



Dom Maklerski BDM S.A.

VRG

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRIEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 4,2 PLN

22 KWIETNIA 2021, 07:45 CEST

Wydajemy zalecenie KUPUJ dla akcji VRG i ustalamy cenę docelową na poziomie 4,2 PLN/walor (+29% potencjału). Spodziewamy się, że wraz luzowaniem obostrzeń, spółka zacznie odbudowywać sprzedaż w sklepach stacjonarnych (wolniej w części odzieżowej) oraz poprawi marżę brutto, co przełoży się na znaczący wzrost EBITDA i zysku netto w latach 2021-22. Doceniamy silny bilans, prowadzoną optymalizację kapitału obrotowego, ugruntowany e-commerce (zakładamy utrzymanie ok. 20% udziału w przychodach grupy) i rozwój części jubilerskiej (lepsze zachowanie w czasie pandemii). Zwracamy także uwagę na prowadzone prace nad aktualizacją strategii, o czym wspominał w liście do akcjonariuszy prezes Jaworski, oraz dyskonto względem grupy porównawczej (średnio ok. 30% dla EV/EBITDA w kolejnych latach).

Poprawa wyników w kolejnych kwartałach. Rok 2020 był obciążony negatywnym wpływem pandemii. Odczyty sprzedażowe i marżowe w lutym/marcu'21 (zniesione obostrzenia) napawają nas optymizmem co do przyszłych okresów i ścieżki odbudowy wyników w kolejnych miesiącach. Liczymy, że w '21 VRG wypracuje ok. 173 mln PLN EBITDA (8% poniżej konsensusu Bloomberg) i 46 mln PLN zysku netto.

Ambitne cele na '21. Przy okazji publikacji wyników za '20, zarząd nakreślił cele na bieżący rok. Poza poprawą sprzedaży w sklepach, władze spółki liczą na odbudowę marży brutto (mniej promocji) i zachowanie dyscypliny kosztowej. Grupa planuje zoptymalizować sieć odzieżową (nierentowne sklepy) i rozwinąć część jubilerską (wzrost powierzchni o 7% r/r). Kontynuowana ma być praca na asortymentem oraz kapitałem obrotowym.

Dojrzewający e-commerce. Kanał internetowy od dłuższego czasu prezentował wysokie dynamiki sprzedaży i rosnący udział w przychodach spółki. Już w '19 udział internetu wynosił ok. 14%, a w '20 ponad 24% (wpływ COVID-19 na branżę). Liczymy, że pomimo odbudowy przychodów stacjonarnych, kanał on-line podtrzyma ok. 20% udział w sprzedaży.

Silny bilans. Pomimo negatywnego wpływu pandemii na wyniki spółki w poprzednich okresach, zarządowi udało się zachować bezpieczną pozycję gotówkową (DN/EBITDA MSR 17 po 4Q'20 na poziomie 1,0x). W bieżącym roku oczekujemy kontynuacji pozytywnych trendów w tym zakresie.

Atrakcyjna wycena mnożnikowa. Spółka jest notowana z 20-30% dyskontem względem grupy porównawczej, zarówno dla P/E, jak i EV/EBITDA w najbliższych latach (nasze prognozy są konserwatywne względem konsensusu). Biorąc pod uwagę oczekiwaną zdecydowaną poprawę wyników, silny bilans i pozycję rynkową portfolio marek, uważamy że tak duże dyskonto jest nieuzasadnione.

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	805,7	1 068,3	853,7	993,3	1 094,1	1 133,4	1 160,5
EBITDA MSSF16 [mln PLN]	89,3	198,5	98,4	173,5	191,4	196,7	200,6
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	89,3	111,1	23,4	87,9	104,2	108,9	112,8
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	71,9	87,5	-11,9	67,5	85,3	90,0	93,5
Wynik netto [mln PLN]	53,6	64,0	-48,2	45,8	60,1	64,3	67,4
P/E	14,1x	11,8x	-	16,5x	12,6x	11,8x	11,2x
EV/EBITDA MSSF 16	9,3x	5,5x	11,6x	6,4x	5,7x	5,4x	5,2x
EV/EBITDA MSR 17	9,2x	7,4x	33,3x	9,1x	7,4x	6,9x	6,3x
EV/EBIT MSSF 16	11,5x	12,5x	-	16,5x	12,8x	11,9x	11,1x
P/BV	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13	0,14

Wycena końcowa [PLN]	4,2
Potencjał do wzrostu / spadku	29%
Koszt kapitału	8,0%
Cena rynkowa [PLN]	3,2
Kapitalizacja [mln PLN]	757,3
Ilość akcji [mln szt.]	234,5

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	3,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	2,0

Stopa zwrotu za 3 mc	+30%
Stopa zwrotu za 6 mc	+52%
Stopa zwrotu za 9 mc	+42%

Akcjonariat (% głosów):	
Ipopema TFI	21%
PZU OFE	15%
NN OFE	14%
J. Mazgaj	10%
Forum TFI	8%
Pozostałe	32%

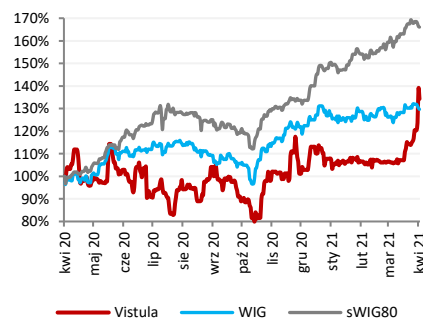
Adrian Górniak

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:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA DCF	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ	7
WYNIKI ZA 4Q'20.....	9
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	12
OTOCZENIE RYNKOWE	16
RYNEK E-COMMERCE	19

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników (mln PLN)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	806	1 068	854	993	1 094	1 133	1 160
COGS	-393	-512	-436	-483	-534	-554	-567
WYNIK BRUTTO ZE SPRZEDAŻY	412	556	417	511	560	580	594
Koszty sprzedaży	-273	-383	-340	-354	-384	-396	-404
Koszty zarządu	-67	-86	-77	-79	-86	-88	-90
WYNIK NETTO ZE SPRZEDAŻY	72	87	1	78	90	96	99
PPO	5	5	16	9	16	17	17
PKO	5	5	28	16	18	18	19
EBITDA MSSF 16	89	198	98	173	191	197	201
EBIT MSSF 16	72	87	-12	67	85	90	93
Przychody finansowe	1	15	12	0	1	1	1
Koszty finansowe	-7	-23	-48	-11	-12	-12	-11
WYNIK BRUTTO	66	79	-48	57	74	79	83
Podatek	-12	-15	0	-11	-14	-15	-16
WYNIK NETTO	54	64	-48	46	60	64	67

Bilans (mln PLN)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	593	847	890	887	886	885	883
Rzeczowe aktywa trwałe	78	72	61	73	84	96	106
Prawo do użytkowania aktywów	0	266	313	315	318	321	324
Poz. aktywa trwałe	515	509	516	499	484	468	453
Aktywa obrotowe	520	584	568	583	657	693	728
Zapasy	461	536	506	520	573	593	607
Należności handlowe	24	20	13	15	17	18	18
Środki pieniężne i ekwiwalenty	34	25	49	47	66	82	102
Poz. aktywa obrotowe	2	3	0	0	0	0	0
Aktywa razem	1 113	1 431	1 458	1 470	1 543	1 578	1 611

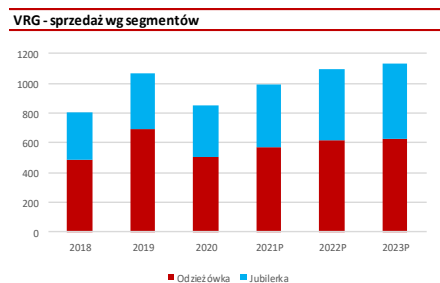
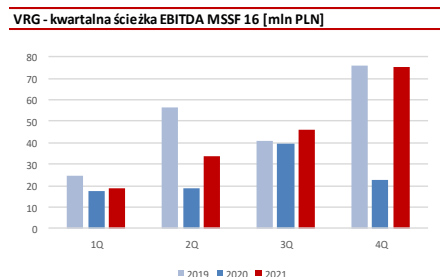
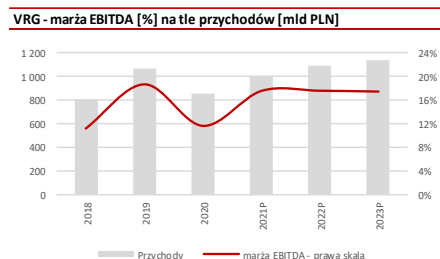
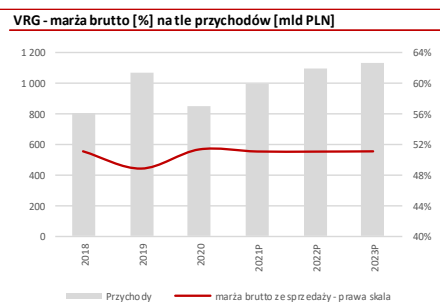
Kapitał własny	805	863	815	861	921	955	990
Zobowiązania długoterminowe	77	243	307	358	356	355	353
Zob. oprocentowane	74	242	306	356	355	353	351
Poz. zob. długoterminowe	2	1	2	2	2	2	2
Zobowiązania krótkoterminowe	231	325	336	252	266	268	268
Zob. oprocentowane	28	122	123	50	44	39	33
Zobowiązania handlowe	193	192	203	191	211	219	225
Poz. zob. krótkoterminowe	11	11	10	10	10	10	10
Pasywa razem	1 113	1 431	1 458	1 470	1 543	1 578	1 611

Cash Flow (mln PLN)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z dział. operacyjnej	54	109	143	124	132	158	165
Kapitał obrotowy	-65	-72	47	-28	-34	-13	-9
Przepływy z dział. inwestycyjnej	-19	-17	-16	-18	-18	-18	-17
CAPEX	-20	-26	-17	-18	-18	-18	-17
Przepływy z dział. finansowej	-18	-100	-104	-108	-94	-125	-128
Dywidenda	0	0	0	0	0	-30	-32
Zmiana środków pieniężnych	17	-8	24	-2	20	15	21
Środki pieniężne EoP	34	25	49	47	66	82	102

Dynamiki (%)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	17%	33%	-20%	16%	10%	4%	2%
EBITDA	14%	122%	-50%	76%	10%	3%	2%
EBIT	14%	22%	-	-	26%	6%	4%
Zysk netto	24%	19%	-	-	31%	7%	5%

Wybrane dane i wskaźniki	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Liczba akcji (mln)	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5
P/E (x)*	14,1x	11,8x	-	16,5x	12,6x	11,8x	11,2x
EV/EBITDA (x)*	9,3x	5,5x	11,6x	6,4x	5,7x	5,4x	5,2x
P/BV (x)*	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13	0,14
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%	4,2%
ROE (%)	6,7%	7,4%	-	5,3%	6,5%	6,7%	6,8%
ROA (%)	4,8%	4,5%	-	3,1%	3,9%	4,1%	4,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 3,2 PLN



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

- 1) Wpływ COVID-19
- 2) Ryzyko kursowe
- 3) Ryzyko rozbudowy sieci
- 4) Rozwój e-commerce
- 5) Zmian legislacyjnych (podatek od obrotu, zakaz handlu w niedzielę)
- 6) Konkurencja rynkowa
- 7) Sezonowość wyników
- 8) Ryzyko nietrafionych kolekcji

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny LPP dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 80% wagi, natomiast analizie porównawczej 20%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 3,9 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 5,2 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 974 mln PLN, czyli **4,2 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		PLN	mln PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	3,9	913	21%
B	Wycena porównawcza	5,2	1 221	61%
C = (80%*A + 20%*B)		4,2	974	29%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 (na poziomie 3%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1.

Główne założenia modelu:

- Spodziewamy się, że wraz ze znoszeniem obostrzeń covidowych, wyniki grupy ulegną w '21 znaczącej poprawie. Prognozujemy, że w bieżącym roku VRG wypracuje 993 mln PLN przychodów, ok. 174 mln PLN EBITDA MSSF 16 oraz 46 mln PLN zysku netto. W '22 spodziewamy się odpowiednio 1,1 mld PLN, 191 mln PLN i 60 mln PLN.
- Podstawowe założenia dla wyników segmentów:

Założenia dla segmentów

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Część odzieżowa						
Przychody [mln PLN]	483,1	692,3	501,4	567,1	616,8	627,1
Vistula	268,7	286,3	196,3	223,7	244,4	249,1
Wólczańska	116,3	125,9	99,2	113,5	124,9	127,3
Deni Cler	43,8	46,7	37,5	42,6	45,5	46,1
Bytom	24,3	198,2	147,0	164,4	177,1	179,4
Marża brutto ze sprz. [%]	50,7%	51,7%	47,2%	50,0%	49,5%	49,5%
Przychód z mkw./m-c [tys. PLN]	1,2	1,3	1,0	1,1	1,2	1,2
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	42,1	43,7	42,0	42,9	43,2	43,2
Liczba sklepów	440	451	427	437	441	441
Część jubilerska						
Przychody [mln PLN]	322,6	375,9	352,3	426,2	477,3	506,2
Marża brutto ze sprz. [%]	51,9%	52,7%	51,3%	53,3%	53,2%	53,2%
Przychód z mkw./m-c [tys. PLN]	2,95	3,10	2,71	3,11	3,30	3,38
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	9,6	10,6	11,0	11,8	12,3	12,6
Liczba sklepów	128	139	143	153	160	164

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Spodziewamy się, że w latach 2021-22 Vistula nie wypłaci dywidendy. Oczekujemy jednak, że po zoptymalizowaniu biznesu i odbudowie wyników, zarząd będzie rekomendował podział zysku z akcjonariuszami (o ile nie będą miały miejsca akwizycje).
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- 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 2030 roku na poziomie 2,0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2030 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 234,5 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 22.04.2021 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki VRG na poziomie 913 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 3,9 PLN.

Model DCF

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	993,3	1 094,1	1 133,4	1 160,5	1 181,9	1 203,7	1 226,0	1 248,7	1 271,9	1 295,6
EBIT [mln PLN]	67,5	85,3	90,0	93,5	96,1	98,9	101,9	105,0	108,3	111,8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	12,8	16,2	17,1	17,8	18,3	18,8	19,4	20,0	20,6	21,2
NOPLAT [mln PLN]	54,7	69,1	72,9	75,7	77,8	80,1	82,5	85,1	87,8	90,5
Amortyzacja [mln PLN]	106,0	106,1	106,6	107,1	107,3	107,3	107,2	107,2	107,1	107,0
-w tym amortyzacja MSSF 16	83,5	83,7	84,7	85,5	86,1	86,6	86,9	87,1	87,3	87,4
CAPEX [mln PLN]	-103,2	-105,4	-105,5	-104,8	-103,9	-104,2	-104,5	-104,8	-105,2	-105,5
-w tym opłaty leasingowe MSSF 16	-85,6	-87,2	-87,8	-87,8	-87,8	-87,8	-87,8	-87,8	-87,8	-87,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-28,0	-34,2	-12,8	-9,0	-7,2	-7,3	-7,5	-7,6	-7,8	-7,9
FCF [mln PLN]	29,5	35,5	61,2	69,0	74,0	75,8	77,7	79,7	81,9	84,1
DFCF [mln PLN]	28,2	31,8	51,1	53,9	54,0	51,7	49,5	47,4	45,4	43,5
Suma DFCF [mln PLN]	456,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 615,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	836,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 292,8									
Dług netto 2020 [mln PLN]	379,9									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	912,8									
Ilość akcji [tys.]	234,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	3,9									

Przychody zmiana r/r	16,3%	10,1%	3,6%	2,4%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBIT zmiana r/r	-666,1%	26,4%	5,5%	3,8%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%	3,2%	3,2%
FCF zmiana r/r	-45,1%	20,3%	72,2%	12,8%	7,2%	2,5%	2,5%	2,6%	2,7%	2,7%
Marża EBITDA	17,5%	17,5%	17,4%	17,3%	17,2%	17,1%	17,1%	17,0%	16,9%	16,9%
Marża EBIT	6,8%	7,8%	7,9%	8,1%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%
Marża NOPLAT	5,5%	6,3%	6,4%	6,5%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%
CAPEX / Przychody	10,4%	9,6%	9,3%	9,0%	8,8%	8,7%	8,5%	8,4%	8,3%	8,1%
CAPEX / Amortyzacja	97,3%	99,4%	99,0%	97,9%	96,9%	97,2%	97,5%	97,8%	98,2%	98,6%
Zmiana KO / Przychody	-2,8%	-3,1%	-1,1%	-0,8%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-20,1%	-34,0%	-32,7%	-33,2%	-33,7%	-33,6%	-33,6%	-33,6%	-33,6%	-33,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
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	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Udział kapitału własnego	72,4%	74,1%	75,2%	76,2%	77,1%	78,1%	79,1%	80,1%	81,1%	82,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Udział kapitału obcego	27,6%	25,9%	24,8%	23,8%	22,9%	21,9%	20,9%	19,9%	18,9%	18,0%
WACC	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%

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	3,8	4,2	4,6	5,0	6,3	6,4	7,4	8,9	11,1
	0,8	3,5	3,7	4,1	4,5	4,9	5,6	6,3	7,4	8,9
	0,9	3,1	3,4	3,7	4,0	4,4	4,9	5,5	6,3	7,4
	1,0	2,9	3,1	3,3	3,6	3,9	4,3	4,8	5,4	6,2
	1,1	2,6	2,8	3,0	3,2	3,5	3,8	4,2	4,7	5,3
	1,2	2,4	2,5	2,7	2,9	3,1	3,4	3,7	4,1	4,6
	1,3	2,2	2,3	2,4	2,6	2,8	3,0	3,3	3,7	4,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
premia za ryzyko	3,00%	4,3	4,6	5,1	5,7	6,5	7,5	8,9	11,0	14,4
	4,00%	3,5	3,7	4,1	4,5	4,9	5,6	6,3	7,4	8,9
	5,00%	2,9	3,1	3,3	3,6	3,9	4,3	4,8	5,4	6,2
	6,00%	2,4	2,5	2,7	2,9	3,1	3,4	3,7	4,1	4,6
	7,00%	2,0	2,1	2,2	2,4	2,5	2,7	3,0	3,2	3,6
	8,00%	1,6	1,7	1,8	2,0	2,1	2,2	2,4	2,6	2,8
	9,00%	1,4	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	2,0	2,1	2,3

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%	8,6	7,8	7,1	6,5	6,0	5,5	5,1	4,7	4,4
	4,00%	6,9	6,1	5,5	4,9	4,5	4,1	3,7	3,4	3,1
	5,00%	5,6	4,9	4,4	3,9	3,5	3,1	2,8	2,5	2,3
	6,00%	4,7	4,1	3,6	3,1	2,8	2,4	2,2	1,9	1,7
	7,00%	4,0	3,4	2,9	2,5	2,2	1,9	1,7	1,5	1,3
	8,00%	3,4	2,9	2,4	2,1	1,8	1,5	1,3	1,1	0,9
	9,00%	2,9	2,4	2,0	1,7	1,4	1,2	1,0	0,8	0,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2021-23 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. W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Vistuli metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **5,2 PLN**. Zwracamy uwagę, że z racji dużej niepewności prognoz (wpływ COVID-19), metodzie przypisujemy tylko 20% udziału w wycenie końcowej.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	2021P	2022P	2023P
EV odzieżówki [mln PLN]	693,6	603,9	532,1
EV jubilerki [mln PLN]	1 206,1	849,3	816,5
SUMA [mln PLN]	1 899,7	1 453,2	1 348,6
Dług netto EoP [mln PLN]	359,3	332,8	310,3
Wycena spółki [mln PLN]	1 540,4	1 120,4	1 038,2
Wartość na akcję [PLN]	6,6	4,8	4,4
Waga lat	33%	33%	33%
Wycena końcowa [PLN]	5,2		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena EV segmentu odzieżowego

	EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P
LPP	17,7	11,5	12,1
CCC	10,3	8,7	7,7
Wittchen	5,6	4,8	4,7
Hugo Boss	6,0	4,8	4,5
Inditex	16,8	11,7	10,4
Mediana	10,3	8,7	7,7
Vistula (grupa)	6,4	5,7	5,4
Premia/dyskonto	-37,4%	-34,5%	-29,7%
EV segmentu wg wskaźnika [mln PLN]	693,6	603,9	532,1

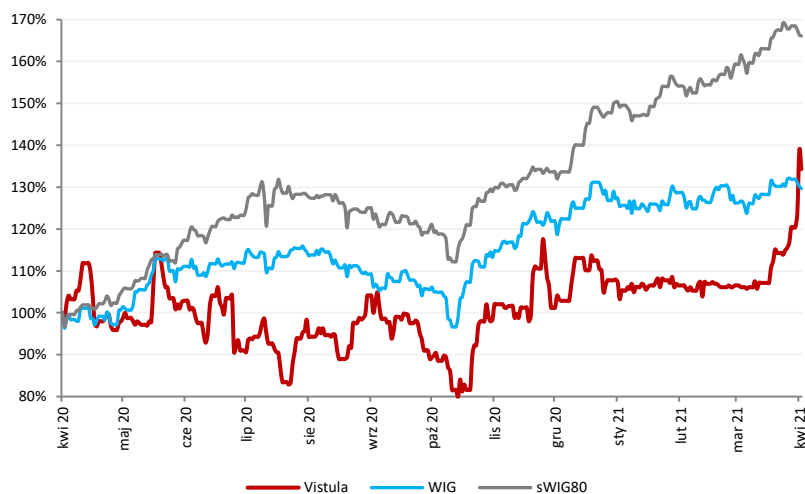
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena EV segmentu jubilerskiego

	EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P
LVMH	18,8	16,4	14,5
Pandora	10,2	9,1	8,6
Signet Jewelers	11,0	3,3	2,6
Luk Fook	5,8	4,7	3,9
Mediana	10,6	6,9	6,3
Vistula (grupa)	6,4	5,7	5,4
Premia/dyskonto	-39,2%	-17,1%	-13,5%
EV segmentu wg wskaźnika [mln PLN]	1 206,1	849,3	816,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

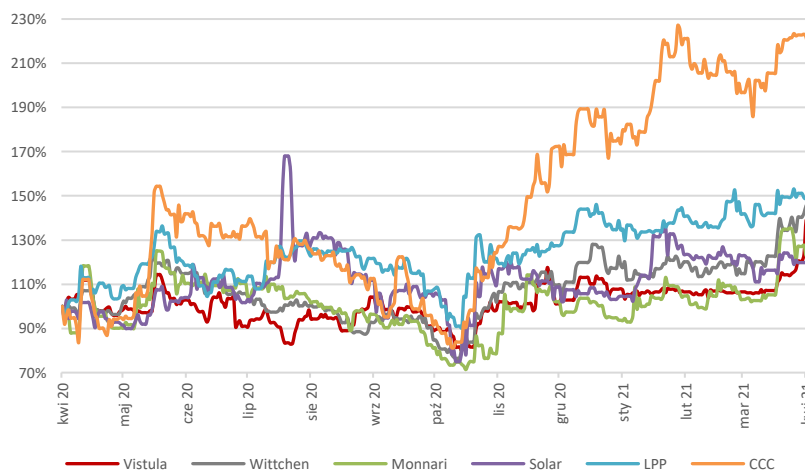
Zachowanie kursu na tle WIG



W ostatnich miesiącach kurs VRG zachowywał się słabiej od sWIG80 i WIG (stratę odrobiono w kwietniu). Na przestrzeni roku walory odzieżowej grupy zyskały 34%, a sWIG80 wzrósł aż o 66%.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

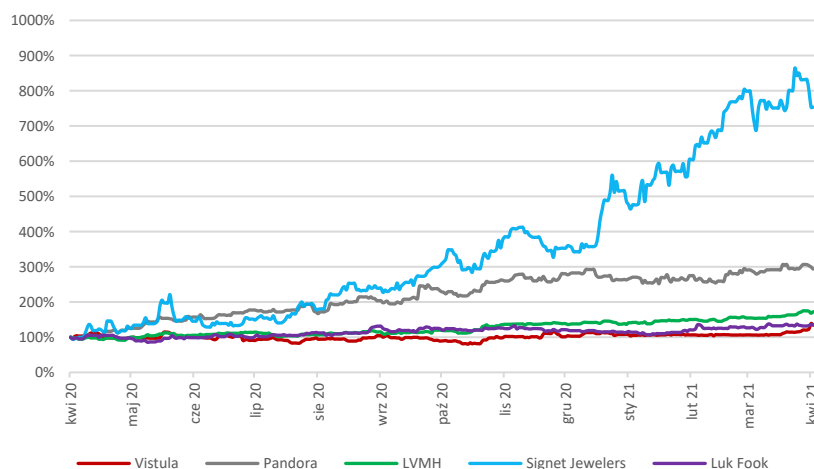
Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



W perspektywie roku giełdowi przedstawiciele odzieżówki odnotowali wzrosty kursów. Najlepiej na tle branży zaprezentowało się CCC, które zyskało aż o 117%.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle podmiotów z branży jubilerskiej



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 4Q'20

Grupa wypracowała ok. 232 mln PLN przychodów (-30% r/r), realizując jednocześnie marżę brutto ze sprzedaży w wys. 51,2% (-2,5 p.p. r/r; zwiększenie wagi kanału on-line; erozja w części odzieżowej). EBITDA MSSF 16 wyniosła 22,8 mln PLN (-70% r/r), natomiast wg MSR 17 ok. 16,4 mln PLN (-69% r/r). Strata netto ukształtowała się na poziomie 18,9 mln PLN (przed rokiem zysk w wys. 44 mln PLN). W 4Q'20 segment odzieżowy osiągnął 117,7 mln PLN przychodów (-43% r/r), przy marży brutto w wys. 49,3% (-4,3 p.p. r/r). Część jubilerska wygenerowała 114,3 mln PLN przychodów (-9% r/r) wypracowując 53,2% rentowności brutto (-0,6 p.p. r/r). Dług netto/EBITDA MSR 17 na koniec 4Q'20 wynosił 2,3x. Wartość zapasów na koniec 4Q'20 wyniosła 506 mln PLN, co w przeliczeniu na mkw. dało 9,5 tys. PLN (-3% r/r).

VRG – wyniki 4Q'20 [mln PLN]

	4Q'19	4Q'20	zmiana r/r	4Q'20P BDM	odchylenie	4Q'20S VRG*	odchylenie
Przychody	332,5	232,0	-30,2%	232,5	-0,2%	232,0	0,0%
Wynik brutto ze sprzedaży	178,5	118,9	-33,4%	121,9	-2,5%	118,9	0,0%
EBITDA MSSF 16	76,1	22,8	-70,0%	37,7	-39,5%	22,8	0,0%
EBITDA MSR 17	53,6	16,4	-69,4%	16,7	-1,8%	16,4	0,0%
EBIT MSSF 16	47,6	-2,9	-	11,7	-	-2,9	-0,2%
EBIT MSR 17	47,5	10,8	-77,2%	10,8	0,2%	10,8	0,2%
Wynik brutto	53,9	-16,7	-	9,4	-	-	-
Wynik netto	44,3	-18,9	-	7,6	-	-18,9	-0,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	53,7%	51,2%		52,4%		51,3%	
Marża EBITDA MSSF 16	22,9%	9,8%		16,2%		9,8%	
Marża EBITDA MSR 17	16,1%	7,1%		7,2%		7,1%	
Marża EBIT MSSF 16	14,3%	-		5,0%		-	
Marża zysku netto	13,3%	-		3,3%		-	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *VRG opublikowało szacunki 29 marca '21

Powierzchnia handlowa na koniec 4Q'20 wynosiła 53,0 tys. mkw., z czego na odzieżówkę przypadało 42,0 tys. mkw., a na jubilerkę ok. 11,0 tys. mkw. Grupa prowadziła 570 sklepów, z czego 149 jako Vistula, 129 jako Wólczańska, 117 jako Bytom, 143 jako W.Kruk i 32 jako Deni Cler.

VRG – dane wg marek po 4Q'20

	Vistula	Bytom	Wólczańska	Deni Cler	W. Kruk
Przychody [mln PLN]	43,3	34,5	26,5	9,3	113
marża brutto [%]	50,9%	50,4%	52,2%	62,6%	53,7%
Sklepy [szt.]	149	117	129	32	143
Powierzchnia [tys. mkw.]	18,7	15,6	4,7	3,1	11,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

VRG – dane hist. w podziale na marki

	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20
Przychody ogółem [mln PLN]	160,6	192,9	180,1	272,1	214,4	270,2	251,2	332,5	197,5	174,9	249,4	232,0
Odzieżówka	98,7	119,1	103,4	161,9	141,6	183,6	160,4	206,8	123,3	114,0	146,3	117,8
Vistula	56,3	71,1	62,3	79,0	58,2	76,8	66,8	84,5	48,2	43,8	61,0	43,3
Wólczańska	24,2	29,3	24,4	38,4	24,2	33,7	27,7	40,3	24,0	24,4	24,3	26,5
Deni Cler	10,5	10,6	10,3	12,4	10,9	10,5	11,8	13,5	10,3	7,0	10,9	9,3
Bytom	0,0	0,0	0,0	24,3	38,8	53,2	46,3	59,9	34,3	34,0	44,2	34,5
Jubilerka	61,9	73,8	76,7	110,2	72,8	86,7	90,8	125,6	74,2	60,9	103,0	114,3
Udział e-commerce w przychodach	14%	11%	11%	13%	16%	12%	13%	15%	23%	38%	16%	24%
Odzieżówka*	19%	13%	14%	16%	20%	14%	16%	19%	30%	43%	21%	37%
Vistula	16%	10%	12%	15%	20%	12%	14%	16%	26%	35%	17%	32%
Wólczańska	35%	26%	25%	29%	40%	33%	37%	38%	55%	70%	42%	58%
Deni Cler	12%	8%	11%	8%	14%	10%	10%	9%	18%	19%	12%	12%
Bytom	10%	9%	8%	11%	14%	9%	10%	15%	29%	44%	19%	36%
Jubilerka*	7%	7%	7%	7%	8%	7%	8%	8%	11%	28%	9%	12%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *%sprzedaży segmentu

Wpływ COVID-19 na działalność w '20:

- Ubiegłoroczne wyniki były obciążone skutkami epidemii;
- Negatywny wpływ obostrzeń (gł. zamykanie obiektów handlowych) przełożyło się na wyraźne spadki sprzedaży stacjonarnej oraz erozję marży brutto (gł. w odzieżówce);
- Grupa postawiła na promocję kanału on-line;
- Zredukowano skalę zamówień kolekcji SS'20 i AW'20/'21;
- Zoptymalizowano bieżącą sieć sklepów (spadek pow. handlowej o 3% r/r na koniec '20), zamknięto nierentowne placówki i renegotjowano umowy najmu;
- Spółce udało się zrealizować wcześniejsze zapowiedzi dot. wypracowania dodatniej EBITDA MSR 17, poprawa efektywności w zarządzaniu kapitałem obrotowym i utrzymania długu netto na poziomie z '19.

Kluczowe kwestie po telekonferencji z Zarządem (po 4Q'20, dn. 19.04.2021):**1. COVID-19 w '20:**

- a. Wyniki ubiegłoroczne obciążone obostrzeniami (najmocniej w kluczowym 4Q'20);
- b. Widoczny był znaczący spadek odwiedzalności, a tym samym sprzedaży w części stacjonarnej;
- c. E-commerce osiągnął bardzo wysokie dynamiki przychodów;
- d. Zoptymalizowano sieć sklepów (zamknięcie nierentownych placówek w odzieżówce);
- e. Segment jubilerski radził sobie znacznie lepiej w okresie pandemii niż odzieżówka;
- f. Spółce udało się zrealizować nakreślone cele: dodatnia EBITDA MSR 17, utrzymanie płynności finansowej, spadek sprzedaży o nie więcej niż 25% r/r, optymalizacja sieci sprzedaży.

2. Wyniki 4Q'20:

- a. Vistula:
 - i. Utrzymanie powierzchni handlowej r/r;
 - ii. Sprzedaż spadła o 49% r/r;
 - iii. Wzrost udziału e-commerce do 32% (+16 p.p. r/r);
 - iv. Spadek marży o 2 p.p. r/r (większe promocje w sklepach);
- b. Bytom:
 - i. Spadek sieci handlowej o 5% r/r;
 - ii. Wzrost udziału e-commerce w sprzedaży o 22 p.p. r/r (do 36%);
 - iii. Spadek marży o 3 p.p. r/r;
 - iv. EBIT sklepów wyniósł -1 mln PLN (przed rokiem 11 mln PLN);
- c. Wólczanka:
 - i. „Marka internetowa” (udział e-commerce = 58%);
 - ii. Prowadzona jest optymalizacja sieci sprzedaży;
 - iii. Spadek przychodów o 34% r/r;
- d. Deni Cler:
 - i. Spółka rozwija model shop-in-shop;
 - ii. Udział e-commerce wyniósł 12% (+4 p.p. r/r);
 - iii. Marża brutto spadła tylko o 1 p.p. r/r;
 - iv. Niewielki nominalny spadek EBIT sklepów;
- e. W. Kruk:
 - i. Spadek przychodów „tylko” o 13% r/r;
 - ii. Salony przyuliczne były cały czas otwarte;
 - iii. E-commerce wypracował 12% przychodów;
 - iv. Zarząd widzi potencjał do wzrostu sieci (gł. franczyzowej);
 - v. Rozwój portfolio sprzedażowego (gł. w zegarkach);
 - vi. Utrzymanie marży brutto segmentu r/r;
- f. VRG (grupa):
 - i. Spadek marży brutto o 2,5 p.p. r/r (wartościowo -33% r/r);
 - ii. Spadek sprzedaży o 30% r/r;
 - iii. Spadek EBITDA MSSF 16 o 70% r/r (do 23 mln PLN);
 - iv. EBIT kanału internetowego wyniósł 16,6 mln PLN (+19% r/r);
 - v. Obniżenie poziomu zapasów na mkw. o ok. 3% r/r;
 - vi. Spadek zadłużenia netto względem ubiegłego roku.

3. Plany/perspektywy na 2021:

- a. 1Q'21:
 - i. Początek roku ponownie pod negatywnym wpływem COVID-19 (zamknięte obiekty w styczniu, otwarcie w lutym i do 20 marca);
 - ii. Dynamiki sprzedażowe w poszczególnych m-cach w 1Q'21: -58/+3/+40% r/r;
 - iii. Zmiana marży w poszczególnych miesiącach w 1Q'21: -7/+1/+6 p.p. r/r;
 - iv. Wzrost sprzedaży on-line do 32% (+9 p.p. r/r);
- b. Stabilizacja powierzchni grupy: spadek w części odzieżowej o 2% r/r i wzrost w jubilerce o 7% r/r;
- c. CAPEX w wys. 18 mln PLN;
- d. Rozwój oferty sprzedażowej w marce Vistula;
- e. Nowy format sklepów Wólczanka (salony do 150 mkw. w '21);

- f. Dalszy rozwój w formule omnichannel i wejście na zewnętrzne e-platformy;
- g. Cele finansowe:
 - i. Wzrost przychodów r/r w obu kanałach sprzedażowych;
 - ii. Poprawa marży brutto ze sprzedaży;
 - iii. Udział e-commerce w sprzedaży powyżej 20% i wzrost wartości nominalnych;
 - iv. Znacząca poprawa wyników finansowych grupy;
- h. Główne szanse to rozwój oferty sprzedażowej, wzrosty on-line i dalsza poprawa kapitału obrotowego, natomiast ryzyka to COVID-19, zmiany popytu konsumpcyjnego i zmienność kursów walut.

4. Q&A:

- a. Czynsze – w '20 w okresach lockdownów w 1-2Q'20 czynsze nie były naliczane, a w pozostałych miesiącach obniżki były efektem negocjacji; w 1Q'21 czynsze były naliczone; spółka czeka na działania ze strony rządu ws. stawek najmu w czasie lockdownu w bieżącym roku; zarząd zakłada, że poziom czynszów w '21 względem '20 będzie wyższy (brak wakacji czynszowych; zakończenie lockdownu od maja'21);
- b. Pozew zbiorowy ws. czynszów – sprawa nie znalazła szerokiego poparcia, tym bardziej, że rząd pracuje nad rozwiązaniami ws. rekompensat;
- c. Sprzedaż on-line w '20 – w '19 e-commerce odpowiadał ok. 13% przychodów (nominalnie 145 mln PLN), a w '20 ok. 23% (207 mln PLN);
- d. Polityka cenowa W. Kruk – VRG nie zakłada raczej obniżek cen in-take sprzedawanych produktów, ale nie oznacza to braku działań promocyjnych;
- e. Współpraca z Zalando – w przypadku Deni Cler spółka ma kontrolę nad logistyką, trwają rozmowy ws. współpracy w marce Vistula; grupa będzie się rozliczała na zasadzie procentowej prowizji od sprzedaży;
- f. Koszty sprzedaży w 1Q'21 – spółka zakłada spadek wartości wynagrodzeń r/r (efekt lockdownów, brak premii, ograniczony czas prac); w przypadku czynszów należy oczekiwać niższych czynszów z racji wynegocjowanych obniżek;
- g. Optymalizacja sieci – proces najmocniej dotknie markę Bytom; grupa liczy, że prace nad kolekcją przełożą się na poprawę wyników marek;
- h. Zapasy – w '20 obniżono zapasy w odzieżówce, natomiast w jubilerce widać wzrost zatowarowania zegarkami; spółka chce kontynuować proces optymalizacji zatowarowania;
- i. Podatek od obrotu – w 1Q'21 spółka zapłaciła ok. 0,25 mln PLN.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Okres 1Q'21 był kolejnym, w którym na sprzedaż detalisty mocno wpływały obostrzenia covid-owe. W szacunkowych danych za miniony kwartał spółka podała, że wypracowała ok. 172 mln PLN przychodów (-13% r/r), w tym 86 mln PLN w części odzieżowej (-31% r/r) oraz 86 mln PLN w segmencie jubilerskim (+16% r/r, pozytywna dynamika w lutym i marcu). Udział e-commerce w przychodach podniósł się do 32% (+9 p.p. r/r). Marża brutto była zbliżona r/r i wyniosła 47,7%, co w ujęciu wartościowym dało niecałe 82 mln PLN. Na telekonferencji podsumowującej wyniki 4Q'20 władze spółki wskazały, że oczekują należy spodziewać się oszczędności kosztowych (w najmie pozytywny efekt renegotiacji umów; w obszarze wynagrodzeń spadek z racji lockdownów i zmniejszonego wymiaru pracy). Dlatego też prognozujemy, że EBITDA powinna być zbliżona r/r, a strata netto mogła wynieść 8 mln PLN.

W perspektywie '21 kluczowe dla wyników VRG (jak i całej branży odzieżowej) będzie tempo znoszenia obostrzeń w obiektach handlowych. Patrząc na odczyty sprzedażowe w lutym i marcu, czyli okresach z działającymi obiektami handlowymi, jesteśmy dosyć optymistyczni w perspektywie kolejnych miesięcy (bardzo dobrze zaprezentowała się część jubilerska zarówno względem odczytów z '20, jak i '19; w marcu „na plusie” była także odzieżówka; widoczna była poprawa marży brutto). Dlatego też prognozujemy, że w '21 dojdzie do zdecydowanej odbudowy wyników względem '20. Szacujemy, że VRG wypracuje 993 mln PLN przychodów, poprawiając rentowność brutto do 51,4%. EBITDA MSSF 16 powinna wynieść 174 mln PLN (w '20 ok. 98 mln PLN, w '19 ok. 199 mln PLN), a wynik netto ok. 46 mln PLN.

Zwracamy uwagę na pozytywny wydźwięk listu prezesa za '20, w którym wskazano na oczekiwaną odbudowę wyników w '21 (poprawa gł. w 2H'21), dalszy rozwój kanału internetowego i długoterminowy rozwój biznesu. Prezes Jaworski wskazał także, że zarząd grupy prowadzi prace nad nową strategią spółki.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	214,4	270,2	251,2	332,5	197,5	174,9	249,4	232,0	171,5	230,3	266,3	325,2	805,7	1 068,3	853,7	993,3	1 094,1	1 133,4
<i>Odzieżówka</i>	141,6	183,6	160,4	206,8	123,3	114,0	146,3	117,8	85,0	141,6	154,4	186,1	483,1	692,3	501,4	567,1	616,8	627,1
<i>Jubilerka</i>	72,8	86,7	90,8	125,6	74,2	60,9	103,0	114,3	86,5	88,7	111,8	139,1	322,6	375,9	352,3	426,2	477,3	506,2
Wynik brutto ze sprzedaży	105,0	144,6	128,0	178,5	94,0	82,1	122,4	118,9	81,8	116,2	137,4	175,3	412,3	556,1	417,3	510,8	559,6	579,5
<i>Odzieżówka</i>	67,5	98,7	80,9	110,9	56,8	52,1	69,6	58,1	37,8	70,9	76,3	98,4	244,9	358,0	236,6	283,4	305,4	310,4
<i>Jubilerka</i>	37,5	45,9	47,1	67,6	37,2	29,9	52,9	60,8	44,1	45,3	61,1	76,8	167,4	198,1	180,7	227,4	254,2	269,1
EBITDA MSSF 16*	24,8	56,7	40,9	76,1	17,4	18,4	39,8	22,8	18,5	33,8	46,3	74,9	89,3	198,5	98,4	173,5	191,4	196,7
EBITDA MSR 17	4,4	34,8	18,5	53,6	-6,1	-5,2	18,9	16,4	-2,6	12,6	24,8	53,1	89,3	111,1	23,4	87,9	104,2	108,9
EBIT MSSF 16*	-1,2	28,6	12,6	47,6	-11,9	-10,4	13,3	-2,9	-8,1	7,3	19,8	48,4	71,9	87,5	-11,9	67,5	85,3	90,0
EBIT MSR 17	-1,1	28,7	12,4	47,5	-12,2	-11,3	13,2	10,8	-8,3	6,9	19,2	47,6	71,9	87,5	0,5	65,3	81,9	86,9
Wynik brutto	-4,0	29,3	0,2	53,9	-35,1	-3,3	7,0	-16,7	-9,7	4,3	16,7	45,3	65,7	79,4	-48,1	56,5	74,2	79,4
Wynik netto	-2,4	23,9	-1,8	44,3	-32,0	-2,3	5,0	-18,9	-7,8	3,5	13,5	36,7	53,6	64,0	-48,2	45,8	60,1	64,3
marża brutto ze sprzedaży	49,0%	53,5%	51,0%	53,7%	47,6%	46,9%	49,1%	51,2%	47,7%	50,5%	51,6%	53,9%	51,2%	52,1%	48,9%	51,4%	51,1%	51,1%
<i>Odzieżówka</i>	47,7%	53,8%	50,4%	53,6%	46,1%	45,7%	47,5%	49,3%	44,4%	50,1%	49,4%	52,9%	50,7%	51,7%	47,2%	50,0%	49,5%	49,5%
<i>Jubilerka</i>	51,5%	52,9%	51,9%	53,8%	50,1%	49,2%	51,3%	53,2%	51,0%	51,1%	54,6%	55,2%	51,9%	52,7%	51,3%	53,3%	53,2%	53,2%
marża EBITDA MSSF 16*	11,6%	21,0%	16,3%	22,9%	8,8%	10,5%	16,0%	9,8%	10,8%	14,7%	17,4%	23,0%	11,1%	18,6%	11,5%	17,5%	17,5%	17,4%
marża EBITDA MSR 17	2,1%	12,9%	7,4%	16,1%	-	-	7,6%	7,1%	-	5,4%	9,3%	16,3%	11,1%	10,4%	2,7%	8,8%	9,5%	9,6%
marża EBIT MSSF 16*	-	10,6%	5,0%	14,3%	-	-	5,3%	-	-	3,2%	7,4%	14,9%	8,9%	8,2%	-	6,8%	7,8%	7,9%
marża EBIT MSR 17	-	10,6%	4,9%	14,3%	-	-	5,3%	4,7%	-	3,0%	7,2%	14,6%	8,9%	8,2%	0,1%	6,6%	7,5%	7,7%
marża netto	-	8,8%	-	13,3%	-	-	2,0%	-	-	1,5%	5,1%	11,3%	6,6%	6,0%	-	4,6%	5,5%	5,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 wszedł w życie od '19

Porównanie założeń DM BDM z konsensem dla ostatnich rekomendacji [mln PLN]

	2021P BDM	2021 Bloomberg	różnica	2022P BDM	2022 Bloomberg	różnica	2023P BDM	2023 Bloomberg	różnica
Przychody	993,3	1 028,0	-3,4%	1 094,1	1 061,0	3,1%	1 133,4	1 104,0	2,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	510,8	508,9	0,4%	559,6	532,6	5,1%	579,5	558,6	3,7%
EBITDA MSSF 16	173,5	187,8	-7,6%	191,4	203,3	-5,9%	196,7	214,0	-8,1%
EBIT MSSF 16	67,5	62,4	8,1%	85,3	80,1	6,5%	90,0	83,0	8,5%
Wynik netto	45,8	45,9	-0,2%	60,1	59,0	1,8%	64,3	57,0	12,8%
marża brutto ze sprzedaży	51,4%	49,5%	1,9%	51,1%	50,2%	0,9%	51,1%	50,6%	0,5%
marża EBITDA MSSF 16	17,5%	18,3%	-0,8%	17,5%	19,2%	-1,7%	17,4%	19,4%	-2,0%
marża EBIT MSSF 16	6,8%	6,1%	0,7%	7,8%	7,5%	0,3%	7,9%	7,5%	0,4%
marża netto	4,6%	4,5%	0,1%	5,5%	5,6%	-0,1%	5,7%	5,2%	0,5%

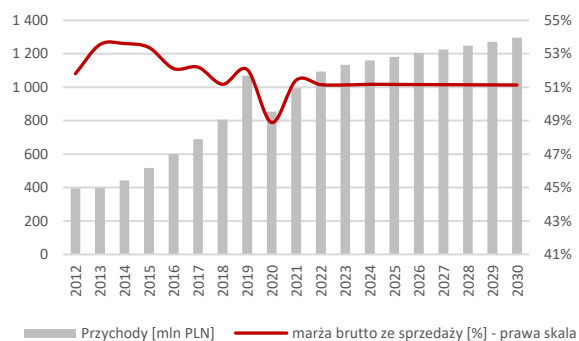
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Bloomberg

Prognozy na lata 2021-2030

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	805,7	1 068,3	853,7	993,3	1 094,1	1 133,4	1 160,5	1 181,9	1 203,7	1 226,0	1 248,7	1 271,9	1 295,6
Wynik brutto ze sprzedaży	412,3	556,1	417,3	510,8	559,6	579,5	593,8	604,7	615,8	627,1	638,6	650,4	662,4
EBITDA MSSF 16*	89,3	198,5	98,4	173,5	191,4	196,7	200,6	203,3	206,2	209,1	212,2	215,4	218,8
EBITDA MSR 17	89,3	111,1	23,4	87,9	104,2	108,9	112,8	115,6	118,4	121,3	124,4	127,6	131,0
EBIT MSSF 16*	71,9	87,5	-11,9	67,5	85,3	90,0	93,5	96,1	98,9	101,9	105,0	108,3	111,8
EBIT MSR 17	71,9	87,5	0,5	65,3	81,9	86,9	91,2	94,4	97,6	101,0	104,4	107,9	111,4
Wynik brutto	65,7	79,4	-48,1	56,5	74,2	79,4	83,2	86,3	89,7	93,3	97,0	101,0	105,0
Wynik netto	53,6	64,0	-48,2	45,8	60,1	64,3	67,4	69,9	72,6	75,6	78,6	81,8	85,1
marża brutto ze sprzedaży	51,2%	52,1%	48,9%	51,4%	51,1%	51,1%	51,2%	51,2%	51,2%	51,1%	51,1%	51,1%	51,1%
marża EBITDA MSSF 16*	11,1%	18,6%	11,5%	17,5%	17,5%	17,4%	17,3%	17,2%	17,1%	17,1%	17,0%	16,9%	16,9%
marża EBITDA MSR 17	11,1%	10,4%	2,7%	8,8%	9,5%	9,6%	9,7%	9,8%	9,8%	9,9%	10,0%	10,0%	10,1%
marża EBIT MSSF 16*	8,9%	8,2%	-	6,8%	7,8%	7,9%	8,1%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%
marża EBIT MSR 17	8,9%	8,2%	0,1%	6,6%	7,5%	7,7%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,4%	8,5%	8,6%
marża netto	6,6%	6,0%	-	4,6%	5,5%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,2%	6,3%	6,4%	6,6%
Odzieżówka													
Przychody	483,1	692,3	501,4	567,1	616,8	627,1	635,3	643,5	651,9	660,4	669,0	677,7	686,5
Vistula	268,7	286,3	196,3	223,7	244,4	249,1	252,3	255,6	258,9	262,3	265,7	269,1	272,6
Wólczanka	116,3	125,9	99,2	113,5	124,9	127,3	129,0	130,7	132,4	134,1	135,8	137,6	139,4
Deni Cler	43,8	46,7	37,5	42,6	45,5	46,1	46,7	47,3	48,0	48,6	49,2	49,9	50,5
Bytom	24,3	198,2	147,0	164,4	177,1	179,4	181,8	184,1	186,5	189,0	191,4	193,9	196,4
Wynik brutto ze sprzedaży	244,9	358,0	236,6	283,4	305,4	310,4	314,7	318,7	322,8	326,9	331,0	335,2	339,5
EBIT	32,9	43,8	-48,0	7,5	9,6	9,9	10,6	11,0	11,4	11,8	12,3	12,7	13,2
marża brutto ze sprzedaży	50,7%	51,7%	47,2%	50,0%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%
marża EBIT	6,8%	6,3%	-	1,3%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%
Powierzchnia EoP [tys. mkw.]	42,1	43,7	42,0	42,9	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2
Liczba sklepów	440	451	427	437	441	441	441	441	441	441	441	441	441
Przychód/mkw. [tys. PLN]	1,2	1,3	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Jubilerka													
Przychody	322,6	375,9	352,3	426,2	477,3	506,2	525,2	538,3	551,8	565,6	579,7	594,2	609,1
Wynik brutto ze sprzedaży	167,4	198,1	180,7	227,4	254,2	269,1	279,1	286,0	293,0	300,2	307,6	315,2	322,9
EBIT	39,4	44,3	28,6	67,8	77,4	82,5	86,4	89,3	92,3	95,4	98,6	101,8	105,1
marża brutto ze sprzedaży	51,9%	52,7%	51,3%	53,3%	53,2%	53,2%	53,1%	53,1%	53,1%	53,1%	53,1%	53,0%	53,0%
marża EBIT	12,2%	11,8%	8,1%	15,9%	16,2%	16,3%	16,4%	16,6%	16,7%	16,9%	17,0%	17,1%	17,3%
Powierzchnia EoP [tys. mkw.]	9,6	10,6	11,0	11,8	12,3	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Liczba sklepów	128	139	143	153	160	164	164	164	164	164	164	164	164
Przychód/mkw. [tys. PLN]	2,9	3,1	2,7	3,1	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0

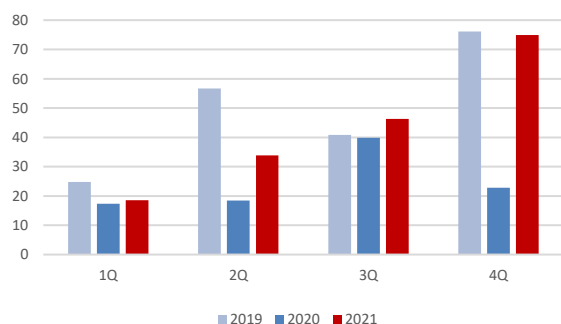
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 wszedł w życie od '19

Przychody i marża brutto ze sprzedaży



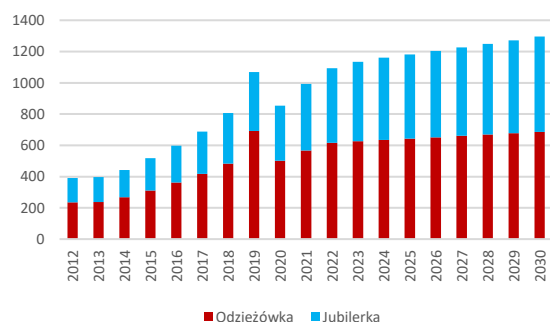
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA MSSF 16 w uj.kwartalnym [mln PLN]



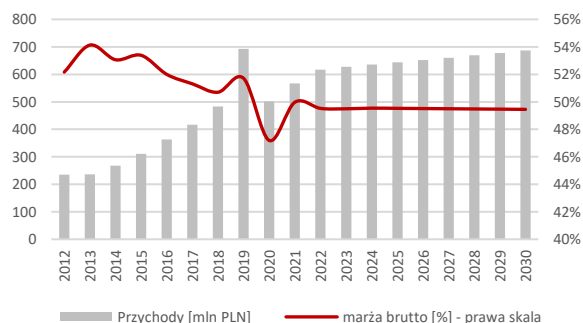
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozbicie przychodów wg segmentów [mln PLN]



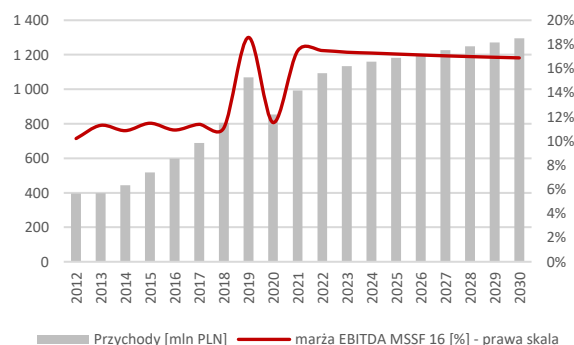
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie odzieżowym – uj. roczne



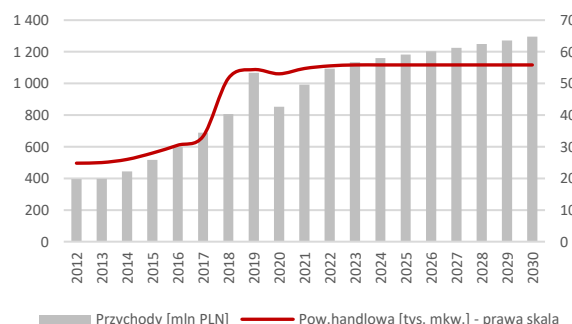
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA MSSF 16 w ujęciu rocznym



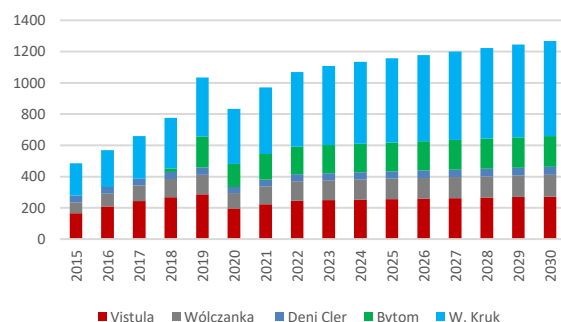
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój powierzchni handlowej vs przychody



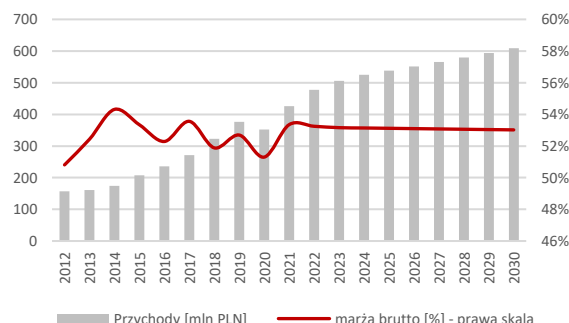
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w podziale na marki [mln PLN]



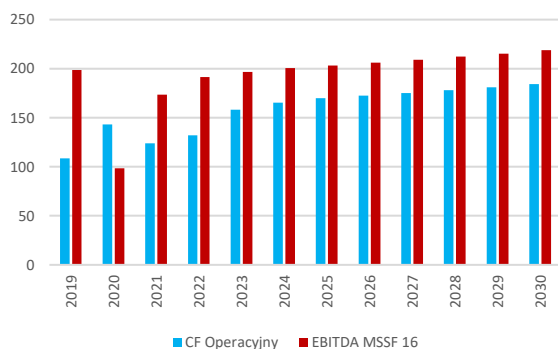
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie jubilerskim – uj. roczne



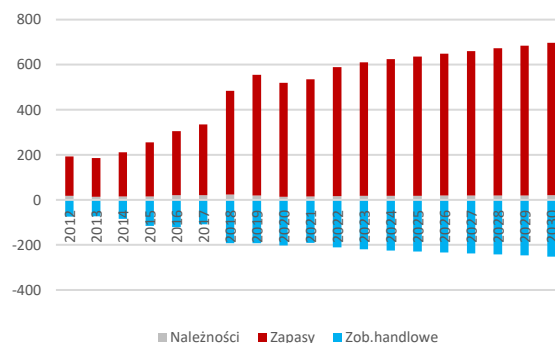
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CF Operacyjny na tle EBITDA MSSF 16 [mln PLN]



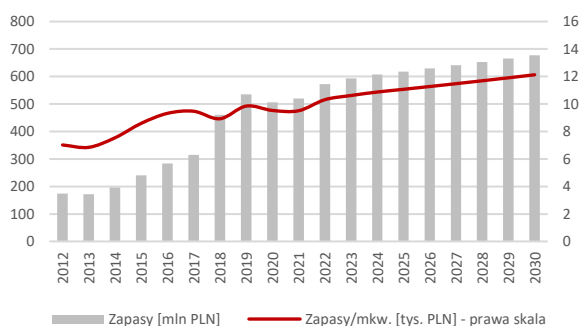
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura kapitału obrotowego [mln PLN]



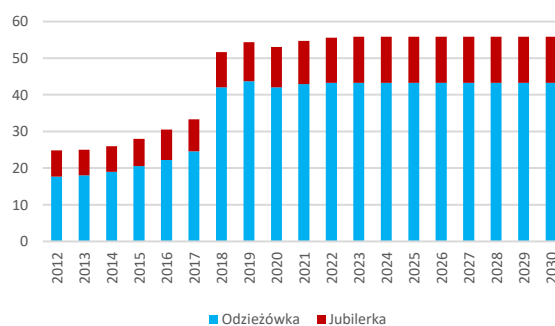
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na mkw.



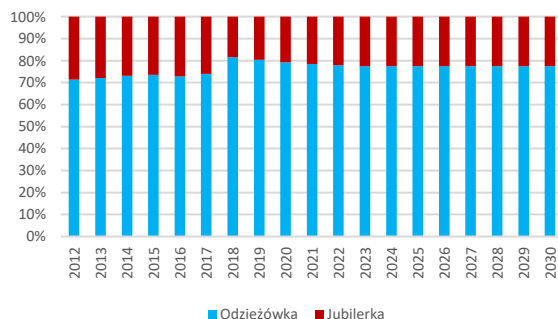
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Powierzchnia handlowa wg segmentów [tys. mkw.]



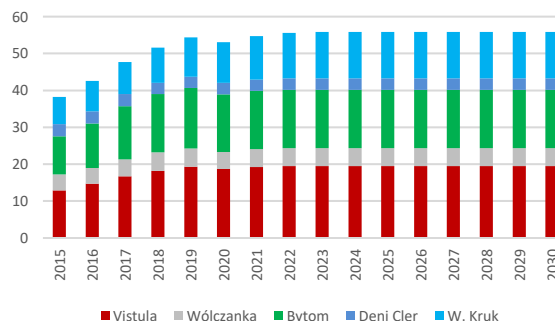
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział segmentów w powierzchni handlowej



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Powierzchnia wg marek [tys. mkw.]

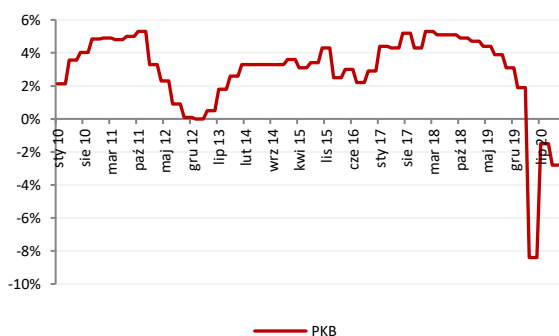


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

Przez długi okres czasu, rodzima gospodarka radziła sobie bardzo dobrze, co potwierdzało większość odczytów. Epidemia koronawirusa znacząco jednak odcisnęła piętno na gospodarce od marca '20. Powoli poprawiają się wskaźniki koniunktury konsumenckiej, które w kwietniu '20 znalazły się na poziomach z 2011 roku (następne miesiące przyniosły znaczące odbicie). Według szybkiego szacunku GUS dynamika PKB w 4Q '20 wyniosła -2,8%. W lutym wyhamował wzrost bezrobocia, które wyniosło 6,5% (nie sprawdził się jednak czarny scenariusz zakładający wzrost do 7-10%). W przypadku wynagrodzeń odnotowano przyrost r/r o 4,5% do ok. 5,6 tys. PLN. W ujęciu r/r o ok. 2% zmalało przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, jednak od dołka w maju '20 praktycznie każdy kolejny miesiąc przynosił odbudowę wartości. Wzrosła liczba zarejestrowanych bezrobotnych (w lutym +20% r/r), ale widać zwiększenie liczby ofert pracy). Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w lutym spadek o 3% (w styczniu wyniosła -6% r/r, w grudniu -1% r/r; efekt zamrożenia gospodarki). Sprzedaż w kategorii odzież i zanożowała w ostatnim miesiącu wzrost o 10% r/r (miesiąc wcześniej -43% r/r, a w grudniu -14% r/r). Inflacja ogółem wyniosła ok. +2,4% r/r, a w kategorii odzież i obuwniczej -2,9% r/r.

PKB



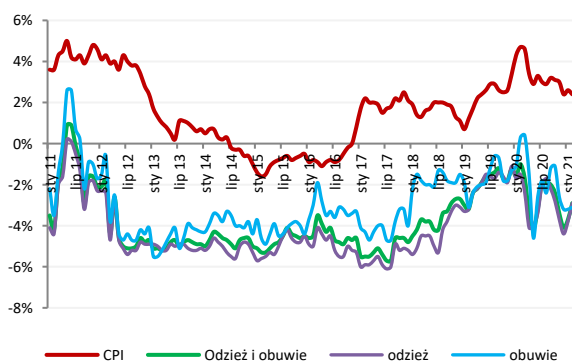
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia



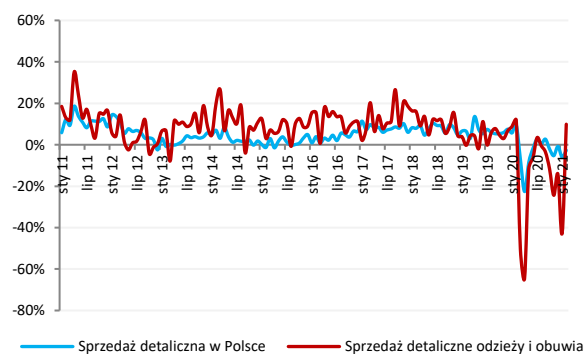
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



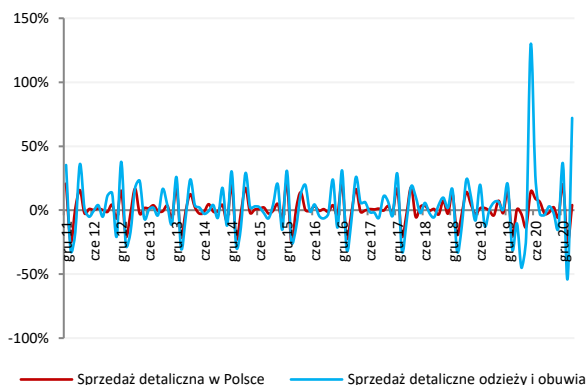
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



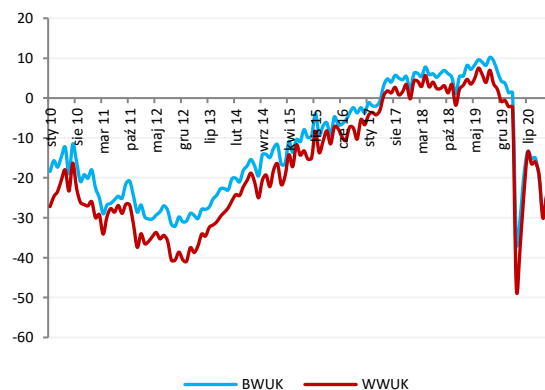
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



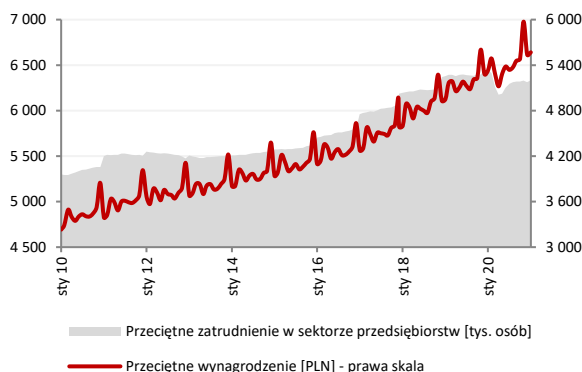
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



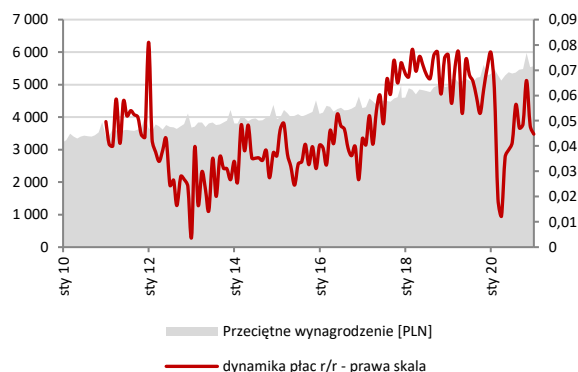
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

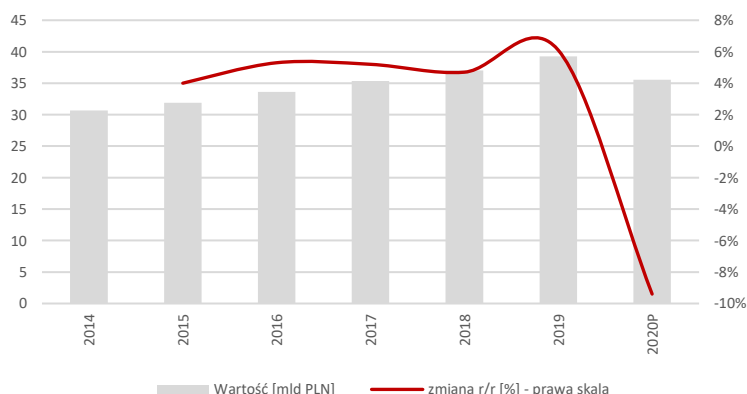
Dynamika płac [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Według szacunków PMR rynek odzieżowy w '18 był wart ok. 37 mld PLN, a '19 = 39,3 mld PLN. Ostatnie prognozy wskazują, że w '20 doszło do spadku wartości o ok. 9% r/r, czyli do 35,6 mld PLN. Ujemna dynamika to oczywiście pokłosie epidemii koronawirusa i wprowadzanych obostrzeń. Agencja PMR wskazuje, że znacznie lepiej radziły sobie kanał internetowy. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. Jednocześnie ok. 45% podmiotów handlowych ocenia sytuację rynkową jako dobrą. W ostatnich latach zauważalne jest zjawisko „racjonalizacji” wydatków przez klientów, którzy coraz częściej kupują w sklepach internetowych lub centrach outletowych. W branży zauważalna jest tendencja konsolidacji – jeszcze w 2010 roku dziesięciu największych detalistów odpowiadało za ok. 31% sprzedaży na rynku, natomiast w 2014 ich udział zwiększył się do 44,9%. Mniejsze sieci skupiały się natomiast na optymalizacji, co objawiało się selektywnymi otwarciami, zamykaniem nierentownych sklepów oraz remontowaniu starszych placówek. Bardzo dobrze radziły sobie natomiast sieci dyskontowe, które rozwijały się ilościowo i wartościowo (według danych PMR obroty w dyskontach zwiększyły się o 17% względem 12% wzrostu wielkości sieci). Warto zauważyć, że zmianie ulega tendencja rozwoju. Według ankiety PMR już tylko 55% badanych podmiotów planuje dalsze rozwijanie obecnej sieci, natomiast w poprzednim badaniu plan taki miało aż 87% ankietowanych. Do ciekawych wniosków można dojść obserwując Footfall Index obrazujący natężenie ruchu w galeriach handlowych. Wskaźnik spada nieprzerwanie od 2007 roku, co potwierdza tezę migracji klientów do e-sklepów.

Wartość rynku odzieżowego w Polsce [mld PLN]

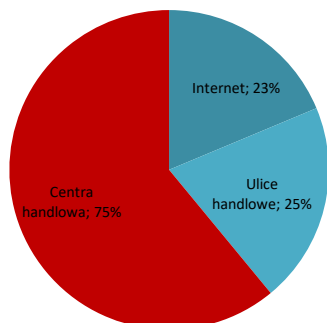


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

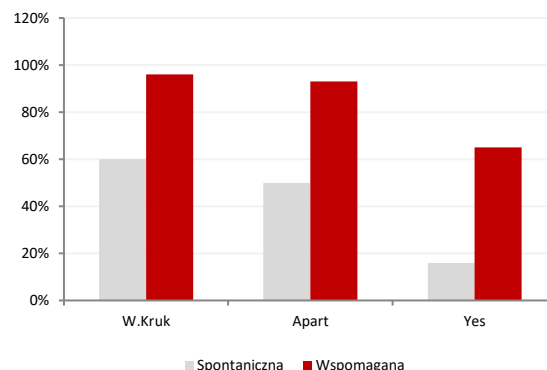
handlowych, jednak zauważalny jest mocno rosnący udział e-commerce (najważniejszym źródłem informacji jest Internet – ok. 52% ankietowanych przez KPMG).

Miejsce zakupu biżuterii



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., KPMG

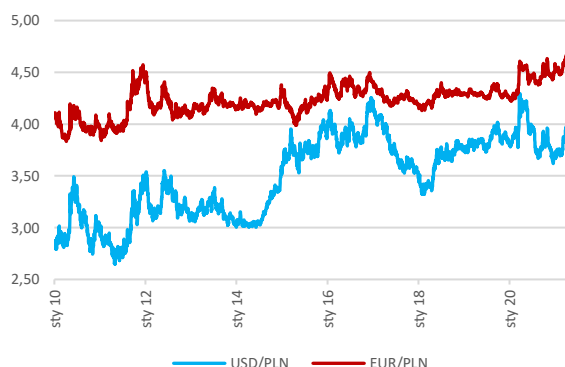
Rozpoznawalność marek przez Polaków



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., KPMG

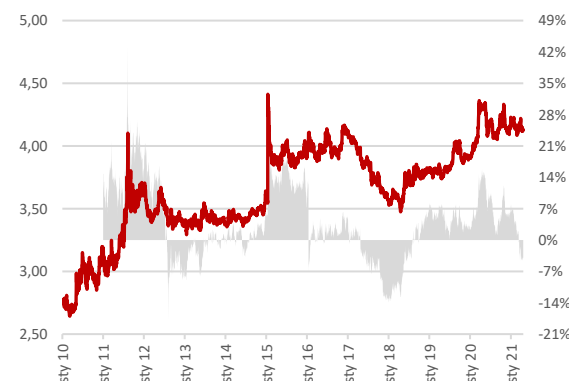
Warto zwrócić uwagę, że według różnych danych 3 główne podmioty (Apart, W.Kruk oraz Yes) kontrolują 50-70% całego rynku. Tak duża koncentracja w ręku największych graczy powoduje, że możliwe jest polityki stałej ceny (a tym samym ścisła kontrola marż). Utrzymywanie rentowności brutto na stabilnym poziomie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

USD/PLN i EUR/PLN



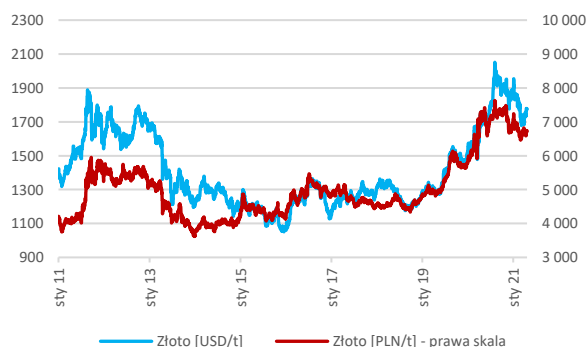
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

CHF/PLN



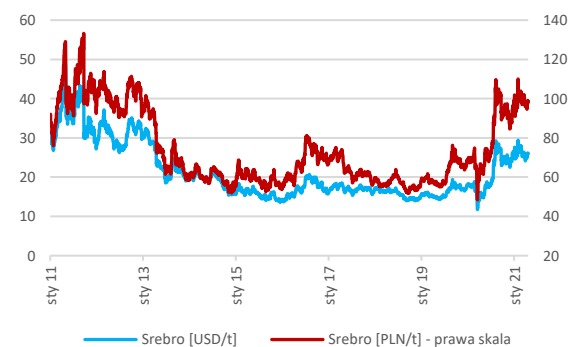
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Złoto



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Srebro



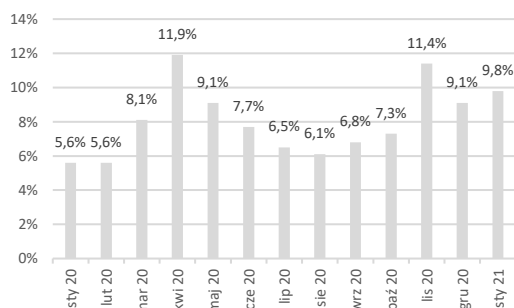
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Rynek e-commerce

Według raportu interaktywnie.com rynek e-commerce osiągnął w '19 wartość 50 mld PLN, a w perspektywie '20 spodziewano się pierwotnie, że urośnie do 70 mld PLN. W wyniku rozwoju pandemii COVID-19 oraz związanemu z tym lock-downem, obecne prognozy zakładają zwiększenie wartości rynku sprzedaży internetowej aż do 100 mld PLN. Zwiększa się nie tylko liczba e-konsumentów (co trzeci ankietowany przez agencję Catchers wskazuje, że robi zakupy częściej niż przez epidemię, a dodatkowo 6% respondentów przyznało, że robiło zakupy w internecie po raz pierwszy), ale także e-sklepów. Z badań Nielsena wynika, że największym zainteresowaniem cieszą się ubrania (w tym obuwie), podróże i książki. W ujęciu globalnym analitycy eMarketera szacują, że w '21 e-commerce osiągnie wartość 5 bln USD, a w '23 ok. 6,5 bln USD. Wg eCommerce News zakupów online dokonuje obecnie 61% populacji, a średni roczny wydatek na tę formę zakupów wynosi 652 EUR.

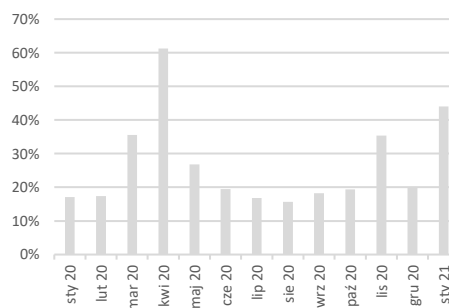
Według danych GUS sprzedaż internetowa odpowiadała za 9,8% całkowitej sprzedaży. W przypadku kategorii odzież i obuwie było to 44% (w grudniu 20%, w listopadzie 35% - w styczniu sklepy ponownie były zamknięte, otwarto je w lutym).

Udział e-commerce w sprzedaży ogółem [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

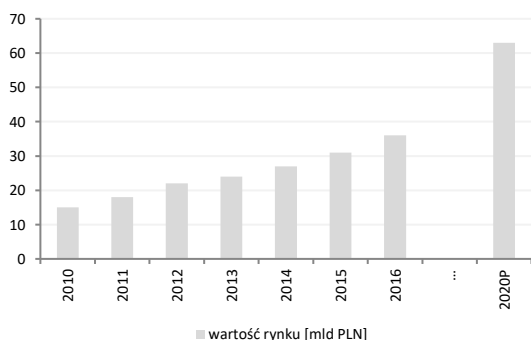
Udział e-commerce w kategorii Odzież i obuwie [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

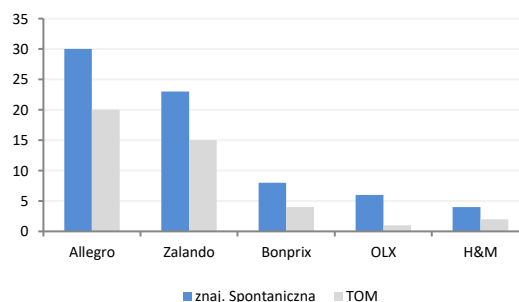
W badaniu przeprowadzonym dla ecommercepolska.pl ok. 48% internautów zadeklarowało, że dokonuje zakupów online (pozostali wskazywali, że wolą obejrzeć produkt przed zakupów oraz że preferują tradycyjne kanały sprzedaży). Co ciekawe, w rodzimych e-sklepach kupuje ok. 47% ankietowanych. Warto zwrócić uwagę,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



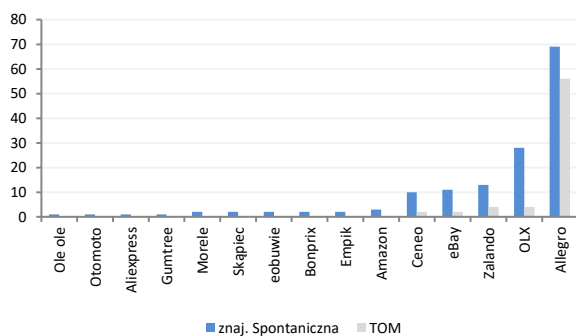
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., portal spozywczy.pl

Znajomość platform sprzedających odzież



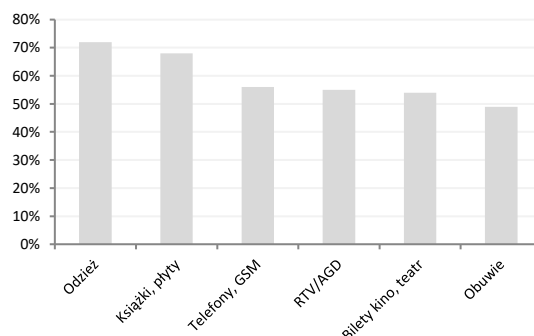
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Znajomość platform sprzedażowych ogółem



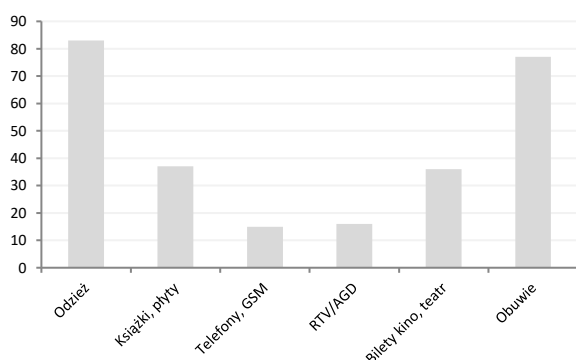
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Koszyk zakupowy



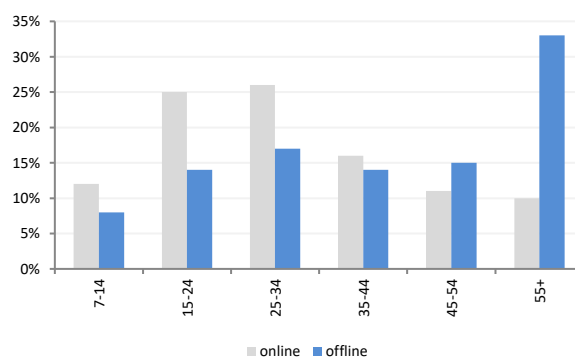
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Paragon miesięczny w wybranych kategoriach zakupowych



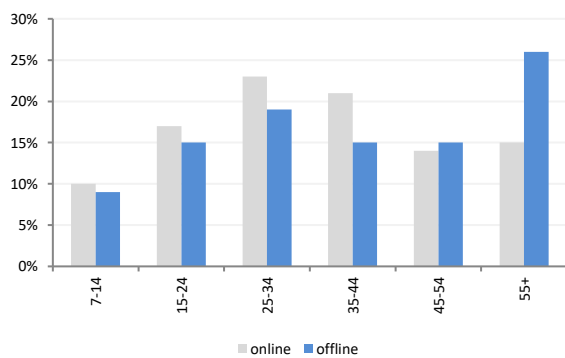
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Struktura wiekowa zakupów - kobiety



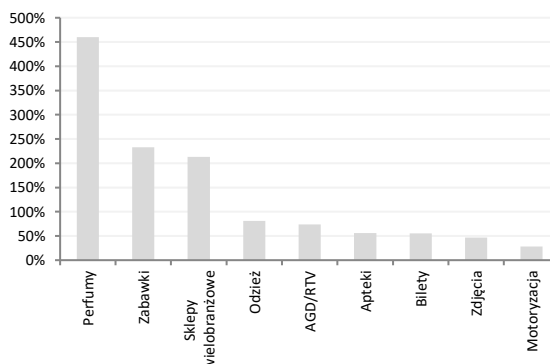
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

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

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Tkocz
Dyrektor Wydziału
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
strategia, chemia, przemysł, energetyka

Michał Fidelus
Analityk rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl
banki, finanse

Adrian Górniak
Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
developerzy, handel, media

Krzysztof Tkocz
Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
gry komputerowe

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

Tomasz Ilczyszyn
tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	4,2	Akumuluj	4,8	22.04.2021	07:45 CEST	3,2	59 084
Akumuluj	4,8	Redukuj	4,1	25.03.2019	11:57 CEST	4,3	60 097
Redukuj	4,1	Redukuj	4,5	23.07.2018	12:35 CEST	4,3	57 303
Redukuj	4,5	Kupuj	3,9	17.05.2018	10:39 CEST	5,0	59 791
Kupuj	3,9	---	---	21.11.2016	14:11 CEST	3,2	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.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'21*:			, 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	2	67%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	33%	1	100%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM).

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 22.04.2021 roku (07:45 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 29.04.2021 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 nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbliżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości 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 22.04.2021 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- 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 jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- 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 jakiejkolwiek 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.