Dom Maklerski BDM S.A.

CCC

RAPORT ANALITYCZNY

SPRZEDAJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 237,5 PLN

16 MAJ 2018, 09:59 CEST

Podtrzymujemy negatywne nastawienie do walorów obuwniczej spółki i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 237,5 PLN/akcję. Wyniki za 1Q'18, które zaprezentowała grupa były słabe i okazały się znacząco poniżej naszych założeń. Uważamy, że bieżący rok może przynieść więcej rozczarowań, patrząc na obecne oczekiwania rynkowe dla wyników grupy (wskazujemy m.in. na wymagającą bazę przychodową z ubiegłego roku; zauważamy konsekwencje wprowadzonego w marcu zakazu handlu w niedziele; dodatkowo spodziewamy się utrzymania presji ze strony kosztowej). Tym samym szacujemy, że EBITDA w '18 wyniesie 602 mln PLN, co oznaczałoby, że grupa ponownie nie zrealizuje celu z programu motywacyjnego (650 mln PLN w '18; zwracamy uwagę, że konsensus zakłada 660 mln PLN EBITDA). Uważamy także, że bieżąca wycena uwzględnia już w dużej mierze zapowiadaną poprawę kapitału obrotowego.

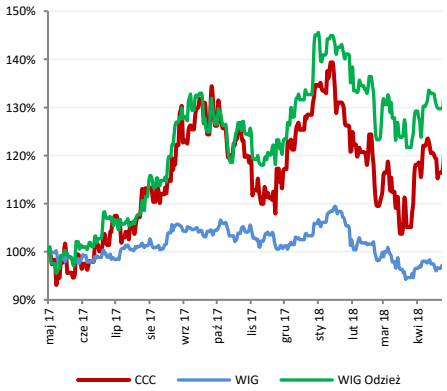
CCC wykorzystało niską bazę z ubiegłego roku i rozpoczęła 2Q'18 od pozytywnego odczytu sprzedażowego za kwiecień (+33% r/r). W naszej ocenie kolejne miesiące będą zdecydowanie bardziej wymagające dla detalisty (praktycznie wszystkie miesiące poza październikiem), szczególnie dla obszaru stacjonarnego, co stwarza pole do szeregu rozczarowań. Spodziewamy się, że w ujęciu całorocznym powierzchnia sieci wzrośnie do 634 tys. mkw.. Estymujemy, że grupa osiągnie w '18 ok. 5,06 mld PLN przychodów, czyli o 21% więcej r/r (sklepy +13% r/r). Zakładamy, że marża brutto utrzyma się na zbliżonym poziomie – rosnący udział e-commerce powinien być offsetowany lekką poprawą kanału detalicznego. W naszych prognozach spodziewamy się wzrostu kosztów okołosklepowych (zapowiadany przez zarząd spadek kosztów na mkw. jest wg nas mało realny przy bieżącej sytuacji na rynku pracy). Grupa także ponosi dodatkowe koszty związane z marketingiem, co może obciążać EBITDA w kolejnych okresach. Podsumowując, szacujemy, że EBITDA CCC wzrośnie do 602 mln PLN w '18 (9% poniżej konsensusu i 11% mniej niż zakładaliśmy w poprzednim raporcie), co tym samym oznacza, że ponownie nie zostaną zrealizowane założenia wynikowe z programu motywacyjnego (cel na '18 to 650 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% oraz marży EBIT na poziomie ok. 11%. Przyjmujemy również, że udział Polski w przychodach będzie się systematycznie zmniejszał (zejście poniżej 50% w biznesie stacjonarnym powinno mieć miejsce w perspektywie 2 lat), a segment e-commerce przekroczy poziom 20% generowanej sprzedaży już w 2018 roku.

Wycena końcowa [PLN]	**237,5**
Potencjał do wzrostu / spadku	**-16%**
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	282,0
Kapitalizacja [mln PLN]	11 608,2
Ilość akcji [mln. szt.]	41,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	309,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	230,2
Stopa zwrotu za 3 mc	-4,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	+3,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	+4,5%
Akcjonariat (% głosów):	
Ultro (p. zależny od D. Miłka)	34,9%
Aviva OFE	6,4%
Leszek Gaczorek	6,4%
NN OFE	5,4%
Pozostali	46,9%

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

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	2 307,7	3 196,8	4 194,0	5 058,5	6 110,5	6 982,1
EBITDA [mln PLN]	307,6	446,2	497,2	602,0	750,1	890,4
EBIT [mln PLN]	248,5	376,5	404,5	492,6	630,3	750,9
Wynik netto [mln PLN]	250,6	316,8	302,3	344,6	488,5	594,3
P/BV	10,4	9,7	9,9	8,1	6,5	5,4
P/E	46,3	36,6	38,4	33,7	23,8	19,5
EV/EBITDA	**39,0**	**27,5**	**24,2**	**19,9**	**16,0**	**13,4**
EV/EBIT	48,2	32,6	29,7	24,3	19,0	15,9
DPS	2,80	2,08	2,46	2,30	2,76	5,93



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYCENA DCF 4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ 7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA 9
WYNIKI 1Q'18 I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY 10
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU 15
OTOCZENIE RYNKOWE 16
RYNEK E-COMMERCE 19
PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE 22
PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH 22
ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE 23
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 24

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 237,1 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 239,2 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 9 775,7 mln PLN, czyli **237,5 PLN/akcję.**

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

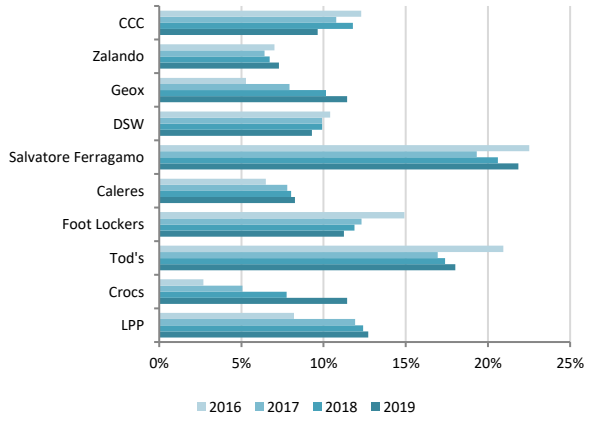
		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	9 758,5	237,1	-15,9%
B	Wycena porównawcza	9 844,6	239,2	-15,2%
C = (80%*A + 20%*B)	**Wycena końcowa**	**9 775,7**	**237,5**	**-15,8%**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

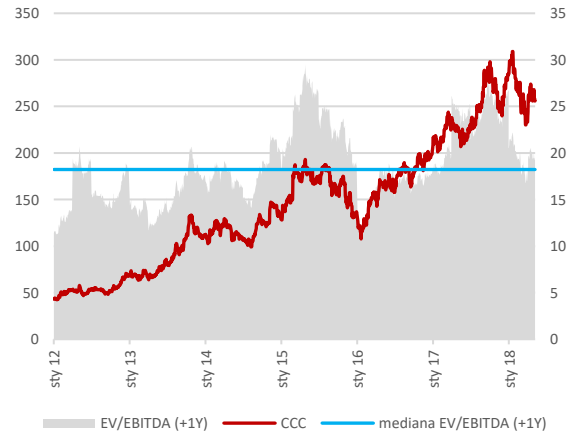
CCC wykorzystało niską bazę z ubiegłego roku i rozpoczęła 2Q'18 od pozytywnego odczytu sprzedażowego za kwiecień (+33% r/r). W naszej ocenie kolejne miesiące będą zdecydowanie bardziej wymagające dla detalisty (praktycznie wszystkie miesiące poza październikiem), szczególnie dla obszaru stacjonarnego, co stwarza pole do szeregu rozczarowań. Spodziewamy się, że w ujęciu całorocznym powierzchnia sieci wzrośnie do 634 tys. mkw.. Estymujemy, że grupa osiągnie w '18 ok. 5,06 mld PLN przychodów, czyli o 21% więcej r/r (sklepy +13% r/r). Zakładamy, że marża brutto utrzyma się na zbliżonym poziomie – rosnący udział e-commerce powinien być offsetowany lekką poprawą kanału detalicznego. W naszych prognozach spodziewamy się wzrostu kosztów okołosklepowych (zapowiadany przez zarząd spadek kosztów na mkw. jest wg nas mało realny przy bieżącej sytuacji na rynku pracy). Grupa także ponosi dodatkowe koszty związane z marketingiem, co może obciążać EBITDA w kolejnych okresach. Podsumowując, szacujemy, że EBITDA CCC wzrośnie do 602 mln PLN w '18 (9% poniżej konsensusu i 11% mniej niż zakładaliśmy w poprzednim raporcie), co tym samym oznacza, że ponownie nie zostaną zrealizowane założenia wynikowe z programu motywacyjnego (cel na '18 to 650 mln PLN).

Bieżąca pułapy cenowe CCC nie wydają się nam atrakcyjne. Uważamy, że kolejne okresy mogą przynieść rozczarowanie, biorąc pod uwagę wysoką bazę przychodową z ubiegłego roku. W naszej ocenie trudne do zrealizowania mogą też być zapowiedzi ograniczenia kosztów – rynek pracy jest bardzo wymagający, a dodatkowo spółka zamierza mocno inwestować w marketing. Nasze szacunki są poniżej konsensusu rynkowego (dla EBITDA w 2018-19 odpowiednio o 9% i 10%) oraz założeń z programu motywacyjnego, który zakłada 650-800 mln PLN EBITDA. Zwracamy uwagę na silną konkurencję w obszarze e-commerce oraz planowane wysokie nakłady na rozwój sieci i logistykę. Tym samym w przypadku realizacji naszych prognoz oznacza to mnożniki EV/EBITDA w 2018-19 na poziomie 20-16x, czyli znacznie powyżej grupy porównawczej (złożonej z podmiotów rosnących w dwucyfrowym tempie). Oceniamy również, że poprawa kapitału obrotowego w perspektywie kolejnych kwartałów jest już uwzględniona w kursie. Mając na względzie wymienione czynniki wyznaczamy cenę docelową dla walorów CCC na poziomie 237,5 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 '18 zakładamy wzrost przychodów o ok. 21% r/r do poziomu 5,06 mld PLN, a w '19 do 6,11 mld PLN (+21% r/r).
- Spodziewamy się, że w roku 2018 marża brutto ze sprzedaży będzie bliska 51,2%. W kolejnych latach zakładamy, że „stare" CCC będzie utrzymywać rentowność na poziomie ok. 53-54%. Uwzględniając jednocześnie konsolidację eobuwie.pl, szacujemy że pierwsza marża w długim terminie będzie kształtować się w pobliżu 51,0%.
- Przyjmujemy również, że w latach 2018-19 CCC zwiększy powierzchnię handlową odpowiednio do 634-721 tys. mkw. na koniec roku względem 537 tys. mkw. na koniec 4Q'17.
- Poniżej prezentujemy główne założenia dla naszego modelu w kolejnych latach.

Główne założenia w ujęciu segmentowym

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Polska detal						
Zmiana przychodu z mkw. r/r	-7,0%	5,9%	5,6%	-3,0%	1,5%	1,2%
Powierzchnia EoP [tys. mkw.]	189,0	212,2	243,8	268,8	281,5	292,0
UE detal						
Zmiana przychodu z mkw. r/r	-3,3%	-0,3%	2,6%	-3,2%	2,6%	2,0%
Powierzchnia EoP [tys. mkw.]	150,8	207,1	253,3	313,5	376,5	435,1
Franczyza						
Zmiana przychodu z mkw. r/r	17,8%	0,6%	-1,3%	-7,0%	1,1%	1,1%
Powierzchnia EoP [tys. mkw.]	27,6	32,9	39,5	51,6	62,8	72,6
E-commerce						
Zmiana przychodów r/r	-	-	111%	67%	35%	20%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spodziewamy się, że w kolejnych latach CCC wraz z 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 2027 roku na poziomie 2,5%.
- Dług netto uwzględnia prognozowany stan bilansowy na koniec 2017 roku.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2027 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 41,2 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 16.05.2018 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki CCC na poziomie 9 758,5 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 237,1 PLN.

Wrażliwość wyceny DCF na zmianę kursów walutowych*

-10%	255,2
-5%	246,7
kurs bazowy	**237,1**
5%	226,3
10%	214,4

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

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	5 058,5	6 110,5	6 982,1	7 781,4	8 477,0	9 042,3	9 522,0	9 931,3	10 293,3	10 618,5
EBIT [mln PLN]	492,6	630,3	750,9	867,7	966,0	1 027,1	1 073,4	1 110,4	1 138,5	1 165,4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	93,6	119,8	142,7	164,9	183,5	195,1	203,9	211,0	216,3	221,4
NOPLAT [mln PLN]	399,0	510,5	608,2	702,8	782,5	831,9	869,5	899,5	922,2	944,0
Amortyzacja [mln PLN]	109,4	119,8	139,5	155,5	169,8	181,9	191,8	199,2	203,8	205,5
CAPEX [mln PLN]	-330,0	-316,1	-298,4	-297,5	-290,2	-280,6	-265,1	-244,7	-220,7	-206,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	63,5	-189,3	-143,4	-138,3	-111,4	-84,0	-66,9	-56,1	-43,3	-34,5
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]	241,9	124,9	305,9	422,5	550,6	649,2	729,3	797,9	862,0	908,5
DFCF [mln PLN]	230,7	110,2	249,3	317,9	381,9	414,3	428,1	430,5	427,5	414,2
Suma DFCF [mln PLN]	3 404,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	14 825,4			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,5%						
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	6 759,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	10 164,0									
Dług netto [mln PLN]	405,5									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	**9 758,5**									
Ilość akcji [mln]	41,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**237,1**									

Przychody zmiana r/r	20,6%	20,8%	14,3%	11,4%	8,9%	6,7%	5,3%	4,3%	3,6%	3,2%
EBIT zmiana r/r	21,8%	28,0%	19,1%	15,6%	11,3%	6,3%	4,5%	3,4%	2,5%	2,4%
FCF zmiana r/r	-209,3%	-48,4%	144,9%	38,1%	30,3%	17,9%	12,3%	9,4%	8,0%	5,4%
Marża EBITDA	11,9%	12,3%	12,8%	13,1%	13,4%	13,4%	13,3%	13,2%	13,0%	12,9%
Marża EBIT	9,7%	10,3%	10,8%	11,2%	11,4%	11,4%	11,3%	11,2%	11,1%	11,0%
Marża NOPLAT	7,9%	8,4%	8,7%	9,0%	9,2%	9,2%	9,1%	9,1%	9,0%	8,9%
CAPEX / Przychody	6,5%	5,2%	4,3%	3,8%	3,4%	3,1%	2,8%	2,5%	2,1%	1,9%
CAPEX / Amortyzacja	301,6%	263,9%	213,8%	191,3%	170,9%	154,3%	138,2%	122,8%	108,3%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	-1,3%	3,1%	2,1%	1,8%	1,3%	0,9%	0,7%	0,6%	0,4%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-7,3%	18,0%	16,5%	17,3%	16,0%	14,9%	14,0%	13,7%	12,0%	10,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	72,8%	73,9%	80,9%	83,1%	85,0%	88,2%	92,9%	94,3%	95,3%	95,3%
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	27,2%	26,1%	19,1%	16,9%	15,0%	11,8%	7,1%	5,7%	4,7%	4,7%
WACC	7,8%	7,8%	8,1%	8,2%	8,3%	8,5%	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,00%	**0,50%**	**1,00%**	**1,50%**	**2,00%**	**2,50%**	**3,00%**	**3,50%**	**4,00%**
beta	**0,7**	233,2	245,3	259,2	275,6	295,0	318,4	347,2	383,4	430,4
	0,8	216,0	226,3	238,0	251,6	267,5	286,4	309,2	337,2	372,6
	0,9	200,9	209,7	219,6	231,0	244,2	259,7	278,1	300,3	327,6
	1,0	187,5	195,0	203,5	213,2	224,2	237,1	252,1	270,0	291,7
	1,1	175,5	182,0	189,3	197,5	206,9	217,7	230,2	244,8	262,3
	1,2	164,7	170,4	176,7	183,8	191,8	200,9	211,4	223,5	237,8
	1,3	155,0	159,9	165,4	171,6	178,5	186,3	195,1	205,3	217,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,00%	**0,50%**	**1,00%**	**1,50%**	**2,00%**	**2,50%**	**3,00%**	**3,50%**	**4,00%**
premia za ryzyko	**3,00%**	252,8	267,2	284,0	303,9	327,9	357,5	394,6	442,7	507,5
	4,00%	216,0	226,3	238,0	251,6	267,5	286,4	309,2	337,2	372,6
	5,00%	187,5	195,0	203,5	213,2	224,2	237,1	252,1	270,0	291,7
	6,00%	164,7	170,4	176,7	183,8	191,8	200,9	211,4	223,5	237,8
	7,00%	146,1	150,5	155,3	160,7	166,6	173,3	180,9	189,5	199,4
	8,00%	130,7	134,2	137,9	142,0	146,6	151,6	157,3	163,6	170,7
	9,00%	117,8	120,5	123,5	126,7	130,2	134,1	138,4	143,2	148,5

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%**	424,8	399,0	376,8	357,5	340,5	325,6	312,2	300,3	289,5
	4,00%	343,6	321,3	302,5	286,4	272,4	260,2	249,4	239,8	231,2
	5,00%	285,4	266,4	250,5	237,1	225,5	215,4	206,6	198,9	191,9
	6,00%	241,9	225,6	212,2	200,9	191,3	182,9	175,7	169,3	163,6
	7,00%	208,2	194,3	182,9	173,3	165,2	158,2	152,2	146,9	142,2
	8,00%	181,4	169,5	159,8	151,6	144,8	138,9	133,8	129,3	125,3
	9,00%	159,7	149,5	141,1	134,1	128,3	123,2	118,9	115,1	111,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

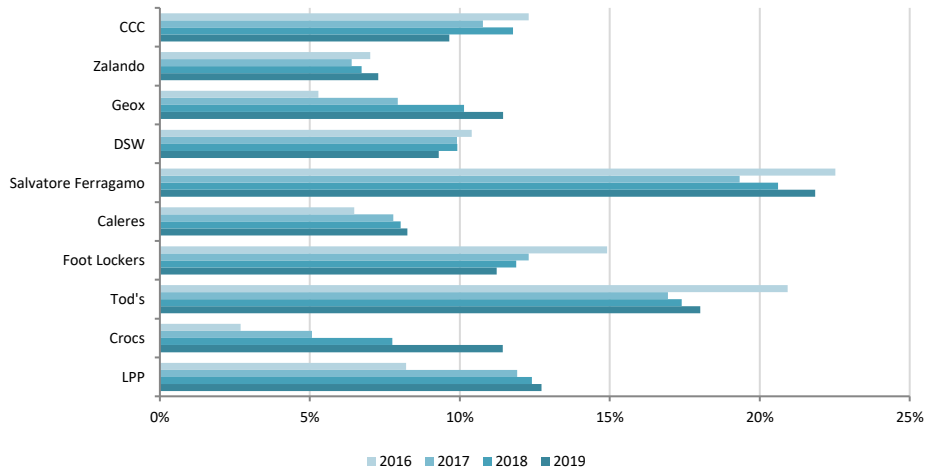
Analiza porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-19 dla wybranych spółek z branży odzieżowej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty zagraniczne oraz LPP (jedyna krajowa spółka poza CCC o zasięgu międzynarodowym). W grupie porównawczej wykazaliśmy podmioty, które mają dużą ekspozycję na e-commerce oraz notują dwucyfrowe dynamiki wyników. 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 50%). Ostateczna wycena CCC metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **239,2 PLN.**

Wycena porównawcza względem podmiotów o zasięgu międzynarodowym

	P/E		EV/EBITDA	
	2018	**2019**	**2018**	**2019**
LPP	26,8	20,7	15,0	12,4
Zalando	56,4	42,8	26,6	20,2
Asos	51,0	40,8	23,4	18,2
Caleres	13,5	12,9	6,1	5,5
Crocs	39,1	33,1	11,6	7,6
Geox	25,5	19,6	9,7	8,0
Mediana	**32,9**	**26,9**	**13,3**	**10,2**
CCC	33,7	23,8	19,9	16,0
Premia/dyskonto vs grupa	*2,4%*	*-11,8%*	*49,8%*	*57,0%*
Premia/dyskonto vs LPP	*25,9%*	*14,5%*	*32,6%*	*29,5%*
Premia/dyskonto vs Zalando	*-40,3%*	*-44,5%*	*-25,3%*	*-20,7%*
Wycena wg wskaźnika	**275,5**	**319,8**	**185,2**	**176,1**
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	**297,7**		**180,7**	
Waga wskaźnika	50%		50%	
Wycena końcowa [PLN]	**239,2**			

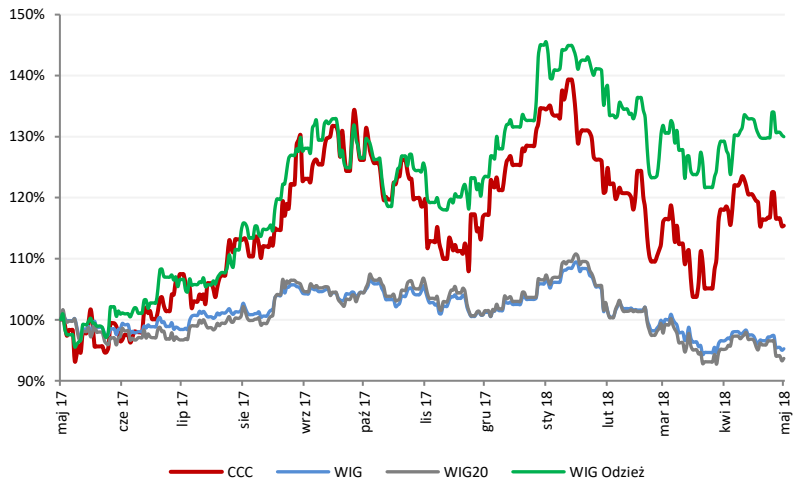
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

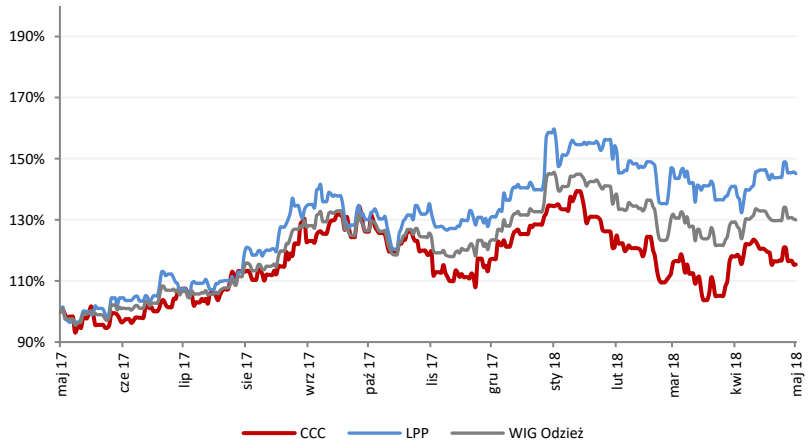
Zachowanie kursu na tle indeksów



W perspektywie minionego roku walory CCC zachowywały się zdecydowanie lepiej niż szeroki rynek (15% vs -5%). WIG-Odzież zyskał w ciągu roku aż 30%.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

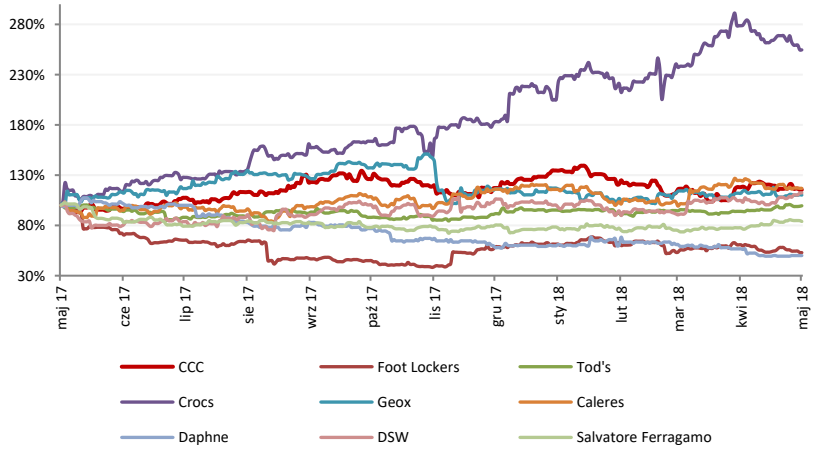
Zachowanie kursu na tle LPP i WIG- Odzież



Na przestrzeni roku walory CCC zyskały 15%. Pomimo dobrego rezultatu spółka wypada blado w odniesieniu do LPP, które osiągnęło 45% stopę zwrotu.

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 2017-19 zarząd spółki zamierza zwiększyć całkowitą powierzchnię handlową o ok. 300 tys. mkw. netto. 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 zamierzała 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 (zawieszony co najmniej do 1 stycznia 2019 roku). Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 22.

- **Zakaz handlu w niedzielę**
  Sejm uchwalił ustawę zgodnie, z którą od 01.03.18 handel będzie możliwy tylko w 2. i 4. niedzielę miesiąca (w następnych latach maja być „dokładane" następne niedziele). Zakaz może negatywnie odbić się na szerokim sektorze handlu (spadek obrotów, przynajmniej w krótkim terminie). Z drugiej strony detaliści zapewne będą starali się obronić wyniki m.in. poprzez ograniczenie zatrudnienia czy negocjacje stawek najmu. Według naszych szacunków niedziela odpowiada za ok. 13-15% tygodniowej sprzedaży CCC. Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 23.

- **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.

WYNIKI 1Q'18 I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki przedstawione w raporcie kwartalnym z 15 maja są zbieżne z wcześniejszymi danymi wstępnymi. Grupa osiągnęła w 1Q'18 ok. 694,1 mln PLN (-4% r/r; efekt bardzo słabych rezultatów sieci stacjonarnej), realizując jednocześnie marżę brutto na poziomie 47,8% (-0,9 p.p. r/r). Na poziomie EBITDA spółka poniosła aż 87 mln PLN straty, co jest rezultatem znacznie poniżej naszych wcześniejszych prognoz. Strata netto pogłębiła się do 129 mln PLN. In minus odbieramy rezultaty w eobuwie.pl – podmiot co prawda zwiększył sprzedaż do 169 mln PLN (+52% r/r), jednak pod presją była rentowność (na poziomie brutto spadek marży o 2,1 p.p. r/r; z szacunkowych danych wynikało, że EBITDA zmniejszyła się do 15,2 mln PLN, czyli o 9% r/r). Wskaźnik dług netto/EBITDA ukształtował się na poziomie 2,0x, co w dużej mierze jest efektem bardzo słabych przepływów z działalności operacyjnej (-356,7 mln PLN; netto -377,2 mln PLN). Sieć detaliczna na koniec marca liczyła 934 sklepy, a łączna powierzchnia handlowa wynosiła 551,9 tys. mkw.

CCC – wyniki 1Q'18 [mln PLN]

	1Q'17	1Q'18	zmiana r/r	1Q'18P BDM	odchylenie	1Q'18*	zmiana r/r
Przychody	720,4	694,1	-3,7%	691,8	0,3%	694,1	-3,7%
Wynik brutto na sprzedaży	350,7	332,0	-5,3%	329,6	0,7%	332,0	-5,3%
EBITDA	3,5	-87,1	-	-54,9	-	16,7	377,1%
EBIT	-16,1	-113,0	-	-79,6	-	-119,5	-
Zysk brutto	-34,6	-122,6	-	-63,5	-	-137,8	-
Zysk netto	-37,6	-128,9	-	-51,5	-	-144,1	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	48,7%	47,8%		47,6%		47,8%	
Marża EBITDA	0,5%	-		-		2,4%	
Marża EBIT	-	-		-		-	
Marża zysku netto	-	-		-		-	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *zgodnie ze standardem MSSF 16*

CCC wykorzystało niską bazę z ubiegłego roku i rozpoczęła 2Q'18 od pozytywnego odczytu sprzedażowego za kwiecień (+33% r/r). W naszej ocenie kolejne miesiące będą zdecydowanie bardziej wymagające dla detalisty (praktycznie wszystkie miesiące poza październikiem), szczególnie dla obszaru stacjonarnego, co stwarza pole do szeregu rozczarowań. Spodziewamy się, że w ujęciu całorocznym powierzchnia sieci wzrośnie do 634 tys. mkw.. Estymujemy, że grupa osiągnie w '18 ok. 5,06 mld PLN przychodów, czyli o 21% więcej r/r (sklepy +13% r/r). Zakładamy, że marża brutto utrzyma się na zbliżonym poziomie – rosnący udział e-commerce powinien być offsetowany lekką poprawą kanału detalicznego. W naszych prognozach spodziewamy się wzrostu kosztów okołosklepowych (zapowiadany przez zarząd spadek kosztów na mkw. jest wg nas mało realny przy bieżącej sytuacji na rynku pracy). Grupa także ponosi dodatkowe koszty związane z marketingiem, co może obciążać EBITDA w kolejnych okresach. Podsumowując, szacujemy, że EBITDA CCC wzrośnie do 602 mln PLN w '18 (9% poniżej konsensusu i 11% mniej niż zakładaliśmy w poprzednim raporcie), co tym samym oznacza, że ponownie nie zostaną zrealizowane założenia wynikowe z programu motywacyjnego (cel na '18 to 650 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% oraz marży EBIT na poziomie ok. 11%. Przyjmujemy również, że udział Polski w przychodach będzie się systematycznie zmniejszał (zejście poniżej 50% w biznesie stacjonarnym powinno mieć miejsce w perspektywie 2 lat), a segment e-commerce przekroczy poziom 20% generowanej sprzedaży już w 2018 roku.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	534,6	864,9	664,7	1 132,6	720,4	1 125,1	987,2	1 361,3	694,1	1 411,6	1 211,2	1 741,6	2 307,7	3 196,8	4 194,0	5 058,5	6 110,5	6 982,1
Wynik brutto ze sprzedaży	269,4	467,1	339,3	609,5	350,7	583,4	503,3	712,5	329,5	731,9	614,5	913,3	1 219,5	1 685,3	2 149,9	2 591,7	3 115,8	3 561,1
EBITDA	11,4	151,0	46,7	237,1	3,5	201,0	81,6	211,1	-87,8	255,1	93,6	340,5	307,6	446,2	497,2	602,0	750,1	890,4
EBIT	-4,8	138,0	25,2	218,1	-16,1	180,7	52,3	187,6	-113,0	228,7	65,0	311,9	248,5	376,5	404,5	492,6	630,3	750,9
Saldo finansowe	-9,9	4,4	-15,7	-9,2	-18,5	-13,4	-4,1	-27,7	-9,6	-15,7	-2,5	-2,8	-22,6	-30,4	-63,7	-30,7	-27,2	-17,2
Wynik brutto	-14,7	142,4	9,5	208,9	-34,6	167,3	48,2	159,9	-122,6	213,0	62,5	309,1	226,0	346,1	340,8	461,9	603,1	733,7
Wynik netto	-17,8	134,0	10,2	190,4	-37,6	152,9	41,2	145,8	-128,9	172,5	50,6	250,3	250,6	316,8	302,3	344,6	488,5	594,3
marża brutto ze sprzedaży	50,4%	54,0%	51,0%	53,8%	48,7%	51,9%	51,0%	52,3%	47,5%	51,8%	50,7%	52,4%	52,8%	52,7%	51,3%	51,2%	51,0%	51,0%
marża EBITDA	2,1%	17,5%	7,0%	20,9%	0,5%	17,9%	8,3%	15,5%	-	18,1%	7,7%	19,5%	13,3%	14,0%	11,9%	11,9%	12,3%	12,8%
marża EBIT	-	16,0%	3,8%	19,3%	-	16,1%	5,3%	13,8%	-	16,2%	5,4%	17,9%	10,8%	11,8%	9,6%	9,7%	10,3%	10,8%
marża netto	-	15,5%	1,5%	16,8%	-	13,6%	4,2%	10,7%	-	12,2%	4,2%	14,4%	10,9%	9,9%	7,2%	6,8%	8,0%	8,5%

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

Prognozy wyników wg segmentów [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Polska DETAL																	
Przychody	285,3	481,8	328,1	594,0	343,4	579,5	459,2	644,4	287,6	678,4	505,6	736,6	1 689,2	2 026,5	2 210,0	2 408,1	2 540,0
Wynik brutto ze sprzedaży	141,0	254,6	172,7	313,4	165,5	296,2	242,1	339,8	140,1	347,8	270,5	396,3	881,7	1 043,6	1 158,7	1 263,0	1 339,1
marża brutto ze sprzedaży	*49,4%*	*52,8%*	*52,6%*	*52,8%*	*48,2%*	*51,1%*	*52,7%*	*52,7%*	*48,7%*	*51,3%*	*53,5%*	*53,8%*	*52,2%*	*51,5%*	*52,4%*	*52,4%*	*52,7%*
UE DETAL																	
Przychody	171,2	271,4	221,6	384,7	227,8	352,6	334,2	455,7	200,6	427,0	398,0	585,0	1 048,9	1 370,3	1 616,8	2 052,6	2 463,4
Wynik brutto ze sprzedaży	101,5	163,8	124,8	230,0	129,7	206,0	189,2	276,9	113,2	250,0	228,5	357,8	620,1	801,8	953,3	1 210,5	1 453,4
marża brutto ze sprzedaży	*59,3%*	*60,4%*	*56,3%*	*59,8%*	*56,9%*	*58,4%*	*56,6%*	*60,8%*	*56,5%*	*58,6%*	*57,4%*	*61,2%*	*59,1%*	*58,5%*	*59,0%*	*59,0%*	*59,0%*
E-commerce																	
Przychody	44,7	64,6	72,7	105,4	110,8	149,1	146,7	199,1	168,4	253,5	249,4	338,5	287,4	605,7	1 009,9	1 363,4	1 636,1
Wynik brutto ze sprzedaży	17,3	30,2	29,0	46,5	43,8	64,4	58,9	82,5	64,9	109,0	99,6	147,0	123,0	249,6	418,7	563,9	675,1
marża brutto ze sprzedaży	*38,7%*	*46,7%*	*39,9%*	*44,1%*	*39,5%*	*43,2%*	*40,1%*	*41,4%*	*38,5%*	*43,0%*	*39,9%*	*43,4%*	*42,8%*	*41,2%*	*41,5%*	*41,4%*	*41,3%*
Pozostałe																	
Przychody	33,4	42,2	42,2	45,9	38,2	44,8	47,2	61,3	37,4	52,7	58,2	81,5	163,7	191,5	221,9	286,3	342,6
Wynik brutto ze sprzedaży	9,6	15,8	12,8	17,7	11,5	21,3	12,9	9,2	11,2	25,0	15,8	12,1	55,9	54,9	61,0	78,4	93,5
marża brutto ze sprzedaży	*28,7%*	*37,4%*	*30,3%*	*38,6%*	*30,1%*	*47,5%*	*27,3%*	*15,0%*	*30,0%*	*47,4%*	*27,2%*	*14,9%*	*34,1%*	*28,7%*	*27,5%*	*27,4%*	*27,3%*

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dane operacyjne segmentów

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P
Powierzchnia EoP [tys. mkw]	**316,3**	**325,5**	**343,6**	**372,8**	**390,4**	**405,5**	**426,4**	**458,6**	**471,3**	**488,0**	**503,4**	**536,6**	**556,2**	**571,5**	**602,3**	**633,9**
Polska DETAL	174,2	174,8	180,9	189,0	192,7	197,7	201,6	212,2	214,7	220,8	228,2	243,8	249,1	257,5	262,8	268,8
UE DETAL	121,9	128,9	138,4	156,2	170,3	179,0	194,8	213,5	222,1	230,7	238,7	253,3	266,2	272,2	292,8	313,5
Pozostałe	20,2	21,8	24,3	27,6	27,4	28,8	30,0	32,9	34,5	36,4	36,6	39,5	40,9	41,8	46,7	51,6
Liczba sklepów	**732**	**739**	**754**	**787**	**788**	**809**	**825**	**867**	**873**	**894**	**901**	**930**	**951**	**969**	**1006**	**1046**
Polska DETAL	435	426	427	426	415	422	424	436	433	439	441	448	455	457	464	472
UE DETAL	243	255	266	293	311	321	336	360	370	380	387	404	419	425	449	473
Pozostałe	51	54	58	63	59	62	62	66	67	70	69	73	75	82	89	96
Przychód z mkw. [tys. PLN]*	**1,4**	**1,9**	**1,5**	**2,1**	**1,3**	**2,0**	**1,4**	**2,3**	**1,3**	**2,0**	**1,7**	**2,2**	**1,0**	**2,1**	**1,6**	**2,3**
Polska DETAL	1,6	2,3	1,7	2,4	1,5	2,5	1,6	2,9	1,6	2,7	2,0	2,7	1,2	2,7	1,9	2,8
UE DETAL	1,1	1,5	1,2	1,8	1,0	1,6	1,2	1,9	1,0	1,6	1,4	1,9	0,8	1,6	1,4	1,9
Pozostałe	1,0	1,1	1,6	1,6	1,2	1,5	1,4	1,5	1,1	1,3	1,3	1,6	0,9	1,3	1,3	1,7

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

Prognoza ogólna na lata 2018-2027

	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	2 011,9	2 307,7	3 196,8	4 194,0	5 058,5	6 110,5	6 982,1	7 781,4	8 477,0	9 042,3	9 522,0	9 931,3	10 293,3	10 618,5
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	1 107,4	1 219,5	1 685,3	2 149,9	2 591,7	3 115,8	3 561,1	3 973,8	4 335,1	4 625,8	4 871,8	5 085,3	5 273,6	5 441,3
EBITDA [mln PLN]	297,9	307,6	446,2	497,2	602,0	750,1	890,4	1 023,2	1 135,8	1 209,0	1 265,3	1 309,6	1 342,3	1 370,9
EBIT [mln PLN]	247,3	248,5	376,5	404,5	492,6	630,3	750,9	867,7	966,0	1 027,1	1 073,4	1 110,4	1 138,5	1 165,4
Saldo finansowe [mln PLN]	-18,4	-22,6	-30,4	-63,7	-30,7	-27,2	-17,2	-16,2	-14,6	-13,6	-12,4	-10,9	-14,0	-15,5
Wynik brutto [mln PLN]	228,9	226,0	346,1	340,8	461,9	603,1	733,7	851,5	951,4	1 013,5	1 061,0	1 099,5	1 124,5	1 149,8
Wynik netto [mln PLN]	422,8	250,6	316,8	302,3	344,6	488,5	594,3	689,7	770,6	820,9	859,4	890,6	910,9	931,4
marża brutto ze sprzedaży	55,0%	52,8%	52,7%	51,3%	51,2%	51,0%	51,0%	51,1%	51,1%	51,2%	51,2%	51,2%	51,2%	51,2%
marża EBITDA	14,8%	13,3%	14,0%	11,9%	11,9%	12,3%	12,8%	13,1%	13,4%	13,4%	13,3%	13,2%	13,0%	12,9%
marża EBIT	12,3%	10,8%	11,8%	9,6%	9,7%	10,3%	10,8%	11,2%	11,4%	11,4%	11,3%	11,2%	11,1%	11,0%
marża netto	21,0%	10,9%	9,9%	7,2%	6,8%	8,0%	8,5%	8,9%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	8,8%	8,8%
USD/PLN śr.	3,2596	3,7164	4,0555	3,8329	3,5203	3,5017	3,3939	3,3010	3,2575	3,2575	3,2575	3,2575	3,2575	3,2575
EUR/PLN śr.	4,1973	4,1817	4,3342	4,2909	4,2483	4,3199	4,3199	4,3199	4,3199	4,3199	4,3199	4,3199	4,3199	4,3199

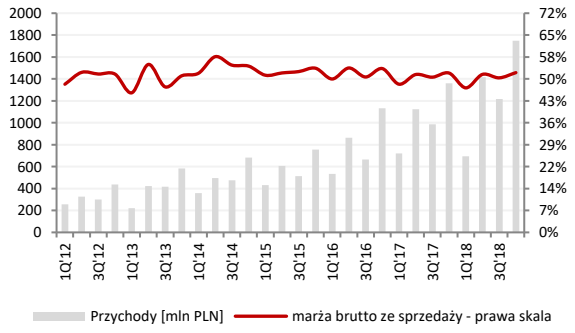
*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *wyniki od roku 2016 uwzględniają wpływ konsolidacji eobuwie.pl*

Prognozy przychodów w rozbiciu na segmenty

	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	**1 641,5**	**2 006,5**	**2 299,8**	**3 189,2**	**4 194,0**	**5 058,5**	**6 110,5**	**6 982,1**	**7 781,4**	**8 477,0**	**9 042,3**	**9 522,0**	**9 931,3**	**10 293,3**	**10 618,5**
Polska detal	1 256,1	1 398,9	1 438,4	1 689,2	2 026,5	2 210,0	2 408,1	2 540,0	2 653,2	2 746,9	2 821,7	2 877,1	2 922,8	2 962,0	2 994,6
UE detal	308,6	526,0	739,6	1 048,9	1 370,3	1 616,8	2 052,6	2 463,4	2 853,7	3 223,3	3 572,5	3 900,5	4 206,3	4 489,1	4 745,1
Pozostałe (hurt)	76,7	81,7	121,8	163,7	191,5	221,9	286,3	342,6	393,0	437,2	475,0	506,1	530,4	547,6	561,3
E-commerce	0,0	0,0	0,0	287,4	605,7	1 009,9	1 363,4	1 636,1	1 881,5	2 069,6	2 173,1	2 238,3	2 271,9	2 294,6	2 317,6
Dynamika przychodów	**24,6%**	**22,2%**	**14,6%**	**38,7%**	**31,5%**	**20,6%**	**20,8%**	**14,3%**	**11,4%**	**8,9%**	**6,7%**	**5,3%**	**4,3%**	**3,6%**	**3,2%**
Polska detal	12,3%	11,4%	2,8%	17,4%	20,0%	9,1%	9,0%	5,5%	4,5%	3,5%	2,7%	2,0%	1,6%	1,3%	1,1%
UE detal	110,2%	70,4%	40,6%	41,8%	30,6%	18,0%	27,0%	20,0%	15,8%	13,0%	10,8%	9,2%	7,8%	6,7%	5,7%
Pozostałe (hurt)	48,7%	6,5%	49,1%	34,4%	17,0%	15,9%	29,1%	19,7%	14,7%	11,2%	8,6%	6,6%	4,8%	3,2%	2,5%
E-commerce	-	-	-	-	-	66,7%	35,0%	20,0%	15,0%	10,0%	5,0%	3,0%	1,5%	1,0%	1,0%
Udział w przychodach															
Polska detal	76,5%	69,7%	62,5%	53,0%	48,3%	43,7%	39,4%	36,4%	34,1%	32,4%	31,2%	30,2%	29,4%	28,8%	28,2%
UE detal	18,8%	26,2%	32,2%	32,9%	32,7%	32,0%	33,6%	35,3%	36,7%	38,0%	39,5%	41,0%	42,4%	43,6%	44,7%
Pozostałe (hurt)	4,7%	4,1%	5,3%	5,1%	4,6%	4,4%	4,7%	4,9%	5,1%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
E-commerce	0,0%	0,0%	0,0%	9,0%	14,4%	20,0%	22,3%	23,4%	24,2%	24,4%	24,0%	23,5%	22,9%	22,3%	21,8%
Detal	95,3%	95,9%	94,7%	85,9%	81,0%	75,6%	73,0%	71,7%	70,8%	70,4%	70,7%	71,2%	71,8%	72,4%	72,9%
Pozostałe (hurt)	4,7%	4,1%	5,3%	5,1%	4,6%	4,4%	4,7%	4,9%	5,1%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
E-commerce	0,0%	0,0%	0,0%	9,0%	14,4%	20,0%	22,3%	23,4%	24,2%	24,4%	24,0%	23,5%	22,9%	22,3%	21,8%
Powierzchnia eop [tys.mkw.]	**240,6**	**302,4**	**367,4**	**452,3**	**536,6**	**633,9**	**720,8**	**799,7**	**870,6**	**933,6**	**988,7**	**1 035,7**	**1 077,1**	**1 111,3**	**1 140,2**
Polska detal	154,3	173,0	189,0	212,2	243,8	268,8	281,5	292,0	300,3	306,3	310,0	311,5	313,0	313,0	313,0
UE detal	68,7	110,1	150,8	207,1	253,3	313,5	376,5	435,1	489,4	539,4	585,1	626,4	663,5	696,3	723,8
Pozostałe (hurt)	17,6	19,3	27,6	32,9	39,5	51,6	62,8	72,6	81,0	88,0	93,6	97,8	100,6	102,0	103,4
Dynamika rozwoju	**20,4%**	**25,7%**	**21,5%**	**23,1%**	**18,7%**	**18,1%**	**13,7%**	**10,9%**	**8,9%**	**7,2%**	**5,9%**	**4,8%**	**4,0%**	**3,2%**	**2,6%**
Polska detal	-1,5%	12,1%	9,3%	12,3%	14,9%	10,2%	4,7%	3,7%	2,8%	2,0%	1,2%	0,5%	0,5%	0,0%	0,0%
UE detal	112,6%	60,2%	37,0%	37,3%	22,3%	23,8%	20,1%	15,6%	12,5%	10,2%	8,5%	7,1%	5,9%	4,9%	4,0%
Pozostałe (hurt)	61,9%	10,0%	42,6%	19,3%	20,1%	30,5%	21,7%	15,6%	11,6%	8,6%	6,4%	4,5%	2,9%	1,4%	1,4%
Udział w powierzchni															
Polska detal	64,1%	57,2%	51,4%	46,9%	45,4%	42,4%	39,1%	36,5%	34,5%	32,8%	31,4%	30,1%	29,1%	28,2%	27,5%
UE detal	28,6%	36,4%	41,0%	45,8%	47,2%	49,5%	52,2%	54,4%	56,2%	57,8%	59,2%	60,5%	61,6%	62,7%	63,5%
Pozostałe (hurt)	7,3%	6,4%	7,5%	7,3%	7,4%	8,1%	8,7%	9,1%	9,3%	9,4%	9,5%	9,4%	9,3%	9,2%	9,1%
Detal	92,7%	93,6%	92,5%	92,7%	92,6%	91,9%	91,3%	90,9%	90,7%	90,6%	90,5%	90,6%	90,7%	90,8%	90,9%
Pozostałe (hurt)	7,3%	6,4%	7,5%	7,3%	7,4%	8,1%	8,7%	9,1%	9,3%	9,4%	9,5%	9,4%	9,3%	9,2%	9,1%

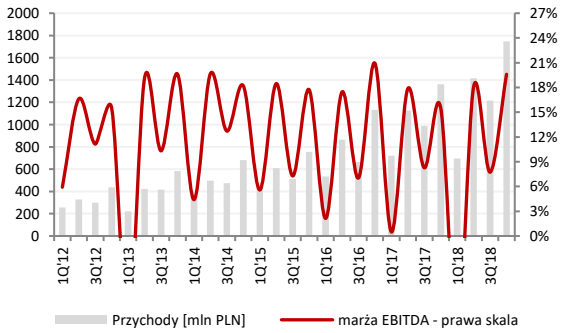
*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *wyniki od roku 2016 uwzględniają wpływ konsolidacji eobuwie.pl*

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto w uj. kwartalnym



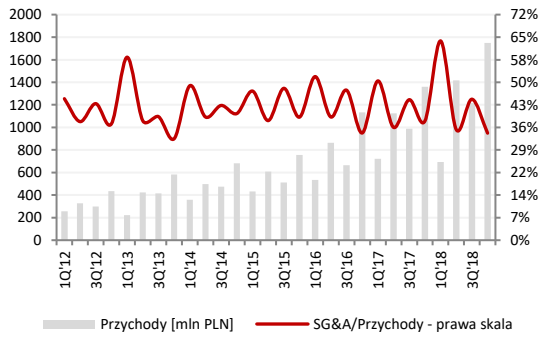
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność EBITDA w uj. kwartalnym



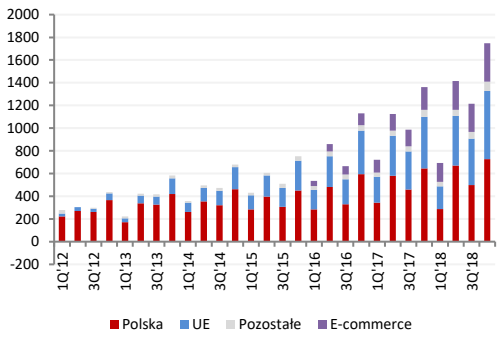
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody (uj. kwartalne)



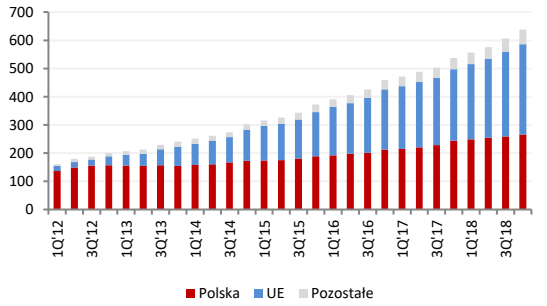
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody wg regionów (uj. kwartalnym)



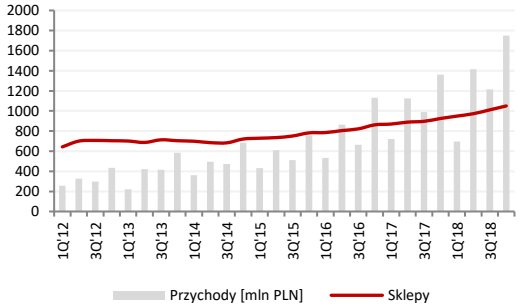
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Powierzchnia sieci wg regionów (uj. kwartalne)



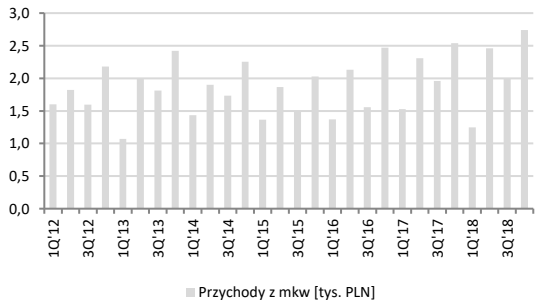
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody na tle sieci (uj. kwartalne)



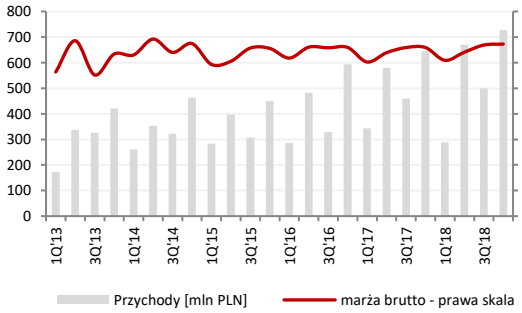
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychód/mkw. (uj. kwartalne)



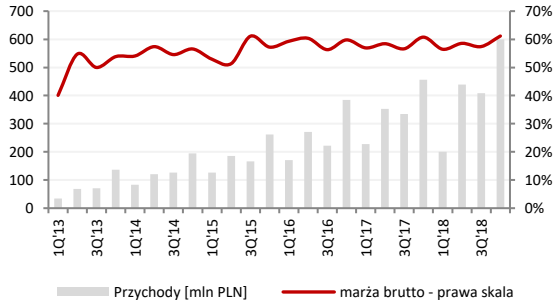
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność dywizji polskiej



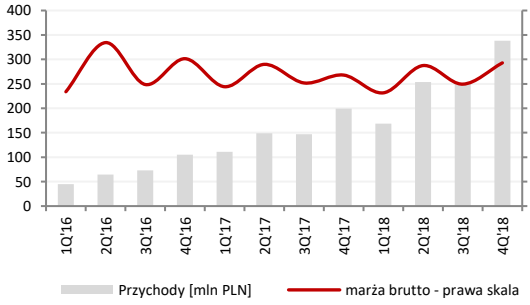
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność dywizji europejskiej



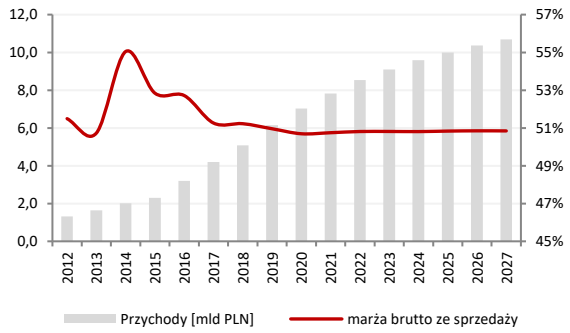
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność e-commerce



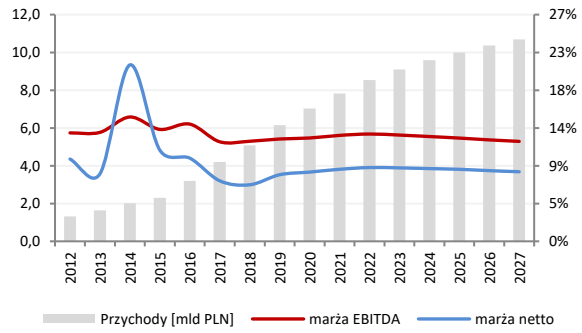
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody i marża brutto ze sprzedaży w latach 2012-27



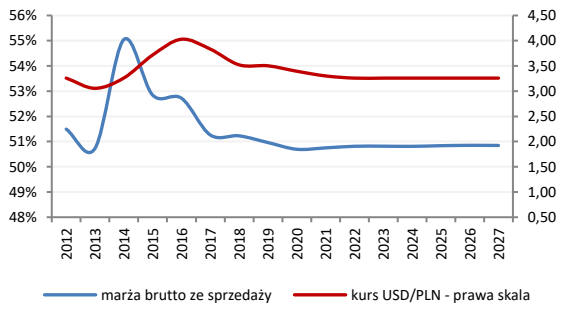
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu rocznym w latach 2012-27



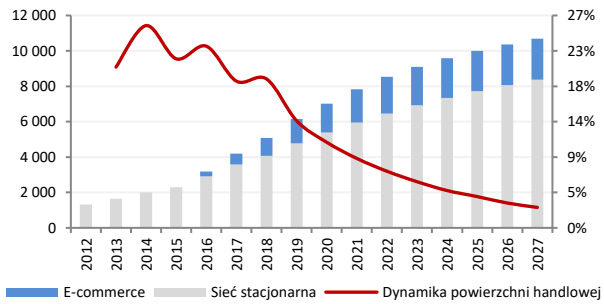
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży a kurs USD/PLN



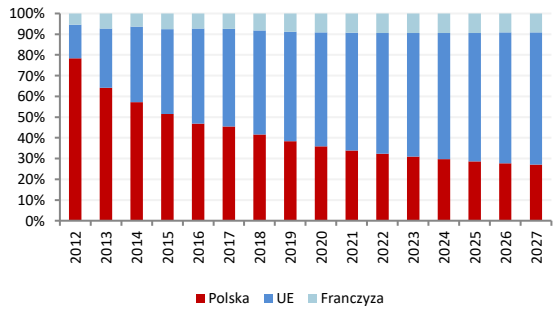
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój powierzchni handlowej vs przychody [mln PLN]



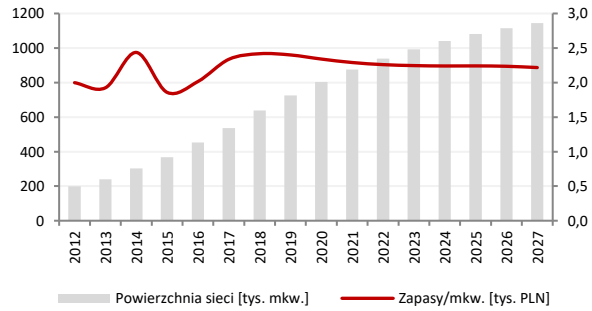
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział regionów w powierzchni handlowej



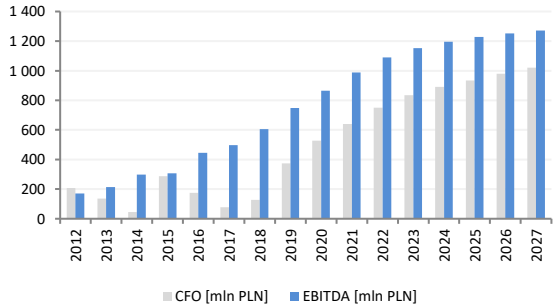
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na mkw.



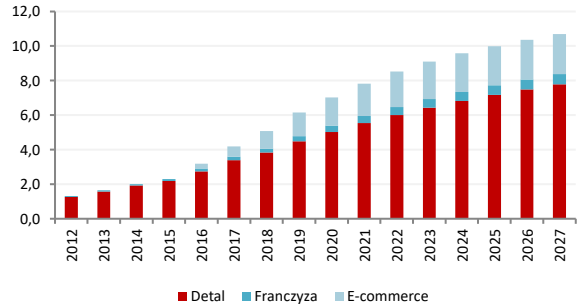
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CFO na tle EBITDA [mln PLN]



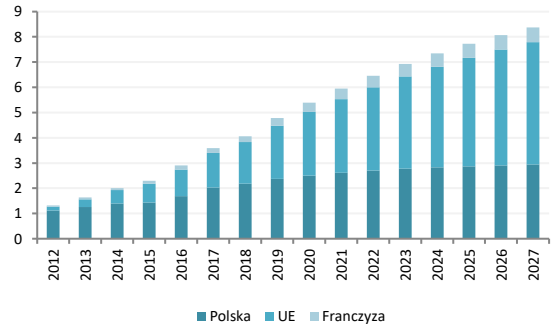
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



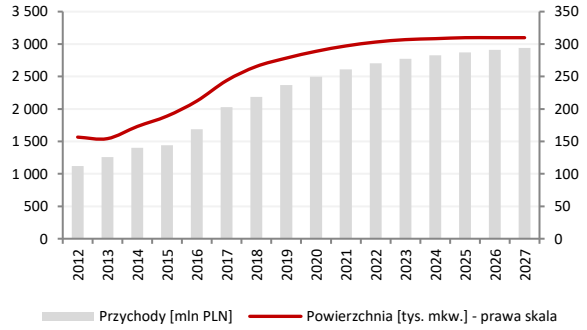
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w ujęciu geograficznym* [mln PLN]



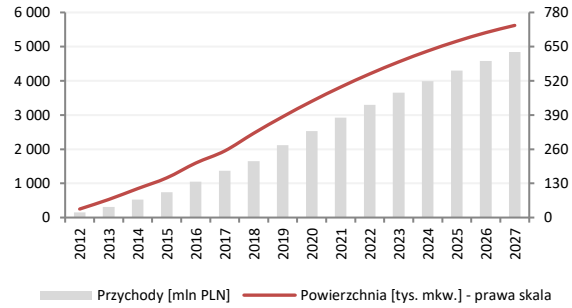
*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *bez eobuwie.pl*

Przychody na terenie Polski na tle przyrostu sieci



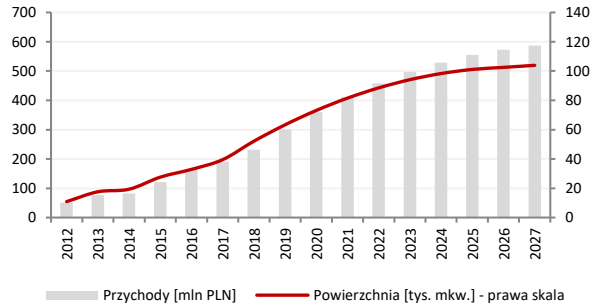
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 lutego ’17 zaktualizowaliśmy rezultaty w 1Q’18. Skorygowaliśmy także kursy walutowe (spółka ma ekspozycję na USD i EUR poprzez zakup towarów oraz płacone czynsze), co przełożyło się na nasze oczekiwania dotyczące pierwszej marży w kolejnych latach oraz uwzględniliśmy zmiany w kosztach okołosklepowych. Tym samym prognozujemy, że grupa osiągnie w latach 2018-19 ok. 5,06-6,11 mld PLN przychodów oraz 602-750 mln PLN EBITDA.

Zmiana założeń względem raportu z 16 lutego 2018 roku

	2018 stara	2018 nowa	zmiana	2019 stara	2019 nowa	zmiana	2020 stara	2020 nowa	zmiana
Przychody	5 149,8	5 058,5	-1,8%	6 174,9	6 110,5	-1,0%	7 035,1	6 982,1	-0,8%
Wynik brutto ze sprzedaży	2 641,3	2 591,7	-1,9%	3 163,9	3 115,8	-1,5%	3 607,3	3 561,1	-1,3%
EBITDA	679,6	602,0	-11,4%	820,0	750,1	-8,5%	956,5	890,4	-6,9%
EBIT	574,9	492,6	-14,3%	709,6	630,3	-11,2%	834,8	750,9	-10,1%
Wynik brutto	565,9	461,9	-18,4%	690,7	603,1	-12,7%	816,0	733,7	-10,1%
Wynik netto	458,4	344,6	-24,8%	559,5	488,5	-12,7%	661,0	594,3	-10,1%
marża brutto ze sprzedaży	51,3%	51,2%		51,2%	51,0%		51,3%	51,0%	
marża EBITDA	13,2%	11,9%		13,3%	12,3%		13,6%	12,8%	
marża EBIT	11,2%	9,7%		11,5%	10,3%		11,9%	10,8%	
marża netto	8,9%	6,8%		9,1%	8,0%		9,4%	8,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie założeń DM BDM z konsensusem dla ostatnich rekomendacji

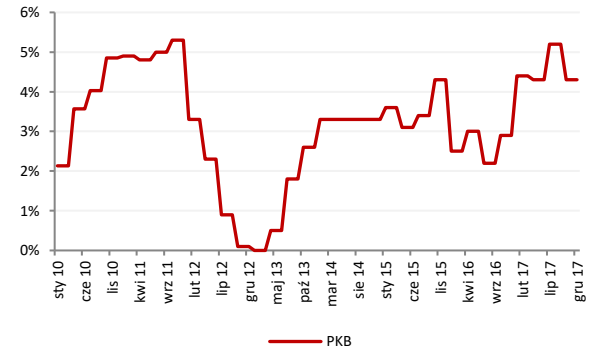
	2018P BDM	2018 Bloomberg	różnica	2019P BDM	2019 Bloomberg	różnica	2020P BDM	2020 Bloomberg	różnica
Przychody	5 059	5 189	-2,5%	6 110	6 390	-4,4%	6 982	7 596	-8,1%
EBITDA	602	660	-8,8%	750	834	-10,0%	890	1 012	-12,0%
Wynik netto	345	411	-16,2%	489	527	-7,3%	594	663	-10,3%
marża EBITDA	11,9%	12,7%		12,3%	13,0%		12,8%	13,3%	
marża netto	6,8%	7,9%		8,0%	8,3%		8,5%	8,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 9,2% (w lutym wyniosła +7,9% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 9,1% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą ciągle napędza rządowy program 500+. Nieco spowolniła inflacja – CPI ukształtowało się na poziomie 1,3% (według wstępnych szacunków w kwietniu +1,6%). Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach utrzymuje się na rekordowo niskim poziomie – w marcu spadła do 6,6%. Według danych GUS, zwiększa się przeciętny poziom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Nieprzerwanie rośnie średnie wynagrodzenie, które w minionym miesiącu wyniosło ok. 4,9 tys. PLN (+6,7% r/r +6,2% m/m).

PKB

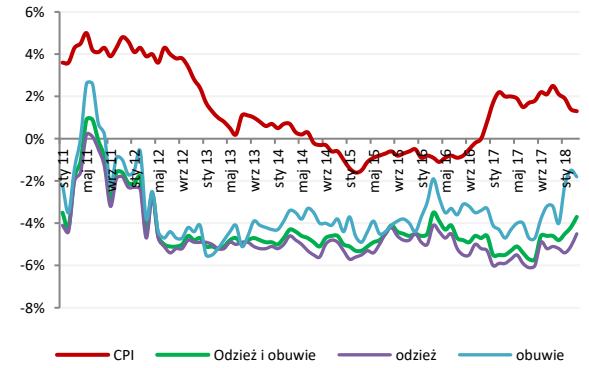


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia

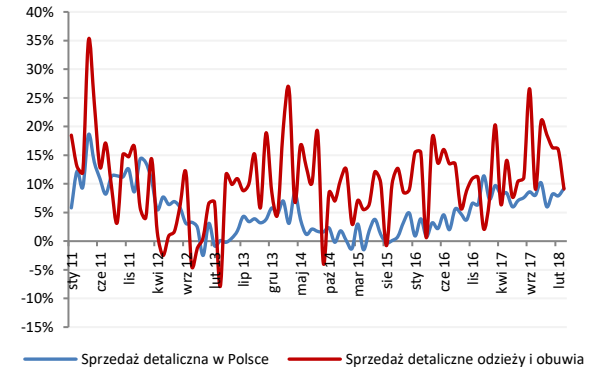
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



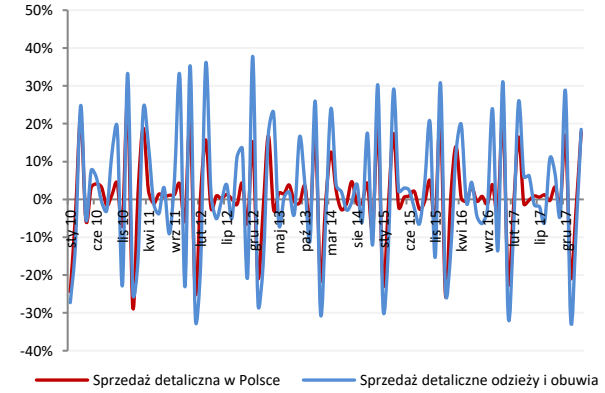
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



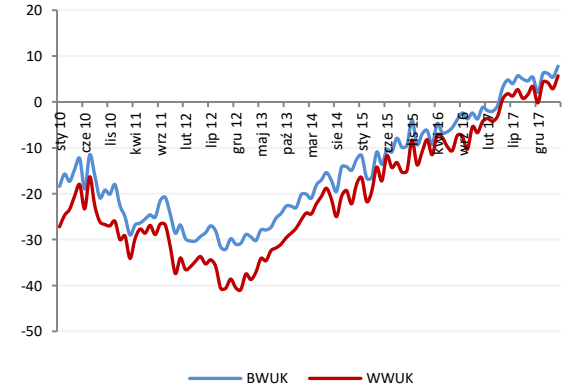
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



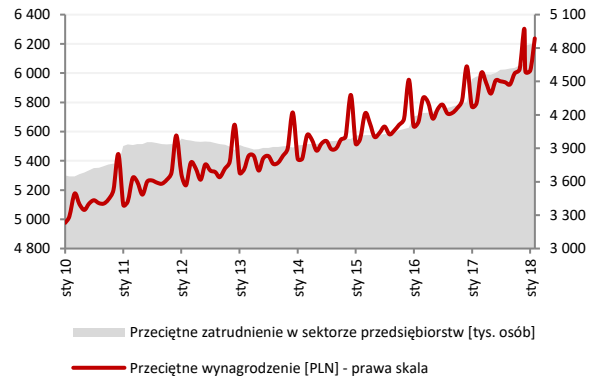
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



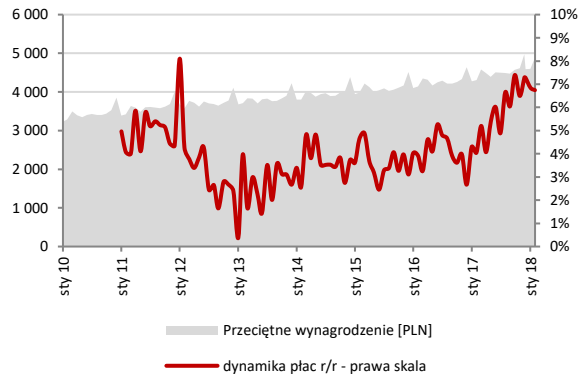
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

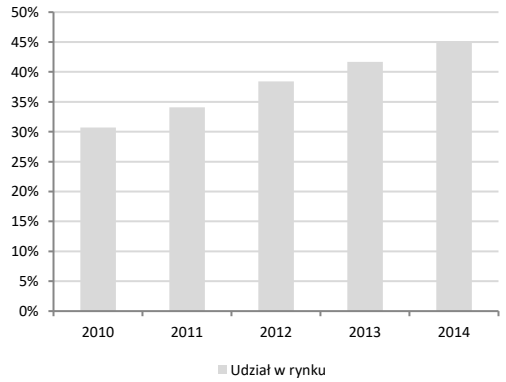
Dynamika płac [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

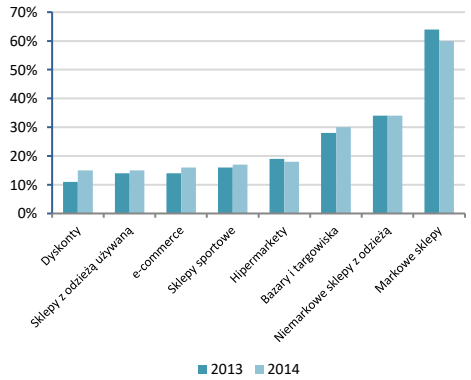
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w ’15 był wart ok. 24,2 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 5,4% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. Jednocześnie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

Udział 10 największych detalistów w rynku odzieżowym



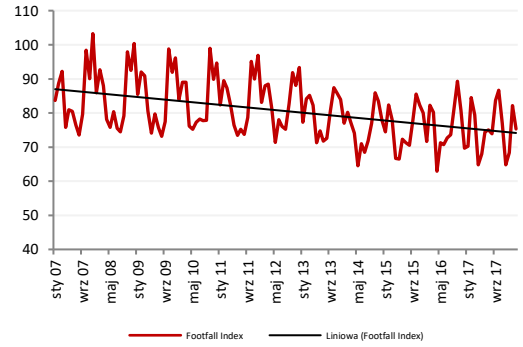
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR Research

Miejsce zakupu odzieży w Polsce w ‘14



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

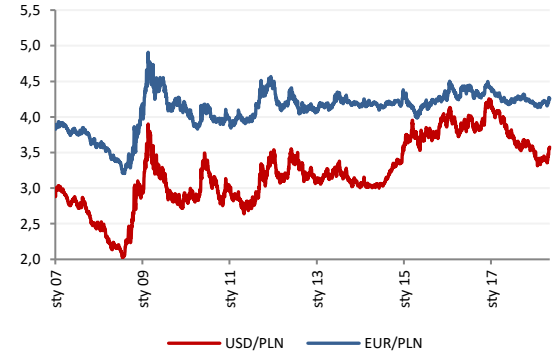
Footfall Index



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

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

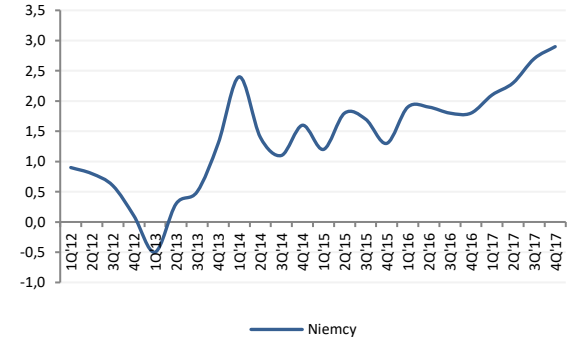


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów USD/RUB i USD/UAH

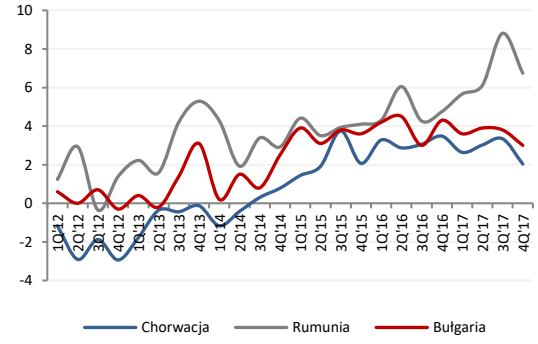
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Niemczech [%]



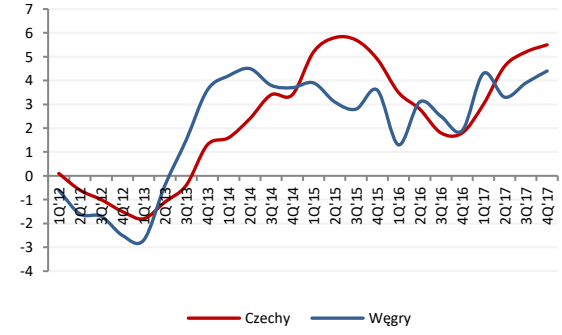
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rumunii, Chorwacji i Bułgarii [%]



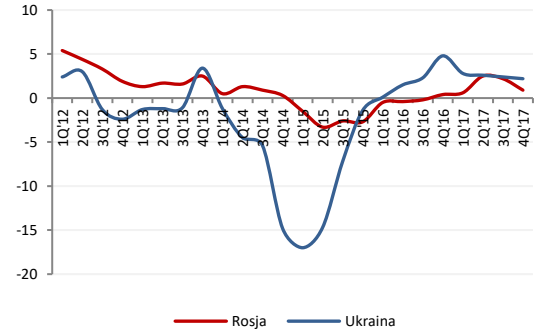
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Czechach i na Węgrzech [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rosji i na Ukrainie [%]



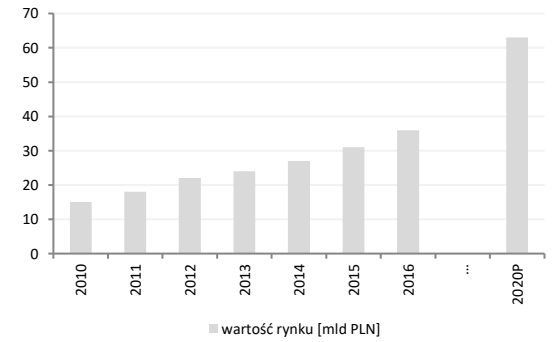
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Rynek e-commerce

Eksperci 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%; najsłabiej na tym tle prezentują się Rumunia i Bułgaria).

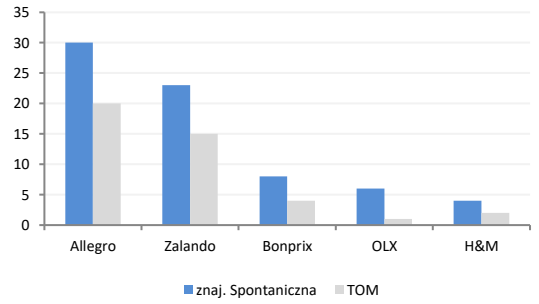
W badaniu przeprowadzonym dla ecommercepolska.pl ok. 48% internautów zadeklarowało, że dokonuje zakupów online (pozostali wskazywali, że wolą obejrzeć produkt przed zakupów oraz że preferują tradycyjne kanały sprzedaży). Co ciekawe, w rodzimych e-sklepach kupuje ok. 47% ankietowanych. Warto zwrócić uwagę,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

Krajowy rynek e-commerce [mld EUR]



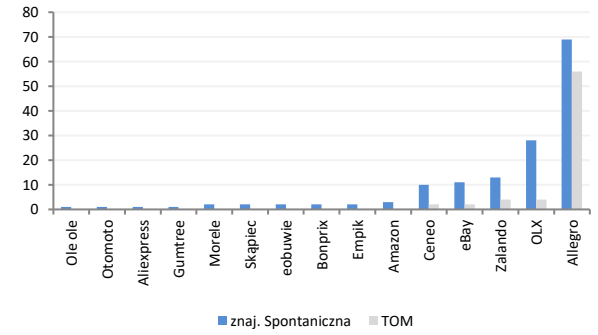
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., portal spozywczy.pl

Znajomość platform sprzedających odzież



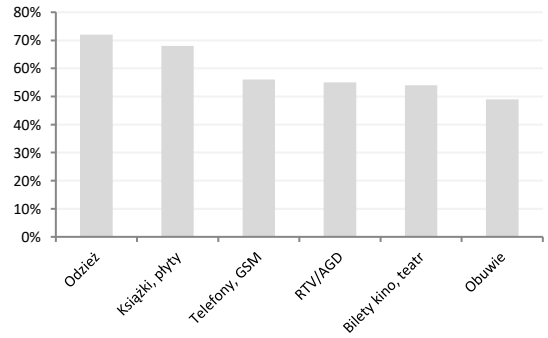
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Znajomość platform sprzedażowych ogółem



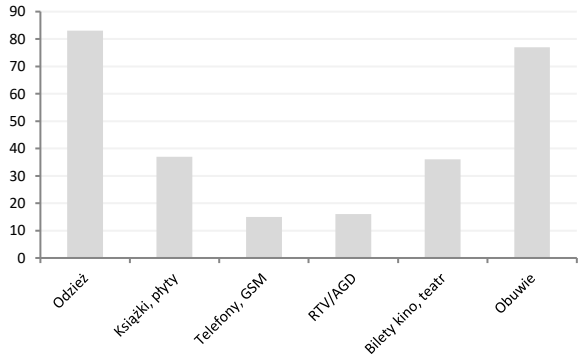
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Koszyk zakupowy



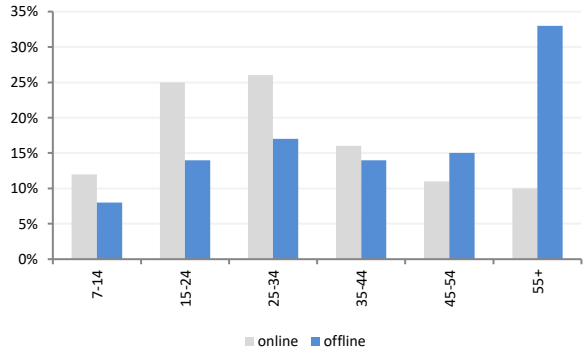
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Paragon miesięczny w wybranych kategoriach zakupowych



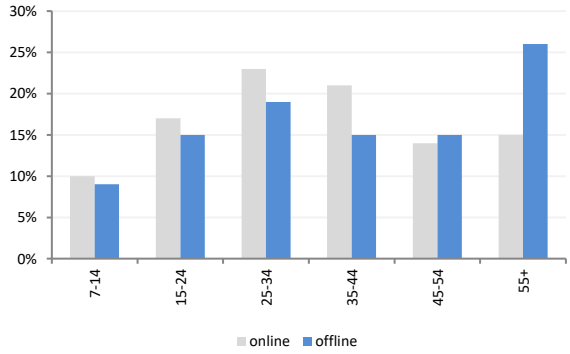
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Struktura wiekowa zakupów - kobiety



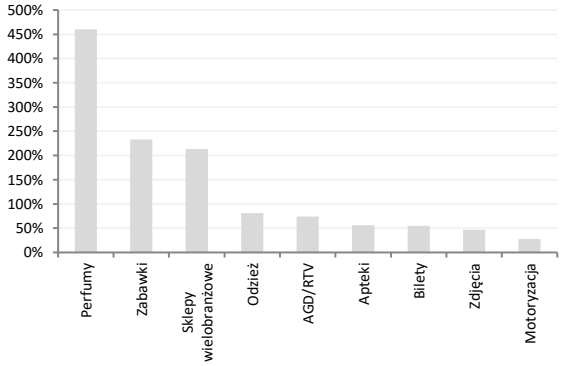
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

Struktura wiekowa zakupów - mężczyźni



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

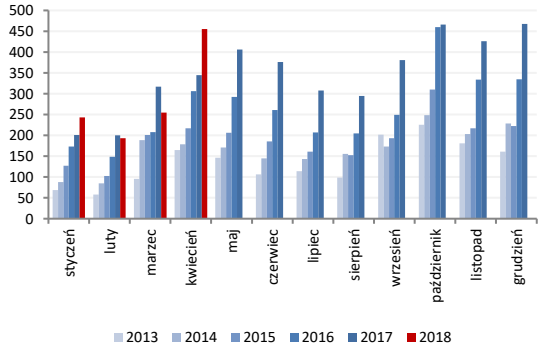
Wzrost popularności segmentów w e-commerce w ciągu ostatnich 5 lat



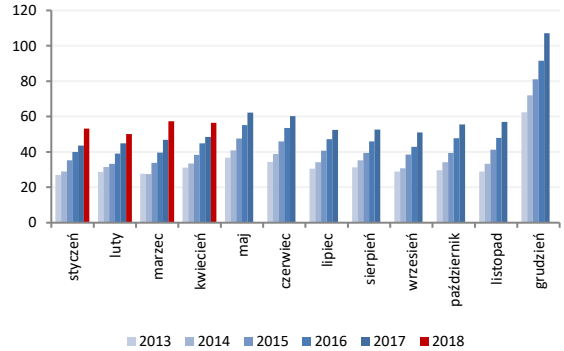
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

Przychody w ujęciu miesięcznym przedstawicieli branży odzieżowej [mln PLN]

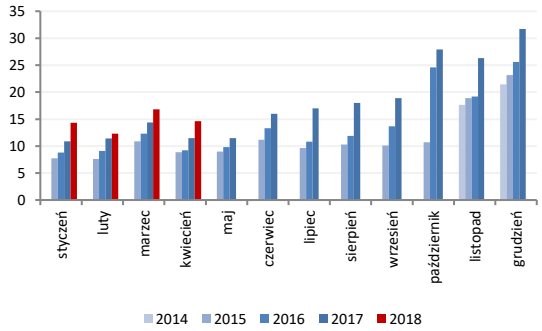
CCC



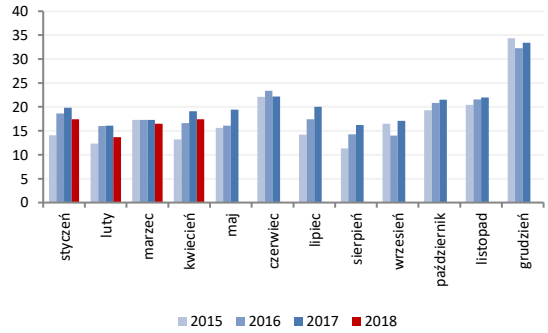
Vistula



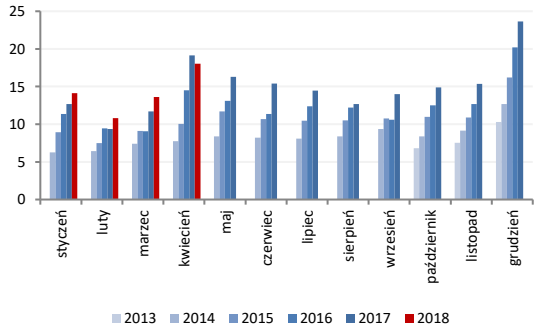
Wittchen



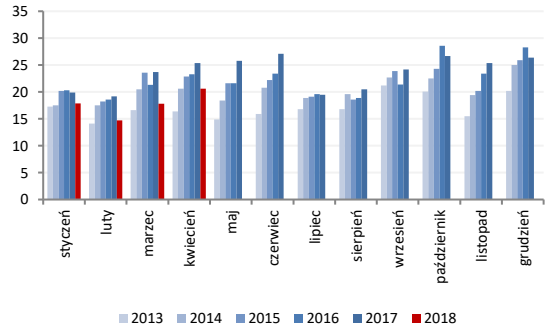
Monnari



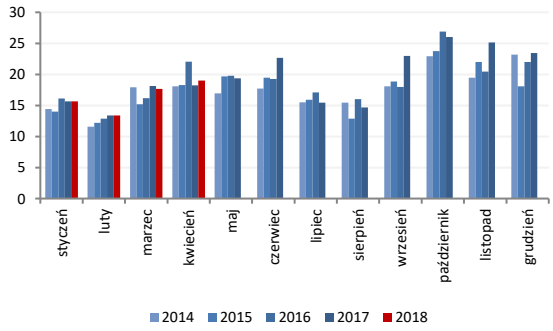
Bytom



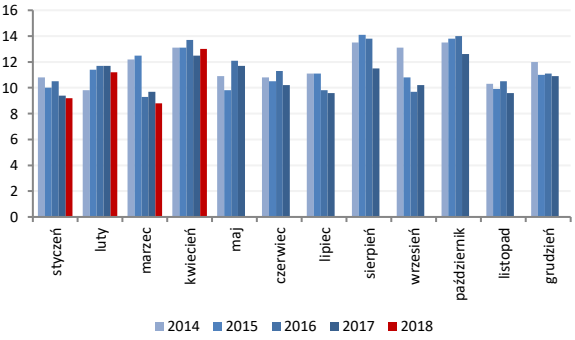
Gino Rossi



Wojas



Solar



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE

PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH

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

Zróżnicowanie stawek podatku wg projektu z lutego

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

Ministerstwo Finansów zaproponowało także, aby podatkiem zostały objęte sieci franczyzowe (zgodnie z projektem daninę miałby obliczać, pobierać i wpłacać właściciel 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 września2016 roku.

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

Zróżnicowanie stawek podatku wg ustawy przyjętej 6 lipca 2016

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

W połowie września’16 Komisja Europejska wszczęła postępowanie w sprawie podatku od obrotu, wzywając jednocześnie do zawieszenia jego stosowania. Zdaniem KE konstrukcja daniny może faworyzować mniejsze sklepy, co może być uznane za pomoc publiczną. Po otrzymaniu decyzji MF zdecydowało się o zawieszeniu poboru podatku i zapowiedział prace nad nowym projektem. W dn. 15 listopada ’16 sejm przegłosował ustawę o zawieszeniu obowiązywania podatku do 1 stycznia 2018 roku. Obecnie danina jest wstrzymana co najmniej do 1 stycznia ’19.

ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE

Jesienią 2016 roku do sejmu trafił obywatelski projekt ustawy o ograniczeniu handlu w niedziele. Związkowcy „Solidarności" wnioskowali, by zakaz obowiązywał we wszystkie niedziele z nielicznymi wyjątkami w ciągu roku (wyłączone miałyby być okresy przedświąteczne oraz w czasie wyprzedaży sezonowych; przedsiębiorcom, którzy złamaliby zakaz, groziłaby kara dwuletniego więzienia). Z zakazu wyjęte miałyby zostać również stacje benzynowe, apteki, piekarnie, sklepy z dewocjonaliami, kina i restauracje. Zakazem nie byłyby też objęte placówki handlowe, których powierzchnia nie przekracza 25 mkw., usytuowane w obiektach do obsługi pasażerów, kwiaciarnie o powierzchni nieprzekraczającej 50 mkw., gdzie sprzedaż kwiatów stanowi minimum 30% miesięcznego obrotu placówki oraz platformy i portale internetowe sprzedające towary, które nie powstały w wyniku działalności produkcyjnej. Przedstawiciele sejmowej komisji zajmujące się projektem komunikowali, że projekt będzie szeroko konsultowany ze środowiskiem handlowym. Proponowane zmiany w przepisach spotkały się jednak z bardzo mocnym sprzeciwem stowarzyszeń handlowych. W przeprowadzonym przez PIH sondażu, ok. 42% przebadanych sklepikarzy stwierdziło, że prezentowane pomysły przełożą się na spadek sprzedaży. Dodatkowo z raportu przygotowanego przez PWC dla PRCH należy liczyć się ze spadkiem obrotów o 9,6 mld PLN i zmniejszeniem zatrudnienia o ok. 36 tys. miejsc pracy. Organizacje handlowe wskazywały także, że część pomysłów związkowców są wbrew niektórym zapisom w konstytucji – m.in. łamią zasadę równości (art. 32) czy zasadę społecznej gospodarki rynkowe i wolności działalności gospodarczej (art. 20 i 22). Podobne obawy ma część polityków obecnego rządu, który z jednej strony popiera projekt „Solidarności", a z drugiej chcieliby, aby zmiany były mniejsze i następowały stopniowo. **W ostatnim czasie prace nad ustawą przyspieszyły. Finalnie wybrano koncepcję, w której handel będzie dozwolony w drugą i czwartą niedzielę miesiąca oraz w dwie niedziele poprzedzające Święta Bożego Narodzenia. Zakaz będzie obowiązuje od 1 marca 2018 roku, natomiast w 2019 i 2020 roku ma objąć „brakujące" niedziele.**

Niedziele wyłączone z handlu

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	**898,4**	**1 237,1**	**1 154,1**	**1 364,0**	**1 560,3**	**1 719,2**	**1 861,2**	**1 981,6**	**2 080,4**	**2 153,6**	**2 199,0**	**2 215,9**	**2 216,8**
WNiP	7,8	139,2	197,5	184,2	172,2	158,2	142,7	125,7	107,5	88,3	68,4	48,0	27,5
RzAT	570,8	677,2	787,0	1 007,2	1 215,5	1 388,3	1 545,9	1 683,3	1 800,2	1 892,6	1 958,0	1 995,3	2 016,8
Pozostałe aktywa trwałe	319,9	420,7	169,6	172,6	172,6	172,6	172,6	172,6	172,6	172,6	172,6	172,6	172,6
Aktywa obrotowe	**1 110,9**	**1 379,8**	**2 215,8**	**2 327,3**	**2 386,2**	**2 620,2**	**2 893,0**	**3 050,3**	**3 037,4**	**3 139,0**	**3 103,5**	**3 132,7**	**3 174,8**
Zapasy	682,6	1 022,6	1 417,7	1 403,2	1 625,7	1 785,2	1 923,4	2 039,6	2 131,9	2 208,0	2 273,8	2 326,4	2 369,0
Należności z tyt. dostaw i usług	76,0	200,7	260,7	298,2	360,2	411,5	458,7	499,7	533,0	561,3	585,4	606,7	625,9
Środki pieniężne	345,4	142,4	511,6	591,2	365,6	388,6	476,1	476,2	337,7	335,0	209,5	164,8	145,1
Pozostałe	6,9	14,1	25,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8
Kapitał własny	**1 120,5**	**1 196,4**	**1 168,3**	**1 429,2**	**1 799,2**	**2 144,5**	**2 532,3**	**2 884,3**	**3 161,0**	**3 359,0**	**3 385,4**	**3 400,9**	**3 416,6**
Zobowiązania długoterminowe	**335,5**	**422,5**	**1 277,8**	**1 278,8**	**848,8**	**848,8**	**848,8**	**848,8**	**848,8**	**848,8**	**848,8**	**848,8**	**848,8**
Zobowiązania oprocentowane	296,0	366,0	436,0	430,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	39,5	56,5	841,8	848,8	848,8	848,8	848,8	848,8	848,8	848,8	848,8	848,8	848,8
Zobowiązania krótkoterminowe	**553,3**	**998,0**	**923,8**	**983,4**	**1 298,5**	**1 346,1**	**1 373,0**	**1 298,8**	**1 107,9**	**1 084,8**	**1 068,4**	**1 098,9**	**1 126,2**
Zobowiązania handlowe	116,5	177,6	235,8	322,3	417,4	485,0	531,9	577,7	619,3	656,7	690,6	721,1	748,4
Zobowiązania oprocentowane	422,8	432,8	481,1	535,1	755,1	735,1	715,1	595,1	362,6	302,2	251,8	251,8	251,8
Pozostałe	14,0	387,6	206,9	126,0	126,0	126,0	126,0	126,0	126,0	126,0	126,0	126,0	126,0

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	2 307,7	3 196,8	4 194,0	5 058,5	6 110,5	6 982,1	7 781,4	8 477,0	9 042,3	9 522,0	9 931,3	10 293,3	10 618,5
Koszty wytworzenia	1 088,2	1 511,5	2 044,1	2 466,8	2 994,6	3 421,0	3 807,6	4 141,9	4 416,6	4 650,2	4 846,0	5 019,7	5 177,2
Wynik brutto ze sprzedaży	1 219,5	1 685,3	2 149,9	2 591,7	3 115,8	3 561,1	3 973,8	4 335,1	4 625,8	4 871,8	5 085,3	5 273,6	5 441,3
Koszty sprzedaży	905,1	1 213,3	1 622,7	1 940,0	2 310,5	2 620,7	2 906,5	3 164,4	3 391,2	3 591,3	3 768,8	3 926,6	4 066,2
Koszty zarządu	77,7	111,8	109,3	147,9	169,5	183,2	192,5	197,0	199,2	198,4	197,0	199,0	200,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	11,9	16,3	-13,4	-11,2	-5,6	-6,4	-7,1	-7,8	-8,3	-8,7	-9,1	-9,4	-9,7
EBITDA	**307,6**	**446,2**	**497,2**	**602,0**	**750,1**	**890,4**	**1 023,2**	**1 135,8**	**1 209,0**	**1 265,3**	**1 309,6**	**1 342,3**	**1 370,9**
EBIT	248,5	376,5	404,5	492,6	630,3	750,9	867,7	966,0	1 027,1	1 073,4	1 110,4	1 138,5	1 165,4
Saldo finansowe	22,6	30,4	63,7	30,7	27,2	17,2	16,2	14,6	13,6	12,4	10,9	14,0	15,5
Wynik brutto	226,0	346,1	340,8	461,9	603,1	733,7	851,5	951,4	1 013,5	1 061,0	1 099,5	1 124,5	1 149,8
Wynik netto	250,6	316,8	302,3	344,6	488,5	594,3	689,7	770,6	820,9	859,4	890,6	910,9	931,4

Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
CF operacyjny	287,0	174,8	78,2	466,9	446,2	607,6	723,1	843,6	932,4	996,7	1044,6	1085,3	1117,9
CF inwestycyjny	-112,1	-371,1	-222,3	-313,5	-316,1	-298,4	-297,5	-290,2	-280,6	-265,1	-244,7	-220,7	-206,4
CF finansowy	8,5	-1,9	514,8	-73,2	-350,9	-281,4	-333,3	-548,5	-785,5	-729,6	-920,7	-904,6	-926,4
CF netto	183,5	-198,2	370,7	80,2	-220,8	27,7	92,3	4,9	-133,8	2,1	-120,8	-39,9	-14,9
Środki pieniężne na początek okresu	161,9	345,4	143,4	511,6	591,2	365,6	388,6	476,1	476,2	337,7	335,0	209,5	164,8
Środki pieniężne na koniec okresu	345,4	147,2	514,1	591,8	370,4	393,3	480,9	481,0	342,5	339,8	214,3	169,6	149,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	14,7%	38,5%	31,2%	20,6%	20,8%	14,3%	11,4%	8,9%	6,7%	5,3%	4,3%	3,6%	3,2%
EBITDA zmiana r/r	3,3%	45,1%	11,4%	21,1%	24,6%	18,7%	14,9%	11,0%	6,4%	4,7%	3,5%	2,5%	2,1%
EBIT zmiana r/r	0,5%	51,5%	7,4%	21,8%	28,0%	19,1%	15,6%	11,3%	6,3%	4,5%	3,4%	2,5%	2,4%
Wynik netto zmiana r/r	-40,7%	26,4%	-4,6%	14,0%	41,8%	21,6%	16,1%	11,7%	6,5%	4,7%	3,6%	2,3%	2,2%
Marża brutto na sprzedaży	52,8%	52,7%	51,3%	51,2%	51,0%	51,0%	51,1%	51,1%	51,2%	51,2%	51,2%	51,2%	51,2%
Marża EBITDA	13,3%	14,0%	11,9%	11,9%	12,3%	12,8%	13,1%	13,4%	13,4%	13,3%	13,2%	13,0%	12,9%
Marża EBIT	10,8%	11,8%	9,6%	9,7%	10,3%	10,8%	11,2%	11,4%	11,4%	11,3%	11,2%	11,1%	11,0%
Marża brutto	9,8%	10,8%	8,1%	9,1%	9,9%	10,5%	10,9%	11,2%	11,2%	11,1%	11,1%	10,9%	10,8%
Marża netto	10,9%	9,9%	7,2%	6,8%	8,0%	8,5%	8,9%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	8,8%	8,8%
ROE	22,4%	26,5%	25,9%	24,1%	27,2%	27,7%	27,2%	26,7%	26,0%	25,6%	26,3%	26,8%	27,3%
ROA	12,5%	12,1%	9,0%	9,3%	12,4%	13,7%	14,5%	15,3%	16,0%	16,2%	16,8%	17,0%	17,3%
Dług	718,8	798,8	917,1	965,1	755,1	735,1	715,1	595,1	362,6	302,2	251,8	251,8	251,8
D/(D+E)	39,1%	40,0%	44,0%	40,3%	29,6%	25,5%	22,0%	17,1%	10,3%	8,3%	6,9%	6,9%	6,9%
D/E	64,2%	66,8%	78,5%	67,5%	42,0%	34,3%	28,2%	20,6%	11,5%	9,0%	7,4%	7,4%	7,4%
Odsetki/EBIT	9,7%	11,3%	16,5%	11,3%	7,8%	4,2%	3,6%	3,4%	3,1%	2,4%	2,2%	2,0%	1,9%
Dług/Kapitał własny	64,2%	66,8%	78,5%	67,5%	42,0%	34,3%	28,2%	20,6%	11,5%	9,0%	7,4%	7,4%	7,4%
Dług netto	373,4	656,4	405,5	373,9	389,5	346,5	239,0	118,9	24,9	-32,9	42,3	87,0	106,7
Dług netto/Kapitał własny	33,3%	54,9%	34,7%	26,2%	21,6%	16,2%	9,4%	4,1%	0,8%	-1,0%	1,2%	2,6%	3,1%
Dług netto/EBITDA	121,4%	147,1%	81,6%	62,1%	51,9%	38,9%	23,4%	10,5%	2,1%	-2,6%	3,2%	6,5%	7,8%
Dług netto/EBIT	150,3%	174,3%	100,2%	75,9%	61,8%	46,2%	27,5%	12,3%	2,4%	-3,1%	3,8%	7,6%	9,2%
EV	11 981,7	12 264,6	12 013,7	11 982,2	11 997,7	11 954,8	11 847,2	11 727,1	11 633,1	11 575,4	11 650,5	11 695,2	11 714,9
Dług/EV	6,0%	6,5%	7,6%	8,1%	6,3%	6,1%	6,0%	5,1%	3,1%	2,6%	2,2%	2,2%	2,1%
CAPEX/Przychody	5,3%	12,2%	5,8%	6,5%	5,2%	4,3%	3,8%	3,4%	3,1%	2,8%	2,5%	2,1%	1,9%
CAPEX/Amortyzacja	208,9%	561,5%	264,0%	301,6%	263,9%	213,8%	191,3%	170,9%	154,3%	138,2%	122,8%	108,3%	100,4%
Amortyzacja/Przychody	2,6%	2,2%	2,2%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%
Zmiana KO/Przychody	0,6%	-12,6%	-9,5%	1,3%	-3,1%	-2,1%	-1,8%	-1,3%	-0,9%	-0,7%	-0,6%	-0,4%	-0,3%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	4,7%	-45,4%	-39,8%	7,3%	-18,0%	-16,5%	-17,3%	-16,0%	-14,9%	-14,0%	-13,7%	-12,0%	-10,6%

Wskaźniki rynkowe	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S	5,0	3,6	2,8	2,3	1,9	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1
P/E	46,3	36,6	38,4	33,7	23,8	19,5	16,8	15,1	14,1	13,5	13,0	12,7	12,5
P/BV	10,4	9,7	9,9	8,1	6,5	5,4	4,6	4,0	3,7	3,5	3,4	3,4	3,4
P/CE	19,5	25,3	14,3	12,4	13,6	11,8	10,0	9,3	10,0	9,7	10,6	10,8	10,8
EV/EBITDA	39,0	27,5	24,2	19,9	16,0	13,4	11,6	10,3	9,6	9,1	8,9	8,7	8,5
EV/EBIT	48,2	32,6	29,7	24,3	19,0	15,9	13,7	12,1	11,3	10,8	10,5	10,3	10,1
EV/S	5,2	3,8	2,9	2,4	2,0	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1
BVPS	27,2	29,1	28,4	34,7	43,7	52,1	61,5	70,1	76,8	81,6	82,2	82,6	83,0
EPS	6,1	7,7	7,3	8,4	11,9	14,4	16,8	18,7	19,9	20,9	21,6	22,1	22,6
CEPS	14,5	11,2	19,8	22,7	20,7	23,9	28,3	30,3	28,1	29,0	26,7	26,1	26,2
Dywidenda [mln PLN]	115,2	85,7	101,4	94,6	113,7	244,3	297,1	413,8	539,4	656,7	859,4	890,6	910,9
DPS	2,8	2,1	2,5	2,3	2,8	5,9	7,2	10,1	13,1	16,0	20,9	21,6	22,1
Dyield	1,0%	0,7%	0,9%	0,8%	1,0%	2,1%	2,6%	3,6%	4,6%	5,7%	7,4%	7,7%	7,8%
Payout ratio	27,2%	34,2%	32,0%	31,3%	33,0%	50,0%	50,0%	60,0%	70,0%	80,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 282,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

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

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

Krystian Brymora
Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Sprzedaj	**237,5**	**Redukuj**	**236,7**	**16.05.2018**	**09:59 CEST**	**282,0**	**59 750**
Redukuj	236,7	Redukuj	235,4	16.02.2018	12:42 CEST	268,0	63 078
Redukuj	235,4	Redukuj	181,4	02.11.2017	10:54 CEST	273,0	64 630
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

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej

EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów

marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

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 docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa (przynajmniej +15%);

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa (w przedziale +5 do +14,99%);

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'18*:			**, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:**	
	liczba	**%**	**liczba**	**%**
Kupuj	3	33%	1	100%
Akumuluj	1	11%	0	0%
Trzymaj	1	11%	0	0%
Redukuj	3	33%	0	0%
Sprzedaj	1	11%	0	0%

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

Nota prawna:

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 16.05.2018 roku (09:59 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 18.05.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A." Zaznaczamy, że na dzień 16.05.2018 roku:

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.