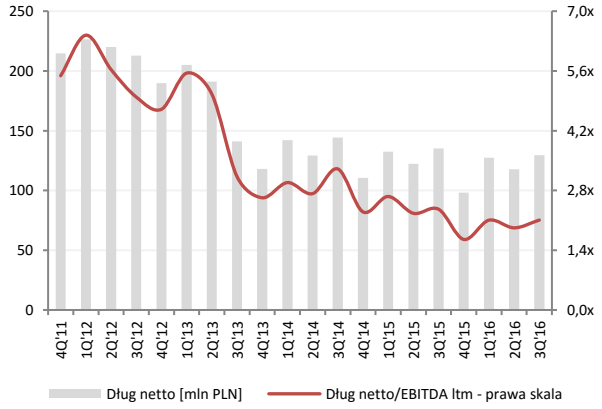
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Zapasy na mkw.



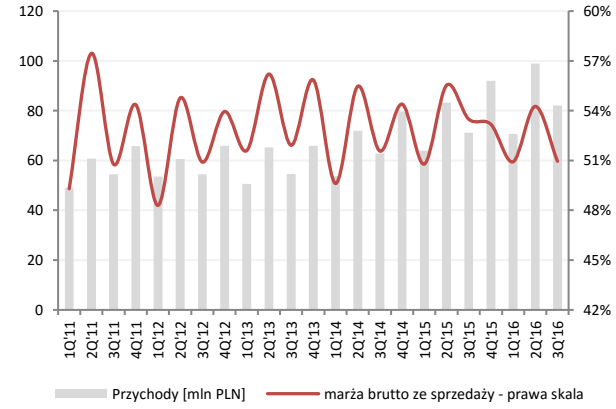
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dług netto/EBITDA ltm



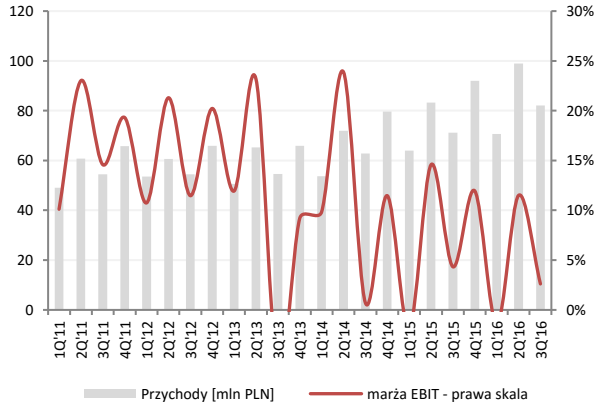
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie odzieżowym



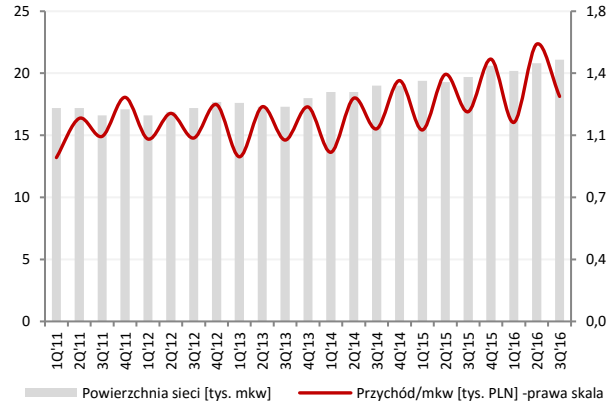
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża EBIT w segmencie odzieżowym



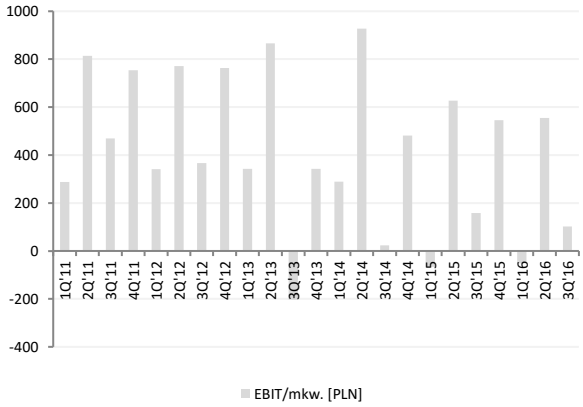
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychód z mkw.



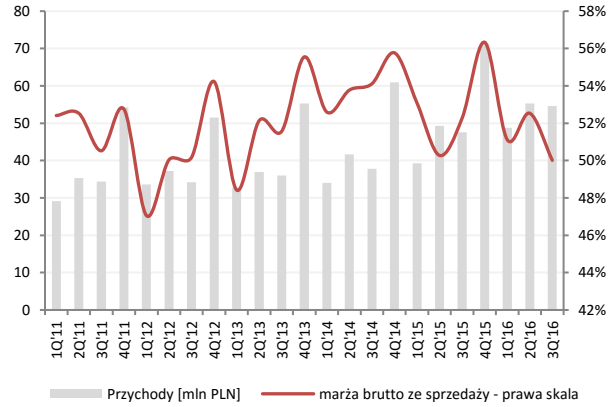
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

EBIT/mkw.



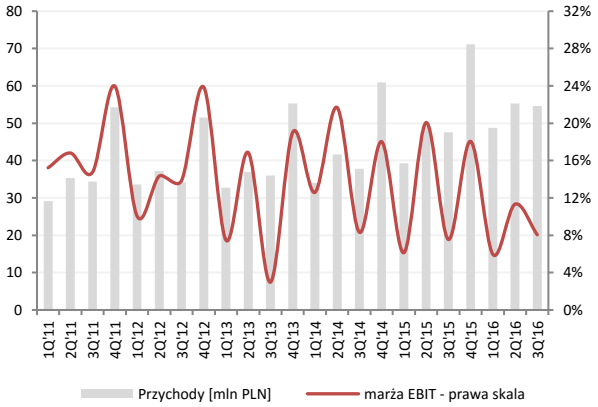
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie jubilerskim



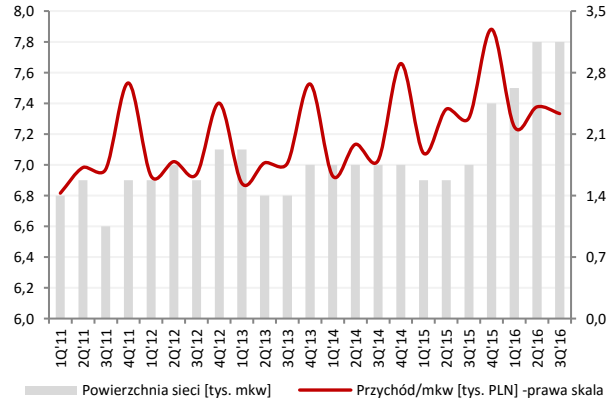
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża EBIT w segmencie jubilerskim



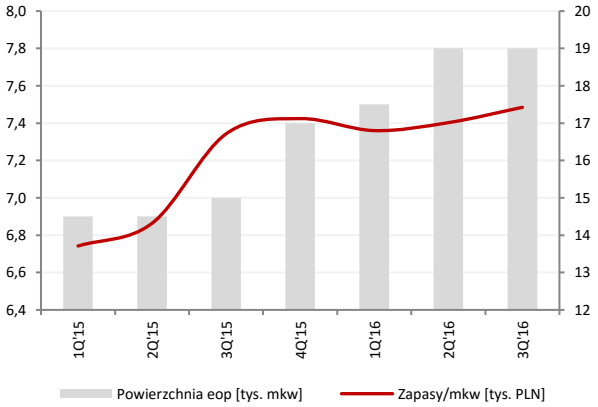
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sprzedaż z mkw. sieci W.Kruk



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Zapasy/mkw. w segmencie jubilerskim



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki spółek odzieżowych w 3Q'16

W przypadku dwóch największych podmiotów z branży można mieć mieszane odczucia. W przypadku LPP ocena wyników jest negatywna. W wyniku kryzysu trwającego jeszcze kryzysu w marce LPP przychody zwiększyły się jedynie o 18% r/r do 1,5 mld PLN (zwracamy jednak uwagę, że pozostałe brandy notują pozytywne odczyty lfl). Erozji uległa również marża brutto ze sprzedaży, która spadła do 47,1%. Wzrost kosztów okołosklepowych (m.in. w części wynagrodzeń) oraz zawiązana rezerwa na likwidowaną markę Tallinder spowodowały, że EBITDA obniżyła się do 72,9 mln PLN. Strata netto była bliska 6,5 mln PLN. W przypadku CCC pozytywnym impulsem dla wyników za 3Q'16 była konsolidacja eobuwie.pl, dzięki któremu grupa zwiększyła obroty o blisko 30% r/r do 665 mln PLN. . Nie przełożyło się to jednak ani na marżę brutto ze sprzedaży (spadek do 51%), ani EBITDA, który była bliska 44,2 mln PLN (marża EBITDA 6,6%, -0,7 p.p. r/r). Gino Rossi zmniejszyło swoje przychody o 2,7% r/r do 63,7 mln PLN, osiągając 43,1% marży brutto. Spółka wypracowała 0,3 mln PLN EBITDA -85% r/r), co było efektem silnego wzrostu kosztów około sklepowych. Na poziomie netto grupa wygenerował 3,4 mln PLN straty, co okazało się rezultatem znacznie poniżej konsensusu. Wyniki Bytomia w 3Q'16 również były słabsze r/r. Przychody ze sprzedaży wzrosły do 35,9 mln PLN (+11% r/r). Jednocześnie obniżeniu uległa pierwsza marża (51,7%), co w połączeniu ze wzrostem kosztów okołosklepowych (płace + czynsze) przełożyło się na obniżenie EBITDA do 3,7 mln PLN. Poprawę rezultatów odnotowała Vistula. W ujęciu przychodowym spółka wypracowała 136,6 mln PLN obrotu w obu segmentach, osiągając jednocześnie 50,6% marży brutto ze sprzedaży (-2,4 p.p. r/r). Wynik EBITDA Vistuli wyniósł 10,1 mln PLN, co implikuje 3,4% rentowności. Na poziomie netto spółka miała 4,0 mln PLN zysku (+0,9 mln PLN). Pomimo wzrostu przychodów do 52,4 mln PLN w 3Q'16 (+9,2% r/r), rezultatów nie udało się poprawić Wojasowi. Po pierwsze erozji uległa pierwsza marża, która spadła do 44,9%, po drugie zwiększeniu uległy koszty SG&A (szczególnie w części najmu) , co spowodowało, że EBITDA wzrosła jedynie o 0,3 mln PLN r/r do 0,9 mln PLN. Strata netto obniżyła się do 5,3 mln PLN. Przeciętne wyniki zaprezentował Redan. Co prawda przychody ze sprzedaży wzrosły do 149,8 mln PLN, a marża brutto ze sprzedaży zwiększyła się do niemal 40,9%, jednak EBITDA grupy zmniejszyła się do 1,9 mln PLN. Jest to w dużej mierze efekt wzrostu usług obcych. Strata netto była bliska 0,4 mln PLN. Zwracamy również uwagę, że zdecydowany udział w wynikach miał segment dyskontowy (sieć Textilmarket), a sieć Troll i Top Secret ponownie obciążyła skonsolidowane wyniki (po 1-3Q'16 ok. 8,5 mln PLN straty operacyjnej).

Wyniki wybranych spółek z branży odzieżowej w 3Q'16

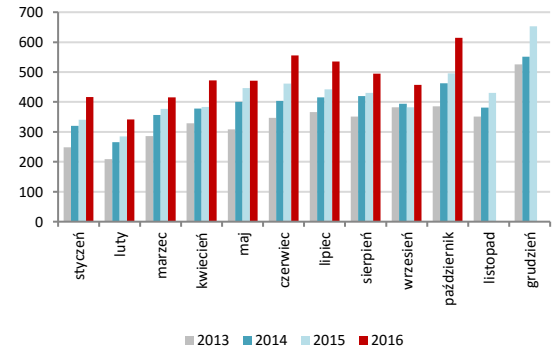
	Bytom			Vistula			Gino Rossi			Solar		
	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r
Przychody	32,3	35,9	11,1%	118,8	136,6	15,0%	65,5	63,7	-2,7%	35,9	33,3	-7,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	16,8	18,5	10,4%	63,0	69,1	9,8%	27,4	27,5	0,3%	16,8	16,7	-0,7%
EBITDA	4,0	3,7	-8,3%	9,7	10,1	3,4%	2,2	0,3	-85,4%	-0,2	-0,5	158,3%
EBIT	3,2	2,6	-18,4%	6,7	6,5	-2,1%	0,6	-1,9	-	-1,2	-1,4	-
Wynik netto	2,9	4,3	51,1%	3,1	4,0	30,7%	-0,2	-3,4	-	-0,9	-1,1	-
marża brutto ze sprzedaży	52,0%	51,7%		53,0%	50,6%		41,9%	43,1%		47,0%	50,2%	
marża EBITDA	12,5%	10,3%		8,2%	7,4%		3,3%	0,5%		-	-	
marża EBIT	10,0%	7,4%		5,6%	4,8%		0,9%	-		-	-	
marża netto	8,8%	12,0%		2,6%	2,9%		-	-		-	-	

	Wojas			Redan			LPP			CCC		
	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r
Przychody	48,0	52,4	9,2%	131,0	149,8	14,4%	1 261,5	1 488,4	18,0%	512,4	664,7	29,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	21,8	23,6	8,3%	52,5	61,4	16,8%	663,2	700,6	5,6%	270,7	339,3	25,4%
EBITDA	0,6	0,9	54,5%	2,5	1,9	-26,1%	162,6	72,9	-55,2%	37,3	44,2	18,6%
EBIT	-1,1	-0,7	-	0,6	-0,2	-	106,8	4,8	-95,5%	24,3	25,2	3,6%
Wynik netto	-1,7	-1,5	-	-1,2	-0,4	-	79,7	-6,5	-	33,8	10,2	-69,8%
marża brutto ze sprzedaży	45,3%	44,9%		40,1%	40,9%		52,6%	47,1%		52,8%	51,0%	
marża EBITDA	1,2%	1,7%		1,9%	1,2%		12,9%	4,9%		7,3%	6,6%	
marża EBIT	-	-		0,4%	-		8,5%	0,3%		4,7%	3,8%	
marża netto	-	-		-	-		6,3%	-		6,6%	1,5%	

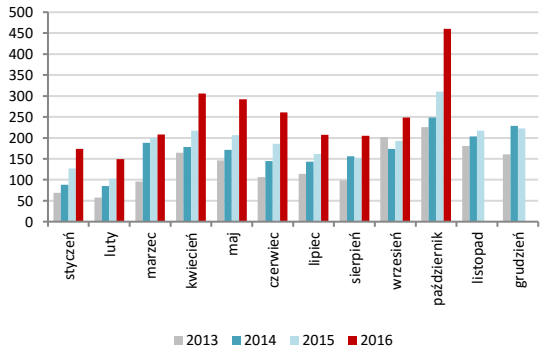
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Przychody w ujęciu miesięcznym [mln PLN]

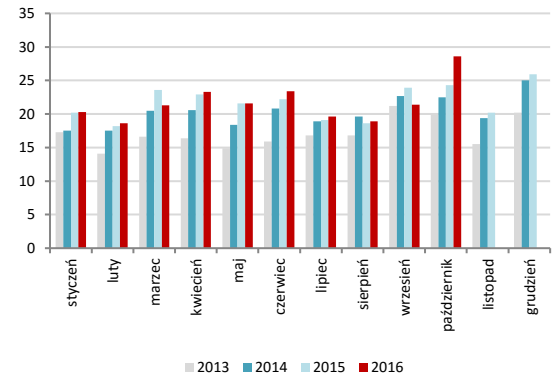
LPP



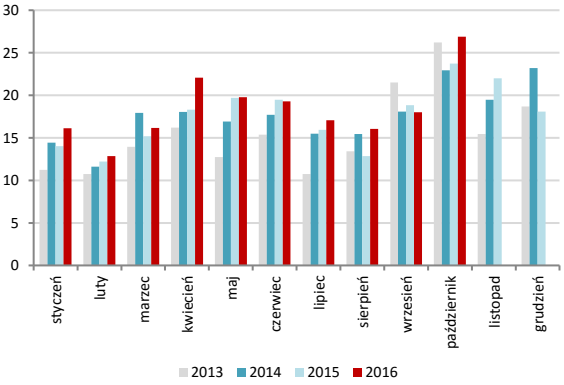
CCC



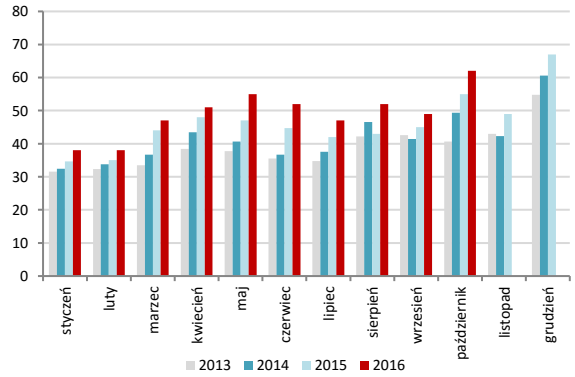
Gino Rossi



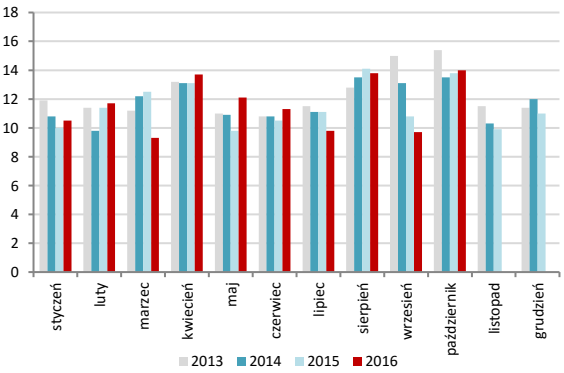
Wojas



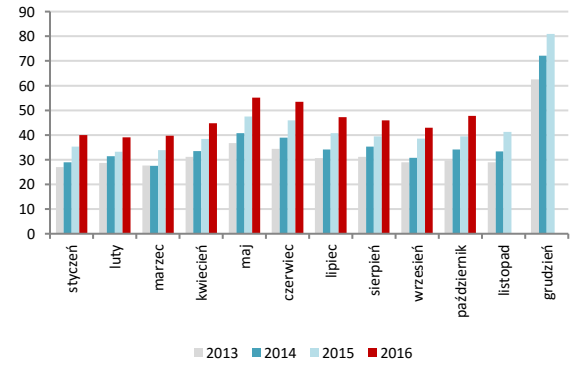
Redan



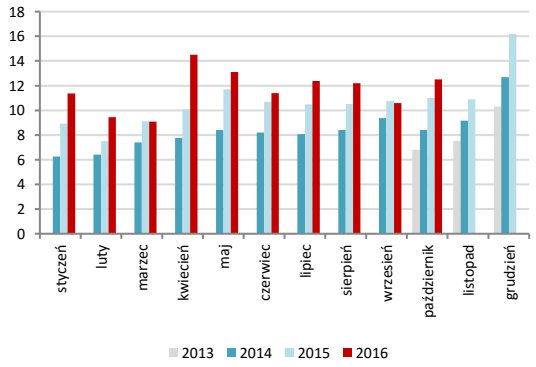
Solar



Vistula



Bytom*



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

PROGNOZA NA 4Q'16 I KOLEJNE OKRESY

Po udanym okresie 3Q'16, liczymy na dalsze podtrzymanie pozytywnych tendencji przez Vistulę. Może o tym świadczyć opublikowany na początku listopada raport sprzedażowy za październik (w części modowej spółka zwiększyła obroty aż o 33%, co było rezultatem powyżej oczekiwań zarządu, władze spółki wskazywały na utrzymanie korzystnych relacji także w listopadzie). Liczymy na kontynuację poprawy wyników r/r w 4Q'16. Zakładamy, że w połączeniu z utrzymanym rozwojem organicznym grupa wypracuje 180,8 mln PLN przychodów, realizując jednocześnie 54,5% marżę brutto ze sprzedaży. Na poziomie EBITDA oczekujemy 30,5 mln PLN, natomiast na poziomie netto ok. 19,2 mln PLN zysku. Tym samym w ujęciu całorocznym Vistula powinna wypracować 591 mln PLN przychodów, nieco ponad 67 mln PLN EBITDA i 35,3 mln PLN zysku netto. W perspektywie '17 spodziewamy się kontynuacji rozwoju organicznego i rozbudowy sieci w obu segmentach. W naszym modelu zakładamy duży wzrost płac (po 6% w przeliczeniu na mkw.) oraz lekką obniżkę pierwszej marży. Z drugiej strony ograniczone mają być wydatki związane z marketingiem. Niemniej estymujemy, że grupa zwiększy obroty do niemal 663 mln PLN, a EBITDA do 72,9 mln PLN.

W segmencie odzieżowym spodziewamy się podtrzymania pozytywnych tendencji like-for-like i wzrostu przychodów do 100,8 mln PLN w 4Q'16, co implikuje wzrost o niemal 10% r/r. Liczymy, że części modowej uda się utrzymać pierwszą marżę na zbliżonym poziomie do ubiegłego roku. Na poziomie wyniku operacyjnego oczekujemy jednak lekkiego spadku, co wynika z dwóch rzeczy – umocnienia kursu EUR/PLN (wpływ na czynsze) oraz wzrostu wynagrodzeń. Tym samym EBIT segmentu powinien być bliski 10,2 mln PLN. W '17 zakładamy poprawę rentowności obszaru, głównie dzięki kontynuacji dodatnich odczytów lfl oraz ograniczeniu budżetu na reklamę. W modelu przyjmujemy, że sieć na koniec 2016 i 2017 będzie liczyła odpowiednio 259 i 279 sklepów, co w przełożeniu na powierzchnię powinno dać 22,2 i 24,0 tys. mkw.

W obszarze jubilerskim liczymy na stabilne wzrosty przychodów w bieżącym kwartale. Estymujemy, że obroty wzrosną do 80,0 mln PLN (utrzymanie ubiegłorocznych poziomów sprzedaży z mkw.), przy jednoczesnym zachowaniu rentowności brutto. Spodziewamy się, że EBIT segmentu podniesie się do 17,0 mln PLN. Tym samym, pozwoliłoby to w ujęciu całorocznym na zwiększenie przychodów do 238,7 mln PLN oraz EBIT do 28,8 mln PLN. W przyszłym roku liczymy, że Krukowi uda się wygenerować blisko 273,5 mln PLN obrotów i 34,2 mln PLN wyniku. W modelu zakładamy, że powierzchnia handlowa wzrośnie na koniec '16 do 8,4 tys. mkw., a w '17 do 9,2 tys. mkw.

Po okresie szczegółowej prognozy oczekujemy ograniczenia rozbudowy sieci i skupienia się na jej efektywności. W długim terminie spodziewamy się utrzymania rentowności brutto w okolicach 52% oraz marży EBITDA na poziomie ok. 11%. W modelu nie zakładamy akwizycji. Zarząd grupy stawia obecnie na rozwój organiczny, jednak nie wykluczył przejęcia podmiotu pasującego do wizji spółki, o ile będzie to okazja rynkowa. Liczymy również, że w następnych latach Vistula będzie w stanie wprowadzić stałą politykę dywidendy – naszym zdaniem nastąpi to jednak nie wcześniej niż w 2018 roku, kiedy to rozwój sieci będzie spokojniejszy.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody	103,2	132,5	118,8	163,1	119,5	154,3	126,8	180,8	134,5	170,5	155,1	202,7	517,7	591,2	662,9	723,7	770,3
Wynik brutto ze sprzedaży	53,3	71,0	63,0	89,0	60,9	82,8	66,6	98,5	68,8	90,4	78,7	108,4	276,3	311,3	346,3	377,9	401,9
EBITDA	4,0	20,6	9,7	25,0	5,3	21,1	10,7	30,5	8,8	21,1	11,8	31,2	59,4	66,9	72,9	78,9	83,3
EBIT	1,1	17,4	6,7	21,6	1,9	17,7	7,4	27,0	5,3	17,6	8,3	27,7	46,9	53,1	58,9	64,9	69,3
Wynik brutto	-2,8	15,5	4,0	19,0	-0,1	15,4	4,5	23,7	3,9	16,1	6,8	26,9	35,7	44,2	53,6	57,6	66,3
Wynik netto	-2,0	12,1	3,1	15,0	-0,1	12,2	3,6	19,2	3,1	13,0	5,5	21,8	28,2	35,3	43,4	46,6	53,7
marża brutto ze sprzedaży	51,7%	53,6%	53,0%	54,6%	51,0%	53,6%	52,6%	54,5%	51,2%	53,0%	50,7%	53,5%	53,4%	52,7%	52,2%	52,2%	52,2%
marża EBITDA	3,9%	15,5%	8,2%	15,4%	4,4%	13,7%	8,5%	16,9%	6,6%	12,4%	7,6%	15,4%	11,5%	11,3%	11,0%	10,9%	10,8%
marża EBIT	1,1%	13,2%	5,6%	13,3%	1,5%	11,5%	5,8%	14,9%	3,9%	10,3%	5,4%	13,6%	9,1%	9,0%	8,9%	9,0%	9,0%
marża netto	-	9,1%	2,6%	9,2%	-	7,9%	2,9%	10,6%	2,3%	7,6%	3,5%	10,7%	5,5%	6,0%	6,5%	6,4%	7,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy finansowe dla segmentu odzieżowego

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody	64,0	83,2	71,2	92,0	70,7	99,0	82,1	100,8	78,4	107,0	92,2	111,7	310,4	352,5	389,4	421,8	444,9
Wynik brutto ze sprzedaży	32,5	46,2	38,1	48,9	36,0	53,7	41,8	53,5	39,6	57,5	46,7	58,3	165,7	185,0	202,1	219,1	230,6
EBIT	-1,3	12,1	3,1	11,0	-1,1	11,4	2,1	10,2	0,6	11,3	3,5	9,9	24,9	22,7	25,3	27,5	29,1
marża brutto ze sprzedaży	50,8%	55,5%	53,5%	53,2%	50,9%	54,3%	51,0%	53,1%	50,5%	53,8%	50,7%	52,2%	53,4%	52,5%	51,9%	51,9%	51,8%
marża EBIT	-	14,6%	4,3%	11,9%	-	11,5%	2,6%	10,2%	0,7%	10,6%	3,8%	8,9%	8,0%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%
Przychód/mkw [tys. PLN]	3,33	4,30	3,65	4,57	3,46	4,83	3,92	4,66	3,50	4,68	3,96	4,70	15,68	16,48	16,87	17,11	17,32
zmiana r/r	13,2%	10,6%	8,9%	8,9%	3,9%	12,3%	7,3%	2,0%	1,0%	-3,0%	1,0%	1,0%	8,1%	5,1%	2,4%	1,4%	1,2%
Liczba sklepów	206	206	210	228	230	242	247	259	264	269	274	279	228	259	279	294	302
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	19,4	19,3	19,7	20,6	20,2	20,8	21,1	22,2	22,6	23,1	23,5	24,0	20,6	22,2	24,0	25,3	26,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy finansowe dla segmentu jubilerskiego

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody	39,3	49,3	47,6	71,1	48,8	55,3	54,6	80,0	56,1	63,5	62,9	91,0	207,3	238,7	273,5	302,0	325,3
Wynik brutto ze sprzedaży	20,8	24,8	24,9	40,1	25,0	29,1	27,3	45,0	29,3	32,8	32,0	50,0	110,6	126,3	144,2	158,8	171,2
EBIT	2,4	9,9	3,6	12,8	2,9	6,3	4,4	17,0	4,9	6,4	5,0	17,9	24,2	28,8	34,2	37,4	40,2
marża brutto ze sprzedaży	53,1%	50,3%	52,3%	56,3%	51,1%	52,5%	50,0%	56,3%	52,1%	51,8%	50,8%	55,0%	53,3%	52,9%	52,7%	52,6%	52,6%
marża EBIT	6,1%	20,1%	7,6%	18,1%	6,0%	11,3%	8,1%	21,3%	8,7%	10,1%	7,9%	19,7%	11,7%	12,1%	12,5%	12,4%	12,4%
Przychód/mkw [tys. PLN]	5,65	7,15	6,85	9,88	6,55	7,23	7,00	9,88	6,62	7,30	7,07	9,98	28,79	30,22	31,01	31,50	31,96
zmiana r/r	16,1%	20,1%	26,9%	13,4%	16,0%	1,1%	2,2%	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	15,5%	5,0%	2,6%	1,6%	1,4%
Liczba sklepów	84	83	84	92	92	96	96	103	105	108	110	113	92	103	113	121	127
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	6,9	6,9	7,0	7,4	7,5	7,8	7,8	8,4	8,6	8,8	9,0	9,2	7,4	8,4	9,2	9,9	10,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy na lata 2016-2026

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	443,4	517,7	591,2	662,9	723,7	770,3	803,7	824,0	835,7	846,8	858,0	869,4	880,9
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	237,7	276,3	311,3	346,3	377,9	401,9	419,2	429,8	435,6	441,3	446,9	452,7	458,5
EBITDA [mln PLN]	48,1	59,4	66,9	72,9	78,9	83,3	86,9	89,1	90,4	91,6	93,0	94,4	95,9
EBIT [mln PLN]	36,8	46,9	53,1	58,9	64,9	69,3	73,1	75,6	77,0	78,5	80,0	81,6	83,1
Wynik netto [mln PLN]	20,3	28,2	35,3	43,4	46,6	53,7	57,0	58,6	59,2	60,4	61,7	62,9	64,2
marża brutto ze sprzedaży	53,6%	53,4%	52,7%	52,2%	52,2%	52,2%	52,2%	52,2%	52,1%	52,1%	52,1%	52,1%	52,0%
marża EBITDA	10,9%	11,5%	11,3%	11,0%	10,9%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,9%	10,9%
marża EBIT	8,3%	9,1%	9,0%	8,9%	9,0%	9,0%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%
marża netto	4,6%	5,5%	6,0%	6,5%	6,4%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,3%
Segment odzieżowy	**2014**	**2015**	**2016P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**	**2025P**	**2026P**
Przychody	268,2	310,4	352,5	389,4	421,8	444,9	459,9	469,6	476,3	482,2	488,1	494,2	500,3
Wynik brutto ze sprzedaży	142,3	165,7	185,0	202,1	219,1	230,6	238,3	243,3	246,6	249,5	252,5	255,5	258,6
EBIT	32,0	24,9	22,7	25,3	27,5	29,1	30,2	31,1	31,7	32,2	32,8	33,4	34,0
marża brutto ze sprzedaży	53,1%	53,4%	52,5%	51,9%	51,9%	51,8%	51,8%	51,8%	51,8%	51,7%	51,7%	51,7%	51,7%
marża EBIT	11,9%	8,0%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%
Powierzchnia sieci EoP [tys. mkw.]	19,0	20,6	22,2	24,0	25,3	26,1	26,4	26,5	26,5	26,5	26,5	26,5	26,5
Liczba sklepów	204	228	259	279	294	302	306	307	307	307	307	307	307
śr. wielkość sklepu [mkw]	93,1	90,4	85,6	85,9	86,2	86,3	86,3	86,3	86,3	86,3	86,3	86,3	86,3
Przychód/sklep [mln PLN]	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Przychód/mkw [tys. PLN/m-c]	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6
Segment jubilerski	**2014**	**2015**	**2016P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**	**2025P**	**2026P**
Przychody	174,5	207,3	238,7	273,5	302,0	325,3	343,8	354,3	359,4	364,6	369,9	375,2	380,6
Wynik brutto ze sprzedaży	94,8	110,6	126,3	144,2	158,8	171,2	181,0	186,5	189,1	191,7	194,4	197,1	199,9
EBIT	27,5	24,2	28,8	34,2	37,4	40,2	42,8	44,5	45,4	46,3	47,2	48,2	49,2
marża brutto ze sprzedaży	54,3%	53,3%	52,9%	52,7%	52,6%	52,6%	52,6%	52,6%	52,6%	52,6%	52,6%	52,5%	52,5%
marża EBIT	15,7%	11,7%	12,1%	12,5%	12,4%	12,4%	12,5%	12,5%	12,6%	12,7%	12,8%	12,8%	12,9%
Powierzchnia sieci EoP [tys. mkw.]	7,0	7,4	8,4	9,2	9,9	10,4	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
Liczba sklepów	84	92	103	113	121	127	131	131	131	131	131	131	131
śr. wielkość sklepu [mkw]	83,3	80,4	81,5	81,8	82,0	82,2	82,3	82,3	82,3	82,3	82,3	82,3	82,3
Przychód/sklep [mln PLN]	2,1	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9
Przychód/mkw [tys. PLN/m-c]	2,1	2,4	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analiza wrażliwości zmiany kursów walutowych na wyniki segmentu odzieżowego*

EBIT [mln PLN]	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
-5%	10,5	1,2	11,9	4,2	10,6	28,0	30,6	34,4	35,6	36,5
kurs bazowy	10,2	0,6	11,3	3,5	9,9	25,3	27,5	29,1	30,2	31,1
+5%	10,0	0,0	10,7	2,8	9,2	22,6	24,4	24,0	25,0	25,9

Odchylenie [mln PLN]	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
-5%	0,3	0,6	0,6	0,7	0,7	2,7	3,1	5,2	5,3	5,4
kurs bazowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+5%	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-2,6	-3,1	-5,1	-5,2	-5,2

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *pozostałe założenia bez zmian*

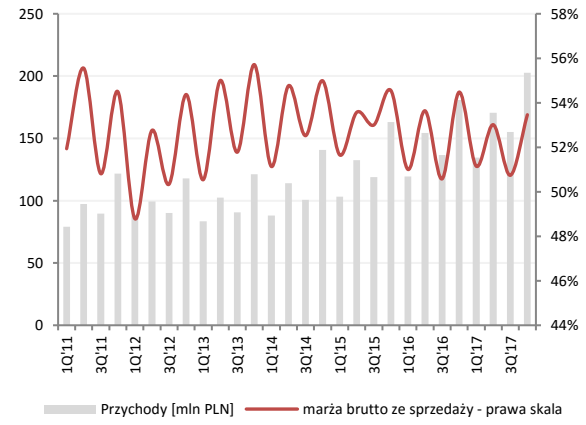
Analiza wrażliwości zmiany cen surowców na wyniki segmentu jubilerskiego*

EBIT [mln PLN]	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
-5%	17,4	5,2	6,9	5,4	19,7	37,2	40,7	43,7	46,5	48,2
kurs bazowy	17,0	4,9	6,4	5,0	17,9	34,2	37,4	40,2	42,8	44,5
+5%	16,7	4,6	6,0	4,6	16,2	31,4	34,3	36,9	39,4	41,0

Odchylenie [mln PLN]	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
-5%	0,3	0,3	0,5	0,5	1,7	3,0	3,3	3,5	3,7	3,8
kurs bazowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+5%	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-1,7	-2,8	-3,0	-3,3	-3,4	-3,5

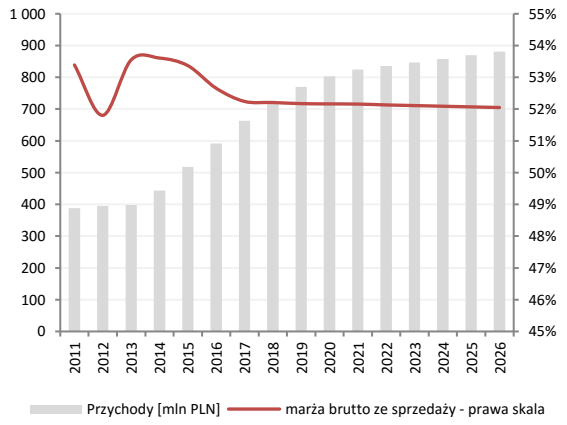
*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *pozostałe założenia bez zmian*

Marża brutto w ujęciu kwartalnym



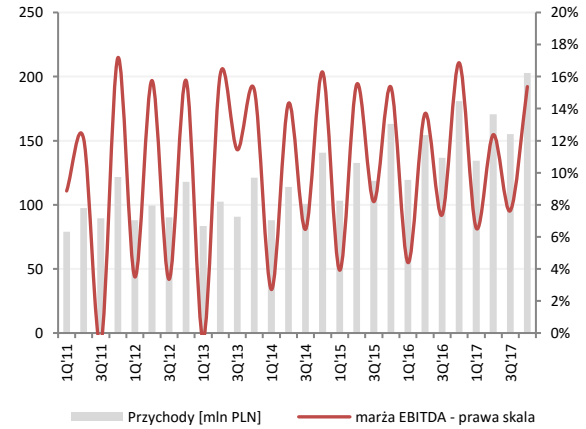
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto w ujęciu rocznym



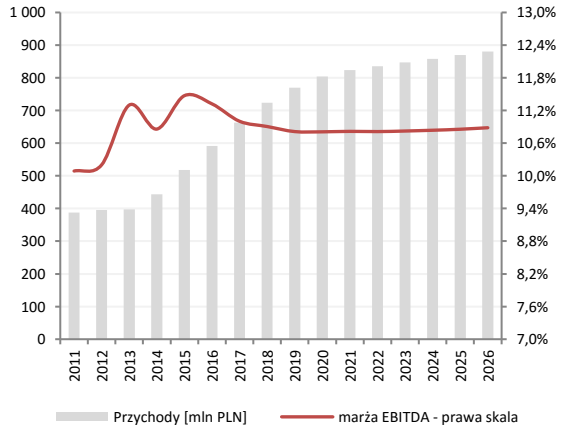
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA w ujęciu kwartalnym



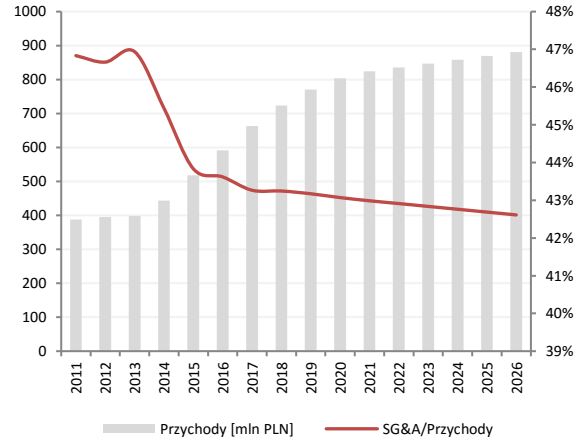
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA w ujęciu rocznym



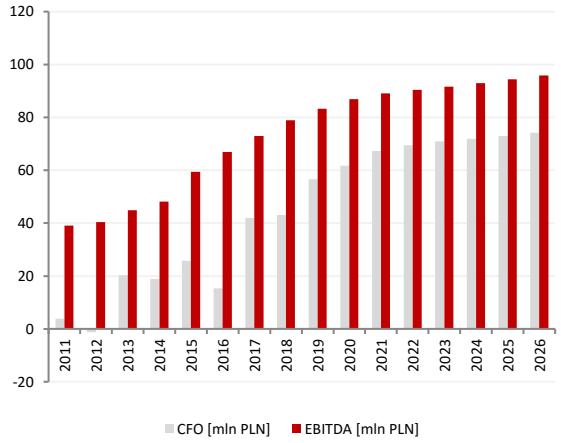
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty SG&A vs przychody



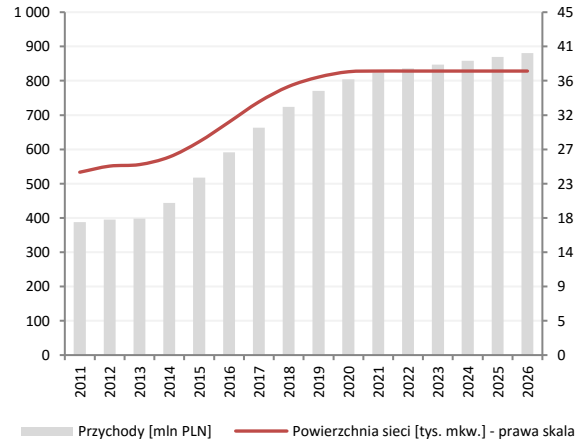
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CFO na tle EBITDA



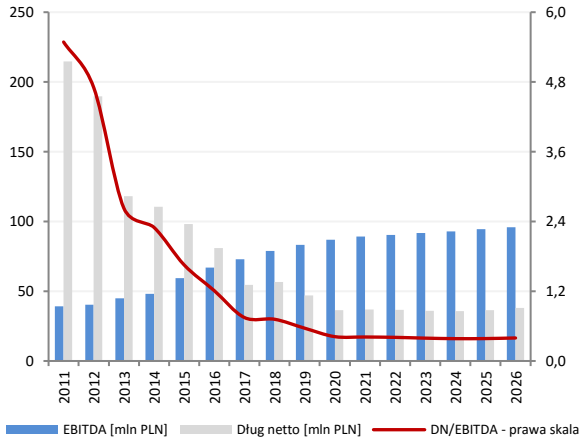
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody skonsolidowane vs powierzchnia sieci



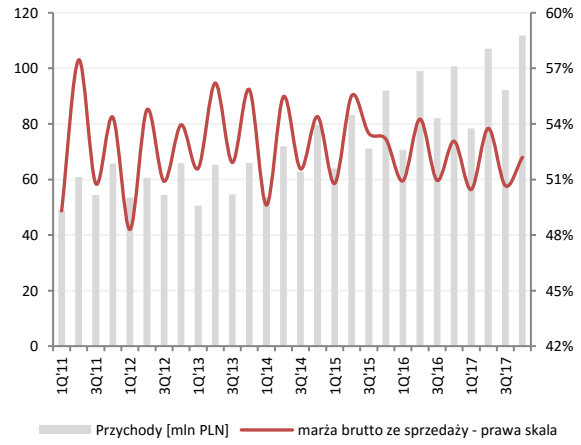
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dług netto na tle EBITDA



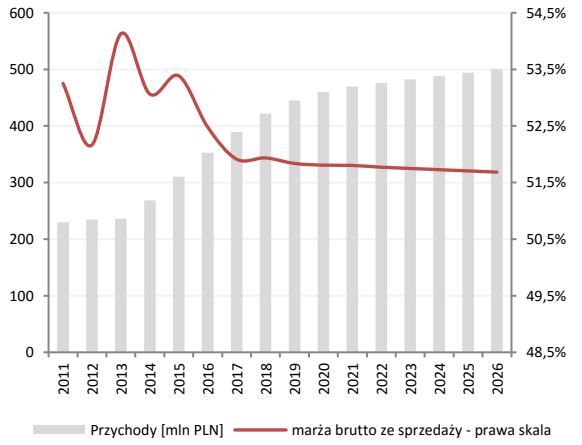
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie odzieżowym - kwartalnie



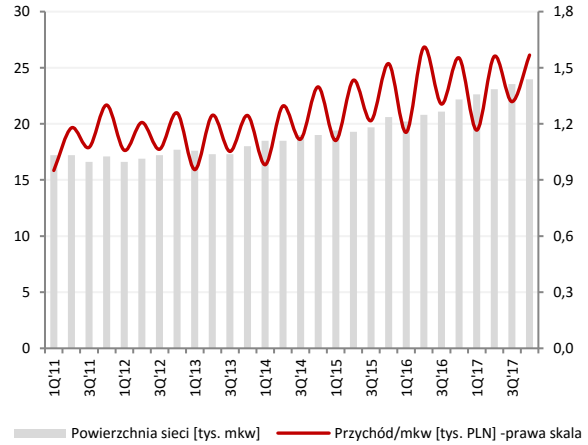
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie odzieżowym – uj. roczne



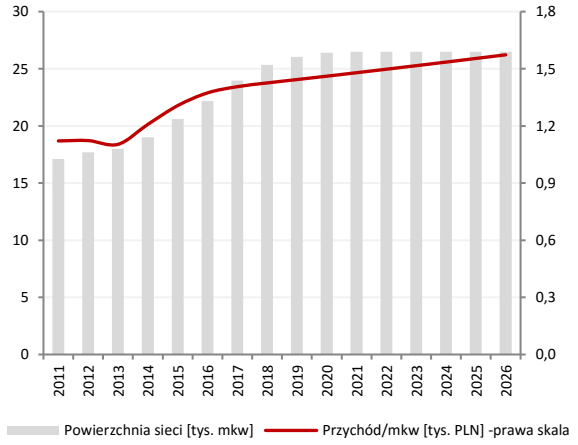
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychód jednostkowy i powierzchnia sieci odzieżowej - kwartalnie



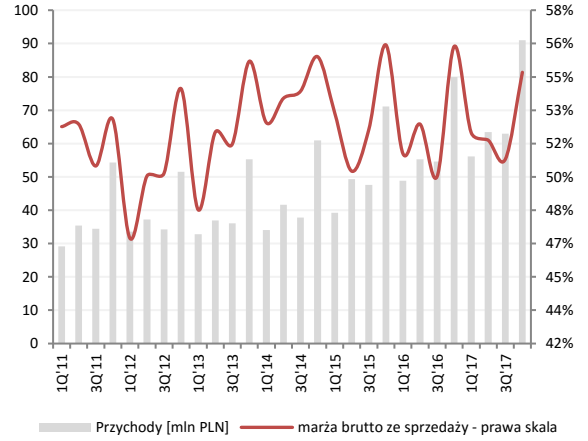
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychód jednostkowy i powierzchnia sieci odzieżowej – uj. roczne



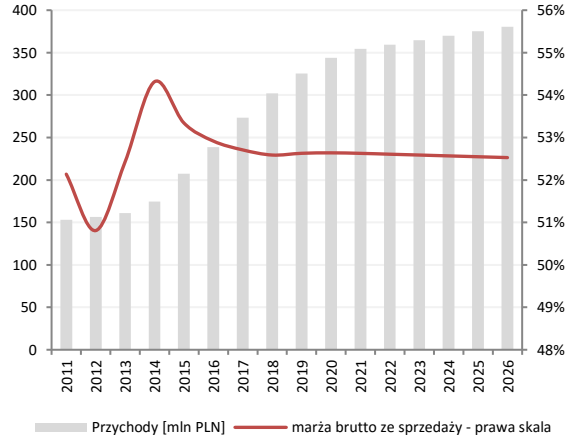
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie jubilerskim - kwartalnie



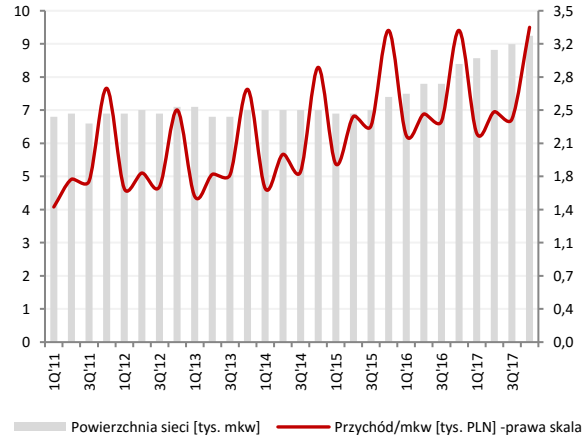
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie jubilerskim – uj. roczne



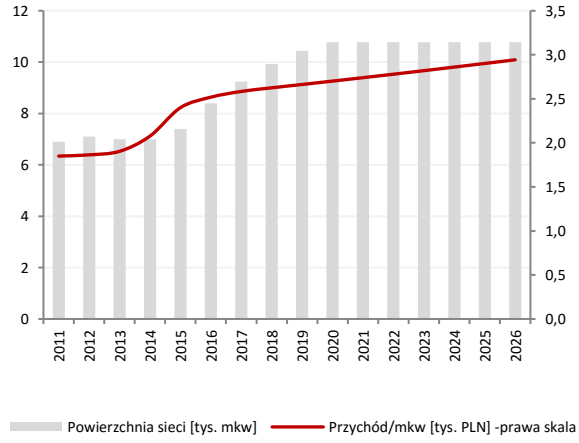
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychód jednostkowy i powierzchnia sieci jubilerskiej - kwartalnie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychód jednostkowy i powierzchnia sieci jubilerskiej – uj. roczne



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PLAN MOTYWACYJNY

W kwietniu 2015 roku uchwalono plan motywacyjny dla kadry menadżerskiej i kluczowych pracowników. Program obejmuje 3 następujące po sobie lata obrotowe, począwszy od roku 2015. Miał on polegać na możliwości obejmowania przez jego uczestników bezpłatnych warrantów subskrypcyjnych umożliwiających objęcie akcji serii N z wyłączeniem prawa poboru. Maksymalna liczba wyemitowanych warrantów może wynieść 6,0 mln szt., jednak nie mogą one być wykonane później niż 31 grudnia 2019 roku. Akcje mają być wydawane niezwłocznie po ich opłaceniu. Każdy warrant upoważnia do objęcia 1 akcji po cenie emisyjnej 2,00 PLN. Warranty mają być wydawane w 3 transzach, z których każda ma liczyć 2 mln sztuk. Osobami uprawnionymi do objęcia papierów mają być członkowie zarządu oraz osoby należące do kluczowej kadry menadżerskiej, z czego członkom zarządu może być zaoferowane maksymalnie 50% wydawany warrantów. Warranty są niezbywalne i podlegają dziedziczeniu.

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 24 mln PLN, natomiast w przypadku EBITDA minimalny poziom to 51 mln PLN;
    b. W drugim roku realizacji EBITDA musi przekroczyć 55 mln PLN, a wynik netto 29 mln PLN;
    c. W trzecim roku realizacji EBITDA netto musi wynieść co najmniej 60 mln PLN, a zysk netto 33 mln PLN.
3. **Założenia dla kursu akcji:** średni kurs notowań z ostatniego miesiąca 2015 roku musi być wyższy niż 2,30 PLN/akcję, w ’16 musi wynosić 2,53 PLN/walor, a w ’17 powinien przekraczać 2,91 PLN/akcję.

W przypadku realizacji założeń dla zysku netto i EBITDA w danym roku, osobom uprawnionym będzie zaoferowane po 25% wielkości transzy. Jeśli kurs akcji będzie znajdował się powyżej zapisanego w programie motywacyjnym, przydzielone zostanie kolejne 50% warrantów. W uchwałach zapisano również, że ewentualna wypłata dywidendy będzie obniżała poziom założonego w warunkach programu cen walorów Vistuli.

Realizacja założeń programu motywacyjnego wg założeń DM BDM

	2015	2016P	2017P	suma
W programie motywacyjnym				
EBITDA [mln PLN]	51,0	55,0	60,0	**166,0**
Wynik netto [mln PLN]	24,0	29,0	33,0	**86,0**
Średni kurs akcji [PLN]	2,30	2,53	2,91	
Prognoza DM BDM				
EBITDA [mln PLN]	59,4	66,9	72,9	**199,3**
Wynik netto [mln PLN]	28,2	35,3	43,4	**106,9**
realizacja programu wg założeń BDM				
EBITDA [mln PLN]	*116,5%*	*121,7%*	*121,6%*	***120,0%***
Wynik netto [mln PLN]	*117,6%*	*121,7%*	*131,5%*	***124,3%***

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI

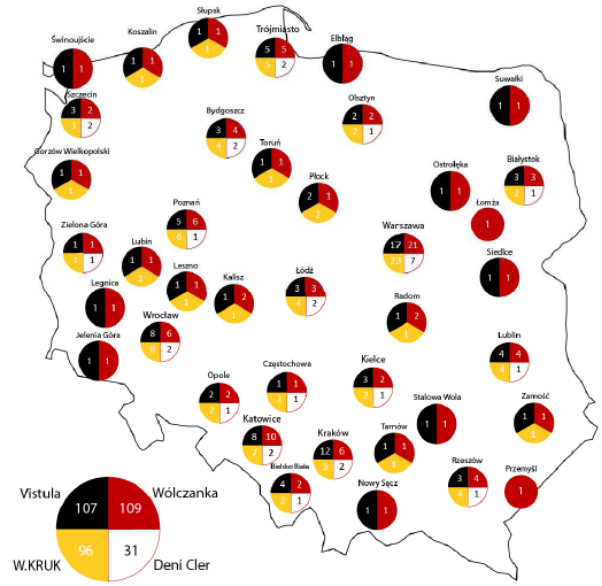
Vistula jest jednym z największych polskich detalistów sprzedających odzież męską i damską, pozycjonowaną w średnim i wyższym segmencie rynku oraz luksusową biżuterię i zegarki (poprzez sieć W. Kruk). Obecnie grupa zarządza markami Vistula, Lantier, Vistula Red, Wólczanka, Lambert, Deni Cler (część odzieżowa) oraz W. Kruk. Na koniec 3Q'16 spółka dysponowała 343 sklepami o łącznej powierzchni handlowej na poziomie 28,9 tys. mkw.

Kamienie milowe w rozwoju grupy Vistula

1948	• Zarządzenie Ministra Przemysłu i Handlu ws. utworzenia przedsiębiorsta "Krakowskie Zakłady Przemysłu Odzieżowego"
1991	• Przekształcenie w jednoosobową spółkę Skarbu Państwa pod firmą Zakłady Przemysłu Odzieżowego Vistula S.A.
1993	• Debiut na GPW
2001	• Rejestracja nowej nazwy spółki: Vistula S.A.
2005	• Rozpoczęcie ekspansji sieci sprzedaży
2006	• Połączenia z Wólcznanka S.A.
2008	• Przejęcie kontroli i połączenie z W.Kruk
2015	• Wydzielenie działalności jubilerskiej do spółki zależnej

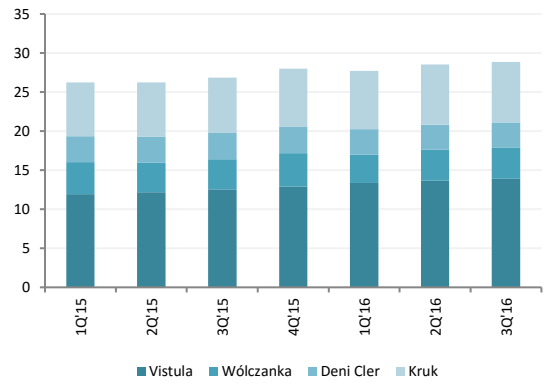
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sieć sklepów na terenie kraju

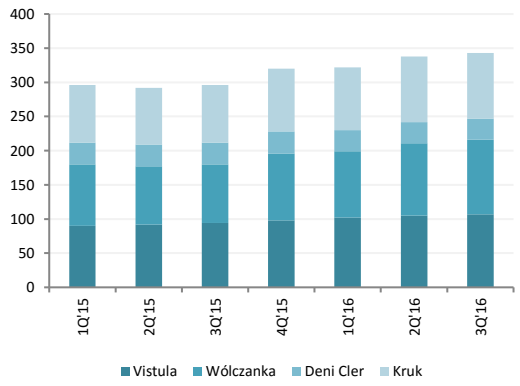


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Powierzchnia sieci [tys. mkw.]



Liczba sklepów wg marek



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka *Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka*

Głównym udziałowcem jest OFE PZU, który kontroluje 17,4% udziałów Bytomia. Wśród akcjonariuszy instytucjonalnych, którzy posiadają powyżej 5%, należy również wskazać Ipopema TFI (17,0%) oraz NN OFE (11,1%). Blisko 11,2% głosów posiada stowarzyszenie Jerzego Mazgaja wraz z podmiotami powiązanymi (Alma + Krakchemia). W czerwcu '16 blisko 4,9% akcji nabył cukierniczy Colian.

Główni akcjonariusze spółki

	Liczba akcji	% akcji	Liczba głosów	% głosów
OFE PZU	30,8	17,4%	30,8	17,4%
Ipopema TFI	30,2	17,0%	30,2	17,0%
Jerzy Mazgaj (z podmiotami powiązanymi)	19,9	11,2%	19,9	11,2%
NN OFE	19,7	11,1%	19,7	11,1%
Colian	8,7	4,9%	8,7	4,9%
Pozostali	67,8	38,3%	67,8	38,3%
RAZEM	**177,2**	**100,0%**	**177,2**	**100,0%**

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SEGMENT ODZIEŻOWY

Na sieć sprzedażową części modowej składało się na koniec 3Q'16 247 sklepów o łącznej powierzchni handlowej 21,1 tys. mkw. W sieci funkcjonowało 109 placówek Wólczanki, 107 sklepówek pod szyldem Vistula oraz 31 punktów damskiej marki Deni Cler. W ramach poszczególnych marek własnych istnieje szereg linii biznesowych.

Linie biznesowe

Vistula	Na polskim rynku działa od 1967 roku i jest podstawową linią mody męskiej w grupie. Oferta sprzedażowa obejmuje garnitury, marynarki, spodnie, koszule oraz akcesoria. Marka otrzymała szereg nagród w tym I miejsce w kategorii „Najlepsze ubranie dla podróżujących biznesmenów" przyznawane przez Business Travelere, czy „SCF Reatiler of the year 2015".
Lantier	Jest to marka wprowadzona na rynek w 1998 roku i jest dedykowana klientom z segmentu premium. Głównym produktem są wysokogatunkowe garnitury, jednak oferowane są także koszule, kurtki i płaszcze.
Vistula Red	Marka została uruchomiona w 2009 roku, a produkty są skierowane do segmentu Fashion & smart casual. Jest to brand skierowany do młodszych klientów.
Vesari	Jest to tradycyjna marka mody męskiej, która jest inspirowana włoskim stylem. Działa od 2002 roku. Vesari jest skierowana do odbiorców hurtowych, którzy prowadzą multibrandy.
Wólczanka	Marka istnieje od 1948 roku, a trzon oferty stanowią koszule męskie. W sezonie jesień-zima do sprzedaży wprowadzona również koszule damskie.
Lambert	Jest to marka premium, sprzedawana w sklepach Wólczanki.
Deni Cler	Na polskim rynku marka ta funkcjonuje od lat 90. i jest skierowana do wyższego segmentu mody damskiej. Pierwotnie sieć została stworzona przez włoskich projektantów, którzy do tej pory projektują kolekcje Deni Cler. Asortyment obejmuje spódnice, żakiety, spodnie, bluzki, płaszcze i sukienki

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

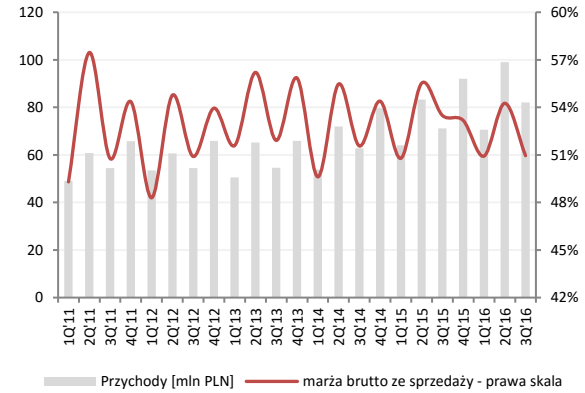
W 2015 roku część odzieżowa Vistuli osiągnęła ponad 310 mln PLN przychodów, z czego ok. 8% stanowił kanał internetowy. Na poziomie EBIT segment wypracował niemal 25 mln PLN zysku. Zwracamy uwagę, że w przeszłości negatywnie na wyniki segmentu modowego wpływała marka Deni Cler, która dopiero w '15 powróciła do rentowności operacyjnej (zarząd zamierza długoterminowo utrzymać bieżącą skalę działalności i skupić się efektywności brandu).

Wyniki segmentu po oczyszczeniu o Deni Cler

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	2015	1-3Q'16
Przychody ogółem	64,0	83,2	71,2	92,0	70,7	99,0	82,1	310,4	251,7
Deni Cler	9,1	10,0	9,3	13,3	10,9	10,5	9,3	41,7	30,7
VST + Wól	**54,9**	**73,2**	**61,9**	**78,7**	**59,8**	**88,5**	**72,8**	**268,7**	**221,0**
EBIT segmentu	-1,3	12,1	3,1	11,0	-1,1	11,4	2,1	24,9	12,5
Deni Cler	-0,6	0,8	-0,1	1,9	0,2	0,7	-0,7	2,0	0,2
VST + Wól	**-0,7**	**11,3**	**3,2**	**9,1**	**-1,3**	**10,7**	**2,8**	**22,9**	**12,3**
marża EBIT VST+Wól	-1,2%	15,5%	5,1%	11,5%	-2,1%	12,1%	3,9%	8,5%	5,5%
marża EBIT segmentu	-2,0%	14,6%	4,3%	11,9%	-1,5%	11,5%	2,6%	8,0%	4,9%
różnica marż (vst+wól)-grupa	*0,8%*	*0,9%*	*0,8%*	*-0,4%*	*-0,6%*	*0,6%*	*1,3%*	*0,5%*	*0,6%*

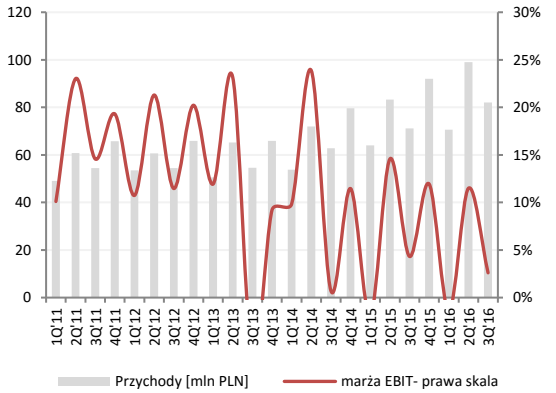
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży segmentu odzieżowego



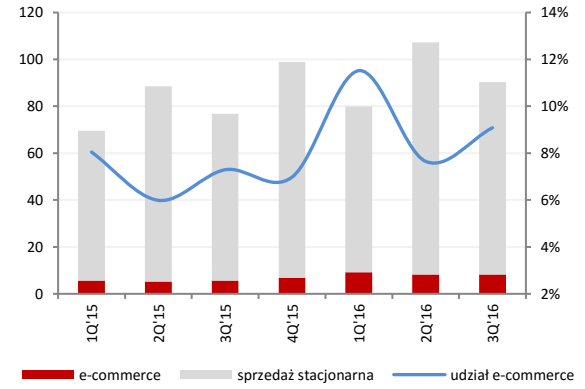
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBIT części odzieżowej



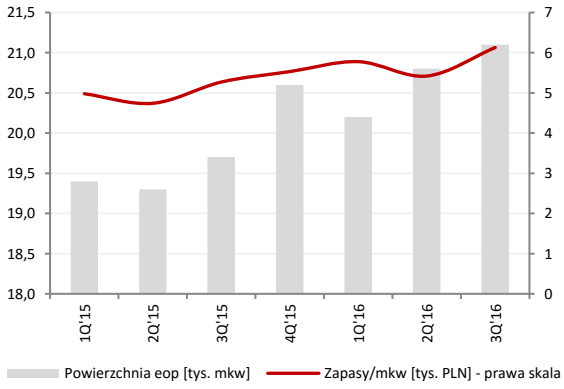
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział sprzedaży e-commerce w przychodach [mln PLN]



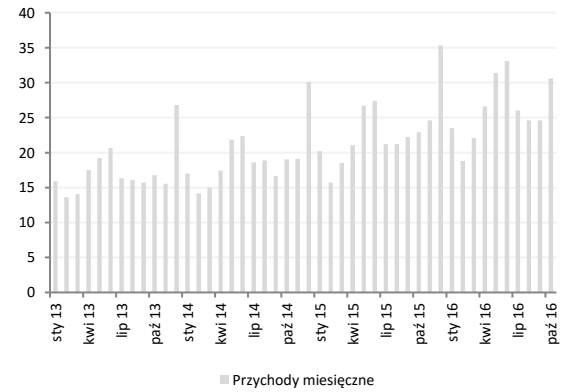
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy/mkw.



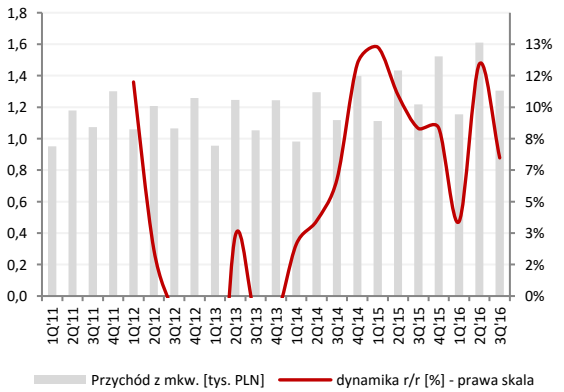
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody miesięczne [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż z mkw.



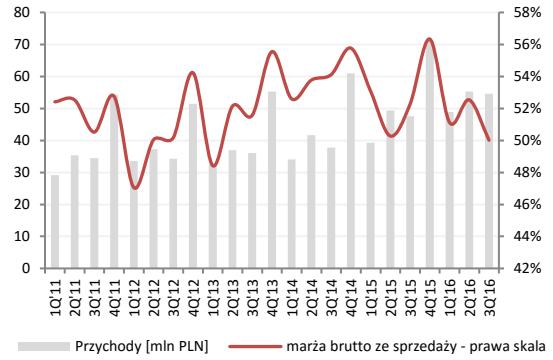
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SEGMENT JUBILERSKI

W branży jubilerskiej grupa działa pod szyldem W. Kruk, który został przejęty przez Vistulę w 2008 roku, jednak historia marki sięga aż 1840 roku. W 1990 roku został uruchomiony pierwszy sklep w Poznaniu, natomiast w '02 spółka zadebiutowała na giełdzie. Obecnie na rynku działa 96 sklepów o łącznej powierzchni handlowej 7,8 tys. mkw. Działalność marki obejmuje projektowane, wytwarzanie i sprzedaż biżuterii oraz zegarków. Oferta dotyczy wyrobów ze złota, platyny i w mniejszym stopniu srebra, które zawierają brylanty oraz inne kamienie naturalne. W salonach W. Kruk sprzedawane są także luksusowe szwajcarskie zegarki marek: Rolex, Omega, Tag Heuer, Breitling, Longines czy Tissot.

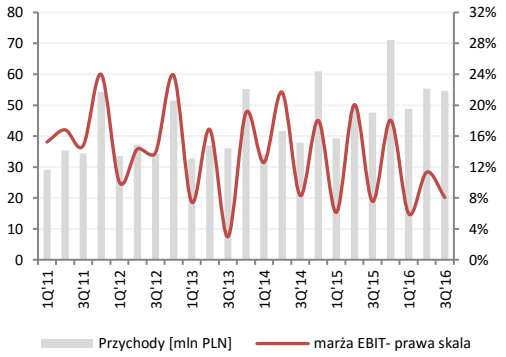
W 2015 roku W. Kruk wypracował blisko 210 mln PLN przychodów, z czego ok. 3% stanowił kanał internetowy. Na poziomie EBIT segment osiągnął zysk w wysokości 24-25 mln PLN. W sprzedawanym asortymencie ok. 80% stanowi biżuteria, natomiast pozostałą część zegarki (które cechują się znacznie niższą marża). Pod względem kruszcu, ponad 70% wyrobów jest wykonanych ze złota.

Marża brutto ze sprzedaży



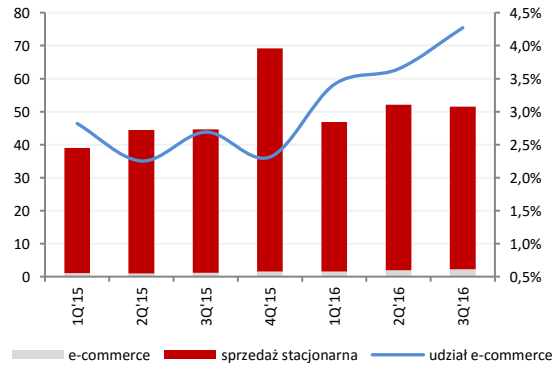
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBIT W.Kruk



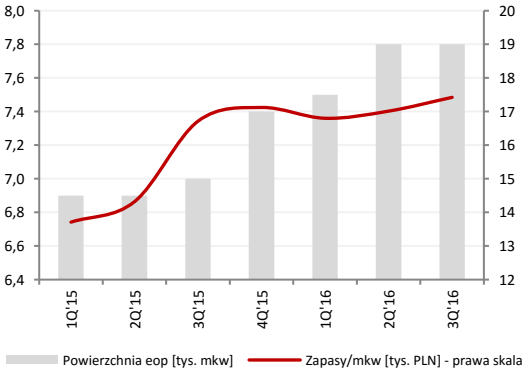
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział sprzedaży e-commerce w przychodach [mln PLN]



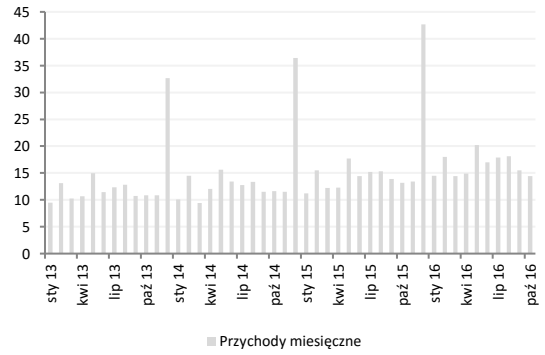
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy/mkw.



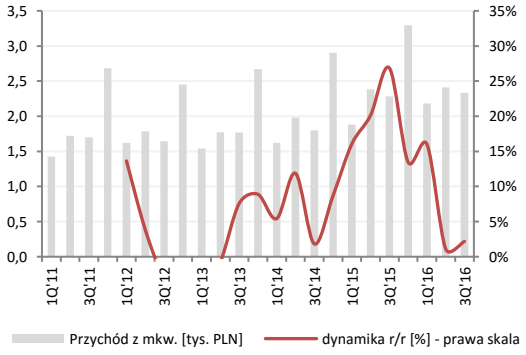
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody miesięczne [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż z mkw.

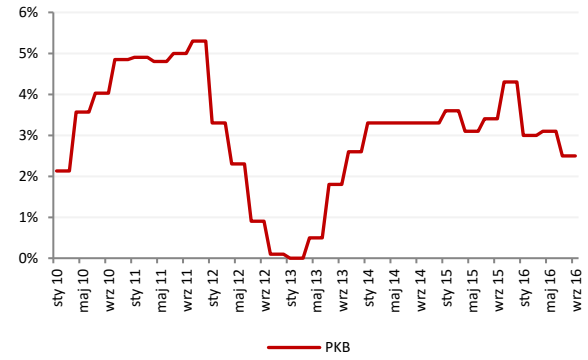


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

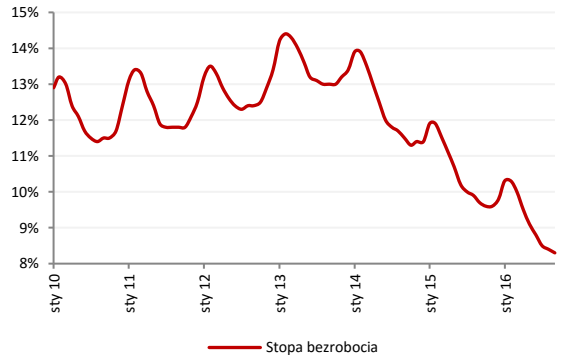
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 4,8% (w sierpniu wyniosła 5,6% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 5,7% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą napędza rządowy program 500+. Cały czas utrzymuje się deflacja – odczyt za czerwiec wskazał stopę na poziomie -0,5% (co oznacza obniżenie o 0,3 p.p. względem odczytu za sierpień). Według szybkiego szacunku GUS za październik nastąpiło dalsze ograniczenie deflacji i wynosi ona obecnie już tylko 0,2%. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach cały czas się obniża – we wrześniu wyniosła 8,3%.

PKB



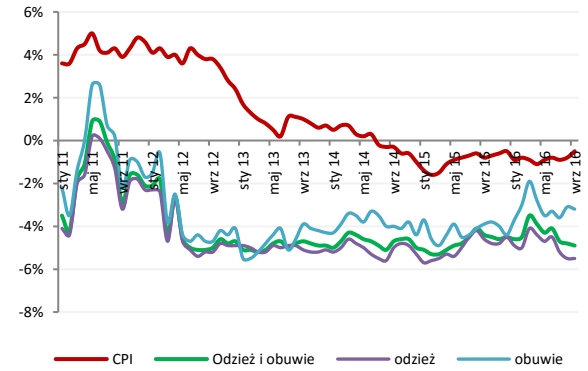
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa bezrobocia



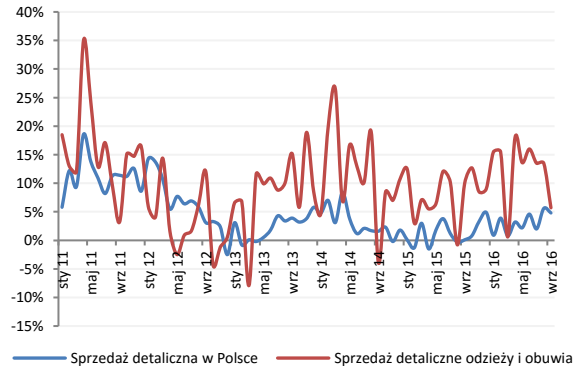
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



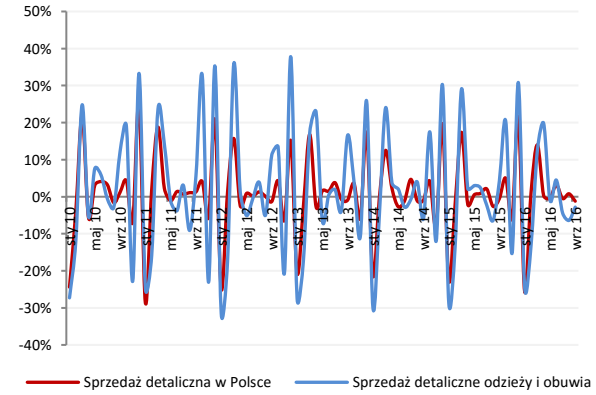
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



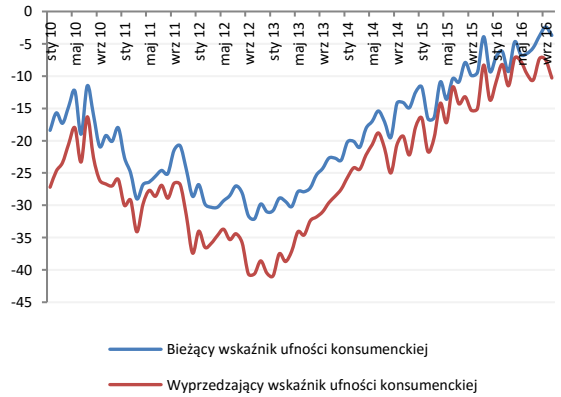
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



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

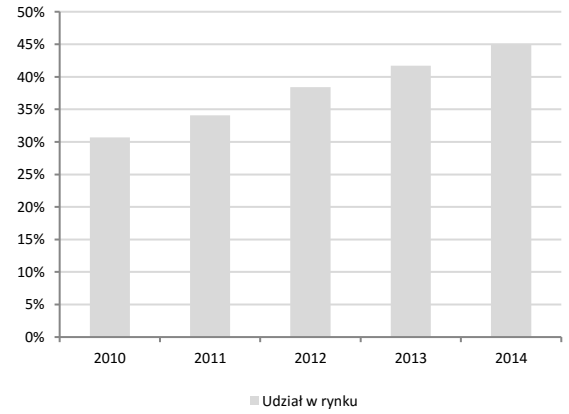
Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



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

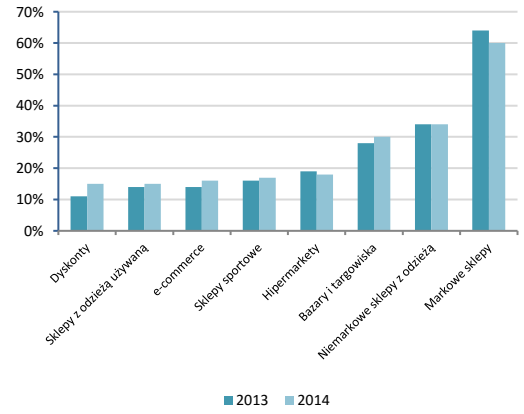
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w ’15 był wart ok. 24,2 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 5,4% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. Jednocześnie 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.

Udział 10 największych detalistów w rynku odzieżowym



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

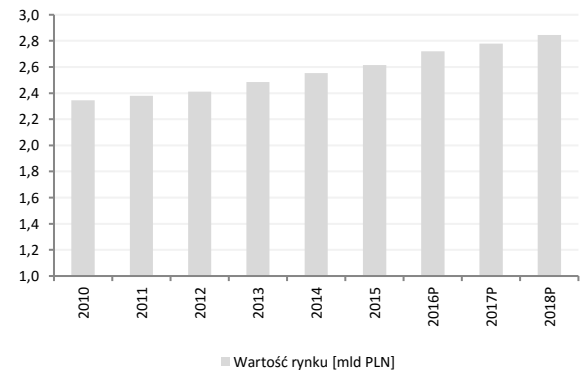
Miejsce zakupu odzieży w Polsce w ‘14



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

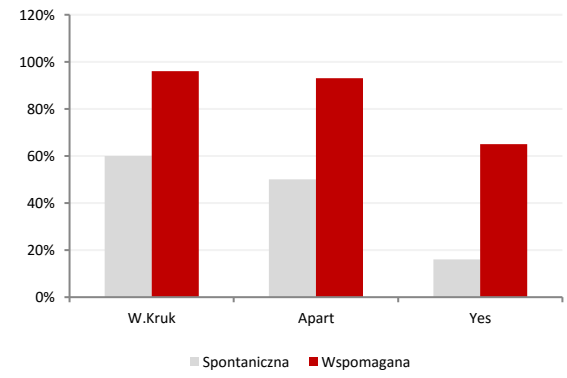
Rynek jubilerski w Polsce jest wart ok. 3 mld PLN i według Bisnode Polska rośnie o kilka procent rocznie. W branży działa obecnie ok. 11,5 tys. sklepów jubilerskich. W ostatnich latach odnotowano jednak spadek liczby mały punktów – w okresie 2012-14 zarejestrowano 2,7 tys. sklepów, a wyrejestrowano ok. 4,4 tys. Oferta wymienionych grup obejmuje po kilkanaście tysięcy produktów, wliczając w to segment zegarków. Barierą wejścia dla mniejszych podmiotów jest m.in. kapitałochłonność biznesu (CAPEX/mkw. to ok. 4,5-5,0 tys. PLN, koszt zatowarowania to blisko 17 tys. PLN/mkw.), pozyskanie dostawców oraz niska rozpoznawalność lokalnych jubilerów. Według badań prowadzonych przez KPMG głównymi nabywcami wyrobów jubilerskich są kobiety w przedziale 25-40 lat oraz mężczyźni w wieku 40-60 lat (w przypadku zegarków). Cały czas głównym kanałem sprzedażowym pozostają sklepy usytuowane w galeriach handlowych, jednak zauważalny jest mocno rosnący udział e-commerce (najważniejszym źródłem informacji jest Internet – ok. 52% ankietowanych przez KPMG).

Wartość rynku biżuterii i dodatków do odzieży



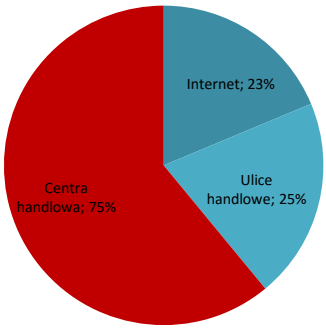
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., KPMG

Rozpoznawalność marek przez Polaków



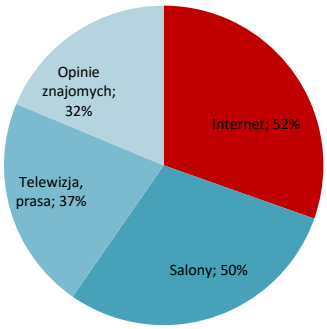
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., KPMG

Miejsce zakupu biżuterii



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., KPMG

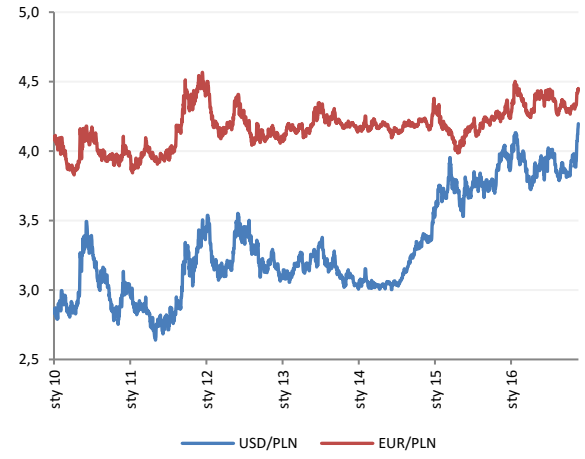
Źródła informacji o biżuterii



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., KPMG

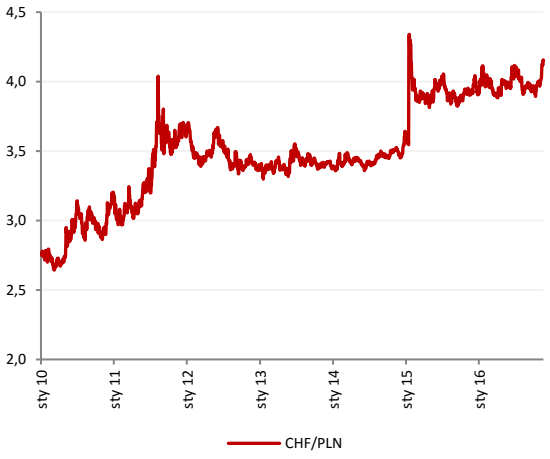
Warto zwrócić uwagę, że według różnych danych 3 główne podmioty (Apart, W.Kruk oraz Yes) kontrolują 50-70% całego rynku. Tak duża koncentracja w ręku największych graczy powoduje, że możliwe jest polityki stałej ceny (a tym samym ścisła kontrola marż). Utrzymywanie rentowności brutto na stabilnym poziomie potwierdzają obserwacje wyników dużych globalnych grup. W perspektywie kilku ostatnich lat Pandora, która w Polsce ma obecnie ok. 40 placówek, realizuje marże na poziomie 73-74%, Tiffany ok. 60%, a Richemont w przedziale 64-66%. Zagrożeniem mogą być nagłe zmiany notowań głównych surowców (złoto, srebro) oraz walut (USD/PLN, EUR/PLN i CHF/PLN).

USD/PLN i EUR/PLN



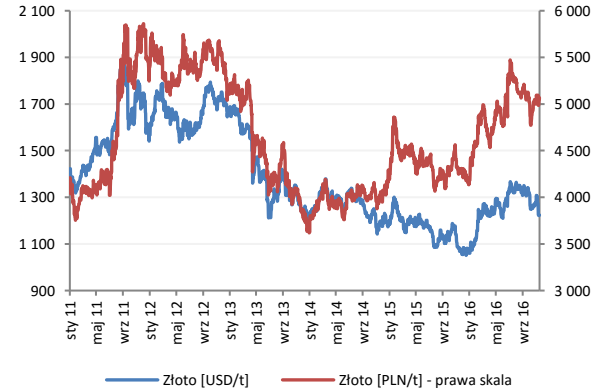
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

CHF/PLN



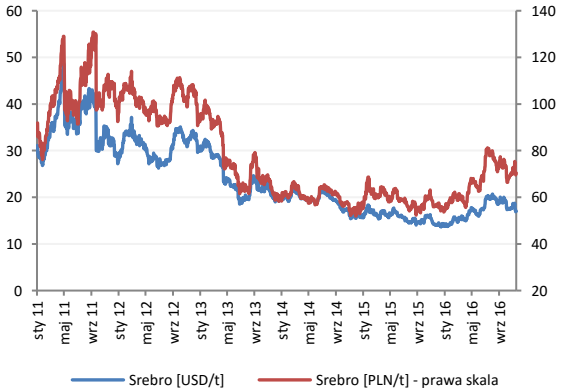
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Złoto



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Srebro



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PODATEK OD 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 miałby obliczać, pobierać i wpłacać właściciel 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 września2016 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

W połowie września Komisja Europejska wszczęła postępowanie w sprawie podatku od obrotu, wzywając jednocześnie do zawieszenia jego stosowania. Zdaniem KE konstrukcja daniny może faworyzować mniejsze sklepy, co może być uznane za pomoc publiczną. Po otrzymaniu decyzji MF zdecydowało się o zawieszeniu poboru podatku i zapowiedział prace nad nowym projektem. W dn. 15 listopada sejm przegłosował ustawę o zawieszeniu obowiązywania podatku do 1 stycznia 2018 roku.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Aktywa trwałe	**421,8**	**420,2**	**424,6**	**425,0**	**426,5**	**425,0**	**423,0**	**420,0**	**417,1**	**414,6**	**412,4**	**410,6**	**409,8**	**409,9**
Wartość firmy	244,1	244,1	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6
WNiP	115,2	115,1	115,2	112,8	103,8	95,8	87,9	80,1	72,4	64,9	57,6	50,3	43,1	36,0
RzAT	49,5	52,0	57,0	61,3	71,8	78,4	84,2	89,0	93,8	98,8	104,0	109,5	115,9	123,1
Pozostałe aktywa trwałe	12,9	9,0	9,9	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Aktywa obrotowe	**204,2**	**225,1**	**272,7**	**323,6**	**371,4**	**395,5**	**421,6**	**443,8**	**447,7**	**448,4**	**454,3**	**459,8**	**464,4**	**468,1**
Zapasy	171,2	196,1	240,6	271,5	300,7	330,1	350,2	365,8	374,5	379,9	384,7	389,5	394,4	399,4
Należności z tyt. dostaw	14,2	14,5	15,2	17,4	19,5	21,3	22,6	23,6	24,2	24,5	24,9	25,2	25,5	25,9
Gotówka	18,2	13,2	15,6	14,3	30,8	23,6	28,3	33,9	28,5	23,6	24,3	24,6	23,9	22,3
Pozostałe aktywa obrotowe	0,6	1,4	1,4	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5
Aktywa razem	**625,9**	**645,3**	**697,3**	**748,6**	**797,9**	**820,5**	**844,5**	**863,7**	**864,8**	**863,0**	**866,7**	**870,4**	**874,2**	**878,0**
Kapitał własny	**410,2**	**430,6**	**458,5**	**499,1**	**542,5**	**556,6**	**575,3**	**592,1**	**593,6**	**594,3**	**595,5**	**596,7**	**598,0**	**599,2**
Zobowiązania długoterminowe	**120,4**	**109,6**	**101,1**	**59,7**	**49,7**	**44,7**	**39,7**	**34,7**	**29,7**	**24,7**	**24,7**	**24,7**	**24,7**	**24,7**
Zobowiązania finansowe	119,0	107,7	98,1	56,7	46,7	41,7	36,7	31,7	26,7	21,7	21,7	21,7	21,7	21,7
Pozostałe zob. długoterminowe	1,4	1,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Zobowiązania krótkoterminowe	**95,3**	**105,1**	**137,7**	**189,8**	**205,7**	**219,2**	**229,5**	**237,0**	**241,5**	**244,1**	**246,5**	**249,0**	**251,5**	**254,1**
Zob. z tyt. dostaw	73,2	83,7	114,9	131,2	147,2	160,7	171,0	178,4	182,9	185,5	188,0	190,5	193,0	195,6
Zob. finansowe	17,3	16,2	15,7	51,6	51,6	51,6	51,6	51,6	51,6	51,6	51,6	51,6	51,6	51,6
Pozostałe zob. krótkoterminowe	4,8	5,3	7,1	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przychody netto ze sprzedaży	397,7	443,4	517,7	591,2	662,9	723,7	770,3	803,7	824,0	835,7	846,8	858,0	869,4	880,9
Koszty produktów, towarów i materiałów	184,7	205,7	241,4	279,9	316,6	345,9	368,4	384,5	394,2	400,0	405,5	411,1	416,7	422,4
Zysk brutto ze sprzedaży	212,9	237,7	276,3	311,3	346,3	377,9	401,9	419,2	429,8	435,6	441,3	446,9	452,7	458,5
Koszty sprzedaży	145,0	158,5	174,1	203,9	226,9	247,6	263,1	273,9	280,2	283,7	287,0	290,3	293,6	297,0
Koszty zarządu	41,7	43,0	52,8	53,9	59,9	65,4	69,4	72,3	74,0	74,9	75,7	76,6	77,5	78,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	27,7	4,7	5,0	6,1	6,6	7,9	8,4	8,7	9,0	9,1	9,2	9,3	9,4	9,6
EBITDA	44,9	48,1	59,4	66,9	72,9	78,9	83,3	86,9	89,1	90,4	91,6	93,0	94,4	95,9
EBIT	33,6	36,8	46,9	53,1	58,9	64,9	69,3	73,1	75,6	77,0	78,5	80,0	81,6	83,1
Saldo działalności finansowej	20,9	-11,3	-11,2	-8,9	-5,3	-7,3	-3,0	-2,7	-3,2	-3,9	-3,9	-3,9	-3,9	-3,9
Zysk (strata) brutto	54,5	25,5	35,7	44,2	53,6	57,6	66,3	70,4	72,3	73,1	74,6	76,1	77,7	79,2
Zysk (strata) netto	45,1	20,3	28,2	35,3	43,4	46,6	53,7	57,0	58,6	59,2	60,4	61,7	62,9	64,2

Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	20,3	18,8	25,7	15,4	42,0	43,0	56,6	61,7	67,3	69,5	70,9	71,9	73,0	74,1
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-9,3	-12,3	-12,6	-15,1	-15,6	-12,6	-11,9	-10,8	-10,7	-10,8	-11,0	-11,2	-12,0	-12,8
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-7,2	-11,6	-10,7	-1,5	-10,0	-37,5	-40,0	-45,3	-62,0	-63,6	-59,2	-60,4	-61,7	-62,9
Przepływy pieniężne netto	3,7	-5,0	2,4	-1,2	16,5	-7,1	4,7	5,6	-5,4	-4,9	0,7	0,3	-0,7	-1,6
Środki pieniężne na początek okresu	14,5	18,2	13,2	15,6	14,3	30,8	23,6	28,3	33,9	28,5	23,6	24,3	24,6	23,9
Środki pieniężne na koniec okresu	18,2	13,2	15,6	14,3	30,8	23,6	28,3	33,9	28,5	23,6	24,3	24,6	23,9	22,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przychody zmiana r/r	0,5%	11,5%	16,8%	14,2%	12,1%	9,2%	6,4%	4,3%	2,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
EBITDA zmiana r/r	11,4%	7,1%	23,4%	12,7%	9,0%	8,2%	5,5%	4,3%	2,6%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,6%
EBIT zmiana r/r	19,8%	9,4%	27,4%	13,2%	11,0%	10,1%	6,9%	5,4%	3,4%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Zysk netto zmiana r/r	267,1%	-55,0%	39,1%	25,1%	23,0%	7,5%	15,1%	6,2%	2,8%	1,0%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%
Marża brutto na sprzedaży	51,8%	53,5%	53,6%	53,4%	52,7%	52,2%	52,2%	52,2%	52,2%	52,2%	52,1%	52,1%	52,1%	52,1%
Marża EBITDA	10,2%	11,3%	10,9%	11,5%	11,3%	11,0%	10,9%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,9%
Marża EBIT	7,1%	8,5%	8,3%	9,1%	9,0%	8,9%	9,0%	9,0%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,3%	9,4%
Marża brutto	2,3%	13,7%	5,7%	6,9%	7,5%	8,1%	8,0%	8,6%	8,8%	8,8%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%
Marża netto	3,1%	11,3%	4,6%	5,5%	6,0%	6,5%	6,4%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%
ROE	11,0%	4,7%	6,2%	7,1%	8,0%	8,4%	9,3%	9,6%	9,9%	10,0%	10,1%	10,3%	10,5%	10,7%
ROA	7,2%	3,1%	4,0%	4,7%	5,4%	5,7%	6,4%	6,6%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%
Dług	136,3	123,8	113,7	95,3	85,3	80,3	75,3	70,3	65,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3
D/(D+E)	24,9%	22,3%	19,9%	16,0%	13,6%	12,6%	11,6%	10,6%	9,9%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,1%
D/E	33,2%	28,8%	24,8%	19,1%	15,7%	14,4%	13,1%	11,9%	11,0%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Odsetki / EBIT	-66,1%	-34,8%	-28,7%	-18,7%	-9,3%	-11,9%	-4,9%	-4,2%	-4,9%	-5,7%	-5,4%	-5,3%	-5,2%	-5,1%
Dług / Kapitał własny	33,2%	28,8%	24,8%	19,1%	15,7%	14,4%	13,1%	11,9%	11,0%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Dług netto	118,1	110,6	98,2	81,0	54,5	56,7	47,0	36,4	36,8	36,7	36,0	35,7	36,4	38,0
Dług netto / Kapitał własny	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
Dług netto / EBITDA	2,6x	2,3x	1,7x	1,2x	0,7x	0,7x	0,6x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x
Dług netto / EBIT	3,5x	3,0x	2,1x	1,5x	0,9x	0,9x	0,7x	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x	0,4x	0,4x	0,5x
EV	681,4	673,9	661,5	644,3	617,8	620,0	610,3	599,7	600,1	600,1	599,3	599,1	599,7	601,3
Dług / EV	0,2x	0,2x	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
CAPEX / Przychody	2,5%	2,9%	2,9%	2,8%	2,3%	1,7%	1,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	89,2%	111,5%	119,1%	118,2%	110,8%	89,7%	85,2%	78,3%	78,7%	81,2%	83,5%	86,4%	93,6%	100,5%
Amortyzacja / Przychody	2,8%	2,6%	2,4%	2,3%	2,1%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%
Zmiana KO / Przychody	1,5%	-3,3%	-2,7%	-2,8%	-2,3%	-2,4%	-1,4%	-1,1%	-0,6%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	268,1%	-32,2%	-18,9%	-22,7%	-21,5%	-29,1%	-23,8%	-27,4%	-24,1%	-26,1%	-24,1%	-24,0%	-24,0%	-24,0%

Wskaźniki rynkowe*	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
MC/S	1,4x	1,3x	1,1x	1,0x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x
P/E	12,5x	27,8x	20,0x	16,0x	13,0x	12,1x	10,5x	9,9x	9,6x	9,5x	9,3x	9,1x	9,0x	8,8x
P/BV	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x
P/CE	12,5x	27,7x	19,9x	16,0x	13,0x	12,1x	10,5x	9,9x	9,6x	9,5x	9,3x	9,1x	9,0x	8,8x
EV/EBITDA	15,2x	14,0x	11,1x	9,6x	8,5x	7,9x	7,3x	6,9x	6,7x	6,6x	6,5x	6,4x	6,4x	6,3x
EV/EBIT	20,3x	18,3x	14,1x	12,1x	10,5x	9,6x	8,8x	8,2x	7,9x	7,8x	7,6x	7,5x	7,4x	7,2x
EV/S	1,7x	1,5x	1,3x	1,1x	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x
BVPS	2,4	2,5	2,6	2,9	3,1	3,2	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
EPS	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
CEPS	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	32,5	35,0	40,3	57,0	58,6	59,2	60,4	61,7	62,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,19	0,20	0,23	0,33	0,34	0,34	0,35	0,35	0,36
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,8%	6,2%	7,1%	10,1%	10,4%	10,5%	10,7%	10,9%	11,2%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	75,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 3,24 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media, handel stalą

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

Krystian 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
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
kupuj	3,87	---	---	21.11.2016	14:11 CEST	3,24	47 288

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'16:

Kupuj	2	22%
Akumuluj	5	56%
Trzymaj	2	22%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej

EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

EV/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów

marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa 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 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 uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna 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 21.11.2016, 14:11 CEST roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 24.11.2016 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 rekomendacje 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 niemniejszym 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 21.11.2016 roku:

- BDM 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 subemisje 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 świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.