



Dom Maklerski BDM S.A.

**CCC**

## RAPORT ANALITYCZNY

Walory CCC w perspektywie ostatnich miesięcy były jedną z najlepszych propozycji w sektorze odzieżowym, na co wpływ miała przede wszystkim mocna odbudowa sprzedaży z mkw. i idąca za tym poprawa wyników grupy. Uważamy, że przy obecnych pułapach akcje detalisty znajdują się przy niezbyt atrakcyjnych poziomach, a wachlarz możliwych negatywnych rozczarowań jest większy aniżeli pozytywnych zaskoczeń. Przede wszystkim akcentujemy wysoką bazę sprzedaży z mkw., która została ustanowiona w kolejnych miesiącach ubiegłego roku. Sądzymy, że będzie ona trudna do przebiccia w nadchodzących okresach, co po części udowodnił już styczniowy raport ze zrealizowanymi przychodami (w biznesie stacjonarnym dynamika na 0%, co przy wzroście powierzchni o ok. 20% jest rozczarującym rezultatem). Wysokie oczekiwania rynkowe mogą być studzone także przez presję na pierwszą marżę. Z jednej strony CCC musi zmierzyć się z niekorzystnymi kursami walutowymi, a z drugiej z silną konkurencją w segmencie (zarówno w kanale stacjonarnym, jak i e-commerce; Zalando chce uruchomić w Polsce centrum logistyczne). Spółce nie sprzyjają też tendencje zakupowe i migracja klientów do internetu (eobuwie.pl odpowiada za jedynie ok. 10% sprzedaży). Dodatkowo grupa zamierza mocno rozbudowywać powierzchnię handlową w kolejnych latach, co przełoży się na wzrost kosztów stałych (presja na czynsze ze strony EUR/PLN, silne oczekiwania na podnoszenie płac), a w połączeniu ze spadającym traffic'iem stwarza pole do zachwiania rentowności głównego biznesu. Zwracamy także uwagę na wymagające poziomy EV/EBITDA na lata 2017-18 względem grupy porównawczej (w przypadku CCC jest to 18,0-15,4x vs 9,2-8,6x dla mediany spółek) i uważamy, że tak duża premia jest nieuzasadniona. Mając na względzie powyższe czynniki decydujemy się na wydanie zalecenia Redukuj, ustalając jednocześnie cenę docelową na poziomie 181,1 PLN/akcję.

Początek roku w wykonaniu CCC nie był zbyt przekonujący. Po kilkunastu miesiącach dynamik sprzedaży na poziomie ok. 40% r/r, styczeń przyniósł wzrost o jedyne 16% (201 mln PLN przychodów), co jest dla nas rezultatem mocno rozczarowującym (rezultat ten był osiągnięty przy dosyć sprzyjającej aurze, a praktycznie cały wzrost był efektem przyrostu w kanale internetowym). Spodziewamy się także presji na pierwszą marżę (załagodzona zwiększeniem udziału dywizji UE w sprzedaży). Tym samym według naszych szacunków 1Q'17 przyniósłby ok. 672,1 mln PLN przychodów, przy rentowności brutto na poziomie 50,4%. Estymujemy, że EBITDA spółki zmniejszy się do 9,9 mln PLN, natomiast strata netto wyniesie 11,5 mln PLN.

Uważamy, że w kolejnych miesiącach '17 należy liczyć się z efektem wysokiej bazy dla przychodów i dynamiki na średnim poziomie ok. 40% r/r będą raczej niemożliwe do utrzymania (w modelu przyjmujemy wzrost w '17 o ok. 25% r/r, przy zwiększeniu powierzchni handlowej o ok. 19% do 540 tys. mkw.). Zwracamy uwagę na silną konkurencję ze strony Zalando (wpływ na e-commerce) oraz ze strony pozostałych graczy w kanale tradycyjnym, co może przekładać się na spadek pierwszej marży. Oczekujemy, że w perspektywie całego roku CCC powróci do średniej rentowności, którą wykazywała w minionych latach (nie uwzględniając '14), czyli do przedziału 51-52%. W naszej ocenie dodatkowymi czynnikami ryzyka dla tegorocznych wyników są presja na koszty płac (dotyka to większości rodzimych detalistów) oraz ciągle nierozstrzygnięta kwestia zakazu handlu w niedziele. Podsumowując, spodziewamy się, że w '17 detalista wypracuje 3,9 mld PLN przychodów, przy marży 51,6%. Na poziomie EBITDA estymujemy 508,6 mln PLN, natomiast zysk netto powinien być bliski 330,8 mln PLN.

|                       | 2014    | 2015    | 2016P   | 2017P   | 2018P   | 2019P   |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody [mln PLN]   | 2 011,9 | 2 307,7 | 3 124,2 | 3 890,7 | 4 561,9 | 5 156,3 |
| EBITDA [mln PLN]      | 297,9   | 307,6   | 414,4   | 508,6   | 593,3   | 675,5   |
| EBIT [mln PLN]        | 247,3   | 248,5   | 346,5   | 433,1   | 511,5   | 585,5   |
| Wynik netto [mln PLN] | 422,8   | 250,6   | 273,6   | 330,8   | 401,1   | 464,0   |
| P/BV                  | 8,9     | 7,6     | 7,4     | 6,1     | 5,2     | 4,6     |
| P/E                   | 20,2    | 34,0    | 31,2    | 25,8    | 21,3    | 18,4    |
| EV/EBITDA             | 30,0    | 28,9    | 22,0    | 18,0    | 15,4    | 13,4    |
| EV/EBIT               | 36,2    | 35,8    | 26,3    | 21,1    | 17,8    | 15,5    |
| DPS                   | 1,57    | 2,94    | 2,19    | 2,45    | 4,23    | 6,15    |

**REDUKUJ**

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

**WYCENA 181,1 PLN**

24 LUTEGO 2017, 11:01 CEST

|                                |         |
|--------------------------------|---------|
| Wycena końcowa [PLN]           | 181,1   |
| Potencjał do wzrostu / spadku  | -16,9%  |
| Koszt kapitału                 | 9.0%    |
| Cena rynkowa [PLN]             | 218,0   |
| Kapitalizacja [mln PLN]        | 8 529,9 |
| Ilość akcji [mln. szt.]        | 39,1    |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN]  | 218,5   |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN]   | 163,5   |
| Stopa zwrotu za 3 mc           | +11,0%  |
| Stopa zwrotu za 6 mc           | +15,3%  |
| Stopa zwrotu za 9 mc           | +25,2%  |
| Akcjonariat (% głosów):        |         |
| Ultro (p. zależny od D. Miłka) | 36,5%   |
| Aviva OFE                      | 6,6%    |
| Leszek Gaczorek                | 9,7%    |
| Pozostali                      | 48,8%   |

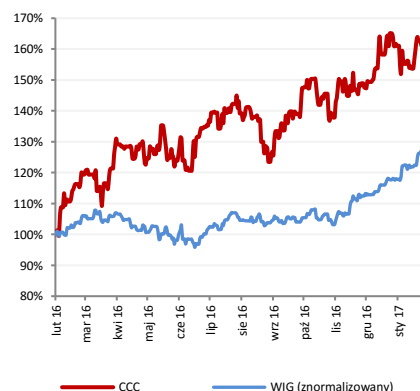
**Adrian Górniak**

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 ZA 4Q'2016 .....                           | 10 |
| WYNIKI KRAJOWYCH SPÓŁEK ODZIEŻOWYCH W 3Q'16 ..... | 16 |
| PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY .....           | 18 |
| ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU .....                     | 21 |
| OTOCZENIE RYNKOWE .....                           | 22 |
| RYNEK E-COMMERCE .....                            | 25 |
| PODATEK OD REALIZOWANEGO OBROTU .....             | 27 |
| DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....               | 28 |

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny CCC dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz analizę porównawczą. Metodzie DCF przypisaliśmy 80% wagi, natomiast metodzie porównawczej 20%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 189,7 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 146,7 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 7 086,5 mln PLN, czyli **181,1 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

|                            |                       | mln PLN        | PLN          |
|----------------------------|-----------------------|----------------|--------------|
| A                          | Wycena DCF            | 7 423,1        | 189,7        |
| B                          | Wycena porównawcza    | 5 740,3        | 146,7        |
| <b>C = (80%*A + 20%*B)</b> | <b>Wycena końcowa</b> | <b>7 086,5</b> | <b>181,1</b> |

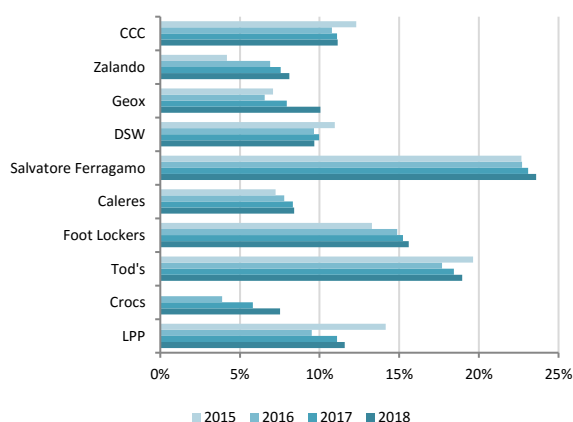
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Początek roku w wykonaniu CCC nie był zbyt przekonujący. Po kilkunastu miesiącach dynamik sprzedaży na poziomie ok. 40% r/r, styczeń przyniósł wzrost o jedyne 16% (201 mln PLN przychodów), co jest dla nas rezultatem mocno rozczarowującym (rezultat ten był osiągnięty przy dosyć sprzyjającej aurze, a praktycznie cały wzrost był efektem przyrostu w kanale internetowym). Spodziewamy się także presji na pierwszą marżę (załagodzona zwiększeniem udziału dywizji UE w sprzedaży). Tym samym według naszych szacunków 1Q'17 przyniósłby ok. 672,1 mln PLN przychodów, przy rentowności brutto na poziomie 50,4%. Estymujemy, że EBITDA spółki zmniejszy się do 9,9 mln PLN, natomiast strata netto wyniesie 11,5 mln PLN.

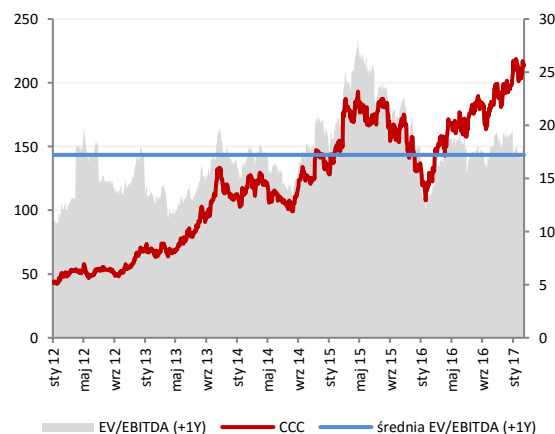
Uważamy, że w kolejnych miesiącach '17 należy liczyć się z efektem wysokiej bazy dla przychodów i wzrosty na średnim poziomie ok. 40% r/r będą raczej niemożliwe do utrzymania (w modelu przyjmujemy wzrost w '17 o ok. 25% r/r, przy wzroście powierzchni handlowej o ok. 19% do 540 tys. mkw.). Zwracamy uwagę na silną konkurencję ze strony Zalando (wpływ na e-commerce) oraz ze strony pozostałych graczy w kanale tradycyjnym, co może przekładać się na spadek pierwszej marży. Oczekujemy, że w perspektywie całego roku CCC powróci do średniej rentowności, którą wykazywała w minionych latach (nie uwzględniając '14), czyli do przedziału 51-52%. W naszej ocenie dodatkowymi czynnikami ryzyka dla tegorocznych wyników są presja na koszty płac (dotyka to większości rodzimych detalistów) oraz ciągle nierozstrzygnięta kwestia zakazu handlu w niedziele. Podsumowując, spodziewamy się, że w '17 detalista wypracuje 3,9 mld PLN przychodów, przy marży 51,6%. Na poziomie EBITDA estymujemy 508,6 mln PLN, natomiast zysk netto powinien być bliski 330,8 mln PLN.

Podsumowując, obecne poziomy cenowe akcji CCC uważamy za niezbyt atrakcyjne. W naszej rekomendacji podkreślamy przede wszystkim wysokie oczekiwania rynkowe względem wzrostu wyników grupy. Uważamy, że istnieje szereg czynników, które mogą stanowić duże rozczarowanie, a tym samym przełożyć się na pogorszenie sentymentu do walorów grupy. Zwracamy uwagę na wysoką bazę sprzedaży z ubiegłego roku, co stanowi naszym zdaniem istotne ryzyko dla mocnego spadku sprzedaży z mkw. (potwierdza to styczniowy odczyt, w którym przychody z biznesu stacjonarnego pozostały bez zmian). W naszym modelu oczekujemy presji na pierwszą marżę (negatywny wpływ walut, silna konkurencja). Sądzymy także, że w '17 spółka stanie przed wyzwaniem zmierzenia się z oczekiwaniami podnoszenia płac, co może obciążać wynik EBITDA. Warto zauważyć, że CCC jest notowane z istotną premią względem podmiotów o zbliżonym profilu działalności (dla EV/EBITDA 2017-18 jest to 18,0-15,4x w przypadku spółki vs 9,2-8,6x dla mediany grupy porównawczej). Mając na względzie powyższe czynniki decydujemy się na wydanie zalecenia Redukuj, ustalając jednocześnie cenę docelową na poziomie 181,1 PLN/akcję.

Porównanie marż EBITDA dla grupy porównawczej



Historyczna EV/EBITDA (+1Y)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na rynkowych stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 4%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1.

### Główne założenia modelu:

- W perspektywie '17 zakładamy wzrost przychodów o ok. 25% r/r do poziomu 3,9 mld PLN, w tym ok. 410-415 mln PLN z kanału internetowego.
- Spodziewamy się, że w roku 2017 marża brutto ze sprzedaży będzie bliska 51,6%, co wynika z presji kursu USD/PLN, silnej konkurencji rynkowej oraz wpływu e-commerce. W kolejnych latach zakładamy, że „stare” CCC będzie utrzymywać rentowność na poziomie ok. 52-53%. Uwzględniając jednocześnie konsolidację eobuwie.pl, szacujemy że pierwsza marża w długim terminie będzie kształtować się w przedziale 51,0-52,0%.
- Przyjmujemy również, że w 2017 CCC zwiększy powierzchnię handlową do 530-540 tys. mkw na koniec roku względem 454 tys. mkw na koniec 4Q'16.
- Poniżej prezentujemy główne założenia dla naszego modelu w kolejnych latach.

### Główne założenia w ujęciu segmentowym

|                              | 2015  | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Polska detal</b>          |       |       |       |       |       |       |
| Zmiana przychodu z mkw. r/r  | -7,0% | 1,5%  | 2,0%  | 1,3%  | 1,1%  | 1,1%  |
| Powierzchnia EoP [tys. mkw.] | 189,0 | 208,8 | 222,2 | 230,6 | 237,8 | 243,6 |
| <b>UE detal</b>              |       |       |       |       |       |       |
| Zmiana przychodu z mkw. r/r  | -3,3% | -0,8% | 2,9%  | 1,3%  | 1,2%  | 1,2%  |
| Powierzchnia EoP [tys. mkw.] | 150,8 | 208,9 | 271,9 | 330,4 | 385,2 | 436,2 |
| <b>Franczyza</b>             |       |       |       |       |       |       |
| Zmiana przychodu z mkw. r/r  | 16,9% | 3,8%  | 1,2%  | 1,1%  | 1,0%  | 1,0%  |
| Powierzchnia EoP [tys. mkw.] | 31,2  | 36,1  | 45,7  | 54,3  | 62,0  | 68,7  |
| <b>E-commerce</b>            |       |       |       |       |       |       |
| Zmiana przychodów r/r        | -     | -     | 40%   | 20%   | 15%   | 10%   |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spodziewamy się, że w latach 2017 CCC utrzyma dotychczasowy poziom wypłaty dywidendy (ok. 35% z zysku za '16). Oczekujemy jednak, że wraz z coraz niższą dynamiką wzrostu powierzchni handlowej spółka będzie w stanie zwiększyć % wypłacanego zysku.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Przyjmujemy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19%.
- Wpływ zmiany kursów walutowych na wycenę DCF przedstawiliśmy w osobnej tabeli (patrz: poniżej).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2026 roku na poziomie 3%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2026 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 39,1 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 01.03.2017.

**Metoda DCF dała wartość spółki CCC na poziomie 7 423,1 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 189,7 PLN.**

### Wrażliwość wyceny DCF na zmianę kursów walutowych\*

|                    |              |
|--------------------|--------------|
| -10%               | 185,0        |
| -5%                | 187,4        |
| <b>kurs bazowy</b> | <b>189,7</b> |
| 5%                 | 191,9        |
| 10%                | 194,0        |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; \*pozostałe założenia pozostają niezmiennione

#### Model DCF

|                                            | 2017P          | 2018P   | 2019P   | 2020P                                           | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   | 2026P   |
|--------------------------------------------|----------------|---------|---------|-------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN]           | 3 890,7        | 4 561,9 | 5 156,3 | 5 704,6                                         | 6 197,3 | 6 640,7 | 7 048,6 | 7 422,9 | 7 767,9 | 8 084,5 |
| EBIT [mln PLN]                             | 433,1          | 511,5   | 585,5   | 638,8                                           | 692,3   | 735,4   | 774,5   | 812,0   | 847,0   | 877,0   |
| Stopa podatkowa                            | 19%            | 19%     | 19%     | 19%                                             | 19%     | 19%     | 19%     | 19%     | 19%     | 19%     |
| Podatek od EBIT [mln PLN]                  | 82,3           | 97,2    | 111,2   | 121,4                                           | 131,5   | 139,7   | 147,2   | 154,3   | 160,9   | 166,6   |
| NOPLAT [mln PLN]                           | 350,8          | 414,3   | 474,2   | 517,5                                           | 560,8   | 595,6   | 627,4   | 657,7   | 686,1   | 710,4   |
| Amortyzacja [mln PLN]                      | 75,6           | 81,8    | 90,0    | 97,8                                            | 102,6   | 105,4   | 107,6   | 109,3   | 110,4   | 111,1   |
| CAPEX [mln PLN]                            | -164,0         | -169,5  | -160,6  | -146,3                                          | -127,9  | -127,1  | -124,4  | -119,9  | -116,9  | -112,7  |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]    | -178,6         | -119,8  | -89,0   | -79,9                                           | -77,9   | -57,4   | -47,4   | -41,1   | -34,6   | -28,1   |
| Inwestycje kapitałowe [mln PLN]            | 0,0            | 0,0     | 0,0     | 0,0                                             | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| FCF [mln PLN]                              | 83,8           | 206,9   | 314,6   | 389,1                                           | 457,5   | 516,4   | 563,1   | 606,1   | 645,0   | 680,6   |
| DFCF [mln PLN]                             | 78,8           | 180,8   | 254,6   | 291,2                                           | 316,0   | 328,4   | 328,8   | 324,7   | 317,0   | 306,9   |
| Suma DFCF [mln PLN]                        | 2 727,2        |         |         |                                                 |         |         |         |         |         |         |
| Wartość rezydualna [mln PLN]               | 11 712,4       |         |         | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 3,0% |         |         |         |         |         |         |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]   | 5 281,2        |         |         |                                                 |         |         |         |         |         |         |
| Wartość firmy EV [mln PLN]                 | 8 008,4        |         |         |                                                 |         |         |         |         |         |         |
| Dług netto [mln PLN]                       | 585,3          |         |         |                                                 |         |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b> | <b>7 423,1</b> |         |         |                                                 |         |         |         |         |         |         |
| Ilość akcji [mln]                          | 39,1           |         |         |                                                 |         |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>     | <b>189,7</b>   |         |         |                                                 |         |         |         |         |         |         |

|                               |         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody zmiana r/r          | 24,5%   | 17,3%  | 13,0%  | 10,6%  | 8,6%   | 7,2%   | 6,1%   | 5,3%   | 4,6%   | 4,1%   |
| EBIT zmiana r/r               | 25,0%   | 18,1%  | 14,4%  | 9,1%   | 8,4%   | 6,2%   | 5,3%   | 4,8%   | 4,3%   | 3,5%   |
| FCF zmiana r/r                | -131,7% | 147,0% | 52,1%  | 23,7%  | 17,6%  | 12,9%  | 9,0%   | 7,6%   | 6,4%   | 5,5%   |
| Marża EBITDA                  | 13,1%   | 13,0%  | 13,1%  | 12,9%  | 12,8%  | 12,7%  | 12,5%  | 12,4%  | 12,3%  | 12,2%  |
| Marża EBIT                    | 11,1%   | 11,2%  | 11,4%  | 11,2%  | 11,2%  | 11,1%  | 11,0%  | 10,9%  | 10,9%  | 10,8%  |
| Marża NOPLAT                  | 9,0%    | 9,1%   | 9,2%   | 9,1%   | 9,0%   | 9,0%   | 8,9%   | 8,9%   | 8,8%   | 8,8%   |
| CAPEX / Przychody             | 4,2%    | 3,7%   | 3,1%   | 2,6%   | 2,1%   | 1,9%   | 1,8%   | 1,6%   | 1,5%   | 1,4%   |
| CAPEX / Amortyzacja           | 216,9%  | 207,2% | 178,4% | 149,6% | 124,7% | 120,7% | 115,6% | 109,6% | 105,9% | 101,5% |
| Zmiana KO / Przychody         | 4,6%    | 2,6%   | 1,7%   | 1,4%   | 1,3%   | 0,9%   | 0,7%   | 0,6%   | 0,4%   | 0,3%   |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 23,3%   | 17,8%  | 15,0%  | 14,6%  | 15,8%  | 12,9%  | 11,6%  | 11,0%  | 10,0%  | 8,9%   |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Kalkulacja WACC

|                                        | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P  | 2026P  |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 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               | 65,8% | 68,0% | 70,8% | 78,1% | 80,1% | 85,9% | 91,4% | 98,0% | 100,0% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%   | 4,5%   |
| Udział kapitału obcego                 | 34,2% | 32,0% | 29,2% | 21,9% | 19,9% | 14,1% | 8,6%  | 2,0%  | 0,0%   | 0,0%   |
| WACC                                   | 7,4%  | 7,5%  | 7,7%  | 8,0%  | 8,1%  | 8,4%  | 8,6%  | 8,9%  | 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 |       |       |       |       |       |       |       |       |
|------|-----|-------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |     | 0,50%                                     | 1,00% | 1,50% | 2,00% | 2,50% | 3,00% | 3,50% | 4,00% | 4,50% |
| beta | 0,7 | 187,0                                     | 197,4 | 209,6 | 224,1 | 241,4 | 262,6 | 289,0 | 323,1 | 368,4 |
|      | 0,8 | 172,1                                     | 180,9 | 191,0 | 202,8 | 216,7 | 233,4 | 253,8 | 279,4 | 312,2 |
|      | 0,9 | 159,1                                     | 166,5 | 175,0 | 184,7 | 196,1 | 209,6 | 225,7 | 245,4 | 270,1 |
|      | 1,0 | 147,7                                     | 154,0 | 161,1 | 169,3 | 178,7 | 189,7 | 202,7 | 218,3 | 237,3 |
|      | 1,1 | 137,6                                     | 143,0 | 149,1 | 156,0 | 163,8 | 172,9 | 183,5 | 196,1 | 211,1 |
|      | 1,2 | 128,5                                     | 133,2 | 138,4 | 144,3 | 151,0 | 158,6 | 167,4 | 177,6 | 189,7 |
|      | 1,3 | 120,4                                     | 124,5 | 129,0 | 134,0 | 139,7 | 146,1 | 153,5 | 162,0 | 171,9 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

|                  |       | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym |       |       |       |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                  |       | 0,50%                                     | 1,00% | 1,50% | 2,00% | 2,50% | 3,00% | 3,50% | 4,00% | 4,50% |
| premia za ryzyko | 3,00% | 204,2                                     | 216,8 | 231,8 | 249,7 | 271,7 | 299,1 | 334,3 | 381,4 | 447,2 |
|                  | 4,00% | 172,1                                     | 180,9 | 191,0 | 202,8 | 216,7 | 233,4 | 253,8 | 279,4 | 312,2 |
|                  | 5,00% | 147,7                                     | 154,0 | 161,1 | 169,3 | 178,7 | 189,7 | 202,7 | 218,3 | 237,3 |
|                  | 6,00% | 128,5                                     | 133,2 | 138,4 | 144,3 | 151,0 | 158,6 | 167,4 | 177,6 | 189,7 |
|                  | 7,00% | 113,1                                     | 116,6 | 120,6 | 124,9 | 129,8 | 135,3 | 141,5 | 148,6 | 156,8 |
|                  | 8,00% | 100,4                                     | 103,2 | 106,2 | 109,5 | 113,1 | 117,2 | 121,8 | 126,9 | 132,7 |
|                  | 9,00% | 89,8                                      | 92,0  | 94,3  | 96,9  | 99,7  | 102,8 | 106,2 | 110,0 | 114,3 |

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% | 368,1 | 341,0 | 318,4 | 299,1 | 282,5 | 268,1 | 255,4 | 244,3 | 234,3 |
|                  | 4,00% | 288,8 | 266,8 | 248,7 | 233,4 | 220,4 | 209,2 | 199,5 | 190,9 | 183,3 |
|                  | 5,00% | 234,7 | 216,7 | 202,0 | 189,7 | 179,3 | 170,4 | 162,7 | 156,0 | 150,0 |
|                  | 6,00% | 195,6 | 180,7 | 168,6 | 158,6 | 150,1 | 142,9 | 136,7 | 131,3 | 126,5 |
|                  | 7,00% | 166,1 | 153,6 | 143,6 | 135,3 | 128,3 | 122,4 | 117,3 | 112,9 | 109,0 |
|                  | 8,00% | 143,1 | 132,6 | 124,2 | 117,2 | 111,4 | 106,5 | 102,2 | 98,6  | 95,3  |
|                  | 9,00% | 124,7 | 115,8 | 108,7 | 102,8 | 97,9  | 93,8  | 90,2  | 87,1  | 84,4  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analiza porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-18 dla wybranych spółek z branży odzieżowej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty zagraniczne oraz LPP (jedyna krajowa spółka poza CCC o zasięgu międzynarodowym; poglądowo prezentujemy również wskaźniki dla mniejszych rodzimych detalistów). Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena CCC metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **146,7 PLN**.

### Wycena porównawcza względem podmiotów o zasięgu międzynarodowym

|                             | P/E          |              | EV/EBITDA    |              |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                             | 2017P        | 2018P        | 2017P        | 2018P        |
| LPP                         | 26,9         | 22,9         | 13,9         | 11,8         |
| Zalando                     | 44,0         | 34,2         | 24,1         | 18,1         |
| Asos                        | 48,3         | 37,2         | 24,0         | 19,2         |
| Crocs                       | 30,0         | 13,7         | 6,5          | 3,7          |
| Tod's                       | 23,0         | 21,2         | 11,7         | 10,8         |
| Foot Locker                 | 13,7         | 12,8         | 6,8          | 6,4          |
| Caleres                     | 13,5         | 12,3         | 6,1          | 5,2          |
| Salvatore Ferragamo         | 21,8         | 20,2         | 12,4         | 11,3         |
| DSW                         | 13,8         | 13,7         | 5,5          | 5,7          |
| Geox                        | 22,8         | 12,7         | 6,8          | 5,0          |
| <b>Mediana</b>              | <b>22,9</b>  | <b>17,0</b>  | <b>9,2</b>   | <b>8,6</b>   |
| CCC                         | 25,8         | 21,3         | 18,0         | 15,4         |
| Premia/dyskonto vs grupa    | 12,7%        | 25,3%        | 94,9%        | 78,9%        |
| Premia/dyskonto vs LPP      | -4,1%        | -7,3%        | 29,1%        | 30,4%        |
| Premia/dyskonto vs Zalando  | -41,5%       | -37,8%       | -25,4%       | -15,2%       |
| <b>Wycena wg wskaźnika</b>  | <b>193,4</b> | <b>174,0</b> | <b>104,2</b> | <b>115,2</b> |
| Waga roku                   | 50%          | 50%          | 50%          | 50%          |
| <b>Wycena wg wskaźników</b> | <b>183,7</b> |              | <b>109,7</b> |              |
| Waga wskaźnika              | 50%          |              | 50%          |              |
| <b>Wycena końcowa [PLN]</b> | <b>146,7</b> |              |              |              |

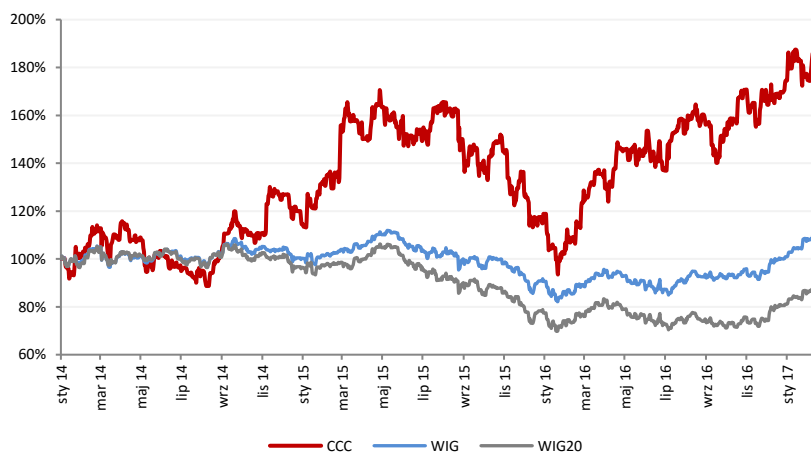
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### CCC na tle krajowych spółek odzieżowych

|                 | P/E         |             |             | EV/EBITDA   |            |            |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
|                 | 2016P       | 2017P       | 2018P       | 2016P       | 2017P      | 2018P      |
| Gino Rossi      | 18,3        | 13,6        | 11,9        | 8,9         | 7,7        | 6,9        |
| Vistula Group   | 16,7        | 12,9        | 12,0        | 10,1        | 8,5        | 8,0        |
| Monnari         | 14,0        | 12,4        | 11,0        | 9,1         | 8,0        | 6,8        |
| Solar           | -           | 161,0       | 54,9        | 13,8        | 6,0        | 5,6        |
| Wojas           | 52,6        | 16,7        | 11,9        | 8,8         | 8,6        | 7,5        |
| LPP             | 42,4        | 26,9        | 22,9        | 18,5        | 13,9       | 11,8       |
| Bytom           | 15,2        | 13,6        | 11,5        | 11,3        | 8,8        | 7,7        |
| <b>Mediana</b>  | <b>17,5</b> | <b>13,6</b> | <b>11,9</b> | <b>10,1</b> | <b>8,5</b> | <b>7,5</b> |
| CCC             | 31,2        | 25,8        | 21,3        | 22,0        | 18,0       | 15,4       |
| Premia/dyskonto | 78,0%       | 88,9%       | 78,8%       | 118,4%      | 110,9%     | 103,9%     |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

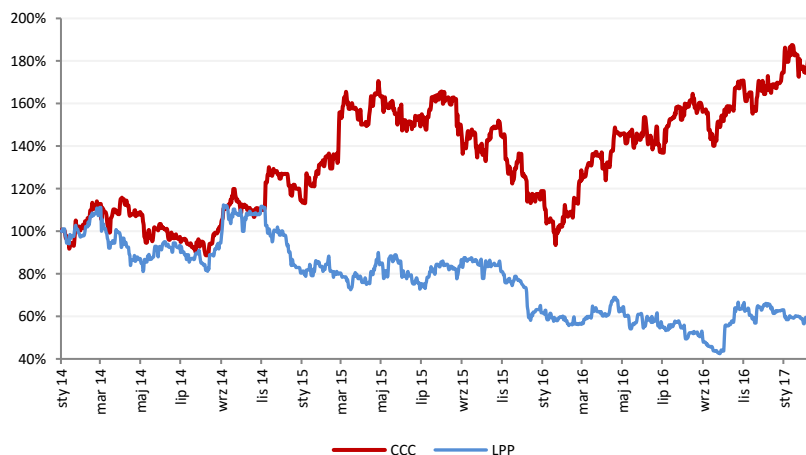
#### Zachowanie kursu na tle WIG



*Od stycznia '16 kurs  
CCC zaczął  
gwałtownie  
zyskiwać, co było  
pochodną mocnych  
odczytów  
sprzedażowych oraz  
wysokich dynamik  
EBITDA.*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

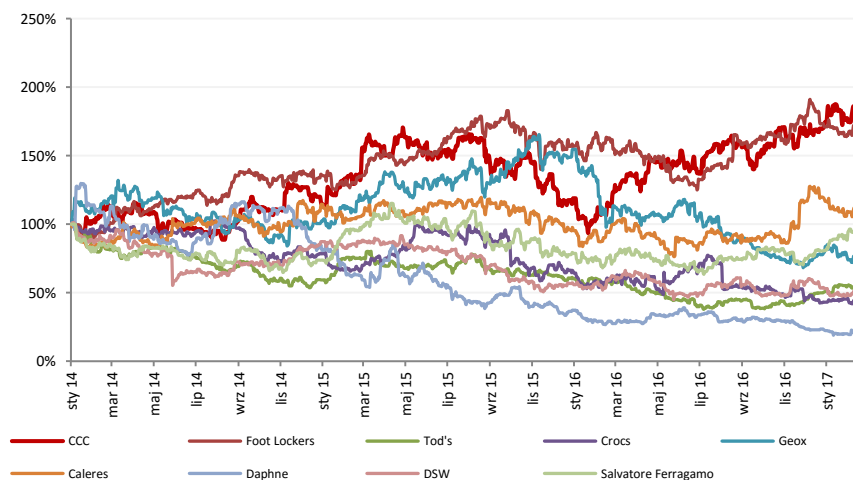
#### Zachowanie kursu na tle CCC



*W minionym roku  
CCC  
zaprezentowało  
znacznie lepsze  
rezultaty niż LPP,  
które musiało  
zmierzyć się z  
mocną presją na  
pierwszą marżę  
oraz słabością  
flagowej marki.*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

#### Zachowanie kursu na tle podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

### ▪ Ryzyko rozbudowy sieci

Grupa przeprowadza dynamiczną ekspansję swojej sieci, która obejmuje nie tylko rynek Polski, ale również pozostałe kraje, w których CCC prowadzi działalność. W perspektywie '17 zarząd spółki zamierza zwiększyć całkowitą powierzchnię handlową do 540-560 tys. mkw., co implikuje wzrost sieci względem roku 2016 o ok. 19-23%. Zwracamy jednak uwagę, że władze CCC informowały już o wolniejszym tempie otwarć w krajach regionu DACH, co wynika przede wszystkim z małej rozpoznawalności marki oraz mocnej pozycji Deichmanna.

### ▪ Rozwój e-commerce

Kanał e-commerce jest obecnie najszybciej rozwijającą się formą sprzedaży (według niektórych analiz w kolejnych latach dwucyfrowa dynamika zostanie utrzymana). Dlatego też CCC od dłuższego czasu zamierza rozszerzyć swoją działalność o sklep internetowy. W 3Q'15 spółka zdecydowała się na zakup eobuwie.pl, które jest uzupełnieniem modelu biznesowego grupy. Zwracamy jednocześnie uwagę, że rynek e-commerce jest mocno konkurencyjny, co powoduje dużą presję na realizowane marże (głównie ze strony Zalando), co w długim terminie może negatywnie wpływać na wyniki grupy.

### ▪ 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. Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 26.

### ▪ Zakaz handlu w niedzielę

W sejmie toczą się prace nad zakazem handlu w niedzielę, na bazie zebranych podpisów oraz wniosku NSZZ Solidarność. Póki co nie wiadomo jaki będzie ostateczny kształt ewentualnej ustawy, jednak może on 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. Według naszych szacunków niedziela odpowiada za ok. 13-15% tygodniowej sprzedaży CCC.

### ▪ Ryzyko kursowe

Spółka jest narażona na negatywne zmiany kursów walutowych. Po pierwsze może się to objawiać w negatywnych różnicach kursowych – CCC kupuje ok. 70% wyrobów w Azji (rozliczenie w USD), a jedynie 10% w Europie (pozostałe 20% pochodzi z Polski). Umocnienie USD względem PLN (przy ewentualnym braku możliwości kosztu na klientów) może skutkować spadkiem marży brutto.

### ▪ Ryzyko nietrafionej kolekcji

W przypadku źle dobranej kolekcji może się to przełożyć na spadek zainteresowania klientów, a tym samym na spadek wyników finansowych. W odniesieniu do CCC ryzyko to jest dosyć ograniczone, bowiem spółka jest dyskontem obuwniczym, co powoduje, że niższe ceny produktów względem konkurencji oraz wielkość oferty, niwelują czynnik modowy.

### ▪ Sezonowość wyników

Branża odzieżowa cechuje się znaczną sezonowością. W przypadku niekorzystnej aury w sezonie jesiennym lub zimowym może dojść do zwiększenia zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz do wypracowania niższych wyników finansowych (spadek przychodów, obniżenie marż z powodu wyprzedaży). Jednocześnie okres 4Q jest najważniejszy dla przedstawicieli segmentu.

### ▪ Konkurencja rynkowa

Głównym konkurentem spółki jest Deichmann. CCC zamierza dynamicznie zwiększać wielkość sieci, co ma pozwolić na zwiększenie udziałów na głównych obszarach działania obu podmiotów i tym samym przegonić niemieckiego potentata. W mniejszym stopniu rywalami grupy są małe sklepiki prywatnych właścicieli.

## SZACUNKI WYNIKÓW ZA 4Q'2016

Według naszych założeń wyniki CCC w 4Q'16 okazały się znacznie lepsze r/r, co można było wnioskować po miesięcznych raportach sprzedażowych. Przychody ze sprzedaży powinny podnieść do 1060,0 mln PLN, co implikuje wzrost o 40,3% r/r i rezultat uznajemy za pozytywny. Jednocześnie spodziewamy się, że erozji uległa marża brutto ze sprzedaży, która mogła wynieść 52,7% (wpływ segmentu e-commerce). Na poziomie EBITDA oczekujemy, że grupa wypracowała 205,3 mln PLN (+53,3% r/r). Zysk netto detalisty w minionym kwartale mógł wynieść 147,2 mln PLN. Tym samym znacznie lepszy r/r byłby także cały '16. Estymujemy, że sprzedaż podniosła się do 3,1 mld PLN, a EBITDA do ponad 414 mln PLN.

W ujęciu segmentowym uwagę zwracają wyniki detalu w Polsce i krajach UE. Na rynku polskim obroty mogły wzrosnąć do 509,0 mln PLN, przy jednoczesnym wzroście powierzchni handlowej do 208,8 tys. mkw. Oznacza to, że przychód z mkw. zwiększyłby się do 2,5 tys. PLN. Lekki wzrost powinna odnotować rentowność brutto, która wedle naszych założeń wyniosła 53,2% (+0,6 p.p. r/r). W przypadku regionu UE CCC mogło zwiększyć przychody ze sprzedaży do 387,7 mln PLN (powierzchnia sieci wzrosła do 208,9 tys. mkw; +58,1 tys. mkw r/r), co oznaczałoby że przychód z mkw. zwiększył do 1,9 tys. PLN. Również w tym segmencie spółka zapewne wykazała poprawę pierwszej marży. Spodziewamy się, że grupie udało się podnieść ceny obuwia, przez co rentowność brutto była bliska 58,0% w 4Q'16. Szacujemy, że segment e-commerce wypracował blisko 112,0 mln PLN obrotów, realizując jednocześnie 39% pierwszej marży.

### Wyniki CCC za 4Q'16 [mln PLN]

|                           | 1Q'14  | 2Q'14 | 3Q'14 | 4Q'14 | 1Q'15 | 2Q'15 | 3Q'15 | 4Q'15 | 1Q'16  | 2Q'16 | 3Q'16  | 4Q'16   | zmiana r/r |
|---------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|---------|------------|
| Przychody                 | 359,7  | 496,2 | 474,0 | 682,0 | 431,9 | 608,0 | 512,4 | 755,4 | 534,6  | 864,9 | 664,7  | 1 060,0 | 40,3%      |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 188,1  | 286,4 | 260,4 | 372,5 | 223,0 | 318,5 | 270,7 | 407,4 | 269,4  | 467,1 | 339,3  | 558,8   | 37,2%      |
| EBITDA                    | 15,8   | 97,7  | 60,2  | 124,1 | 24,1  | 112,3 | 37,3  | 134,0 | 11,4   | 151,0 | 46,7   | 205,3   | 53,3%      |
| EBIT                      | 5,0    | 87,2  | 52,2  | 102,9 | 10,4  | 95,5  | 24,3  | 118,3 | -4,8   | 138,0 | 25,2   | 188,1   | 59,0%      |
| Wynik brutto              | 2,2    | 82,5  | 45,4  | 98,8  | 0,9   | 91,9  | 18,8  | 114,3 | -14,7  | 142,4 | 9,5    | 181,8   | 59,0%      |
| Wynik netto               | 0,4    | 69,8  | 40,2  | 312,3 | 6,4   | 105,1 | 33,8  | 105,2 | -17,8  | 134,0 | 10,2   | 147,2   | 39,9%      |
| marża brutto ze sprzedaży | 52,3%  | 57,7% | 54,9% | 54,6% | 51,6% | 52,4% | 52,8% | 53,9% | 50,4%  | 54,0% | 51,0%  | 52,7%   |            |
| marża EBITDA              | 4,4%   | 19,7% | 12,7% | 18,2% | 5,6%  | 18,5% | 7,3%  | 17,7% | 2,1%   | 17,5% | 7,0%   | 19,4%   |            |
| marża EBIT                | 1,4%   | 17,6% | 11,0% | 15,1% | 2,4%  | 15,7% | 4,7%  | 15,7% | -      | 16,0% | 3,8%   | 17,7%   |            |
| marża netto               | 0,1%   | 14,1% | 8,5%  | 45,8% | 1,5%  | 17,3% | 6,6%  | 13,9% | -      | 15,5% | 1,5%   | 13,9%   |            |
| CF Operacyjny             | -138,4 | -4,4  | -11,7 | 199,8 | -81,4 | 99,0  | 16,0  | 253,5 | -209,0 | 235,1 | -189,2 | 414,8   | 63,6%      |

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

### Wyniki segmentów [mln PLN]

|                           | 1Q'14 | 2Q'14 | 3Q'14  | 4Q'14 | 1Q'15 | 2Q'15  | 3Q'15 | 4Q'15 | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 |
|---------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Polska DETAL</b>       |       |       |        |       |       |        |       |       |       |       |       |       |
| Przychody                 | 260,8 | 353,6 | 321,7  | 462,8 | 283,7 | 397,6  | 307,3 | 449,8 | 285,3 | 481,8 | 328,1 | 509,0 |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 131,5 | 195,8 | 164,7  | 249,8 | 134,6 | 192,6  | 161,5 | 235,9 | 141,0 | 254,6 | 172,7 | 271,0 |
| marża brutto ze sprzedaży | 50,4% | 55,4% | 51,2%  | 54,0% | 47,4% | 48,4%  | 52,6% | 52,5% | 49,4% | 52,8% | 52,6% | 53,2% |
| <b>UE DETAL</b>           |       |       |        |       |       |        |       |       |       |       |       |       |
| Przychody                 | 83,6  | 120,9 | 126,4  | 195,1 | 126,0 | 185,3  | 166,1 | 262,2 | 171,2 | 271,4 | 221,6 | 387,7 |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 45,2  | 69,4  | 69,0   | 110,4 | 66,7  | 95,1   | 101,5 | 150,0 | 101,5 | 163,8 | 124,8 | 225,0 |
| marża brutto ze sprzedaży | 54,1% | 57,4% | 54,6%  | 56,6% | 52,9% | 51,3%  | 61,1% | 57,2% | 59,3% | 60,4% | 56,3% | 58,0% |
| <b>E-commerce</b>         |       |       |        |       |       |        |       |       |       |       |       |       |
| Przychody                 | 0,0   | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 44,7  | 64,6  | 72,7  | 112,0 |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 0,0   | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 17,3  | 30,2  | 29,0  | 43,7  |
| marża brutto ze sprzedaży | -     | -     | -      | -     | -     | -      | -     | -     | 38,7% | 46,7% | 39,9% | 39,0% |
| <b>Pozostałe</b>          |       |       |        |       |       |        |       |       |       |       |       |       |
| Przychody                 | 15,3  | 21,8  | 25,9   | 24,1  | 22,2  | 25,1   | 39,0  | 43,5  | 33,4  | 42,2  | 42,2  | 51,3  |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 11,4  | 21,3  | 26,7   | 12,4  | 21,6  | 30,8   | 7,7   | 21,5  | 9,6   | 15,8  | 12,8  | 19,2  |
| marża brutto ze sprzedaży | 74,7% | 97,8% | 103,4% | 51,3% | 97,6% | 122,6% | 19,7% | 49,4% | 28,7% | 37,4% | 30,3% | 37,4% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka



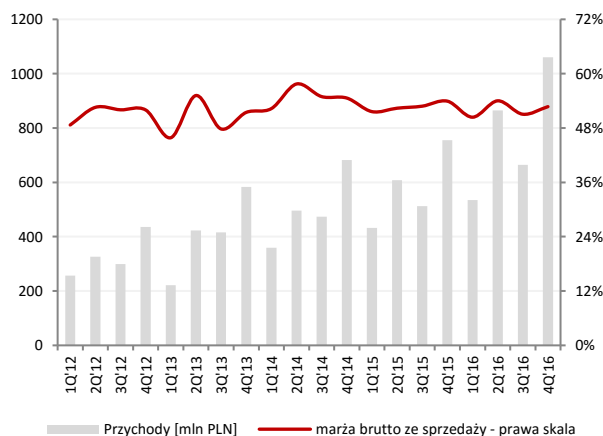
Dom Maklerski BDM S.A.

#### Dane operacyjne segmentów

|                                    | 1Q'14          | 2Q'14          | 3Q'14          | 4Q'14          | 1Q'15          | 2Q'15          | 3Q'15          | 4Q'15          | 1Q'16          | 2Q'16          | 3Q'16          | 4Q'16          |
|------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Powierzchnia EoP [tys. mkw]</b> | <b>1 422,3</b> | <b>1 402,8</b> | <b>1 410,2</b> | <b>1 482,3</b> | <b>1 478,5</b> | <b>1 485,9</b> | <b>1 520,0</b> | <b>1 580,6</b> | <b>1 588,4</b> | <b>1 637,0</b> | <b>1 675,5</b> | <b>1 766,4</b> |
| Polska DETAL                       | 158,1          | 159,8          | 166,7          | 173,0          | 174,2          | 174,8          | 180,9          | 189,0          | 192,7          | 197,7          | 201,6          | 208,8          |
| UE DETAL                           | 75,3           | 84,0           | 90,3           | 110,1          | 118,7          | 125,1          | 133,4          | 150,8          | 164,9          | 174,4          | 190,2          | 208,9          |
| Pozostałe                          | 19,7           | 18,8           | 18,5           | 21,1           | 21,6           | 23,8           | 27,4           | 31,2           | 31,1           | 33,4           | 34,6           | 36,1           |
| <b>Liczba sklepów</b>              | <b>708</b>     | <b>694</b>     | <b>692</b>     | <b>731</b>     | <b>729</b>     | <b>736</b>     | <b>751</b>     | <b>784</b>     | <b>785</b>     | <b>809</b>     | <b>825</b>     | <b>872</b>     |
| Polska DETAL                       | 461            | 446            | 443            | 447            | 435            | 426            | 427            | 426            | 415            | 422            | 424            | 441            |
| UE DETAL                           | 173            | 186            | 196            | 224            | 236            | 247            | 256            | 282            | 300            | 312            | 327            | 352            |
| Pozostałe                          | 71             | 58             | 49             | 55             | 55             | 59             | 65             | 71             | 67             | 71             | 71             | 74             |
| <b>Przychód z mkw. [tys. PLN]*</b> | <b>1,4</b>     | <b>1,9</b>     | <b>1,8</b>     | <b>2,3</b>     | <b>1,4</b>     | <b>1,9</b>     | <b>1,5</b>     | <b>2,1</b>     | <b>1,3</b>     | <b>2,0</b>     | <b>1,4</b>     | <b>2,2</b>     |
| Polska DETAL                       | 1,7            | 2,2            | 2,0            | 2,7            | 1,6            | 2,3            | 1,7            | 2,4            | 1,5            | 2,5            | 1,6            | 2,5            |
| UE DETAL                           | 1,2            | 1,5            | 1,5            | 1,9            | 1,1            | 1,5            | 1,3            | 1,8            | 1,1            | 1,6            | 1,2            | 1,9            |
| Pozostałe                          | 0,7            | 1,1            | 1,3            | 1,1            | 1,0            | 1,0            | 1,5            | 1,4            | 1,1            | 1,3            | 1,2            | 1,5            |

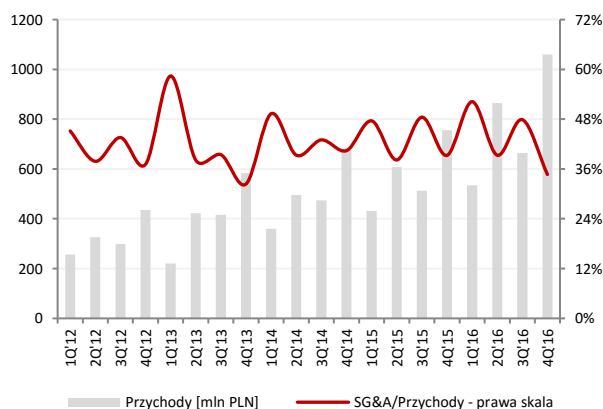
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*dotyczy tylko sieci sklepów stacjonarnych

#### Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



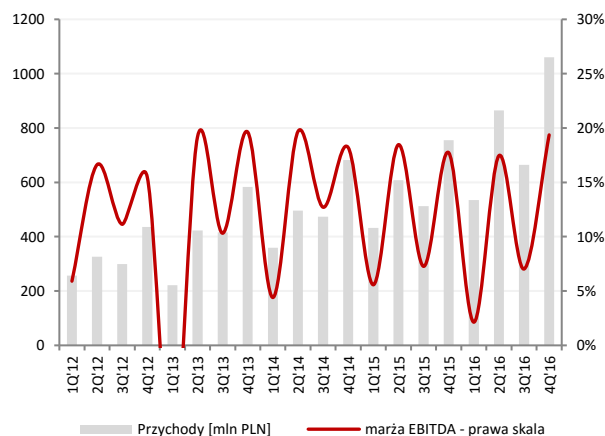
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

#### SG&A vs przychody [mln PLN]



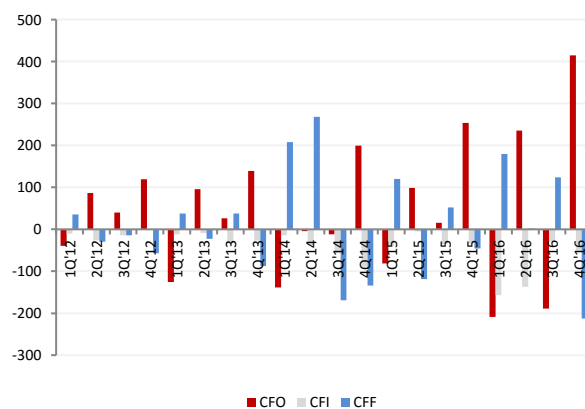
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

#### Rentowność EBITDA



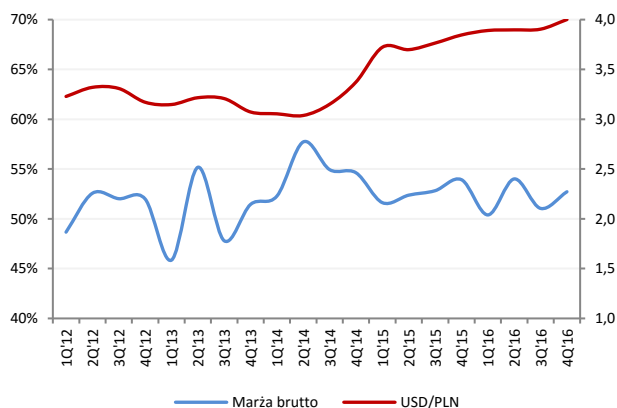
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

#### Przepływy pieniężne [mln PLN]



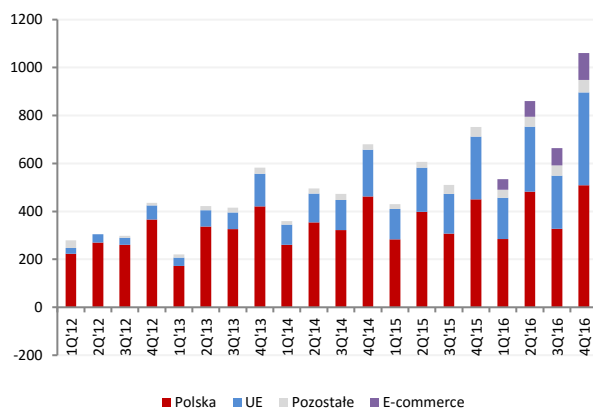
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność brutto na tle USD/PLN



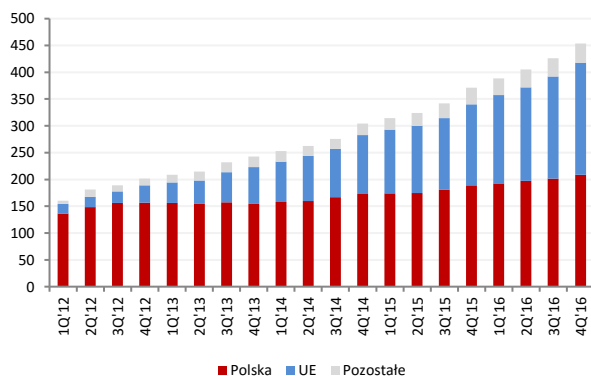
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody w ujęciu geograficznym [mln PLN]



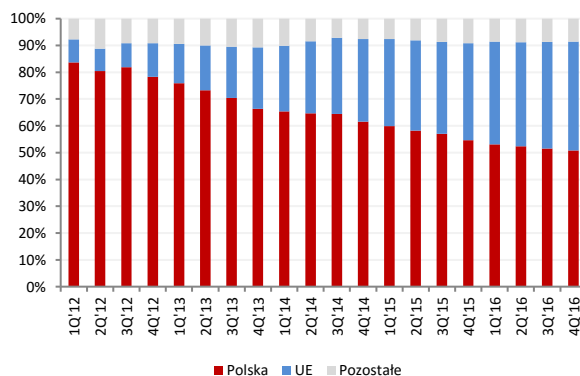
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Powierzchnia sieci w ujęciu geograficznym [tys. mkw]



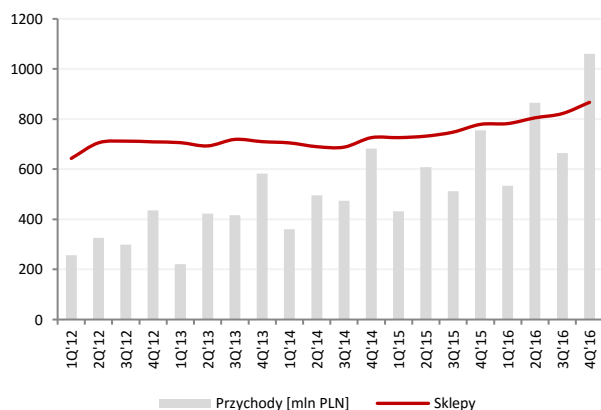
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Udział regionu w liczbie sklepów



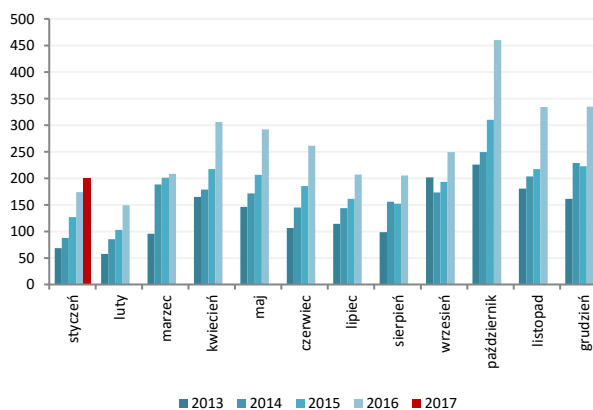
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody na tle sieci



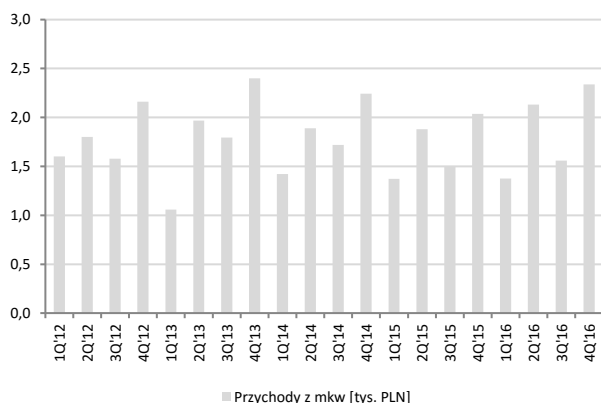
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody w ujęciu miesięcznym [mln PLN]



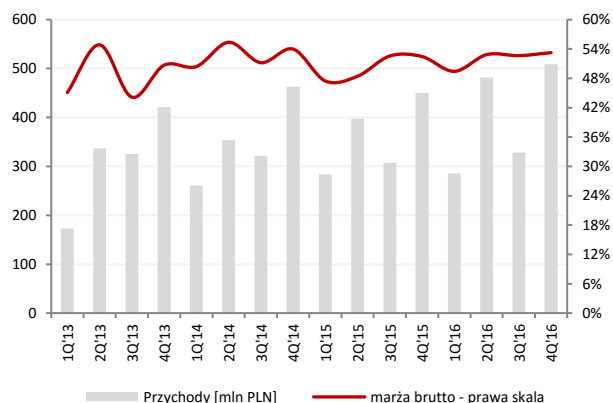
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

#### Przychody z mkw.



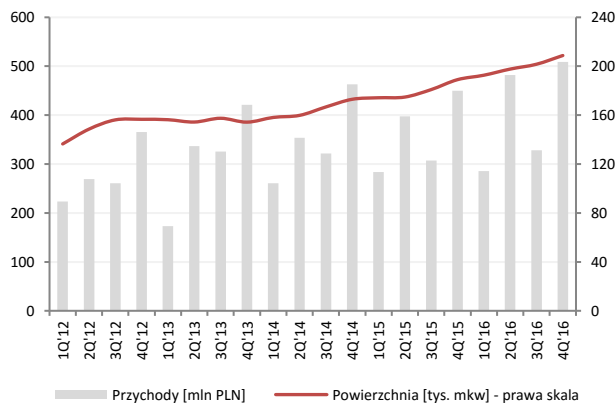
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

#### Rentowność dywizji polskiej



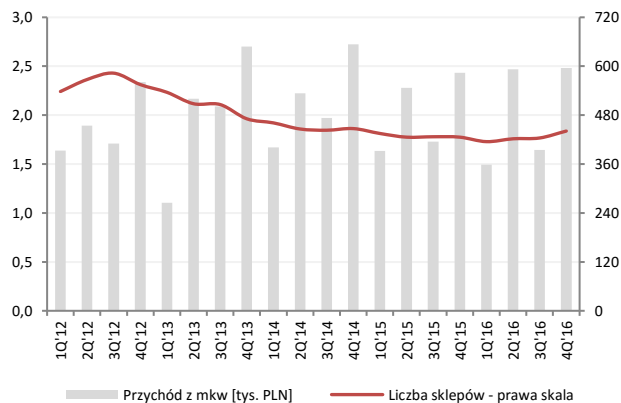
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

#### Przychody na tle powierzchni sieci – Polska detal



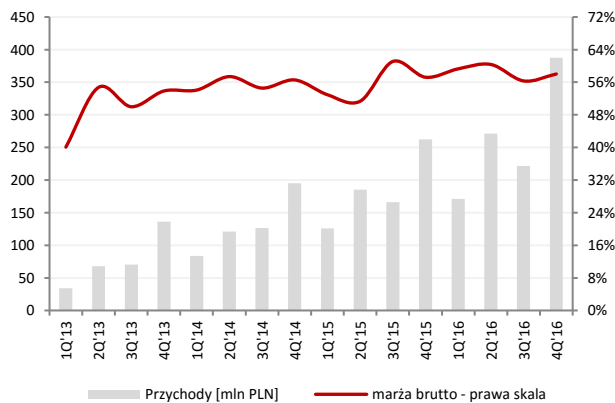
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

#### Przychód z mkw. w Polsce



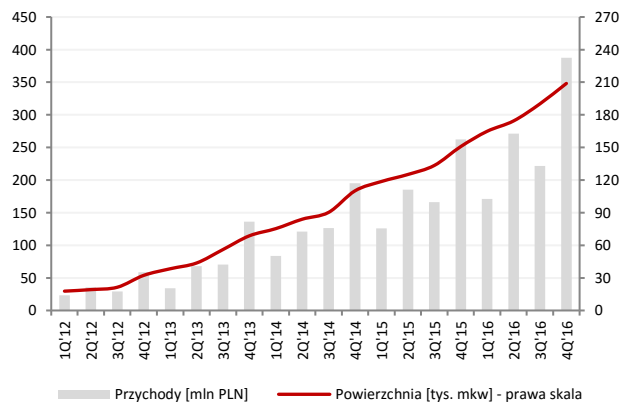
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

#### Rentowność dywizji europejskiej



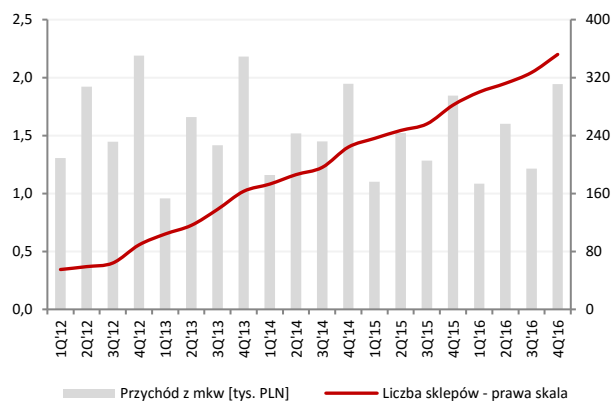
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

#### Przychody na tle powierzchni sieci – UE detal



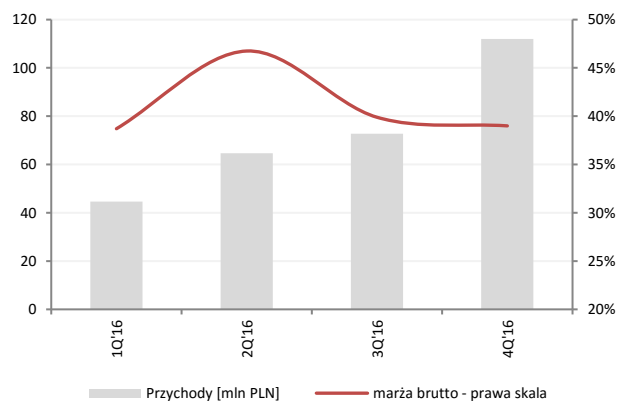
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychód z mkw w UE



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychód z mkw. w UE



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

## Wyniki krajowych spółek odzieżowych w 3Q'16

W przypadku dwóch największych podmiotów z branży można mieć mieszane odczucia. W przypadku LPP ocena wyników jest negatywna. W wyniku kryzysu trwającego jeszcze kryzysu w marce LPP przychody zwiększyły się jedynie o 18% r/r do 1,5 mld PLN (zwracamy jednak uwagę, że pozostałe brandy notują pozytywne odczyty IFl). Erozji uległa również marża brutto ze sprzedaży, która spadła do 47,1%. Wzrost kosztów okołosklepowych (m.in. w części wynagrodzeń) oraz zawiązana rezerwa na likwidowaną markę Tallinder spowodowały, że EBITDA obniżyła się do 72,9 mln PLN. Strata netto była bliska 6,5 mln PLN. W przypadku CCC pozytywnym impulsem dla wyników za 3Q'16 była konsolidacja eobuwie.pl, dzięki któremu grupa zwiększyła obroty o blisko 30% r/r do 665 mln PLN. Nie przełożyło się to jednak ani na marżę brutto ze sprzedaży (spadek do 51%), ani EBITDA, która była bliska 44,2 mln PLN (marża EBITDA 6,6%, -0,7 p.p. r/r). Gino Rossi zmniejszyło swoje przychody o 2,7% r/r do 63,7 mln PLN, osiągając 43,1% marży brutto. Spółka wypracowała 0,3 mln PLN EBITDA -85% r/r), co było efektem silnego wzrostu kosztów około sklepowych. Na poziomie netto grupa wygenerowała 3,4 mln PLN straty, co okazało się rezultatem znacznie poniżej konsensusu. Wyniki Bytomia w 3Q'16 również były słabsze r/r. Przychody ze sprzedaży wzrosły do 35,9 mln PLN (+11% r/r). Jednocześnie obniżeniu uległa pierwsza marża (51,7%), co w połączeniu ze wzrostem kosztów okołosklepowych (płace + czynsze) przełożyło się na obniżenie EBITDA do 3,7 mln PLN. Poprawę rezultatów odnotowała Vistula. W ujęciu przychodowym spółka wypracowała 136,6 mln PLN obrotu w obu segmentach, osiągając jednocześnie 50,6% marży brutto ze sprzedaży (-2,4 p.p. r/r). Wynik EBITDA Vistuli wyniósł 10,1 mln PLN, co implikuje 3,4% rentowności. Na poziomie netto spółka miała 4,0 mln PLN zysku (+0,9 mln PLN). Pomimo wzrostu przychodów do 52,4 mln PLN w 3Q'16 (+9,2% r/r), rezultatów nie udało się poprawić Wojasowi. Po pierwsze erozji uległa pierwsza marża, która spadła do 44,9%, po drugie zwiększeniu uległy koszty SG&A (szczególnie w części najmu), co spowodowało, że EBITDA wzrosła jedynie o 0,3 mln PLN r/r do 0,9 mln PLN. Strata netto obniżyła się do 5,3 mln PLN. Przeciętne wyniki zaprezentował Redan. Co prawda przychody ze sprzedaży wzrosły do 149,8 mln PLN, a marża brutto ze sprzedaży zwiększyła się do niemal 40,9%, jednak EBITDA grupy zmniejszyła się do 1,9 mln PLN. Jest to w dużej mierze efekt wzrostu usług obcych. Strata netto była bliska 0,4 mln PLN. Zwracamy również uwagę, że zdecydowany udział w wynikach miał segment dyskontowy (sieć Textilmarket), a sieć Troll i Top Secret ponownie obciążała skonsolidowane wyniki (po 1-3Q'16 ok. 8,5 mln PLN straty operacyjnej).

### Wyniki wybranych spółek z branży odzieżowej w 3Q'16

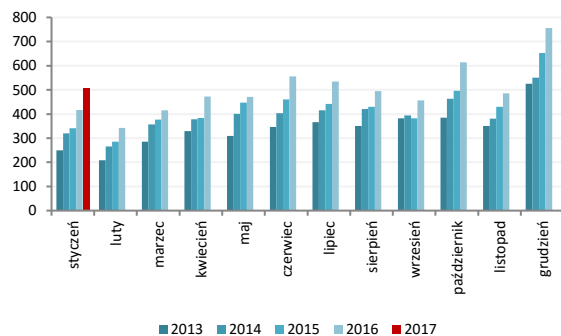
|                           | Bytom |       |            | Vistula |       |            | Gino Rossi |       |            | Solar |       |            |
|---------------------------|-------|-------|------------|---------|-------|------------|------------|-------|------------|-------|-------|------------|
|                           | 3Q'15 | 3Q'16 | zmiana r/r | 3Q'15   | 3Q'16 | zmiana r/r | 3Q'15      | 3Q'16 | zmiana r/r | 3Q'15 | 3Q'16 | zmiana r/r |
| Przychody                 | 32,3  | 35,9  | 11,1%      | 118,8   | 136,6 | 15,0%      | 65,5       | 63,7  | -2,7%      | 35,9  | 33,3  | -7,1%      |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 16,8  | 18,5  | 10,4%      | 63,0    | 69,1  | 9,8%       | 27,4       | 27,5  | 0,3%       | 16,8  | 16,7  | -0,7%      |
| EBITDA                    | 4,0   | 3,7   | -8,3%      | 9,7     | 10,1  | 3,4%       | 2,2        | 0,3   | -85,4%     | -0,2  | -0,5  | -          |
| EBIT                      | 3,2   | 2,6   | -18,4%     | 6,7     | 6,5   | -2,1%      | 0,6        | -1,9  | -          | -1,2  | -1,4  | -          |
| Wynik netto               | 2,9   | 4,3   | 51,1%      | 3,1     | 4,0   | 30,7%      | -0,2       | -3,4  | -          | -0,9  | -1,1  | -          |
| marża brutto ze sprzedaży | 52,0% | 51,7% |            | 53,0%   | 50,6% |            | 41,9%      | 43,1% |            | 47,0% | 50,2% |            |
| marża EBITDA              | 12,5% | 10,3% |            | 8,2%    | 7,4%  |            | 3,3%       | 0,5%  |            | -     | -     |            |
| marża EBIT                | 10,0% | 7,4%  |            | 5,6%    | 4,8%  |            | 0,9%       | -     |            | -     | -     |            |
| marża netto               | 8,8%  | 12,0% |            | 2,6%    | 2,9%  |            | -          | -     |            | -     | -     |            |

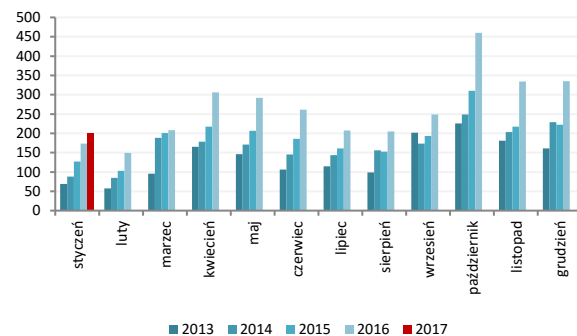
|                           | Wojas |       |            | Redan |       |            | LPP     |         |            | CCC   |       |            |
|---------------------------|-------|-------|------------|-------|-------|------------|---------|---------|------------|-------|-------|------------|
|                           | 3Q'15 | 3Q'16 | zmiana r/r | 3Q'15 | 3Q'16 | zmiana r/r | 3Q'15   | 3Q'16   | zmiana r/r | 3Q'15 | 3Q'16 | zmiana r/r |
| Przychody                 | 48,0  | 52,4  | 9,2%       | 131,0 | 149,8 | 14,4%      | 1 261,5 | 1 488,4 | 18,0%      | 512,4 | 664,7 | 29,7%      |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 21,8  | 23,6  | 8,3%       | 52,5  | 61,4  | 16,8%      | 663,2   | 700,6   | 5,6%       | 270,7 | 339,3 | 25,4%      |
| EBITDA                    | 0,6   | 0,9   | 54,5%      | 2,5   | 1,9   | -26,1%     | 162,6   | 72,9    | -55,2%     | 37,3  | 44,2  | 18,6%      |
| EBIT                      | -1,1  | -0,7  | -          | 0,6   | -0,2  | -          | 106,8   | 4,8     | -95,5%     | 24,3  | 25,2  | 3,6%       |
| Wynik netto               | -1,7  | -1,5  | -          | -1,2  | -0,4  | -          | 79,7    | -6,5    | -          | 33,8  | 10,2  | -69,8%     |
| marża brutto ze sprzedaży | 45,3% | 44,9% |            | 40,1% | 40,9% |            | 52,6%   | 47,1%   |            | 52,8% | 51,0% |            |
| marża EBITDA              | 1,2%  | 1,7%  |            | 1,9%  | 1,2%  |            | 12,9%   | 4,9%    |            | 7,3%  | 6,6%  |            |
| marża EBIT                | -     | -     |            | 0,4%  | -     |            | 8,5%    | 0,3%    |            | 4,7%  | 3,8%  |            |
| marża netto               | -     | -     |            | -     | -     |            | 6,3%    | -       |            | 6,6%  | 1,5%  |            |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

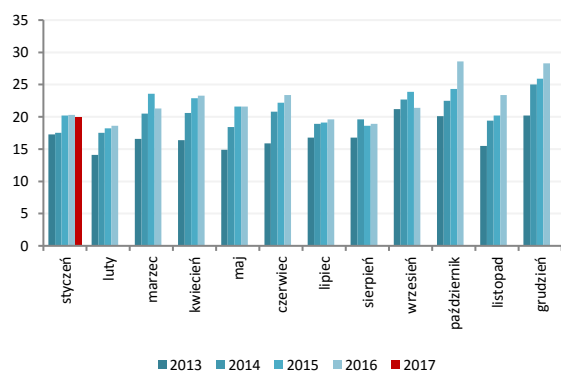
**Przychody w ujęciu miesięcznym [mln PLN]**  
**LPP**



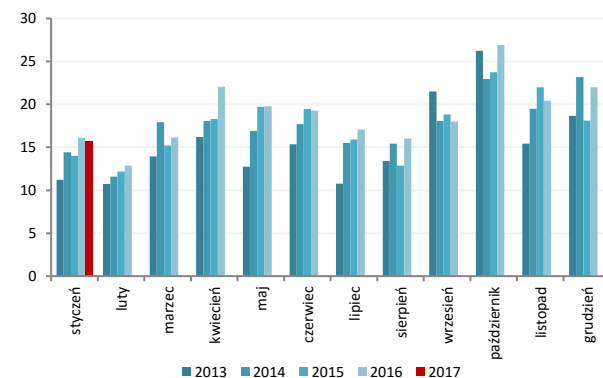
**CCC**



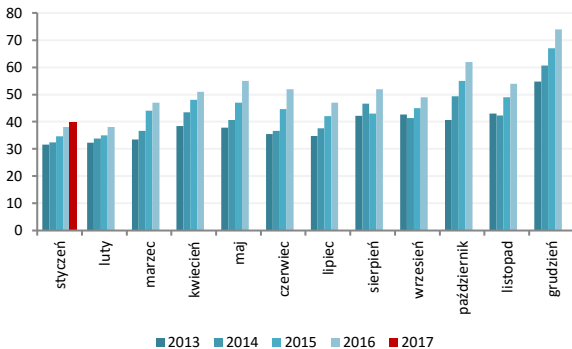
**Gino Rossi**



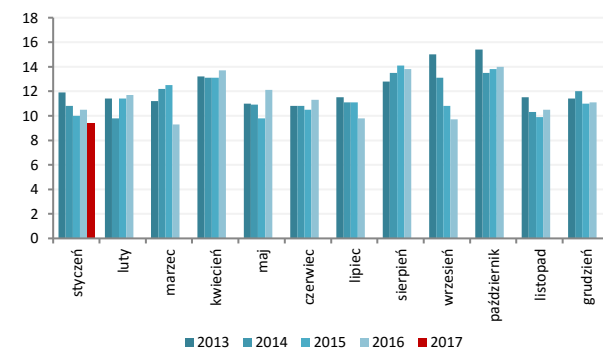
**Wojas**



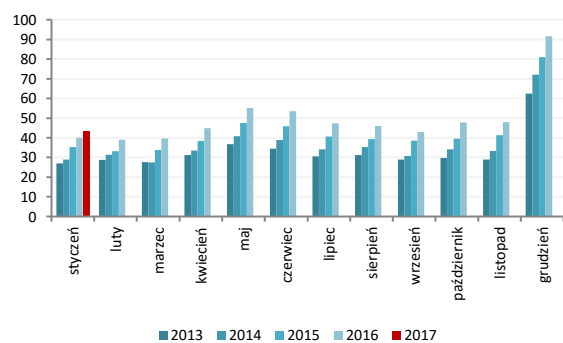
**Redan**



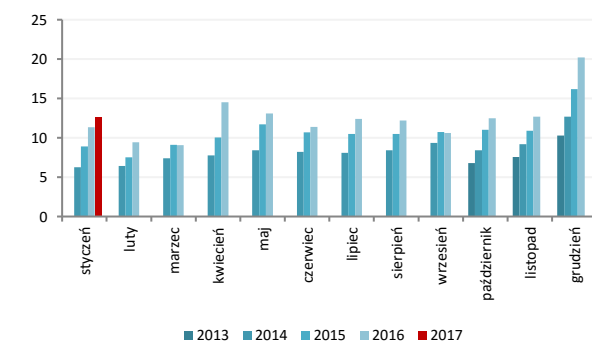
**Solar**



**Vistula**



**Bytom**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

## PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY

Początek roku w wykonaniu CCC nie był zbyt przekonujący. Po kilkunastu miesiącach dynamik sprzedaży na poziomie ok. 40% r/r, styczeń przyniósł wzrost o jedyne 16% (201 mln PLN przychodów), co jest dla nas rezultatem mocno rozczarowującym (rezultat ten był osiągnięty przy dosyć sprzyjającej aurze, a praktycznie cały wzrost był efektem przyrostu w kanale internetowym). Spodziewamy się także presji na pierwszą marżę (załagodzona zwiększeniem udziału dywizji UE w sprzedaży). Tym samym według naszych szacunków 1Q'17 przyniosłby ok. 672,1 mln PLN przychodów, przy rentowności brutto na poziomie 50,4%. Estymujemy, że EBITDA spółki zmniejszy się do 9,9 mln PLN, natomiast strata netto wyniesie 11,5 mln PLN.

Uważamy, że w kolejnych miesiącach '17 należy liczyć się z efektem wysokiej bazy dla przychodów i wzrosty na średnim poziomie ok. 40% r/r będą raczej niemożliwe do utrzymania (w modelu przyjmujemy wzrost w '17 o ok. 25% r/r, przy wzroście powierzchni handlowej o ok. 19% do 540 tys. mkw.). Zwracamy uwagę na silną konkurencję ze strony Zalando (wpływ na e-commerce) oraz ze strony pozostałych graczy w kanale tradycyjnym, co może przekładać się na spadek pierwszej marży. Oczekujemy, że w perspektywie całego roku CCC powróci do średniej rentowności, którą wykazywała w minionych latach (nie uwzględniając '14), czyli do przedziału 51-52%. W naszej ocenie dodatkowymi czynnikami ryzyka dla tegorocznych wyników są presja na koszty płac (dotyka to większości rodzimych detalistów) oraz ciągle nierozstrzygnięta kwestia zakazu handlu w niedziele. Podsumowując, spodziewamy się, że w '17 detalista wypracuje 3,9 mld PLN przychodów, przy marży 51,6%. Na poziomie EBITDA estymujemy 508,6 mln PLN, natomiast zysk netto powinien być bliski 330,8 mln PLN.

W kolejnych latach oczekujemy stopniowego wygaszania tempa rozbudowy sieci i skupienia się na utrzymaniu marż i efektywności sieci. W naszym modelu spodziewamy się ustabilizowania rentowności brutto w przedziale 51-52% oraz marży EBIT na poziomie 10-11%. Przyjmujemy również, że udział krajów regionu UE w powierzchni sieci będzie się regularnie zwiększał powyżej 50% od 2017 roku i docelowo osiągnie ponad 60%.

### Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

|                           | 1Q'15 | 2Q'15 | 3Q'15 | 4Q'15 | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16P  | 1Q'17P | 2Q'17P  | 3Q'17P | 4Q'17P  | 2013    | 2014    | 2015    | 2016S   | 2017P   | 2018P   |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody                 | 431,9 | 608,0 | 512,4 | 755,4 | 534,6 | 864,9 | 664,7 | 1 060,0 | 672,1  | 1 069,5 | 833,6  | 1 315,5 | 1 642,6 | 2 011,9 | 2 307,7 | 3 124,2 | 3 890,7 | 4 561,9 |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 223,0 | 318,5 | 270,7 | 407,4 | 269,4 | 467,1 | 339,3 | 558,8   | 338,5  | 576,2   | 420,9  | 670,7   | 833,3   | 1 107,4 | 1 219,5 | 1 634,6 | 2 006,3 | 2 348,9 |
| EBITDA                    | 24,1  | 112,3 | 37,3  | 134,0 | 11,4  | 151,0 | 46,7  | 205,3   | 9,9    | 201,0   | 57,2   | 240,5   | 213,2   | 297,9   | 307,6   | 414,4   | 508,6   | 593,3   |
| EBIT                      | 10,4  | 95,5  | 24,3  | 118,3 | -4,8  | 138,0 | 25,2  | 188,1   | -8,1   | 182,9   | 37,2   | 220,9   | 175,5   | 247,3   | 248,5   | 346,5   | 433,1   | 511,5   |
| Saldo finansowe           | -9,5  | -3,6  | -5,5  | -4,0  | -9,9  | 4,4   | -15,7 | -6,3    | -6,1   | -6,4    | -5,8   | -6,4    | -16,0   | -18,4   | -22,6   | -27,5   | -24,6   | -16,3   |
| Wynik brutto              | 0,9   | 91,9  | 18,8  | 114,3 | -14,7 | 142,4 | 9,5   | 181,8   | -14,1  | 176,6   | 31,5   | 214,5   | 159,5   | 228,9   | 226,0   | 319,0   | 408,4   | 495,2   |
| Wynik netto               | 6,4   | 105,1 | 33,8  | 105,2 | -17,8 | 134,0 | 10,2  | 147,2   | -11,5  | 143,0   | 25,5   | 173,8   | 132,0   | 422,8   | 250,6   | 273,6   | 330,8   | 401,1   |
| marża brutto ze sprzedaży | 51,6% | 52,4% | 52,8% | 53,9% | 50,4% | 54,0% | 51,0% | 52,7%   | 50,4%  | 53,9%   | 50,5%  | 51,0%   | 50,7%   | 55,0%   | 52,8%   | 52,3%   | 51,6%   | 51,5%   |
| marża EBITDA              | 5,6%  | 18,5% | 7,3%  | 17,7% | 2,1%  | 17,5% | 7,0%  | 19,4%   | 1,5%   | 18,8%   | 6,9%   | 18,3%   | 13,0%   | 14,8%   | 13,3%   | 13,3%   | 13,1%   | 13,0%   |
| marża EBIT                | 2,4%  | 15,7% | 4,7%  | 15,7% | -     | 16,0% | 3,8%  | 17,7%   | -      | 17,1%   | 4,5%   | 16,8%   | 10,7%   | 12,3%   | 10,8%   | 11,1%   | 11,1%   | 11,2%   |
| marża netto               | 1,5%  | 17,3% | 6,6%  | 13,9% | -     | 15,5% | 1,5%  | 13,9%   | -      | 13,4%   | 3,1%   | 13,2%   | 8,0%    | 21,0%   | 10,9%   | 8,8%    | 8,5%    | 8,8%    |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*wyniki od roku 2016 uwzględniają wpływ konsolidacji eobuwie.pl

### Prognoza ogólna na lata 2017-2026

|                                     | 2013    | 2014    | 2015    | 2016P   | 2017P   | 2018P   | 2019P   | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   | 2026P   |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody [mln PLN]                 | 1 642,6 | 2 011,9 | 2 307,7 | 3 124,2 | 3 890,7 | 4 561,9 | 5 156,3 | 5 704,6 | 6 197,3 | 6 640,7 | 7 048,6 | 7 422,9 | 7 767,9 | 8 084,5 |
| Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN] | 833,3   | 1 107,4 | 1 219,5 | 1 634,6 | 2 006,3 | 2 348,9 | 2 661,2 | 2 935,3 | 3 190,7 | 3 417,5 | 3 625,4 | 3 814,8 | 3 988,1 | 4 145,8 |
| EBITDA [mln PLN]                    | 213,2   | 297,9   | 307,6   | 414,4   | 508,6   | 593,3   | 675,5   | 736,6   | 794,9   | 840,7   | 882,1   | 921,3   | 957,4   | 988,1   |
| EBIT [mln PLN]                      | 175,5   | 247,3   | 248,5   | 346,5   | 433,1   | 511,5   | 585,5   | 638,8   | 692,3   | 735,4   | 774,5   | 812,0   | 847,0   | 877,0   |
| Saldo finansowe [mln PLN]           | -16,0   | -18,4   | -22,6   | -27,5   | -24,6   | -16,3   | -12,7   | -12,2   | -10,2   | -8,2    | -4,3    | -1,6    | 0,9     | 2,4     |
| Wynik brutto [mln PLN]              | 159,5   | 228,9   | 226,0   | 319,0   | 408,4   | 495,2   | 572,8   | 626,7   | 682,1   | 727,2   | 770,2   | 810,3   | 847,9   | 879,4   |
| Wynik netto [mln PLN]               | 132,0   | 422,8   | 250,6   | 273,6   | 330,8   | 401,1   | 464,0   | 507,6   | 552,5   | 589,0   | 623,9   | 656,4   | 686,8   | 712,4   |
| marża brutto ze sprzedaży           | 50,7%   | 55,0%   | 52,8%   | 52,3%   | 51,6%   | 51,5%   | 51,6%   | 51,5%   | 51,5%   | 51,5%   | 51,4%   | 51,4%   | 51,3%   | 51,3%   |
| marża EBITDA                        | 13,0%   | 14,8%   | 13,3%   | 13,3%   | 13,1%   | 13,0%   | 13,1%   | 12,9%   | 12,8%   | 12,7%   | 12,5%   | 12,4%   | 12,3%   | 12,2%   |
| marża EBIT                          | 10,7%   | 12,3%   | 10,8%   | 11,1%   | 11,1%   | 11,2%   | 11,4%   | 11,2%   | 11,2%   | 11,1%   | 11,0%   | 10,9%   | 10,9%   | 10,8%   |
| marża netto                         | 8,0%    | 21,0%   | 10,9%   | 8,8%    | 8,5%    | 8,8%    | 9,0%    | 8,9%    | 8,9%    | 8,9%    | 8,9%    | 8,8%    | 8,8%    | 8,8%    |
| USD/PLN śr.                         | 3,0558  | 3,2596  | 3,7164  | 4,0286  | 4,1409  | 4,1078  | 4,0185  | 3,9267  | 3,8820  | 3,8820  | 3,8820  | 3,8820  | 3,8820  | 3,8820  |
| EUR/PLN śr.                         | 4,1853  | 4,1973  | 4,1817  | 4,3500  | 4,4859  | 4,5351  | 4,5351  | 4,5351  | 4,5351  | 4,5351  | 4,5351  | 4,5351  | 4,5351  | 4,5351  |

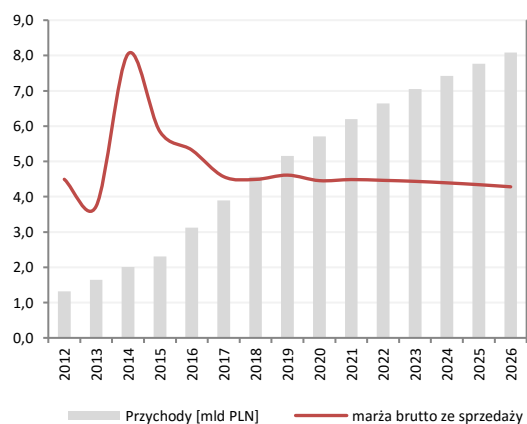
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*wyniki od roku 2016 uwzględniają wpływ konsolidacji eobuwie.pl

**Prognozy przychodów w rozbiściu na segmenty**

|                                    | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           | 2016P          | 2017P          | 2018P          | 2019P          | 2020P          | 2021P          | 2022P          | 2023P          | 2024P          | 2025P          | 2026P          |
|------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody [mln PLN]</b>         | <b>1 317,5</b> | <b>1 641,5</b> | <b>2 006,5</b> | <b>2 299,8</b> | <b>3 119,2</b> | <b>3 890,7</b> | <b>4 561,9</b> | <b>5 156,3</b> | <b>5 704,6</b> | <b>6 197,3</b> | <b>6 640,7</b> | <b>7 048,6</b> | <b>7 422,9</b> | <b>7 767,9</b> | <b>8 084,5</b> |
| Polska detal                       | 1 119,0        | 1 256,1        | 1 398,9        | 1 438,4        | 1 604,2        | 1 772,6        | 1 885,7        | 1 971,9        | 2 049,0        | 2 116,7        | 2 174,7        | 2 222,6        | 2 260,1        | 2 292,5        | 2 321,6        |
| UE detal                           | 146,8          | 308,6          | 526,0          | 739,6          | 1 051,9        | 1 492,1        | 1 914,2        | 2 301,4        | 2 673,2        | 3 028,9        | 3 367,7        | 3 689,0        | 3 991,9        | 4 275,5        | 4 539,3        |
| Pozostałe (hurt)                   | 51,6           | 76,7           | 81,7           | 121,8          | 169,1          | 214,5          | 268,1          | 315,0          | 357,6          | 395,7          | 429,1          | 457,8          | 481,5          | 500,1          | 513,5          |
| E-commerce                         | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 294,0          | 411,6          | 493,9          | 568,0          | 624,8          | 656,0          | 669,2          | 679,2          | 689,4          | 699,7          | 710,2          |
| <b>Dynamika przychodów</b>         |                | <b>24,6%</b>   | <b>22,2%</b>   | <b>14,6%</b>   | <b>35,6%</b>   | <b>24,7%</b>   | <b>17,3%</b>   | <b>13,0%</b>   | <b>10,6%</b>   | <b>8,6%</b>    | <b>7,2%</b>    | <b>6,1%</b>    | <b>5,3%</b>    | <b>4,6%</b>    | <b>4,1%</b>    |
| Polska detal                       |                | 12,3%          | 11,4%          | 2,8%           | 11,5%          | 10,5%          | 6,4%           | 4,6%           | 3,9%           | 3,3%           | 2,7%           | 2,2%           | 1,7%           | 1,4%           | 1,3%           |
| UE detal                           |                | 110,2%         | 70,4%          | 40,6%          | 42,2%          | 41,8%          | 28,3%          | 20,2%          | 16,2%          | 13,3%          | 11,2%          | 9,5%           | 8,2%           | 7,1%           | 6,2%           |
| Pozostałe (hurt)                   |                | 48,7%          | 6,5%           | 49,1%          | 38,8%          | 26,8%          | 25,0%          | 17,5%          | 13,5%          | 10,6%          | 8,5%           | 6,7%           | 5,2%           | 3,9%           | 2,7%           |
| E-commerce                         |                | -              | -              | -              | -              | 40,0%          | 20,0%          | 15,0%          | 10,0%          | 5,0%           | 2,0%           | 1,5%           | 1,5%           | 1,5%           | 1,5%           |
| <b>Udział w przychodach</b>        |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Polska detal                       | 84,9%          | 76,5%          | 69,7%          | 62,5%          | 51,4%          | 45,6%          | 41,3%          | 38,2%          | 35,9%          | 34,2%          | 32,7%          | 31,5%          | 30,4%          | 29,5%          | 28,7%          |
| UE detal                           | 11,1%          | 18,8%          | 26,2%          | 32,2%          | 33,7%          | 38,3%          | 42,0%          | 44,6%          | 46,9%          | 48,9%          | 50,7%          | 52,3%          | 53,8%          | 55,0%          | 56,1%          |
| Pozostałe (hurt)                   | 3,9%           | 4,7%           | 4,1%           | 5,3%           | 5,4%           | 5,5%           | 5,9%           | 6,1%           | 6,3%           | 6,4%           | 6,5%           | 6,5%           | 6,5%           | 6,4%           | 6,4%           |
| E-commerce                         | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%           | 9,4%           | 10,6%          | 10,8%          | 11,0%          | 11,0%          | 10,6%          | 10,1%          | 9,6%           | 9,3%           | 9,0%           | 8,8%           |
| <b>Detal</b>                       | <b>96,1%</b>   | <b>95,3%</b>   | <b>95,9%</b>   | <b>94,7%</b>   | <b>85,2%</b>   | <b>83,9%</b>   | <b>83,3%</b>   | <b>82,9%</b>   | <b>82,8%</b>   | <b>83,0%</b>   | <b>83,5%</b>   | <b>83,9%</b>   | <b>84,2%</b>   | <b>84,6%</b>   | <b>84,9%</b>   |
| Pozostałe (hurt)                   | 3,9%           | 4,7%           | 4,1%           | 5,3%           | 5,4%           | 5,5%           | 5,9%           | 6,1%           | 6,3%           | 6,4%           | 6,5%           | 6,5%           | 6,5%           | 6,4%           | 6,4%           |
| E-commerce                         | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%           | 9,4%           | 10,6%          | 10,8%          | 11,0%          | 11,0%          | 10,6%          | 10,1%          | 9,6%           | 9,3%           | 9,0%           | 8,8%           |
| <b>Powierzchnia eop [tys.mkw.]</b> | <b>201,6</b>   | <b>242,8</b>   | <b>304,2</b>   | <b>371,0</b>   | <b>453,7</b>   | <b>539,8</b>   | <b>615,3</b>   | <b>684,9</b>   | <b>748,5</b>   | <b>806,1</b>   | <b>857,8</b>   | <b>903,5</b>   | <b>943,2</b>   | <b>978,2</b>   | <b>1 007,7</b> |
| Polska detal                       | 156,6          | 154,3          | 173,0          | 189,0          | 208,8          | 222,2          | 230,6          | 237,8          | 243,6          | 248,3          | 251,6          | 253,7          | 254,6          | 255,4          | 255,4          |
| UE detal                           | 32,3           | 68,7           | 110,1          | 150,8          | 208,9          | 271,9          | 330,4          | 385,2          | 436,2          | 483,4          | 526,9          | 566,7          | 602,7          | 634,9          | 663,4          |
| Pozostałe (hurt)                   | 12,7           | 19,8           | 21,1           | 31,2           | 36,1           | 45,7           | 54,3           | 62,0           | 68,7           | 74,5           | 79,3           | 83,1           | 86,0           | 87,9           | 88,9           |
| <b>Dynamika rozwoju</b>            |                | <b>20,4%</b>   | <b>25,3%</b>   | <b>22,0%</b>   | <b>22,3%</b>   | <b>19,0%</b>   | <b>14,0%</b>   | <b>11,3%</b>   | <b>9,3%</b>    | <b>7,7%</b>    | <b>6,4%</b>    | <b>5,3%</b>    | <b>4,4%</b>    | <b>3,7%</b>    | <b>3,0%</b>    |
| Polska detal                       |                | -1,5%          | 12,1%          | 9,3%           | 10,5%          | 6,4%           | 3,8%           | 3,1%           | 2,5%           | 1,9%           | 1,4%           | 0,8%           | 0,3%           | 0,3%           | 0,0%           |
| UE detal                           |                | 112,6%         | 60,2%          | 37,0%          | 38,5%          | 30,2%          | 21,5%          | 16,6%          | 13,2%          | 10,8%          | 9,0%           | 7,5%           | 6,4%           | 5,4%           | 4,5%           |
| Pozostałe (hurt)                   |                | 55,7%          | 6,9%           | 47,7%          | 15,6%          | 26,6%          | 18,9%          | 14,1%          | 10,8%          | 8,4%           | 6,4%           | 4,8%           | 3,5%           | 2,2%           | 1,1%           |
| <b>Udział w powierzchni</b>        |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Polska detal                       | 77,7%          | 63,6%          | 56,9%          | 50,9%          | 46,0%          | 41,2%          | 37,5%          | 34,7%          | 32,6%          | 30,8%          | 29,3%          | 28,1%          | 27,0%          | 26,1%          | 25,3%          |
| UE detal                           | 16,0%          | 28,3%          | 36,2%          | 40,6%          | 46,0%          | 50,4%          | 53,7%          | 56,2%          | 58,3%          | 60,0%          | 61,4%          | 62,7%          | 63,9%          | 64,9%          | 65,8%          |
| Pozostałe (hurt)                   | 6,3%           | 8,1%           | 6,9%           | 8,4%           | 7,9%           | 8,5%           | 8,8%           | 9,0%           | 9,2%           | 9,2%           | 9,2%           | 9,2%           | 9,1%           | 9,0%           | 8,8%           |
| <b>Detal</b>                       | <b>93,7%</b>   | <b>91,9%</b>   | <b>93,1%</b>   | <b>91,6%</b>   | <b>92,1%</b>   | <b>91,5%</b>   | <b>91,2%</b>   | <b>91,0%</b>   | <b>90,8%</b>   | <b>90,8%</b>   | <b>90,8%</b>   | <b>90,8%</b>   | <b>90,9%</b>   | <b>91,0%</b>   | <b>91,2%</b>   |
| Pozostałe (hurt)                   | 6,3%           | 8,1%           | 6,9%           | 8,4%           | 7,9%           | 8,5%           | 8,8%           | 9,0%           | 9,2%           | 9,2%           | 9,2%           | 9,2%           | 9,1%           | 9,0%           | 8,8%           |

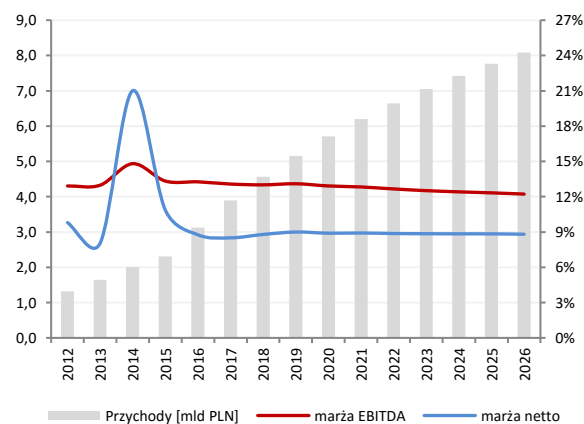
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*wyniki od roku 2016 uwzględniają wpływ konsolidacji eobuwie.pl

**Przychody i marża brutto ze sprzedaży**



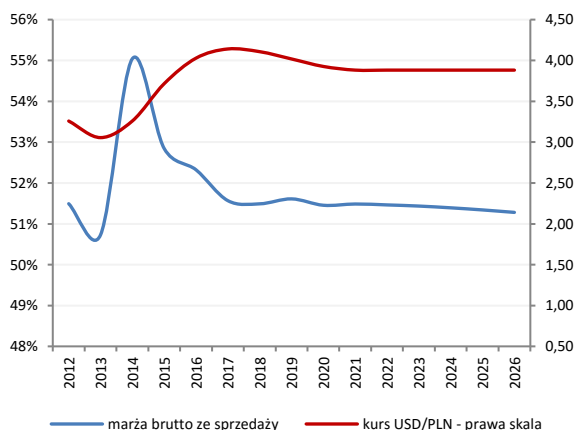
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marża EBITDA i netto w ujęciu rocznym**



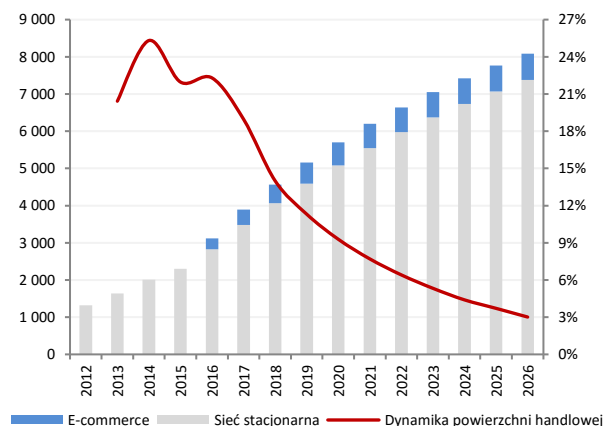
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży a kurs USD/PLN



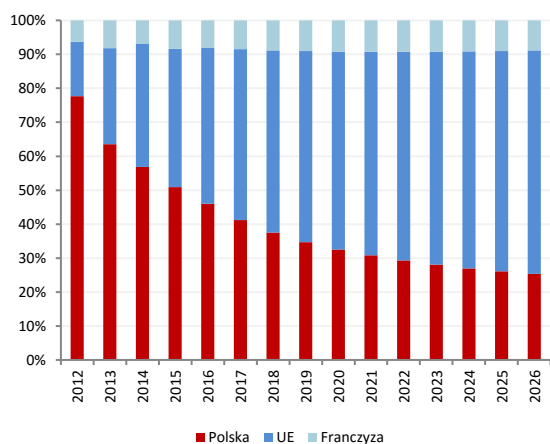
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój powierzchni handlowej vs przychody



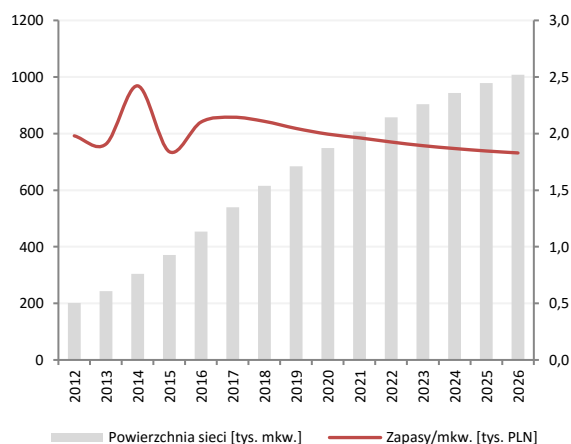
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział regionów w powierzchni handlowej



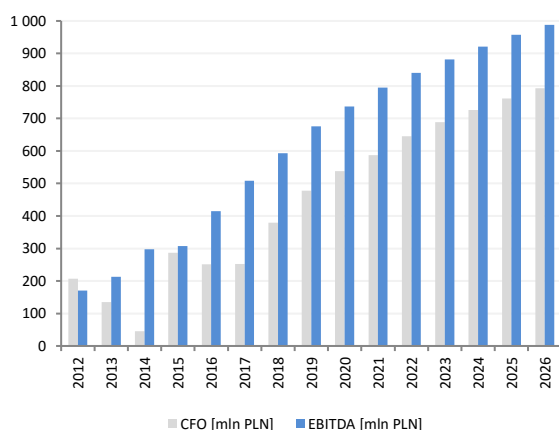
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na mkw.



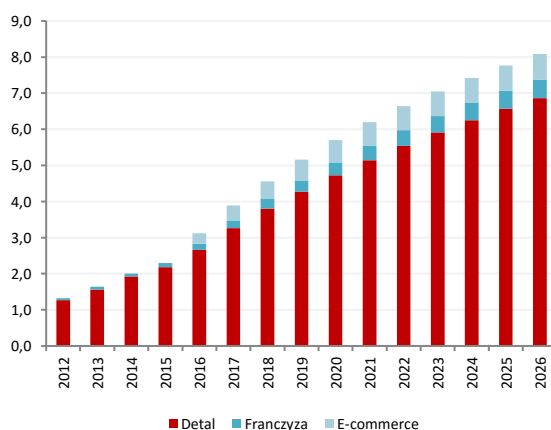
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CFO na tle EBITDA [mln PLN]



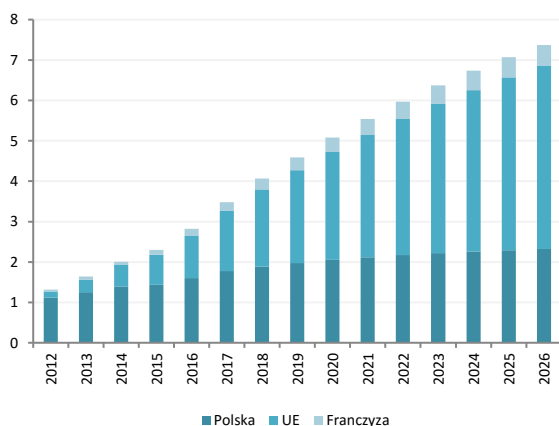
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w detalu, franczyzie i e-commerce [mld PLN]



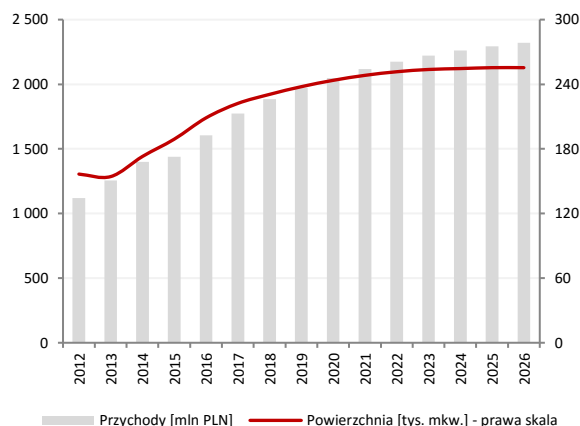
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w ujęciu geograficznym\* [mln PLN]



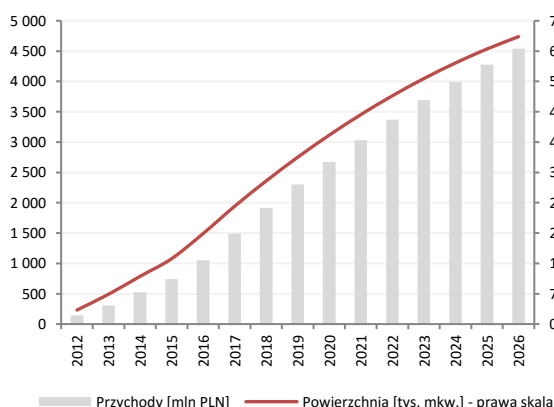
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*bez eobuwie.pl

Przychody na terenie Polski na tle przyrostu sieci



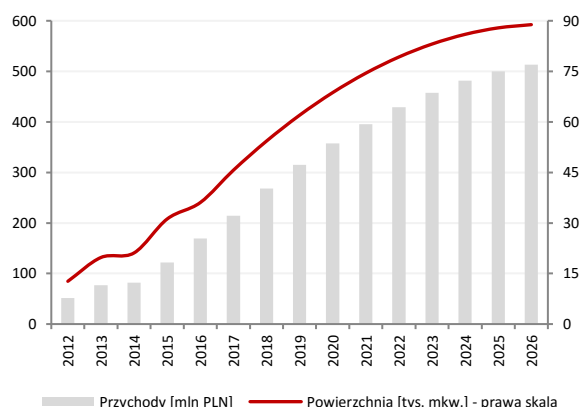
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody na terenie UE na tle przyrostu sieci



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w pozostałych krajach na tle przyrostu sieci



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji z grudnia '15 zaktualizowaliśmy kursy walutowe (spółka ma ekspozycję na USD i EUR poprzez zakup towarów oraz płacone czynsze). Obniżyliśmy nasze oczekiwania dotyczące pierwszej marży w kolejnych latach (erozja rentowności handlowej w '17 ze względu na wzrost kursów dolarowych oraz utrzymującą się walkę cenową o klienta) oraz uwzględniliśmy zmiany w kosztach okołosklepowych. Tym samym prognozujemy, że grupa osiągnie w '17 ok. 3,9 mld PLN przychodów oraz 508,6 mln PLN EBITDA.

Zmiana założeń względem raportu z 2 grudnia 2015 roku

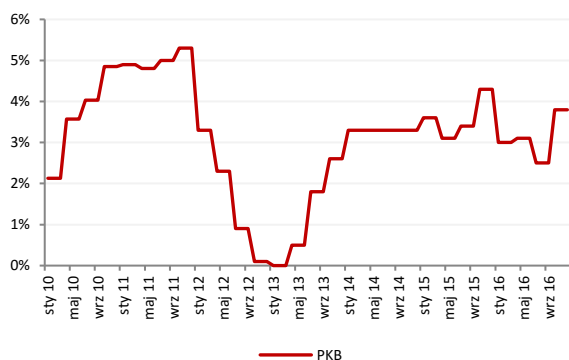
|                           | 2017 stara | 2017 nowa | zmiana | 2018 stara | 2018 nowa | zmiana | 2019 stara | 2019 nowa | zmiana |
|---------------------------|------------|-----------|--------|------------|-----------|--------|------------|-----------|--------|
| Przychody                 | 3 819,9    | 3 890,7   | 1,9%   | 4 352,6    | 4 561,9   | 4,8%   | 4 791,2    | 5 156,3   | 7,6%   |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 1 985,0    | 2 006,3   | 1,1%   | 2 263,1    | 2 348,9   | 3,8%   | 2 495,1    | 2 661,2   | 6,7%   |
| EBITDA                    | 526,9      | 508,6     | -3,5%  | 604,6      | 593,3     | -1,9%  | 660,3      | 675,5     | 2,3%   |
| EBIT                      | 450,4      | 433,1     | -3,9%  | 520,3      | 511,5     | -1,7%  | 569,0      | 585,5     | 2,9%   |
| Wynik brutto              | 433,3      | 408,4     | -5,7%  | 505,0      | 495,2     | -1,9%  | 556,3      | 572,8     | 3,0%   |
| Wynik netto               | 351,0      | 330,8     | -5,7%  | 409,0      | 401,1     | -1,9%  | 450,6      | 464,0     | 3,0%   |
| marża brutto ze sprzedaży | 52,0%      | 51,6%     |        | 52,0%      | 51,5%     |        | 52,1%      | 51,6%     |        |
| marża EBITDA              | 13,8%      | 13,1%     |        | 13,9%      | 13,0%     |        | 13,8%      | 13,1%     |        |
| marża EBIT                | 11,8%      | 11,1%     |        | 12,0%      | 11,2%     |        | 11,9%      | 11,4%     |        |
| marża netto               | 9,2%       | 8,5%      |        | 9,4%       | 8,8%      |        | 9,4%       | 9,0%      |        |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## OTOCZENIE RYNKOWE

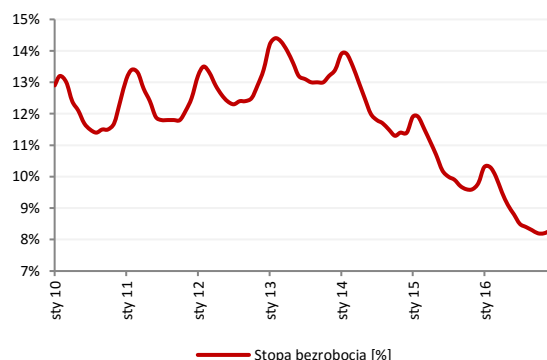
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 11,4% (w grudniu wyniosła 6,4% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 2,1% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą napędza rządowy program 500+. Po długim okresie deflacji, w grudniu indeks CPI wyniósł 100,8 pkt. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach utrzymuje się na rekordowo niskim poziomie – w styczniu wyniosła 8,6%. Według danych GUS, zwiększa się przeciętny poziom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Nieprzerwanie rośnie również średnie wynagrodzenie, które w styczniu wyniosło ok. 4,3 tys. PLN (wzrost o 4,3% r/r i -7,7% m/m).

**PKB**



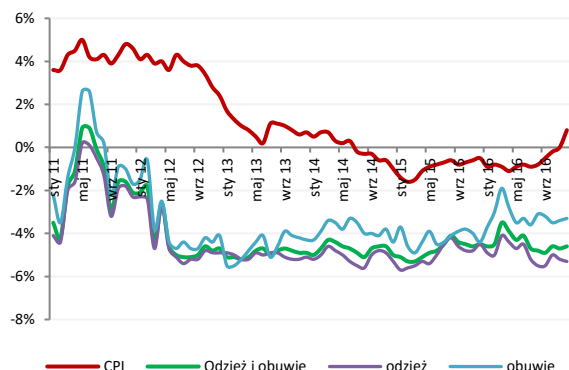
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

**Stopa bezrobocia**



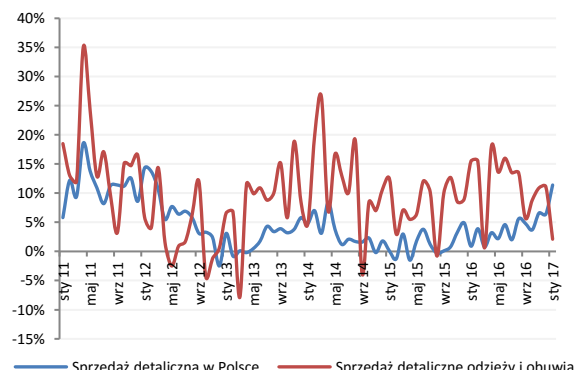
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

**Stopa inflacji**



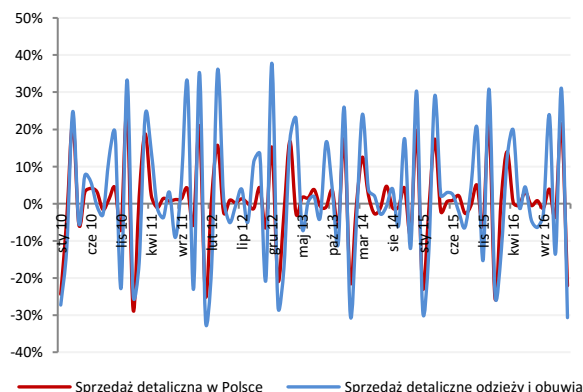
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

**Zmiana sprzedaży detalicznej r/r**



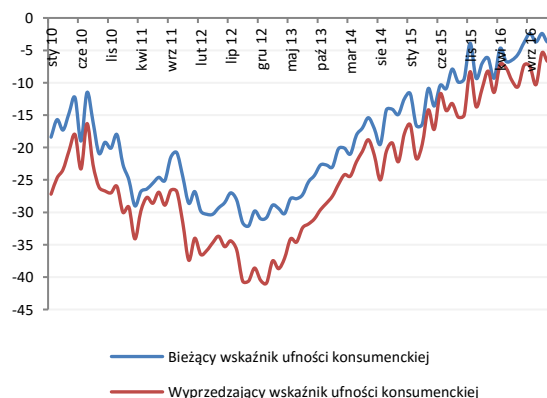
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

**Zmiana sprzedaży detalicznej m/m**



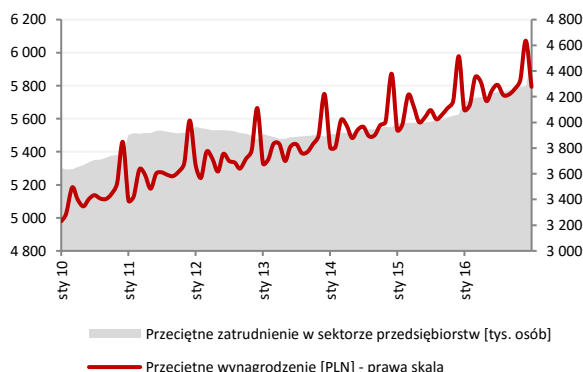
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

**Wskaźniki koniunktury konsumenckiej**



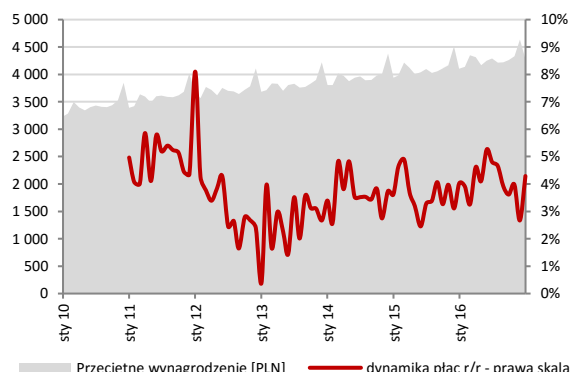
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

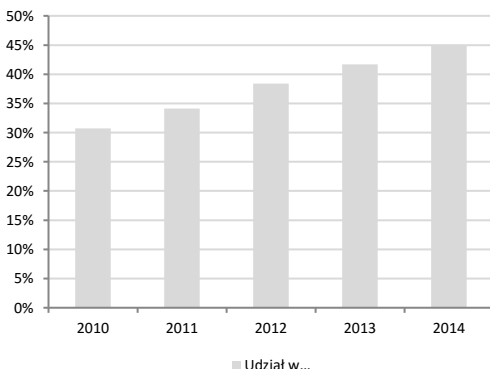
Dynamika płac [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

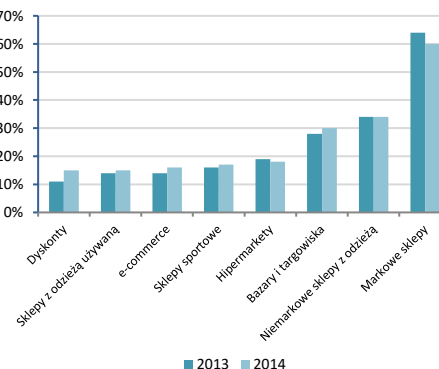
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w '15 był wart ok. 24,2 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 5,4% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. Jednocześnie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

Udział 10 największych detalistów w rynku odzieżowym



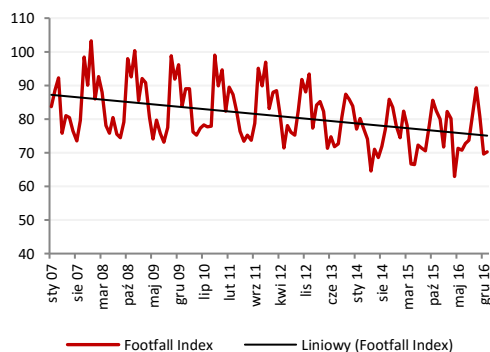
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR Research

Miejsce zakupu odzieży w Polsce w '14



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

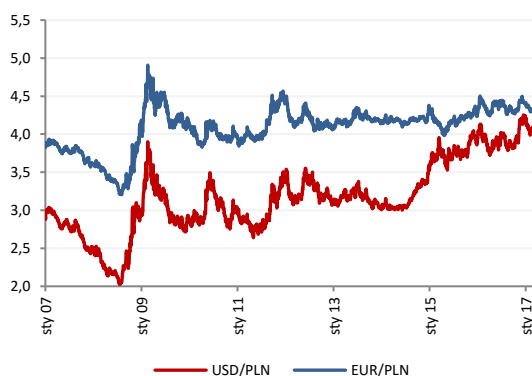
Footfall Index



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

Dla CCC bardzo ważne jest otoczenie makroekonomiczne zagranicą. Jednym z najistotniejszych czynników poza sprzedażą detaliczną, są kursy walutowe, szczególnie USD/PLN. Ostatnie umocnienie dolara bardzo negatywnie odbija się na marży brutto realizowanej przez spółkę (kilkuprocentowe spadki r/r). Na wyniki grupy duży wpływ ma także zachowanie EUR/PLN – spółka płaci czynsze w EUR, które stanowią ok. 40% kosztów SG&A. Im niższy kurs EUR/PLN, tym większe potencjalne korzyści odnotuje CCC. Z drugiej strony duża część przychodów spółki jest realizowana w krajach strefy Euro i osłabienie waluty niekorzystnie odbija się na obrotach grupy.

Zachowanie kursów EUR/PLN i USD/PLN



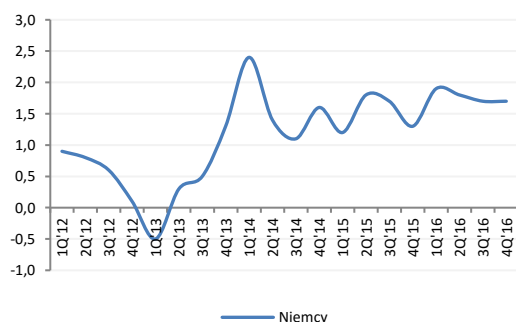
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów USD/RUB i USD/UAH



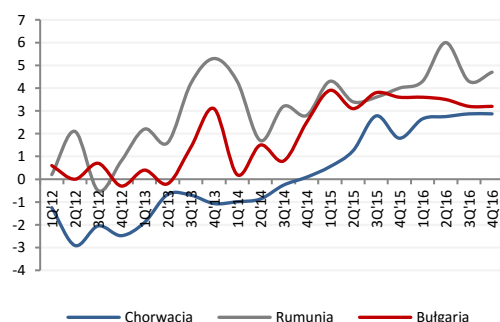
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Niemczech [%]



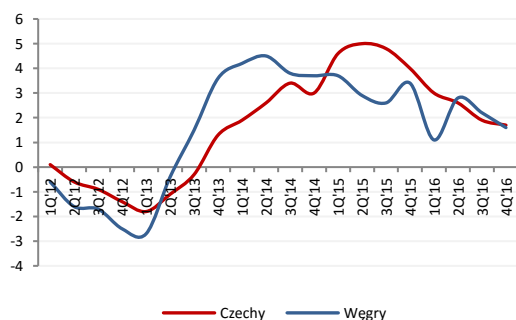
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rumunii, Chorwacji i Bułgarii [%]



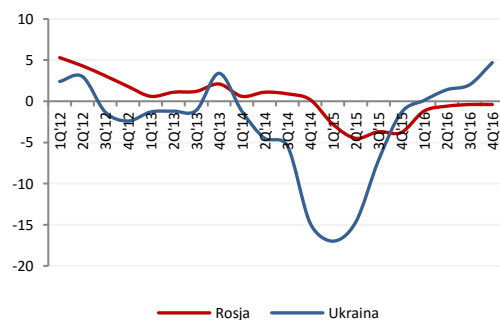
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Czechach i na Węgrzech [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rosji i na Ukrainie [%]



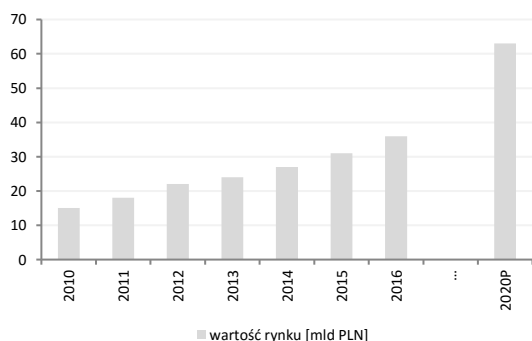
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## Rynek e-commerce

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

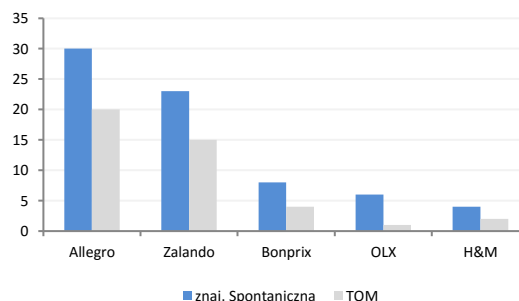
W badaniu przeprowadzonym dla ecommercepolska.pl ok. 48% internautów zadeklarowało, że dokonuje zakupów online (pozostali wskazywali, że wolą obejrzeć produkt przed zakupów oraz że preferują tradycyjne kanały sprzedaży). Co ciekawe, w rodzimych e-sklepach kupuje ok. 47% ankietowanych. Warto zwrócić uwagę,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



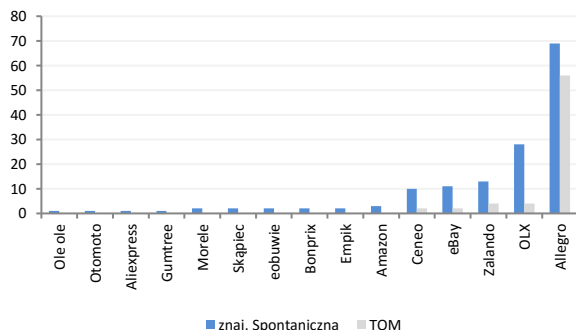
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., portal spozywczy.pl

Znajomość platform sprzedających odzież



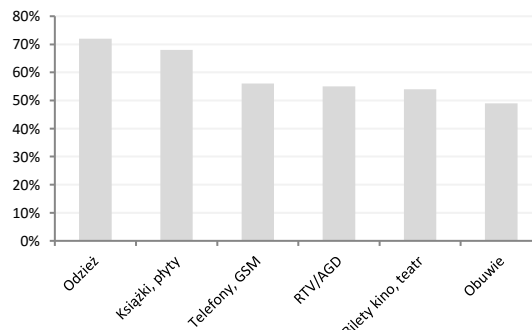
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Znajomość platform sprzedażowych ogółem



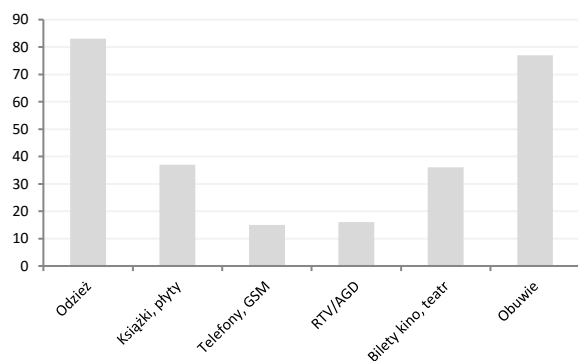
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Koszyk zakupowy



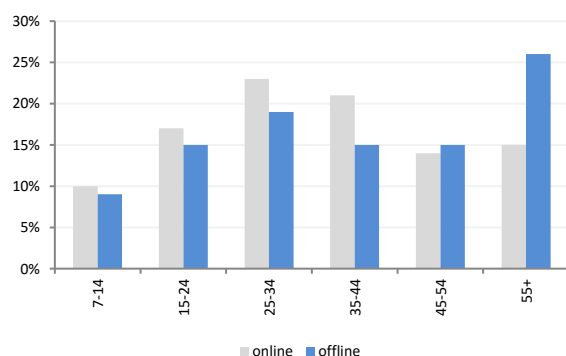
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Paragon miesięczny w wybranych kategoriach zakupowych



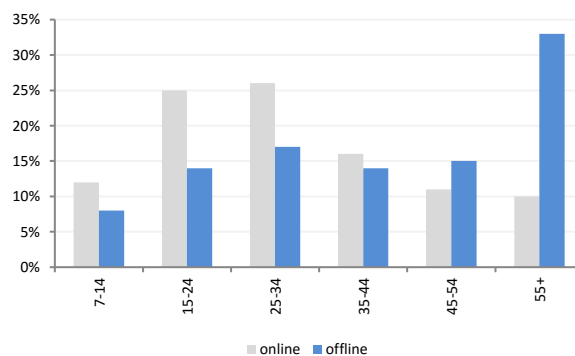
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Struktura wiekowa zakupów - mężczyźni



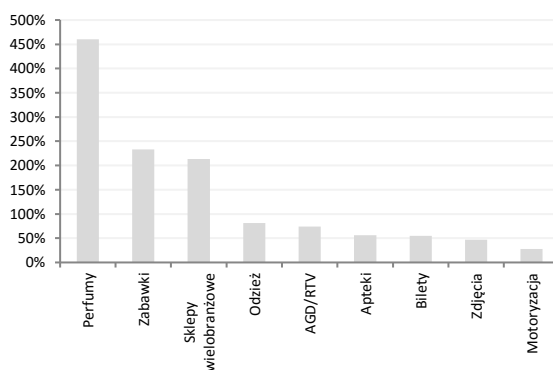
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

Struktura wiekowa zakupów - kobiety



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

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



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

## PODATEK OD REALIZOWANEGO OBROTU

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

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

W połowie września 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 sejm przegłosował ustawę o zawieszeniu obowiązywania podatku do 1 stycznia 2018 roku.

## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

| Bilans [mln PLN]                          | 2013         | 2014         | 2015           | 2016P          | 2017P          | 2018P          | 2019P          | 2020P          | 2021P          | 2022P          | 2023P          | 2024P          | 2025P          | 2026P          |
|-------------------------------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>                      | <b>430,2</b> | <b>798,0</b> | <b>898,4</b>   | <b>1 235,4</b> | <b>1 323,8</b> | <b>1 411,5</b> | <b>1 482,1</b> | <b>1 530,6</b> | <b>1 555,9</b> | <b>1 577,7</b> | <b>1 594,5</b> | <b>1 605,0</b> | <b>1 611,5</b> | <b>1 613,2</b> |
| WNiP                                      | 9,2          | 9,1          | 7,8            | 8,1            | 7,7            | 7,6            | 7,4            | 7,3            | 7,2            | 7,1            | 7,1            | 7,1            | 7,2            | 7,2            |
| RzAT                                      | 397,3        | 522,0        | 570,8          | 685,7          | 774,4          | 862,2          | 932,9          | 981,5          | 1 007,0        | 1 028,9        | 1 045,7        | 1 056,2        | 1 062,6        | 1 064,2        |
| Pozostałe aktywa trwałe                   | 23,8         | 267,0        | 319,9          | 541,7          | 541,7          | 541,7          | 541,7          | 541,7          | 541,7          | 541,7          | 541,7          | 541,7          | 541,7          | 541,7          |
| <b>Aktywa obrotowe</b>                    | <b>689,5</b> | <b>996,3</b> | <b>1 110,9</b> | <b>1 383,9</b> | <b>1 631,1</b> | <b>1 821,0</b> | <b>1 778,0</b> | <b>1 969,4</b> | <b>2 028,8</b> | <b>2 101,5</b> | <b>2 081,0</b> | <b>2 175,4</b> | <b>2 286,0</b> | <b>2 329,1</b> |
| Zapasy                                    | 463,0        | 736,7        | 682,6          | 953,7          | 1 157,6        | 1 297,1        | 1 400,8        | 1 493,4        | 1 581,8        | 1 651,6        | 1 710,3        | 1 761,8        | 1 806,1        | 1 843,0        |
| Należności z tyt. dostaw i usług          | 82,8         | 95,7         | 76,0           | 102,9          | 128,2          | 150,3          | 169,9          | 188,0          | 204,2          | 218,8          | 232,3          | 244,6          | 256,0          | 266,4          |
| Środki pieniężne                          | 143,7        | 163,9        | 345,4          | 309,8          | 327,8          | 356,1          | 189,8          | 270,6          | 225,3          | 213,6          | 120,9          | 151,5          | 206,5          | 202,3          |
| Pozostałe                                 | 0,0          | 0,0          | 6,9            | 17,5           | 17,5           | 17,5           | 17,5           | 17,5           | 17,5           | 17,5           | 17,5           | 17,5           | 17,5           | 17,5           |
| <b>Kapitał własny</b>                     | <b>591,9</b> | <b>955,8</b> | <b>1 120,5</b> | <b>1 154,3</b> | <b>1 389,4</b> | <b>1 625,1</b> | <b>1 848,4</b> | <b>2 077,6</b> | <b>2 325,5</b> | <b>2 583,1</b> | <b>2 794,6</b> | <b>2 951,9</b> | <b>3 048,0</b> | <b>3 073,5</b> |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>        | <b>193,3</b> | <b>258,1</b> | <b>335,5</b>   | <b>392,2</b>   | <b>392,2</b>   | <b>392,2</b>   | <b>32,2</b>    | <b>32,2</b>    | <b>32,2</b>    | <b>32,2</b>    | <b>32,2</b>    | <b>32,2</b>    | <b>32,2</b>    | <b>32,2</b>    |
| Zobowiązania oprocentowane                | 158,0        | 216,0        | 296,0          | 360,0          | 360,0          | 360,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Pozostałe                                 | 35,3         | 42,1         | 39,5           | 32,2           | 32,2           | 32,2           | 32,2           | 32,2           | 32,2           | 32,2           | 32,2           | 32,2           | 32,2           | 32,2           |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>       | <b>334,6</b> | <b>580,4</b> | <b>553,3</b>   | <b>1 072,8</b> | <b>1 173,3</b> | <b>1 215,2</b> | <b>1 379,4</b> | <b>1 390,2</b> | <b>1 227,0</b> | <b>1 063,9</b> | <b>848,7</b>   | <b>796,4</b>   | <b>817,3</b>   | <b>836,6</b>   |
| Zobowiązania handlowe                     | 155,4        | 176,3        | 116,5          | 192,5          | 243,0          | 284,9          | 319,1          | 349,9          | 376,7          | 403,6          | 428,4          | 451,2          | 472,1          | 491,4          |
| Zobowiązania oprocentowane                | 169,8        | 362,0        | 422,8          | 535,1          | 585,1          | 585,1          | 715,1          | 695,1          | 505,1          | 315,1          | 75,1           | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Pozostałe                                 | 9,4          | 42,1         | 14,0           | 345,2          | 345,2          | 345,2          | 345,2          | 345,2          | 345,2          | 345,2          | 345,2          | 345,2          | 345,2          | 345,2          |
|                                           |              |              |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Rachunek zysków i strat [mln PLN]         | 2013         | 2014         | 2015           | 2016P          | 2017P          | 2018P          | 2019P          | 2020P          | 2021P          | 2022P          | 2023P          | 2024P          | 2025P          | 2026P          |
| Przychody ze sprzedaży                    | 1 642,6      | 2 011,9      | 2 307,7        | 3 124,2        | 3 890,7        | 4 561,9        | 5 156,3        | 5 704,6        | 6 197,3        | 6 640,7        | 7 048,6        | 7 422,9        | 7 767,9        | 8 084,5        |
| Koszty wytworzenia                        | 809,3        | 904,5        | 1 088,2        | 1 489,6        | 1 884,4        | 2 213,0        | 2 495,1        | 2 769,3        | 3 006,6        | 3 223,2        | 3 423,1        | 3 608,1        | 3 779,8        | 3 938,8        |
| Wynik brutto ze sprzedaży                 | 833,3        | 1 107,4      | 1 219,5        | 1 634,6        | 2 006,3        | 2 348,9        | 2 661,2        | 2 935,3        | 3 190,7        | 3 417,5        | 3 625,4        | 3 814,8        | 3 988,1        | 4 145,8        |
| Koszty sprzedaży                          | 617,6        | 775,2        | 905,1          | 1 192,4        | 1 421,2        | 1 670,5        | 1 894,8        | 2 104,8        | 2 299,5        | 2 479,0        | 2 643,8        | 2 793,6        | 2 929,9        | 3 053,0        |
| Koszty zarządu                            | 25,6         | 76,9         | 77,7           | 112,7          | 140,4          | 157,8          | 170,6          | 180,2          | 186,5          | 189,8          | 193,0          | 194,4          | 195,7          | 199,6          |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej | -14,6        | -8,0         | 11,9           | 17,0           | -11,7          | -9,1           | -10,3          | -11,4          | -12,4          | -13,3          | -14,1          | -14,8          | -15,5          | -16,2          |
| <b>EBITDA</b>                             | <b>213,2</b> | <b>297,9</b> | <b>307,6</b>   | <b>414,4</b>   | <b>508,6</b>   | <b>593,3</b>   | <b>675,5</b>   | <b>736,6</b>   | <b>794,9</b>   | <b>840,7</b>   | <b>882,1</b>   | <b>921,3</b>   | <b>957,4</b>   | <b>988,1</b>   |
| EBIT                                      | 175,5        | 247,3        | 248,5          | 346,5          | 433,1          | 511,5          | 585,5          | 638,8          | 692,3          | 735,4          | 774,5          | 812,0          | 847,0          | 877,0          |
| Saldo finansowe                           | 16,0         | 18,4         | 22,6           | 27,5           | 24,6           | 16,3           | 12,7           | 12,2           | 10,2           | 8,2            | 4,3            | 1,6            | -0,9           | -2,4           |
| Wynik brutto                              | 159,5        | 228,9        | 226,0          | 319,0          | 408,4          | 495,2          | 572,8          | 626,7          | 682,1          | 727,2          | 770,2          | 810,3          | 847,9          | 879,4          |
| Wynik netto                               | 132,0        | 422,8        | 250,6          | 273,6          | 330,8          | 401,1          | 464,0          | 507,6          | 552,5          | 589,0          | 623,9          | 656,4          | 686,8          | 712,4          |
|                                           |              |              |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN] | 2013         | 2014         | 2015           | 2016P          | 2017P          | 2018P          | 2019P          | 2020P          | 2021P          | 2022P          | 2023P          | 2024P          | 2025P          | 2026P          |
| CF operacyjny                             | 135,2        | 45,3         | 287,0          | 251,7          | 252,4          | 379,4          | 477,6          | 537,7          | 587,4          | 645,1          | 688,3          | 726,3          | 761,7          | 792,9          |
| CF inwestycyjny                           | -80,6        | -198,2       | -112,1         | -376,1         | -164,0         | -169,5         | -160,6         | -146,3         | -127,9         | -127,1         | -124,4         | -119,9         | -116,9         | -112,7         |
| CF finansowy                              | -34,7        | 173,1        | 8,5            | 93,6           | -70,4          | -181,7         | -483,3         | -310,6         | -504,8         | -529,7         | -656,6         | -575,8         | -589,9         | -684,4         |
| CF netto                                  | 19,9         | 20,1         | 183,5          | -30,8          | 18,0           | 28,3           | -166,3         | 80,8           | -45,3          | -11,7          | -92,7          | 30,6           | 55,0           | -4,2           |
| Środki pieniężne na początek okresu       | 125,7        | 143,7        | 161,9          | 345,4          | 309,8          | 327,8          | 356,1          | 189,8          | 270,6          | 225,3          | 213,6          | 120,9          | 151,5          | 206,5          |
| Środki pieniężne na koniec okresu         | 145,6        | 163,9        | 345,4          | 314,5          | 327,8          | 356,1          | 189,8          | 270,6          | 225,3          | 213,6          | 120,9          | 151,5          | 206,5          | 202,3          |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wskaźniki rynkowe**

| <b>Dane finansowe</b>       | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016P</b> | <b>2017P</b> | <b>2018P</b> | <b>2019P</b> | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> | <b>2025P</b> | <b>2026P</b> |
|-----------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody zmiana r/r        | 22,5%       | 14,7%       | 35,4%        | 24,5%        | 17,3%        | 13,0%        | 10,6%        | 8,6%         | 7,2%         | 6,1%         | 5,3%         | 4,6%         | 4,1%         |
| EBITDA zmiana r/r           | 39,8%       | 3,3%        | 34,7%        | 22,7%        | 16,6%        | 13,8%        | 9,1%         | 7,9%         | 5,8%         | 4,9%         | 4,4%         | 3,9%         | 3,2%         |
| EBIT zmiana r/r             | 40,9%       | 0,5%        | 39,4%        | 25,0%        | 18,1%        | 14,4%        | 9,1%         | 8,4%         | 6,2%         | 5,3%         | 4,8%         | 4,3%         | 3,5%         |
| Wynik netto zmiana r/r      | 220,2%      | -40,7%      | 9,2%         | 20,9%        | 21,3%        | 15,7%        | 9,4%         | 8,8%         | 6,6%         | 5,9%         | 5,2%         | 4,6%         | 3,7%         |
| Marża brutto na sprzedaży   | 55,0%       | 52,8%       | 52,3%        | 51,6%        | 51,5%        | 51,6%        | 51,5%        | 51,5%        | 51,5%        | 51,4%        | 51,4%        | 51,3%        | 51,3%        |
| Marża EBITDA                | 14,8%       | 13,3%       | 13,3%        | 13,1%        | 13,0%        | 13,1%        | 12,9%        | 12,8%        | 12,7%        | 12,5%        | 12,4%        | 12,3%        | 12,2%        |
| Marża EBIT                  | 12,3%       | 10,8%       | 11,1%        | 11,1%        | 11,2%        | 11,4%        | 11,2%        | 11,2%        | 11,1%        | 11,0%        | 10,9%        | 10,9%        | 10,8%        |
| Marża brutto                | 11,4%       | 9,8%        | 10,2%        | 10,5%        | 10,9%        | 11,1%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 10,9%        | 10,9%        | 10,9%        | 10,9%        |
| Marża netto                 | 21,0%       | 10,9%       | 8,8%         | 8,5%         | 8,8%         | 9,0%         | 8,9%         | 8,9%         | 8,9%         | 8,9%         | 8,8%         | 8,8%         | 8,8%         |
| ROE                         | 44,2%       | 22,4%       | 23,7%        | 23,8%        | 24,7%        | 25,1%        | 24,4%        | 23,8%        | 22,8%        | 22,3%        | 22,2%        | 22,5%        | 23,2%        |
| ROA                         | 23,6%       | 12,5%       | 10,4%        | 11,2%        | 12,4%        | 14,2%        | 14,5%        | 15,4%        | 16,0%        | 17,0%        | 17,4%        | 17,6%        | 18,1%        |
| Dług                        | 578,0       | 718,8       | 895,1        | 945,1        | 945,1        | 715,1        | 695,1        | 505,1        | 315,1        | 75,1         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| D/(D+E)                     | 37,7%       | 39,1%       | 43,7%        | 40,5%        | 36,8%        | 27,9%        | 25,1%        | 17,8%        | 10,9%        | 2,6%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| D/E                         | 60,5%       | 64,2%       | 77,5%        | 68,0%        | 58,2%        | 38,7%        | 33,5%        | 21,7%        | 12,2%        | 2,7%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Odsetki/EBIT                | 9,0%        | 9,7%        | 12,0%        | 7,9%         | 5,1%         | 4,0%         | 2,8%         | 2,7%         | 2,1%         | 1,4%         | 0,7%         | 0,5%         | 0,5%         |
| Dług/Kapitał własny         | 60,5%       | 64,2%       | 77,5%        | 68,0%        | 58,2%        | 38,7%        | 33,5%        | 21,7%        | 12,2%        | 2,7%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Dług netto                  | 414,2       | 373,4       | 585,3        | 617,3        | 589,0        | 525,3        | 424,5        | 279,8        | 101,5        | -45,8        | -151,5       | -206,5       | -202,3       |
| Dług netto/Kapitał własny   | 43,3%       | 33,3%       | 50,7%        | 44,4%        | 36,2%        | 28,4%        | 20,4%        | 12,0%        | 3,9%         | -1,6%        | -5,1%        | -6,8%        | -6,6%        |
| Dług netto/EBITDA           | 139,0%      | 121,4%      | 141,2%       | 121,4%       | 99,3%        | 77,8%        | 57,6%        | 35,2%        | 12,1%        | -5,2%        | -16,4%       | -21,6%       | -20,5%       |
| Dług netto/EBIT             | 167,5%      | 150,3%      | 168,9%       | 142,5%       | 115,1%       | 89,7%        | 66,4%        | 40,4%        | 13,8%        | -5,9%        | -18,7%       | -24,4%       | -23,1%       |
| EV                          | 8 529,9     | 8 529,9     | 8 529,9      | 8 529,9      | 8 529,9      | 8 529,9      | 8 529,9      | 8 529,9      | 8 529,9      | 8 529,9      | 8 529,9      | 8 529,9      | 8 529,9      |
| Dług/EV                     | 6,8%        | 8,4%        | 10,5%        | 11,1%        | 11,1%        | 8,4%         | 8,1%         | 5,9%         | 3,7%         | 0,9%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| CAPEX/Przychody             | 9,8%        | 5,3%        | 12,5%        | 4,2%         | 3,7%         | 3,1%         | 2,6%         | 2,1%         | 1,9%         | 1,8%         | 1,6%         | 1,5%         | 1,4%         |
| CAPEX/Amortyzacja           | 389,2%      | 208,9%      | 575,6%       | 216,9%       | 207,2%       | 178,4%       | 149,6%       | 124,7%       | 120,7%       | 115,6%       | 109,6%       | 105,9%       | 101,5%       |
| Amortyzacja/Przychody       | 2,5%        | 2,6%        | 2,2%         | 1,9%         | 1,8%         | 1,7%         | 1,7%         | 1,7%         | 1,6%         | 1,5%         | 1,5%         | 1,4%         | 1,4%         |
| Zmiana KO/Przychody         | -13,2%      | 0,6%        | -7,1%        | -4,6%        | -2,6%        | -1,7%        | -1,4%        | -1,3%        | -0,9%        | -0,7%        | -0,6%        | -0,4%        | -0,3%        |
| Zmiana KO/Zmiana przychodów | -71,9%      | 4,7%        | -27,2%       | -23,3%       | -17,8%       | -15,0%       | -14,6%       | -15,8%       | -12,9%       | -11,6%       | -11,0%       | -10,0%       | -8,9%        |
| <b>Wskaźniki rynkowe</b>    | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016P</b> | <b>2017P</b> | <b>2018P</b> | <b>2019P</b> | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> | <b>2025P</b> | <b>2026P</b> |
| MC/S                        | 4,2         | 3,7         | 2,7          | 2,2          | 1,9          | 1,7          | 1,5          | 1,4          | 1,3          | 1,2          | 1,1          | 1,1          | 1,1          |
| P/E                         | 20,2        | 34,0        | 31,2         | 25,8         | 21,3         | 18,4         | 16,8         | 15,4         | 14,5         | 13,7         | 13,0         | 12,4         | 12,0         |
| P/BV                        | 8,9         | 7,6         | 7,4          | 6,1          | 5,2          | 4,6          | 4,1          | 3,7          | 3,3          | 3,1          | 2,9          | 2,8          | 2,8          |
| P/CE                        | 14,5        | 14,3        | 14,6         | 13,0         | 11,3         | 13,0         | 11,0         | 11,0         | 10,6         | 11,5         | 10,6         | 9,5          | 9,3          |
| EV/EBITDA                   | 30,0        | 28,9        | 22,0         | 18,0         | 15,4         | 13,4         | 12,2         | 11,1         | 10,3         | 9,6          | 9,1          | 8,7          | 8,4          |
| EV/EBIT                     | 36,2        | 35,8        | 26,3         | 21,1         | 17,8         | 15,5         | 14,0         | 12,7         | 11,7         | 11,0         | 10,3         | 9,8          | 9,5          |
| EV/S                        | 4,4         | 3,9         | 2,9          | 2,4          | 2,0          | 1,8          | 1,6          | 1,4          | 1,3          | 1,2          | 1,1          | 1,1          | 1,0          |
| BVPS                        | 24,4        | 28,6        | 29,5         | 35,5         | 41,5         | 47,2         | 53,1         | 59,4         | 66,0         | 71,4         | 75,4         | 77,9         | 78,6         |
| EPS                         | 10,8        | 6,4         | 7,0          | 8,5          | 10,3         | 11,9         | 13,0         | 14,1         | 15,1         | 15,9         | 16,8         | 17,6         | 18,2         |
| CEPS                        | 15,0        | 15,2        | 14,9         | 16,8         | 19,4         | 16,7         | 19,9         | 19,9         | 20,5         | 19,0         | 20,6         | 22,8         | 23,4         |
| Dywidenda [mln PLN]         | 61,4        | 115,2       | 85,7         | 95,8         | 165,4        | 240,7        | 278,4        | 304,6        | 331,5        | 412,3        | 499,1        | 590,7        | 686,8        |
| DPS                         | 1,6         | 2,9         | 2,2          | 2,4          | 4,2          | 6,2          | 7,1          | 7,8          | 8,5          | 10,5         | 12,8         | 15,1         | 17,6         |
| Dyield                      | 0,7%        | 1,4%        | 1,0%         | 1,1%         | 1,9%         | 2,8%         | 3,3%         | 3,6%         | 3,9%         | 4,8%         | 5,9%         | 6,9%         | 8,1%         |
| Payout ratio                | 46,5%       | 27,2%       | 34,2%        | 35,0%        | 50,0%        | 60,0%        | 60,0%        | 60,0%        | 60,0%        | 70,0%        | 80,0%        | 90,0%        | 100,0%       |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 218,0 PLN

#### WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

**Krzysztof Pado**  
Zastępca Dyrektora Wydziału  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 20-81-432  
e-mail: pado@bdm.pl  
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

**Krzysztof Brymora**  
tel. (032) 20-81-435  
e-mail: brymora@bdm.pl  
chemia, przemysł drzewny

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

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

#### WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

#### Historia rekomendacji spółki:

| zalecenie | cena docelowa | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa | data       | godzina publikacji | kurs  | WIG    |
|-----------|---------------|-------------------------|--------------------------|------------|--------------------|-------|--------|
| Redukuj   | 181,1         | Akumuluj                | 165,4                    | 24.02.2017 | 11:01 CEST         | 218,0 | 59 584 |
| Akumuluj  | 165,4         | ---                     | ---                      | 02.12.2015 |                    | 149,0 | 47 826 |

#### Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'17

|          |   |     |
|----------|---|-----|
| Kupuj    | 5 | 63% |
| Akumuluj | 2 | 25% |
| Trzymaj  | 0 | 0%  |
| Redukuj  | 1 | 13% |
| Sprzedaj | 0 | 0%  |

#### Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 CAGR - średnioroczny wzrost  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto  
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży  
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
 EV/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej  
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży  
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto  
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej  
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych  
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów  
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

#### Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

#### System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

**Nota prawna:**

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 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 jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 24.02.2017 roku (11:01 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 28.02.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w 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 zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 24.02.2017 roku:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć 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.