Dom Maklerski BDM S.A.

BYTOM

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 2,90 PLN

06 GRUDZIEŃ 2017, 09:23 CEST

W ostatnim czasie walory Bytomia zachowywały się słabiej niż Vistula. Uważamy, że bieżące pułapy cenowe są dosyć atrakcyjne i zalecamy budowę pozycji na akcjach spółki. Przede wszystkim wskazujemy na spodziewane przez nas momentum wynikowe w 4Q'17 (>80% r/r EBITDA; wzrostu oczekujemy także w ujęciu całorocznym zarówno w 2017, jak i 2018 roku). Ostatnie odczyty sprzedażowe wskazują na utrzymanie silnego popytu oraz na wyhamowanie erozji marży brutto, co w naszej ocenie jest dobrym prognostykiem na kolejne okresy. Spółce sprzyja także niezbyt wymagająca baza, korzystne poziomy USD/PLN oraz otoczenie makroekonomiczne. Ze spraw korporacyjnych istotny jest proces fuzji z Vistulą. Deloitte Advisory ustalił parytet na poziomie 0,82x, a obecnie Bytom jest handlowany istotnie poniżej tej wartości (ok. 0,66x). Spodziewamy się, że w przypadku realizacji naszych prognoz i dynamicznej odbudowy wyników sentyment do walorów grupy może ulec poprawie, a tym samym do zawężenia dyskonta względem Vistuli. Mając na względzie wymienione czynniki decydujemy się wydać zalecenie Akumuluj dla akcji spółki, wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 2,90 PLN/walor.

Po kilku słabszych okresach liczymy, że nadchodzące kwartały przyniosą długo oczekiwaną poprawę. Dobrym prognostykiem mogą być ostatnie odczyty sprzedażowe grupy. Przychody w październiku i listopadzie przyniosły dynamikę rzędu 20% r/r. Dodatkowo minione miesiące pokazały wyhamowanie erozji pierwszej marży (w X spadek tylko o 0,9 p.p. r/r, w XI wzrost o 3,1 p.p. r/r!), co w naszej ocenie wynika z kilku czynników: pozytywnego wpływu kursów walutowych, lepsze zarządzania miksem produktowym, niskiej bazy oraz stopniowej podwyżki cen. Z optymizmem patrzymy na perspektywy grudnia i liczymy na podtrzymanie ostatnich tendencji. Finalnie, w perspektywie całego kwartału prognozujemy 58,5 mln PLN przychodów oraz 52,1% rentowności brutto (+2,5 p.p. r/r). Estymujemy, że przy kontroli kosztów okołosklepowych Bytom będzie w stanie wypracować 9,8 mln PLN EBITDA oraz 6,7 mln PLN zysku netto (odpowiednio +82%/+102% r/r). Realizacja naszych szacunków oznacza w skali całorocznej wygenerowanie 188 mln PLN przychodów, ponad 21 mln PLN EBITDA oraz niemal 13 mln PLN zysku netto.

Patrząc na perspektywy '18 zaznaczamy, że nasze założenia nie obejmują ewentualnego połączenia z Vistulą. Liczymy, że detalista zwiększy obroty do 221 mln PLN (efekt wzrostu powierzchni handlowej i dodatnich dynamik sprzedaży z mkw.) oraz osiągnie ok. 50% marży brutto (zostawiamy sobie pole do korekty w górę; rynek jest konkurencyjny). Zakładamy także, że spółka będzie w stanie kontrolować koszty SG&A (wzrost płac równoważony spadkiem kosztów najmu), dzięki czemu EBITDA podniesie się do 25,6 mln PLN (+20% r/r).

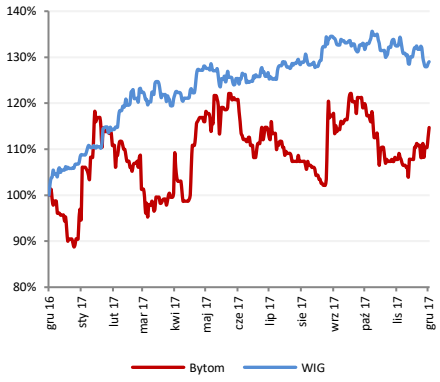
Wycena końcowa [PLN]	**2,90**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+10%**
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	2,63
Kapitalizacja [mln PLN]	189,5
Ilość akcji [mln. szt.]	72,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	2,82
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	2,36
Stopa zwrotu za 3 mc	-0,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	+1,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	+17,3%
Akcjonariat (% głosów)*:	
Forum X FIZ	16,2%
Jan Pilch	11,1%
NN PTE	9,7%
NN TFI	7,1%
BZ WBK TFI	6,4%
Michał Wójcik	2,0%
Pozostali	47,4%

**bez efektu przyszłej wymiany warrantów na akcje Bytomia*

Adrian Górniak
adrian.gorniak@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-38
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	103,9	130,8	152,9	188,4	221,1	237,3
EBITDA [mln PLN]	**9,2**	**17,6**	**17,5**	**21,3**	**25,6**	**27,9**
EBIT [mln PLN]	6,4	14,3	13,2	16,3	20,0	22,1
Wynik netto [mln PLN]	5,3	12,5	12,4	12,9	15,5	17,4
P/BV*	7,4	4,9	3,7	2,9	2,4	2,3
P/E*	36,5	15,6	15,6	15,1	12,6	11,2
EV/EBITDA*	**21,5**	**11,7**	**11,9**	**9,6**	**7,5**	**6,8**
EV/EBIT*	31,1	14,4	15,8	12,5	9,6	8,6
DPS*	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,21

**wskaźniki liczone przy założeniu 74,0 mln akcji*



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYCENA DCF 4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ 7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA 9
WYNIKI ZA 3Q'2017 10
PROGNOZA NA 4Q'17 I KOLEJNE OKRESY 12
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU 15
FUZJA Z VISTULĄ 16
OTOCZENIE RYNKOWE 17
PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE 20
PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH 20
ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE 21
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 22

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Bytomia dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 60% wagi, a metodzie porównawczej 40%. Przyjmujemy także liczbę akcji po rozwodnieniu (71,3 mln akcji obecnie + 2,7 mln szt z programu motywacyjnego na lata 2014-16). Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 2,95 PLN, natomiast metoda porównawcza dała wartość 1 akcji równą 2,81 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 214,2 mln PLN, czyli **2,90 PLN/akcję.**

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

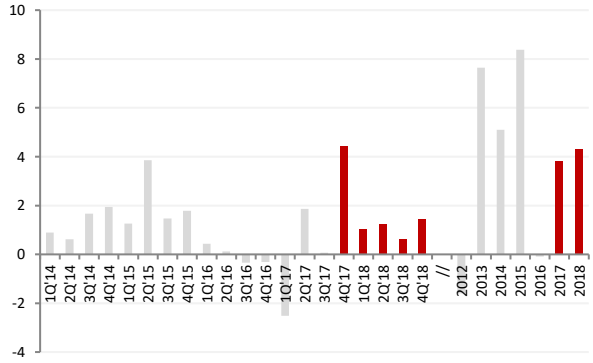
		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	218,5	2,95	12,3%
B	Wycena porównawcza	207,7	2,81	6,8%
C = (60%*A + 40%*B)	**Wycena końcowa**	**214,2**	**2,90**	**10,1%**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Po kilku słabszych okresach liczymy, że nadchodzące kwartały przyniosą długo oczekiwaną poprawę. Dobrym prognostykiem mogą być ostatnie odczyty sprzedażowe grupy. Przychody w październiku i listopadzie przyniosły dynamikę rzędu 20% r/r. Dodatkowo minione miesiące pokazały wyhamowanie erozji pierwszej marży (w X spadek o 0,9 p.p. r/r, w XI wzrost o 3,1 p.p. r/r!), co w naszej ocenie wynika z kilku czynników: pozytywnego wpływu kursów walutowych, lepsze zarządzania miksem produktowym, niskiej bazy oraz stopniowej podwyżki cen. Z optymizmem patrzymy na perspektywy grudnia i liczymy na podtrzymanie ostatnich tendencji. Finalnie, w perspektywie całego kwartału prognozujemy 58,5 mln PLN przychodów oraz 52,1% rentowności brutto (+2,5 p.p. r/r). Estymujemy, że przy kontroli kosztów okołosklepowych Bytom będzie w stanie wypracować 9,8 mln PLN EBITDA oraz 6,7 mln PLN zysku netto (odpowiednio +82%/+102% r/r). Realizacja naszych szacunków oznacza w skali całorocznej wygenerowanie 188 mln PLN przychodów, ponad 21 mln PLN EBITDA (+22% r/r) oraz niemal 13 mln PLN zysku netto.

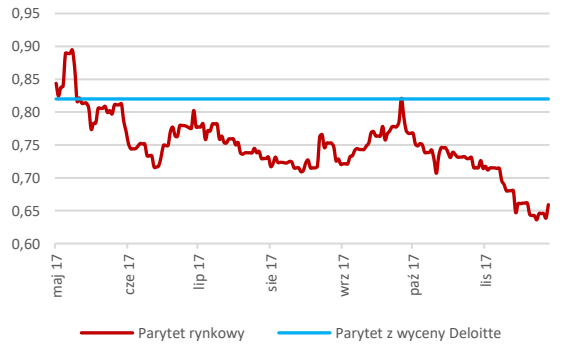
Podsumowując, w bieżącym raporcie wskazujemy przede wszystkim na spodziewane przez nas momentum wynikowe w 4Q'17 (>80% r/r EBITDA; wzrostu oczekujemy także w ujęciu całorocznym zarówno w 2017, jak i 2018 roku). Ostatnie odczyty sprzedażowe sugerują utrzymanie silnego popytu oraz wyhamowanie erozji marży brutto, co w naszej ocenie jest dobrym prognostykiem na kolejne okresy. Spółce sprzyja także niezbyt wymagająca baza, korzystne poziomy USD/PLN oraz otoczenie makroekonomiczne. Ze spraw korporacyjnych istotny jest proces fuzji z Vistulą. Deloitte Advisory ustalił parytet na poziomie 0,82x, a obecnie Bytom jest handlowany istotnie poniżej tej wartości (ok. 0,66x). Spodziewamy się, że w przypadku realizacji naszych prognoz i dynamicznej odbudowy wyników sentyment do walory grupy może ulec poprawie, a tym samym do zawężenia dyskonta względem Vistuli. Dodatkowo warto zauważyć, że Bytom jest notowany przy dosyć atrakcyjnych mnożnikach rynkowych (dyskonto zarówno względem mniejszych detalistów, jak i Vistuli). Podsumowując, bieżące pułapy cenowe akcji spółki wydają się nam interesujące, dlatego też podtrzymujemy zalecenie Akumuluj, wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 2,90 PLN/walor.

Dynamika EBITDA r/r [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Parytet kursów BTM/VST od momentu upublicznienia informacji ws. połączenia



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYCENA DCF

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

Główne założenia modelu:

- W nadchodzących okresach oczekujemy powrotu do pozytywnych tendencji sprzedażowych oraz zakończenia procesu erozji marży brutto (w modelu zostawiamy sobie pole do podniesienia założeń w górę). Liczymy też na utrzymanie kosztów okołosklepowych w ryzach. Finalnie prognozujemy, że w latach 2017-18 Bytom wypracuje odpowiednio 188,4/221,1 mln PLN przychodów, 21,3/25,6 mln PLN EBITDA oraz 12,9/15,5 mln PLN zysku netto.
- W modelu zakładamy, że powierzchnia sieci sklepów powiększy się z 12,1 tys. mkw. na koniec ’16 do blisko 16 tys. mkw. w ‘18 W perspektywie kolejnych lat nie zakładamy w modelu dalszej ekspansji, a raczej skupienia na efektywności istniejących placówek (rozwój powierzchni może mieć miejsce poprzez zwiększanie metrażu istniejących placówek) i mocniejszym rozwinięciu kanału internetowego.
- Dla perspektyw grupy istotna jest fuzja z Vistulą (Bytom jest podmiotem przejmowanym; czekamy na decyzję UOKiK), dzięki której powstałby podmiot posiadający ok. 15% rynku odzieży formalnej. Zwracamy jednak uwagę, że gdyby połączenia nie udało się sfinalizować, to Bytom może powrócić do planów uruchomienia drugiej męskiej marki (może to mieć formę akwizycji lub greenfieldu).
- W naszym modelu przyjęliśmy następujący wzrost przychodów z mkw.:

Założenia dla sprzedaży z mkw.

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	>2019P
Sprzedaż z mkw.	7,1%	-1,4%	3,0%	3,2%	1,3%	1,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- W modelu przyjmujemy, że od 2019 roku Bytom zacznie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami i wprowadzi stałą politykę dywidendową (o ile nie zostanie sfinalizowana fuzja z Vistulą lub uruchomiona druga marka).
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązań z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19%.
- Wpływ zmiany kursów walutowych na EBIT przedstawiliśmy w osobnej tabeli (patrz s. 13).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2026 roku na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2026 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 74,0 mln szt. akcji (uwzględniamy liczbę akcji z planu motywacyjnego).
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 06.12.2017.

Metoda DCF dała wartość spółki Bytom na poziomie 218,5 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 2,95 PLN.

Model DCF

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	188,4	221,1	237,3	245,4	250,1	253,1	256,1	259,2	262,3	265,4
EBIT [mln PLN]	16,3	20,0	22,1	23,1	24,0	24,8	25,1	25,4	25,7	25,8
Stopa podatkowa	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,2	3,8	4,2	4,4	4,6	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9
NOPLAT [mln PLN]	13,1	16,2	17,9	18,7	19,5	20,1	20,4	20,6	20,8	20,9
Amortyzacja [mln PLN]	5,0	5,6	5,7	4,9	4,3	4,0	3,8	3,6	3,6	3,5
CAPEX [mln PLN]	-8,5	-3,6	-3,4	-3,3	-3,3	-3,4	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-5,1	-4,7	-1,7	-2,0	-1,1	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
FCF [mln PLN]	4,5	13,5	18,5	18,3	19,4	20,0	20,1	20,1	20,2	20,3
DFCF [mln PLN]	4,4	12,4	15,5	14,1	13,7	13,0	11,9	11,0	10,1	9,3
Suma DFCF [mln PLN]	115,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	255,9			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%						
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	117,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	232,8									
Dług netto [mln PLN]	14,3									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	**218,5**									
Ilość akcji [mln szt.]	74,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**2,95**									

Przychody zmiana r/r	23,2%	17,4%	7,3%	3,4%	1,9%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
EBIT zmiana r/r	23,6%	22,6%	10,5%	4,4%	4,1%	3,0%	1,5%	1,2%	0,9%	0,5%
FCF zmiana r/r	97,5%	203,6%	36,9%	-1,0%	5,6%	3,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,2%
Marża EBITDA	11,3%	11,6%	11,7%	11,4%	11,3%	11,3%	11,3%	11,2%	11,1%	11,1%
Marża EBIT	8,7%	9,1%	9,3%	9,4%	9,6%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,7%
Marża NOPLAT	7,0%	7,3%	7,6%	7,6%	7,8%	7,9%	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%
CAPEX / Przychody	4,5%	1,6%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	170,7%	64,4%	59,3%	67,0%	77,6%	85,5%	91,3%	95,4%	98,2%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-2,7%	-2,1%	-0,7%	-0,8%	-0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-14,5%	-14,3%	-10,8%	-24,3%	-23,0%	-21,1%	-20,8%	-20,6%	-20,3%	-20,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
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	87,5%	96,8%	98,2%	99,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	12,5%	3,2%	1,8%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,4%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,00%	**-0,50%**	**0,00%**	**0,50%**	**1,00%**	**1,50%**	**2,00%**	**2,50%**	**3,00%**
beta	**0,7**	3,13	3,24	3,37	3,51	3,55	3,88	4,11	4,39	4,73
	0,8	2,94	3,03	3,14	3,26	3,40	3,57	3,76	3,98	4,25
	0,9	2,76	2,85	2,94	3,05	3,16	3,30	3,46	3,64	3,85
	1,0	2,61	2,68	2,76	2,85	2,95	3,07	3,20	3,35	3,52
	1,1	2,47	2,53	2,60	2,68	2,77	2,87	2,98	3,10	3,25
	1,2	2,35	2,40	2,46	2,53	2,60	2,69	2,78	2,89	3,01
	1,3	2,23	2,28	2,33	2,39	2,46	2,53	2,61	2,70	2,80

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,00%	**-0,50%**	**0,00%**	**0,50%**	**1,00%**	**1,50%**	**2,00%**	**2,50%**	**3,00%**
premia za ryzyko	**3,00%**	3,34	3,47	3,63	3,80	4,00	4,25	4,53	4,89	5,33
	4,00%	2,94	3,03	3,14	3,26	3,40	3,57	3,76	3,98	4,25
	5,00%	2,61	2,68	2,76	2,85	2,95	3,07	3,20	3,35	3,52
	6,00%	2,35	2,40	2,46	2,53	2,60	2,69	2,78	2,89	3,01
	7,00%	2,13	2,17	2,22	2,27	2,32	2,39	2,45	2,53	2,62
	8,00%	1,94	1,97	2,01	2,05	2,09	2,14	2,19	2,25	2,32
	9,00%	1,78	1,81	1,84	1,87	1,90	1,94	1,98	2,03	2,07

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,7	**0,8**	**0,9**	**1,0**	**1,1**	**1,2**	**1,3**	**1,4**	**1,5**
premia za ryzyko	**3,00%**	4,75	4,47	4,23	4,00	3,80	3,62	3,46	3,30	3,16
	4,00%	4,15	3,87	3,62	3,40	3,21	3,03	2,88	2,73	2,60
	5,00%	3,68	3,40	3,16	2,95	2,77	2,60	2,46	2,32	2,20
	6,00%	3,30	3,03	2,80	2,60	2,43	2,27	2,14	2,01	1,90
	7,00%	2,99	2,73	2,51	2,32	2,16	2,01	1,89	1,77	1,67
	8,00%	2,73	2,48	2,27	2,09	1,94	1,80	1,68	1,58	1,48
	9,00%	2,51	2,27	2,07	1,90	1,76	1,63	1,52	1,42	1,33

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

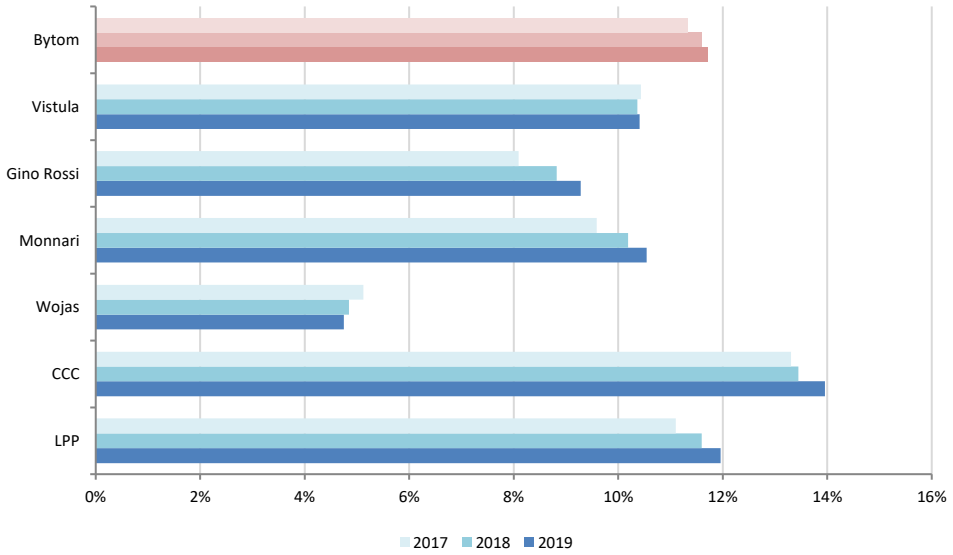
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-19 dla wybranych spółek z branży odzieżowej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty krajowe, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Bytomia. Analizę oparliśmy na trzech wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy wagę 30/70). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 50%). Ostateczna wycena Bytom metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **2,81 PLN.**

Wycena porównawcza spółek odzieżowych

	P/E		EV/EBITDA	
	2018	**2019**	**2018**	**2019**
Vistula	14,6	13,2	9,4	8,5
Gino Rossi	10,1	7,2	6,3	5,4
Monnari	13,3	12,4	6,5	5,5
Wojas	26,9	25,9	9,8	10,0
Mediana	**14,0**	**12,8**	**8,0**	**7,0**
Bytom	12,6	11,2	7,5	6,8
Premia/dyskonto względem grupy	-9,9%	-12,9%	-5,8%	-2,2%
Premia/dyskonto względem Vistuli	-13,7%	-15,5%	-20,1%	-19,6%
Wycena wg wskaźnika	2,92	3,02	2,79	2,69
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	**2,97**		**2,74**	
Waga wskaźnika	30%		70%	
Wycena 1 akcji [PLN]	**2,81**			

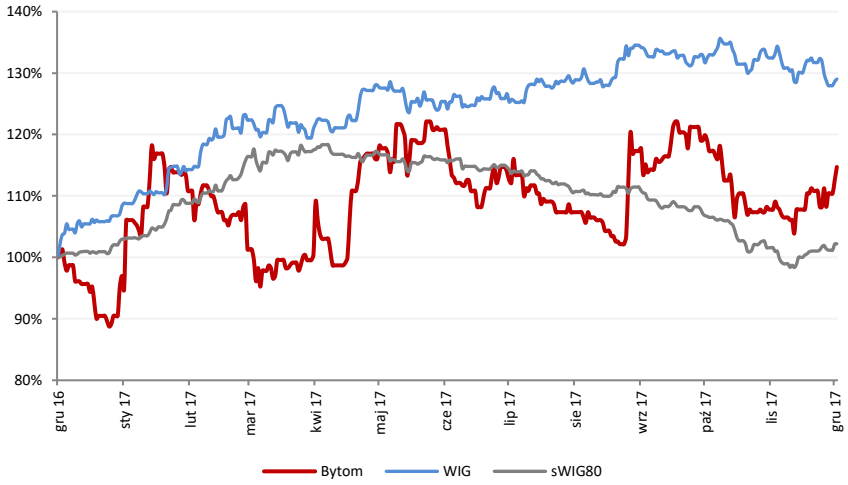
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA spółek odzieżowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

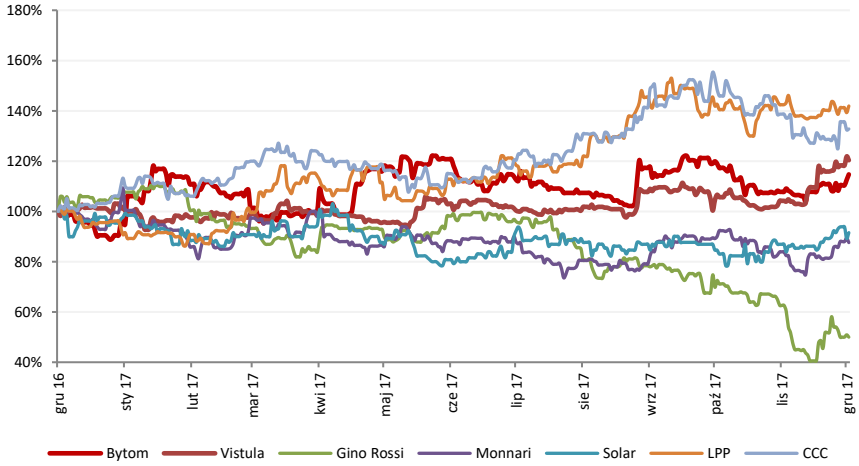
Zachowanie kursu na tle WIG i sWIG80



W perspektywie ostatniego roku walory Bytomia zyskały ok. 15%, co w dużej mierze można przypisać planowanemu połączeniu z Vistulą.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



W ostatnim kwartale z branży odzieżowej najlepiej radziły sobie walory Vistuli, która zaprezentowała bardzo dobre wyniki za 3Q'17. Na drugim biegunie znalazły się akcje CCC oraz Gino Rossi.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Zakaz handlu w niedziele**
  Sejm uchwalił ustawę zgodnie, z którą od 01.03.18 handel będzie możliwy tylko w 2. i 4. niedzielę miesiąca (w następnych latach maja być „dokładane" następne niedziele). Zakaz może 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 czy negocjacje stawek najmu. Według naszych szacunków niedziela odpowiada za ok. 13% tygodniowej sprzedaży grupy. Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 21. Uważamy, że Bytom jest znacznie mniej narażony na wpływ zakazu niż inne podmioty z branży (w naszej ocenie produkty sprzedawane przez grupę nie podlegają tak mocnemu działaniu impulsowemu).

- **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 (zawieszony co najmniej do 1 stycznia 2019 roku). Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 20.

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

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

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

- **Ryzyko rozbudowy sieci**
  Od kilku kwartałów spółka stabilnie rozbudowuje sieć sklepów stacjonarnych (na koniec 1Q'16 Bytom posiadał 98 placówek o łącznej powierzchni 10,6 tys. mkw.). Istnieje ryzyko, że lokalizacje nowych sklepów okażą się błędne, co będzie widoczne w spadku odwiedzalności oraz średnim paragonie.

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

WYNIKI ZA 3Q'2017

Wyniki Bytomia w 3Q'17 były lepsze r/r na poziomie obrotów, wyniku brutto oraz nieznacznie w przypadku EBITDA (także względem naszych oczekiwań i konsensusu). Detalista zwiększył sprzedaż o 18% r/r, ze szczególnie udanym odczytem wrześniowym. Równocześnie kontynuowana była erozja pierwszej marży, która wyniosła 49,3% (-2,4 p.p. r/r). Dzięki kontroli kosztów okołosklepowych udało się zwiększyć EBITDA do 3,8 mln PLN. Słabiej wypadły niższe poziomy rachunku wyników, co jest efektem ujemnego salda finansowego (rok temu +0,3 mln PLN) oraz i wyższego wykazanego podatku (w 3Q'16 Bytom odnotował ok. 1,9 mln PLN korzyści podatkowych).

W ujęciu segmentowym za zdecydowaną większość przychodów i wyników spółki odpowiada sprzedaż detaliczna. W 3Q'17 segment wygenerował ok. 40,0 mln PLN obrotów, co oznacza wzrost o 6,1 mln PLN. Wynika to głównie z rozwoju sieci (powierzchnia handlowa zwiększyła się o blisko 2,2 tys. mkw. r/r), przychód jednostkowy na mkw. ukształtował się nieco niżej niż przed rokiem (3,0 tys. PLN/mkw.). była również marża segmentu – wynik był bliski 4,9 mln PLN. W segmencie hurtowym Bytom wypracował zbliżone przychody względem poprzedniego roku (ok. 1,2 mln PLN).

Wyniki Bytom za 3Q'17 [mln PLN]

	3Q'16	3Q'17	zmiana r/r	3Q'17P BDM	odchylenie	3Q'17kons. PAP	odchylenie
Przychody	35,9	42,3	17,8%	41,7	1,4%	41,2	2,7%
Wynik brutto na sprzedaży	18,5	20,8	12,3%	21,0	-0,8%	-	-
EBITDA	3,7	3,8	2,3%	3,5	8,6%	3,3	15,2%
EBIT	2,6	2,5	-6,2%	2,3	8,0%	2,2	12,9%
Zysk brutto	3,0	2,1	-30,6%	2,1	-2,3%	-	-
Zysk netto	4,3	2,0	-54,7%	1,9	2,8%	2,0	-2,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	51,7%	49,3%		50,4%		-	
Marża EBITDA	10,3%	9,0%		8,4%		8,0%	
Marża EBIT	7,4%	5,9%		5,5%		5,3%	
Marża zysku netto	12,0%	4,6%		4,6%		4,9%	

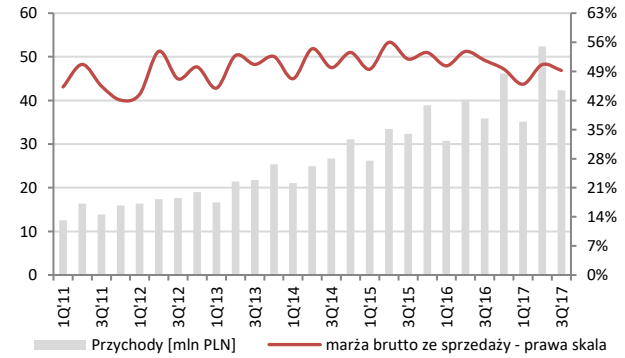
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka, PAP

Wyniki segmentów operacyjnych [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17
HURT											
Przychody [mln PLN]	2,0	0,5	2,0	0,7	1,1	1,0	1,2	0,5	1,9	1,2	1,2
Wynik segmentu [mln PLN]	0,6	0,1	0,7	0,2	0,3	0,3	0,4	0,1	0,5	0,4	0,3
marża	33,2%	27,4%	35,0%	23,2%	31,0%	30,7%	29,9%	23,5%	24,1%	28,5%	27,8%
POZOSTAŁE											
Przychody [mln PLN]	0,6	0,9	0,6	0,7	0,8	1,1	0,7	0,8	1,4	1,5	1,1
Wynik segmentu [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,1
marża	6,1%	4,9%	5,1%	18,5%	9,5%	5,6%	6,6%	6,6%	4,8%	24,3%	6,5%
DETAL											
Przychody [mln PLN]	23,6	32,0	29,7	37,4	28,9	38,1	34,0	44,9	31,9	49,6	40,0
Powierzchnia handlowa EoP [tys. mkw]	8,5	8,8	9,3	10,3	10,6	10,8	11,0	12,1	12,3	13,2	13,2
Przychód jedn. [tys. PLN/mkw]	2,8	3,7	3,3	3,8	2,8	3,6	3,1	3,9	2,6	3,9	3,0
Koszty bezpośrednie [mln PLN]	21,4	24,3	24,8	28,9	26,4	30,1	29,0	36,5	31,0	39,7	35,1
Koszt jedn. [tys. PLN/mkw]	2,6	2,8	2,7	2,9	2,5	2,8	2,7	3,2	2,5	3,1	2,7
Wynik segmentu [mln PLN]	2,2	7,7	4,9	8,5	2,5	8,0	5,0	8,4	0,9	9,9	4,9
marża jedn. [tys. PLN/mkw]	0,3	0,9	0,5	0,9	0,2	0,7	0,5	0,7	0,1	0,8	0,4
marża [%]	9,3%	24,1%	16,6%	22,6%	8,5%	21,1%	14,8%	18,7%	2,8%	20,0%	12,2%
Liczba sklepów	83	86	90	97	98	99	100	107	109	112	113
Powierzchnia na koniec okresu [tys. mkw]	8,5	8,8	9,3	10,3	10,6	10,8	11,0	12,1	12,3	13,2	13,2
śr. wielkość sklepu [mkw]	102,4	102,3	103,7	106,5	108,2	109,3	110,2	112,9	113,2	117,8	116,7
Przychód/sklep [tys. PLN]	284,5	372,2	330,4	385,5	294,4	384,7	339,9	419,2	292,2	442,9	354,3

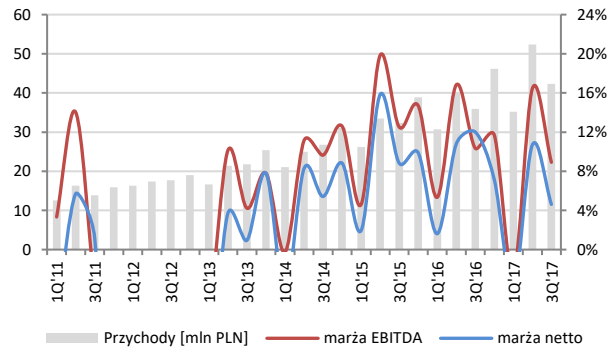
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



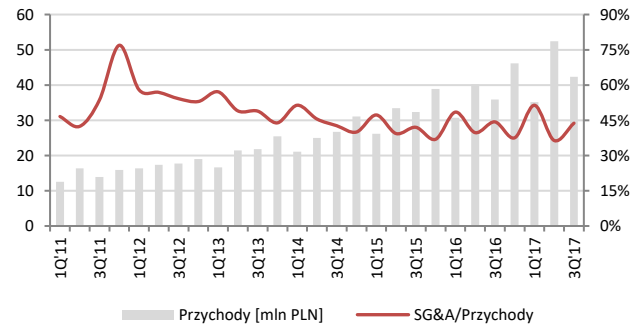
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marże EBITDA i netto



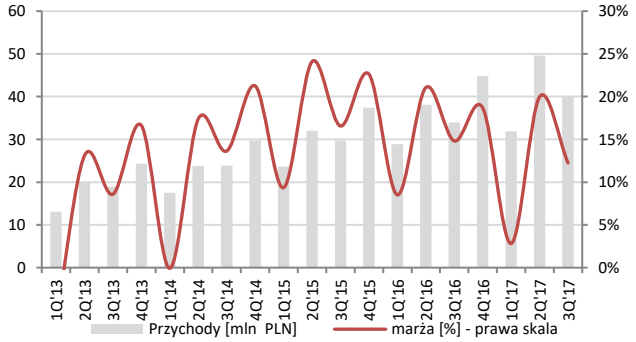
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody [mln PLN]



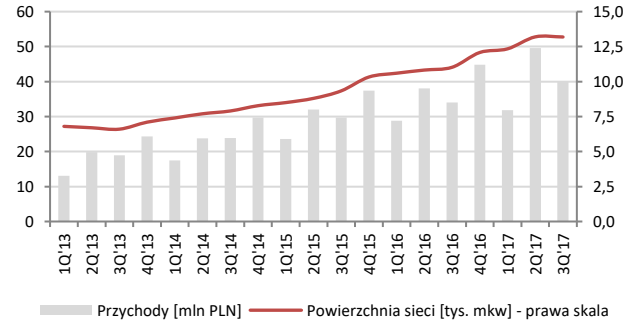
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność segmentu detalicznego



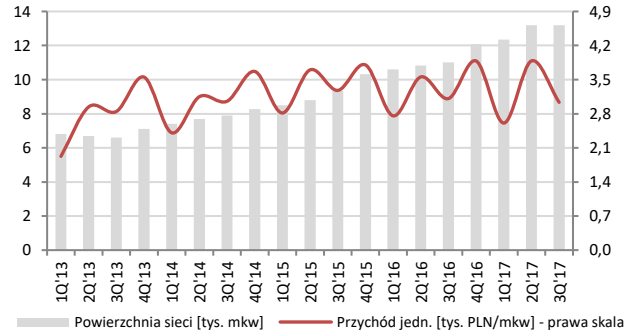
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody a rozwój sieci



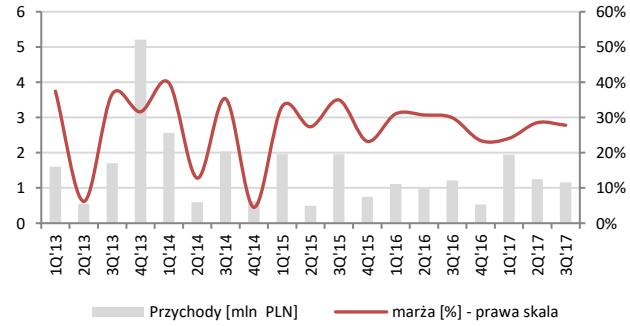
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Efektywność sprzedaży



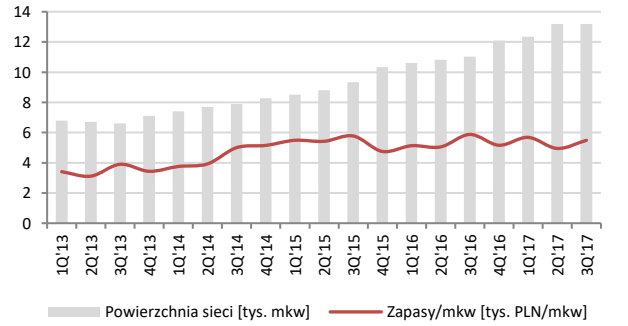
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki segmentu hurtowego



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Zapasy na mkw.



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

PROGNOZA NA 4Q'17 I KOLEJNE OKRESY

Po kilku słabszych okresach liczymy, że nadchodzące kwartały przyniosą długo oczekiwaną poprawę. Dobrym prognostykiem mogą być ostatnie odczyty sprzedażowe grupy. Przychody w październiku i listopadzie przyniosły dynamikę rzędu 20% r/r. Dodatkowo minione miesiące pokazały wyhamowanie erozji pierwszej marży (w X spadek o 0,9 p.p. r/r, w XI wzrost o 3,1 p.p. r/r!), co w naszej ocenie wynika z kilku czynników: pozytywnego wpływu kursów walutowych, lepsze zarządzania miksem produktowym, niskiej bazy oraz stopniowej podwyżki cen. Z optymizmem patrzymy na perspektywy grudnia i liczymy na podtrzymanie ostatnich tendencji. Finalnie, w perspektywie całego kwartału prognozujemy 58,5 mln PLN przychodów oraz 52,1% rentowności brutto (+2,5 p.p. r/r). Estymujemy, że przy kontroli kosztów okołosklepowych Bytom będzie w stanie wypracować 9,8 mln PLN EBITDA oraz 6,7 mln PLN zysku netto (odpowiednio +82%/+102% r/r). Realizacja naszych szacunków oznacza w skali całorocznej wygenerowanie 188 mln PLN przychodów, ponad 21 mln PLN EBITDA oraz niemal 13 mln PLN zysku netto.

Patrząc na perspektywy '18 zaznaczamy, że nasze założenia nie obejmują ewentualnego połączenia z Vistulą. Liczymy, że detalista zwiększy obroty do 221 mln PLN (efekt wzrostu powierzchni handlowej i dodatnich dynamik sprzedaży z mkw.) oraz osiągnie ok. 50% marży brutto (zostawiamy sobie pole do korekty w górę; rynek jest konkurencyjny). Zakładamy także, że spółka będzie w stanie kontrolować koszty SG&A (wzrost płac równoważony spadkiem kosztów najmu), dzięki czemu EBITDA podniesie się do 25,6 mln PLN (+20% r/r).

W kolejnych latach oczekujemy ograniczenia rozbudowy sieci i skupienia się na jej efektywności. W długim terminie spodziewamy się utrzymania rentowności brutto w okolicach 50% (poziomy niższe niż w poprzedniej rekomendacji; na rynku konkurencja się utrzymuje; zwracamy jednak uwagę, że zostawiamy sobie pole do korekty założeń w górę) oraz marży EBITDA na poziomie ok. 11-12%. Zakładamy także 1,2% wzrost przychodu jednostkowego w następnych okresach. Przyjmujemy również, że w następnych latach Bytom będzie w stanie wprowadzić stałą politykę dywidendy – naszym zdaniem istnieje duże prawdopodobieństwo, że nastąpi to już w 2019 roku, kiedy to na ukończeniu powinien być rozwój sieci (o ile nie dojdzie do fuzji z Vistulą).

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	30,7	40,2	35,9	46,2	35,2	52,4	42,3	58,5	43,4	60,9	49,7	67,1	130,8	152,9	188,4	221,1	237,3
Wynik brutto ze sprzedaży	15,5	21,6	18,5	22,9	16,1	26,5	20,8	30,5	19,8	30,8	24,5	35,1	69,3	78,5	94,0	110,4	118,1
EBITDA	1,6	6,8	3,7	5,4	-0,9	8,6	3,8	9,8	0,2	9,8	4,4	11,2	17,6	17,5	21,3	25,6	27,9
EBIT	0,6	5,7	2,6	4,3	-2,1	7,4	2,5	8,5	-1,3	8,4	3,0	9,9	14,3	13,2	16,3	20,0	22,1
Saldo finansowe	-0,1	-0,6	0,3	-0,6	0,6	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-1,0	-0,2	-0,9	-0,6
Wynik netto	0,5	4,3	4,3	3,3	-1,4	5,6	2,0	6,7	-1,3	6,6	2,3	7,9	12,5	12,4	12,9	15,5	17,4
marża brutto	50,3%	53,8%	51,7%	49,6%	45,9%	50,6%	49,2%	52,1%	45,7%	50,6%	49,4%	52,4%	53,0%	51,3%	49,9%	49,9%	49,8%
marża EBITDA	5,3%	16,8%	10,3%	11,7%	-2,5%	16,4%	8,9%	16,8%	0,4%	16,1%	8,8%	16,8%	13,5%	11,4%	11,3%	11,6%	11,7%
marża EBIT	2,0%	14,2%	7,4%	9,2%	-5,9%	14,1%	5,9%	14,6%	-3,0%	13,8%	6,0%	14,8%	11,0%	8,6%	8,7%	9,1%	9,3%
marża netto	1,6%	10,8%	12,0%	7,1%	-3,8%	10,7%	4,6%	11,5%	-2,9%	10,9%	4,6%	11,7%	9,6%	8,1%	6,9%	7,0%	7,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy finansowe wg segmentów w '2017-18

SPRZEDAŻ DETALICZNA	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody ze sprzedaży	28,9	38,1	34,0	44,9	31,9	49,6	40,0	57,2	40,1	58,1	47,4	65,7	122,7	145,8	178,7	211,3	227,4
Koszty operacyjne (bezp.)	26,4	30,1	29,0	36,5	31,0	39,7	35,1	43,8	37,7	46,7	41,5	50,2	99,4	121,9	149,5	176,1	189,2
WYNIK SEGMENTU	2,5	8,0	5,0	8,4	0,9	9,9	4,9	13,4	2,4	11,5	5,9	15,5	23,3	23,9	29,1	35,3	38,2
marża segmentu	8,5%	21,1%	14,8%	18,7%	2,8%	20,0%	12,2%	23,5%	5,9%	19,7%	12,5%	23,6%	19,0%	16,4%	16,3%	16,7%	16,8%
Powierzchnia EoP	*10 600*	*10 825*	*11 023*	*12 081*	*12 341*	*13 196*	*13 189*	*14 589*	*14 939*	*15 289*	*15 639*	*15 989*	*10 326*	*12 081*	*14 589*	*15 989*	*16 489*
Liczba sklepów	*98*	*99*	*100*	*107*	*109*	*112*	*113*	*117*	*118*	*119*	*120*	*121*	*97*	*107*	*117*	*121*	*123*
Przychód z mkw.	*2,76*	*3,56*	*3,11*	*3,88*	*2,61*	*3,88*	*3,03*	*4,12*	*2,71*	*3,85*	*3,06*	*4,16*	*13,20*	*13,01*	*13,40*	*13,82*	*14,00*
SPRZEDAŻ HURTOWA																	
Przychody ze sprzedaży	1,1	1,0	1,2	0,5	1,9	1,2	1,2	0,6	2,0	1,3	1,2	0,6	5,2	3,8	4,9	5,0	5,0
Koszty operacyjne (bezp.)	0,8	0,7	0,8	0,4	1,5	0,9	0,8	0,4	1,5	0,9	0,8	0,4	3,5	2,7	3,6	3,7	3,7
WYNIK SEGMENTU	0,3	0,3	0,4	0,1	0,5	0,4	0,3	0,1	0,5	0,4	0,3	0,1	1,6	1,1	1,3	1,3	1,3
marża segmentu	31,0%	30,7%	29,9%	23,5%	24,1%	28,5%	27,8%	23,5%	24,1%	28,5%	27,8%	23,5%	31,9%	29,5%	26,0%	26,0%	26,0%
POZOSTAŁE																	
Przychody ze sprzedaży	0,8	1,1	0,7	0,8	1,4	1,5	1,1	0,8	1,4	1,5	1,1	0,8	2,9	3,3	4,8	4,8	4,9
Koszty operacyjne (bezp.)	0,7	1,0	0,7	0,7	1,3	1,2	1,1	0,7	1,3	1,2	1,1	0,7	2,7	3,1	4,2	4,3	4,3
WYNIK SEGMENTU	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	0,6	0,6	0,6
marża segmentu	9,5%	5,6%	6,6%	6,6%	4,8%	24,3%	6,5%	6,6%	4,8%	24,3%	6,5%	6,6%	8,5%	6,9%	11,7%	11,7%	11,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy na lata 2016-26

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	130,8	152,9	188,4	221,1	237,3	245,4	250,1	253,1	256,1	259,2	262,3	265,4
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	69,3	78,5	94,0	110,4	118,1	122,0	124,6	126,3	127,8	129,4	130,9	132,5
EBITDA [mln PLN]	17,6	17,5	21,3	25,6	27,9	28,0	28,4	28,7	28,9	29,1	29,2	29,3
EBIT [mln PLN]	14,3	13,2	16,3	20,0	22,1	23,1	24,0	24,8	25,1	25,4	25,7	25,8
Wynik netto [mln PLN]	12,5	12,4	12,9	15,5	17,4	18,4	19,3	19,9	20,2	20,4	20,6	20,7
marża brutto ze sprzedaży	53,0%	51,3%	49,9%	49,9%	49,8%	49,7%	49,8%	49,9%	49,9%	49,9%	49,9%	49,9%
marża EBITDA	13,5%	11,4%	11,3%	11,6%	11,7%	11,4%	11,3%	11,3%	11,3%	11,2%	11,1%	11,1%
marża EBIT	11,0%	8,6%	8,7%	9,1%	9,3%	9,4%	9,6%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,7%
marża netto	9,6%	8,1%	6,9%	7,0%	7,3%	7,5%	7,7%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,8%
Segment detaliczny	**2015**	**2016**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**	**2025P**	**2026P**
Przychody [mln PLN]	122,7	145,8	178,7	211,3	227,4	235,4	240,0	242,9	245,8	248,8	251,8	254,8
Powierzchnia handlowa [tys. mkw]	10,3	12,1	14,6	16,0	16,5	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7
Przychód jedn. [tys. PLN/m2]	13,2	13,0	13,4	13,8	14,0	14,2	14,3	14,5	14,7	14,9	15,0	15,2
Koszty bezpośrednie [mln PLN]	99,4	121,9	149,5	176,1	189,2	195,7	199,1	201,0	203,4	205,8	208,4	211,0
Koszt jedn. [tys. PLN/mkw]	10,7	10,9	11,2	11,5	11,7	11,8	11,9	12,0	12,2	12,3	12,4	12,6
Wynik segmentu [mln PLN]	23,3	23,9	29,1	35,3	38,2	39,7	41,0	41,9	42,4	43,0	43,4	43,8
marża jedn. [tys. PLN/mkw]	2,5	2,1	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6
marża [%]	19,0%	16,4%	16,3%	16,7%	16,8%	16,9%	17,1%	17,2%	17,3%	17,3%	17,2%	17,2%
Liczba sklepów	97	107	117	121	123	124	124	124	124	124	124	124
Powierzchnia [tys. mkw]	10,3	12,1	14,6	16,0	16,5	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7
śr. wielkość sklepu [mkw]	106,5	112,9	124,7	132,1	134,1	135,0	135,0	135,0	135,0	135,0	135,0	135,0
Przychód/sklep [mln PLN]	1,35	1,43	1,61	1,83	1,93	1,98	2,02	2,04	2,07	2,09	2,12	2,14
Pozostałe	**2015**	**2016**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**	**2025P**	**2026P**
Przychody [mln PLN]	8,1	7,1	9,7	9,8	9,9	10,0	10,1	10,2	10,3	10,4	10,5	10,6
Wynik segmentów [mln PLN]	1,9	1,4	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
marża [%]	23,4%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Kurs EoP EUR/PLN	4,2633	4,4051	4,2559	4,3492	4,3492	4,3492	4,3492	4,3492	4,3492	4,3492	4,3492	4,3492
Kurs EoP USD/PLN	3,9255	4,1855	3,6588	3,6503	3,5592	3,4780	3,4002	3,4002	3,4002	3,4002	3,4002	3,4002

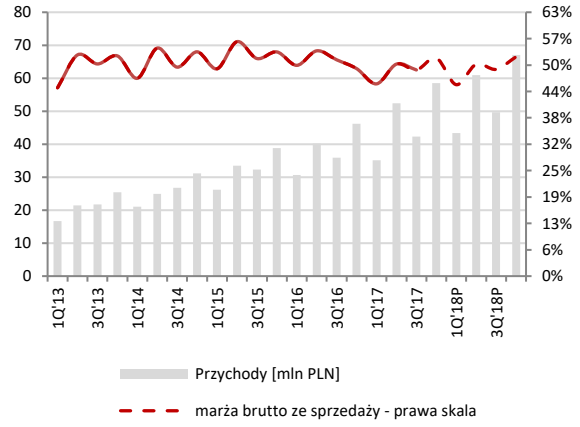
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ekspozycja walutowa - wpływ na wynik EBIT w długim okresie

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	-10%	3,0	3,2	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5
	-5%	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8
Zmiana kursu	**0%**	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	+5%	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8
	+10%	-3,0	-3,2	-3,3	-3,4	-3,4	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5

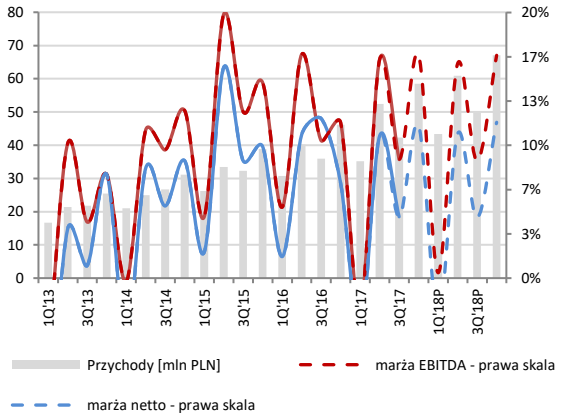
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i rentowność brutto w ujęciu kwartalnym



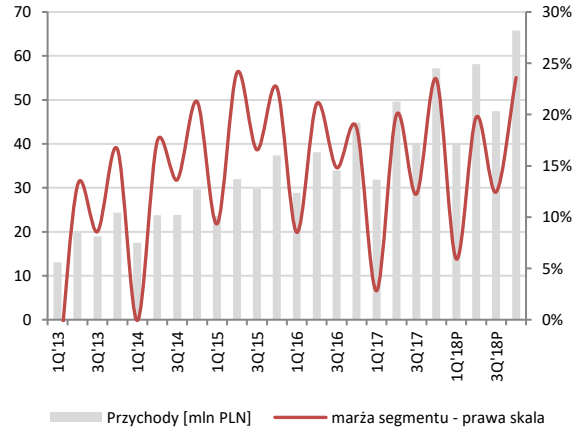
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu kwartalnym



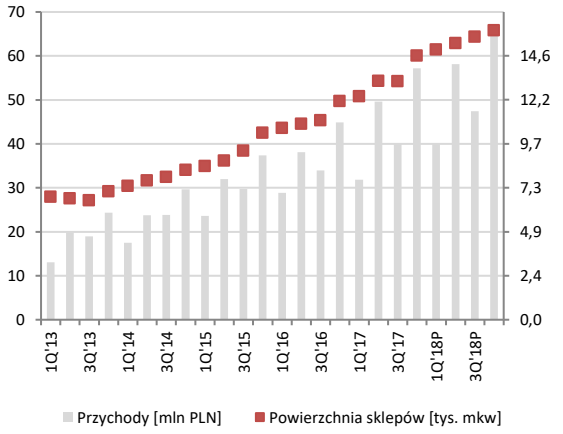
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza wyników segmentu detalicznego



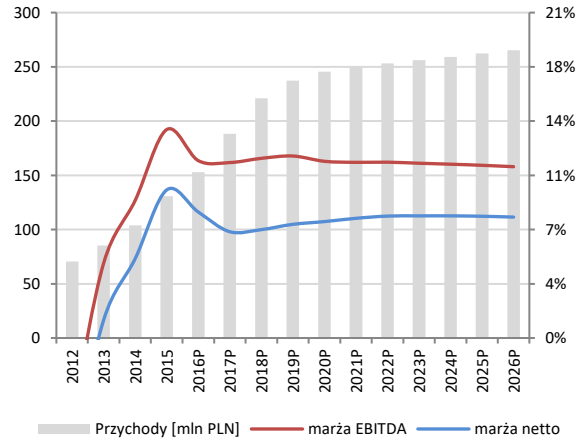
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój sieci sklepów



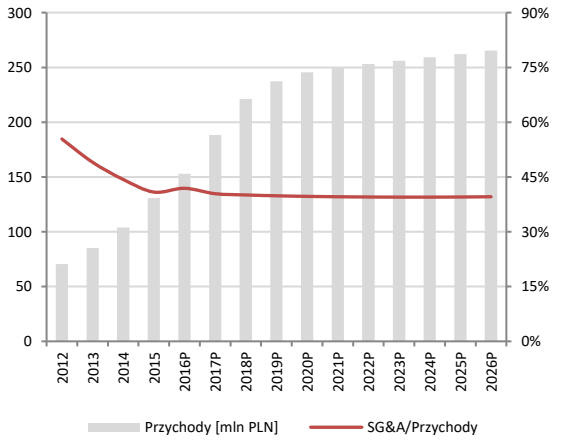
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w latach 2012-26



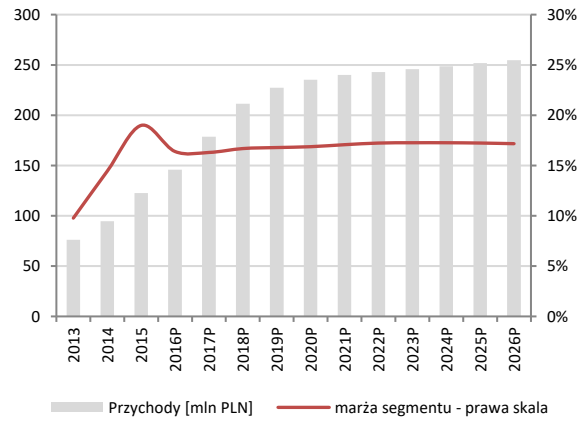
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty SG&A vs przychody



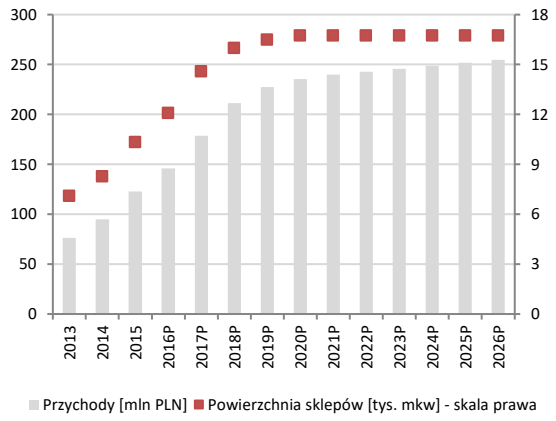
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża segmentu detalicznego



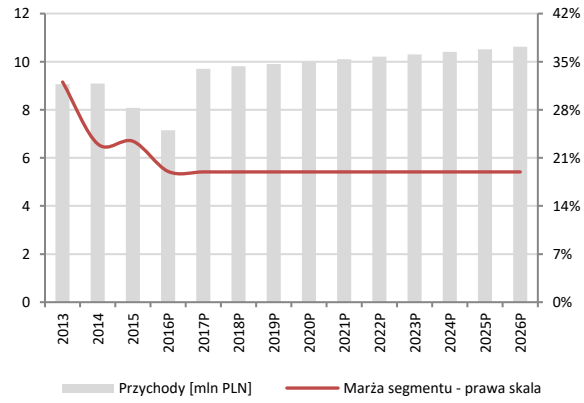
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i rozwój sieci



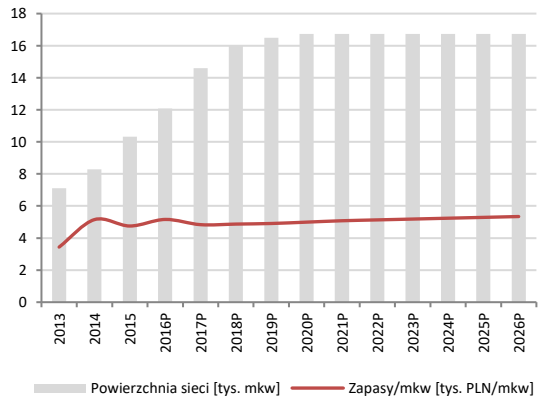
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki finansowe dla pozostałych segmentów



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na mkw [tys. PLN/mkw]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji z sierpnia ’16 zrewidowaliśmy harmonogram otwarć nowych sklepów oraz wielkość powierzchni handlowej (obecnie na lata 2017-19 zakładamy odpowiednio 14,6/16,0/16,5 tys. mkw). Zaktualizowaliśmy również kursy walutowe (spółka ma ekspozycję na EUR poprzez płacone czynsze i część zakupów towarów). W ’17 oczekujemy 188,4 mln PLN przychodów (+3% wobec poprzedniego raportu), ok. 21,3 mln PLN EBITDA i ok. 12,9 mln PLN zysku netto. W odniesieniu do ’18 estymujemy ok. 221,1 mln PLN obrotów oraz 25,6 mln PLN EBITDA (wpływ spadku pierwszej marży oraz zaktualizowanej struktury kosztów). Na poziomie netto szacujemy 15,5 mln PLN zysku.

Zmiany założeń w modelu względem raportu z sierpnia ‘16

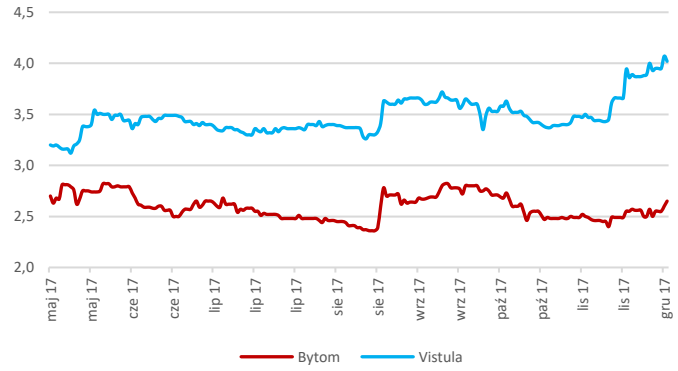
	2017 stara	2017 nowa	zmiana	2018 stara	2018 nowa	zmiana	2019 stara	2019 nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	182,3	188,4	3,3%	206,8	221,1	6,9%	219,0	237,3	8,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	96,7	94,0	-2,8%	109,6	110,4	0,7%	115,8	118,1	2,0%
EBITDA	26,8	21,3	-20,4%	30,7	25,6	-16,5%	32,3	27,9	-13,7%
EBIT	22,8	16,3	-28,4%	26,5	20,0	-24,5%	28,3	22,1	-21,8%
Wynik netto	17,8	12,9	-27,4%	21,1	15,5	-26,7%	22,7	17,4	-23,3%
marża brutto	53,0%	49,9%		53,0%	49,9%		52,9%	49,8%	
marża EBITDA	14,7%	11,3%		14,8%	11,6%		14,7%	11,7%	
marża EBIT	12,5%	8,7%		12,8%	9,1%		12,9%	9,3%	
marża netto	9,8%	6,9%		10,2%	7,0%		10,4%	7,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

FUZJA Z VISTULĄ

Na początku maja Bytom oraz Vistula podały w komunikacie, że w kwietniu zarządy rozpoczęły rozmowy ws. możliwości połączenia obu podmiotów. W czerwcu władze spółek podjęły uchwały ws. zamiaru połączenia. Zgodnie z planem połączenie ma odbyć się poprzez przeniesienie całego majątku Bytomia na rzecz Vistula Group w zamian za akcje Vistuli (60,7 mln walorów nowej emisji). W raporcie bieżącym z 5 czerwca napisano, że finalizacja procesu „przyniesie wymierne korzyści łączącym się spółkom w postaci efektów synergii osiąganych głównie w obszarze kosztów (…)" oraz że „długoterminowym celem planowanego połączenia jest wzrost wartości łączących się spółek". Na doradcę obu grup wybrano Deloitte Advisory, który pod koniec sierpnia dokonał wyceny podmiotów i ustalił parytet wymiany akcji w przedziale 0,77-0,87x, a wartość punktową parytetu na 0,82x (http://infostrefa.com/infostrefa/pl/wiadomosci/28346158,bytom-sa-28-2017-informacja-w-sprawie-wynikow-oszacowania-przedzialu-parytetu-wymiany-akcji-w-ramach-przygotowania-procesu-polaczenia-bytom-sa-i-vistula-group-sa). W połowie września został z kolei podpisany plan połączenia (http://infostrefa.com/infostrefa/pl/wiadomosci/28487048,bytom-sa-31-2017-podpisanie-i-podanie-do-publicznej-wiadomosci-planu-polaczenia-w-ramach-przygotowania-procesu-polaczenia-bytom-sa-i-vistula-group-sa). W listopadzie spółki otrzymały decyzję od UOKiK, w której urząd wydłużył o 4 miesiące postępowanie antymonopolowe, kierując je do 2 fazy. Oznacza to, że UOKiK może przeprowadzić bardziej szczegółowe badanie rynku (np. poprzez wysłanie zapytań do podmiotów funkcjonujących na rynkach lokalnych). Zarząd Vistuli spodziewa się, że zgoda zostanie finalnie uzyskana w 1Q'18. Końcowym etapem procesu będzie decyzja WZA (w przypadku Vistuli „za" musi być ¾ głosów, natomiast w przypadku Bytomia 2/3). **W naszej ocenie zamysł fuzji obu podmiotów jest pozytywnym rozwiązaniem, bowiem zostanie utworzony podmiot posiadający ok. 15% udziałów rynkowych, co stworzy pole do uzyskania szeregu synergii zarówno kosztowych (koszty zakupu, koszty logistyki, koszty centrali) oraz przychodowych (m.in. większa łatwość w podnoszeniu cen).**

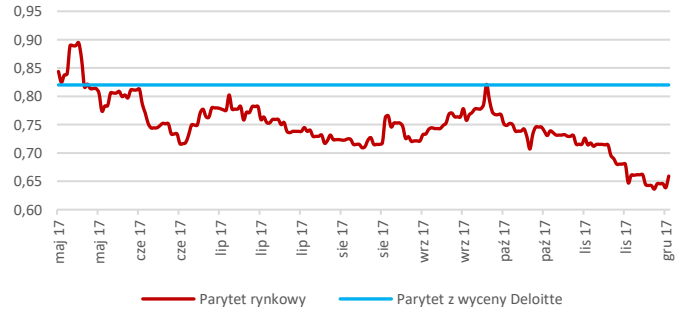
Zachowanie kursów akcji od momentu upublicznienia informacji ws. połączenia



W ostatnim czasie walory Vistuli istotnie zyskały, co było efektem bardzo dobrych wyników grupy. Nieco słabiej radziły sobie akcje Bytomia…

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Parytet kursów od momentu upublicznienia informacji ws. połączenia



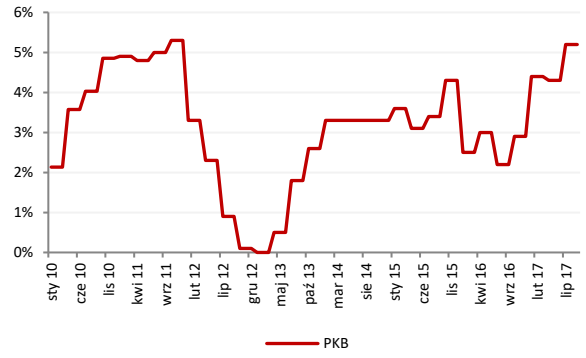
…co odbiło się również na poziomie parytetu. Obecnie wynosi on 0,66x i jest znacznie poniżej pułapu z wyceny dokonanej przez Deloitte Advisory (przedział 0,77-0,87x; punktowo 0,82x) oraz średniej od momentu upublicznienia informacji o negocjacjach ws. połączenia (średnia arytmetyczna = 0,75x). Wierzymy jednak, że oczekiwana poprawa wyników w 4Q'17 przełoży się na polepszenie sentymentu do walorów Bytomia.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

OTOCZENIE RYNKOWE

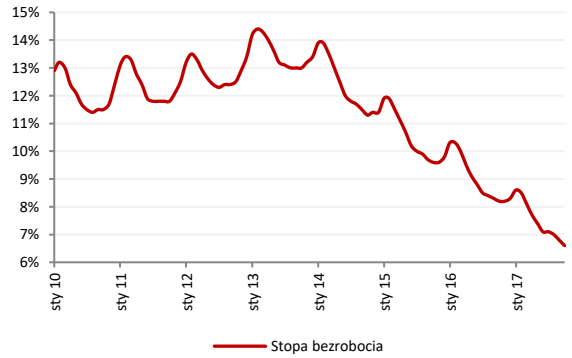
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 8,0% (we wrześniu wyniosła +8,6% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 9,1% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą napędza rządowy program 500+. Na stałe powróciła inflacja, która w październiku wyniosła 2,1%. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach utrzymuje się na rekordowo niskim poziomie – w październiku spadła do 6,6%. Według danych GUS, zwiększa się przeciętny poziom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Nieprzerwanie rośnie również średnie wynagrodzenie, które w minionym miesiącu wyniosło ok. 4,6 tys. PLN (wzrost o 7,4% r/r i +2,3% m/m).

PKB



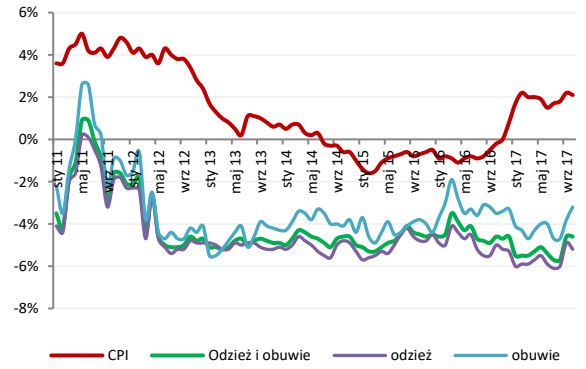
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa bezrobocia



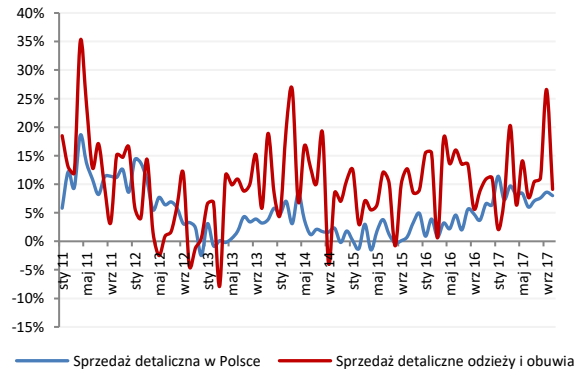
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



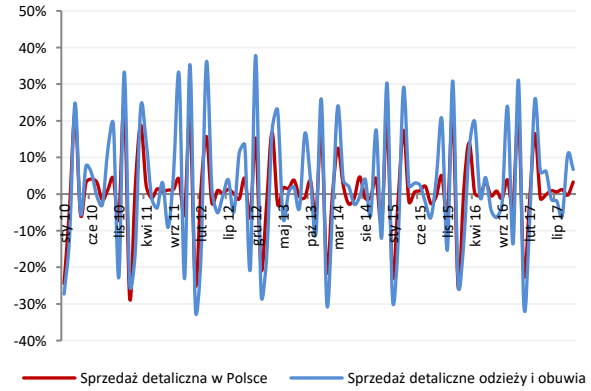
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



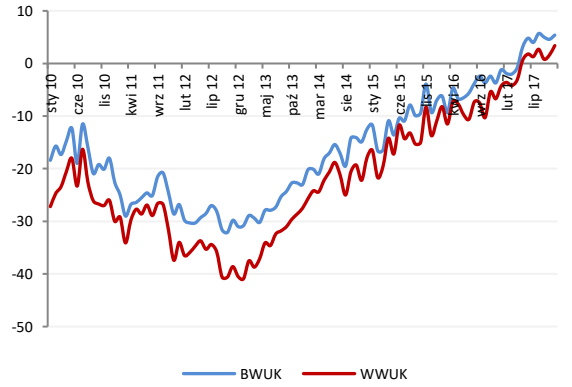
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



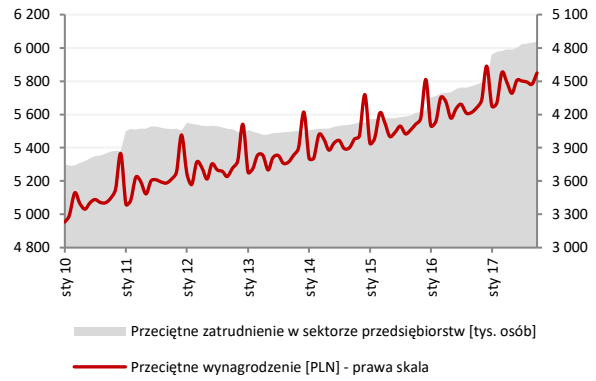
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



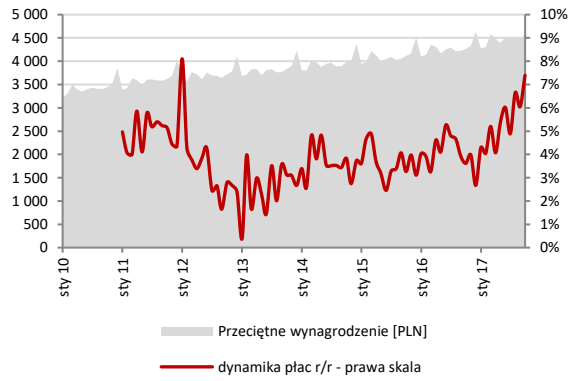
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

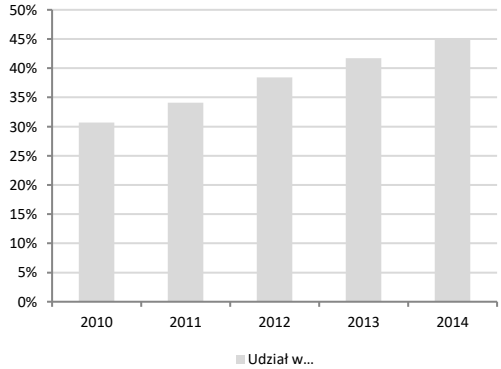
Dynamika płac [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

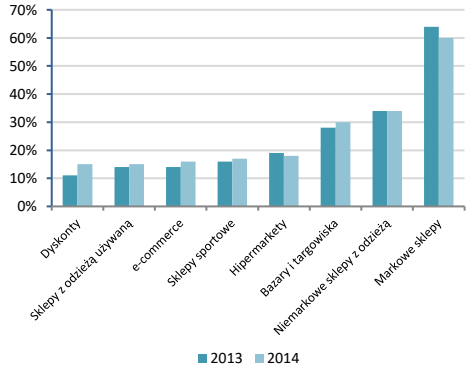
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w ’15 był wart ok. 24,2 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 5,4% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. Jednocześnie ok. 45% podmiotów handlowych ocenia sytuację rynkową jako dobrą. W ostatnich latach zauważalne jest zjawisko „racjonalizacji” wydatków przez klientów, którzy coraz częściej kupują w sklepach internetowych lub centrach outletowych. W branży zauważalna jest tendencja konsolidacji – jeszcze w 2010 roku dziesięciu największych detalistów odpowiadało za ok. 31% sprzedaży na rynku, natomiast w 2014 ich udział zwiększył się do 44,9%. Mniejsze sieci skupiały się natomiast na optymalizacji, co objawiało się selektywnymi otwarciami, zamykaniem nierentownych sklepów oraz remontowaniu starszych placówek. Bardzo dobrze radziły sobie natomiast sieci dyskontowe, które rozwijały się ilościowo i wartościowo (według danych PMR obroty w dyskontach zwiększyły się o 17% względem 12% wzrostu wielkości sieci). Warto zauważyć, że zmianie ulega tendencja rozwoju. Według ankiety PMR już tylko 55% badanych podmiotów planuje dalsze rozwijanie obecnej sieci, natomiast w poprzednim badaniu plan taki miało aż 87% ankietowanych. Do ciekawych wniosków można dojść obserwując Footfall Index obrazujący natężenie ruchu w galeriach handlowych. Wskaźnik spada nieprzerwanie od 2007 roku, co potwierdza tezę migracji klientów do e-sklepów.

Udział 10 największych detalistów w rynku odzieżowym



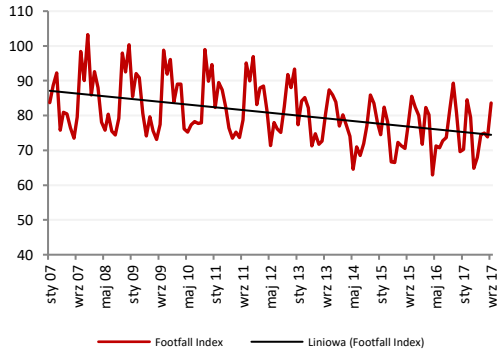
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR Research

Miejsce zakupu odzieży w Polsce w ‘14



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

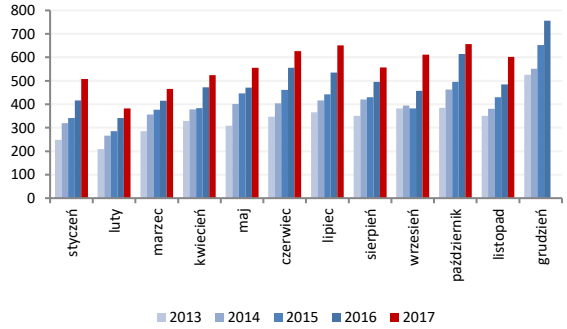
Footfall Index



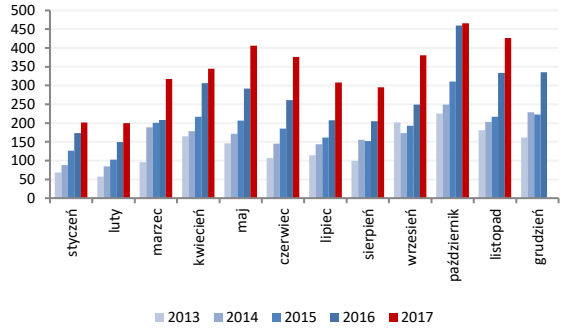
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., http://uk.shoppertrak.com/trends/

Przychody w ujęciu miesięcznym przedstawicieli branży odzieżowej [mln PLN]

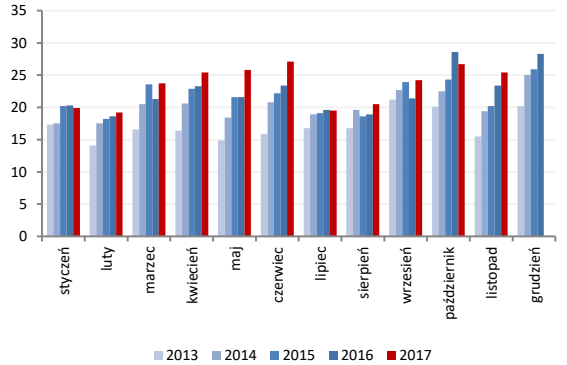
LPP



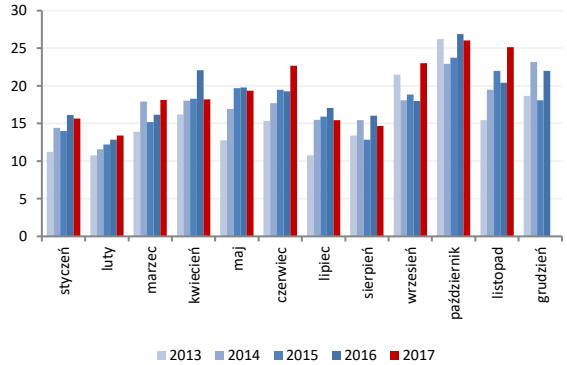
CCC



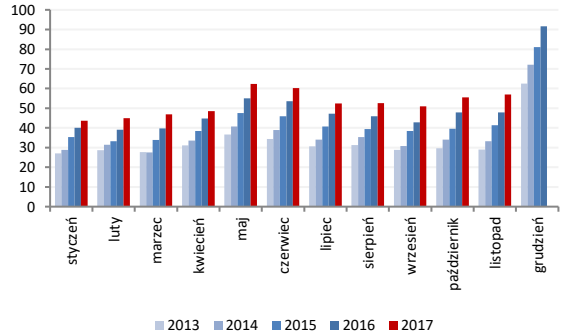
Gino Rossi



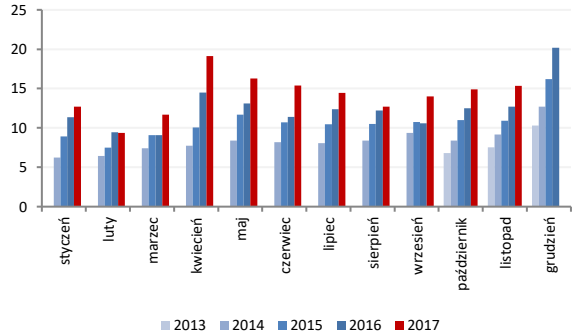
Wojas



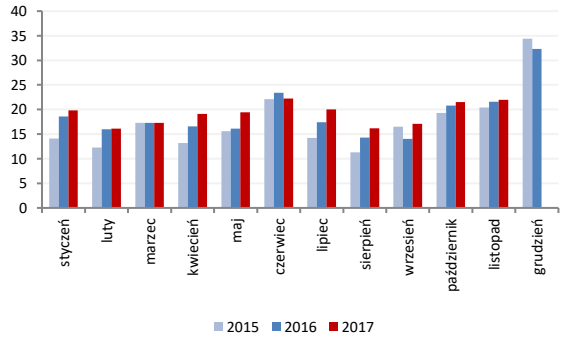
Vistula



Bytom



Monnari



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE

PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH

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’16 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 ’16 sejm przegłosował ustawę o zawieszeniu obowiązywania podatku do 1 stycznia 2018 roku. Obecnie danina jest wstrzymana co najmniej do 1 stycznia ’19.

ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE

Jesienią 2016 roku do sejmu trafił obywatelski projekt ustawy o ograniczeniu handlu w niedziele. Związkowcy „Solidarności" wnioskowali, by zakaz obowiązywał we wszystkie niedziele z nielicznymi wyjątkami w ciągu roku (wyłączone miałyby być okresy przedświąteczne oraz w czasie wyprzedaży sezonowych; przedsiębiorcom, którzy złamaliby zakaz, groziłaby kara dwuletniego więzienia). Z zakazu wyjęte miałyby zostać również stacje benzynowe, apteki, piekarnie, sklepy z dewocjonaliami, kina i restauracje. Zakazem nie byłyby też objęte placówki handlowe, których powierzchnia nie przekracza 25 mkw., usytuowane w obiektach do obsługi pasażerów, kwiaciarnie o powierzchni nieprzekraczającej 50 mkw., gdzie sprzedaż kwiatów stanowi minimum 30% miesięcznego obrotu placówki oraz platformy i portale internetowe sprzedające towary, które nie powstały w wyniku działalności produkcyjnej. Przedstawiciele sejmowej komisji zajmujące się projektem komunikowali, że projekt będzie szeroko konsultowany ze środowiskiem handlowym. Proponowane zmiany w przepisach spotkały się jednak z bardzo mocnym sprzeciwem stowarzyszeń handlowych. W przeprowadzonym przez PIH sondażu, ok. 42% przebadanych sklepikarzy stwierdziło, że prezentowane pomysły przełożą się na spadek sprzedaży. Dodatkowo z raportu przygotowanego przez PWC dla PRCH należy liczyć się ze spadkiem obrotów o 9,6 mld PLN i zmniejszeniem zatrudnienia o ok. 36 tys. miejsc pracy. Organizacje handlowe wskazywały także, że część pomysłów związkowców są wbrew niektórym zapisom w konstytucji – m.in. łamią zasadę równości (art. 32) czy zasadę społecznej gospodarki rynkowe i wolności działalności gospodarczej (art. 20 i 22). Podobne obawy ma część polityków obecnego rządu, który z jednej strony popiera projekt „Solidarności", a z drugiej chcieliby, aby zmiany były mniejsze i następowały stopniowo. **W ostatnim czasie prace nad ustawą przyspieszyły. Finalnie wybrano koncepcję, w której handel będzie dozwolony w drugą i czwartą niedzielę miesiąca oraz w dwie niedziele poprzedzające Święta Bożego Narodzenia. Zakaz będzie obowiązywał od 1 marca 2018 roku, natomiast w 2019 i 2020 roku ma objąć „brakujące" niedziele.**

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	**14,0**	**14,9**	**17,5**	**19,6**	**17,6**	**14,8**	**13,2**	**12,2**	**11,6**	**11,3**	**11,2**	**11,1**	**11,1**
Wartości niematerialne i prawne	0,3	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Rzeczowe aktywa trwałe	11,2	12,9	14,9	17,9	15,9	13,2	11,6	10,6	10,1	9,8	9,6	9,5	9,5
Pozostałe aktywa trwałe	2,6	1,7	2,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Aktywa obrotowe	**52,4**	**58,3**	**74,3**	**80,6**	**92,4**	**96,8**	**99,3**	**100,6**	**102,1**	**103,0**	**103,7**	**104,3**	**104,7**
Zapasy	42,6	49,1	62,4	70,5	77,9	80,9	83,6	85,0	85,9	86,8	87,7	88,5	89,4
Należności z tyt. dostaw i usług	7,8	7,3	8,3	7,6	8,3	8,6	8,8	8,8	8,9	9,0	9,0	9,1	9,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1,2	1,2	2,7	2,2	5,9	7,0	6,7	6,4	7,0	6,9	6,7	6,3	5,8
Pozostałe aktywa obrotowe	0,7	0,8	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Aktywa razem	**66,4**	**73,2**	**91,8**	**100,2**	**110,0**	**111,6**	**112,5**	**112,8**	**113,7**	**114,3**	**114,9**	**115,3**	**115,8**
Kapitał (fundusz) własny	**26,4**	**39,7**	**53,0**	**66,4**	**81,9**	**83,4**	**84,4**	**85,3**	**85,9**	**86,2**	**86,4**	**86,6**	**86,7**
Zobowiązania długoterminowe	**0,2**	**0,9**	**1,8**	**1,5**	**1,5**	**1,5**	**1,5**	**1,5**	**1,5**	**1,5**	**1,5**	**1,5**	**1,5**
Zobowiązania krótkoterminowe	**38,8**	**32,0**	**36,7**	**32,2**	**26,5**	**26,6**	**26,5**	**25,9**	**26,2**	**26,6**	**26,9**	**27,2**	**27,5**
Zobowiązania handlowe	31,8	14,8	16,3	19,0	22,3	24,0	24,8	25,3	25,6	25,9	26,2	26,5	26,8
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	7,0	17,2	20,4	13,2	4,2	2,7	1,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Pozostałe	0,9	0,6	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pasywa razem	**66,4**	**73,2**	**91,8**	**100,2**	**110,0**	**111,6**	**112,5**	**112,8**	**113,7**	**114,3**	**114,9**	**115,3**	**115,8**

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	103,9	130,8	152,9	188,4	221,1	237,3	245,4	250,1	253,1	256,1	259,2	262,3	265,4
Koszty produktów, towarów i materiałów	50,3	61,5	74,5	94,4	110,8	119,1	123,4	125,5	126,8	128,3	129,8	131,4	132,9
Zysk brutto ze sprzedaży	53,5	69,3	78,5	94,0	110,4	118,1	122,0	124,6	126,3	127,8	129,4	130,9	132,5
Koszty sprzedaży	41,3	48,5	58,7	70,1	82,1	87,6	90,3	91,8	92,7	93,7	94,8	96,0	97,3
Koszty zarządu	4,7	4,9	5,4	6,0	6,5	6,9	7,2	7,3	7,3	7,4	7,5	7,6	7,7
Podatek od obrotu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,1	-1,5	-1,2	-1,5	-1,7	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
EBITDA	9,2	17,6	17,5	21,3	25,6	27,9	28,0	28,4	28,7	28,9	29,1	29,2	29,3
EBIT	6,4	14,3	13,2	16,3	20,0	22,1	23,1	24,0	24,8	25,1	25,4	25,7	25,8
Saldo działalności finansowej	-1,4	-0,8	-1,0	-0,2	-0,9	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Zysk (strata) brutto	5,0	13,5	12,2	16,1	19,1	21,5	22,8	23,9	24,6	24,9	25,2	25,4	25,6
Zysk (strata) netto	5,3	12,5	12,4	12,9	15,5	17,4	18,4	19,3	19,9	20,2	20,4	20,6	20,7

Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-2,3	16,1	35,3	32,6	16,4	22,0	21,7	22,7	23,4	23,5	23,7	23,8	23,9
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	0,2	-2,3	-4,4	-7,6	-3,6	-3,4	-3,3	-3,3	-3,4	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	1,1	-13,9	-29,4	-25,6	-9,0	-17,6	-18,7	-19,6	-19,5	-20,1	-20,4	-20,7	-20,8
Przepływy pieniężne netto	-1,0	0,0	1,5	-0,6	3,8	1,0	-0,3	-0,2	0,5	0,0	-0,2	-0,4	-0,5
Środki pieniężne na początek okresu	2,2	1,2	1,2	2,7	2,2	5,9	7,0	6,7	6,4	7,0	6,9	6,7	6,3
Środki pieniężne na koniec okresu	1,2	1,2	2,7	2,2	5,9	7,0	6,7	6,4	7,0	6,9	6,7	6,3	5,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	1,7%	26,0%	16,9%	23,2%	17,4%	7,3%	3,4%	1,9%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
EBITDA zmiana r/r	-49,8%	90,8%	-0,5%	21,8%	20,2%	8,7%	0,4%	1,3%	1,3%	0,6%	0,6%	0,6%	0,4%
EBIT zmiana r/r	397,9%	124,2%	-7,8%	23,6%	22,6%	10,5%	4,4%	4,1%	3,0%	1,5%	1,2%	0,9%	0,5%
Zysk netto zmiana r/r	433,6%	134,8%	-0,6%	3,9%	19,7%	12,5%	5,9%	4,8%	3,1%	1,4%	1,2%	0,9%	0,5%
Marża brutto na sprzedaży	51,5%	53,0%	51,3%	49,9%	49,9%	49,8%	49,7%	49,8%	49,9%	49,9%	49,9%	49,9%	49,9%
Marża EBITDA	8,9%	13,5%	11,4%	11,3%	11,6%	11,7%	11,4%	11,3%	11,3%	11,3%	11,2%	11,1%	11,1%
Marża EBIT	6,2%	11,0%	8,6%	8,7%	9,1%	9,3%	9,4%	9,6%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,7%
Marża brutto	4,8%	10,3%	8,0%	8,5%	8,6%	9,1%	9,3%	9,5%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,6%
Marża netto	5,1%	9,6%	8,1%	6,9%	7,0%	7,3%	7,5%	7,7%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,8%
ROE	20,2%	31,5%	23,5%	19,5%	18,9%	20,9%	21,8%	22,6%	23,2%	23,4%	23,6%	23,8%	23,9%
ROA	8,0%	17,1%	13,5%	12,9%	14,1%	15,6%	16,4%	17,1%	17,5%	17,7%	17,8%	17,9%	17,9%
Dług	5,4	13,2	17,0	12,5	3,5	2,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	17,1%	25,0%	24,3%	15,8%	4,1%	2,3%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	20,6%	33,4%	32,1%	18,8%	4,3%	2,4%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	22,9%	5,9%	7,5%	4,8%	4,6%	3,2%	1,9%	1,2%	1,1%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%
Dług / Kapitał własny	20,6%	33,4%	32,1%	18,8%	4,3%	2,4%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	4,2	12,1	14,3	10,3	-2,4	-5,0	-5,7	-6,4	-7,0	-6,9	-6,7	-6,3	-5,8
Dług netto / Kapitał własny	16,0%	30,4%	27,0%	15,6%	-3,0%	-6,0%	-6,7%	-7,5%	-8,1%	-8,0%	-7,8%	-7,3%	-6,7%
Dług netto / EBITDA	45,9%	68,5%	81,7%	48,5%	-9,5%	-17,9%	-20,2%	-22,6%	-24,2%	-24,0%	-23,1%	-21,6%	-19,8%
Dług netto / EBIT	66,3%	84,1%	108,3%	63,4%	-12,2%	-22,5%	-24,5%	-26,7%	-28,1%	-27,5%	-26,4%	-24,6%	-22,5%
EV	198,8	206,6	208,8	204,9	192,1	189,6	188,9	188,1	187,6	187,6	187,8	188,2	188,7
Dług / EV	2,7%	6,4%	8,1%	6,1%	1,8%	1,1%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	2,7%	2,3%	3,1%	4,5%	1,6%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	98,2%	90,9%	111,5%	170,7%	64,4%	59,3%	67,0%	77,6%	85,5%	91,3%	95,4%	98,2%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	2,7%	2,5%	2,8%	2,7%	2,5%	2,4%	2,0%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%
Zmiana KO / Przychody	-13,1%	-17,5%	-7,0%	-2,7%	-2,1%	-0,7%	-0,8%	-0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-73,2%	-85,0%	-48,3%	-14,5%	-14,3%	-10,8%	-24,3%	-23,0%	-21,1%	-20,8%	-20,6%	-20,3%	-20,0%

Wskaźniki rynkowe*	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S	1,9	1,5	1,3	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
P/E	36,5	15,6	15,6	15,1	12,6	11,2	10,6	10,1	9,8	9,6	9,5	9,4	9,4
P/BV	7,4	4,9	3,7	2,9	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2
P/CE	29,8	14,2	12,8	12,9	9,1	8,0	7,8	7,6	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3
EV/EBITDA	21,5	11,7	11,9	9,6	7,5	6,8	6,7	6,6	6,5	6,5	6,5	6,4	6,4
EV/EBIT	31,1	14,4	15,8	12,5	9,6	8,6	8,2	7,8	7,6	7,5	7,4	7,3	7,3
EV/S	1,9	1,6	1,4	1,1	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
BVPS	0,4	0,5	0,7	0,9	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EPS	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
CEPS	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	15,5	17,4	18,4	19,3	19,9	20,2	20,4	20,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,21	0,24	0,25	0,26	0,27	0,27	0,28	0,28
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,0%	8,9%	9,5%	9,9%	10,2%	10,4%	10,5%	10,6%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 2,63 PLN; *wskaźniki rynkowe liczone dla 74,0 mln szt. akcji.*

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

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

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
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

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.górniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	**2,90**	**Akumuluj**	**3,23**	**06.12.2017**	**09:23 CEST**	**2,63**	**62 105**
Akumuluj	3,23	Redukuj	2,98	01.08.2016	11:59 CEST	2,83	46 323
Redukuj	2,98	Redukuj	2,77	11.04.2016		3,29	47 556
Redukuj	2,77	Redukuj	2,70	18.12.2015		3,05	45 684
Redukuj	2,70	Akumuluj	2,45	23.07.2015		3,04	51 842
Akumuluj	2,45	---	---	28.04.2015		2,14	56 960

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'17

Kupuj	6	40%
Akumuluj	3	20%
Trzymaj	4	27%
Redukuj	2	13%
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 w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

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 06.12.2017 roku (09:23 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 08.12.2017 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 06.12.2017 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o 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 istotne powiązania, które powinny zostać wymienione lub które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktów 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.