



Dom Maklerski BDM S.A.

VISTULA

RAPORT ANALITYCZNY

Walory Vistuli na przestrzeni ostatniego roku były jedną z najlepszych propozycji z obszaru odzieżowego. Uważamy, że bieżąca wycena jest już wymagająca i uwzględnia spodziewaną poprawę wyników w okresie 2018-19 (estymujemy wzrost EBITDA odpowiednio do 87,2 mln PLN i 99,6 mln PLN). Wskazujemy, że oczekiwania rynkowe są wymagające i ewentualne przyszłe słabsze rezultaty mogą się przełożyć na potencjalne pogorszenie sentymentu do walorów grupy. Z wydarzeń korporacyjnych istotna dla przyszłego kształtu spółki jest fuzja z Bytomiem (strategicznie połączenie odbieramy pozytywnie i w długim terminie powinno przełożyć się na budowę wartości dla akcjonariuszy), która obecnie jest na etapie badania rynku przez UOKiK (spodziewane zakończenie procesu to koniec 2Q'18). Zwracamy jednocześnie uwagę na utrzymującą się różnicę między parytetem z wyceny Deloitte a parytetem rynkowym – obecnie akcje Bytomia są notowane poniżej wyznaczonego poziomu, jednak w naszej ocenie poprawa dynamiki wyników w Bytomiu w 2018 roku będzie szybsza niż w przypadku Vistuli. Z tej perspektywy decydujemy się na wydanie zalecenia Redukuj dla walorów Vistuli z ceną docelową 4,48 PLN/akcję.

Dotychczasowe odczyty sprzedażowe Vistuli mają dwa oblicza. Grupa utrzymuje dwucyfrowe tempo sprzedaży (dynamiki powyżej przyrostu powierzchni handlowej), co odbieramy pozytywnie. Z drugiej strony spółka prezentuje spadek marży i uważamy, że ta tendencja może być dalej kontynuowana (presja cenowa na rynku jest cały czas bardzo mocna, a baza wymagająca). W modelu przyjmujemy, że w perspektywie całego roku detalista zwiększy powierzchnię handlową do 36,4 tys. mkw., czyli zgodnie z planami zarządu (oznacza to przyrost ok. 9-10% r/r, najwięcej otwarć w 4Q'18). Tym samym sieć powinna się składać z 451 sklepów, w tym 127 w ramach W. Kruk. Spodziewamy się również, że wymagająca sytuacja na rynku pracy będzie negatywnie wpływać na koszty okołosklepowe związane z kosztami wynagrodzeń (uważamy, że po części będzie to offsetowane mniejszymi nakładami na marketing). Podsumowując, estymujemy, że Vistula wypracuje w '18 ok. 781,7 mln PLN przychodów, realizując marżę brutto w wys. 51,7%. Na poziomie EBITDA spodziewamy się, że 87,2 mln PLN (o 6% poniżej bieżącego konsensusu; +11% r/r), z kolei zysk netto powinien wzrosnąć do 51 mln PLN. W przyszłym roku prognozujemy ok. 856 mln PLN sprzedaży, 100 mln PLN EBITDA i 62 mln PLN wyniku netto.

W prezentowanych prognozach nie uwzględniamy wpływu potencjalnej fuzji z Bytomiem (więcej piszemy na s. 19). Samą transakcję uważamy jednak za dobry ruch strategiczny, który pozwoli na stworzenie bardzo dużego gracza na rynku odzieży formalnej. Według naszych szacunków, połączona grupa wypracowałaby w '19 ok. 1,1 mld PLN przychodów, 120-130 mln PLN EBITDA oraz blisko 80 mln PLN zysku netto.

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	517,7	598,6	688,5	781,7	855,5	905,5
EBITDA [mln PLN]	59,4	65,3	78,4	87,2	99,6	106,8
EBIT [mln PLN]	46,9	51,1	62,8	71,1	83,6	90,2
Wynik netto [mln PLN]	28,2	35,2	43,2	51,0	62,1	69,3
P/BV	2,0x	1,8x	1,7x	1,5x	1,4x	1,3x
P/E	31,8x	25,5x	20,8x	17,6x	14,5x	12,9x
EV/EBITDA	16,8x	15,4x	12,7x	11,2x	9,4x	8,6x
EV/EBIT	21,2x	19,6x	15,8x	13,7x	11,2x	10,2x
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,17

REDUKUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 4,48 PLN

17 MAJ 2018, 10:39 CEST

Wycena końcowa [PLN]	4,48
Potencjał do wzrostu / spadku	-10%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	4,95
Kapitalizacja [mln PLN]	896,9
Ilość akcji [mln. szt.]	181,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,28
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,43
Stopa zwrotu za 3 mc	-1,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	+38,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	+40,4%
Akcyonariat (% głosów):	
OFE PZU	17,0%
Ipopema TFI	12,5%
Jerzy Mazgaj (z podmiotami powiązanymi)	11,8%
NN OFE	10,0%
Quercus TFI	8,1%
Colian	7,6%
Pozostali	33,1%

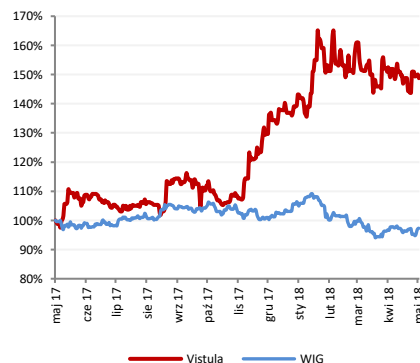
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
WYNIKI 1Q'2018.....	10
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	13
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU.....	17
FUZJA Z BYTOMIEM.....	18
RYNEK E-COMMERCE.....	22
PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE	25
PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH	25
ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE	26
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	27

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Vistuli dokonaliśmy w oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i analizę porównawczą. Metodzie DCF przypisaliśmy 80% wagi, natomiast wycenie porównawczej jedynie 20% (uważamy, że odnoszenie grupy do krajowych detalistów, którzy nie posiadają segmentu jubilerskiego, czy do globalnych podmiotów z obszaru handlu biżuterią, nie jest do końca adekwatne). Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 4,42 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 4,71 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 811,7 mln PLN, czyli **4,48 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	801,4	4,42	-10,7%
B	Wycena porównawcza	853,2	4,71	-4,9%
C = (80%*A + 20%*B)		811,7	4,48	-10%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dotychczasowe odczyty sprzedażowe Vistuli mają dwa oblicza. Grupa utrzymuje dwucyfrowe tempo sprzedaży (dynamiki powyżej przyrostu powierzchni handlowej), co odbieramy pozytywnie. Z drugiej strony spółka prezentuje spadek marży i uważamy, że ta tendencja może być dalej kontynuowana (presja cenowa na rynku jest cały czas bardzo mocna, a baza wymagająca). W modelu przyjmujemy, że w perspektywie całego roku detalista zwiększy powierzchnię handlową do 36,4 tys. mkw., czyli zgodnie z planami zarządu (oznacza to przyrost ok. 9-10% r/r, najwięcej otwarć w 4Q'18). Tym samym sieć powinna się składać z 451 sklepów, w tym 127 w ramach W. Kruk. Spodziewamy się również, że wymagająca sytuacja na rynku pracy będzie negatywnie wpływać na koszty okołosklepowe związane z kosztami wynagrodzeń (uważamy, że po części będzie to offsetowane mniejszymi nakładami na marketing). Podsumowując, estymujemy, że Vistula wypracuje w '18 ok. 781,7 mln PLN przychodów, realizując marżę brutto w wys. 51,7%. Na poziomie EBITDA spodziewamy się, że 87,2 mln PLN (o 6% poniżej bieżącego konsensusu; +11% r/r), z kolei zysk netto powinien wzrosnąć do 51 mln PLN. W przyszłym roku prognozujemy ok. 856 mln PLN sprzedaży, 100 mln PLN EBITDA i 62 mln PLN wyniku netto.

W prezentowanych prognozach nie uwzględniamy wpływu potencjalnej fuzji z Bytomiem (więcej piszemy na s. 19). Samą transakcję uważamy jednak za dobry ruch strategiczny, który pozwoli na stworzenie bardzo dużego gracza na rynku odzieży formalnej. Według naszych szacunków, połączona grupa wypracowałaby w '19 ok. 1,1 mld PLN przychodów, 120-130 mln PLN EBITDA oraz blisko 80 mln PLN zysku netto.

W krótkim terminie zauważamy kilka czynników, które mogą spowodować schłodzenie sentymentu do walerów grupy. Dostrzegamy utrzymującą się presję na rynku odzieży formalnej i jej negatywny wpływ na realizowane marże. Dlatego też w połączeniu z zakazem handlu w niedziele oraz wymagającym rynkiem pracy, dynamiki wyników mogą spowolnić (jednocyfrowy przyrost w 2Q'18; nasze prognozy są w ujęciu całorocznym nieco poniżej konsensusu - o 6% w odniesieniu do EBITDA'18). W długim terminie dla Vistuli istotne jest połączenie z Bytomiem, które w naszej ocenie przełoży się na długofalowy wzrost wartości dla akcjonariuszy. Zwracamy tu uwagę na utrzymującą się różnicę między parytetem z wyceny Deloitte a parytetem rynkowym – obecnie akcje Bytomia są notowane poniżej wyznaczonego poziomu, jednak w naszej ocenie poprawa wyników w Bytomiu w '18 (oraz w ujęciu 2019/17) będzie znacznie szybsza niż w przypadku Vistuli. Mając na względzie wymienione czynniki przy bieżącym kursie decydujemy się na wydanie zalecenia Redukuj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 4,48 PLN/walor.

WYCENA DCF

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

Główne założenia modelu:

- Spodziewamy się, że spółka wykorzysta utrzymujące się pozytywne otoczenia i podtrzyma obecne dodatnie odczyty dla sprzedaży z mkw. w nadchodzących kwartałach. Estymujemy, że w '18 grupa wypracuje 782 mln PLN przychodów oraz 87 mln PLN EBITDA. W '19 liczymy na dalszą poprawę wyników i wygenerowanie obrotów na poziomie 855 mln PLN i niemal 100 mln PLN EBITDA.
- Zakładamy, że w latach 2018-19 Vistula otworzy łącznie ponad 60 sklepów, co pozwoli na wzrost powierzchni sieci do ponad 38 tys. mkw. w roku 2019. W perspektywie kolejnych lat zakładamy w modelu stopniowe spowalnianie ekspansji, a także skupienie się na efektywności istniejących placówek.

Założenia dla rozwoju sieci

	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Część odzieżowa					
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	22,2	24,6	26,8	28,0	28,6
Liczba sklepów	262	295	324	339	347
Część jubilerska					
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	8,3	8,7	9,6	10,2	10,7
Liczba sklepów	104	115	127	136	142

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

Założenia dla sprzedaży z mkw.

	2017	2018P	2019P	2020P	>2020P
Część odzieżowa	5,2%	3,3%	1,6%	1,3%	1,2%
Część jubilerska	6,2%	5,8%	2,5%	1,7%	1,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Spodziewamy się, że w latach 2018-19 Vistula nie wypłaci dywidendy. Oczekujemy jednak, że po zakończeniu silnej ekspansji sieci w zarząd będzie rekomendował podział zysku z akcjonariuszami (o ile nie będą miały miejsca akwizycje).
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Wpływ zmiany kursów walutowych i cen surowców na wyniki segmentu przedstawiliśmy w tabelach na s. 15.
- W modelu przyjmujemy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19%.
- Z uwagi na dwa silne segmenty działalności oraz potencjał akwizycyjny, w wycenie DCF przyjęliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2027 roku na poziomie 2,0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2027 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 181,2 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 17.05.2018 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Vistula na poziomie 801,4 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 4,42 PLN.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	781,7	855,5	905,5	938,9	961,4	976,3	988,5	1000,7	1013,1	1025,7
EBIT [mln PLN]	71,1	83,6	90,2	92,7	94,4	95,2	96,0	96,9	97,8	98,7
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	13,8	15,9	17,1	17,6	17,9	18,1	18,2	18,4	18,6	18,8
NOPLAT [mln PLN]	57,3	67,7	73,1	75,1	76,4	77,1	77,7	78,5	79,2	80,0
Amortyzacja [mln PLN]	16,1	16,0	16,6	16,8	17,1	17,1	17,0	16,9	16,8	16,8
CAPEX [mln PLN]	-20,3	-20,7	-20,0	-18,9	-17,4	-15,8	-16,0	-16,2	-16,4	-16,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-24,2	-21,3	-15,9	-10,6	-7,2	-4,7	-3,9	-3,9	-4,0	-4,0
FCF [mln PLN]	29,0	41,7	53,8	62,3	68,9	73,7	74,9	75,3	75,7	76,2
DFCF [mln PLN]	27,6	36,6	43,4	46,4	47,1	46,4	43,3	40,0	36,9	34,1
Suma DFCF [mln PLN]	401,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1111,0				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%					
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	497,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	899,3									
Dług netto [mln PLN]	98,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	801,4									
Ilość akcji [mln szt.]	181,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	4,42									

Przychody zmiana r/r	13,5%	9,4%	5,8%	3,7%	2,4%	1,5%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
EBIT zmiana r/r	13,2%	17,5%	8,0%	2,7%	1,8%	0,9%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%
FCF zmiana r/r	1482,1%	43,7%	28,9%	16,0%	10,5%	7,0%	1,6%	0,5%	0,6%	0,6%
Marża EBITDA	11,2%	11,6%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,4%	11,4%	11,3%	11,3%
Marża EBIT	9,1%	9,8%	10,0%	9,9%	9,8%	9,8%	9,7%	9,7%	9,7%	9,6%
Marża NOPLAT	7,3%	7,9%	8,1%	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%
CAPEX / Przychody	2,6%	2,4%	2,2%	2,0%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	125,9%	129,1%	120,6%	112,4%	102,2%	92,3%	94,0%	95,8%	97,3%	98,8%
Zmiana KO / Przychody	-3,1%	-2,5%	-1,8%	-1,1%	-0,7%	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-25,9%	-28,9%	-31,8%	-31,8%	-31,8%	-31,8%	-31,8%	-31,8%	-31,8%	-31,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
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	85,4%	87,9%	89,7%	91,3%	92,8%	94,3%	95,7%	97,1%	98,5%	99,4%
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	14,6%	12,1%	10,3%	8,7%	7,2%	5,7%	4,3%	2,9%	1,5%	0,6%
WACC	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	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								
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
beta	0,7	4,67	4,89	5,14	5,44	5,20	6,20	6,72	7,36	8,18
	0,8	4,33	4,52	4,73	4,97	5,26	5,59	6,00	6,49	7,11
	0,9	4,03	4,19	4,37	4,57	4,81	5,08	5,41	5,80	6,27
	1,0	3,77	3,90	4,05	4,23	4,42	4,65	4,91	5,23	5,60
	1,1	3,53	3,65	3,78	3,92	4,09	4,28	4,50	4,75	5,05
	1,2	3,32	3,42	3,53	3,66	3,80	3,96	4,14	4,35	4,60
	1,3	3,12	3,21	3,31	3,42	3,54	3,67	3,83	4,00	4,21

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
premia za ryzyko	3,00%	5,06	5,32	5,63	5,99	6,42	6,95	7,62	8,47	9,61
	4,00%	4,33	4,52	4,73	4,97	5,26	5,59	6,00	6,49	7,11
	5,00%	3,77	3,90	4,05	4,23	4,42	4,65	4,91	5,23	5,60
	6,00%	3,32	3,42	3,53	3,66	3,80	3,96	4,14	4,35	4,60
	7,00%	2,95	3,03	3,11	3,21	3,31	3,43	3,56	3,71	3,88
	8,00%	2,64	2,70	2,77	2,84	2,92	3,01	3,10	3,21	3,33
	9,00%	2,38	2,43	2,48	2,54	2,60	2,67	2,74	2,82	2,91

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,00%	7,95	7,37	6,87	6,42	6,03	5,67	5,36	5,07	4,81
	4,00%	6,71	6,15	5,67	5,26	4,89	4,57	4,28	4,03	3,80
	5,00%	5,79	5,26	4,81	4,42	4,09	3,80	3,54	3,31	3,10
	6,00%	5,07	4,57	4,15	3,80	3,49	3,22	2,99	2,78	2,60
	7,00%	4,50	4,03	3,64	3,31	3,03	2,78	2,57	2,38	2,22
	8,00%	4,03	3,59	3,22	2,92	2,66	2,43	2,24	2,07	1,91
	9,00%	3,64	3,22	2,88	2,60	2,36	2,15	1,97	1,81	1,67

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wyceny Vistuli metodą wskaźnikową dokonaliśmy w oparciu o mnożnik EV/EBITDA dla roku 2018. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny poziom EV/EBITDA dla obu segmentów (dla części odzieżowej 8,0x, a dla obszaru jubilerskiego 11,0x). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 853,2 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje 4,71 PLN/walor (segment jubilerski szacujemy na 3,07 PLN/akcję, a część odzieżową na 1,64 PLN/akcję).

Podsumowanie wyceny porównawczej

		mln PLN	PLN
A	Część odzieżowa	297,0	1,64
B	Część jubilerska	556,1	3,07
C = A + B Wycena porównawcza		853,2	4,71

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analiza wrażliwości w wycenie mnożnikowej segmentów

Część odzieżowa								
Mnożnik	6,5x	7,0x	7,5x	8,0x	8,5x	9,0x	9,5x	
Cena docelowa [PLN/akcję]	1,29	1,41	1,52	1,64	1,75	1,87	1,98	
Część jubilerska								
Mnożnik	9,5x	10,0x	10,5x	11,0x	11,5x	12,0x	12,5x	
Cena docelowa [PLN/akcję]	2,63	2,78	2,92	3,07	3,21	3,36	3,51	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza spółek odzieżowych

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Bytom	13,5	12,3	11,1	8,4	7,4	6,6	11,1	9,9	8,2
Wojas	17,5	15,0	13,2	7,4	6,7	6,3	15,6	12,9	11,7
Monnari	8,9	8,3	10,3	3,3	2,4	3,3	3,9	2,9	4,0
LPP	30,3	26,5	22,6	16,2	14,0	12,1	23,3	19,9	17,6
CCC	27,6	21,5	17,4	18,1	14,1	11,6	21,5	16,3	13,9
Mediana	17,5	15,0	13,2	8,4	7,4	6,6	15,6	12,9	11,7
Vistula (grupa)	17,6	14,5	12,9	11,2	9,4	8,6	13,7	11,2	10,2
Premia/dyskonto	0,4%	-3,4%	-1,9%	32,5%	27,0%	29,5%	-12,3%	-12,7%	-13,1%

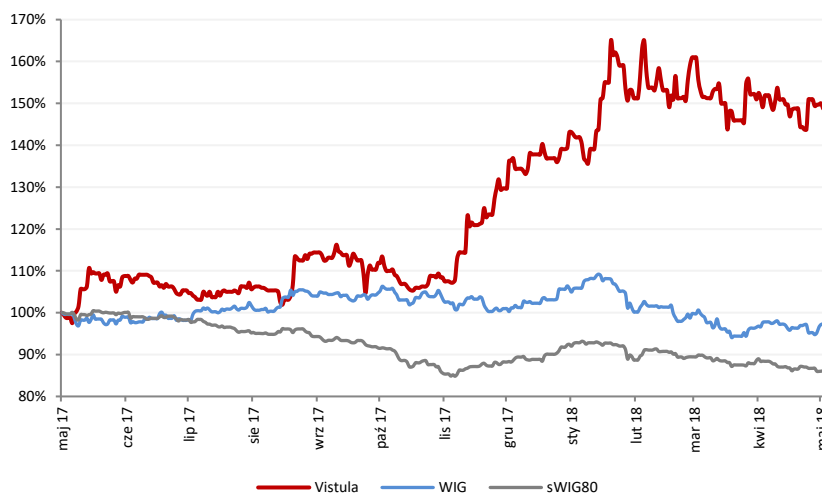
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza spółek jubilerskiej

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Pandora	12,5	11,7	10,9	9,5	8,6	8,0	10,5	9,7	8,9
Tiffany	23,5	21,2	19,3	12,3	11,4	10,3	15,2	14,1	12,3
Signet Jewelers	9,5	10,7	8,7	5,2	5,0	3,9	9,2	7,9	5,6
Louis Vuitton	25,9	23,7	21,9	13,5	12,3	11,2	16,6	15,0	13,6
Hermes	47,6	43,7	40,2	26,2	24,1	21,7	29,5	27,1	24,7
Mediana	23,5	21,2	19,3	12,3	11,4	10,3	15,2	14,1	12,3
Vistula (grupa)	17,6	14,5	12,9	11,2	9,4	8,6	13,7	11,2	10,2
Premia/dyskonto	-25,1%	-31,9%	-32,9%	-9,0%	-17,6%	-16,4%	-10,0%	-20,4%	-17,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

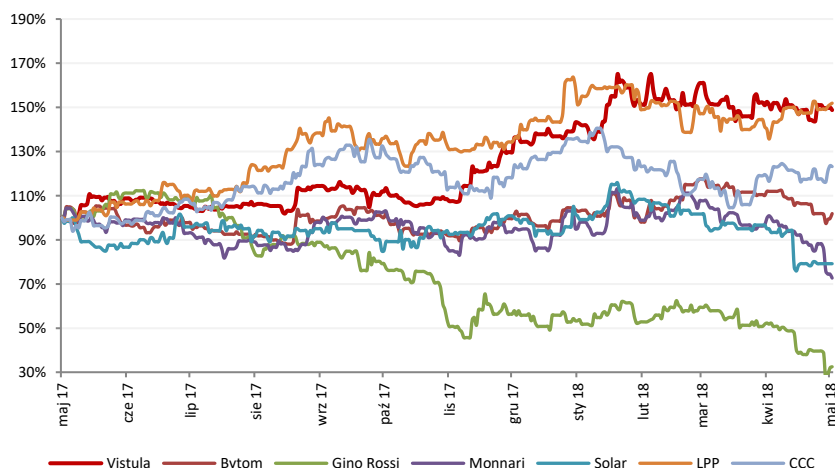
Zachowanie kursu na tle WIG



W ostatnich miesiącach kurs Vistuli zachowywał się zdecydowanie lepiej od WIG oraz sWIG80. Na przestrzeni roku walory odzieżowej grupy zyskały 49%, podczas gdy indeks szerokiego rynku stracił 3%.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

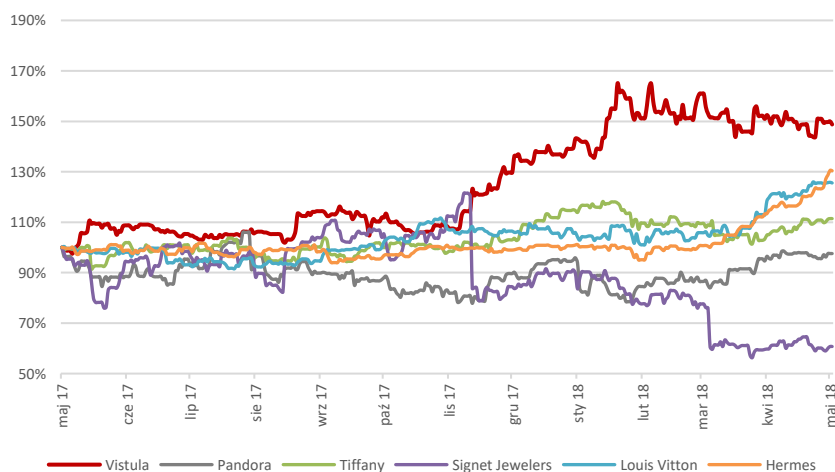
Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu na tle podmiotów z branży jubilerskiej



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

■ **Podatek od sieci wielkopowierzchniowych**

Jednym z postulatów wyborczych PiS było wprowadzenie podatku od sklepów, który pierwotnie miał być oparty o kryterium powierzchniowe (daniną miały być objęte sklepy o powierzchni przekraczającej 250 mkw., stawka podatkowa miała wynosić 2%). Następny projekt ustawy zakładał jednak, że podatek będzie dotyczył wszystkie podmioty, które przekroczą miesięczny obrót w wys. 1,5 mln PLN. Ostatecznie przyjęto koncepcję z kwotą wolną od podatku w wys. 17 mln PLN/miesięcznie. Zwracamy uwagę, że Komisja Europejska zgłosiła szereg zastrzeżeń do założeń daniny i nakazała wstrzymanie jej egzekwowania (zawieszony co najmniej do 1 stycznia 2019 roku). Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 25.

■ **Konkurencja rynkowa**

Rynek, na którym działa spółka, jest mocno konkurencyjny i cechuje się rozdrobnieniem branży. Z jednej strony mamy do czynienia z polskimi graczami (Bytom, Próchnik) i światowymi brandami, a z drugiej funkcjonuje duże grono małych podmiotów (Lancerto, Lavard, Giacomo Conti). Dodatkowo, bariery wejścia na rynek są dość niskie, co powoduje, że w dłuższej perspektywie Vistula może być zmuszony do zwiększenia nakładów na marketing i promocję. Zwracamy uwagę, że w ostatnim czasie większość podmiotów wprowadziła agresywne promocje, które w naszej ocenie będą kontynuowane w kolejnych kwartałach i mogą stanowić zagrożenie dla wyników. Dużo mniejsza konkurencja panuje w obszarze jubilerskim. Na krajowym rynku działa 3 dużych graczy: W.Kruk, Apart oraz Yes, a sama branża cechuje się znacznie trudniejszymi do pokonania barierami wejścia (kwestia dostaw, wysokie nakłady na sklepy).

■ **Zakaz handlu w niedzielę**

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 26. Uważamy, że Vistula jest znacznie mniej narażona na wpływ zakazu niż inne podmioty z branży (w naszej ocenie produkty sprzedawane przez grupę nie podlegają tak mocnemu działaniu impulsowemu).

■ **Ryzyko nietrafionej kolekcji**

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

■ **Ryzyko kursowe**

Spółka jest narażona na negatywne zmiany kursów walutowych. Po pierwsze może się to objawiać w negatywnych różnicach kursowych – Vistula kupuje część ubrań w Chinach (rozliczenie w USD), i Europie (EUR). Dodatkowo część zakupów jubilerskich (m.in. zegarki) jest wyrażona w CHF. Umocnienie tych walut względem PLN będzie skutkowało presją na pierwszą marżę i ujemnym saldem finansowym. Ponadto umowy najmu są denominowane w EUR, co oznacza, że w przypadku osłabienia PLN, spółka będzie zmuszona płacić znacznie więcej za czynsze w galeriach handlowych. Wpływ zmiany kursów walutowych i cen surowców na wyniki segmentu przedstawiliśmy w tabelach na s. 15.

■ **Sezonowość wyników**

Branża odzieżowa cechuje się znaczną sezonowością, ze szczególnym wskazaniem na 4 kwartał (w przypadku spółki jest to szczególnie widoczne w marce W.Kruk i koncentracji obrotów w grudniu). W przypadku niekorzystnej aury w sezonie jesiennym lub zimowym może dojść do zwiększenia zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz do wypracowania niższych wyników finansowych (spadek przychodów, obniżenie marż z powodu wyprzedaży).

■ **Ryzyko rozbudowy sieci**

Od kilku kwartałów spółka stabilnie rozbudowuje sieć sklepów stacjonarnych (na koniec 4Q'17 Vistula posiadała ok. 410 placówek o łącznej powierzchni 33,3 tys. mkw.). Istnieje ryzyko, że lokalizacje nowych sklepów okażą się błędne, co będzie widoczne w spadku odwiedzalności oraz średnim paragonie.

WYNIKI 1Q'2018

Vistula wypracowała w 1Q'18 ok. 160,6 mln PLN przychodów, realizując jednocześnie 48,5% marży brutto (spadek głównie w segmencie odzieżowym). EBITDA grupy wyniosła 6,1 mln PLN (+27% r/r). Na poziomie netto zysk był bliski 0,1 mln PLN (vs 0,8 mln PLN straty przed rokiem). Cash flow operacyjny wyniósł -23,4 mln PLN (podobnie r/r), natomiast wskaźnik dług netto/EBITDA ukształtował się w wys. 1,6x.

W ujęciu segmentowym, część odzieżowa wygenerowała 99 mln PLN obrotów, czyli o 17% więcej niż przed rokiem. Rentowność brutto zmniejszyła się do 46,8% (-2,1 p.p. r/r; słabość marki Vistula związana z konkurencją na rynku). Strata EBIT utrzymała się na zbliżonym poziomie (-0,8 mln PLN). Na koniec 1Q'18 sieć liczyła 299 sklepów o łącznej powierzchni 24,8 tys. mkw., z czego na franczyzę przypadało 6,4 tys. mkw. Segment jubilerski osiągnął 61,9 mln PLN przychodów oraz 51,1% marży brutto. EBIT wzrósł do 3,2 mln PLN. Na koniec marca W. Kruk prowadziło sieć złożoną ze 117 punktów o powierzchni handlowej 8,8 tys. mkw.

Wyniki Vistuli za 1Q'18 [mln PLN]

	1Q'17	1Q'18	zmiana r/r	1Q'18P BDM	zmiana r/r	1Q'18kons.	zmiana r/r
Przychody	136,2	160,6	17,9%	160,5	0,0%	160,6	0,0%
Wynik brutto na sprzedaży	68,0	77,8	14,4%	79,2	-1,8%	-	-
EBITDA	4,8	6,1	27,1%	9,8	-37,9%	6,8	-10,5%
EBIT	1,0	1,9	97,4%	6,0	-67,8%	2,8	-31,0%
Zysk brutto	-0,4	0,4	-	4,7	-91,1%	-	-
Zysk netto	-0,8	0,1	-	3,8	-97,1%	1,0	-88,9%
Marża brutto ze sprzedaży	49,9%	48,5%		49,3%		-	
Marża EBITDA	3,5%	3,8%		6,1%		4,2%	
Marża EBIT	0,7%	1,2%		3,7%		1,7%	
Marża zysku netto	-	0,1%		2,4%		0,6%	

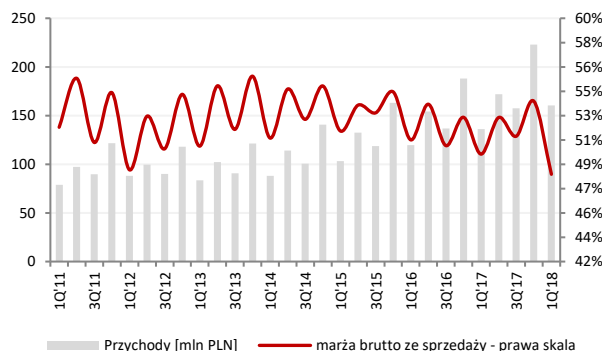
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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	4Q'17	1Q'18
Segment odzieżowy													
Przychody	64,0	83,2	71,2	92,0	70,7	99,0	82,1	111,0	84,4	108,8	96,0	128,1	98,7
Wynik brutto ze sprzedaży	32,5	46,2	38,1	48,9	36,0	53,7	41,8	57,1	41,3	57,2	48,2	67,5	46,2
EBIT	-1,3	12,1	3,1	11,0	-1,1	11,4	2,1	11,7	-0,8	12,9	3,0	14,0	-0,8
marża brutto ze sprzedaży	50,8%	55,5%	53,5%	53,2%	50,9%	54,3%	51,0%	51,4%	48,9%	52,5%	50,2%	52,7%	46,8%
marża EBIT	-	14,6%	4,3%	11,9%	-	11,5%	2,6%	10,5%	-	11,9%	3,1%	10,9%	-
Przychód/mkw [tys. PLN]	3,33	4,30	3,65	4,57	3,46	4,83	3,92	5,13	3,78	4,76	4,09	5,30	4,00
zmiana r/r	13,2%	10,6%	8,9%	8,9%	3,9%	12,3%	7,3%	12,3%	9,0%	-1,4%	4,5%	3,4%	5,8%
Liczba sklepów	206	206	210	228	230	242	247	262	265	274	281	295	299
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	19,4	19,3	19,7	20,6	20,2	20,8	21,1	22,2	22,5	23,2	23,7	24,6	24,8
Segment jubilerski													
Przychody	39,3	49,3	47,6	71,1	48,8	55,3	54,6	77,1	51,8	63,1	61,4	95,0	61,9
Wynik brutto ze sprzedaży	20,8	24,8	24,9	40,1	25,0	29,1	27,3	42,0	26,7	33,4	32,5	52,7	31,6
EBIT	2,4	9,9	3,6	12,8	2,9	6,3	4,4	13,3	2,1	7,8	6,6	17,5	3,2
marża brutto ze sprzedaży	53,1%	50,3%	52,3%	56,3%	51,1%	52,5%	50,0%	54,5%	51,6%	52,9%	52,9%	55,5%	51,1%
marża EBIT	6,1%	20,1%	7,6%	18,1%	6,0%	11,3%	8,1%	17,3%	4,1%	12,4%	10,8%	18,4%	5,2%
Przychód/mkw [tys. PLN]	5,65	7,15	6,85	9,88	6,55	7,23	7,00	9,58	6,35	7,84	7,53	11,24	7,07
zmiana r/r	16,1%	20,1%	26,9%	13,4%	16,0%	1,1%	2,2%	-3,0%	-3,1%	8,5%	7,7%	17,3%	11,3%
Liczba sklepów	84	83	84	92	92	96	96	104	104	105	108	115	117
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	6,9	6,9	7,0	7,4	7,5	7,8	7,8	8,3	8,0	8,1	8,2	8,7	8,8

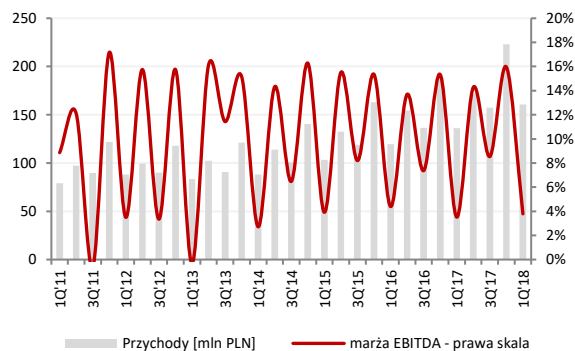
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



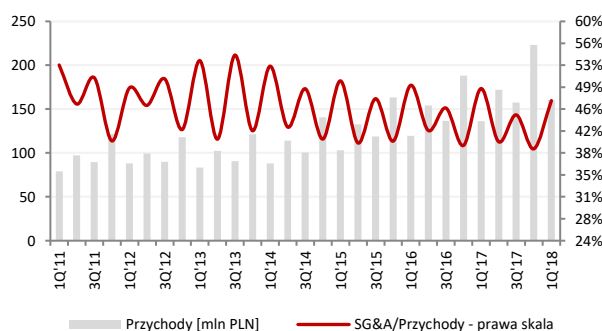
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża EBITDA



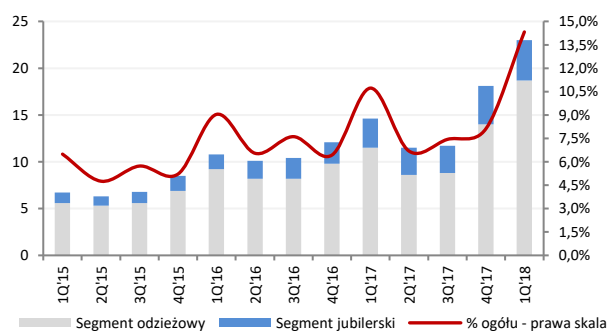
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody [mln PLN]



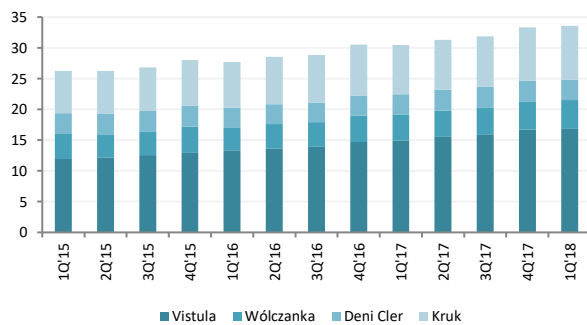
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sprzedaż e-commerce wg marek



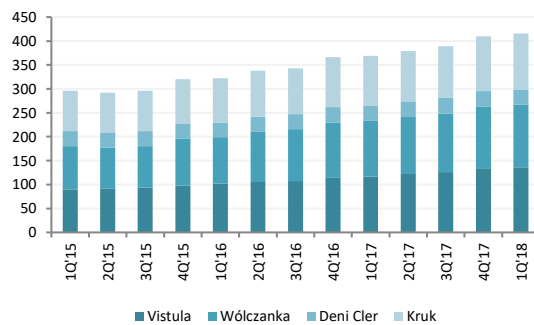
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Powierzchnia sieci [tys. mkw.]



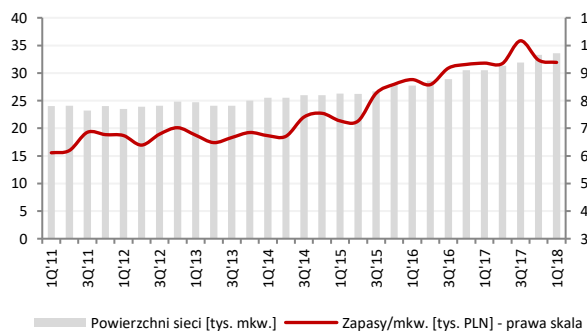
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Liczba sklepów wg marek



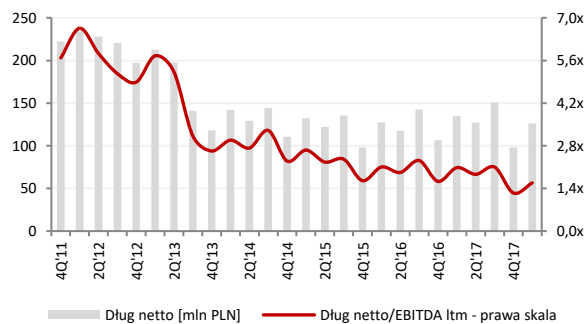
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Zapasy na mkw.



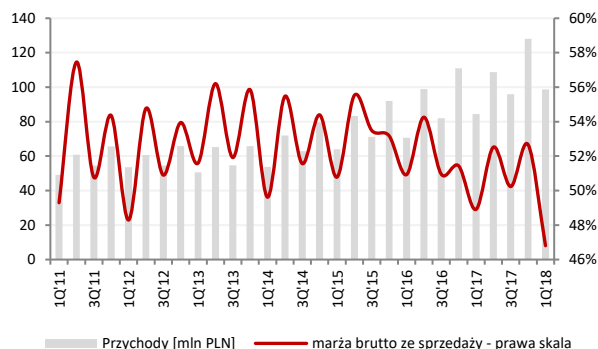
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dług netto/EBITDA ltm



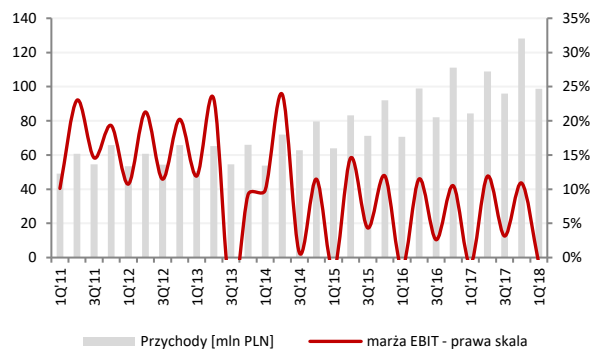
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie odzieżowym



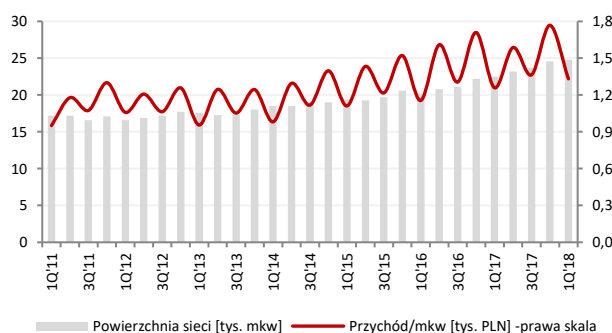
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża EBIT w segmencie odzieżowym



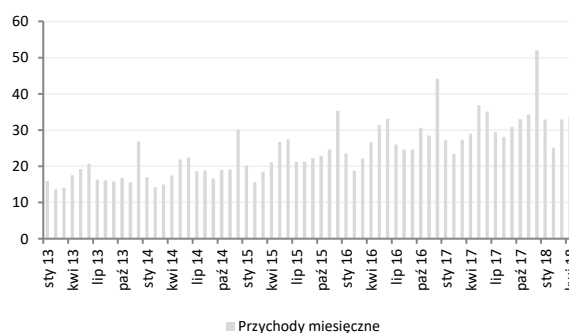
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychód z mkw.



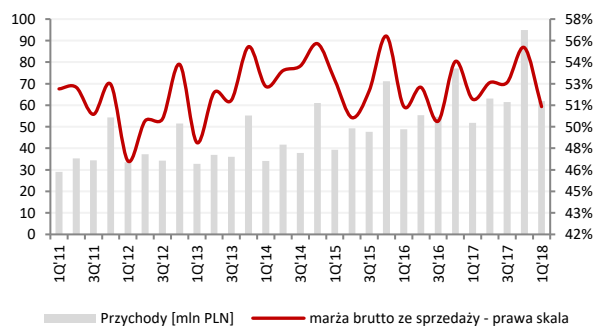
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody miesięczne w części odzieżowej



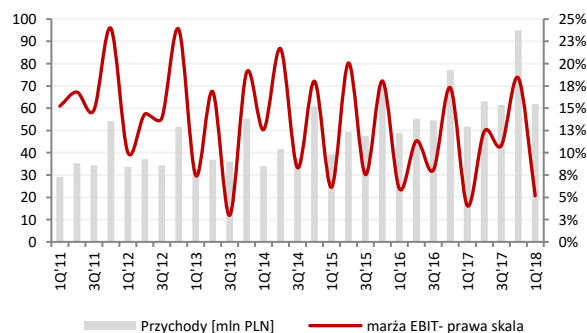
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie jubilerskim



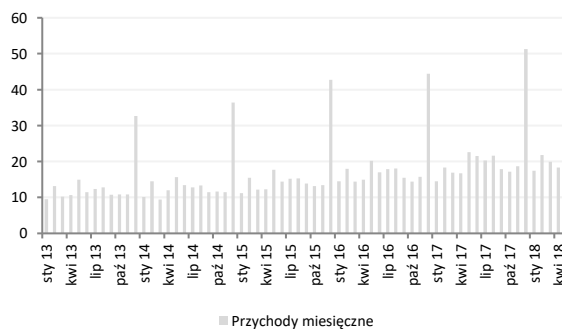
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża EBIT w segmencie jubilerskim



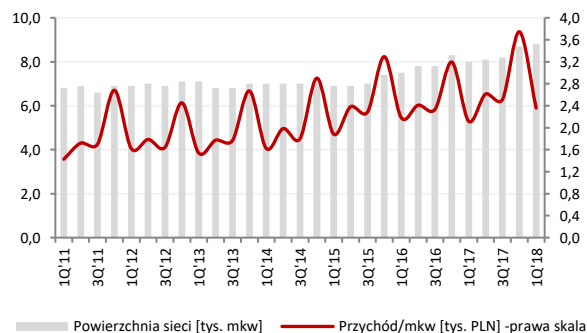
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody miesięczne w części jubilerskiej



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sprzedaż z mkw. sieci W.Kruk



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Dotychczasowe odczyty sprzedażowe Vistuli mają dwa oblicza. Grupa utrzymuje dwucyfrowe tempo sprzedaży (dynamiki powyżej przyrostu powierzchni handlowej), co odbieramy pozytywnie. Z drugiej strony spółka prezentuje spadek marży i uważamy, że ta tendencja może być dalej kontynuowana (presja cenowa na rynku jest cały czas bardzo mocna, a baza wymagająca). W modelu przyjmujemy, że w perspektywie całego roku detalista zwiększy powierzchnię handlową do 36,4 tys. mkw., czyli zgodnie z planami zarządu (oznacza to przyrost ok. 9-10% r/r, najwięcej otwarć w 4Q'18). Tym samym sieć powinna się składać z 451 sklepów, w tym 127 w ramach W. Kruk. Spodziewamy się również, że wymagająca sytuacja na rynku pracy będzie negatywnie wpływać na koszty okołosklepowe związane z kosztami wynagrodzeń (uważamy, że po części będzie to offsetowane mniejszymi nakładami na marketing). Podsumowując, estymujemy, że Vistula wypracuje w '18 ok. 781,7 mln PLN przychodów, realizując marżę brutto w wys. 51,7%. Na poziomie EBITDA spodziewamy się, że 87,2 mln PLN (o 6% poniżej bieżącego konsensusu; +11% r/r), z kolei zysk netto powinien wzrosnąć do 51 mln PLN. W przyszłym roku prognozujemy ok. 856 mln PLN sprzedaży, 100 mln PLN EBITDA i 62 mln PLN wyniku netto.

W prezentowanych prognozach nie uwzględniamy wpływu potencjalnej fuzji z Bytomiem (więcej piszemy na s. 19). Samą transakcję uważamy jednak za dobry ruch strategiczny, który pozwoli na stworzenie bardzo dużego gracza na rynku odzieży formalnej. Według naszych szacunków, połączona grupa wypracowałaby w '19 ok. 1,1 mld PLN przychodów, 120-130 mln PLN EBITDA oraz blisko 80 mln PLN zysku netto.

Po okresie szczegółowej prognozy przyjmujemy, że spółka będzie stopniowo wygaszać tempo rozbudowy sieci i skupi się na jej efektywności. W długim terminie spodziewamy się utrzymania marży brutto w przedziale 51-52% oraz rentowności EBITDA na poziomie ok. 11%. W modelu nie zakładamy akwizycji, jednak zwracamy uwagę, że zarząd Vistuli parokrotnie wskazywał, że interesujące są podmioty funkcjonujące w obszarze formalnej mody damskiej (w ramach grupy działa Deni Cler, jednak jest to niszowa marka). Bazowo spodziewamy się, że spółka zacznie regularnie dzielić się dywidendą od 2020 roku.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	119,5	154,3	136,6	188,2	136,2	171,9	157,4	223,1	160,6	197,8	175,7	247,6	598,6	688,5	781,7	855,5	905,5
Wynik brutto ze sprzedaży	60,9	82,8	69,1	99,1	68,0	90,5	80,7	120,2	77,8	103,4	90,3	132,3	311,9	359,4	403,8	443,5	470,1
EBITDA	5,3	21,1	10,1	28,9	4,8	24,5	13,4	35,6	6,1	26,4	15,9	38,8	65,3	78,4	87,2	99,6	106,8
EBIT	1,9	17,7	6,5	25,0	1,0	20,8	9,7	31,4	1,9	22,5	11,9	34,7	51,1	62,8	71,1	83,6	90,2
Wynik brutto	-0,1	15,4	5,2	23,9	-0,4	17,5	8,0	29,8	0,4	19,5	9,9	33,4	44,4	55,0	63,2	76,6	85,6
Wynik netto	-0,1	12,2	4,0	19,1	-0,8	14,0	6,3	23,7	0,1	15,8	8,0	27,1	35,2	43,2	51,0	62,1	69,3
marża brutto ze sprzedaży	51,0%	53,6%	50,6%	52,7%	49,9%	52,7%	51,3%	53,9%	48,5%	52,3%	51,4%	53,5%	52,1%	52,2%	51,7%	51,8%	51,9%
marża EBITDA	4,4%	13,7%	7,4%	15,3%	3,5%	14,3%	8,5%	16,0%	3,8%	13,4%	9,1%	15,7%	10,9%	11,4%	11,2%	11,6%	11,8%
marża EBIT	1,5%	11,5%	4,8%	13,3%	0,7%	12,1%	6,1%	14,1%	1,2%	11,4%	6,8%	14,0%	8,5%	9,1%	9,1%	9,8%	10,0%
marża netto	-	7,9%	2,9%	10,1%	-	8,2%	4,0%	10,6%	0,1%	8,0%	4,6%	10,9%	5,9%	6,3%	6,5%	7,3%	7,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy finansowe dla segmentu odzieżowego

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	70,7	99,0	82,1	111,0	84,4	108,8	96,0	128,1	98,0	125,8	106,4	142,7	362,8	417,3	473,5	512,9	537,0
Wynik brutto ze sprzedaży	36,0	53,7	41,8	57,1	41,3	57,2	48,2	67,5	46,5	65,4	53,7	74,5	188,6	214,1	239,8	260,5	272,1
EBIT	-1,1	11,4	2,1	11,7	-0,8	12,9	3,0	14,0	-0,6	12,9	4,0	14,4	24,2	30,0	30,6	33,2	34,3
marża brutto ze sprzedaży	50,9%	54,3%	51,0%	51,4%	48,9%	52,5%	50,2%	52,7%	47,5%	52,0%	50,5%	52,2%	52,0%	51,3%	50,7%	50,8%	50,7%
marża EBIT	-	11,5%	2,6%	10,5%	-	11,9%	3,1%	10,9%	-	10,3%	3,8%	10,1%	6,7%	7,2%	6,5%	6,5%	6,4%
Przychód/mkw [tys. PLN]	3,46	4,83	3,92	5,13	3,78	4,76	4,09	5,30	3,97	5,05	4,19	5,44	16,95	17,83	18,42	18,72	18,96
zmiana r/r	3,9%	12,3%	7,3%	12,3%	9,0%	-1,4%	4,5%	3,4%	5,1%	6,0%	2,5%	2,5%	8,1%	5,2%	3,3%	1,6%	1,3%
Liczba sklepów	230	242	247	262	265	274	281	295	297	302	310	324	262	295	324	339	347
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	20,2	20,8	21,1	22,2	22,5	23,2	23,7	24,6	24,8	25,0	25,7	26,8	22,2	24,6	26,8	28,0	28,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy finansowe dla segmentu jubilerskiego

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	48,8	55,3	54,6	77,1	51,8	63,1	61,4	95,0	61,9	72,0	69,4	104,9	235,8	271,2	308,1	342,6	368,4
Wynik brutto ze sprzedaży	25,0	29,1	27,3	42,0	26,7	33,4	32,5	52,7	31,6	38,0	36,6	57,8	123,3	145,3	164,0	183,0	198,1
EBIT	2,9	6,3	4,4	13,3	2,1	7,8	6,6	17,5	3,2	9,9	8,3	20,9	26,9	34,3	42,3	50,3	55,9
marża brutto ze sprzedaży	51,1%	52,5%	50,0%	54,5%	51,6%	52,9%	52,9%	55,5%	51,1%	52,8%	52,7%	55,1%	52,3%	53,6%	53,2%	53,4%	53,8%
marża EBIT	6,0%	11,3%	8,1%	17,3%	4,1%	12,4%	10,8%	18,4%	5,2%	13,8%	12,0%	19,9%	11,4%	12,7%	13,7%	14,7%	15,2%
Przychód/mkw [tys. PLN]	6,55	7,23	7,00	9,58	6,35	7,84	7,53	11,24	7,07	8,11	7,68	11,24	30,04	31,91	33,75	34,59	35,18
zmiana r/r	16,0%	1,1%	2,2%	-3,0%	-3,1%	8,5%	7,7%	17,3%	11,3%	3,5%	2,0%	0,0%	4,3%	6,2%	5,8%	2,5%	1,7%
Liczba sklepów	92	96	96	104	104	105	108	115	117	119	121	127	104	115	127	136	142
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	7,5	7,8	7,8	8,3	8,0	8,1	8,2	8,7	8,8	9,0	9,1	9,6	8,3	8,7	9,6	10,2	10,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy na lata 2018-2027

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	517,7	598,6	688,5	781,7	855,5	905,5	938,9	961,4	976,3	988,5	1000,7	1013,1	1025,7
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	276,3	311,9	359,4	403,8	443,5	470,1	486,5	497,8	505,1	511,2	517,3	523,5	529,8
EBITDA [mln PLN]	59,4	65,3	78,4	87,2	99,6	106,8	109,5	111,4	112,3	112,9	113,8	114,6	115,5
EBIT [mln PLN]	46,9	51,1	62,8	71,1	83,6	90,2	92,7	94,4	95,2	96,0	96,9	97,8	98,7
Wynik netto [mln PLN]	28,2	35,2	43,2	51,0	62,1	69,3	71,8	73,1	73,7	74,9	76,0	77,1	78,1
marża brutto ze sprzedaży	53,4%	52,1%	52,2%	51,7%	51,8%	51,9%	51,8%	51,8%	51,7%	51,7%	51,7%	51,7%	51,6%
marża EBITDA	11,5%	10,9%	11,4%	11,2%	11,6%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,4%	11,4%	11,3%	11,3%
marża EBIT	9,1%	8,5%	9,1%	9,1%	9,8%	10,0%	9,9%	9,8%	9,8%	9,7%	9,7%	9,7%	9,6%
marża netto	5,5%	5,9%	6,3%	6,5%	7,3%	7,7%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Segment odzieżowy	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	310,4	362,8	417,3	473,5	512,9	537,0	553,4	565,5	573,9	580,8	587,7	594,8	601,9
Wynik brutto ze sprzedaży	165,7	188,6	214,1	239,8	260,5	272,1	280,3	287,1	292,0	295,4	298,8	302,2	305,7
EBIT	24,9	24,2	30,0	30,6	33,2	34,3	35,1	36,5	37,6	37,9	38,3	38,7	39,1
marża brutto ze sprzedaży	53,4%	52,0%	51,3%	50,7%	50,8%	50,7%	50,6%	50,8%	50,9%	50,9%	50,8%	50,8%	50,8%
marża EBIT	8,0%	6,7%	7,2%	6,5%	6,5%	6,4%	6,3%	6,4%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Powierzchnia sieci EoP [tys. mkw.]	20,6	22,2	24,6	26,8	28,0	28,6	29,0	29,2	29,2	29,2	29,2	29,2	29,2
Liczba sklepów	228	262	295	324	339	347	352	354	354	354	354	354	354
śr. wielkość sklepu [mkw]	90,4	84,7	83,4	82,7	82,6	82,5	82,5	82,5	82,5	82,5	82,5	82,5	82,5
Przychód/sklep [mln PLN]	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7
Przychód/mkw [tys. PLN/m-c]	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7
Segment jubilerski	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	207,3	235,8	271,2	308,1	342,6	368,4	385,4	395,9	402,5	407,7	413,0	418,4	423,8
Wynik brutto ze sprzedaży	110,6	123,3	145,3	164,0	183,0	198,1	206,2	210,7	213,1	215,8	218,5	221,3	224,1
EBIT	24,2	26,9	34,3	42,3	50,3	55,9	57,6	57,9	57,6	58,1	58,6	59,1	59,6
marża brutto ze sprzedaży	53,3%	52,3%	53,6%	53,2%	53,4%	53,8%	53,5%	53,2%	53,0%	52,9%	52,9%	52,9%	52,9%
marża EBIT	11,7%	11,4%	12,7%	13,7%	14,7%	15,2%	14,9%	14,6%	14,3%	14,3%	14,2%	14,1%	14,1%
Powierzchnia sieci EoP [tys. mkw.]	7,4	8,3	8,7	9,6	10,2	10,7	10,9	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Liczba sklepów	92	104	115	127	136	142	145	146	146	146	146	146	146
śr. wielkość sklepu [mkw]	80,4	79,8	75,7	75,3	75,3	75,4	75,4	75,4	75,4	75,4	75,4	75,4	75,4
Przychód/sklep [mln PLN]	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9
Przychód/mkw [tys. PLN/m-c]	2,4	2,5	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analiza wrażliwości zmiany kursów walutowych na wyniki segmentu odzieżowego*

EBIT [mln PLN]	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2018P	2019P	2020P	2021P
-5%	13,6	4,7	15,2	33,7	38,5	39,7	40,5
kurs bazowy	12,9	4,0	14,4	30,6	33,2	34,3	35,1
+5%	12,3	3,3	13,7	27,5	28,2	29,1	29,8
				33,7	38,5	39,7	40,5
Odchylenie [mln PLN]	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2018P	2019P	2020P	2021P
-5%	0,6	0,7	0,7	3,1	5,2	5,3	5,4
kurs bazowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+5%	-0,6	-0,7	-0,7	-3,1	-5,1	-5,2	-5,2

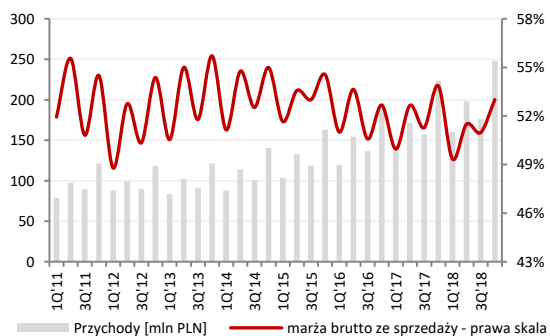
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *pozostałe założenia bez zmian

Analiza wrażliwości zmiany cen surowców na wyniki segmentu jubilerskiego*

EBIT [mln PLN]	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2018P	2019P	2020P	2021P
-5%	10,4	8,8	22,6	45,6	53,8	59,6	61,4
kurs bazowy	9,9	8,3	20,9	42,3	50,3	55,9	57,6
+5%	9,5	8,0	19,1	39,3	47,1	52,5	54,1
Odchylenie [mln PLN]	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2018P	2019P	2020P	2021P
-5%	0,5	0,5	1,7	3,3	3,5	3,7	3,8
kurs bazowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+5%	-0,4	-0,4	-1,7	-3,0	-3,3	-3,4	-3,5

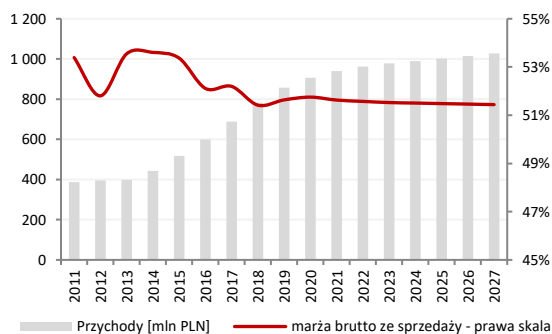
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *pozostałe założenia bez zmian

Marża brutto w ujęciu kwartalnym



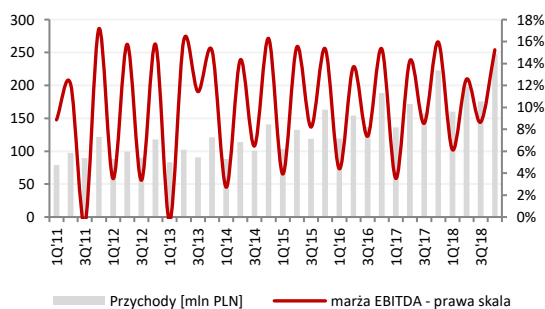
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto w ujęciu rocznym



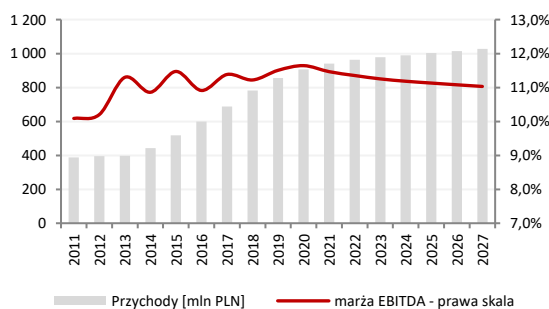
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA w ujęciu kwartalnym



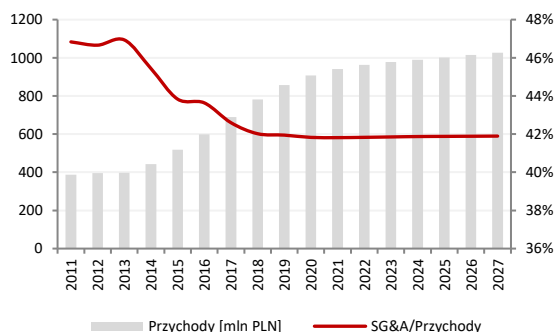
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA w ujęciu rocznym



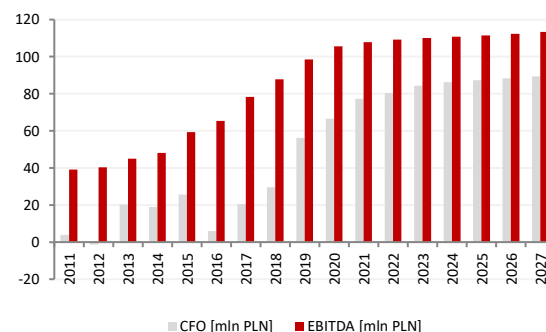
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty SG&A vs przychody



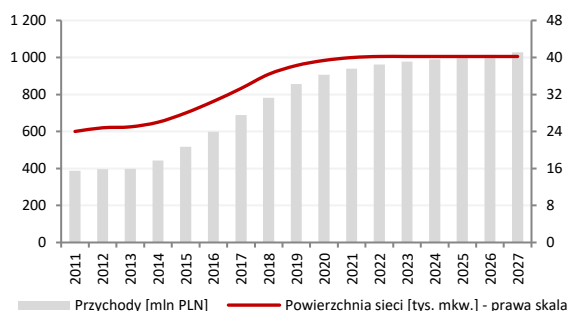
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CFO na tle EBITDA



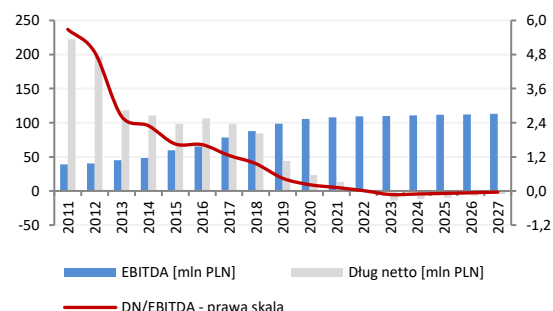
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody skonsolidowane vs powierzchnia sieci



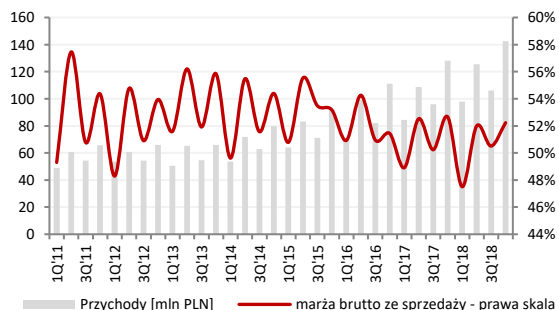
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dług netto na tle EBITDA



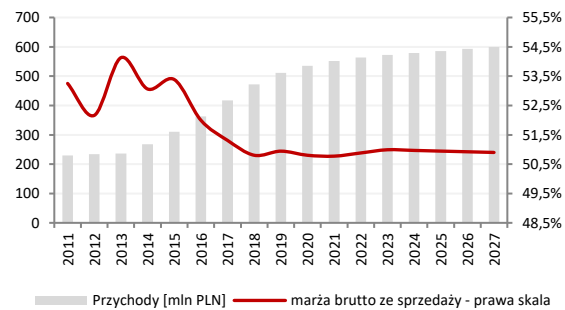
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie odzieżowym - kwartalnie



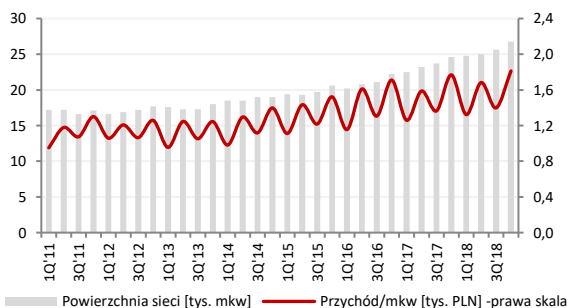
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie odzieżowym – uj. roczne



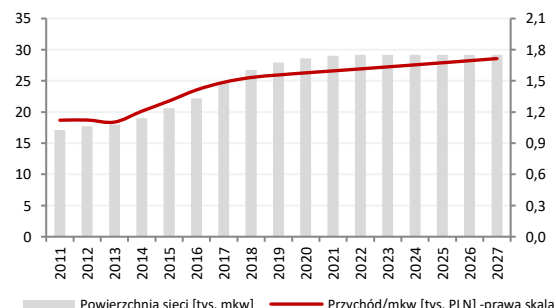
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychód jednostkowy i powierzchnia sieci odzieżowej - kwartalnie



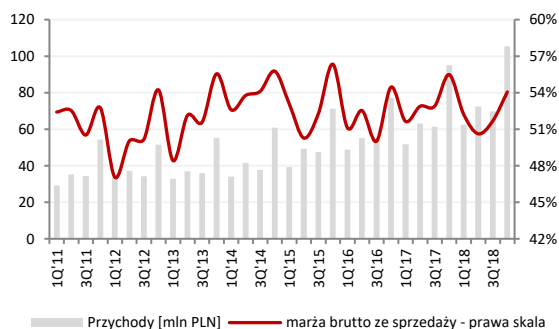
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychód jednostkowy i powierzchnia sieci odzieżowej – uj. roczne



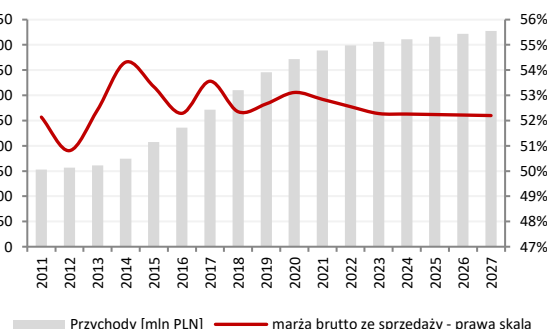
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie jubilerskim - kwartalnie



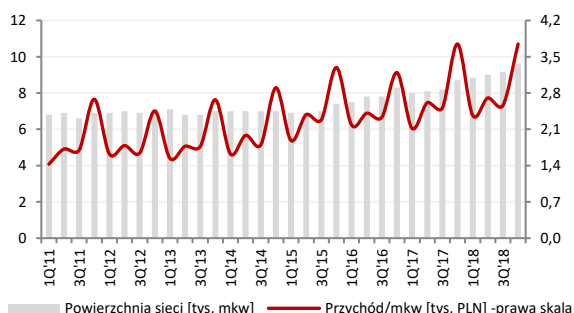
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie jubilerskim – uj. roczne



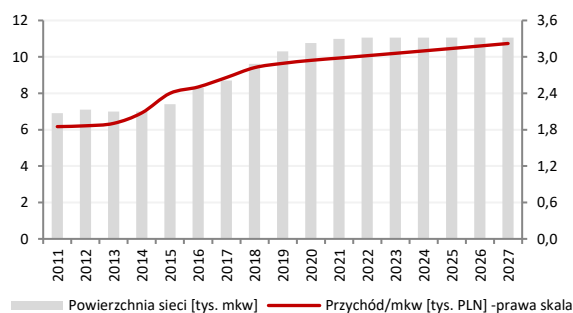
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychód jednostkowy i powierzchnia sieci jubilerskiej - kwartalnie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychód jednostkowy i powierzchnia sieci jubilerskiej – uj. roczne



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji z listopada '16 wzięliśmy pod uwagę wyniki sprzedażowe, które raportowała Vistula. Zaktualizowaliśmy plany rozwoju sieci oraz kursy walutowe (spółka ma ekspozycję na USD i EUR poprzez zakup towarów oraz płacone czynsze). Uwzględniliśmy także zmiany w kosztach okołosklepowych. Tym samym prognozujemy, że grupa osiągnie w '18 ok. 782 mln PLN przychodów oraz blisko 87 mln PLN EBITDA.

Zmiana założeń względem raportu z 21 listopada 2016 roku

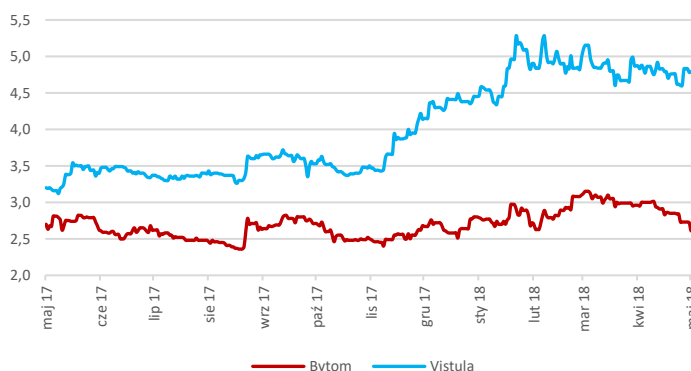
	2018 stara	2018 nowa	zmiana	2019 stara	2019 nowa	zmiana	2020 stara	2020 nowa	zmiana
Przychody	723,7	781,7	8,0%	770,3	855,5	11,1%	803,7	905,5	12,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	377,9	403,8	6,9%	401,9	443,5	10,4%	419,2	470,1	12,2%
EBITDA	78,9	87,2	10,5%	83,3	99,6	19,6%	86,9	106,8	22,9%
EBIT	64,9	71,1	9,6%	69,3	83,6	20,6%	73,1	90,2	23,4%
Wynik brutto	57,6	63,2	9,8%	66,3	76,6	15,6%	70,4	85,6	21,6%
Wynik netto	46,6	51,0	9,4%	53,7	62,1	15,6%	57,0	69,3	21,7%
marża brutto ze sprzedaży	52,2%	51,7%		52,2%	51,8%		52,2%	51,9%	
marża EBITDA	10,9%	11,2%		10,8%	11,6%		10,8%	11,8%	
marża EBIT	9,0%	9,1%		9,0%	9,8%		9,1%	10,0%	
marża netto	6,4%	6,5%		7,0%	7,3%		7,1%	7,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

FUZJA Z BYTOMIEM

W maju'17 Bytom oraz Vistula podały w komunikacie, że w kwietniu'17 zarządy rozpoczęły rozmowy ws. możliwości połączenia obu podmiotów. W czerwcu'17 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. 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'17 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 marcu'18 Deloitte Advisory obniżył docelowy parytet do 0,72x (dolna wartość z nowego przedziału 0,72-0,75x; <http://infostrefa.com/infostrefa/pl/wiadomosci/29783171,bytom-sa-6-2018-podpisanie-i-podanie-do-publicznej-wiadomosci-zmiany-nr-1-do-planu-polaczenia-w-ramach-przygotowania-procesu-polaczenia-vistula-group-s-a-i-bytom-s-a>). Obecnie spółki oczekują na otrzymanie zgody ze strony UOKiK na połączenie (sprawa została skierowana do 2 fazy). Zarząd Vistuli spodziewa się, że zgoda zostanie finalnie uzyskana w 2Q'18. Końcowym etapem procesu będzie decyzja WZA (w przypadku Vistuli „za” musi być ¾ głosów, natomiast w przypadku Bytomia 2/3). Tym samym Vistula będzie musiała wyemitować 53,3 mln akcji (pierwotnie 60,7 mln walorów) i cały proces mógłby zostać zakończony w 3Q'18. **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 Bytomia straciły, co było efektem m.in. przeciętnego odczytu sprzedażowego za kwiecień. Spodziewamy się jednak, że w kolejnych miesiącach grupa powróci do pozytywnych dynamik.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Parytet kursów od momentu upublicznienia informacji ws. połączenia



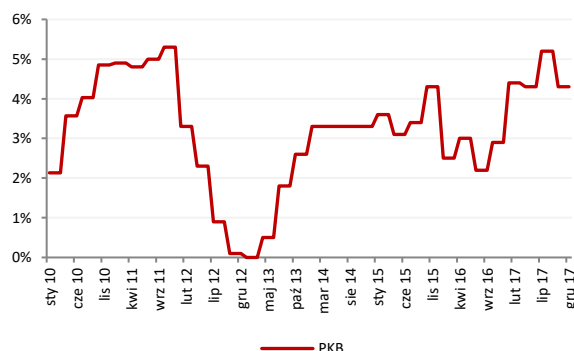
Obecnie parytet wynosi 0,55x i jest znacznie poniżej pułapu z wyceny dokonanej przez Deloitte Advisory (przedział 0,72-0,75x; punktowo 0,72x) oraz średniej od momentu upublicznienia informacji o negocjacjach ws. połączenia (średnia arytmetyczna = 0,69x). Wierzymy jednak, że oczekiwana poprawa wyników 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 9,2% (w lutym wyniosła +7,9% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwanie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 9,1% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą ciągle napędza rządowy program 500+. Nieco spowolniła inflacja – CPI ukształtowało się na poziomie 1,3% (według wstępnych szacunków w kwietniu +1,6%). Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach utrzymuje się na rekordowo niskim poziomie – w marcu 6,6%. Według danych GUS, zwiększa się przeciętny poziom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Nieprzerwanie rośnie średnie wynagrodzenie, które w marcu wyniosło ok. 4,9 tys. PLN (+6,7% r/r +6,2% m/m).

PKB



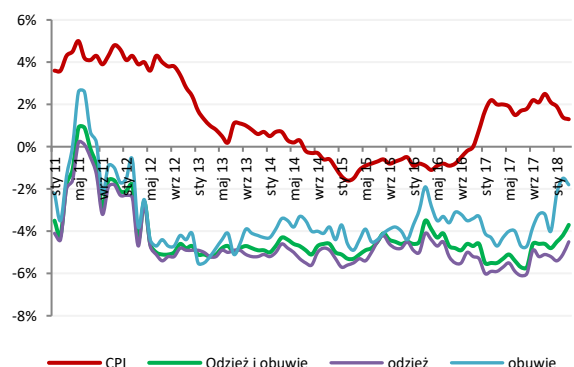
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia



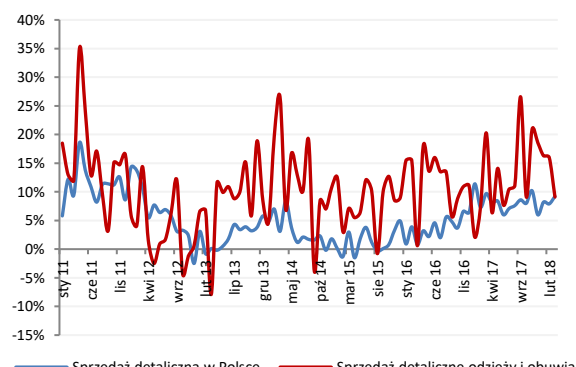
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



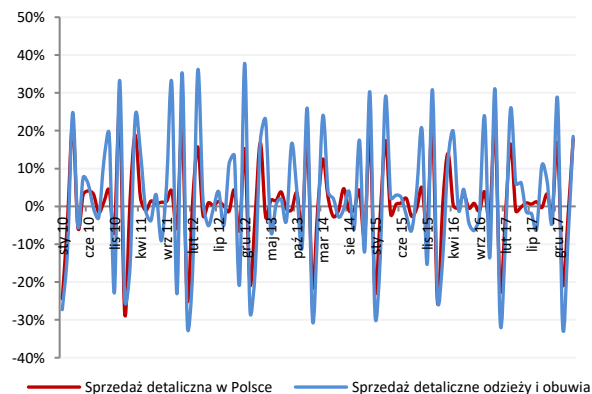
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



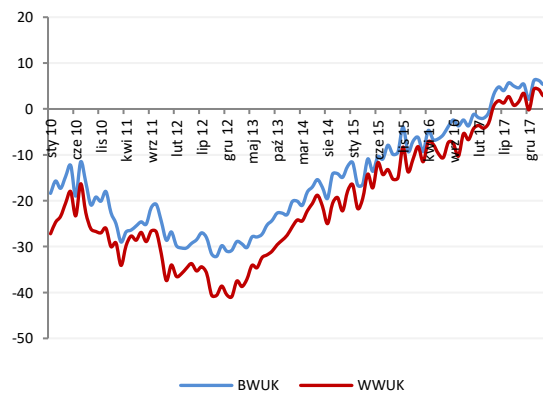
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



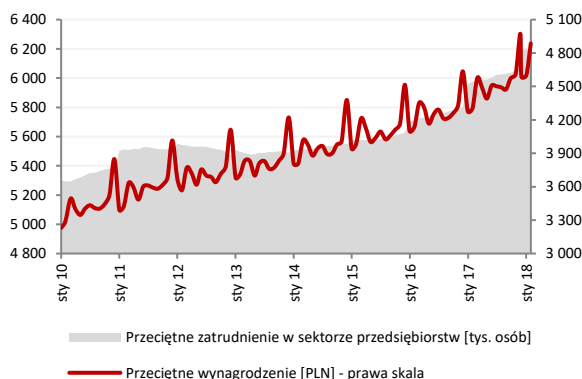
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



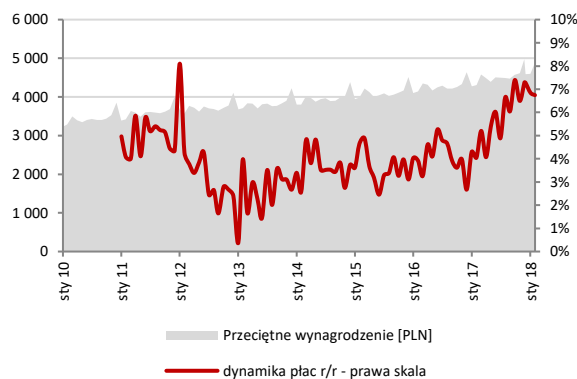
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

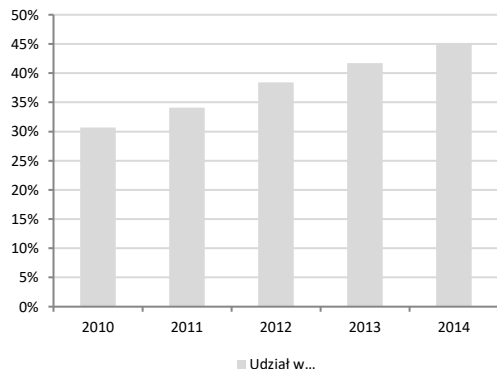
Dynamika płac [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

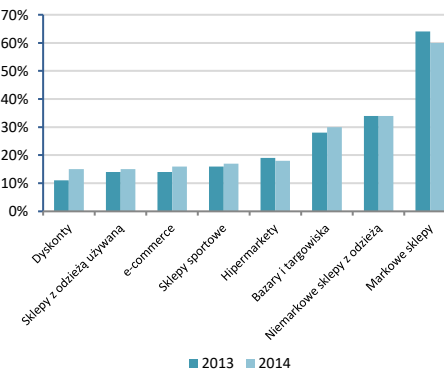
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w '15 był wart ok. 24,2 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 5,4% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. Jednocześnie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

Udział 10 największych detalistów w rynku odzieżowym



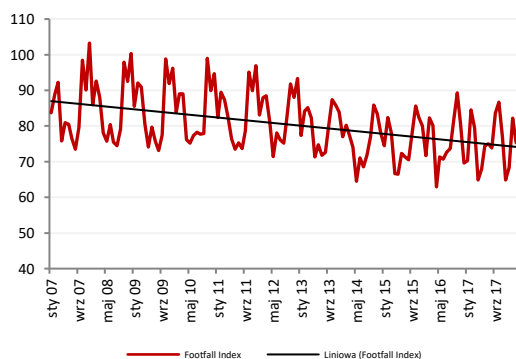
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR Research

Miejsce zakupu odzieży w Polsce w '14



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

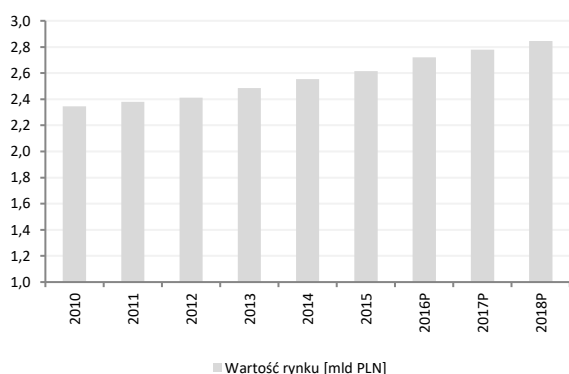
Footfall Index



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

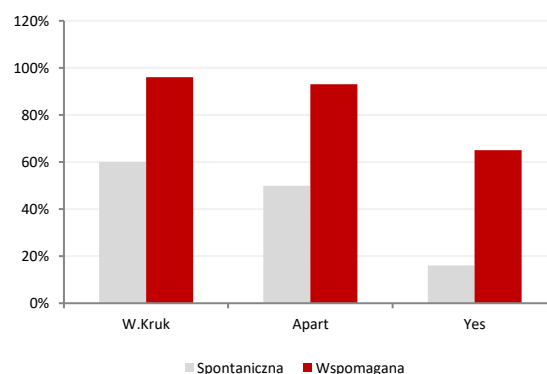
Rynek jubilerski w Polsce jest wart ok. 3 mld PLN i według Bisnode Polska rośnie o kilka procent rocznie. W branży działa obecnie ok. 11,5 tys. sklepów jubilerskich. W ostatnich latach odnotowano jednak spadek liczby małych punktów – w okresie 2012-14 zarejestrowano 2,7 tys. sklepów, a wyrejestrowano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

Wartość rynku biżuterii i dodatków do odzieży



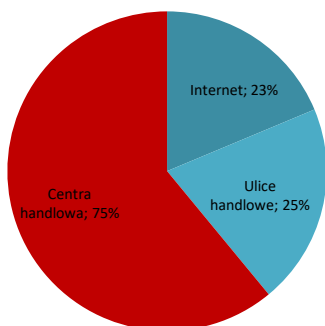
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., KPMG

Rozpoznawalność marek przez Polaków



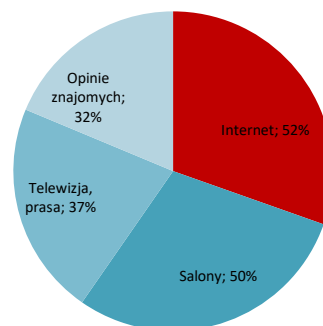
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., KPMG

Miejsce zakupu biżuterii



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., KPMG

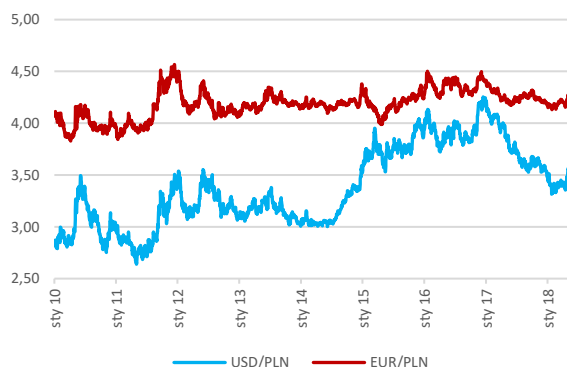
Źródła informacji o biżuterii



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., KPMG

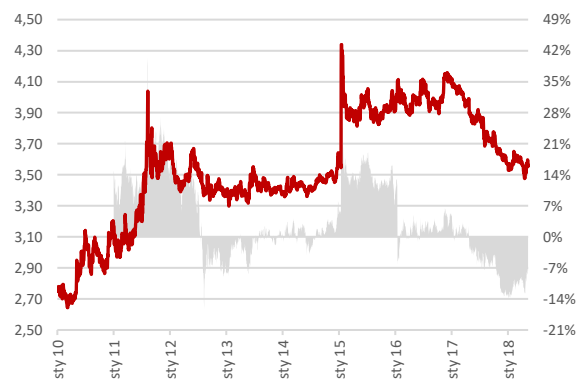
Warto zwrócić uwagę, że według różnych danych 3 główne podmioty (Apart, W.Kruk oraz Yes) kontrolują 50-70% całego rynku. Tak duża koncentracja w ręku największych graczy powoduje, że możliwe jest polityki stałej ceny (a tym samym ścisła kontrola marż). Utrzymywanie rentowności brutto na stabilnym poziomie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

USD/PLN i EUR/PLN



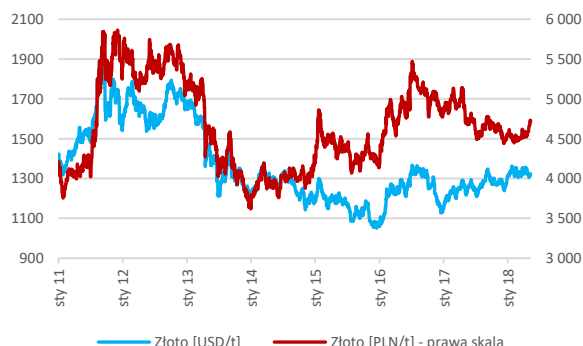
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

CHF/PLN



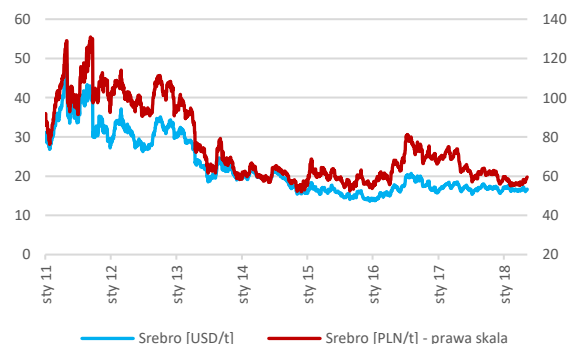
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Złoto



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Srebro



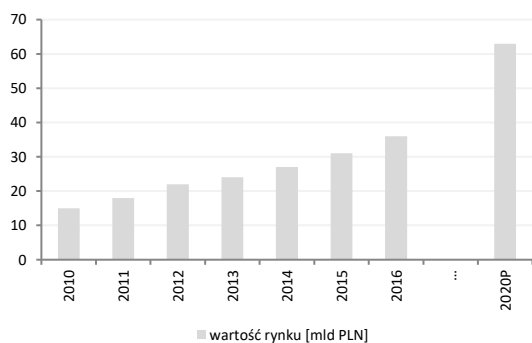
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Rynek e-commerce

Eksperti Sociomatic Labs szacują, że rynek e-commerce w Polsce w '16 osiągnął wartość ok. 36 mld PLN (z ok. 32 mld PLN), a w perspektywie '20 ma urosnąć do 63 mld PLN (co ciekawe szacuje się, że 8 największych europejskich rynków ma wartość 156 mld GBP, natomiast sam rynek amerykański jest wart ponad 215 mld GBP). Zgodnie z prognozami firmy liczba sklepów internetowych w Polsce podniosła się do 23,5 tys. (ponad 6x tyle co w '06), a w '20 powinna przekroczyć 30 tys. Według wielu analiz w ciągu najbliższych 5 lat udział zakupów realizowanych w e-sklepach ma zwiększyć się do ok. 45% przychodów ze sprzedaży ogółem. Wymienione powyżej tendencje potwierdzają odczyty Eurostat, które wskazują, na istotny wzrost osób kupujących online w okresie 2011-16 (w Wielkiej Brytanii odnotowano wzrost z 71% do 83%, a w Polsce z 30% do 42%; średnia dla wszystkich krajów UE podniosła się z 37% do 55%; najslabiej na tym tle prezentują się Rumunia i Bułgaria).

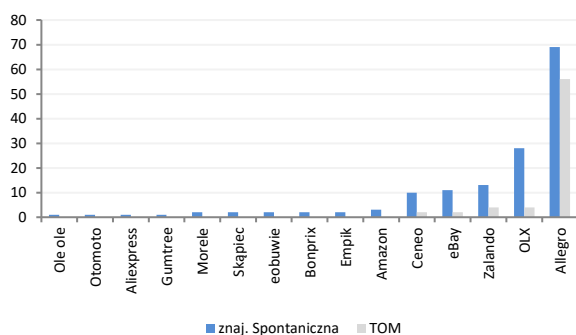
W badaniu przeprowadzonym dla ecommercepolska.pl ok. 48% internautów zadeklarowało, że dokonuje zakupów online (pozostali wskazywali, że wolą obejrzeć produkt przed zakupem oraz że preferują tradycyjne kanały sprzedaży). Co ciekawe, w rodzimych e-sklepach kupuje ok. 47% ankietowanych. Warto zwrócić uwagę, że najbardziej rozpoznawalną platformą jest cały czas Allegro, zarówno w kategorii ogólnej, jak i odzieży (na kolejnych miejscach znalazły się Zalando oraz Bonprix). Z analizy Gemiusa wynika, że statystycznym klientem są osoby w wieku 15-24 lata, z wyższym wykształceniem, mieszkające w ośrodkach liczących powyżej 200 tys. mieszkańców. Według badanych głównymi czynnikami, które motywują ich do zrobienia zakupów w Internecie są „brak konieczności jechania do sklepu”, „wiele dostępnych sposobów dostawy/odbioru” i możliwość bezpłatnej dostawy/zwrotu. Z drugiej strony, wśród czynników, które spowodowałyby wzrost zainteresowania e-handlem wymienia się niższe koszty dostawy, niższe ceny niż w sklepach tradycyjnych oraz kody rabatowe. Polacy najczęściej decydują się na e-zakupy takich kategorii produktowych jak: odzież (72% ankietowanych), książki i płyty (68%) oraz telefony/smartfony (56%). Obuwie nabywa „tylko” 49% e-klientów. Średniomiesięczne wydatki na odzież wynoszą ok. 83 PLN, z kolei na obuwie jest to 77 PLN.

Krajowy rynek e-commerce [mld EUR]



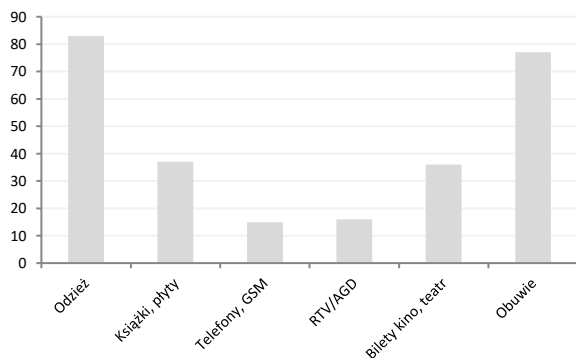
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., portal spozywczy.pl

Znajomość platform sprzedażowych ogółem



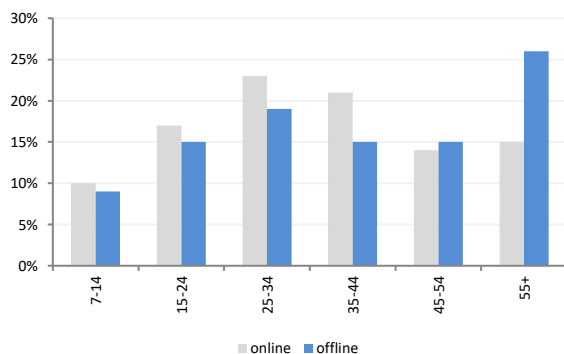
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Paragon miesięczny w wybranych kategoriach zakupowych



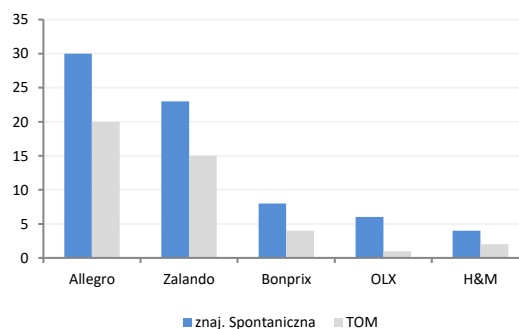
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Struktura wiekowa zakupów - mężczyźni



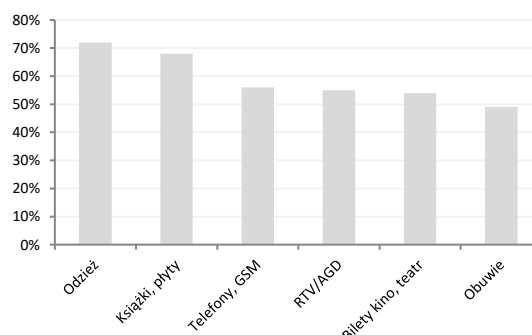
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

Znajomość platform sprzedających odzież



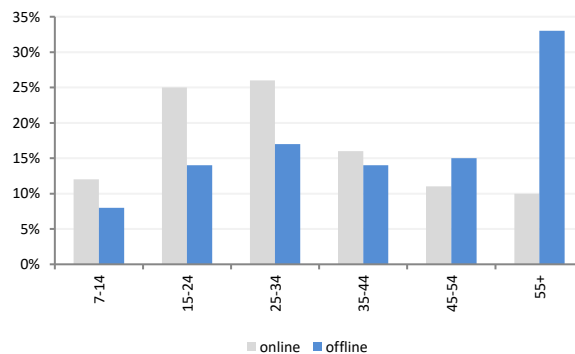
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Koszyk zakupowy



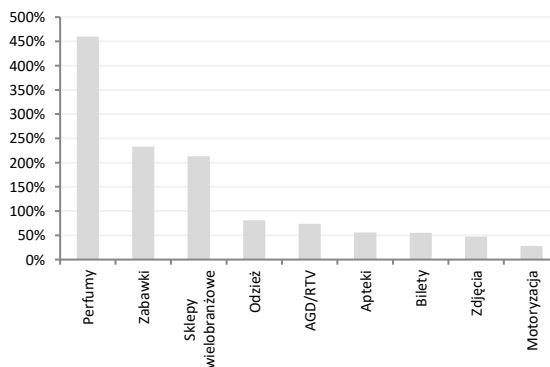
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Struktura wiekowa zakupów - kobiety



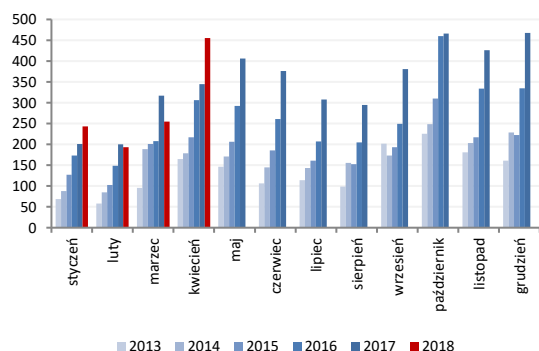
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

Wzrost popularności segmentów w e-commerce w ciągu ostatnich 5 lat

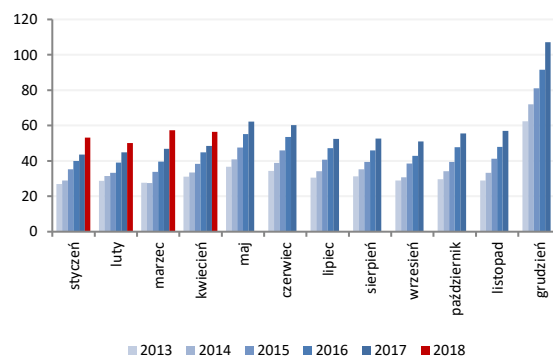


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

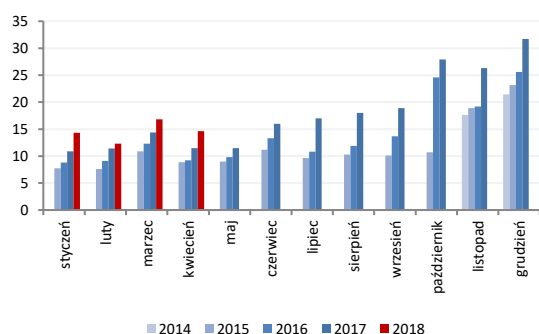
**Przychody w ujęciu miesięcznym przedstawicieli branży odzieżowej [mln PLN]
CCC**



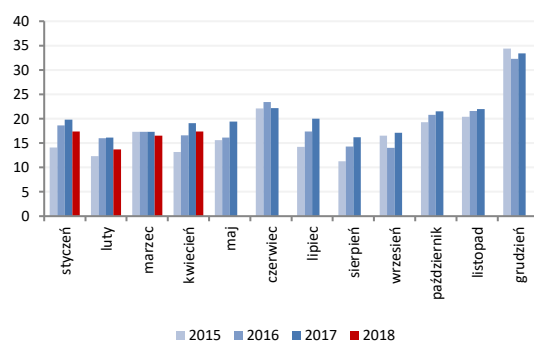
Vistula



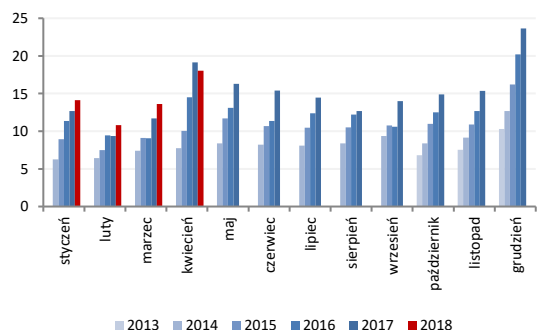
Wittchen



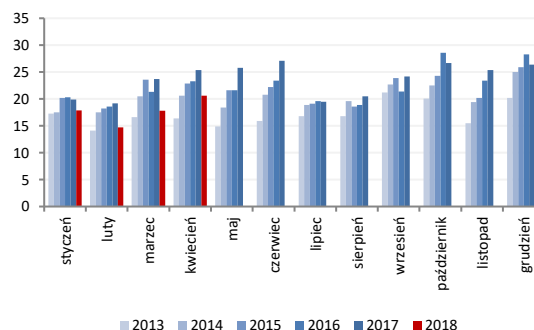
Monnari



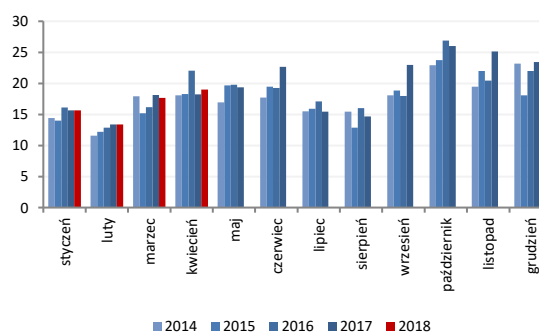
Bytom



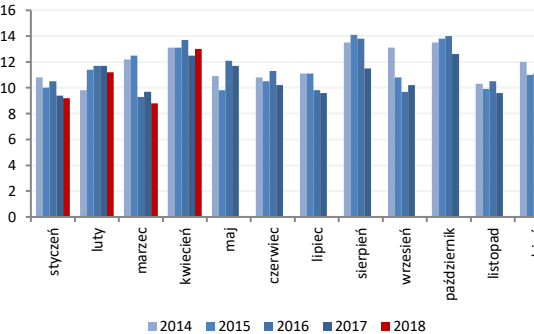
Gino Rossi



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 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, 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 chciałby, 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.**

Niedziele wyłączone z handlu

Wiedziene Wyliczone z handlu					
Miesiąc	Dzień	Liczba w m-cu	Miesiąc	Dzień	Liczba w m-cu
Maj	13.05.2018	2	Wrzesień	09.09.2018	3
	20.05.2018			16.09.2018	
Czerwiec	10.06.2018	2	Październik	23.09.2018	2
	17.06.2018			14.10.2018	
Lipiec	08.07.2018	3	Listopad	21.10.2018	2
	15.07.2018			11.11.2018	
Sierpień	22.07.2018	2	Grudzień	18.11.2018	1
	12.08.2018			09.12.2018	
	19.08.2018			-	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	420,2	424,6	428,5	425,5	429,1	433,8	437,2	439,3	439,7	438,3	437,3	436,6	436,2	436,0
Wartość firmy	244,1	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6	242,6
WNiP	115,1	115,2	115,0	116,2	109,4	101,3	92,9	84,4	75,8	67,2	58,7	50,3	41,9	33,6
RzAT	52,0	57,0	61,3	59,4	69,7	82,5	94,4	105,0	114,0	121,3	128,7	136,4	144,3	152,4
Pozostałe aktywa trwałe	9,0	9,9	9,5	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3
Aktywa obrotowe	225,1	272,7	323,0	354,0	424,3	479,4	508,4	517,5	526,0	534,8	525,0	514,9	504,5	499,2
Zapasy	196,1	240,6	284,0	315,3	351,4	382,2	404,6	419,5	429,6	436,2	441,6	447,1	452,7	458,3
Należności z tyt. dostaw	14,5	15,2	21,0	20,2	22,9	25,1	26,6	27,6	28,2	28,6	29,0	29,4	29,7	30,1
Gotówka	13,2	15,6	16,8	17,1	47,6	69,8	74,9	68,1	65,9	67,6	52,0	36,1	19,8	8,5
Pozostałe aktywa obrotowe	1,4	1,4	1,3	1,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Aktywa razem	645,3	697,3	751,5	779,5	853,3	913,2	945,6	956,8	965,7	973,1	962,3	951,5	940,7	935,1
Kapitał własny	430,6	458,5	494,4	542,5	593,5	655,6	693,9	713,7	732,9	751,9	753,0	754,1	755,2	756,2
Zobowiązania długoterminowe	109,6	101,1	95,1	85,3	79,8	71,3	62,7	54,2	45,6	37,1	28,5	20,0	11,4	2,9
Zobowiązania finansowe	107,7	98,1	91,9	82,1	77,0	68,4	59,9	51,3	42,8	34,2	25,7	17,1	8,6	0,0
Pozostałe zob. długoterminowe	1,9	3,0	3,2	3,2	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Zobowiązania krótkoterminowe	105,1	137,7	162,0	151,7	180,0	186,3	188,9	188,9	187,1	184,2	180,8	177,4	174,0	176,0
Zob. z tyt. dostaw	83,7	114,9	121,2	108,8	123,5	135,2	143,1	148,4	152,0	154,3	156,2	158,2	160,1	162,1
Zob. finansowe	16,2	15,7	31,4	32,9	47,8	42,5	37,2	31,9	26,6	21,3	15,9	10,6	5,3	5,3
Pozostałe zob. krótkoterminowe	5,3	7,1	9,4	9,9	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6
Pasywa razem	645,3	697,3	751,5	779,5	853,3	913,2	945,6	956,8	965,7	973,1	962,3	951,5	940,7	935,1
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	443,4	517,7	598,6	688,5	781,7	855,5	905,5	938,9	961,4	976,3	988,5	1000,7	1013,1	1025,7
Koszty produktów, towarów i materiałów	205,7	241,4	286,7	329,1	377,8	411,9	435,3	452,4	463,6	471,2	477,3	483,4	489,6	495,9
Zysk brutto ze sprzedaży	237,7	276,3	311,9	359,4	403,8	443,5	470,1	486,5	497,8	505,1	511,2	517,3	523,5	529,8
Koszty sprzedaży	158,5	174,1	205,1	230,5	261,5	282,9	298,6	309,5	317,1	322,2	326,3	330,4	334,6	338,8
Koszty zarządu	43,0	52,8	56,1	62,8	69,5	77,0	81,3	84,3	86,3	87,7	88,9	90,0	91,1	92,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	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	0,0
EBITDA	48,1	59,4	65,3	78,4	87,2	99,6	106,8	109,5	111,4	112,3	112,9	113,8	114,6	115,5
EBIT	36,8	46,9	51,1	62,8	71,1	83,6	90,2	92,7	94,4	95,2	96,0	96,9	97,8	98,7
Saldo działalności finansowej	-11,3	-11,2	-6,6	-7,8	-7,9	-6,9	-4,6	-4,0	-4,2	-4,2	-3,5	-3,0	-2,6	-2,3
Zysk (strata) brutto	25,5	35,7	44,4	55,0	63,2	76,6	85,6	88,6	90,2	91,0	92,5	93,9	95,2	96,4
Zysk (strata) netto	20,3	28,2	35,2	43,2	51,0	62,1	69,3	71,8	73,1	73,7	74,9	76,0	77,1	78,1
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	18,8	25,7	6,0	20,5	42,2	56,8	70,0	78,0	82,9	86,1	88,0	89,0	90,0	90,9
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-12,3	-12,6	-18,0	-15,3	-20,0	-20,7	-20,0	-18,9	-17,4	-15,8	-16,0	-16,2	-16,4	-16,6
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-11,6	-10,7	13,2	-5,0	8,7	-13,9	-44,9	-65,9	-67,7	-68,7	-87,6	-88,8	-89,9	-85,7
Przepływy pieniężne netto	-5,0	2,4	1,3	0,3	30,9	22,2	5,1	-6,8	-2,2	1,7	-15,5	-16,0	-16,3	-11,4
Środki pieniężne na początek okresu	18,2	13,2	15,6	16,8	16,4	47,6	69,8	74,9	68,1	65,9	67,6	52,0	36,1	19,8
Środki pieniężne na koniec okresu	13,2	15,6	16,8	17,1	47,6	69,8	74,9	68,1	65,9	67,6	52,0	36,1	19,8	8,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	11,5%	16,8%	15,6%	15,0%	13,5%	9,4%	5,8%	3,7%	2,4%	1,5%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
EBITDA zmiana r/r	7,1%	23,4%	10,0%	20,0%	11,3%	14,2%	7,2%	2,5%	1,7%	0,8%	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%
EBIT zmiana r/r	9,4%	27,4%	9,0%	23,0%	13,2%	17,5%	8,0%	2,7%	1,8%	0,9%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%
Zysk netto zmiana r/r	-55,0%	39,1%	24,7%	22,8%	18,0%	21,7%	11,7%	3,5%	1,8%	0,9%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%
Marża brutto na sprzedaży	53,5%	53,6%	53,4%	52,1%	52,2%	51,7%	51,8%	51,9%	51,8%	51,8%	51,7%	51,7%	51,7%	51,7%
Marża EBITDA	11,3%	10,9%	11,5%	10,9%	11,4%	11,2%	11,6%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,4%	11,4%	11,3%
Marża EBIT	8,5%	8,3%	9,1%	8,5%	9,1%	9,1%	9,8%	10,0%	9,9%	9,8%	9,8%	9,7%	9,7%	9,7%
Marża brutto	13,7%	5,7%	6,9%	7,4%	8,0%	8,1%	9,0%	9,5%	9,4%	9,4%	9,3%	9,4%	9,4%	9,4%
Marża netto	11,3%	4,6%	5,5%	5,9%	6,3%	6,5%	7,3%	7,7%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
ROE	4,7%	6,2%	7,1%	8,0%	8,6%	9,5%	10,0%	10,1%	10,0%	9,8%	10,0%	10,1%	10,2%	10,3%
ROA	3,1%	4,0%	4,7%	5,5%	6,0%	6,8%	7,3%	7,5%	7,6%	7,6%	7,8%	8,0%	8,2%	8,4%
Dług	123,8	113,7	123,3	115,1	124,8	110,9	97,1	83,2	69,3	55,5	41,6	27,7	13,9	5,3
D/(D+E)	22,3%	19,9%	20,0%	17,5%	17,4%	14,5%	12,3%	10,4%	8,6%	6,9%	5,2%	3,5%	1,8%	0,7%
D/E	28,8%	24,8%	24,9%	21,2%	21,0%	16,9%	14,0%	11,7%	9,5%	7,4%	5,5%	3,7%	1,8%	0,7%
Odsutki / EBIT	-34,8%	-28,7%	-17,7%	-15,4%	-11,6%	-9,1%	-6,3%	-5,6%	-5,5%	-5,4%	-4,7%	-3,9%	-3,2%	-2,6%
Dług / Kapitał własny	28,8%	24,8%	24,9%	21,2%	21,0%	16,9%	14,0%	11,7%	9,5%	7,4%	5,5%	3,7%	1,8%	0,7%
Dług netto	110,6	98,2	106,5	98,0	77,2	41,1	22,1	15,1	3,4	-12,1	-10,5	-8,4	-6,0	-3,2
Dług netto / Kapitał własny	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x	0,1x	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Dług netto / EBITDA	2,3x	1,7x	1,6x	1,3x	0,9x	0,4x	0,2x	0,1x	0,0x	-0,1x	-0,1x	-0,1x	-0,1x	0,0x
Dług netto / EBIT	3,0x	2,1x	2,1x	1,6x	1,1x	0,5x	0,2x	0,2x	0,0x	-0,1x	-0,1x	-0,1x	-0,1x	0,0x
EV	1007,5	995,1	1003,4	994,9	974,1	938,0	919,0	912,0	900,3	884,8	886,5	888,6	891,0	893,8
Dług / EV	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
CAPEX / Przychody	2,9%	2,9%	3,3%	2,9%	2,6%	2,4%	2,2%	2,0%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	111,5%	119,1%	136,8%	130,0%	125,9%	129,1%	120,6%	112,4%	102,2%	92,3%	94,0%	95,8%	97,3%	98,8%
Amortyzacja / Przychody	2,6%	2,4%	2,4%	2,3%	2,1%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%
Zmiana KO / Przychody	-3,3%	-2,7%	-7,2%	-6,2%	-3,1%	-2,5%	-1,8%	-1,1%	-0,7%	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-32,2%	-18,9%	-53,0%	-47,7%	-25,9%	-28,9%	-31,8%	-31,8%	-31,8%	-31,8%	-31,8%	-31,8%	-31,8%	-31,8%
Wskaźniki rynkowe*	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S	2,0x	1,7x	1,5x	1,3x	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x
P/E	44,2x	31,8x	25,5x	20,8x	17,6x	14,5x	12,9x	12,5x	12,3x	12,2x	12,0x	11,8x	11,6x	11,5x
P/BV	2,1x	2,0x	1,8x	1,7x	1,5x	1,4x	1,3x	1,3x	1,2x	1,2x	1,2x	1,2x	1,2x	1,2x
P/CE	44,1x	31,8x	25,5x	20,7x	17,6x	14,4x	12,9x	12,5x	12,3x	12,2x	12,0x	11,8x	11,6x	11,5x
EV/EBITDA	20,9x	16,8x	15,4x	12,7x	11,2x	9,4x	8,6x	8,3x	8,1x	7,9x	7,8x	7,8x	7,8x	7,7x
EV/EBIT	27,4x	21,2x	19,6x	15,8x	13,7x	11,2x	10,2x	9,8x	9,5x	9,3x	9,2x	9,2x	9,1x	9,1x
EV/S	2,3x	1,9x	1,7x	1,4x	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x
BVPS	2,4	2,5	2,7	3,0	3,3	3,6	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2
EPS	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
CEPS	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	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	0,0	0,0	31,0	52,0	53,8	54,8	73,7	74,9	76,0	77,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,17	0,29	0,30	0,30	0,41	0,41	0,42	0,43
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,5%	5,8%	6,0%	6,1%	8,2%	8,4%	8,5%	8,6%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	75,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 4,95 PLN

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**

Analityk rynku akcji

tel. (032) 20-81-435

e-mail: krystian.brymora@bdm.pl[chemia, przemysł drzewny](#)**Adrian Górniak**

Analityk rynku akcji

tel. (032) 20-81-438

e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl[deweloperzy, handel](#)

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
Redukuj	4,48	Kupuj	3,87	17.05.2018	10:39 CEST	4,95	59 460
Kupuj	3,87	---	---	21.11.2016	14:11 CEST	3,24	47 099

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 (zasieg 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 jaka 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.

Słabe i silne 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 2Q'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	3	30%	1	100%
Akumuluj	1	10%	0	0%
Trzymaj	1	10%	0	0%
Redukuj	4	40%	0	0%
Sprzedaj	1	10%	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 jakiejkolwiek 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 jakkolwiek 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 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 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 17.05.2018 roku (10:39 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 21.05.2018 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/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbliżne 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 17.05.2018 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.

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 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.