



Dom Maklerski BDM S.A.

VRG (VISTULA)

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 4,79 PLN

25 MARCA 2019, 11:57 CEST

Podwyższamy cenę docelową dla walorów Vistuli do 4,79 PLN i wydajemy zalecenie Akumuluj (poprzednio Redukuj). Liczymy, że sfinalizowana fuzja z Bytomiem doprowadzi do wygenerowania szeregu synergii i przełoży się na powrót grupy do wysokich dwucyfrowych dynamik wyników (prognozujemy, że EBITDA'19 wyniesie 123 mln PLN; +40% r/r). Sądzimy, że pozwoli to na zdecydowane wzmocnienie pozycji konkurencyjnej i umocnienie pozycji lidera w segmencie formalnej odzieży męskiej. Wsparciem dla rezultatów powinno być również sprzyjające otoczenie makro. Zwracamy także uwagę na istotne dyskonto w wycenie względem dużych polskich spółek odzieżowych.

Pierwsze miesiące '19 przyniosły ze sobą podobne tendencje jak w '18. W części odzieżowej (bez uwzględnienia marki Bytom) spółka wykazała wysokie jednocyfrowe wzrosty, natomiast w części jubilerskiej segment utrzymał ponad 20%-owe tempo zwiększania sprzedaży. Dodatkowo poprawie zaczęła ulegać rentowność brutto (w styczniu +0,6 p.p. r/r, w lutym +0,8 p.p. r/r). Utrzymania podobnych zachowań spodziewamy się też w marcu i estymujemy, że w 1Q'19 grupa osiągnie ok. 221,3 mln PLN przychodów (w tym 147 mln PLN w części odzieżowej), realizując równocześnie 48,8% marżę brutto (+0,3 p.p. r/r). Na poziomie EBITDA estymujemy ok. 10,7 mln PLN (bez uwzględnienia MSSF 16), z kolei zysk netto powinien wynieść ok. 1,6 mln PLN.

W perspektywie kolejnych kwartałów oczekujemy, że detalista zacznie wykazywać synergii wynikające z połączenia z Bytomiem (wdrożenie nowej polityki cenowej nastąpiło już wraz z wprowadzeniem kolekcji SS'19; więcej o połączeniu i spodziewanych korzyściach piszemy w osobnym rozdziale), co powinno przełożyć się na zdecydowaną poprawę wyników grupy.

Szacujemy, że w ujęciu całorocznym spółka wypracuje ok. 1,08 mld PLN obrotów, w tym 724 mln PLN w segmencie odzieżowym. W modelu zakładamy bazowo, że Vistula poprawi marżę brutto ze sprzedaży do 51,6% (wzrost rentowności o 0,8 p.p. r/r w odzieżowce i płasko r/r w jubilerce; założenia poniżej planów zarządu). Na poziomie EBITDA spodziewamy się wzrostu do 123 mln PLN (bez uwzględnienia MSSF 16), z kolei zysk netto powinien wzrosnąć do 74 mln PLN. Przyjmujemy, że na koniec roku sieć będzie liczyła 605 sklepów o łącznej powierzchni handlowej ok. 55,3 tys. mkw. Wśród głównych ryzyk dla naszych prognoz dostrzegamy negatywny wpływ rozszerzenia zakazu niedzielnego oraz cały czas wymagającą sytuację na rynku pracy. Dodatkowym impulsem do poprawy rezultatów może być natomiast wprowadzenie kolejnych programów socjalnych (rozszerzenie 500+) oraz dynamiczny rozwój e-commerce.

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	598,6	688,5	805,7	1 082,0	1 160,2	1 211,6
EBITDA [mln PLN]	65,3	78,4	89,3	122,7	134,9	137,2
EBITDA MSSF16 [mln PLN]	-	-	-	223,0	242,5	249,3
EBIT [mln PLN]	51,1	62,8	71,9	98,7	110,9	113,2
EBIT MSSF16 [mln PLN]	-	-	-	117,0	136,4	143,2
Wynik netto [mln PLN]	35,2	43,2	53,6	74,3	86,5	90,9
P/BV	2,0x	1,8x	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x
P/E	28,3x	23,1x	18,6x	13,4x	11,5x	11,0x
EV/EBITDA	16,9x	14,0x	11,9x	8,2x	7,0x	7,0x
EV/EBITDA MSSF16*	-	-	-	5,9x	5,2x	5,1x
EV/EBIT	21,6x	17,4x	14,7x	10,2x	8,5x	8,5x
EV/EBIT MSSF16*	-	-	-	11,2x	9,2x	8,8x

* MSSF16 wprowadza wymóg ujęcia wyceny, prezentacji oraz ujawnień dot. leasingu operacyjnego w sprawozdaniach (dot. gl. czynszów najmu); więcej na s. 17

Wycena końcowa [PLN]	4,79
Potencjał do wzrostu / spadku	+13%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	4,25
Kapitalizacja [mln PLN]	996,4
Ilość akcji [mln. szt.]	234,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	4,39
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,75
Stopa zwrotu za 3 mc	+10,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	+11,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	-1,8%
Akcjonariat (% głosów):	
OFE PZU	14,5%
Ipopema TFI	10,9%
Jerzy Mazgaj (z podmiotami powiązanymi)	9,4%
NN OFE	12,3%
Pozostali	53,0%

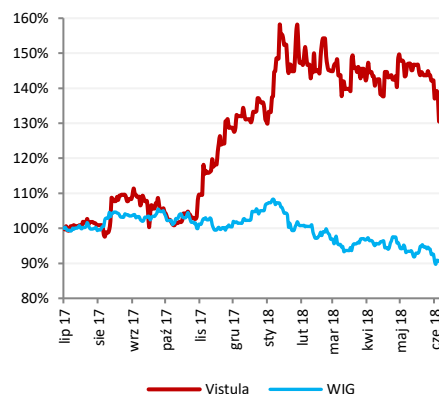
Adrian Górniak

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 4Q'2018.....	10
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	13
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU	17
PRZYSZŁE ZMIANY MSSF 16	17
ROZWÓJ NIEORGANICZNY	18
FINALIZACJA POŁĄCZENIA Z BYTOMIEM	18
AKWIZYCJE W SEGMENTIE JUBILERSKIM	18
OTOCZENIE RYNKOWE	19
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 4,81 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 4,69 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 1,12 mld PLN, czyli **4,79 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	1 128,5	4,81	13,3%
B	Wycena porównawcza	1 100,7	4,69	10,5%
C = (80%*A + 20%*B)		1 123,0	4,79	12,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Pierwsze miesiące '19 przyniosły ze sobą podobne tendencje jak w '18. W części odzieżowej (bez uwzględnienia marki Bytom) spółka wykazała wysokie jednocyfrowe wzrosty, natomiast w części jubilerskiej segment utrzymał ponad 20%-owe tempo zwiększania sprzedaży. Dodatkowo poprawie zaczęła ulegać rentowność brutto (w styczniu +0,6 p.p. r/r, w lutym +0,8 p.p. r/r). Utrzymanie podobnych zachowań spodziewamy się też w marcu i estymujemy, że w 1Q'19 grupa osiągnie ok. 221,3 mln PLN przychodów (w tym 147 mln PLN w części odzieżowej), realizując równocześnie 48,8% marżę brutto (+0,3 p.p. r/r). Na poziomie EBITDA estymujemy ok. 10,7 mln PLN (bez uwzględnienia MSSF 16), z kolei zysk netto powinien wynieść ok. 1,6 mln PLN.

W perspektywie kolejnych kwartałów oczekujemy, że detalista zacznie wykazywać synergie wynikające z połączenia z Bytomiem (wdrożenie nowej polityki cenowej nastąpiło już wraz z wprowadzeniem kolekcji SS'19; więcej o połączeniu i spodziewanych korzyściach piszemy w osobnym rozdziale), co powinno przełożyć się na zdecydowaną poprawę wyników grupy. Szacujemy, że w ujęciu całorocznym spółka wypracuje ok. 1,08 mld PLN obrotów, w tym 724 mln PLN w segmencie odzieżowym. W modelu zakładamy bazowo, że Vistula poprawi marżę brutto ze sprzedaży do 51,6% (wzrost rentowności o 0,8 p.p. r/r w odzieżowce i płasko r/r w jubilerce; założenia poniżej planów zarządu). Na poziomie EBITDA spodziewamy się wzrostu do 123 mln PLN (bez uwzględnienia MSSF 16), z kolei zysk netto powinien wzrosnąć do 74 mln PLN. Przyjmujemy, że na koniec roku sieć będzie liczyła 605 sklepów o łącznej powierzchni handlowej ok. 55,3 tys. mkw. Wśród głównych ryzyk dla naszych prognoz dostrzegamy negatywny wpływ rozszerzenia zakazu niedzielnego oraz cały czas wymagającą sytuację na rynku pracy, dodatkowym impulsem do poprawy rezultatów może być natomiast wprowadzenie kolejnych programów socjalnych (rozszerzenie 500+) oraz dynamiczny rozwój e-commerce.

W bieżącej rekomendacji wydajemy zalecenie Akumuluj i ustalamy cenę docelową na poziomie 4,79 PLN/walor. Liczymy, że dzięki sfinalizowanemu połączeniu z Bytomiem (i spodziewanym synergiami; pierwsze efekty powinny być widoczne już w 1H'19) oraz sprzyjającemu otoczeniu makro, grupa powróci do wysokich dwucyfrowych dynamik EBITDA (w modelu przyjmujemy wzrost w '19 do 123 mln PLN). Wsparciem powinien być również dynamicznie rozwijający się segment e-commerce, który odpowiada już za 12% całości sprzedaży detalisty. Oczekujemy także, że dołączenie marki Bytom pozwoli na zdecydowanie wzmocnienie pozycji konkurencyjnej na rynku odzieży formalnej. Zwracamy uwagę na istotne dyskonto względem podmiotów działających w obszarze odzieżowym. Wśród głównych ryzyk dla naszych założeń definiujemy wymagający rynek pracy oraz rozszerzenie zakazu niedzielnego.

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:

- Główną zmianą w bieżącej rekomendacji jest uwzględnienie w wynikach spółki marki Bytom (finalizacja fuzji nastąpiła w 4Q'18). Oczekujemy, że połączenie zdecydowanie wzmocni pozycję konkurencyjną detalisty oraz pozwoli na uzyskanie szeregu synergii, dzięki czemu dojdzie do istotnej poprawy rezultatów. Estymujemy, że w '19 grupa wypracuje 1,08 mld PLN przychodów oraz 123 mln PLN EBITDA. W '20 liczymy przyjmujemy wygenerowanie obrotów na poziomie 1,16 mld PLN i ok. 135 mln PLN EBITDA.
- Zakładamy, że w latach 2019-20 Vistula otworzy łącznie ponad 60 sklepów, co pozwoli na wzrost powierzchni sieci do ponad 58 tys. mkw. w roku 2020. W perspektywie kolejnych lat zakładamy w modelu stopniowe spowalnianie ekspansji, a także skupienie się na efektywności istniejących placówek.

Założenia dla rozwoju sieci

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Część odzieżowa					
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	24,6	42,1	45,0	46,7	47,5
Liczba sklepów	295	440	466	483	492
Część jubilerska					
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	8,7	9,6	10,4	10,9	11,2
Liczba sklepów	115	128	139	146	150

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

Założenia dla sprzedaży z mkw.

	2017	2018	2019P	2020P	>2020P
Część odzieżowa	5,2%	-18,7%	14,8%	1,2%	1,2%
Część jubilerska	6,3%	10,6%	1,6%	1,7%	1,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Spodziewamy się, że w latach 2019-20 Vistula nie wypłaci dywidendy. Oczekujemy jednak, że po zakończeniu ekspansji sieci w zarząd będzie rekomendował podział zysku z akcjonariuszami (o ile nie będą miały miejsca dalsze 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 2028 roku na poziomie 2,0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2028 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 234,5 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 25.03.2019 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Vistula na poziomie 1,13 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 4,81 PLN.

Model DCF

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 082,0	1 160,2	1 211,6	1 244,7	1 266,4	1 283,1	1 298,6	1 314,2	1 330,0	1 346,0
EBIT [mln PLN]	98,7	110,9	113,2	117,2	121,7	124,6	126,0	127,4	128,8	130,2
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	18,8	21,1	21,5	22,3	23,1	23,7	23,9	24,2	24,5	24,7
NOPLAT [mln PLN]	80,0	89,8	91,7	94,9	98,5	101,0	102,1	103,2	104,3	105,5
Amortyzacja [mln PLN]	24,0	24,0	24,0	24,0	23,9	23,8	23,5	23,4	23,2	23,1
CAPEX [mln PLN]	-24,5	-23,9	-23,8	-23,2	-22,3	-21,3	-21,6	-21,8	-22,1	-22,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-25,3	-22,9	-14,8	-9,4	-6,2	-4,8	-4,5	-4,6	-4,6	-4,7
FCF [mln PLN]	54,1	67,0	77,1	86,3	94,0	98,5	99,5	100,1	100,8	101,5
DFCF [mln PLN]	50,8	57,7	61,1	62,8	62,7	60,3	55,9	51,6	47,7	44,0
Suma DFCF [mln PLN]	554,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 468,4				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%					
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	637,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 191,7									
Dług netto [mln PLN]	63,1									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	1 128,5									
Ilość akcji [mln szt.]	234,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	4,81									

Przychody zmiana r/r	34,3%	7,2%	4,4%	2,7%	1,7%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
EBIT zmiana r/r	37,3%	12,3%	2,1%	3,5%	3,8%	2,5%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
FCF zmiana r/r	-	23,7%	15,1%	12,0%	8,8%	4,9%	1,0%	0,6%	0,7%	0,7%
Marża EBITDA	11,3%	11,6%	11,3%	11,3%	11,5%	11,6%	11,5%	11,5%	11,4%	11,4%
Marża EBIT	9,1%	9,6%	9,3%	9,4%	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
Marża NOPLAT	7,4%	7,7%	7,6%	7,6%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%
CAPEX / Przychody	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
CAPEX / Amortyzacja	102,0%	99,6%	99,0%	96,7%	93,3%	89,8%	91,7%	93,5%	95,2%	96,8%
Zmiana KO / Przychody	-2,3%	-2,0%	-1,2%	-0,8%	-0,5%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-9,2%	-29,3%	-28,8%	-28,4%	-28,5%	-29,0%	-29,2%	-29,2%	-29,2%	-29,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
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	93,0%	95,0%	96,6%	98,1%	99,5%	99,6%	99,7%	99,8%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	7,0%	5,0%	3,4%	1,9%	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%
WACC	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
beta	0,7	5,11	5,32	5,58	5,87	5,09	6,63	7,14	7,78	8,60
	0,8	4,75	4,94	5,15	5,39	5,67	6,00	6,40	6,89	7,50
	0,9	4,44	4,60	4,78	4,98	5,21	5,48	5,80	6,19	6,66
	1,0	4,17	4,30	4,45	4,62	4,81	5,04	5,30	5,61	5,97
	1,1	3,92	4,04	4,16	4,31	4,47	4,66	4,87	5,12	5,42
	1,2	3,70	3,80	3,91	4,03	4,17	4,33	4,51	4,71	4,95
	1,3	3,50	3,59	3,68	3,79	3,91	4,04	4,19	4,36	4,56

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%	5,51	5,77	6,08	6,44	6,87	7,40	8,06	8,91	10,05
	4,00%	4,75	4,94	5,15	5,39	5,67	6,00	6,40	6,89	7,50
	5,00%	4,17	4,30	4,45	4,62	4,81	5,04	5,30	5,61	5,97
	6,00%	3,70	3,80	3,91	4,03	4,17	4,33	4,51	4,71	4,95
	7,00%	3,32	3,39	3,48	3,57	3,67	3,78	3,91	4,06	4,22
	8,00%	3,00	3,06	3,12	3,19	3,27	3,35	3,45	3,55	3,67
	9,00%	2,73	2,78	2,83	2,88	2,94	3,01	3,08	3,16	3,24

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%	8,45	7,85	7,33	6,87	6,46	6,10	5,77	5,48	5,21
	4,00%	7,17	6,59	6,10	5,67	5,30	4,96	4,67	4,41	4,17
	5,00%	6,22	5,67	5,21	4,81	4,47	4,17	3,91	3,67	3,46
	6,00%	5,48	4,96	4,54	4,17	3,86	3,58	3,34	3,13	2,94
	7,00%	4,89	4,41	4,01	3,67	3,38	3,13	2,91	2,72	2,55
	8,00%	4,41	3,96	3,58	3,27	3,00	2,77	2,57	2,40	2,24
	9,00%	4,01	3,58	3,23	2,94	2,69	2,48	2,30	2,13	1,99

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2019-21 dla wybranych spółek z branży odzieżowej oraz jubilerskiej. Analizę oparliśmy na wskaźniku EV/EBITDA. Obliczyliśmy EV obu segmentów, a następnie sumę wartości skorygowaliśmy o prognozowany dług netto na koniec danego roku. Ostateczna wycena Vistuli metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **4,69 PLN**.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	2019P	2020P	2021P
EV odzieżówki [mln PLN]	754,2	705,0	589,1
EV jubilerki [mln PLN]	395,1	401,8	383,8
SUMA [mln PLN]	1 149,4	1 106,7	972,9
 Dług netto EoP [mln PLN]	14,7	-49,0	-38,8
 Wycena spółki [mln PLN]	1 134,7	1 155,8	1 011,7
Wartość na akcję [PLN]	4,8	4,9	4,3
Waga lat	33%	33%	33%
Wycena końcowa [PLN]	4,69		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena EV segmentu odzieżowego

	EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P
LPP	13,7	12,0	10,3
CCC	13,2	10,4	8,1
Monnari	4,3	3,4	3,6
Wittchen	6,6	6,8	7,0
Hugo Boss	8,2	7,6	7,0
Inditex	12,4	11,5	10,9
Mediana	10,3	9,0	7,5
 Vistula (grupa)	8,2	7,0	7,0
Premia/dyskonto	-20,0%	-21,9%	-7,4%
 EV segmentu wg wskaźnika [mln PLN]	754,2	705,0	589,1

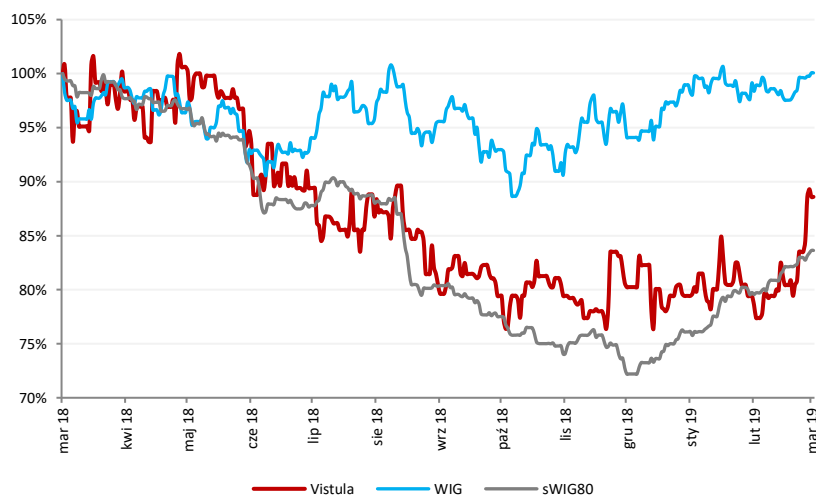
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena EV segmentu jubilerskiego

	EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P
Pandora	6,3	6,2	5,9
Tiffany	11,7	11,3	10,6
Signet Jewelers	4,2	4,0	3,5
Luk Fook	7,8	7,2	6,3
Mediana	7,0	6,7	6,1
 Vistula (grupa)	8,2	7,0	7,0
Premia/dyskonto	17,2%	4,9%	14,1%
 EV segmentu wg wskaźnika [mln PLN]	395,1	401,8	383,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

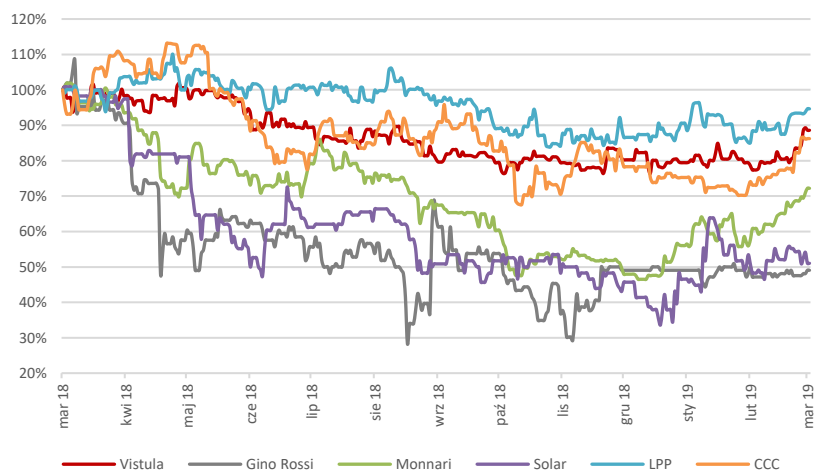
Zachowanie kursu na tle WIG



W ostatnich miesiącach kurs Vistuli zachowywał się zdecydowanie słabiej od WIG oraz sWIG80. Na przestrzeni roku walory odzieżowej grupy straciły 11%, podczas gdy indeks szerokiego rynku pozostał bez zmian.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

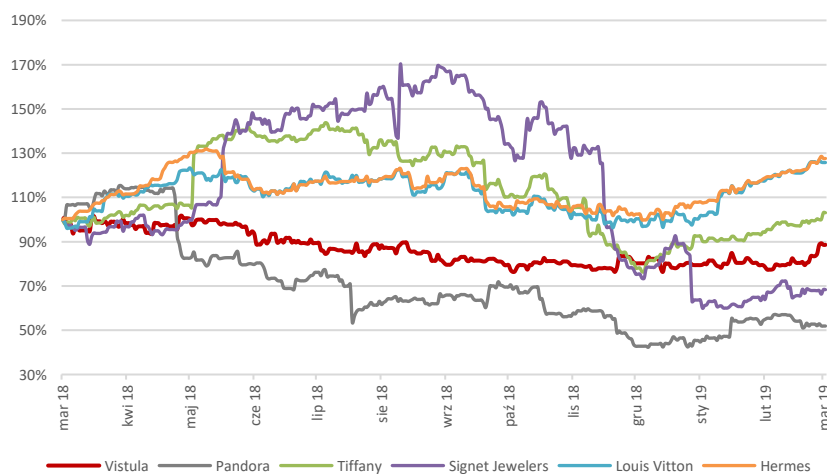
Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



W perspektywie roku giełdowi przedstawiciele odzieżówki odnotowali spadki kursów. „Najlepiej” na tle branży zaprezentowało się LPP, które straciło „tylko 5%”.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle podmiotów z branży jubilerskiej



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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 dosyć niskie, co powoduje, że w dłuższej perspektywie Vistula może być zmuszony do zwiększenia nakładów na marketing i promocję. Zwracamy uwagę, że w ostatnim czasie większość podmiotów wprowadziła agresywne promocje, które w naszej ocenie będą kontynuowane w kolejnych kwartałach i mogą stanowić zagrożenie dla wyników. Dużo mniejsza konkurencja panuje w obszarze jubilerskim. Na krajowym rynku działa 3 dużych graczy: W.Kruk, Apart oraz Yes, a sama branża cechuje się znacznie trudniejszymi do pokonania barierami wejścia (kwestia dostaw, wysokie nakłady na sklepy).

▪ **Zakaz handlu w niedzielę**

Sejm uchwalił ustawę zgodnie, z którą od 01.03.18 handel był możliwy tylko w 2. i 4. niedzielę miesiąca (w następnych latach maja być „dokładane” następne niedziele). Zakaz może negatywnie odbić się na szerokim sektorze handlu (spadek obrotów, przynajmniej w krótkim terminie). Z drugiej strony detaliści zapewne będą starali się obronić wyniki m.in. poprzez ograniczenie zatrudnienia czy negocjacje stawek najmu. Według naszych szacunków niedziela odpowiada za ok. 13% tygodniowej sprzedaży grupy. Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 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 4Q'2018

Vistula wypracowała w 4Q'18 ok. 272,1 mln PLN przychodów, realizując jednocześnie 52,9% marży brutto (spadek w obu segmentach; efekt m.in. wzrostu sprzedaży e-commerce i wolumenu zegarków w części jubilerskiej). EBITDA grupy wyniosła 45,6 mln PLN (+28% r/r; +9% vs konsensus). Na poziomie netto zysk był bliski 32,4 mln PLN (vs 23,7 mln PLN przed rokiem). Cash flow operacyjny wyniósł 78,8 mln PLN, natomiast wskaźnik dług netto/EBITDA ukształtował się w wys. 1,0x.

W ujęciu segmentowym, część odzieżowa wygenerowała 162 mln PLN obrotów, czyli o 26% więcej niż przed rokiem. Rentowność brutto zmniejszyła się do 52,0% (-0,7 p.p. r/r; wzrost udziału e-commerce w sprzedaży). Wynik EBIT zwiększył się do 20,1 mln PLN. Na koniec 4Q'18 sieć liczyła 440 sklepów o łącznej powierzchni 42,1 tys. mkw., z czego na franczyzę przypadało 8,4 tys. mkw. Segment jubilerski osiągnął 110 mln PLN przychodów oraz 54,1% marży brutto. EBIT wzrósł do 20,7 mln PLN. Na koniec grudnia W. Kruk prowadziło sieć złożoną z 128 punktów o powierzchni handlowej 9,6 tys. mkw.

Wyniki Vistuli za 4Q'18 [mln PLN]

	4Q'17	4Q'18	zmiana r/r	4Q'18P BDM	odchylenie	4Q'18 kons. PAP	odchylenie
Przychody	223,1	272,1	22,0%	272,0	0,1%	276,2	-1,5%
Wynik brutto na sprzedaży	120,2	143,8	19,7%	145,2	-0,9%	-	-
EBITDA	35,6	45,6	28,0%	39,4	15,7%	42,0	8,5%
EBIT	31,4	40,8	29,7%	34,7	17,5%	37,8	7,8%
Zysk brutto	29,8	38,9	30,4%	32,8	18,5%	-	-
Zysk netto	23,7	32,4	36,9%	26,0	24,7%	29,1	11,5%
Marża brutto ze sprzedaży	53,9%	52,9%		53,4%		-	
Marża EBITDA	16,0%	16,8%		14,5%		15,2%	
Marża EBIT	14,1%	15,0%		12,8%		13,7%	
Marża zysku netto	10,6%	11,9%		9,6%		10,5%	

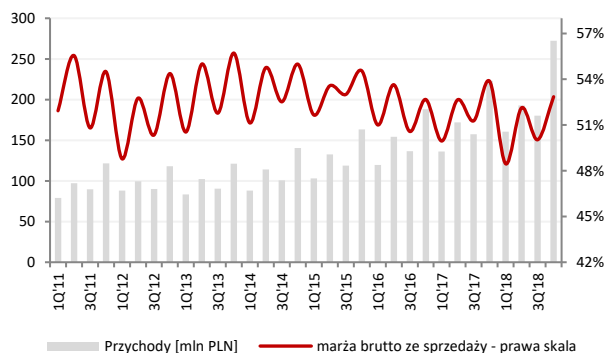
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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	2Q'18	3Q'18	4Q'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	119,1	103,4	161,9
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	62,9	51,6	84,2
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	10,9	2,7	20,1
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%	52,9%	49,9%	52,0%
marża EBIT	-	14,6%	4,3%	11,9%	-	11,5%	2,6%	10,5%	-	11,9%	3,1%	10,9%	-	9,2%	2,6%	12,4%
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	4,79	4,13	4,82*
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%	0,7%	1,0%	-9,2%*
Liczba sklepów	206	206	210	228	230	242	247	262	265	274	281	295	299	300	304	440
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	24,9	25,2	42,1
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	73,8	76,7	110,2
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	37,6	38,5	59,7
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	8,2	7,3	20,7
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%	50,9%	50,2%	54,1%
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%	11,1%	9,5%	18,7%
Przychód/mkw [tys. PLN]	5,65	7,15	6,85	9,88	6,55	7,23	7,00	9,60	6,35	7,83	7,56	11,28	7,09	8,29	8,29	11,60
zmiana r/r	16,1%	20,1%	26,9%	13,4%	16,0%	1,1%	2,2%	-2,9%	-3,2%	8,3%	8,0%	17,5%	11,7%	5,9%	9,7%	2,8%
Liczba sklepów	84	83	84	92	92	96	96	104	104	105	108	115	117	121	126	128
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	9,0	9,4	9,6

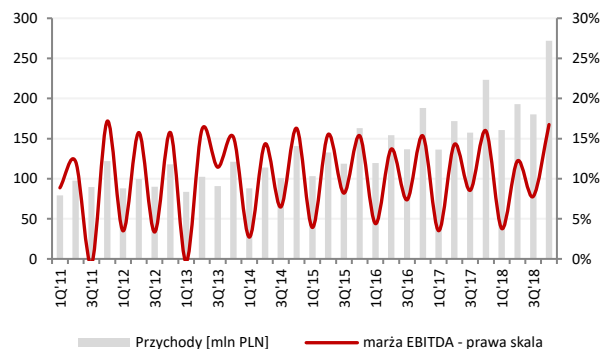
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *zniekształcenie danych z powodu konsolidacji pow.handlowej Bytoma od grudnia'18

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



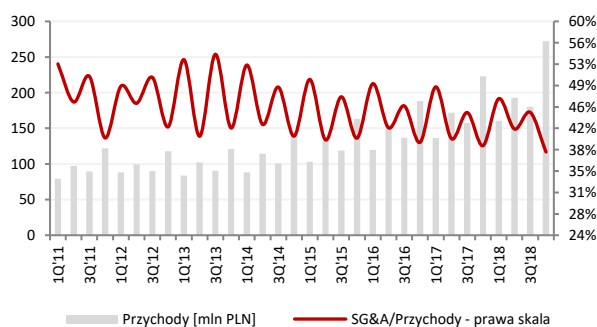
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża EBITDA



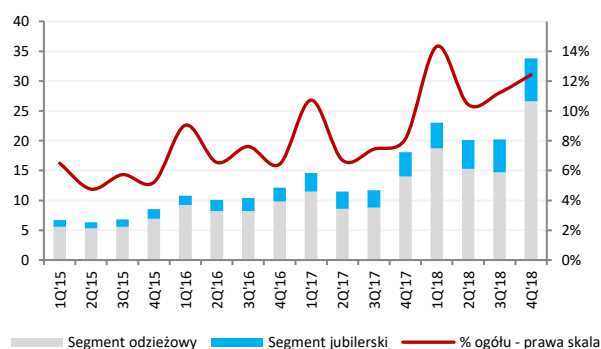
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody [mln PLN]



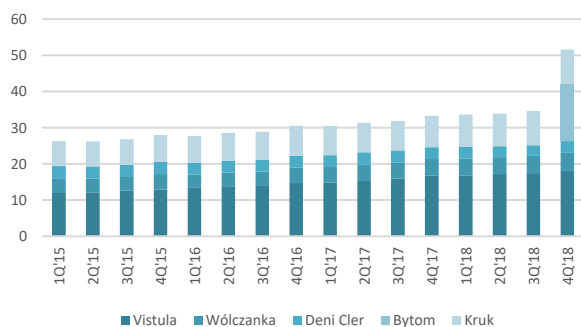
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sprzedaż e-commerce wg marek



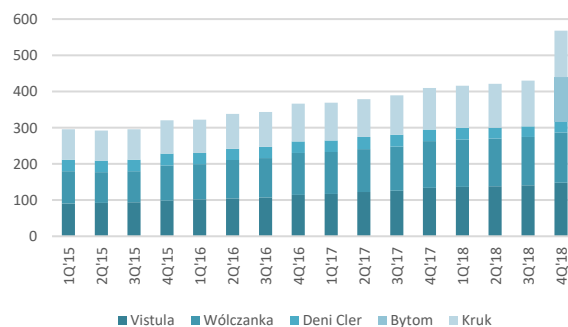
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Powierzchnia sieci [tys. mkw.]



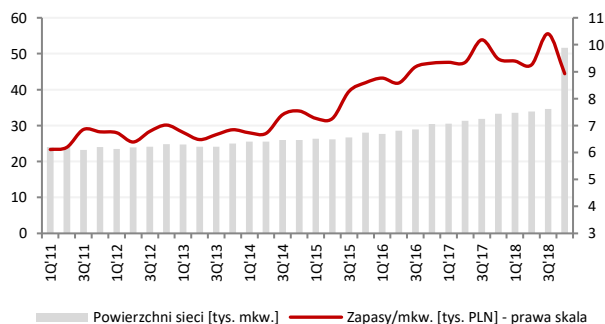
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Liczba sklepów wg marek



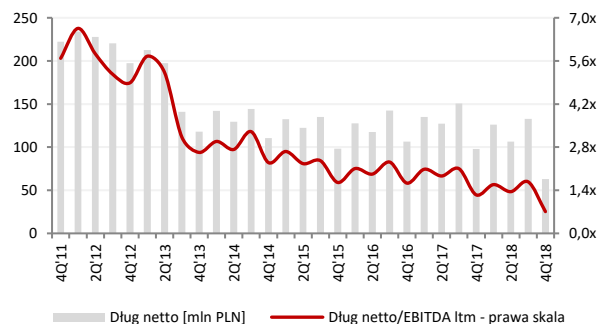
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Zapasy na mkw.



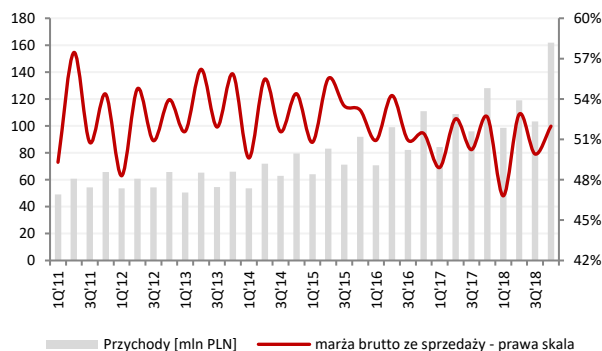
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dług netto/EBITDA ltm



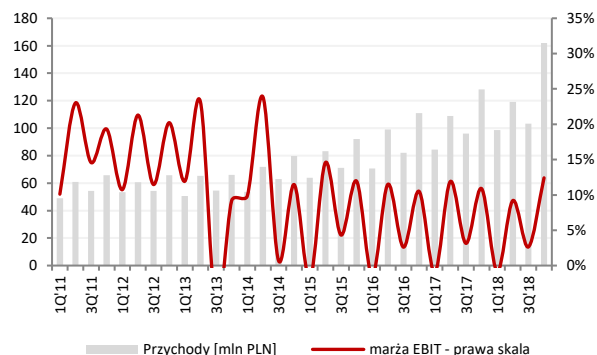
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie odzieżowym



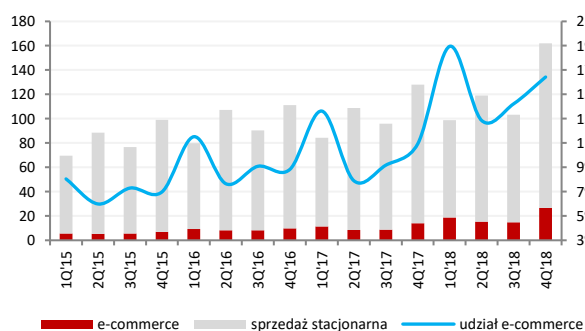
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża EBIT w segmencie odzieżowym



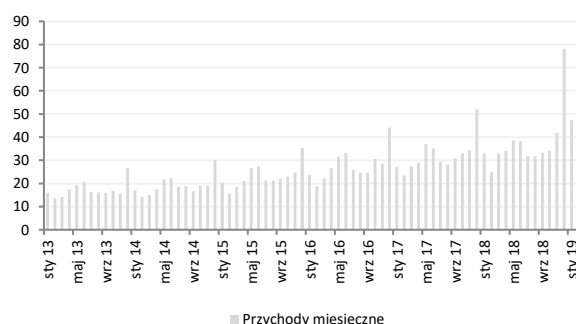
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Udział e-commerce w sprzedaży części odzieżowej



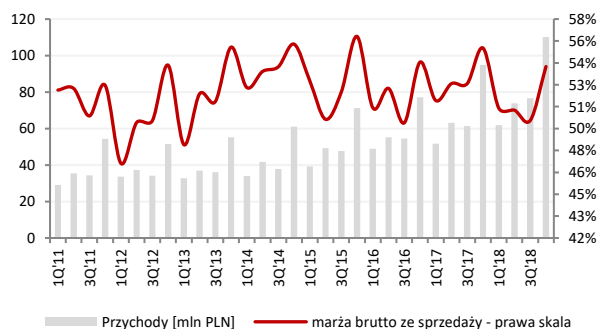
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody miesięczne w części odzieżowej [mln PLN]



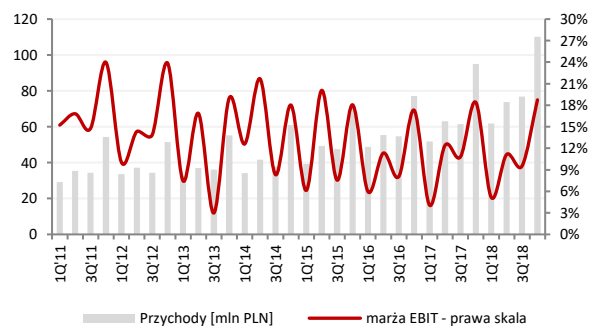
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie jubilerskim



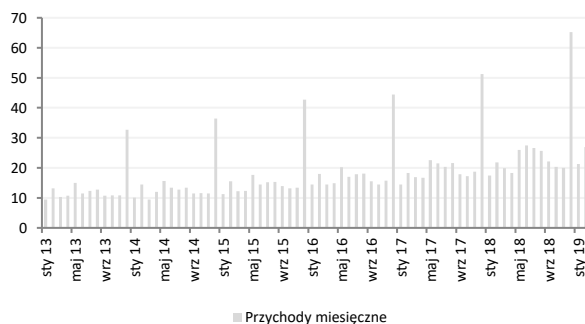
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża EBIT w segmencie jubilerskim



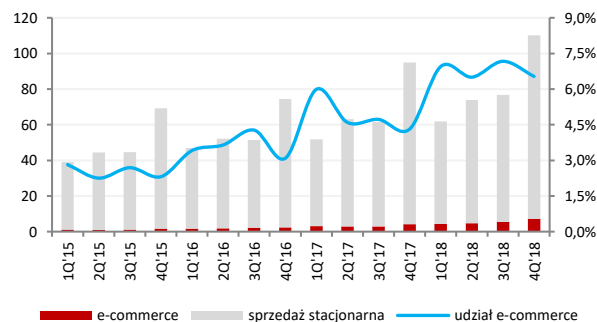
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody miesięczne w części jubilerskiej [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Udział e-commerce w sprzedaży sieci W.Kruk



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Pierwsze miesiące '19 przyniosły ze sobą podobne tendencje jak w '18. W części odzieżowej (bez uwzględnienia marki Bytom) spółka wykazała wysokie jednocyfrowe wzrosty, natomiast w części jubilerskiej segment utrzymał ponad 20%-owe tempo zwiększania sprzedaży. Dodatkowo poprawie zaczęła ulegać rentowność brutto (w styczniu +0,6 p.p. r/r, w lutym +0,8 p.p. r/r). Utrzymania podobnych zachowań spodziewamy się też w marcu i estymujemy, że w 1Q'19 grupa osiągnie ok. 221,3 mln PLN przychodów (w tym 147 mln PLN w części odzieżowej), realizując równocześnie 48,8% marżę brutto (+0,3 p.p. r/r). Na poziomie EBITDA estymujemy ok. 10,7 mln PLN, z kolei zysk netto powinien wynieść ok. 1,6 mln PLN.

W perspektywie kolejnych kwartałów oczekujemy, że detalista zacznie wykazywać synergie wynikające z połączenia z Bytomiem (wdrożenie nowej polityki cenowej nastąpiło już wraz z wprowadzeniem kolekcji SS'19; więcej o połączeniu i spodziewanych korzyściach piszemy w osobnym rozdziale), co powinno przełożyć się na zdecydowaną poprawę wyników grupy. Szacujemy, że w ujęciu całorocznym spółka wypracuje ok. 1,08 mld PLN obrotów, w tym 724 mln PLN w segmencie odzieżowym. W modelu zakładamy bazowo, że Vistula poprawi marżę brutto ze sprzedaży do 51,6% (wzrost rentowności o 0,8 p.p. r/r w odzieżowce i płasko r/r w jubilerce; założenia poniżej planów zarządu). Na poziomie EBITDA spodziewamy się wzrostu do 123 mln PLN, z kolei zysk netto powinien wzrosnąć do 74 mln PLN. Przyjmujemy, że na koniec roku sieć będzie liczyła 605 sklepów o łącznej powierzchni handlowej ok. 55,3 tys. mkw. Wśród głównych ryzyk dla naszych prognoz dostrzegamy negatywny wpływ rozszerzenia zakazu niedzielnego oraz cały czas wymagającą sytuację na rynku pracy, dodatkowym impulsem do poprawy rezultatów może być natomiast wprowadzenie kolejnych programów socjalnych (rozszerzenie 500+) oraz dynamiczny rozwój e-commerce.

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. 11-12%. W modelu nie zakładamy akwizycji, jednak zwracamy uwagę, że obecnie toczy się proces due diligence w jubilerskiej spółce Klenoty Aurum (działa na terenie Czech), a zarząd Vistuli wcześniej 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 2021 roku.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	136,2	171,9	157,4	223,1	160,6	192,9	180,1	272,1	221,3	274,9	246,4	339,4	688,5	805,7	1 082,0	1 160,2	1 211,6
Wynik brutto ze sprzedaży	68,0	90,5	80,7	120,2	77,8	100,6	90,1	143,8	107,9	145,2	124,7	180,8	359,4	412,3	558,6	601,3	625,4
EBITDA	4,8	24,5	13,4	35,6	6,1	23,6	14,0	45,6	10,7	37,4	18,6	56,0	78,4	89,3	122,7	134,9	137,2
EBITDA MSSF 16*	-	-	-	-	-	-	-	-	34,9	61,5	43,7	82,9	-	-	223,0	242,5	249,3
EBIT	1,0	20,8	9,7	31,4	1,9	19,2	10,0	40,8	4,6	31,3	12,7	50,1	62,8	71,9	98,7	110,9	113,2
EBIT MSSF 16*	-	-	-	-	-	-	-	-	8,3	35,0	17,3	56,5	-	-	117,0	136,4	143,2
Wynik brutto	-0,4	17,5	8,0	29,8	0,4	17,6	8,8	38,9	2,0	30,0	11,1	48,6	55,0	65,7	91,7	106,8	112,2
Wynik netto	-0,8	14,0	6,3	23,7	0,1	14,1	6,9	32,4	1,6	24,3	9,0	39,3	43,2	53,6	74,3	86,5	90,9
marża brutto ze sprzedaży	49,9%	52,7%	51,3%	53,9%	48,5%	52,1%	50,0%	52,9%	48,8%	52,8%	50,6%	53,3%	52,2%	51,2%	51,6%	51,8%	51,6%
marża EBITDA	3,5%	14,3%	8,5%	16,0%	3,8%	12,2%	7,8%	16,8%	4,8%	13,6%	7,6%	16,5%	11,4%	11,1%	11,3%	11,6%	11,3%
marża EBIT	0,7%	12,1%	6,1%	14,1%	1,2%	9,9%	5,6%	15,0%	2,1%	11,4%	5,2%	14,8%	9,1%	8,9%	9,1%	9,6%	9,3%
marża netto	-	8,2%	4,0%	10,6%	0,1%	7,3%	3,8%	11,9%	0,7%	8,8%	3,7%	11,6%	6,3%	6,6%	6,9%	7,5%	7,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * wyjaśnienie zmian na s. 17

Prognozy finansowe dla segmentu odzieżowego

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	84,4	108,8	96,0	128,1	98,7	119,1	103,4	161,9	147,1	194,5	165,8	216,5	417,3	483,1	723,9	771,1	802,1
Wynik brutto ze sprzedaży	41,3	57,2	48,2	67,5	46,2	62,9	51,6	84,2	69,8	104,2	84,2	114,5	214,1	244,9	372,8	399,7	413,4
EBIT	-0,8	12,9	3,0	14,0	-0,8	10,9	2,7	20,1	-2,2	23,9	6,8	28,6	30,0	32,9	57,1	62,4	62,2
EBIT MSSF 16*	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5	26,4	10,6	33,6	-	-	72,3	82,7	85,6
marża brutto ze sprzedaży	48,9%	52,5%	50,2%	52,7%	46,8%	52,9%	49,9%	52,0%	47,5%	53,6%	50,8%	52,9%	51,3%	50,7%	51,5%	51,8%	51,5%
marża EBIT	-	11,9%	3,1%	10,9%	-	9,2%	2,6%	12,4%	-	12,3%	4,1%	13,2%	7,2%	6,8%	7,9%	8,1%	7,8%
Przychód/mkw [tys. PLN]	3,78	4,76	4,09	5,30	4,00	4,79	4,13	4,82	3,48	4,56	3,83	4,89	17,83	14,49	16,63	16,83	17,03
zmiana r/r	9,0%	-1,4%	4,5%	3,4%	5,8%	0,7%	1,0%	-9,2%	-12,9%	-4,9%	-7,3%	1,5%	5,2%	-18,7%	14,8%	1,2%	1,2%
Liczba sklepów	265	274	281	295	299	300	304	440	443	447	452	466	295	440	466	483	492
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	22,5	23,2	23,7	24,6	24,8	24,9	25,2	42,1	42,4	42,9	43,6	45,0	24,6	42,1	45,0	46,7	47,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * wyjaśnienie zmian na s. 17

Prognozy finansowe dla segmentu jubilerskiego

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	51,8	63,1	61,4	95,0	61,9	73,8	76,7	110,2	74,2	80,4	80,7	122,9	271,2	322,6	358,1	389,0	409,6
Wynik brutto ze sprzedaży	26,7	33,4	32,5	52,7	31,6	37,6	38,5	59,7	38,0	41,0	40,5	66,4	145,3	167,4	185,9	201,6	212,0
EBIT	2,1	7,8	6,6	17,5	3,2	8,2	7,3	20,7	7,9	9,2	7,6	23,6	34,3	39,4	48,3	51,9	54,6
EBIT MSSF 16*	-	-	-	-	-	-	-	-	8,2	10,6	8,8	25,5	-	-	52,9	58,9	63,1
marża brutto ze sprzedaży	51,6%	52,9%	52,9%	55,5%	51,1%	50,9%	50,2%	54,1%	51,3%	51,0%	50,2%	54,0%	53,6%	51,9%	51,9%	51,8%	51,8%
marża EBIT	4,1%	12,4%	10,8%	18,4%	5,2%	11,1%	9,5%	18,7%	10,6%	11,4%	9,5%	19,2%	12,7%	12,2%	13,5%	13,3%	13,3%
Przychód/mkw [tys. PLN]	6,35	7,83	7,56	11,28	7,09	8,29	8,29	11,60	7,73	8,25	8,13	12,06	31,97	35,37	35,93	36,55	37,02
zmiana r/r	-3,2%	8,3%	8,0%	17,5%	11,7%	5,9%	9,7%	2,8%	9,0%	-0,5%	-2,0%	4,0%	6,3%	10,6%	1,6%	1,7%	1,3%
Liczba sklepów	104	105	108	115	117	121	126	128	129	132	134	139	115	128	139	146	150
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	8,0	8,1	8,2	8,7	8,8	9,0	9,4	9,6	9,7	9,8	10,0	10,4	8,7	9,6	10,4	10,9	11,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * wyjaśnienie zmian na s.17

Prognozy na lata 2019-2028

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	598,6	688,5	805,7	1 082,0	1 160,2	1 211,6	1 244,7	1 266,4	1 283,1	1 298,6	1 314,2	1 330,0	1 346,0
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	311,9	359,4	412,3	558,6	601,3	625,4	643,4	657,2	667,5	675,5	683,6	691,7	700,0
EBITDA [mln PLN]	65,3	78,4	89,3	122,7	134,9	137,2	141,2	145,6	148,4	149,6	150,8	152,0	153,3
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]*	-	-	-	223,0	242,5	249,3	256,0	262,1	266,2	268,5	270,9	273,4	275,9
EBIT [mln PLN]	51,1	62,8	71,9	98,7	110,9	113,2	117,2	121,7	124,6	126,0	127,4	128,8	130,2
EBIT MSSF 16 [mln PLN]*	-	-	-	117,0	136,4	143,2	150,1	156,5	161,2	164,5	167,7	170,8	173,8
Wynik netto [mln PLN]	35,2	43,2	53,6	74,3	86,5	90,9	94,5	96,8	99,4	100,5	101,7	102,8	103,9
marża brutto ze sprzedaży	52,1%	52,2%	51,2%	51,6%	51,8%	51,6%	51,7%	51,9%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%
marża EBITDA	10,9%	11,4%	11,1%	11,3%	11,6%	11,3%	11,3%	11,5%	11,6%	11,5%	11,5%	11,4%	11,4%
marża EBIT	8,5%	9,1%	8,9%	9,1%	9,6%	9,3%	9,4%	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
marża netto	5,9%	6,3%	6,6%	6,9%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Segment odzieżowy	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	362,8	417,3	483,1	723,9	771,1	802,1	821,3	833,2	842,8	852,5	862,3	872,2	882,3
Wynik brutto ze sprzedaży	188,6	214,1	244,9	372,8	399,7	413,4	423,0	430,8	437,5	442,6	447,7	452,9	458,2
EBIT	24,2	30,0	32,9	57,1	62,4	62,2	63,4	65,9	68,3	69,2	70,1	71,0	71,9
EBIT MSSF 16*	-	-	-	72,3	82,7	85,6	88,7	92,6	96,1	98,4	100,5	102,6	104,7
marża brutto ze sprzedaży	52,0%	51,3%	50,7%	51,5%	51,8%	51,5%	51,5%	51,7%	51,9%	51,9%	51,9%	51,9%	51,9%
marża EBIT	6,7%	7,2%	6,8%	7,9%	8,1%	7,8%	7,7%	7,9%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%
Powierzchnia sieci EoP [tys. mkw.]	22,2	24,6	42,1	45,0	46,7	47,5	47,8	47,8	47,8	47,8	47,8	47,8	47,8
Liczba sklepów	262	295	440	466	483	492	495	495	495	495	495	495	495
śr. wielkość sklepu [mkw]	84,7	83,4	95,6	96,5	96,6	96,6	96,5	96,5	96,5	96,5	96,5	96,5	96,5
Przychód/sklep [mln PLN]	1,4	1,4	1,1	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8
Przychód/mkw [tys. PLN/m-c]	1,4	1,5	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Segment jubilerski	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	235,8	271,2	322,6	358,1	389,0	409,6	423,4	433,3	440,4	446,1	451,9	457,8	463,7
Wynik brutto ze sprzedaży	123,3	145,3	167,4	185,9	201,6	212,0	220,4	226,4	230,0	232,9	235,9	238,8	241,8
EBIT	26,9	34,3	39,4	48,3	51,9	54,6	57,5	59,5	60,2	60,7	61,3	61,8	62,3
EBIT MSSF 16*	-	-	-	52,9	58,9	63,1	67,0	69,6	70,9	72,1	73,1	74,2	75,2
marża brutto ze sprzedaży	52,3%	53,6%	51,9%	51,9%	51,8%	51,8%	52,1%	52,3%	52,2%	52,2%	52,2%	52,2%	52,2%
marża EBIT	11,4%	12,7%	12,2%	13,5%	13,3%	13,3%	13,6%	13,7%	13,7%	13,6%	13,6%	13,5%	13,4%
Powierzchnia sieci EoP [tys. mkw.]	8,3	8,7	9,6	10,4	10,9	11,2	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Liczba sklepów	104	115	128	139	146	150	152	153	153	153	153	153	153
śr. wielkość sklepu [mkw]	79,6	75,5	74,6	74,7	74,8	74,8	74,9	74,9	74,9	74,9	74,9	74,9	74,9
Przychód/sklep [mln PLN]	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0	3,0
Przychód/mkw [tys. PLN/m-c]	2,5	2,7	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	3,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * wyjaśnienie zmian na s.17

Analiza wrażliwości zmiany kursów walutowych na wyniki segmentu odzieżowego*

EBIT [mln PLN]	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2019P	2020P	2021P	2022P
-5%	-1,6	24,9	8,1	30,2	61,6	71,1	73,7	75,0
kurs bazowy	-2,2	23,9	6,8	28,6	57,1	62,4	62,2	63,4
+5%	-2,7	22,8	5,6	27,1	52,8	54,7	50,9	51,9

Odchylenie [mln PLN]	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2019P	2020P	2021P	2022P
-5%	0,5	1,1	1,3	1,5	4,4	8,7	11,4	11,6
kurs bazowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+5%	-0,5	-1,1	-1,3	-1,5	-4,4	-7,7	-11,3	-11,5

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

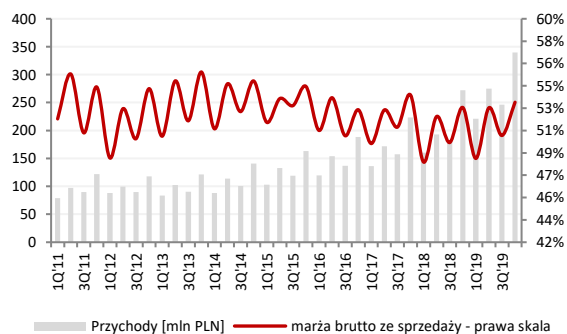
Analiza wrażliwości zmiany cen surowców na wyniki segmentu jubilerskiego*

EBIT [mln PLN]	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2019P	2020P	2021P	2022P
-5%	8,3	9,7	8,1	24,4	50,5	54,4	57,2	58,4
kurs bazowy	7,9	9,2	7,6	23,6	48,3	51,9	54,6	57,5
+5%	7,5	8,7	7,2	23,0	46,5	49,9	52,5	53,6

Odchylenie [mln PLN]	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2019P	2020P	2021P	2022P
-5%	0,4	0,5	0,4	0,8	2,2	2,4	2,6	0,8
kurs bazowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+5%	-0,4	-0,5	-0,4	-0,6	-1,8	-2,0	-2,1	-4,0

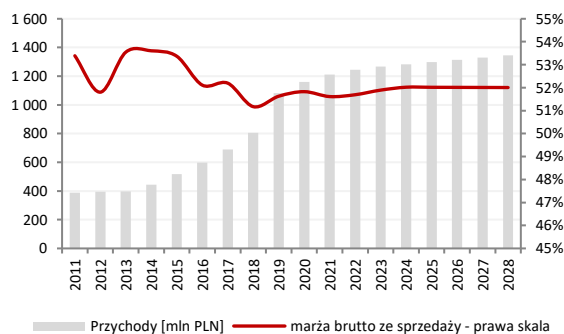
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *pozostałe założenia bez zmian

Marża brutto w ujęciu kwartalnym



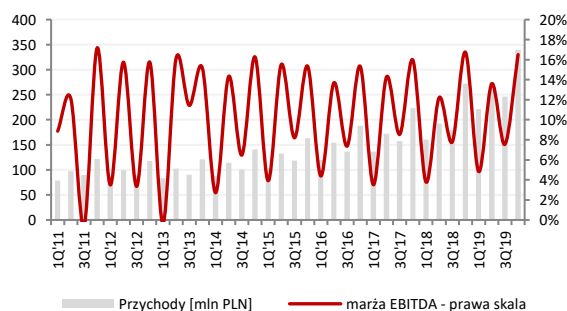
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto w ujęciu rocznym



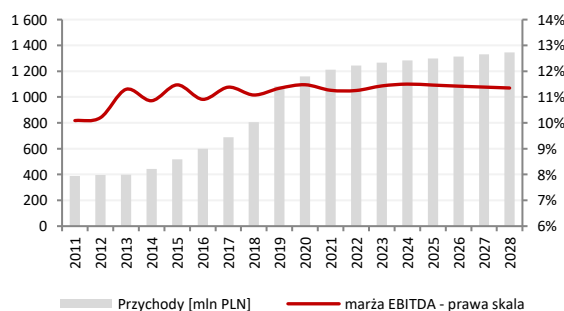
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA w ujęciu kwartalnym



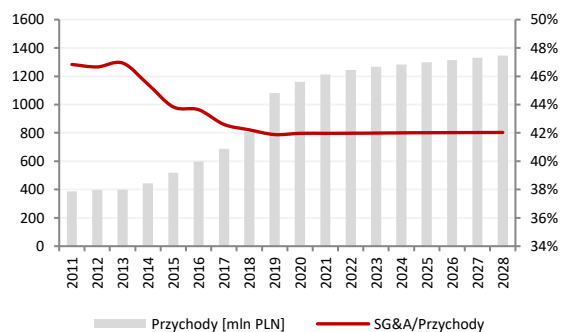
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA w ujęciu rocznym



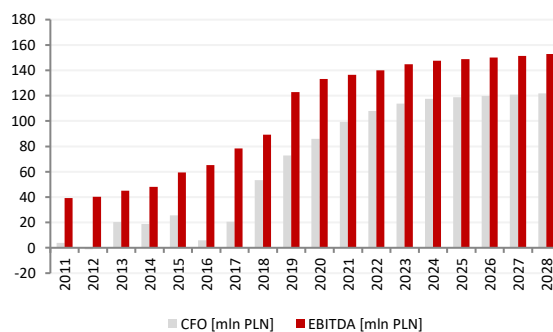
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty SG&A vs przychody



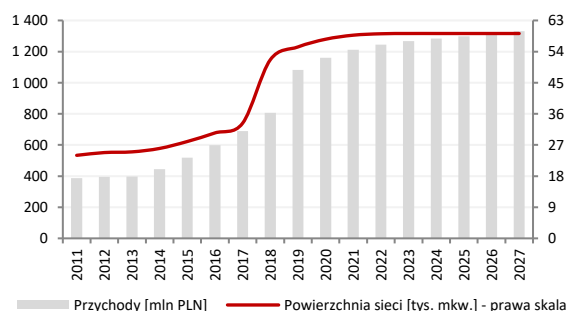
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CFO na tle EBITDA



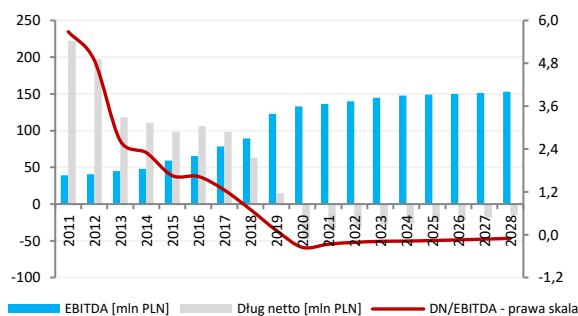
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody skonsolidowane vs powierzchnia sieci



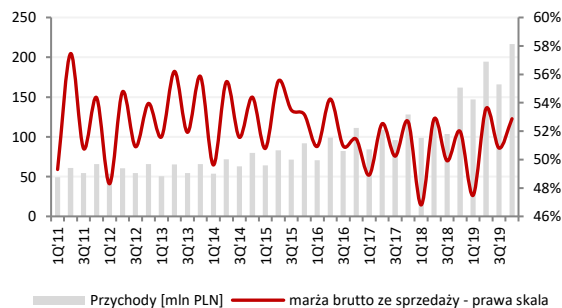
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dług netto na tle EBITDA



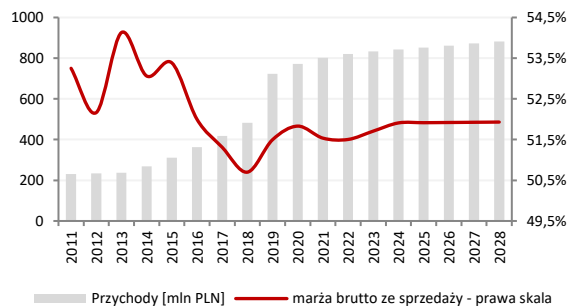
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie odzieżowym - kwartalnie



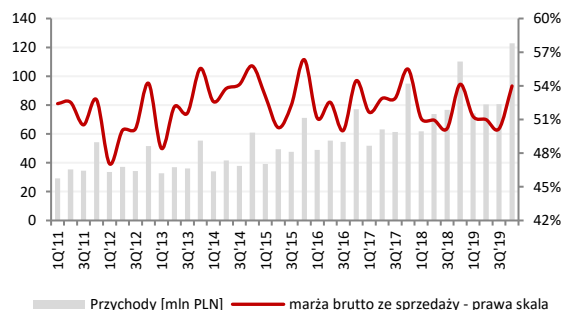
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie odzieżowym – uj. roczne



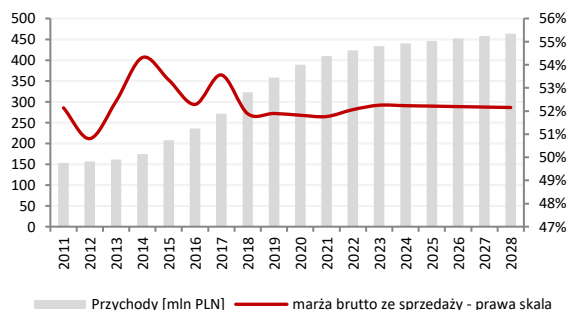
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji z lipca'18 uwzględniliśmy przede wszystkim sfinalizowanie połączenia z Bytomiem. Wzięliśmy też pod uwagę wyniki sprzedaży, które raportowała Vistula. Zaktualizowaliśmy plany rozwoju sieci oraz kursy walutowe (spółka ma ekspozycję na USD i EUR poprzez zakup towarów oraz płacone czynsze), a także zmiany w kosztach okołosklepowych (szczególnie w pozycji wynagrodzeń). Tym samym prognozujemy, że grupa osiągnie w '19 ok. 1,08 mld PLN przychodów oraz blisko 123 mln PLN EBITDA.

Zmiana założeń względem raportu z 23 lipca 2018 roku [mln PLN]

	2019 stara	2019 nowa	zmiana	2020 stara	2020 nowa	zmiana	2021 stara	2021 nowa	zmiana
Przychody	851,7	1 082,0	27,0%	901,6	1 160,2	28,7%	935,0	1 211,6	29,6%
Wynik brutto ze sprzedaży	440,4	558,6	26,8%	468,1	601,3	28,5%	484,9	625,4	29,0%
EBITDA	92,6	122,7	32,5%	100,7	134,9	33,9%	103,7	137,2	32,3%
EBITDA MSSF 16	-	223,0	-	-	242,5	-	-	249,3	-
EBIT	76,6	98,7	28,9%	84,1	110,9	31,8%	86,9	113,2	30,3%
EBIT MSSF 16	-	117,0	-	-	136,4	-	-	143,2	-
Wynik brutto	72,7	91,7	26,1%	82,3	106,8	29,8%	86,1	112,2	30,3%
Wynik netto	58,9	74,3	26,1%	66,6	86,5	29,9%	69,8	90,9	30,2%
marża brutto ze sprzedaży	51,7%	51,6%		51,9%	51,8%		51,9%	51,6%	
marża EBITDA	10,9%	11,3%		11,2%	11,6%		11,1%	11,3%	
marża EBIT	9,0%	9,1%		9,3%	9,6%		9,3%	9,3%	
marża netto	6,9%	6,9%		7,4%	7,5%		7,5%	7,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie prognoz DM BDM na tle kons. Bloomberg [mln PLN]

	2019P BDM	2019 kons.	odch.	2020P BDM	2020 kons.	odch.
Przychody	1 082,0	1 120,0	-3,4%	1 160,2	1 221,0	-5,0%
EBITDA	122,7	127,3	-3,6%	134,9	143,3	-5,9%
EBITDA MSSF 16	223,0	-	-	242,5	-	-
Wynik netto	74,3	77,0	-3,6%	86,5	89,2	-3,0%
marża EBITDA	11,3%	11,4%		11,6%	11,7%	
marża netto	6,9%	6,9%		7,5%	7,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WDROŻENIE MSSF 16

Od 1 stycznia 2019 roku grupa będzie stosowała MSSF 16, który dotyczy ujęcia wyceny, prezentacji oraz ujawnień dot. leasingu. Tym samym wszystkie transakcje leasingu będą skutkowały ujęciem w bilansie przez leasingobiorcę prawa do użytkowania aktywa oraz zobowiązania z tyt. obowiązku zapłaty. Oznacza to również wyeliminowanie podziału leasingu na operacyjny oraz finansowy, które były określone do tej pory przez MSR 17 (pierwszy był wykazywany pozabilansowo, a drugi w bilansie leasingobiorcy).

W przypadku Vistuli wdrożenie MSSF 16 będzie miało istotny wpływ na sprawozdanie finansowe, ponieważ grupa była stroną umów najmu lokali (gł. wynajem powierzchni sklepowej), które do tej pory były klasyfikowane jako leasing operacyjny. Tym samym od '19 zmianie ulegną również koszty finansowe (wzrost z powodu „pojawienia się” odsetek od zob. leasingowych), amortyzacja oraz koszty usług (zmniejszenie na skutek „wyksięgowania” kosztów najmu widocznych dotychczas w kosztach sprzedaży).

Według obliczeń, które grupa zaprezentowała w sprawozdaniu finansowym oraz prezentacji inwestorskiej za '18 wynika, że w bilansie zostaną ujęte prawa do użytkowania aktywów oraz zobowiązania z tyt. leasingu w kwocie ok. 300 mln PLN. Równocześnie dojdzie do wzrostu amortyzacji o ok. 82 mln PLN oraz kosztów odsetkowych (ok. 4 mln PLN). W rachunku przepływów pieniężnych wzrosną przepływy z działalności operacyjnej (efekt wyższej amortyzacji i zysków), wzrosną także wydatki finansowe.

Wpływ MSSF 16 na sprawozdania w '19

Sprawozdanie	Komentarz dodatkowy
Bilans	Wzrost aktywów trwałych i zobowiązań finansowych o zdyskontowaną wartość czynszów (ok. 300 mln PLN)
RZiS	Wzrost amortyzacji o ok. 82 mln PLN Wzrost kosztów odsetkowych o ok. 4 mln PLN
Cash flow	Wzrost przepływów z działalności operacyjnej (wzrost zysków i amortyzacji) Wyższy poziom wydatków finansowych

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ROZWÓJ NIEORGANICZNY

FINALIZACJA POŁĄCZENIA Z BYTOMIEM

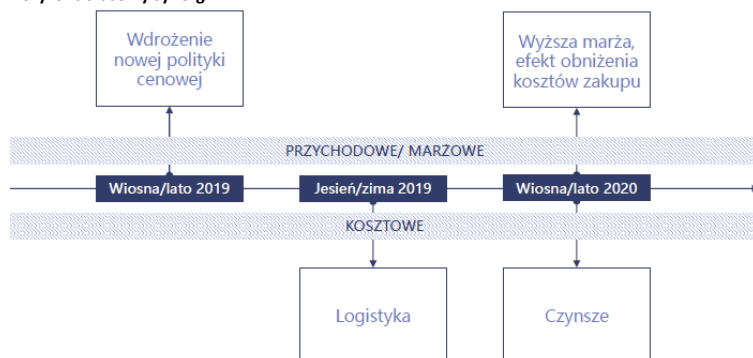
W listopadzie '18 WZA spółki wyraziło zgodę na połączenie Vistuli z Bytomiem. Vistula wyemitowała 53,3 mln akcji, które następnie zostały objęte przez dotychczasowych akcjonariuszy Bytomia. Tym samym dołączono podmiot, który w '18 wygenerował ok. 196 mln PLN sprzedaży oraz ok. 28 mln PLN EBIT (dot. sklepów), a powierzchnia handlowa powiększyła się o 15,8 tys. mkw. i 122 sklepy. Zarząd detalisty wskazał, że łącznie dostrzega potencjał do uzyskania ok. 10-12 mln PLN synergii. Zdecydowana większość, ok. 8-10 mln PLN, ma dotyczyć sfery przychodowo-marżowej. Władze grupy zakładają, że ma to być możliwe m.in. poprzez korzystniejsze warunki zakupowe oraz lepszą segmentację marek. W odniesieniu do kosztów operacyjnych detalista liczy na oszczędności na poziomie ok. 2 mln PLN na poziomie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu (przede wszystkim w obszarze logistyki i czynszów).

Obszary synergii

	Obszar synergii	Działania
Synergie przychodowo-marżowe	Zakupy	Większe wolumeny, rabaty ilościowe
		Relokacja części asortymentu do Azji
	Produkcja	Lepsze dopasowanie polityki rabatowej
		Podwyższenie marży in-take
	Zarządzanie ceną	Zmiana polityki cenowej
Synergie kosztowe	Czynsze	Niższe czynsze przy odnowieniu istniejących umów
		Większe fit-out'y ze względu na większą skalę
	Logistyka	Rabaty wolumenowe w usługach kurierskich
		Obniżenie stawek obsługi logistyki

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Horyzont czasowy synergii



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

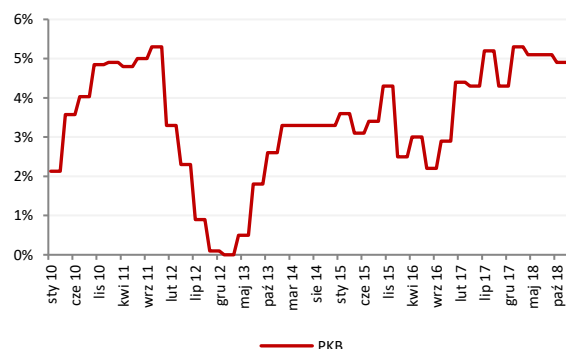
AKWIZYCJE W SEGMENTIE JUBILERSKIM

Vistula prowadzi obecnie due diligence jubilerskiej spółki Klenoty Aurum, które jest liderem rynku czeskiego. Według harmonogramu, który grupa przedstawiła w ostatniej prezentacji inwestorskiej, w 2Q'19 mają mieć miejsce negocjacje ws. zakupu, a ewentualna finalizacja może nastąpić w 3Q'19. Tym samym wyniki podmiotu byłyby konsolidowane od 4Q'19. W prezentacji zaznaczono, że „transakcja dojdzie do skutku tylko w przypadku uzyskania korzystnej ceny”. Klenoty Aurum prowadzi sieć 43 sklepów, które generują ok. 62 mln PLN przychodów ze sprzedaży.

OTOCZENIE RYNKOWE

Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 6,6% (w grudniu wyniosła +4,7% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwanie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 3,9% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą ciągle napędza rządowy program 500+. W styczniu CPI ukształtowało się na poziomie 0,9% (najniżej od grudnia'16). Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach ciągle utrzymuje się na niskich poziomach – w styczniu 6,1%. Według danych GUS, zwiększa się przeciętny poziom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Nieprzerwanie rośnie średnie wynagrodzenie, które w styczniu wyniosło ok. 4,9 tys. PLN (+7,5% r/r -6,5% m/m).

PKB



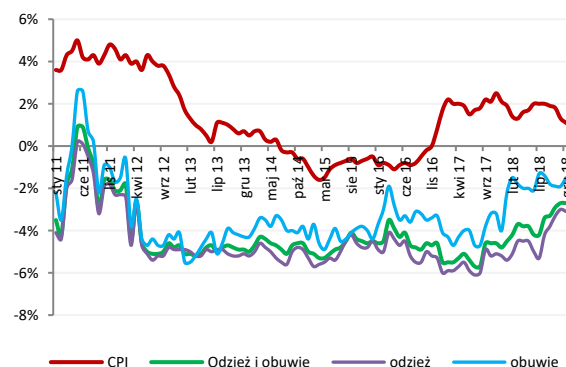
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia



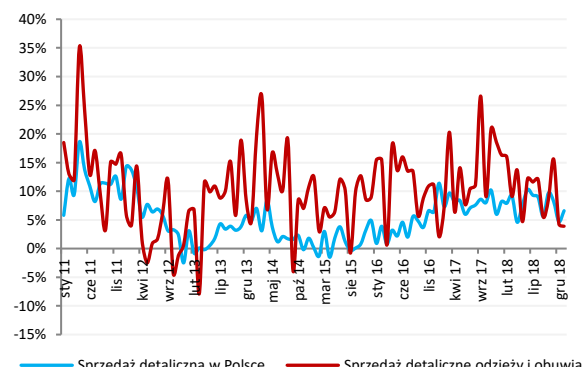
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



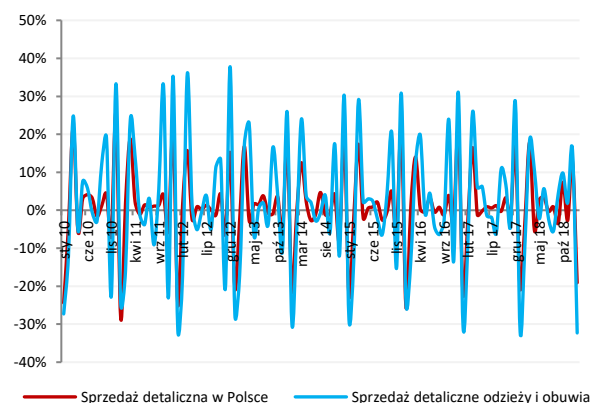
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



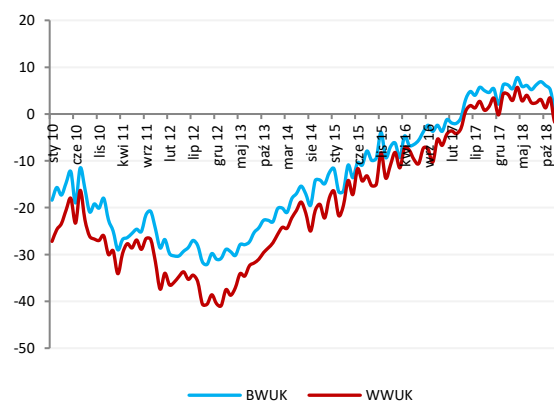
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



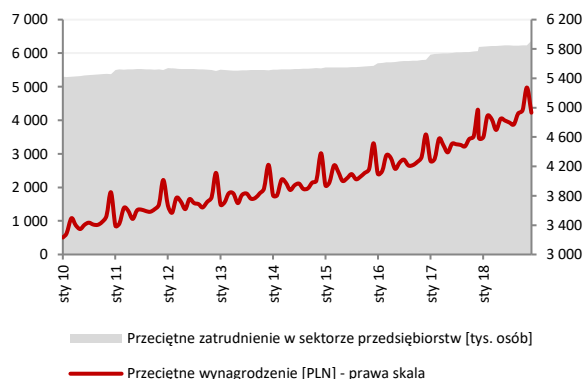
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



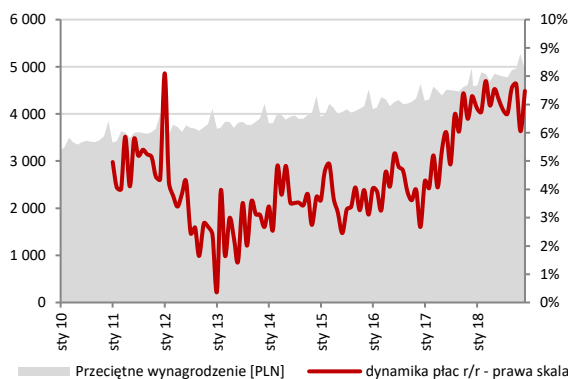
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

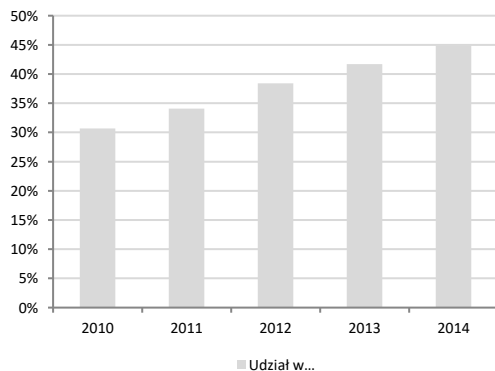
Dynamika płac [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

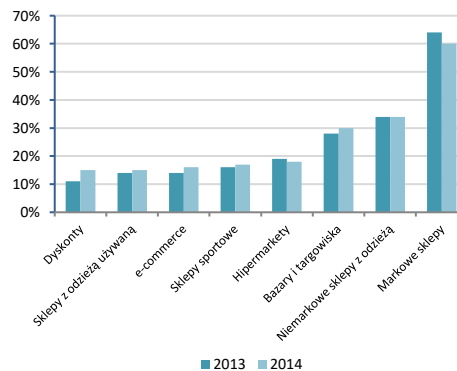
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w '17 był wart ok. 36 mld PLN i oczekuje się, że do '22 jego wartość przekroczy 43 mld PLN. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marżach. Jednocześnie ok. 45% podmiotów handlowych ocenia sytuację rynkową jako dobrą. W ostatnich latach zauważalne jest zjawisko „racjonalizacji” wydatków przez klientów, którzy coraz częściej kupują w sklepach internetowych lub centrach outletowych. W branży zauważalna jest tendencja konsolidacji – jeszcze w 2010 roku dziesięciu największych detalistów odpowiadało za ok. 31% sprzedaży na rynku, natomiast w 2014 ich udział zwiększył się do 44,9%. Mniejsze sieci skupiały się natomiast na optymalizacji, co objawiało się selektywnymi otwarciami, zamykaniem nierentownych sklepów oraz remontowaniu starszych placówek. Bardzo dobrze radziły sobie natomiast sieci dyskontowe, które rozwijały się ilościowo i wartościowo (według danych PMR obroty w dyskontach zwiększyły się o 17% względem 12% wzrostu wielkości sieci). Warto zauważyć, że zmianie ulega tendencja rozwoju. Według ankiety PMR już tylko 55% badanych podmiotów planuje dalsze rozwijanie obecnej sieci, natomiast w poprzednim badaniu plan taki miało aż 87% ankietowanych. Do ciekawych wniosków można dojść obserwując Footfall Index obrazujący natężenie ruchu w galeriach handlowych. Wskaźnik spada nieprzerwanie od 2007 roku, co potwierdza tezę migracji klientów do e-sklepów.

Udział 10 największych detalistów w rynku odzieżowym



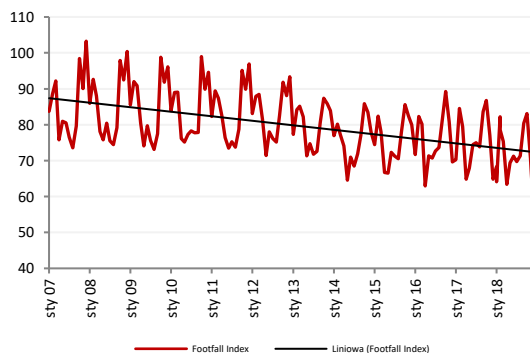
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR Research

Miejsce zakupu odzieży w Polsce w '14



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

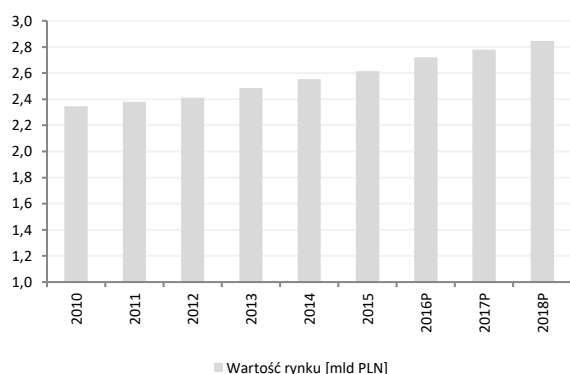
Footfall Index



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

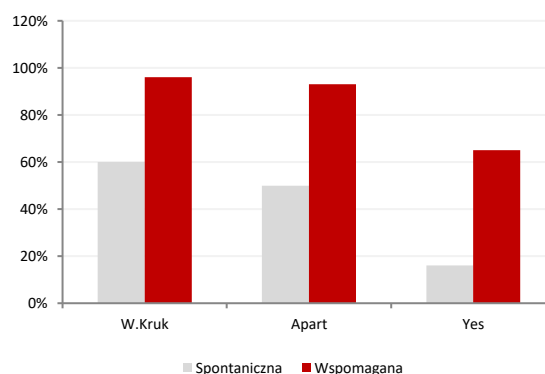
Rynek jubilerski w Polsce jest wart ok. 3 mld PLN i według Bisnode Polska rośnie o kilka procent rocznie. W branży działa obecnie ok. 11,5 tys. sklepów jubilerskich. W ostatnich latach odnotowano jednak spadek liczby małych punktów – w okresie 2012-14 zarejestrowano 2,7 tys. sklepów, a wyrejestrowano 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



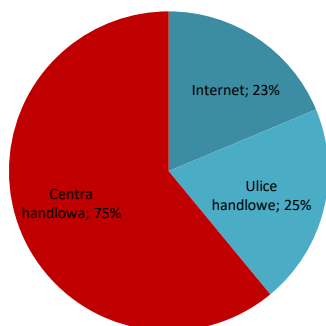
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., KPMG

Rozpoznawalność marek przez Polaków



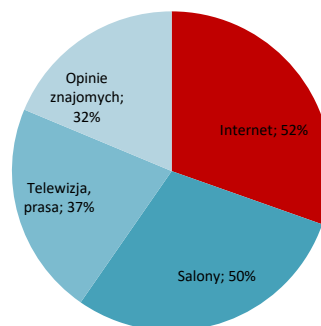
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., KPMG

Miejsce zakupu biżuterii



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., KPMG

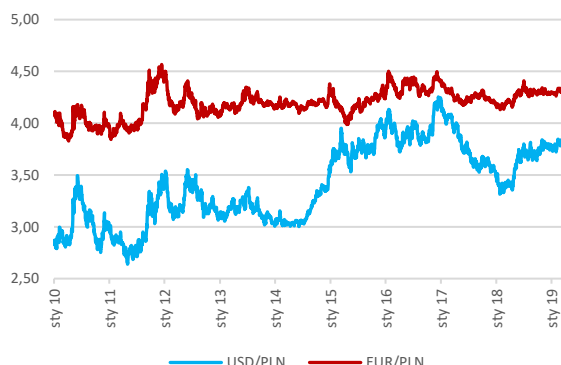
Źródła informacji o biżuterii



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



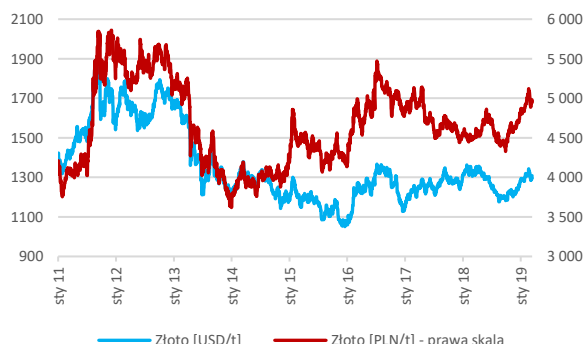
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

CHF/PLN



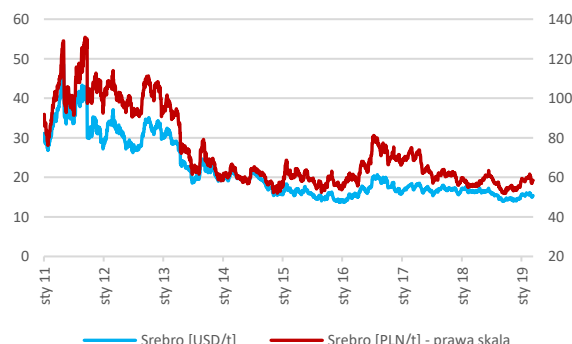
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Złoto



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Srebro



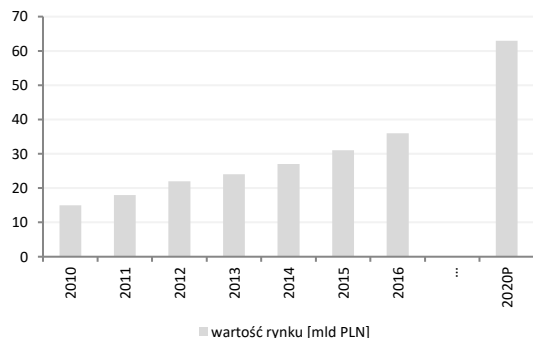
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Rynek e-commerce

Według raportu interaktywnie.com rynek e-commerce osiągnął w '17 wartość 40 mld PLN, w '18 ma wynieść 45-50 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).

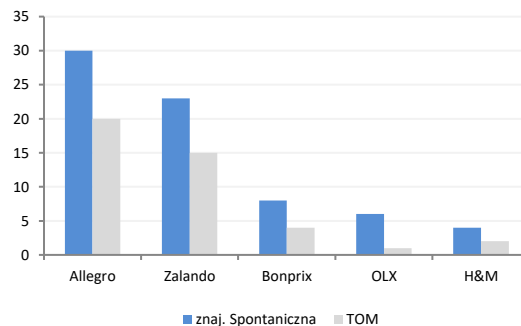
W badaniu przeprowadzonym dla ecommercepolska.pl ok. 48% internautów zadeklarowało, że dokonuje zakupów online (pozostali wskazywali, że wolą obejrzeć produkt przed zakupów oraz że preferują tradycyjne kanały sprzedaży). Co ciekawe, w rodzimych e-sklepach kupuje ok. 47% ankietowanych. Warto zwrócić uwagę, 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]



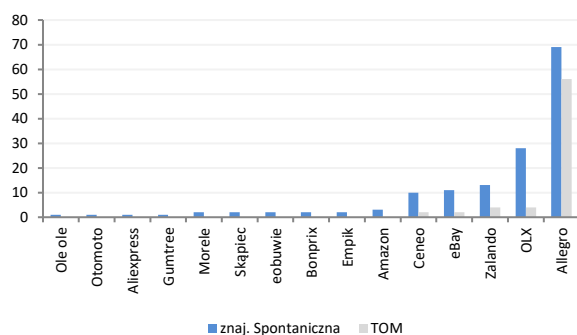
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., portal spozywczy.pl

Znajomość platform sprzedających odzież



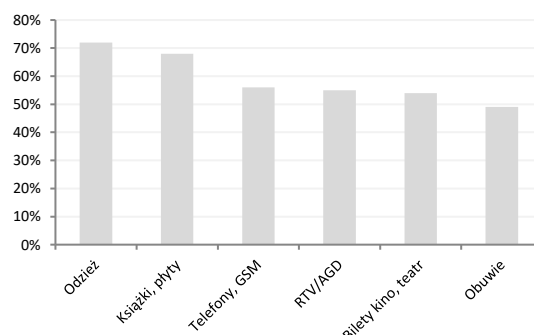
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Znajomość platform sprzedażowych ogółem



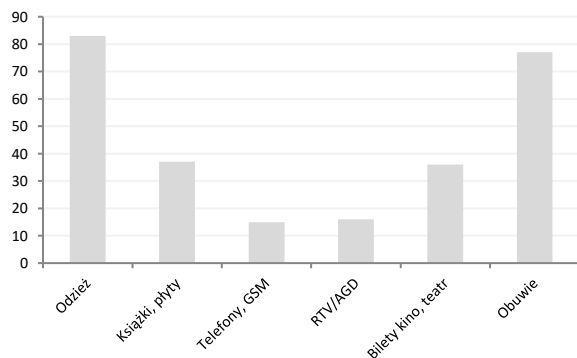
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Koszyk zakupowy



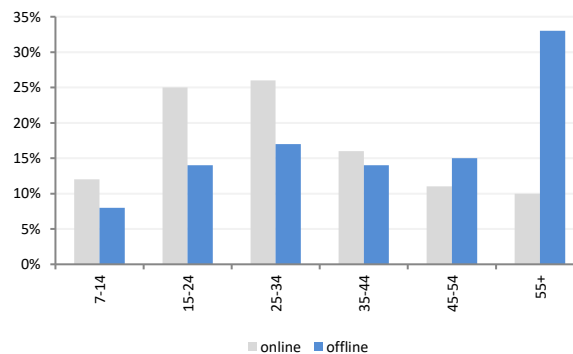
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Paragon miesięczny w wybranych kategoriach zakupowych



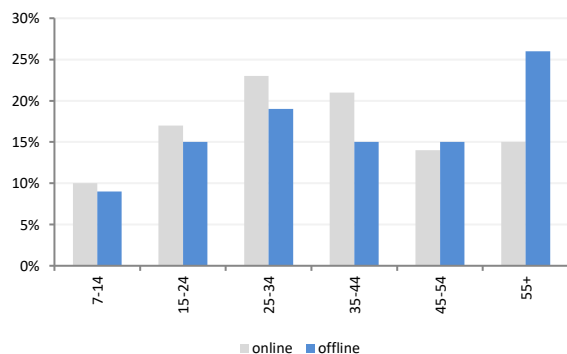
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Struktura wiekowa zakupów - kobiety



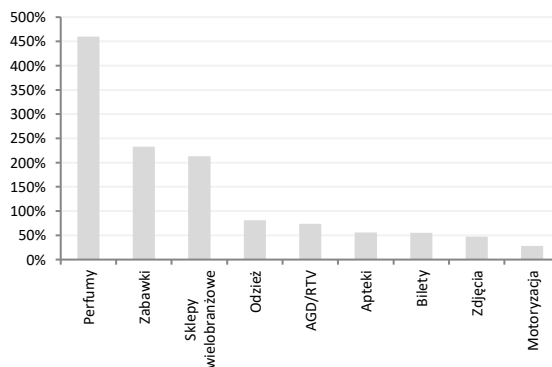
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

Struktura wiekowa zakupów - mężczyźni



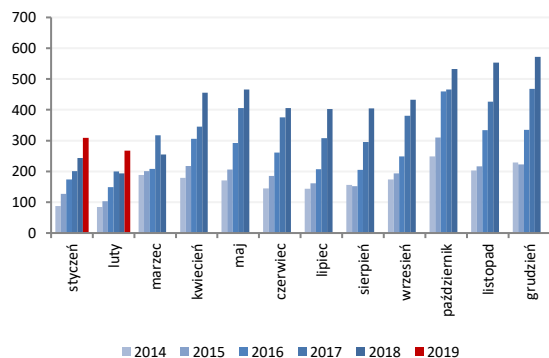
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

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

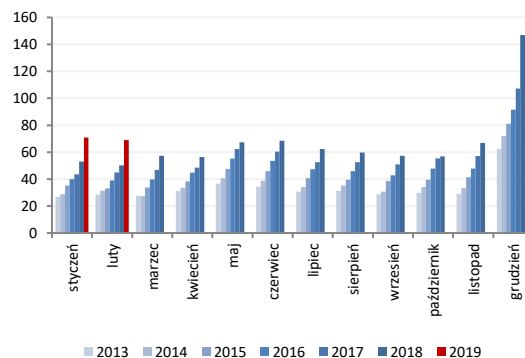


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

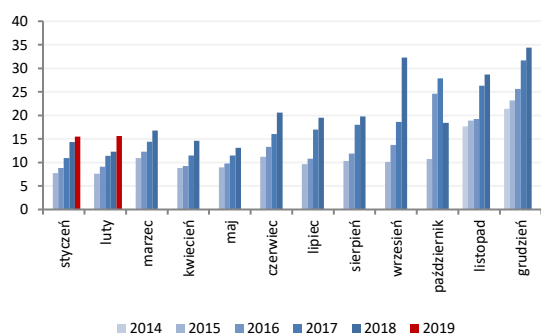
**Przychody w ujęciu miesięcznym przedstawicieli branży odzieżowej [mln PLN]
CCC**



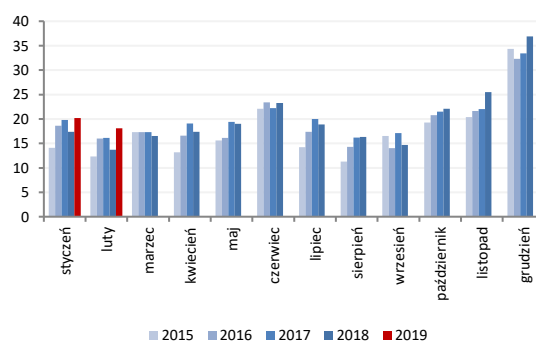
Vistula



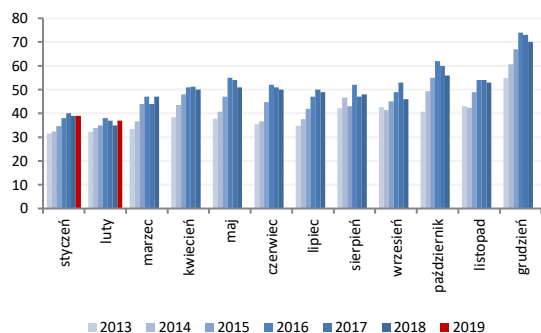
Wittchen



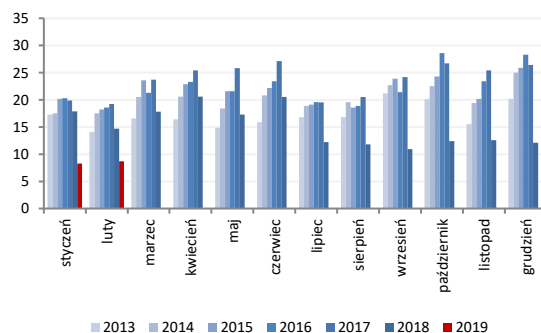
Monnari



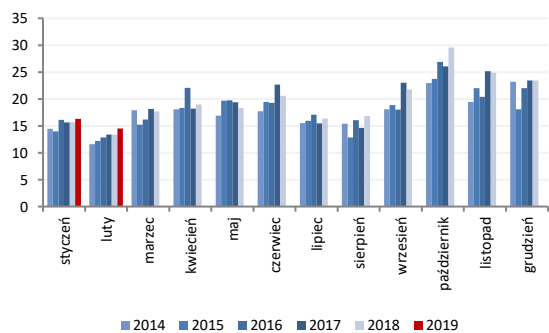
Redan



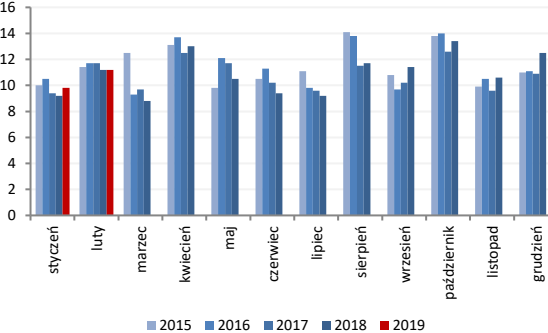
Gino Rossi



Wojas



Solar



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE

PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH

Jednym z postulatów programu wyborczego PiS było wprowadzenie podatku od sklepów wielkopowierzchniowych, który docelowo miał chronić polski handel. Pierwotna konstrukcja daniny miała objąć placówki, których powierzchnia przekraczałaby 250 mkw., a stawka płaconego podatku miała wynosić 2,0%. Taka konstrukcja spotkała się ze zdecydowanym sprzeciwem środowiska handlowego (głównym argumentem przeciw projektowi było nieadekwatne kryterium powierzchniowe – w analizach branżowych sklepy wielkopowierzchniowe mają co najmniej 400 mkw.). W ramach prac nad ustawą, Ministerstwo Finansów zdecydowało się na zmianę koncepcji. Kolejny projekt z początku lutego zakładał zróżnicowanie progów podatkowych w zależności od dnia handlu oraz od wysokości realizowanej sprzedaży w danym miesiącu.

Zróżnicowanie stawek podatku wg projektu z lutego

		Obrót miesięczny		
		<1,5 mln PLN	1,5<x<300	>300 mln PLN
Dzień tygodnia	pon.-pt.	0,0%	0,7%	1,3%
	sob.-ndz.	0,0%	1,3%	1,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

Ministerstwo Finansów zaproponowało także, aby podatkiem zostały objęte sieci franczyzowe (zgodnie z projektem daninę miałyby obliczać, pobierać i wpłacać właściciele marki) oraz segment e-commerce (w przypadku zakupu od podmiotu działającego zagranicą, przewoźnik byłby zobowiązany do uzyskania od wysyłającego oświadczenia o uiszczeniu podatku).

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

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

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

Zróżnicowanie stawek podatku wg ustawy przyjętej 6 lipca 2016

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

W połowie września '16 Komisja Europejska wszczęła postępowanie w sprawie podatku od obrotu, wzywając jednocześnie do zawieszenia jego stosowania. Zdaniem KE konstrukcja daniny może faworyzować mniejsze sklepy, co może być uznane za pomoc publiczną. Po otrzymaniu decyzji MF zdecydowało się o zawieszeniu poboru podatku i zapowiedziało prace nad nowym projektem. W dn. 15 listopada '16 sejm przegłosował ustawę o zawieszeniu obowiązywania podatku do 1 stycznia 2018 roku. Obecnie danina jest wstrzymana co najmniej do 1 stycznia '20.

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. **Finalnie wybrano koncepcję, w której handel będzie dozwolony w pierwszą i ostatnią niedzielę miesiąca oraz w dwie niedziele poprzedzające Święta Bożego Narodzenia. Zakaz obowiązuje od 1 marca 2018 roku, natomiast w 2019 i 2020 roku ma objąć „brakujące” niedziele.**

Niedziele wyłączone z handlu w 2019 roku

Miesiąc	Dzień	Liczba w m-cu	Miesiąc	Dzień	Liczba w m-cu
Styczeń	6 sty	3	Lipiec	7 lip	3
	13 sty			14 lip	
	20 sty			21 lip	
Luty	3 lut	3	Sierpień	4 sie	3
	10 lut			11 sie	
	17 lut			18 sie	
Marzec	3 mar	4	Wrzesień	1 wrz	4
	10 mar			8 wrz	
	17 mar			15 wrz	
	24 mar			22 wrz	
Kwiecień	7 kwi	2	Październik	6 paź	3
	21 kwi			13 paź	
Maj	5 maj	3	Listopad	20 paź	3
	12 maj			3 lis	
	19 maj			10 lis	
Czerwiec	2 cze	4	Grudzień	17 lis	2
	9 cze			1 gru	
	16 cze			8 gru	
	23 cze			-	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Obecnie pojawia się coraz więcej wypowiedzi ze strony rządowej, że dokonuje się przeglądu działania ustawy o ograniczeniu handlu w niedziele. W dn. 5 lutego premier Mateusz Morawiecki wskazał m.in. że „w najbliższym czasie zapadną decyzje w tej sprawie”.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	424,6	428,5	425,5	593,2	593,7	593,6	593,4	592,6	591,0	588,6	586,6	585,1	584,0	583,3
Wartość firmy	242,6	242,6	242,6	324,0	324,0	324,0	324,0	324,0	324,0	324,0	324,0	324,0	324,0	324,0
WNIP	115,2	115,0	116,2	183,2	168,7	155,7	142,8	129,9	117,2	104,6	92,2	79,9	67,8	55,7
RzAT	57,0	61,3	59,4	78,0	93,1	106,0	118,7	130,7	141,8	152,0	162,5	173,2	184,2	195,6
Pozostałe aktywa trwałe	9,9	9,5	7,3	8,0	7,9	7,9	7,9	8,0	8,0	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
Aktywa obrotowe	272,7	323,0	354,0	520,1	603,0	685,2	680,3	671,7	662,1	669,1	674,0	678,4	682,5	687,0
Zapasy	240,6	284,0	315,3	460,8	505,8	542,4	566,4	581,8	592,0	599,8	607,0	614,3	621,7	629,2
Należności z tyt. dostaw	15,2	21,0	20,2	23,9	26,3	28,2	29,5	30,3	30,8	31,2	31,6	32,0	32,4	32,8
Gotówka	15,6	16,8	17,1	33,5	69,0	112,8	82,6	57,6	37,4	36,2	33,5	30,3	26,6	23,2
Pozostałe aktywa obrotowe	1,4	1,3	1,4	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Aktywa razem	697,3	751,5	779,5	1113,4	1196,8	1278,9	1273,7	1264,3	1253,1	1257,7	1260,6	1263,6	1266,5	1270,3
Kapitał własny	458,5	494,4	542,5	805,1	879,4	965,9	970,2	973,9	976,2	978,7	979,9	981,0	982,2	983,3
Zobowiązania długoterminowe	101,1	95,1	85,3	76,8	72,6	55,9	39,3	22,7	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Zobowiązania finansowe	98,1	91,9	82,1	70,8	66,5	49,9	33,3	16,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zob. długoterminowe	3,0	3,2	3,2	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Zobowiązania krótkoterminowe	137,7	162,0	151,7	231,5	244,9	257,0	264,2	267,8	270,9	273,0	274,7	276,5	278,3	280,9
Zob. z tyt. dostaw	114,9	121,2	108,8	192,8	214,9	230,4	240,9	247,8	252,3	255,6	258,7	261,8	265,0	268,2
Zob. finansowe	15,7	31,4	32,9	25,9	17,2	13,8	10,5	7,2	5,9	4,6	3,2	1,9	0,6	0,0
Pozostałe zob. krótkoterminowe	7,1	9,4	9,9	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8
Pasywa razem	697,3	751,5	779,5	1113,4	1196,8	1278,9	1273,7	1264,3	1253,1	1257,7	1260,6	1263,6	1266,5	1270,3
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	517,7	598,6	688,5	805,7	1082,0	1160,2	1211,6	1244,7	1266,4	1283,1	1298,6	1314,2	1330,0	1346,0
Koszty produktów, towarów i materiałów	241,4	286,7	329,1	393,4	523,4	558,9	586,3	601,3	609,2	615,7	623,1	630,6	638,3	646,0
Zysk brutto ze sprzedaży	276,3	311,9	359,4	412,3	558,6	601,3	625,4	643,4	657,2	667,5	675,5	683,6	691,7	700,0
Koszty sprzedaży	174,1	205,1	230,5	272,8	363,1	382,7	399,7	410,7	417,9	423,6	428,8	434,0	439,3	444,7
Koszty zarządu	52,8	56,1	62,8	67,3	90,1	104,2	108,8	111,8	113,8	115,4	116,8	118,2	119,6	121,1
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2,4	0,3	-2,6	0,1	-6,7	-3,5	-3,6	-3,7	-3,8	-3,8	-3,9	-3,9	-4,0	-4,0
EBITDA	59,4	65,3	78,4	89,3	122,7	134,9	137,2	141,2	145,6	148,4	149,6	150,8	152,0	153,3
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	223,0	242,5	249,3	256,0	262,1	266,2	268,5	270,9	273,4	275,9
EBIT	46,9	51,1	62,8	71,9	98,7	110,9	113,2	117,2	121,7	124,6	126,0	127,4	128,8	130,2
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	117,0	136,4	143,2	150,1	156,5	161,2	164,5	167,7	170,8	173,8
Saldo działalności finansowej	-11,2	-6,6	-7,8	-6,2	-7,0	-4,0	-1,0	-0,6	-2,1	-2,0	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
Zysk (strata) brutto	35,7	44,4	55,0	65,7	91,7	106,8	112,2	116,6	119,5	122,7	124,1	125,5	126,9	128,3
Zysk (strata) netto	28,2	35,2	43,2	53,6	74,3	86,5	90,9	94,5	96,8	99,4	100,5	101,7	102,8	103,9
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	25,7	6,0	20,5	53,5	72,9	87,6	100,1	109,1	114,6	118,3	119,5	120,5	121,4	122,4
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-12,6	-18,0	-15,3	-18,6	-24,5	-23,9	-23,8	-23,2	-22,3	-21,3	-21,6	-21,8	-22,1	-22,4
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-10,7	13,2	-5,0	-17,8	-12,9	-20,0	-106,5	-110,8	-112,4	-98,1	-100,7	-101,8	-103,0	-103,4
Przepływy pieniężne netto	2,4	1,3	0,3	17,1	35,5	43,8	-30,2	-24,9	-20,2	-1,2	-2,7	-3,2	-3,7	-3,4
Środki pieniężne na początek okresu	13,2	15,6	16,8	16,4	33,5	69,0	112,8	82,6	57,6	37,4	36,2	33,5	30,3	26,6
Środki pieniężne na koniec okresu	15,6	16,8	17,1	33,5	69,0	112,8	82,6	57,6	37,4	36,2	33,5	30,3	26,6	23,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	16,8%	15,6%	15,0%	17,0%	34,3%	7,2%	4,4%	2,7%	1,7%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
EBITDA zmiana r/r	23,4%	10,0%	20,0%	13,9%	37,5%	9,9%	1,7%	2,9%	3,1%	1,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%
EBIT zmiana r/r	27,4%	9,0%	23,0%	14,5%	37,3%	12,3%	2,1%	3,5%	3,8%	2,5%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Zysk netto zmiana r/r	39,1%	24,7%	22,8%	24,0%	38,6%	16,5%	5,0%	4,0%	2,5%	2,6%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%
Marża brutto na sprzedaży	53,6%	53,4%	52,1%	52,2%	51,2%	51,6%	51,8%	51,6%	51,7%	51,9%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%
Marża EBITDA	10,9%	11,5%	10,9%	11,4%	11,1%	11,3%	11,6%	11,3%	11,3%	11,5%	11,6%	11,5%	11,5%	11,4%
Marża EBIT	8,3%	9,1%	8,5%	9,1%	8,9%	9,1%	9,6%	9,3%	9,4%	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
Marża brutto	5,7%	6,9%	7,4%	8,0%	8,2%	8,5%	9,2%	9,3%	9,4%	9,4%	9,6%	9,6%	9,5%	9,5%
Marża netto	4,6%	5,5%	5,9%	6,3%	6,6%	6,9%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
ROE	6,2%	7,1%	8,0%	6,7%	8,4%	9,0%	9,4%	9,7%	9,9%	10,2%	10,3%	10,4%	10,5%	10,6%
ROA	4,0%	4,7%	5,5%	4,8%	6,2%	6,8%	7,1%	7,5%	7,7%	7,9%	8,0%	8,0%	8,1%	8,2%
Dług	113,7	123,3	115,1	96,6	83,7	63,7	43,8	23,8	5,9	4,6	3,2	1,9	0,6	0,0
D/(D+E)	19,9%	20,0%	17,5%	10,7%	8,7%	6,2%	4,3%	2,4%	0,6%	0,5%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%
D/E	24,8%	24,9%	21,2%	12,0%	9,5%	6,6%	4,5%	2,4%	0,6%	0,5%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%
Odsetki / EBIT	-28,7%	-17,7%	-15,4%	-9,9%	-7,4%	-4,6%	-2,4%	-1,5%	-2,5%	-2,0%	-1,9%	-1,9%	-1,8%	-1,8%
Dług / Kapitał własny	24,8%	24,9%	21,2%	12,0%	9,5%	6,6%	4,5%	2,4%	0,6%	0,5%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%
Dług netto	98,2	106,5	98,0	63,1	14,7	-49,0	-38,8	-33,8	-31,5	-31,7	-30,3	-28,3	-26,0	-23,2
Dług netto / Kapitał własny	0,2x	0,2x	0,2x	0,1x	0,0x	-0,1x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Dług netto / EBITDA	1,7x	1,6x	1,3x	0,7x	0,1x	-0,4x	-0,3x	-0,2x	-0,2x	-0,2x	-0,2x	-0,2x	-0,2x	-0,2x
Dług netto / EBIT	2,1x	2,1x	1,6x	0,9x	0,1x	-0,4x	-0,3x	-0,3x	-0,3x	-0,3x	-0,2x	-0,2x	-0,2x	-0,2x
EV	1094,6	1103,0	1094,4	1059,6	1011,1	947,4	957,7	962,6	964,9	964,8	966,2	968,1	970,5	973,3
Dług / EV	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
CAPEX / Przychody	2,9%	3,3%	2,9%	2,5%	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
CAPEX / Amortyzacja	119,1%	136,8%	130,0%	115,3%	102,0%	99,6%	99,0%	96,7%	93,3%	89,8%	91,7%	93,5%	95,2%	96,8%
Amortyzacja / Przychody	2,4%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%
Zmiana KO / Przychody	-2,7%	-7,2%	-6,2%	-8,1%	-2,3%	-2,0%	-1,2%	-0,8%	-0,5%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-18,9%	-53,0%	-47,7%	-55,7%	-9,2%	-29,3%	-28,8%	-28,4%	-28,5%	-29,0%	-29,2%	-29,2%	-29,2%	-29,2%
Wskaźniki rynkowe*	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S	1,9x	1,7x	1,4x	1,2x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x
P/E	35,3x	28,3x	23,1x	18,6x	13,4x	11,5x	11,0x	10,5x	10,3x	10,0x	9,9x	9,8x	9,7x	9,6x
P/BV	2,2x	2,0x	1,8x	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x
P/CE	35,3x	28,3x	23,0x	18,6x	13,4x	11,5x	11,0x	10,5x	10,3x	10,0x	9,9x	9,8x	9,7x	9,6x
EV/EBITDA	18,4x	16,9x	14,0x	11,9x	8,2x	7,0x	7,0x	6,8x	6,6x	6,5x	6,5x	6,4x	6,4x	6,3x
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	5,9x	5,2x	5,1x	5,0x	4,9x	4,8x	4,8x	4,8x	4,8x	4,7x
EV/EBIT	23,4x	21,6x	17,4x	14,7x	10,2x	8,5x	8,5x	8,2x	7,9x	7,7x	7,7x	7,6x	7,5x	7,5x
EV/EBIT MSSF 16	-	-	-	-	11,2x	9,2x	8,8x	8,5x	8,2x	8,0x	7,8x	7,7x	7,6x	7,5x
EV/S	2,1x	1,8x	1,6x	1,3x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x
BVPS	2,0	2,1	2,3	3,4	3,8	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
EPS	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
CEPS	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	86,5	90,9	94,5	96,8	99,4	100,5	101,7	102,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,37	0,39	0,40	0,41	0,42	0,43	0,43	0,44
Dyid	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,7%	9,1%	9,5%	9,7%	10,0%	10,1%	10,2%	10,3%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 4,25 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Pado

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

Analitik rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny, energetyka

Adrian Górniak

Analitik rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Krzysztof Tkocz

Młodszy analitik rynku akcji
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
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
Akumuluj	4,79	Redukuj	4,08	25.03.2019	11:57 CEST	4,25	60 097
Redukuj	4,08	Redukuj	4,48	23.07.2018	12:35 CEST	4,30	57 303
Redukuj	4,48	Kupuj	3,87	17.05.2018	10:39 CEST	4,95	59 791
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 (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena 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.

Siłne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'19*:			, 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	23%	0	0%
Akumuluj	2	15%	0	0%
Trzymaj	2	15%	0	0%
Redukuj	6	46%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując 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 dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 25.03.2019 roku (11:57 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 28.03.2019 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 wczytane 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 nie trafne. 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 zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 25.03.2019 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.