



Dom Maklerski BDM S.A.

BYTOM

RAPORT ANALITYCZNY

W perspektywie ostatnich 12 miesięcy akcje Bytomia zachowywały się znacznie słabiej niż Vistula oraz indeks WIG-Odzież. Dodatkowo walory spółki wróciły do okolic poziomów z momentu wydania ostatniego zalecenia z grudnia '17. Uważamy, że bieżące pułapy są atrakcyjne biorąc pod uwagę zakładaną przez nas poprawę wyników zarówno w 4Q'17, jak i '18. Spodziewamy się, że miniony kwartał przyniósł dynamikę EBITDA na poziomie >50% r/r (w całym '17 + 13% r/r), z kolei w '18 liczymy na istotne przyspieszenie. W naszej ocenie grupa ma za sobą dołek marży brutto, co sugerują ostatnie odczyty miesięczne i oczekujemy, że ten trend będzie podtrzymany w kolejnych okresach (warto zauważyć, że Vistula w segmencie odzieżowym w '17 osiągnęła ok. 51% rentowności; Bytom miał <50%). Prognozujemy, że w połączeniu z pozytywnymi odczytami sprzedażowymi i kontrolą kosztów okołosklepowych, powinno to pozwolić na osiągnięcia ponad 26 mln PLN EBITDA, co oznacza wzrost o blisko 34% r/r. Realizacja przyjętych założeń sprawia, że spółka byłaby handlowana przy atrakcyjnym mnożniku $EV/EBITDA'18 = 7,4x$. Z wydarzeń korporacyjnych nierozstrzygnięta pozostaje dalej kwestia fuzji z Vistulą – zakładając, że do niej dojdzie, dostrzegamy istotne odchylenie bieżących kursów od wyznaczonego parytetu (punktowo 0,82x). Mając na względzie wymienione czynniki decydujemy się zmienić zalecenie z Akumuluj do Kupuj, wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 3,11 PLN/akcję.

Kolejne miesiące 4Q'17 przyniosły długooczekiwaną poprawę sprzedaży oraz marży (listopad był pierwszym wzrostowym miesiącem od sierpnia 2016 roku; wyraźna odbudowa była też widoczna w grudniu). Spółka powinna zaprezentować istotny wzrost wyników w relacji do 4Q'16. Szacujemy, że obroty wyniosły 54,4 mln PLN, przy marży brutto ze sprzedaży rzędu 52,1%. Liczymy, że grupie udało się utrzymać koszty okołosklepowe w ryzach, dzięki czemu EBITDA mogła zwiększyć się do 8,3 mln PLN (dynamika >50% r/r). Realizacja przyjętych założeń oznacza wygenerowanie w '17 łącznie 184,3 mln PLN przychodów, ok. 49,8% rentowności brutto i 19,8 mln PLN EBITDA (+13% r/r).

Zdecydowanej poprawy wyników spodziewamy się w '18. Dobrym prognostykiem był w naszej ocenie odczyt miesięczny za styczeń, w którym Bytom zwiększył sprzedaż detaliczną o blisko 20%, a marżę segmentu o 1,5 p.p. r/r (pomimo, że jesteśmy w trakcie sezonu wyprzedażowego). Może to sugerować, że spółka ma już za sobą dołek rentowności i liczymy, że w '18 dojdzie do jej zdecydowanej odbudowy (tym bardziej, że w planach jest mocniejsze wykorzystanie tańszego sourcingu azjatyckiego; zwracamy też uwagę na lukę w marżach między Bytomiem, a częścią odzieżową Vistuli). Podsumowując, oczekujemy, że '18 będzie udany dla grupy już od początku roku, a w całym '18 prognozujemy 213,8 mln PLN przychodów, ok. 26,5 mln PLN EBITDA oraz 16,6 mln PLN zysku netto, co daje dynamiki na poziomie 16/34/42% r/r.

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	103,9	130,8	152,9	184,3	213,8	227,6
EBITDA [mln PLN]	9,2	17,6	17,5	19,8	26,5	28,1
EBIT [mln PLN]	6,4	14,3	13,2	14,8	21,1	22,6
Wynik netto [mln PLN]	5,3	12,5	12,4	11,7	16,6	17,9
P/BV*	7,6	5,1	3,8	3,1	2,4	2,4
P/E*	37,6	16,0	16,1	17,1	12,1	11,2
EV/EBITDA*	22,2	12,1	12,3	10,6	7,4	6,8
EV/EBIT*	32,0	14,8	16,3	14,2	9,3	8,5
DPS*	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,22

*wskaźniki liczone przy założeniu 74,0 mln akcji

KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 3,11 PLN

13 LUTEGO 2018, 14:31 CEST

Wycena końcowa [PLN]	3,11
Potencjał do wzrostu / spadku	+15%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	2,71
Kapitalizacja [mln PLN]	195,4
Ilość akcji [mln. szt.]	72,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	2,97
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	2,36
Stopa zwrotu za 3 mc	+10,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	+10,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	+1,5%
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

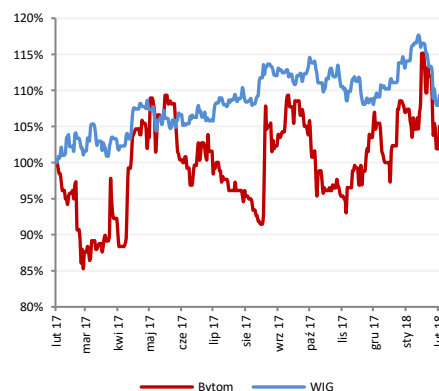
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	9
SZACUNKI 4Q'17 I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	10
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU	13
FUZJA Z VISTULĄ.....	14
OTOCZENIE RYNKOWE	15
PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE.....	18
PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH.....	18
ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE	19
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....	20

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 3,13 PLN, natomiast metoda porównawcza dała wartość 1 akcji równą 3,09 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 230,4 mln PLN, czyli **3,11 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	231,8	3,13	16%
B	Wycena porównawcza	228,3	3,09	14%
C = (60%*A + 40%*B)	Wycena końcowa	230,4	3,11	15%

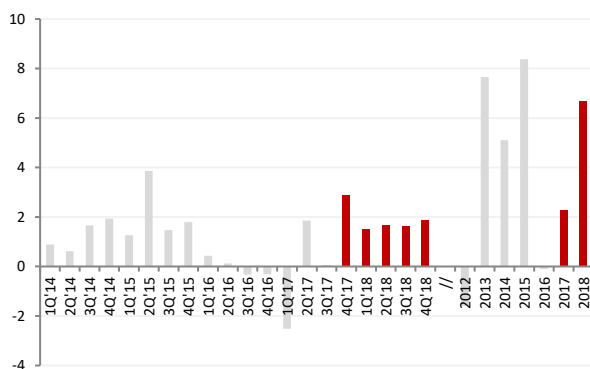
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szacujemy, że obroty w 4Q'17 wyniosły 54,4 mln PLN, przy marży brutto ze sprzedaży rzędu 52,1%. Liczymy, że grupie udało się utrzymać koszty okołosklepowe w ryżach, dzięki czemu EBITDA mogła zwiększyć się do 8,3 mln PLN (dynamika >50% r/r). Realizacja przyjętych założeń oznacza wygenerowanie w '17 łącznie 184,3 mln PLN przychodów, ok. 49,8% rentowności brutto i 19,8 mln PLN EBITDA (+13% r/r).

Zdecydowanej poprawy wyników spodziewamy się w '18. Dobrym prognozą był w naszej ocenie odczyt miesięczny za styczeń, w którym Bytom zwiększył sprzedaż detaliczną o blisko 20%, a marżę segmentu o 1,5 p.p. r/r (pomimo, że jesteśmy w trakcie sezonu wyprzedażowego). Może to sugerować, że spółka ma już za sobą dołek rentowności i liczymy, że w '18 dojdzie do jej zdecydowanej odbudowy (tym bardziej, że w planach jest mocniejsze wykorzystanie tańszego sourcingu azjatyckiego; zwracamy też uwagę na lukę w marżach między Bytomiem, a częścią odzieżową Vistuli). Podsumowując, oczekujemy, że '18 będzie udany dla grupy już od początku roku, a w całym '18 prognozujemy 213,8 mln PLN przychodów, ok. 26,5 mln PLN EBITDA oraz 16,6 mln PLN zysku netto, co daje dynamiki na poziomie 16/34/42% r/r.

Podsumowując, w bieżącym raporcie wskazujemy przede wszystkim na oczekiwane przez nas momentum wynikowe zarówno w perspektywie 4Q'17, jak i 2018 roku (spodziewamy się dynamik EBITDA odpowiednio w wys. >50% i +34% r/r). Ostatnie dane sprzedażowe stanowią w naszej ocenie pozytywny prognostyk na kolejne okresy i po wielu miesiącach spadku pierwszej marży, liczymy że odbicie rentowności zapoczątkowane w listopadzie będzie dalej kontynuowane. W '18 grupie powinny sprzyjać niezbyt wymagająca baza, otoczenie makroekonomiczne, mała ekspozycja na zakaz handlu w niedziele (uważamy, że towary Bytomia nie podlegają tak mocno działaniom impulsowym, jak np. w LPP czy CCC) oraz korzystne poziomy kursów walutowych. Tym samym spodziewamy się, że w przypadku realizacji naszych prognoz i dynamicznej odbudowy wyników sentyment do walorów grupy może ulec poprawie, co doprowadzi 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 wydajemy zalecenie Kupuj, wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 3,11 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 184,3/213,8 mln PLN przychodów, 19,8/26,5 mln PLN EBITDA oraz 11,7/16,6 mln PLN zysku netto.
- W modelu zakładamy, że powierzchnia sieci sklepów powiększy się z 12,1 tys. mkw. na koniec '16 do ponad 16 tys. mkw. w '19 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%	1,2%	3,4%	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. 11).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2027 roku na poziomie 1,0%.
- Dług netto uwzględnia prognozowany stan bilansowy na koniec 2017 roku.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2027 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 74,0 mln szt. akcji (uwzględniamy liczbę akcji z planu motywacyjnego).
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 13.02.2018 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Bytom na poziomie 231,8 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 3,13 PLN.

Model DCF

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	213,8	227,6	236,6	242,2	245,1	248,0	251,0	254,0	257,0	260,1
EBIT [mln PLN]	21,1	22,6	24,1	25,0	25,5	25,9	26,2	26,4	26,6	26,6
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	4,0	4,3	4,6	4,8	4,9	4,9	5,0	5,0	5,0	5,1
NOPLAT [mln PLN]	17,1	18,3	19,6	20,3	20,7	21,0	21,2	21,4	21,5	21,6
Amortyzacja [mln PLN]	5,4	5,6	4,5	3,8	3,3	3,1	2,9	2,8	2,7	2,7
CAPEX [mln PLN]	-2,9	-2,6	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-3,9	-1,2	-2,2	-1,3	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
FCF [mln PLN]	15,7	20,0	19,4	20,2	20,9	20,9	20,9	21,0	21,0	21,0
DFCF [mln PLN]	14,6	17,1	15,2	14,5	13,7	12,6	11,6	10,7	9,8	9,0
Suma DFCF [mln PLN]	128,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	264,5				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%					
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	113,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	241,8									
Dług netto [mln PLN]	10,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	231,8									
Ilość akcji [mln szt.]	74,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	3,13									

Przychody zmiana r/r	16,0%	6,4%	4,0%	2,4%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
EBIT zmiana r/r	42,5%	7,1%	6,9%	3,8%	1,9%	1,5%	1,2%	0,9%	0,5%	0,2%
FCF zmiana r/r	227,8%	27,5%	-3,2%	4,3%	3,1%	0,0%	0,2%	0,3%	0,1%	-0,1%
Marża EBITDA	12,4%	12,4%	12,1%	11,9%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,4%	11,3%
Marża EBIT	9,9%	9,9%	10,2%	10,3%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,3%	10,2%
Marża NOPLAT	8,0%	8,0%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%	8,3%
CAPEX / Przychody	1,3%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
CAPEX / Amortyzacja	52,9%	46,8%	54,6%	66,5%	76,3%	84,2%	90,2%	94,5%	97,5%	99,6%
Zmiana KO / Przychody	-1,8%	-0,5%	-0,9%	-0,5%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-13,2%	-8,7%	-24,5%	-23,5%	-21,1%	-20,8%	-20,6%	-20,3%	-20,0%	-19,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
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	96,8%	98,2%	99,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	3,2%	1,8%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
	0,7	3,34	3,45	3,58	3,72	3,65	4,07	4,30	4,57	4,90
	0,8	3,14	3,24	3,34	3,46	3,60	3,76	3,94	4,16	4,42
	0,9	2,96	3,04	3,13	3,24	3,35	3,48	3,63	3,81	4,02
	1,0	2,80	2,87	2,95	3,04	3,13	3,24	3,37	3,51	3,68
	1,1	2,66	2,72	2,79	2,86	2,94	3,04	3,14	3,26	3,40
	1,2	2,53	2,58	2,64	2,70	2,77	2,85	2,94	3,04	3,16
	1,3	2,41	2,45	2,50	2,56	2,62	2,69	2,77	2,85	2,95

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
premia za ryzyko		-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
	3,00%	3,57	3,70	3,85	4,02	4,22	4,45	4,73	5,08	5,51
	4,00%	3,14	3,24	3,34	3,46	3,60	3,76	3,94	4,16	4,42
	5,00%	2,80	2,87	2,95	3,04	3,13	3,24	3,37	3,51	3,68
	6,00%	2,53	2,58	2,64	2,70	2,77	2,85	2,94	3,04	3,16
	7,00%	2,30	2,34	2,38	2,43	2,48	2,54	2,61	2,68	2,77
	8,00%	2,10	2,13	2,17	2,21	2,25	2,29	2,34	2,40	2,46
	9,00%	1,94	1,96	1,99	2,02	2,05	2,09	2,12	2,16	2,21

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3,00%	4,98	4,70	4,44	4,22	4,01	3,82	3,65	3,49	3,35
	4,00%	4,36	4,08	3,82	3,60	3,40	3,22	3,05	2,91	2,77
	5,00%	3,88	3,60	3,35	3,13	2,94	2,77	2,62	2,48	2,36
	6,00%	3,49	3,22	2,98	2,77	2,59	2,43	2,29	2,16	2,05
	7,00%	3,18	2,91	2,68	2,48	2,31	2,16	2,03	1,91	1,81
	8,00%	2,91	2,65	2,43	2,25	2,09	1,95	1,82	1,71	1,62
	9,00%	2,68	2,43	2,23	2,05	1,90	1,77	1,65	1,55	1,46

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

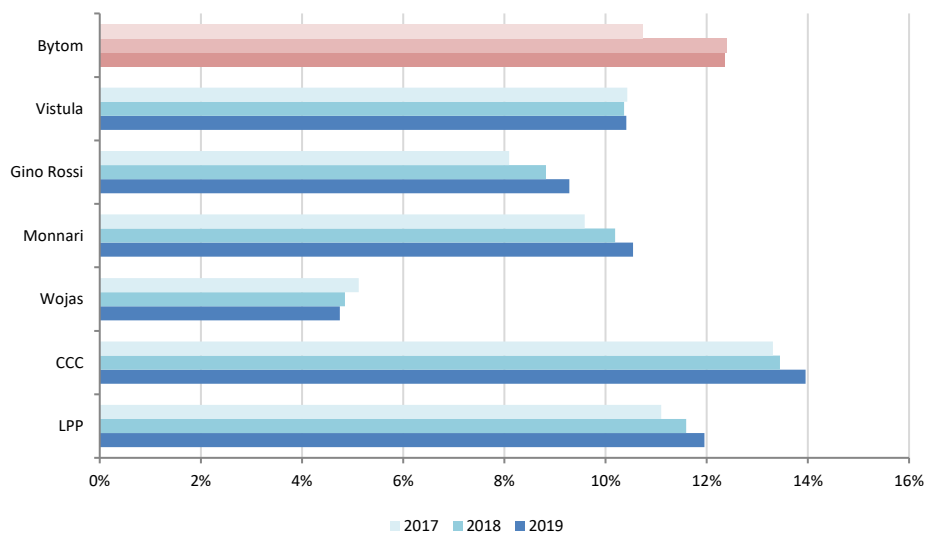
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-19 dla wybranych spółek z branży odzieżowej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty krajowe, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Bytomia. Analizę oparliśmy na trzech wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy 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 **3,09 PLN**.

Wycena porównawcza spółek odzieżowych

	P/E		EV/EBITDA	
	2018	2019	2018	2019
Vistula	15,9	13,9	10,4	9,0
Gino Rossi	50,7	29,4	8,9	8,4
Monnari	13,3	12,4	6,5	5,5
Wojas	17,0	13,6	6,9	6,3
Mediana	16,4	13,7	7,9	7,4
Bytom	12,1	11,3	7,4	6,9
Premia/dyskonto względem grupy	-26,3%	-17,9%	-6,5%	-6,8%
Premia/dyskonto względem Vistuli	-23,8%	-18,8%	-29,0%	-24,0%
Wycena wg wskaźnika	3,69	3,31	2,91	2,91
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	3,50		2,91	
Waga wskaźnika	30%		70%	
Wycena 1 akcji [PLN]	3,09			

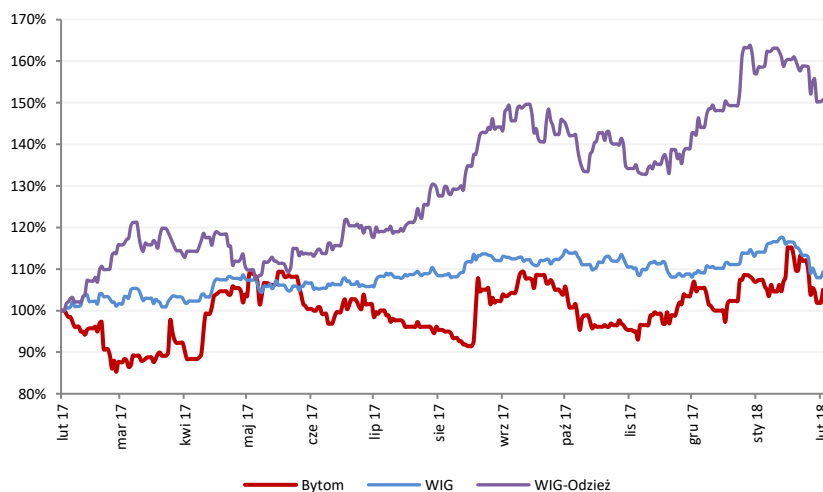
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA spółek odzieżowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

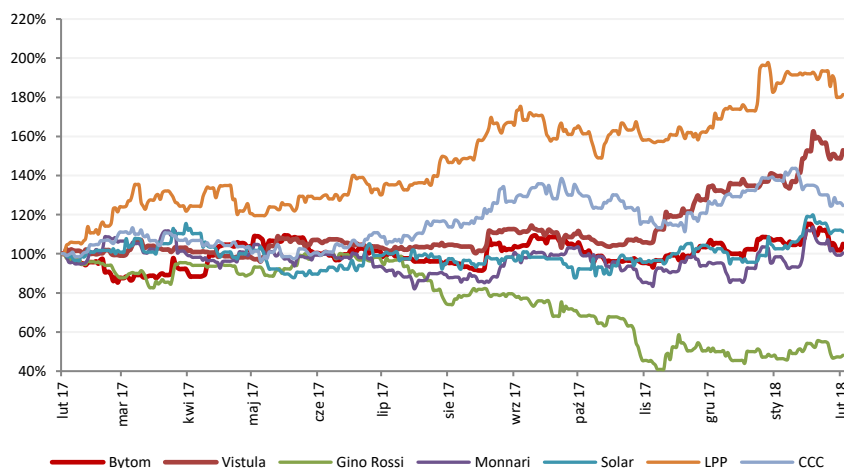
Zachowanie kursu na tle WIG i sWIG80



W perspektywie ostatniego roku walory Bytomia zyskały ok. 5%, czyli słabiej niż indeks WIG-Odzież (który wzrósł aż o 51%).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



W perspektywie roku najlepiej z całej branży radziły sobie walory LPP oraz Vistuli, co wynikało m.in. z poprawy wyników. Na drugim biegunie znalazło się Gino Rossi, które cały czas walczy ze słabością Simple.

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 mają 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.

SZACUNKI 4Q'17 I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Tak jak wskazywaliśmy w poprzednim raporcie, kolejne miesiące 4Q'17 przyniosły długooczekiwaną poprawę sprzedaży oraz marży (listopad był pierwszym wzrostowym miesiącem od sierpnia 2016 roku; wyraźna odbudowa była też widoczna w grudniu). Co prawda przychody okazały się finalnie nieco niższe niż zakładaliśmy, jednak i tak spółka powinna zaprezentować istotny wzrost wyników w relacji do 4Q'16. Szacujemy, że obroty wyniosły 54,4 mln PLN, przy marży brutto ze sprzedaży rzędu 52,1%. Liczymy, że grupie udało się utrzymać koszty okołosklepowe w ryzach, dzięki czemu EBITDA mogła zwiększyć się do 8,3 mln PLN (dynamika >50% r/r). Realizacja przyjętych założeń oznacza wygenerowanie w '17 łącznie 184,3 mln PLN przychodów, ok. 49,8% rentowności brutto i 19,8 mln PLN EBITDA (+13% r/r).

Zdecydowanej poprawy wyników spodziewamy się w '18. Dobrym prognostykiem był w naszej ocenie odczyt miesięczny za styczeń, w którym Bytom zwiększył sprzedaż detaliczną o blisko 20%, a marżę segmentu o 1,5 p.p. r/r (pomimo, że jesteśmy w trakcie sezonu wyprowadzowego). Może to sugerować, że spółka ma już za sobą dołek rentowności i liczymy, że w '18 dojdzie do jej zdecydowanej odbudowy (tym bardziej, że w planach jest mocniejsze wykorzystanie tańszego sourcingu azjatyckiego; zwracamy też uwagę na lukę w marżach między Bytomiem, a częścią odzieżową Vistuli). Podsumowując, oczekujemy, że '18 będzie udany dla grupy już od początku roku, a w całym '18 prognozujemy 213,8 mln PLN przychodów, ok. 26,5 mln PLN EBITDA oraz 16,6 mln PLN zysku netto, co daje dynamiki na poziomie 16/34/42% 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	54,4	42,8	59,8	49,7	61,5	130,8	152,9	184,3	213,8	227,6
Wynik brutto ze sprzedaży	15,5	21,6	18,5	22,9	16,1	26,5	20,8	28,3	20,0	30,9	25,1	33,0	69,3	78,5	91,8	109,0	115,4
EBITDA	1,6	6,8	3,7	5,4	-0,9	8,6	3,8	8,3	0,6	10,3	5,4	10,2	17,6	17,5	19,8	26,5	28,1
EBIT	0,6	5,7	2,6	4,3	-2,1	7,4	2,5	7,0	-0,8	8,9	4,1	8,9	14,3	13,2	14,8	21,1	22,6
Saldo finansowe	-0,1	-0,6	0,3	-0,6	0,6	-0,2	-0,4	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-1,0	-0,2	-0,6	-0,5
Wynik netto	0,5	4,3	4,3	3,3	-1,4	5,6	2,0	5,5	-0,7	7,1	3,1	7,0	12,5	12,4	11,7	16,6	17,9
marża brutto	50,3%	53,8%	51,7%	49,6%	45,9%	50,6%	49,2%	52,1%	46,7%	51,6%	50,6%	53,6%	53,0%	51,3%	49,8%	51,0%	50,7%
marża EBITDA	5,3%	16,8%	10,3%	11,7%	-2,5%	16,4%	8,9%	15,2%	1,5%	17,2%	10,9%	16,5%	13,5%	11,4%	10,7%	12,4%	12,4%
marża EBIT	2,0%	14,2%	7,4%	9,2%	-5,9%	14,1%	5,9%	12,9%	-1,9%	14,9%	8,2%	14,4%	11,0%	8,6%	8,0%	9,9%	9,9%
marża netto	1,6%	10,8%	12,0%	7,1%	-3,8%	10,7%	4,6%	10,1%	-1,5%	11,8%	6,3%	11,5%	9,6%	8,1%	6,4%	7,8%	7,8%

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	53,1	39,4	57,0	47,4	60,2	122,7	145,8	174,6	204,1	217,7
Koszty operacyjne (bezp.)	26,4	30,1	29,0	36,5	31,0	39,7	35,1	41,5	36,7	45,1	40,5	46,2	99,4	121,9	147,3	168,5	179,9
WYNIK SEGMENTU	2,5	8,0	5,0	8,4	0,9	9,9	4,9	11,6	2,8	11,9	6,9	14,0	23,3	23,9	27,3	35,6	37,8
marża segmentu	8,5%	21,1%	14,8%	18,7%	2,8%	20,0%	12,2%	21,8%	7,0%	20,8%	14,5%	23,3%	19,0%	16,4%	15,6%	17,4%	17,4%
Powierzchnia EoP	10 600	10 825	11 023	12 081	12 341	13 196	13 189	14 439	14 639	14 989	15 339	15 539	10 326	12 081	14 439	15 539	16 039
Liczba sklepów	98	99	100	107	109	112	113	116	116	117	118	118	97	107	116	118	120
Przychód z mkw.	2,76	3,56	3,11	3,88	2,61	3,88	3,03	3,84	2,71	3,85	3,13	3,90	13,20	13,01	13,17	13,61	13,79
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	0,7	1,4	1,5	1,1	0,7	2,9	3,3	4,7	4,8	4,8
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	4,2	4,3
WYNIK SEGMENTU	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,4	0,1	0,0	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%	11,8%	11,8%	11,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy na lata 2017-27

	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	152,9	184,3	213,8	227,6	236,6	242,2	245,1	248,0	251,0	254,0	257,0	260,1
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	78,5	91,8	109,0	115,4	120,2	123,1	124,6	126,1	127,6	129,1	130,6	132,2
EBITDA [mln PLN]	17,5	19,8	26,5	28,1	28,7	28,8	28,9	29,0	29,1	29,2	29,3	29,3
EBIT [mln PLN]	13,2	14,8	21,1	22,6	24,1	25,0	25,5	25,9	26,2	26,4	26,6	26,6
Wynik netto [mln PLN]	12,4	11,7	16,6	17,9	19,3	20,2	20,6	20,9	21,1	21,3	21,4	21,4
marża brutto ze sprzedaży	51,3%	49,8%	51,0%	50,7%	50,8%	50,8%	50,8%	50,8%	50,8%	50,8%	50,8%	50,8%
marża EBITDA	11,4%	10,7%	12,4%	12,4%	12,1%	11,9%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,4%	11,3%
marża EBIT	8,6%	8,0%	9,9%	9,9%	10,2%	10,3%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,3%	10,2%
marża netto	8,1%	6,4%	7,8%	7,8%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,3%	8,2%
Segment detaliczny	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	145,8	174,6	204,1	217,7	226,6	232,2	235,0	237,8	240,6	243,5	246,4	249,4
Powierzchnia handlowa [tys. mkw]	12,1	14,4	15,5	16,0	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4
Przychód jedn. [tys. PLN/m2]	13,0	13,2	13,6	13,8	14,0	14,1	14,3	14,5	14,6	14,8	15,0	15,2
	1,084	1,097	1,134	1,149	1,163	1,177	1,191	1,205	1,220	1,234	1,249	1,264
Koszty bezpośrednie [mln PLN]	121,9	147,3	168,5	179,9	186,6	190,9	193,0	195,2	197,6	200,0	202,6	205,3
Koszt jedn. [tys. PLN/mkw]	10,9	11,1	11,2	11,4	11,5	11,6	11,7	11,9	12,0	12,2	12,3	12,5
Wynik segmentu [mln PLN]	23,9	27,3	35,6	37,8	40,0	41,3	42,0	42,5	43,1	43,5	43,8	44,1
marża jedn. [tys. PLN/mkw]	2,1	2,1	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7
marża [%]	16,4%	15,6%	17,4%	17,4%	17,7%	17,8%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,8%	17,7%
Liczba sklepów	107	116	118	120	122	122	122	122	122	122	122	122
Powierzchnia [tys. mkw]	12,1	14,4	15,5	16,0	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4
śr. wielkość sklepu [mkw]	112,9	124,5	131,7	133,7	134,7	134,7	134,7	134,7	134,7	134,7	134,7	134,7
Przychód/sklep [mln PLN]	1,43	1,59	1,81	1,90	1,94	1,99	2,01	2,03	2,06	2,08	2,11	2,13
Pozostałe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	7,1	9,7	9,8	9,9	10,0	10,1	10,2	10,3	10,4	10,5	10,6	10,7
Wynik segmentów [mln PLN]	1,4	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
marża [%]	19,0%	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	4,4051	4,1767	4,2522	4,2522	4,2522	4,2522	4,2522	4,2522	4,2522	4,2522	4,2522	4,2522
Kurs EoP USD/PLN	4,1855	3,4804	3,3886	3,2905	3,2098	3,1342	3,1342	3,1342	3,1342	3,1342	3,1342	3,1342

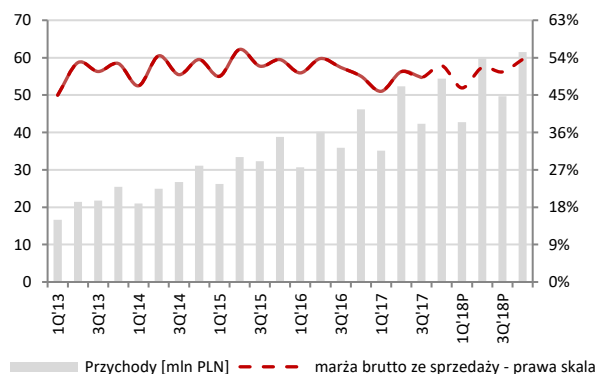
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ekspozycja walutowa - wpływ na wynik EBIT w długim okresie

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Zmiana kursu	-10%	2,8	3,0	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4
	-5%	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7
	0%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	+5%	-1,4	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7
	+10%	-2,8	-3,0	-3,1	-3,2	-3,2	-3,2	-3,3	-3,3	-3,3	-3,4

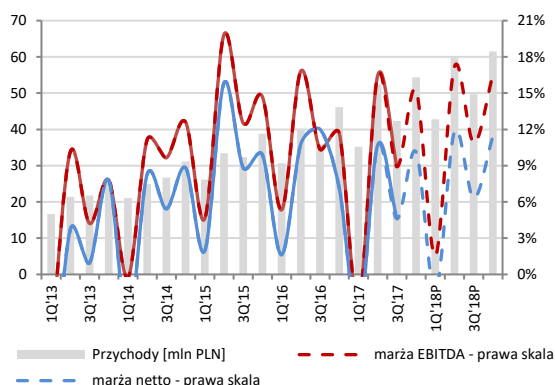
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i rentowność brutto w ujęciu kwartalnym



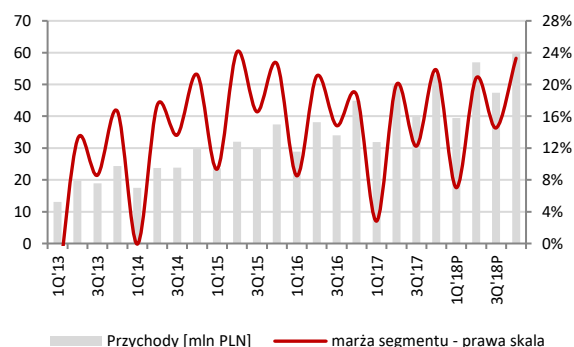
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu kwartalnym



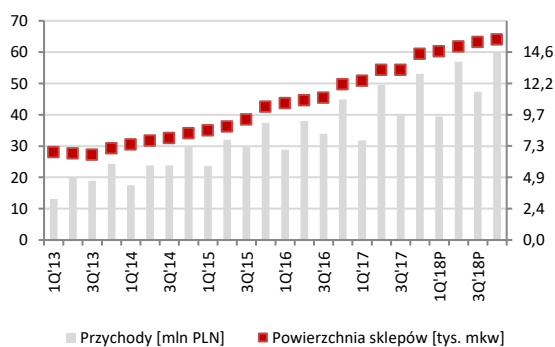
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza wyników segmentu detalicznego



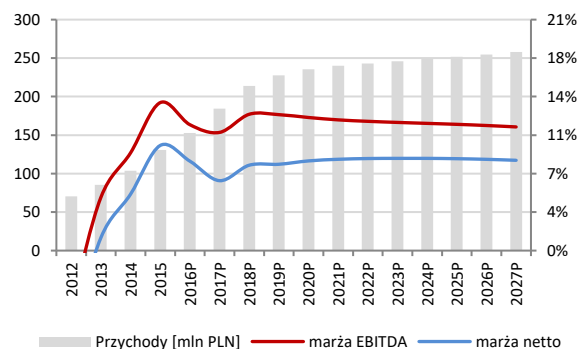
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój sieci sklepów



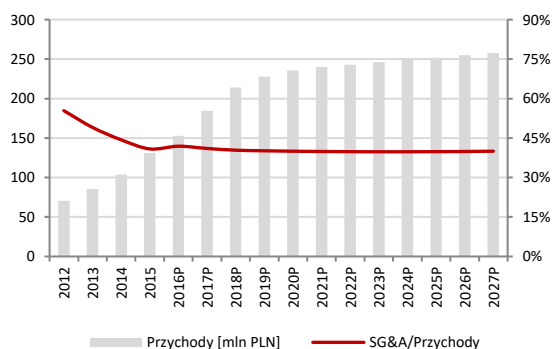
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w latach 2012-27



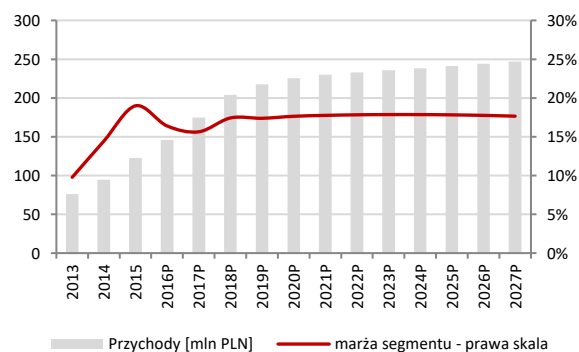
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty SG&A vs przychody



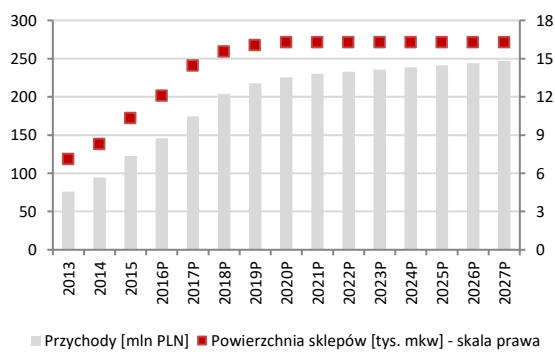
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża segmentu detalicznego



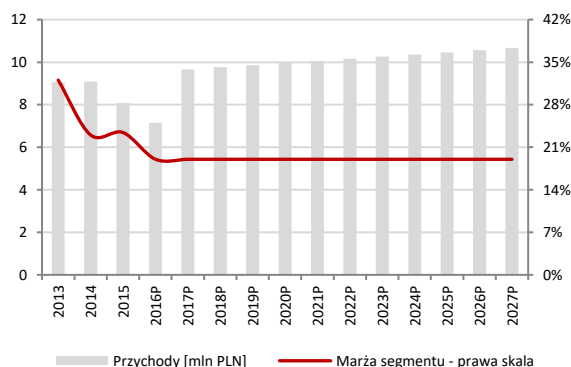
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i rozwój sieci



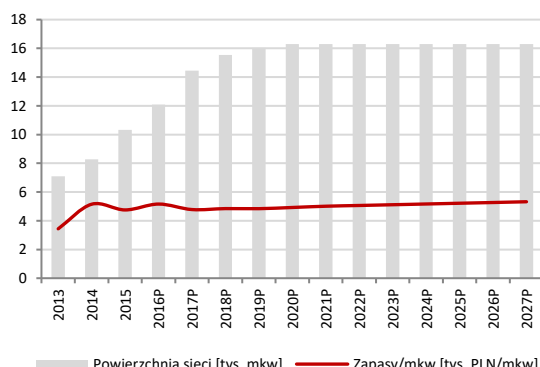
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki finansowe dla pozostałych segmentów



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na mkw [tys. PLN/mkw]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji z grudnia '17 zrewidowaliśmy harmonogram otwarć nowych sklepów oraz wielkość powierzchni handlowej (obecnie na lata 2017-19 zakładamy odpowiednio 14,4/15,5/16,0 tys. mkw). Zaktualizowaliśmy również kursy walutowe (spółka ma ekspozycję na EUR poprzez płacone czynsze i część zakupów towarów). W '17 oczekujemy 184,3 mln PLN przychodów (-2% wobec poprzedniego raportu), ok. 19,8 mln PLN EBITDA i ok. 11,7 mln PLN zysku netto. W odniesieniu do '18 estymujemy ok. 213,8 mln PLN obrotów oraz 26,5 mln PLN EBITDA (wpływ korzystniejszych kursów walutowych). Na poziomie netto szacujemy 16,6 mln PLN zysku.

Zmiany założeń w modelu względem raportu z grudnia '17

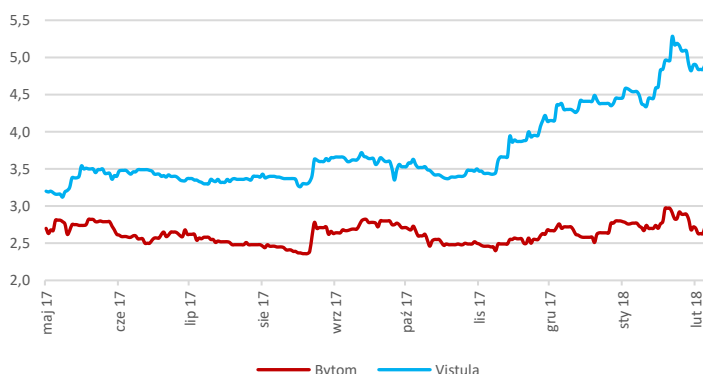
	2017 stara	2017 nowa	zmiana	2018 stara	2018 nowa	zmiana	2019 stara	2019 nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	188,4	184,3	-2,2%	221,1	213,8	-3,3%	237,3	227,6	-4,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	94,0	91,8	-2,3%	110,4	109,0	-1,3%	118,1	115,4	-2,3%
EBITDA	21,3	19,8	-7,1%	25,6	26,5	3,5%	27,9	28,1	0,8%
EBIT	16,3	14,8	-9,3%	20,0	21,1	5,4%	22,1	22,6	2,2%
Wynik netto	12,9	11,7	-9,2%	15,5	16,6	7,1%	17,4	17,9	2,7%
marża brutto	49,9%	49,8%		49,9%	51,0%		49,8%	50,7%	
marża EBITDA	11,3%	10,7%		11,6%	12,4%		11,8%	12,4%	
marża EBIT	8,7%	8,0%		9,0%	9,9%		9,3%	9,9%	
marża netto	6,8%	6,4%		7,0%	7,8%		7,3%	7,8%	

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. Kończącym etapem procesu będzie decyzja WZA (w przypadku Vistuli „za” musi być ¾ głosów, natomiast w przypadku Bytomia 2/3). **W naszej ocenie zamiar 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).**

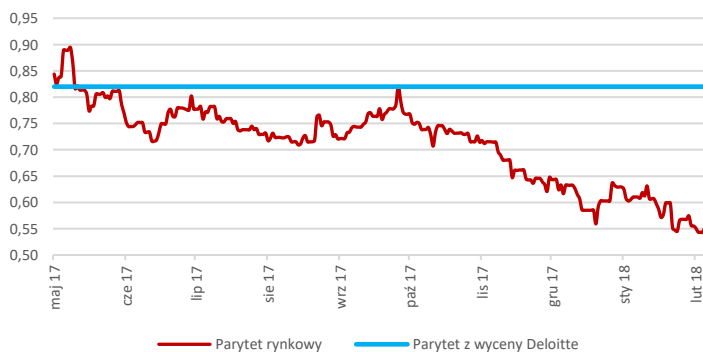
Zachowanie kursów akcji od momentu upublicznienia informacji ws. połączenia



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



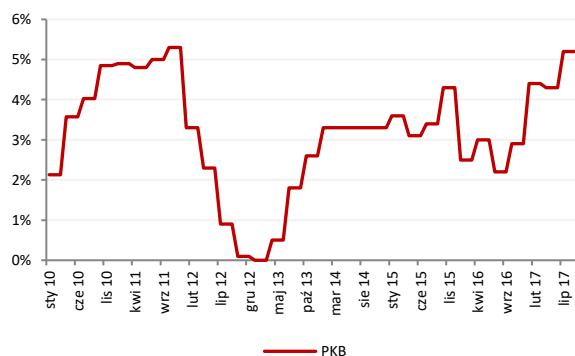
...co odbiło się również na poziomie parytetu. Obecnie wynosi on 0,56x i jest znacznie poniżej pułapu z wyceny dokonanej przez Deloitte Advisory (przedział 0,77-0,87x; punktowno 0,82x) oraz średniej od momentu upublicznienia informacji o negocjacjach ws. połączenia (średnia arytmetyczna = 0,71x). Wierzmy jednak, że oczekiwana poprawa wyników 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 6,0% (w listopadzie wyniosła +10,2% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwanie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 18,6% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą napędza rządowy program 500+. Na stałe powróciła inflacja, która w grudniu wyniosła 2,1%. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach utrzymuje się na rekordowo niskim poziomie – we wrześniu 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. 5,0 tys. PLN (wzrost o 7,3% r/r +7,9% m/m).

PKB



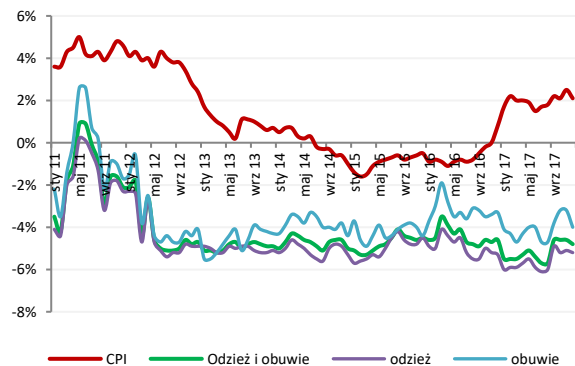
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa bezrobocia



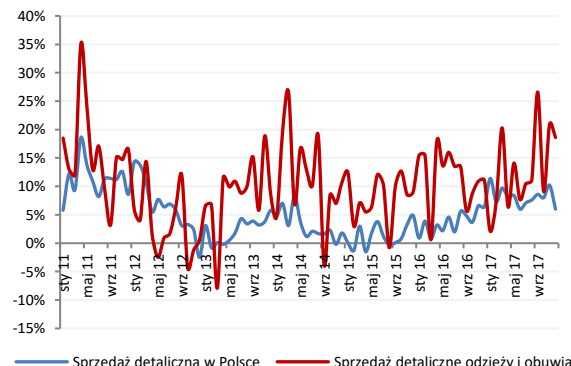
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



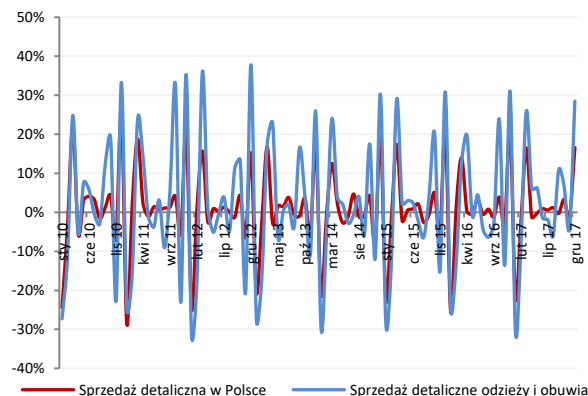
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



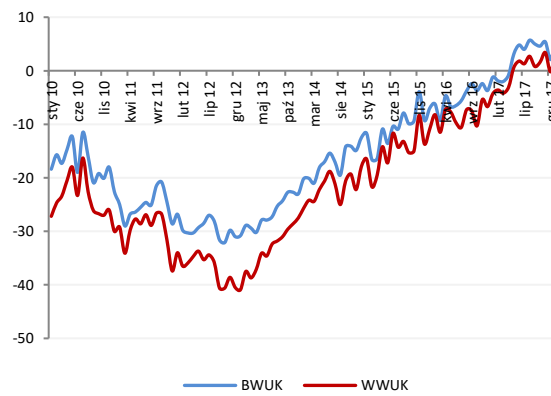
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



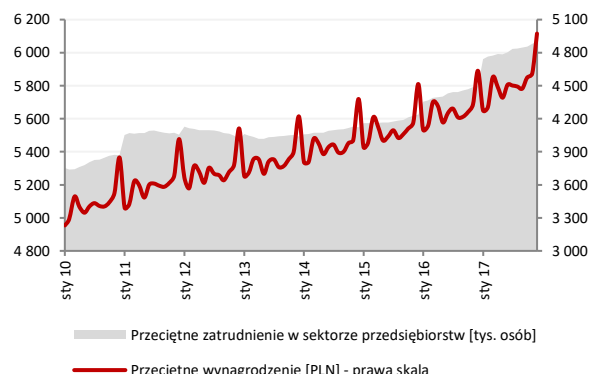
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



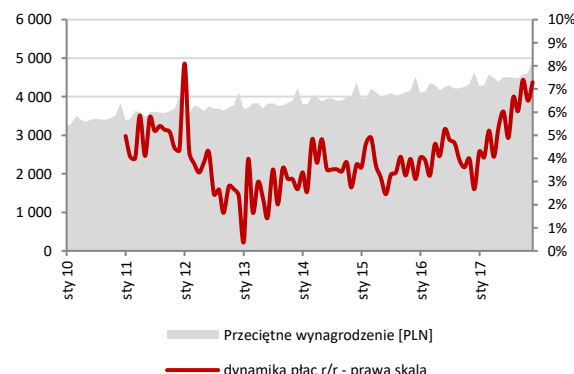
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

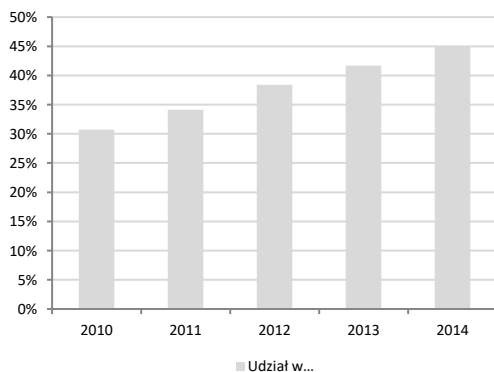
Dynamika płac [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

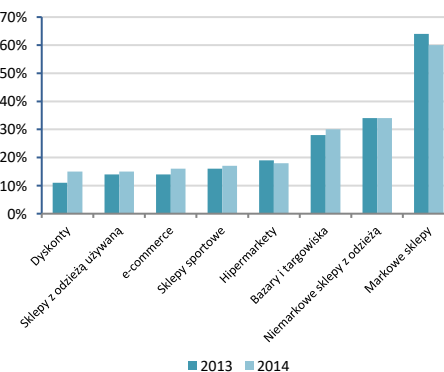
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w '15 był wart ok. 24,2 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 5,4% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. Jednocześnie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



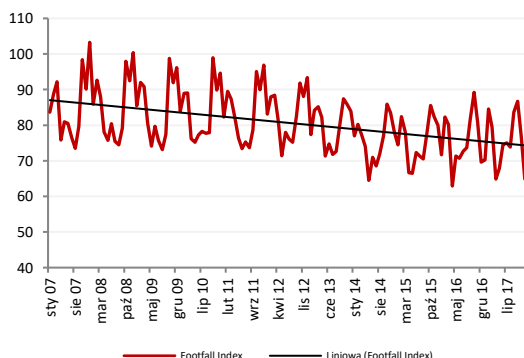
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR Research

Miejsce zakupu odzieży w Polsce w '14



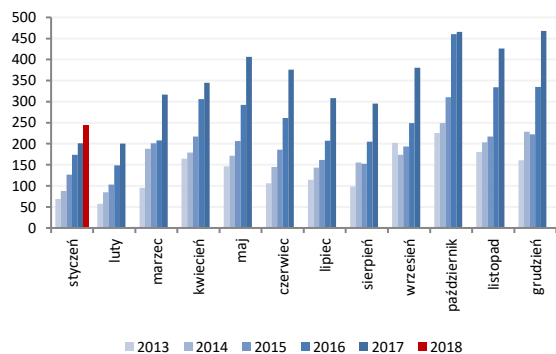
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR Research

Footfall Index

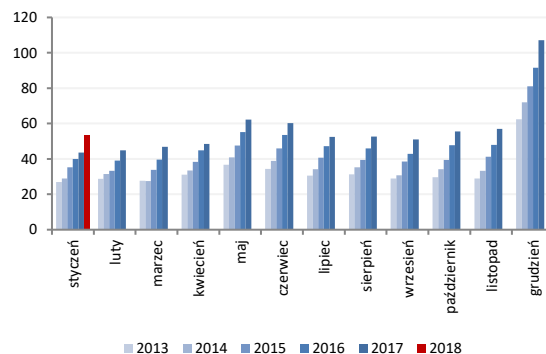


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., <http://uk.shoppertrak.com/trends/>

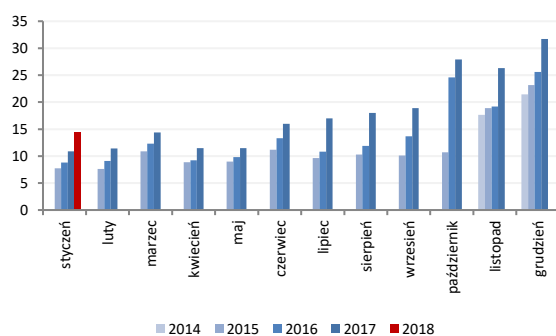
**Przychody w ujęciu miesięcznym przedstawicieli branży odzieżowej [mln PLN]
CCC**



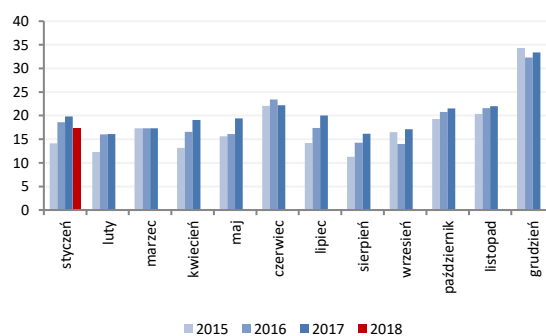
Vistula



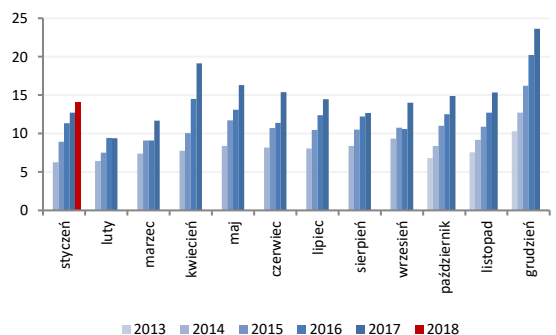
Wittchen



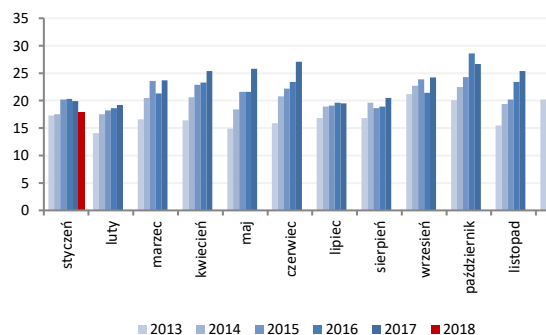
Monnari



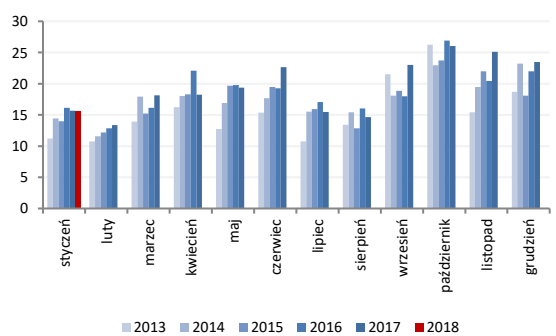
Bytom



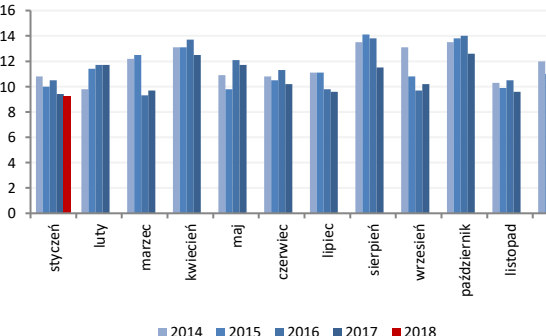
Gino Rossi



Wojas



Solar



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 miałyby obliczać, pobierać i wpłacać właściciele marki) oraz segment e-commerce (w przypadku zakupu od podmiotu działającego zagranicą, przewoźnik byłby zobowiązany do uzyskania od wysyłającego oświadczenia o uiszczeniu podatku).

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

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

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

Zróżnicowanie stawek podatku wg ustawy przyjętej 6 lipca 2016

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

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 zapowiedziało 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, kwaciarnie 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 rynkowej 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]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	14,9	17,5	19,2	16,6	14,2	12,1	10,9	10,1	9,6	9,3	9,1	9,1	9,1
Wartości niematerialne i prawne	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Rzeczowe aktywa trwałe	12,9	14,9	17,5	15,0	12,6	10,6	9,3	8,5	8,1	7,8	7,6	7,6	7,6
Pozostałe aktywa trwałe	1,7	2,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Aktywa obrotowe	58,3	74,3	79,4	92,5	96,6	100,1	101,7	103,2	104,3	105,1	105,8	106,2	106,6
Zapasy	49,1	62,4	69,0	75,3	77,6	80,6	82,4	83,2	84,0	84,9	85,7	86,6	87,5
Należności z tyt. dostaw i usług	7,3	8,3	7,6	8,1	8,4	8,6	8,7	8,7	8,8	8,9	8,9	9,0	9,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1,2	2,7	2,5	8,8	10,3	10,6	10,4	11,0	11,1	11,1	10,8	10,4	9,8
Pozostałe aktywa obrotowe	0,8	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Aktywa razem	73,2	91,8	98,6	109,2	110,8	112,2	112,6	113,3	113,9	114,4	114,9	115,3	115,7
Kapitał (fundusz) własny	39,7	53,0	65,2	81,8	83,6	85,1	85,9	86,3	86,6	86,8	87,0	87,1	87,2
Zobowiązania długoterminowe	0,9	1,8	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Zobowiązania krótkoterminowe	32,0	36,7	31,8	25,8	25,7	25,6	25,2	25,4	25,7	26,0	26,3	26,6	27,0
Zobowiązania handlowe	14,8	16,3	18,6	21,6	23,0	23,9	24,5	24,8	25,0	25,3	25,7	26,0	26,3
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	17,2	20,4	13,2	4,2	2,7	1,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Pozostałe	0,6	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pasywa razem	73,2	91,8	98,6	109,2	110,8	112,2	112,6	113,3	113,9	114,4	114,9	115,3	115,7
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	130,8	152,9	184,3	213,8	227,6	236,6	242,2	245,1	248,0	251,0	254,0	257,0	260,1
Koszty produktów, towarów i materiałów	61,5	74,5	92,4	104,8	112,2	116,4	119,1	120,5	122,0	123,4	124,9	126,4	127,9
Zysk brutto ze sprzedaży	69,3	78,5	91,8	109,0	115,4	120,2	123,1	124,6	126,1	127,6	129,1	130,6	132,2
Koszty sprzedaży	48,5	58,7	69,7	80,0	84,7	87,6	89,4	90,4	91,4	92,5	93,6	94,9	96,3
Koszty zarządu	4,9	5,4	6,0	6,3	6,7	6,9	7,1	7,2	7,2	7,3	7,4	7,5	7,6
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	-1,5	-1,2	-1,4	-1,6	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
EBITDA	17,6	17,5	19,8	26,5	28,1	28,7	28,8	28,9	29,0	29,1	29,2	29,3	29,3
EBIT	14,3	13,2	14,8	21,1	22,6	24,1	25,0	25,5	25,9	26,2	26,4	26,6	26,6
Saldo działalności finansowej	-0,8	-1,0	-0,2	-0,6	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Zysk (strata) brutto	13,5	12,2	14,6	20,5	22,1	23,9	24,9	25,4	25,8	26,1	26,3	26,4	26,5
Zysk (strata) netto	12,5	12,4	11,7	16,6	17,9	19,3	20,2	20,6	20,9	21,1	21,3	21,4	21,4
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	16,1	35,3	32,6	18,1	22,7	21,9	22,8	23,4	23,5	23,6	23,6	23,7	23,7
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-2,3	-4,4	-7,2	-2,9	-2,6	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-13,9	-29,4	-25,6	-9,0	-18,6	-19,1	-20,5	-20,3	-20,7	-21,0	-21,3	-21,5	-21,6
Przepływy pieniężne netto	0,0	1,5	-0,2	6,2	1,5	0,3	-0,2	0,6	0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,6
Środki pieniężne na początek okresu	1,2	1,2	2,7	2,5	8,8	10,3	10,6	10,4	11,0	11,1	11,1	10,8	10,4
Środki pieniężne na koniec okresu	1,2	2,7	2,5	8,8	10,3	10,6	10,4	11,0	11,1	11,1	10,8	10,4	9,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	26,0%	16,9%	20,5%	16,0%	6,4%	4,0%	2,4%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
EBITDA zmiana r/r	90,8%	-0,5%	13,1%	33,9%	6,1%	1,9%	0,7%	0,1%	0,4%	0,5%	0,4%	0,3%	0,1%
EBIT zmiana r/r	124,2%	-7,8%	12,0%	42,5%	7,1%	6,9%	3,8%	1,9%	1,5%	1,2%	0,9%	0,5%	0,2%
Zysk netto zmiana r/r	134,8%	-0,6%	-5,8%	41,7%	7,6%	8,2%	4,4%	2,0%	1,4%	1,2%	0,9%	0,5%	0,1%
Marża brutto na sprzedaży	53,0%	51,3%	49,8%	51,0%	50,7%	50,8%	50,8%	50,8%	50,8%	50,8%	50,8%	50,8%	50,8%
Marża EBITDA	13,5%	11,4%	10,7%	12,4%	12,4%	12,1%	11,9%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,4%	11,3%
Marża EBIT	11,0%	8,6%	8,0%	9,9%	9,9%	10,2%	10,3%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,3%	10,2%
Marża brutto	10,3%	8,0%	7,9%	9,6%	9,7%	10,1%	10,3%	10,4%	10,4%	10,4%	10,3%	10,3%	10,2%
Marża netto	9,6%	8,1%	6,4%	7,8%	7,8%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,3%	8,2%
ROE	31,5%	23,5%	18,0%	20,3%	21,4%	22,7%	23,5%	23,8%	24,1%	24,3%	24,5%	24,6%	24,6%
ROA	17,1%	13,5%	11,9%	15,2%	16,1%	17,2%	17,9%	18,2%	18,3%	18,4%	18,5%	18,6%	18,5%
Dług	13,2	17,0	12,5	3,5	2,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	25,0%	24,3%	16,1%	4,1%	2,3%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	33,4%	32,1%	19,2%	4,3%	2,4%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	5,9%	7,5%	5,1%	2,9%	2,9%	1,8%	1,2%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Dług / Kapitał własny	33,4%	32,1%	19,2%	4,3%	2,4%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	12,1	14,3	10,0	-5,3	-8,3	-9,6	-10,4	-11,0	-11,1	-11,1	-10,8	-10,4	-9,8
Dług netto / Kapitał własny	30,4%	27,0%	15,3%	-6,4%	-9,9%	-11,3%	-12,1%	-12,7%	-12,9%	-12,7%	-12,4%	-11,9%	-11,2%
Dług netto / EBITDA	68,5%	81,7%	50,4%	-19,9%	-29,5%	-33,5%	-36,0%	-38,0%	-38,4%	-38,0%	-36,9%	-35,4%	-33,4%
Dług netto / EBIT	84,1%	108,3%	67,4%	-25,0%	-36,7%	-39,8%	-41,5%	-43,0%	-43,0%	-42,2%	-40,8%	-39,0%	-36,8%
EV	212,5	214,8	210,4	195,2	192,2	190,9	190,1	189,5	189,3	189,4	189,7	190,1	190,7
Dług / EV	6,2%	7,9%	5,9%	1,8%	1,0%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	2,3%	3,1%	4,4%	1,3%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
CAPEX / Amortyzacja	90,9%	111,5%	163,2%	52,9%	46,8%	54,6%	66,5%	76,3%	84,2%	90,2%	94,5%	97,5%	99,6%
Amortyzacja / Przychody	2,5%	2,8%	2,7%	2,5%	2,4%	1,9%	1,6%	1,4%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%
Zmiana KO / Przychody	-17,5%	-7,0%	-2,1%	-1,8%	-0,5%	-0,9%	-0,5%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-85,0%	-48,3%	-12,5%	-13,2%	-8,7%	-24,5%	-23,5%	-21,1%	-20,8%	-20,6%	-20,3%	-20,0%	-19,9%
Wskaźniki rynkowe*	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S	1,5	1,3	1,1	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/E	16,0	16,1	17,1	12,1	11,2	10,4	9,9	9,7	9,6	9,5	9,4	9,4	9,4
P/BV	5,1	3,8	3,1	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
P/CE	14,7	13,2	14,1	7,9	7,1	6,7	6,6	6,4	6,3	6,2	6,2	6,3	6,4
EV/EBITDA	12,1	12,3	10,6	7,4	6,8	6,7	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
EV/EBIT	14,8	16,3	14,2	9,3	8,5	7,9	7,6	7,4	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2
EV/S	1,6	1,4	1,1	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
BVPS	0,5	0,7	0,9	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EPS	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
CEPS	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	16,6	17,9	19,3	20,2	20,6	20,9	21,1	21,3	21,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,22	0,24	0,26	0,27	0,28	0,28	0,29	0,29	0,29
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,3%	8,9%	9,6%	10,1%	10,3%	10,4%	10,5%	10,6%	10,7%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	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 2,71 PLN; *wskaźniki rynkowe liczone dla 74,0 mln szt. akcji.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału

Makler Papierów Wartościowych

tel. (032) 20-81-412

e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl

[strategia, banki/finanse, media/rozrywka, węgiel/stal](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora Wydziału

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 20-81-432

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

[materiały budowlane, budownictwo, paliwa](#)

Krzysztof Brymora

Analitik rynku akcji

tel. (032) 20-81-435

e-mail: krzysztof.brymora@bdm.pl

[chemia, przemysł drzewny](#)

Adrian Górniak

Analitik rynku akcji

tel. (032) 20-81-438

e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl

[deweloperzy, handel](#)

Marek Jurzec

Młodszy analitik rynku akcji

Makler Papierów Wartościowych

tel. (032) 20-81-435

e-mail: marek.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 na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	3,11	Akumuluj	2,90	13.02.2018	14:31 CEST	2,71	62 602
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

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
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena, jaką według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Siłne 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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	7	88%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	13%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

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 został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek 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 13.02.2018 roku (14:31 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 16.02.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wycytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 12 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/analitików zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

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 13.02.2018 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. 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.