



Dom Maklerski BDM S.A.

LPP

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 7 641 PLN

24 WRZEŚNIA 2018, 14:30 CEST

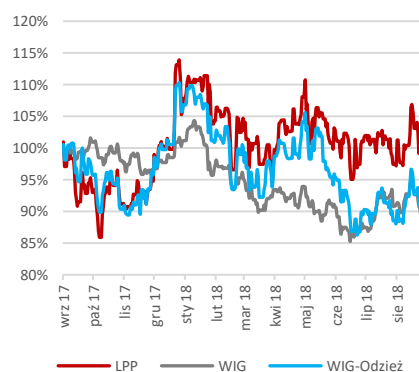
Podtrzymujemy negatywne nastawienie do walorów spółki i uważamy, że przyszłe okresy mogą przynieść inwestorom szereg rozczarowań, patrząc na konsensus rynkowy. W bieżącym raporcie akcentujemy umocnienie USD/PLN (poziomy wyższe niż rok wcześniej), co w naszej ocenie będzie przekładało się na marże w okresie 2H'18/2019. Zwracamy uwagę na osłabienie rubla (ok. 20% biznesu) oraz wymagającą bazę sprzedażową w biznesie stacjonarnym (lfi na poziomie kilkunastu procent), którą może być ciężko przebić. Ryzyka dostrzegamy również po stronie kosztowej – spodziewamy się, że zwiększy się presja ze strony wynagrodzeń, problematyczna jest kwestia logistyki i marketingu w e-commerce (w 1H'18 przyrost o 36% r/r na mkw.!). Wśród zagrożeń widzimy także działania dużych konkurentów – na polski rynek zamierza wejść Primark, a H&M zaczął odbudowywać sprzedaż (+9% r/r za 3Q'18, czyli najlepszy odczyt od pięciu kwartałów). Dodatkowo, jako mało atrakcyjne odbieramy pułapy wyprzedzającego wskaźnika EV/EBITDA. Mając na względzie wymienione czynniki, decydujemy się obniżyć cenę docelową dla akcji LPP do 7 641 PLN/walor, utrzymując jednocześnie zalecenie Redukuj.

W poprzednich okresach spółka notowała wysokie dynamiki poprawy wyników. Spodziewamy się, że okres 3Q'18 może przynieść wyraźne spowolnienie. Z jednej strony grupa musiała się mierzyć z wysoką bazą sprzedaży porównywalnej (+15% w 3Q'17) oraz niesprzyającą aurą (kolekcja jesień-zima'18/19 była w sklepach już od początku września). Dodatkowym problemem była także słabość rubla. Szacujemy, że LPP osiągnęło w kończącym się kwartale ok. 2,04 mld PLN przychodów, realizując jednocześnie marżę brutto na poziomie 50,1%. Dużym wyzwaniem po stronie kosztowej może się okazać logistyka w e-commerce (w 1H'18 pozostałe koszty SG&A zwiększyły się o 36% r/r w przeliczeniu na mkw.). Finalnie estymujemy, że EBITDA detaliści podniesie się „jedynie” o 14% r/r do 200 mln PLN. W ujęciu całorocznym prognozujemy, że spółka osiągnie 8,1 mld PLN przychodów, 54,3% marży brutto oraz ok. 1,12 mld PLN EBITDA.

W perspektywie przyszłego roku dostrzegamy szereg wyzwań, który stanie przed spółką. Przede wszystkim wskazujemy na wysoką bazę sprzedaży porównywalnej w sklepach, co może negatywnie rzutować na prezentowane dynamiki. W odniesieniu do rentowności brutto przyjmujemy spadek vs '18 z racji umocnienia USD/PLN (obecnie wyższe poziomy niż rok temu) oraz wzrostu udziału e-commerce (realizowane marże niższe o kilka p.p. niż w detalu). Wśród ryzyk definiujemy też wzrost kosztów wynagrodzeń (m.in. z powodu podwyżki płacy minimalnej) oraz koszty przypisane do logistyki e-commerce. Tym samym szacujemy, że przychody wyniosą 9,1 mld PLN, marża brutto obniży się do 53,4%, EBITDA zwiększy się do 1,20 mld PLN (+7% r/r).

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	5 130,4	6 020,6	7 029,4	8 134,6	9 108,3	10 173,8
EBITDA [mln PLN]	726,2	496,7	871,9	1 119,0	1 198,7	1 364,3
EBIT [mln PLN]	502,7	229,3	578,4	768,9	807,4	942,5
Wynik brutto [mln PLN]	414,4	197,0	563,7	753,5	779,4	961,5
Wynik netto adj. [mln PLN]	351,3	175,9	440,8	555,3	631,3	778,8
P/BV	8,6	7,7	6,7	5,7	4,8	4,1
P/E	46,5	92,9	37,1	29,4	25,9	21,0
EV/EBITDA skor.*	23,4	33,2	18,4	14,0	12,9	11,1
EV/EBIT skor.*	33,7	71,9	27,7	20,3	19,1	16,1
DPS	31,3	32,4	35,4	39,6	60,0	85,2

*dług netto korygujemy o środki ulokowane w funduszach pieniężnych



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

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 2Q'18.....	10
NOWY MODEL ZARZĄDZANIA ZAPASAMI	11
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	12
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU	16
LPP NA TLE H&M I INDITEX	17
OTOCZENIE RYNKOWE	21
RYNEK E-COMMERCE	24
PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE.....	27
PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH.....	27
ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE	28
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....	29

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny LPP dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 60% wagi, natomiast analizie porównawczej 40%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 7 901 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 7 252 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 14 155 mln PLN, czyli **7 641 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	14 637	7 901	-10,4%
B	Wycena porównawcza	13 433	7 252	-17,8%
C = (60%*A + 40%*B)		14 155	7 641	-13,4%

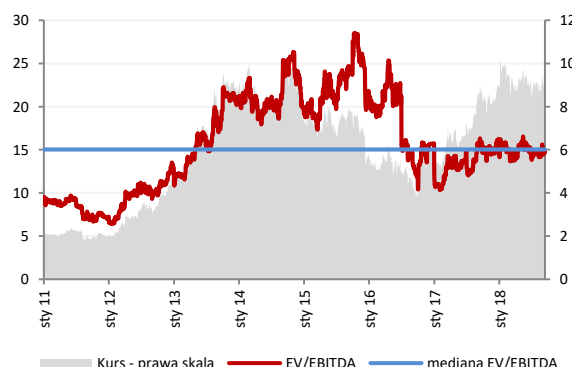
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W poprzednich okresach spółka notowała wysokie dynamiki poprawy wyników. Spodziewamy się jednak, że okres 3Q'18 może przynieść wyraźne spowolnienie. Z jednej strony grupa musiała się mierzyć z wysoką bazą sprzedaży porównywalnej (+15% w 3Q'17) oraz niesprzyjającą aurą (kolekcja jesień-zima'18/19 była w sklepach już od początku września). Dodatkowym problemem była także słabość rubla. Szacujemy, że LPP osiągnęło w kończącym się kwartale ok. 2,04 mld PLN przychodów, realizując jednocześnie marżę brutto na poziomie 50,1%. Dużym wyzwaniem po stronie kosztowej może się okazać logistyka w e-commerce (w 1H'18 pozostałe koszty SG&A zwiększyły się o 36% r/r w przeliczeniu na mkw.). Finalnie estymujemy, że EBITDA detalisty podniesie się „jedyne” o 14% r/r do 200 mln PLN. W ujęciu całorocznym prognozujemy, że spółka osiągnie 8,1 mld PLN przychodów, 54,3% marży brutto oraz ok. 1,12 mld PLN EBITDA.

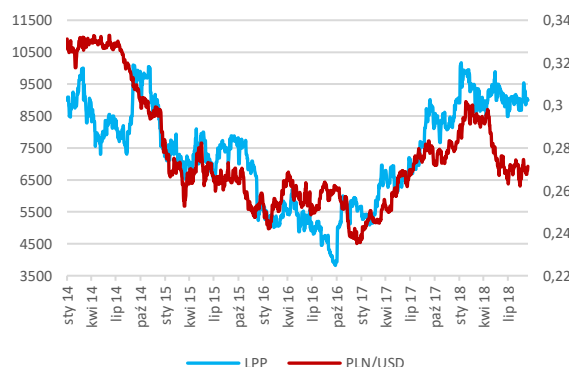
W perspektywie przyszłego roku dostrzegamy szereg wyzwań, który stanie przed spółką. Przede wszystkim wskazujemy na wysoką bazę sprzedaży porównywalnej w sklepach, co może negatywnie rzutować na prezentowane dynamiki. W odniesieniu do rentowności brutto przyjmujemy spadek vs '18 z racji umocnienia USD/PLN (obecnie wyższe poziomy niż rok temu) oraz wzrostu udziału e-commerce (realizowane marże niższe o kilka p.p. niż w detalu). Wśród ryzyk definiujemy też wzrost kosztów wynagrodzeń (m.in. z powodu podwyżki płacy minimalnej) oraz koszty przypisane do logistyki e-commerce. Tym samym szacujemy, że przychody wyniosą 9,1 mld PLN, marża brutto obniży się do 53,4%, EBITDA zwiększy się do 1,20 mld PLN (+7% r/r).

Poprzednie okresy przyniosły spodziewane wysokie dynamiki wyników. Spodziewamy się jednak, że wymagająca baza będzie stanowiła duże wyzwanie dla kolejnych kwartałów. Wśród zagrożeń po stronie przychodowej dostrzegamy wysokie historyczne odczyty lfi oraz osłabienie rubla (rynek rosyjski generuje ok. 20% sprzedaży grupy). Obawiamy się także, że wejście sieci Primark do Polski oraz odbudowa sprzedaży przez H&M, wzmocnią konkurencję wśród detalistów. W grupie kosztów zauważamy ryzyka płynące z rynku pracy (uważamy, że presja płacowa nasili się od początku '19), umocnienia USD/PLN i dynamiczny wzrost kosztów przypisanych do e-commerce (przede wszystkim logistyka i marketing). Jako nie atrakcyjne odbieramy poziomy wyprzedzający EV/EBITDA +1Y, która znajduje się na poziomie długoterminowej średniej. Uwzględniając wymienione czynniki obniżamy cenę docelową dla walorów LPP do 7 641 PLN/akcję, utrzymując zalecenie Redukuj.

Wskaźnik wyprzedzający EV/EBITDA (+4Q)



Kurs LPP na tle PLN/USD



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:

- Spodziewamy się, że w roku 2018 marża brutto ze sprzedaży wyniesie 54,3%. W kolejnych latach zakładamy, że LPP będzie utrzymywać rentowność na poziomie ok. 53-54% (długoterminowa średnia historyczna wynosi ok. 56%).
- Przyjmujemy również, że w latach 2018-19 LPP zwiększy powierzchnię handlową do 1 190 tys. mkw. na koniec '19 względem 1 000,9 tys. mkw. na koniec 4Q'17.
- Założenia dla przychodu z mkw.:

Sprzedaż z mkw. w walutach lokalnych

		3Q'18P	4Q'18P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	//	2015	2016	2017	2018P	2019P	>2019P
Polska	Reserved	-3,0%	4,0%	-1,0%	-1,0%	1,2%	1,2%		-9,2%	-9,2%	3,5%	8,8%	0,7%	1,1%
	Cropp	-3,0%	3,5%	-0,5%	1,4%	1,2%	1,2%		-7,5%	0,3%	6,4%	3,3%	-2,2%	1,1%
	House	2,0%	4,0%	2,0%	-1,0%	1,2%	1,2%		-2,6%	3,2%	-0,8%	7,5%	-1,4%	1,1%
	Mohito	1,5%	-2,0%	3,5%	1,5%	1,2%	1,2%		-7,4%	6,7%	8,9%	-1,3%	1,6%	1,1%
	Sinsay	-3,0%	-2,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%		-6,1%	9,7%	12,4%	3,2%	1,1%	1,1%
UE	Reserved	5,0%	5,0%	5,0%	-3,0%	1,3%	1,3%		-11,3%	1,9%	12,4%	4,7%	-0,4%	1,3%
	Cropp	-3,0%	-3,0%	2,0%	0,5%	1,3%	1,3%		-8,3%	13,5%	15,9%	1,4%	4,2%	1,3%
	House	-1,0%	1,4%	2,0%	-1,0%	1,3%	1,3%		-1,3%	2,1%	2,2%	5,0%	2,5%	1,3%
	Mohito	10,0%	1,4%	5,0%	2,0%	1,3%	1,3%		11,0%	20,6%	5,0%	-2,6%	1,3%	1,3%
	Sinsay	-4,0%	-3,0%	1,3%	-1,0%	1,3%	1,3%		10,3%	14,3%	13,7%	10,6%	-4,2%	1,3%
Rosja	Reserved	-1,0%	1,5%	-1,0%	-1,0%	1,2%	1,2%		13,1%	7,6%	1,2%	10,6%	0,0%	1,2%
	Cropp	-3,0%	-2,0%	-1,0%	-1,0%	1,2%	1,2%		20,3%	21,8%	7,1%	11,3%	-0,5%	1,2%
	House	2,5%	3,5%	-0,5%	-2,0%	1,2%	1,2%		18,2%	12,0%	-4,2%	17,1%	-0,6%	1,2%
	Mohito	3,5%	4,0%	1,5%	1,5%	1,2%	1,2%		27,9%	30,5%	-0,4%	3,0%	0,2%	1,2%
	Sinsay	-3,5%	-10,0%	-1,0%	-1,0%	1,2%	1,2%		0,8%	30,7%	3,5%	11,1%	0,5%	1,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spodziewamy się, że w kolejnych latach LPP będzie stopniowo zwiększało poziom wypłacanej dywidendy.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- W latach 2018-27 przyjmujemy efektywną stawkę 19% (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Wpływ zmiany kursów walutowych na EBIT przedstawiliśmy w osobnej tabeli (patrz: poniżej).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2027 roku na poziomie 2,0%.
- Dług netto uwzględnia prognozowany stan bilansowy na koniec 2017 roku.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2027 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 1,9 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 24.09.2018 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki LPP na poziomie 14 637 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 7 901 PLN.

Wrażliwość EBIT na zmianę kursów walutowych*

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
-10%	-11,0	92,0	115,4	159,6	166,2	178,1	191,2	205,7	221,8	239,7
-5%	-5,4	26,8	36,3	57,0	58,9	62,9	67,5	72,6	78,4	84,9
kurs bazowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+5%	5,3	-11,2	-18,8	-37,9	-38,7	-41,0	-43,9	-47,2	-51,2	-55,7
+10%	10,5	-22,3	-37,3	-74,9	-76,5	-81,2	-86,8	-93,5	-101,2	-110,1

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

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	8 134,6	9 108,3	10 173,8	11 134,9	12 117,2	13 112,9	14 140,0	15 204,6	16 314,5	17 482,8
EBIT [mln PLN]	768,9	807,4	942,5	1 033,3	1 157,6	1 253,5	1 354,1	1 461,3	1 575,9	1 700,3
Stopa podatkowa	17%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	129,4	153,4	179,1	196,3	220,0	238,2	257,3	277,7	299,4	323,1
NOPLAT [mln PLN]	639,5	654,0	763,4	837,0	937,7	1 015,3	1 096,8	1 183,7	1 276,4	1 377,3
Amortyzacja [mln PLN]	350,1	391,2	421,9	497,3	457,6	428,4	408,3	394,8	386,9	383,4
CAPEX [mln PLN]	-596,3	-690,0	-790,0	-303,5	-315,4	-330,0	-342,3	-356,4	-369,8	-390,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-34,3	-24,4	9,8	14,6	-37,2	-38,2	-39,9	-41,8	-44,0	-46,8
FCF [mln PLN]	358,9	330,8	405,0	1 045,3	1 042,7	1 075,5	1 122,9	1 180,2	1 249,5	1 323,7
DFCF [mln PLN]	350,8	296,6	333,2	788,9	721,9	683,2	654,4	631,0	612,9	595,7
Suma DFCF [mln PLN]	5 668,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	19 387,4				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%					
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	8 724,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	14 393,4									
Dług netto 2017P [mln PLN]	-316,5									
Dywidenda [mln PLN]	73,3									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	14 636,5									
Ilość akcji [tys.]	1,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	7 901,3									

Przychody zmiana r/r	15,7%	12,0%	11,7%	9,4%	8,8%	8,2%	7,8%	7,5%	7,3%	7,2%
EBIT zmiana r/r	32,9%	5,0%	16,7%	9,6%	12,0%	8,3%	8,0%	7,9%	7,8%	7,9%
FCF zmiana r/r	-18,1%	-7,8%	22,4%	158,1%	-0,3%	3,2%	4,4%	5,1%	5,9%	5,9%
Marża EBITDA	13,8%	13,2%	13,4%	13,7%	13,3%	12,8%	12,5%	12,2%	12,0%	11,9%
Marża EBIT	9,5%	8,9%	9,3%	9,3%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,7%	9,7%
Marża NOPLAT	7,9%	7,2%	7,5%	7,5%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,9%
CAPEX / Przychody	7,3%	7,6%	7,8%	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%
CAPEX / Amortyzacja	170,3%	176,4%	187,3%	61,0%	68,9%	77,0%	83,9%	90,3%	95,6%	101,8%
Zmiana KO / Przychody	0,4%	0,3%	-0,1%	-0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	3,1%	2,5%	-0,9%	-1,5%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%	4,0%	4,0%

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	95,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	4,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,8%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
beta	0,7	8 323,8	8 700,0	9 134,1	9 640,6	7 107,1	10 957,3	11 835,2	12 932,5	14 343,4
	0,8	7 744,1	8 060,9	8 423,0	8 840,8	9 328,2	9 904,2	10 595,4	11 440,3	12 496,4
	0,9	7 234,3	7 503,4	7 808,4	8 156,9	8 559,0	9 028,2	9 582,7	10 248,1	11 061,3
	1,0	6 782,8	7 013,1	7 272,2	7 565,8	7 901,3	8 288,5	8 740,1	9 273,9	9 914,5
	1,1	6 380,3	6 578,7	6 800,4	7 049,9	7 332,6	7 655,7	8 028,5	8 463,4	8 977,4
	1,2	6 019,4	6 191,4	6 382,4	6 596,0	6 836,2	7 108,5	7 419,6	7 778,7	8 197,5
	1,3	5 694,1	5 844,0	6 009,6	6 193,6	6 399,3	6 630,7	6 893,0	7 192,7	7 538,5

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%	8 988,5	9 439,6	9 966,0	10 588,0	11 334,5	12 246,8	13 387,2	14 853,4	16 808,4
	4,00%	7 744,1	8 060,9	8 423,0	8 840,8	9 328,2	9 904,2	10 595,4	11 440,3	12 496,4
	5,00%	6 782,8	7 013,1	7 272,2	7 565,8	7 901,3	8 288,5	8 740,1	9 273,9	9 914,5
	6,00%	6 019,4	6 191,4	6 382,4	6 596,0	6 836,2	7 108,5	7 419,6	7 778,7	8 197,5
	7,00%	5 399,5	5 530,8	5 675,1	5 834,7	6 012,0	6 210,2	6 433,1	6 685,8	6 974,5
	8,00%	4 887,0	4 989,0	5 100,3	5 222,2	5 356,2	5 504,4	5 669,1	5 853,1	6 060,1
	9,00%	4 456,8	4 537,3	4 624,5	4 719,3	4 822,7	4 936,0	5 060,5	5 198,2	5 351,2

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%	13 986,5	12 981,0	12 104,7	11 334,5	10 652,2	10 043,7	9 497,9	9 005,4	8 559,0
	4,00%	11 837,2	10 870,8	10 043,7	9 328,2	8 703,1	8 152,6	7 664,2	7 228,0	6 836,2
	5,00%	10 239,1	9 328,2	8 559,0	7 901,3	7 332,6	6 836,2	6 399,3	6 012,0	5 666,4
	6,00%	9 005,4	8 152,6	7 440,1	6 836,2	6 318,2	5 869,2	5 476,4	5 130,1	4 822,7
	7,00%	8 025,1	7 228,0	6 567,6	6 012,0	5 538,4	5 130,1	4 774,8	4 462,9	4 187,2
	8,00%	7 228,0	6 482,5	5 869,2	5 356,2	4 921,3	4 548,1	4 224,6	3 941,7	3 692,4
	9,00%	6 567,6	5 869,2	5 298,0	4 822,7	4 421,5	4 078,6	3 782,4	3 524,2	3 297,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-19 dla wybranych spółek z branży odzieżowej. W wycenie uwzględniliśmy H&M, Inditex oraz CCC (jedyna krajowa spółka poza LPP o zasięgu międzynarodowym), co naszym zdaniem oddaje charakter działalności LPP. Obecnie nie uwzględniamy spółek z rynku brytyjskiego (Next, Burberry, Marks&Spencer; analizę prezentujemy jedynie poglądowo), bowiem uważamy, że skutki brexitu mogą zdecydowanie wpłynąć na wyniki osiągane przez te podmioty. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy jednakową wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 50%). Ostateczna wycena LPP metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **7 252 PLN**.

Wycena porównawcza względem CCC, H&M i Inditex

	P/E		EV/EBITDA*	
	2018	2019	2018	2019
CCC	20,5	18,3	14,2	11,8
Inditex	23,3	21,4	13,4	12,2
H&M	17,3	16,8	9,1	8,8
Mediana	20,5	18,3	13,4	11,8
LPP	29,4	25,9	14,0	12,9
Premia/dyskonto vs grupa	43,6%	41,1%	4,3%	8,9%
Premia/dyskonto względem Inditex	26,1%	20,9%	4,3%	5,9%
Premia/dyskonto względem H&M	69,8%	53,9%	53,0%	46,5%
Wycena wg wskaźnika	6 140,7	6 251,7	8 474,1	8 140,7
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	6 196,2		8 307,4	
Waga wskaźnika	50%		50%	
Wycena końcowa [PLN]	7 251,8			

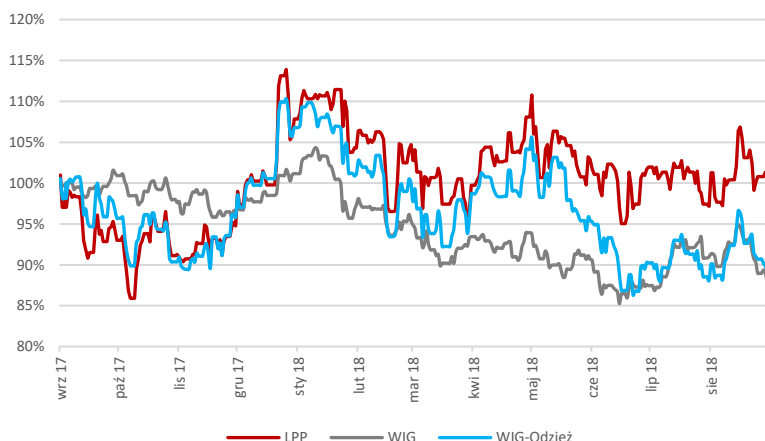
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *dług netto korygujemy o środki ulokowane w funduszach pieniężnych

Mnożniki podmiotów o zasięgu międzynarodowym

	P/E		EV/EBITDA	
	2018	2019	2018	2019
CCC	20,5	18,3	14,2	11,8
Inditex	23,3	21,4	13,4	12,2
H&M	17,3	16,8	9,1	8,8
Asos	60,2	48,6	30,0	23,0
Next	12,7	12,5	9,6	9,5
Marks & Spencer	10,7	10,6	5,3	5,2
Urban Outfitters	15,4	14,4	7,5	6,6
Burberry Group	25,6	24,4	13,7	12,8
Mediana	18,9	17,6	11,5	10,7
LPP	29,4	25,9	14,0	12,9
Premia/dyskonto	55,6%	47,2%	21,3%	20,9%
Premia/dyskonto względem Inditex	26,1%	20,9%	4,3%	5,9%
Premia/dyskonto względem H&M	69,8%	53,9%	53,0%	46,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *dług netto korygujemy o środki ulokowane w funduszach pieniężnych

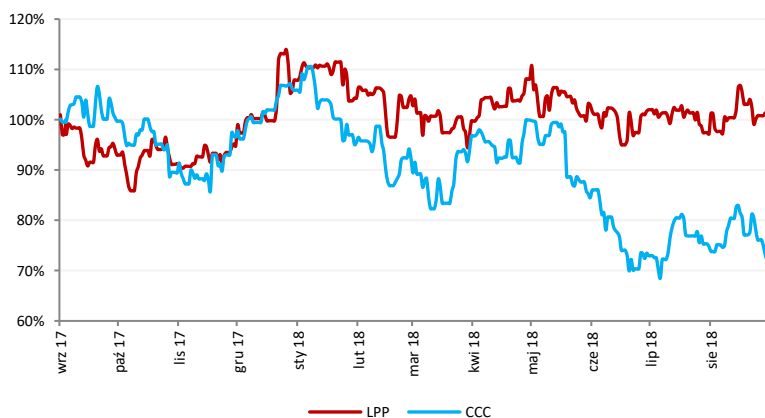
Zachowanie kursu na tle WIG



W perspektywie minionego roku walory LPP radziły sobie znacznie lepiej niż szeroki rynek (akcje spółki zyskały 1%; podczas gdy WIG stracił 11%).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

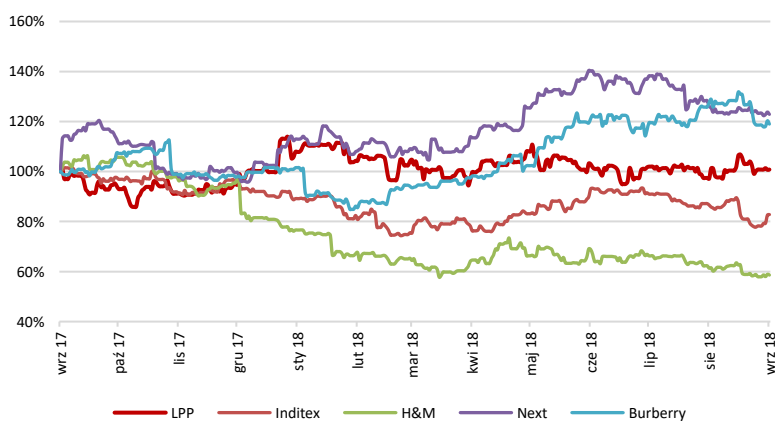
Zachowanie kursu na tle CCC



Na przestrzeni ostatnich 12 miesięcy walory LPP radziły sobie zdecydowanie lepiej niż w przypadku CCC, co wynikało między innymi z dużo lepszych rezultatów sprzedaży.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko kursowe

Spółka jest narażona na negatywne zmiany kursów walutowych. Po pierwsze może się to objawiać w negatywnych różnicach kursowych – LPP kupuje zdecydowaną większość ubrań w Chinach (rozliczenie w USD, ok. 90%), a jedynie 10% w Europie (po 5% dla PLN i EUR). Umocnienie USD względem PLN będzie skutkowało znacznym spadkiem marży brutto (trend obserwujemy od kilku kwartałów).

▪ 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 28.

▪ Zakaz handlu w niedzielę

Sejmowa komisja przyjęła projekt zgodnie z którym od 01.01.18 handel będzie możliwy tylko w 2. i 4. niedzielę miesiąca. Uważamy, że zakaz może negatywnie oddać się na szerokim sektorze handlu (spadek obrotów, przynajmniej w krótkim terminie). Z drugiej strony detaliści zapewne będą starali się obronić wyniki m.in. poprzez ograniczenie zatrudnienia. Według naszych szacunków niedziela odpowiada za ok. 13-15% tygodniowej sprzedaży LPP. Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 29.

▪ Ryzyko rozbudowy sieci

Od kilku kwartałów LPP wykazywało bardzo wysoką dynamikę rozbudowy sieci handlowej. Plany spółki na '15 zakładały zwiększenie powierzchni o kolejne >20% r/r, jednak ciężka sytuacja na rynkach wschodnich spowodowała, że zarząd musiał podjąć decyzję o wstrzymaniu rozwoju za naszą wschodnią granicą. Ubytek nowych otwarć w Rosji i na Ukrainie spowodował, że w '15 dynamika wyniosła ok. 17% dynamiki r/r. W '18 przyjmujemy wzrost wielkości sieci o ok. 9%, podobnie jak w '19 (w kolejnych latach spadek tempa).

▪ Ryzyko nietrafionej kolekcji

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

▪ 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).

▪ Konkurencja rynkowa

Rynek, na którym działa spółka, jest mocno konkurencyjny i cechuje się rozdrobnieniem branży. Z jednej strony mamy do czynienia z dużymi światowymi graczami (Inditex, H&M), a z drugiej funkcjonuje duże grono małych podmiotów. Dodatkowo, bariera wejścia na rynek są dosyć niskie, co powoduje, że w dłuższej perspektywie LPP może być zmuszony do dalszego zwiększenia nakładów na marketing i promocję. Należy mieć również na względzie, że również podmioty takie jak Tesco czy Lidl wprowadzają do swojej oferty produkty odzieżowe, „podgryzając” jednocześnie typowych detalistów.

WYNIKI 2Q'18

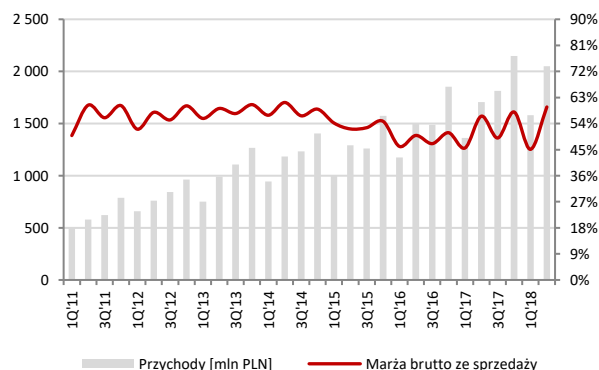
Rezultaty 2Q'18 przyniosły zdecydowaną poprawę odzieżowego giganta. Spółka wypracowała Ifl na poziomie 14,6% (dwucyfrowy przyrost we wszystkich markach poza Mohito), co w połączeniu ze wzrostem powierzchni handlowej o 11% r/r przełożyło się na zwiększenie przychodów o 20% r/r do 2,05 mld PLN (e-commerce odpowiadał za 8,7% obrotów LPP). Grupa wygenerowała marżę brutto na poziomie blisko 60% (+3 p.p. r/r), m.in. dzięki korzystnym trendom walutowym i pozytywnemu mikrowi sprzedażowemu. Koszty okołosklepowe zostały utrzymane na zbliżonym poziomie r/r, z kolei mocno przyrosły pozostałe koszty SG&A, co jest związane z rozbudową centrali, rozwojem e-commerce (i logistyką dywizji) oraz zwiększonym marketingiem. Finalnie EBITDA spółki wyniosła 397,4 mln PLN, czyli o 41% więcej niż przed rokiem, a zysk netto zwiększył się do 206 mln PLN. LPP kontynuował działania optymalizujące kapitał obrotowy i na koniec 2Q'18 relacja zobowiązania handlowe/zapasy ukształtowała się na poziomie 0,94x. Nakłady inwestycyjne wyniosły 138 mln PLN, z czego 57 mln PLN było przeznaczone na logistykę. Gotówka netto była bliska 364 mln PLN.

LPP – wyniki historyczne [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	zmiana r/r
Przychody	1 174,8	1 502,4	1 488,4	1 855,0	1 362,3	1 705,4	1 812,8	2 148,9	1 580,4	2 049,7	20,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	541,8	749,7	700,6	943,1	620,6	964,4	888,7	1 246,3	712,8	1 224,5	27,0%
EBITDA	-1,0	152,7	72,9	272,0	-35,2	281,2	175,5	450,3	-33,3	397,4	41,3%
EBIT	-63,9	86,5	4,8	201,9	-109,0	207,6	103,1	376,7	-117,7	311,8	50,2%
Wynik brutto	-68,9	88,9	-3,2	180,3	-111,5	209,0	114,3	351,9	-103,2	296,3	41,8%
Wynik netto	-65,6	89,8	-6,5	158,2	-117,0	173,2	85,1	299,5	-104,8	206,1	19,0%
marża brutto ze sprzedaży	46,1%	49,9%	47,1%	50,8%	45,6%	56,5%	49,0%	58,0%	45,1%	59,7%	
marża EBITDA	-	10,2%	4,9%	14,7%	-	16,5%	9,7%	21,0%	-	19,4%	
marża EBIT	-	5,8%	0,3%	10,9%	-	12,2%	5,7%	17,5%	-	15,2%	
marża netto	-	6,0%	-	8,5%	-	10,2%	4,7%	13,9%	-	10,1%	

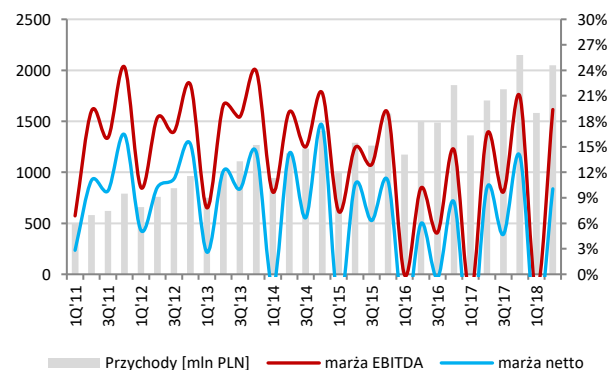
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



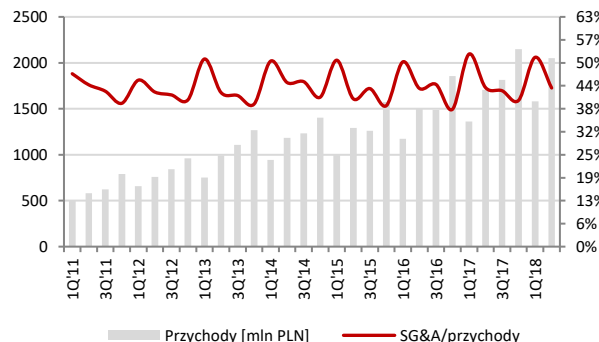
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marże EBITDA i netto



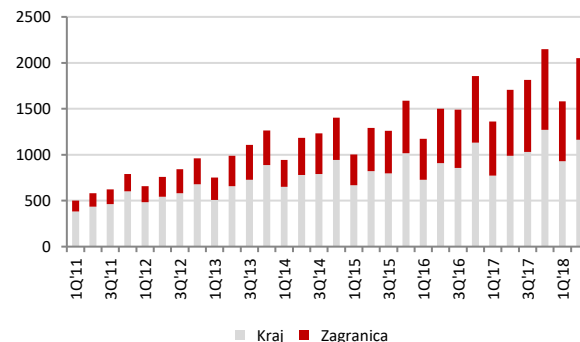
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody [mln PLN]



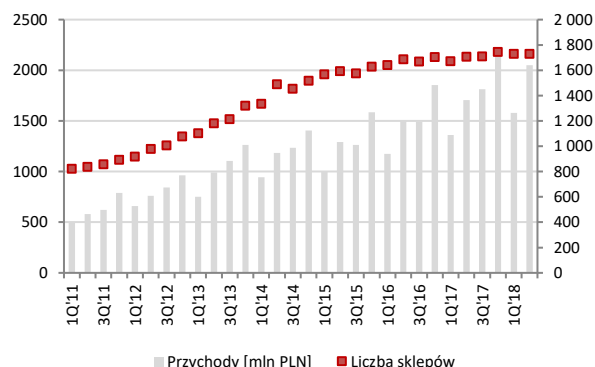
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody LPP w ujęciu geograficznym [mln PLN]



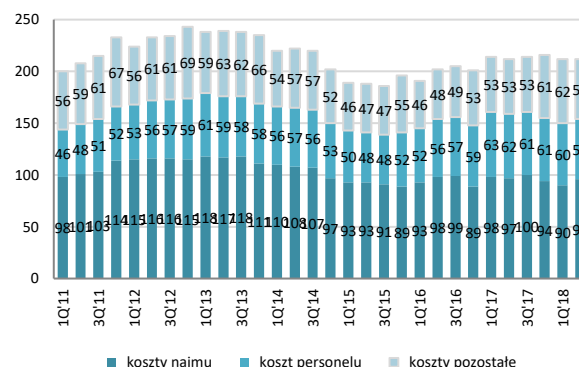
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody a rozwój sieci



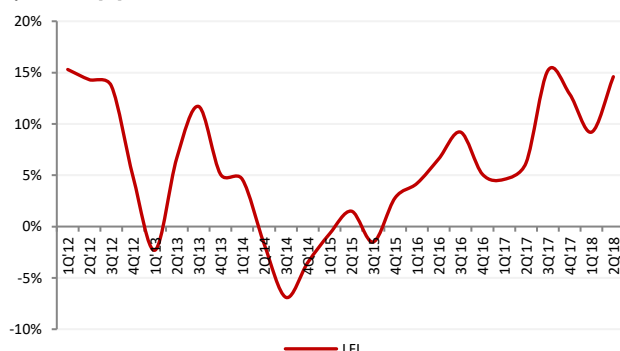
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Koszty funkcjonowania sieci sklepów własnych [PLN/mkw/m-c]



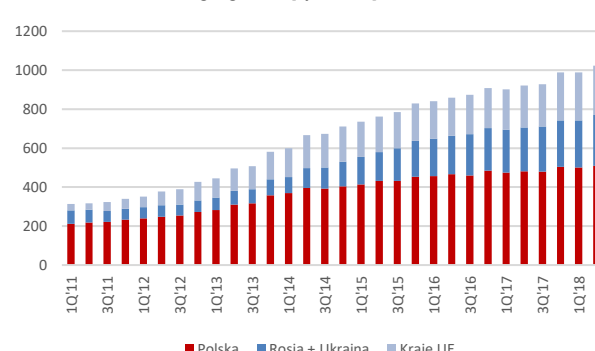
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sprzedaż lfi [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Powierzchnia handlowa wg regionów [tys. mkw.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

NOWY MODEL ZARZĄDZANIA ZAPASAMI

Na konferencji wynikowej za 4Q'16 zarząd LPP przedstawił główne tezy modelu zarządzania zapasami. Grupa kupuje rocznie towar o wartości ok. 4,0 mld PLN, z czego 3-4% nie zostaje sprzedane, co daje 120-160 mln PLN. Zdaniem spółki ok. 80 z tej wartości trafia do outletów, dzięki czemu jest sprzedawane z odpisem w wys. 10%. Pozostała część jest natomiast sprzedawana do odbiorców zewnętrznych, co wiąże się z odpisem na ok. 80% wartości (nowy model zakłada, że w strukturze zapasów nie będzie starszych kolekcji niż 2-letnie).

Władze LPP liczą, że roczny wpływ na pierwszą marżę wyniesie ok. +1 p.p. Dodatkowo detalista zamierza skupić się na maksymalizacji rentowności brutto ze sprzedaży w okresach sprzedaży kolekcji w sezonie regularnym, dzięki czemu realizowane marże mają w tym czasie powrócić do poziomów 60% (wraz z kolekcją SS'17 widać istotną odbudowę rentowności), a mocne wyprzedaże w pozostałych miesiącach mają przełożyć się na spadek kosztów logistyki (mniejsza liczba zwrotów i obniżenie kosztów transportu) i poprawę przepływów pieniężnych (odmrożenie gotówki z zalegających zapasów).

Marża miesięczna*

	styczeń	luty	marzec	kwiecień	maj	czerwiec	lipiec	sierpień	wrzesień	październik	listopad	grudzień
2015	49%	51%	57%	56%	52%	51%	46%	53%	58%	59%	55%	51%
2016	42%	47%	52%	51%	53%	47%	38%	45%	59%	60%	60%	51%
2017	35%	44%	60%	59%	59%	52%	36%	47%	62%	61%	59%	56%
zmiana r/r												
2016/15	-7%	-4%	-5%	-5%	1%	-4%	-8%	-8%	1%	1%	5%	0%
2107/16	-7%	-3%	8%	8%	6%	5%	-2%	2%	3%	1%	-1%	5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *szarym kolorem zaznaczono miesiące, w których działał nowy model zarządzania zapasami

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

W poprzednich okresach spółka notowała wysokie dynamiki poprawy wyników. Spodziewamy się jednak, że okres 3Q'18 może przynieść wyraźne spowolnienie. Z jednej strony grupa musiała się mierzyć z wysoką bazą sprzedaży porównywalnej (+15% w 3Q'17) oraz niesprzyjającą aurą (kolekcja jesień-zima'18/19 była w sklepach już od początku września). Dodatkowym problemem była także słabość rubla. Szacujemy, że LPP osiągnęło w kończącym się kwartale ok. 2,04 mld PLN przychodów, realizując jednocześnie marżę brutto na poziomie 50,1%. Dużym wyzwaniem po stronie kosztowej może się okazać logistyka w e-commerce (w 1H'18 pozostałe koszty SG&A zwiększyły się o 36% r/r w przeliczeniu na mkw.). Finalnie estymujemy, że EBITDA detalisty podniesie się „jedynie” o 14% r/r do 200 mln PLN. W ujęciu całorocznym prognozujemy, że spółka osiągnie 8,1 mld PLN przychodów, 54,3% marży brutto oraz ok. 1,12 mld PLN EBITDA.

W perspektywie przyszłego roku dostrzegamy szereg wyzwań, który stanie przed spółką. Przede wszystkim wskazujemy na wysoką bazę sprzedaży porównywalnej w sklepach, co może negatywnie rzutować na prezentowane dynamiki. W odniesieniu do rentowności brutto przyjmujemy spadek vs '18 z racji umocnienia USD/PLN (obecnie wyższe poziomy niż rok temu) oraz wzrostu udziału e-commerce (realizowane marże niższe o kilka p.p. niż w detalu). Wśród ryzyk definiujemy też wzrost kosztów wynagrodzeń (m.in. z powodu podwyżki płacy minimalnej) oraz koszty przypisane do logistyki e-commerce. Tym samym szacujemy, że przychody wyniosą 9,1 mld PLN, marża brutto obniży się do 53,4%, EBITDA zwiększy się do 1,20 mld PLN (+7% r/r).

We wrześniu LPP zaprezentowało strategię na kolejne lata. Zakłada ona m.in. wchodzenie na min. 1 nowy rynek co roku (z bieżącej perspektywy nie dostrzegamy jednak kraju, który gwarantował potencjał do skokowego zwiększenia skali) oraz dalsze dynamiczne wzrosty e-commerce (przede wszystkim dzięki uruchomieniu e-sklepów w krajach dawnego ZSRR). Przy zachowaniu stabilnego poziomu kursów walutowych marża brutto ma utrzymywać się na poziomie ok. 53%.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18P	4Q'18P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 362,3	1 705,4	1 812,8	2 148,9	1 580,4	2 049,7	2 040,9	2 463,6	1 771,0	2 246,8	2 272,4	2 818,1	6 020,6	7 029,4	8 134,6	9 108,3	10 173,8
Wynik brutto ze sprzedaży	620,6	964,4	888,7	1 246,3	712,8	1 224,5	1 022,3	1 460,9	760,3	1 295,3	1 165,0	1 647,4	2 935,3	3 720,0	4 420,5	4 868,1	5 432,2
EBITDA	-35,2	281,2	175,5	450,3	-33,3	397,4	199,7	555,1	-73,9	395,8	249,6	627,2	496,7	871,9	1 119,0	1 198,7	1 364,3
EBIT	-109,0	207,6	103,1	376,7	-117,7	311,8	110,6	464,3	-170,8	300,3	151,4	526,6	229,3	578,4	768,9	807,4	942,5
Wynik brutto	-111,5	209,0	114,3	351,9	-103,2	296,3	87,7	472,7	-181,9	288,3	149,1	523,9	197,0	563,7	753,5	779,4	961,5
Wynik netto	-117,0	173,2	85,1	299,5	-104,8	206,1	71,1	382,9	-147,4	233,6	120,8	424,3	175,9	440,8	555,3	631,3	778,8
marża brutto ze sprzedaży	45,6%	56,5%	49,0%	58,0%	45,1%	59,7%	50,1%	59,3%	42,9%	57,7%	51,3%	58,5%	48,8%	52,9%	54,3%	53,4%	53,4%
marża EBITDA	-2,6%	16,5%	9,7%	21,0%	-2,1%	19,4%	9,8%	22,5%	-4,2%	17,6%	11,0%	22,3%	8,2%	12,4%	13,8%	13,2%	13,4%
marża EBIT	-8,0%	12,2%	5,7%	17,5%	-7,4%	15,2%	5,4%	18,8%	-9,6%	13,4%	6,7%	18,7%	3,8%	8,2%	9,5%	8,9%	9,3%
marża netto	-8,6%	10,2%	4,7%	13,9%	-6,6%	10,1%	3,5%	15,5%	-8,3%	10,4%	5,3%	15,1%	2,9%	6,3%	6,8%	6,9%	7,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2018-2027

	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	4 769,1	5 130,4	6 020,6	7 029,4	8 134,6	9 108,3	10 173,8	11 134,9	12 117,2	13 112,9	14 140,0	15 204,6	16 314,5	17 482,8
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	2 791,9	2 742,8	2 935,3	3 720,0	4 420,5	4 868,1	5 432,2	5 937,9	6 483,2	7 002,8	7 537,1	8 089,4	8 663,6	9 266,5
EBITDA [mln PLN]	802,8	726,2	496,7	871,9	1 119,0	1 198,7	1 364,3	1 530,6	1 615,2	1 681,9	1 762,4	1 856,1	1 962,8	2 083,7
EBIT [mln PLN]	609,2	502,7	229,3	578,4	768,9	807,4	942,5	1 033,3	1 157,6	1 253,5	1 354,1	1 461,3	1 575,9	1 700,3
Saldo finansowe [mln PLN]	-149,3	-88,3	-32,3	-14,8	-15,3	-28,1	19,0	62,8	50,0	33,0	34,8	36,4	37,6	38,6
Wynik netto [mln PLN]	482,1	351,3	175,9	440,8	555,3	631,3	778,8	887,8	978,2	1 042,0	1 125,0	1 213,2	1 306,9	1 408,5
marża brutto ze sprzedaży	58,5%	53,5%	48,8%	52,9%	54,3%	53,4%	53,4%	53,3%	53,5%	53,4%	53,3%	53,2%	53,1%	53,0%
marża EBITDA	16,8%	14,2%	8,2%	12,4%	13,8%	13,2%	13,4%	13,7%	13,3%	12,8%	12,5%	12,2%	12,0%	11,9%
marża EBIT	12,8%	9,8%	3,8%	8,2%	9,5%	8,9%	9,3%	9,3%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,7%	9,7%
marża netto	10,1%	6,8%	2,9%	6,3%	6,8%	6,9%	7,7%	8,0%	8,1%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%
USD/PLN śr.	3,1551	3,7701	3,9431	3,7777	3,5883	3,6746	3,5987	3,4989	3,4535	3,4535	3,4535	3,4535	3,4535	3,4535
EUR/PLN śr.	4,1852	4,1839	4,3625	4,2576	4,2450	4,3617	4,4101	4,4101	4,4101	4,4101	4,4101	4,4101	4,4101	4,4101

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i rozwój wg poszczególnych marek

	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	4 769,1	5 130,4	6 020,6	7 029,4	8 134,6	9 108,3	10 173,8	11 134,9	12 117,2	13 112,9	14 140,0	15 204,6	16 314,5	17 482,8
Reserved	2 311,1	2 428,6	2 693,1	3 159,5	3 641,4	3 982,5	4 384,8	4 760,2	5 144,7	5 538,9	5 928,5	6 310,6	6 685,2	7 054,9
Cropp	771,3	788,0	914,7	1 063,9	1 131,1	1 172,6	1 235,1	1 291,2	1 349,3	1 409,5	1 468,6	1 526,6	1 583,5	1 639,7
House	634,2	671,8	770,0	805,3	888,2	920,1	984,3	1 044,2	1 106,3	1 170,6	1 234,5	1 298,0	1 361,2	1 424,1
Mohito	523,1	584,5	733,0	828,6	831,0	889,4	969,6	1 044,7	1 120,9	1 198,1	1 273,3	1 346,6	1 419,2	1 491,3
Sinsay	225,1	328,4	460,5	610,2	757,4	886,4	1 009,4	1 114,4	1 212,1	1 305,9	1 394,2	1 479,0	1 558,8	1 635,0
Tallinder	0,0	0,0	12,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
e-commerce	64,7	79,3	173,0	360,8	729,6	1 094,4	1 422,8	1 707,3	2 006,1	2 307,0	2 653,0	3 051,0	3 508,7	4 035,0
Liczba sklepów	1 516	1 627	1 703	1 743	1 765	1 833	1 897	1 958	2 015	2 069	2 120	2 168	2 212	2 256
Reserved	425	449	461	468	464	467	471	476	482	488	494	500	504	510
Cropp	366	372	379	381	372	378	383	388	392	395	399	403	406	409
House	308	319	330	333	331	343	355	367	378	389	401	412	422	433
Mohito	256	280	290	294	294	305	315	326	335	343	351	358	366	373
Sinsay	129	170	198	233	273	309	342	371	398	421	444	465	483	501
Tallinder	0	0	9	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outlety	32	37	36	34	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31
Powierzchnia [tys. mkw]	722,0	843,4	921,4	1 000,9	1 090,5	1 190,2	1 284,2	1 373,4	1 457,6	1 537,9	1 613,3	1 684,5	1 751,2	1 815,4
Reserved	390,0	461,3	509,1	562,3	618,5	677,6	734,7	789,9	843,1	894,6	943,2	989,1	1 032,3	1 073,9
Cropp	105,0	114,5	120,5	127,3	133,2	140,1	146,2	151,9	157,0	161,8	166,3	170,6	174,6	178,5
House	89,0	99,7	105,6	110,7	115,3	122,9	130,2	137,2	144,0	150,6	157,0	163,1	169,1	174,9
Mohito	83,0	94,4	99,2	103,8	108,8	117,8	126,6	135,0	142,8	150,2	157,1	163,6	170,0	176,0
Sinsay	44,0	59,7	69,8	84,7	104,1	121,1	136,0	148,8	160,1	170,1	179,2	187,5	194,6	201,5
Tallinder	0,0	0,0	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Outlety	11,0	13,8	12,6	12,1	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Zmiana liczby sklepów ogółem	196	111	76	40	22	68	64	61	57	54	51	48	44	44
Zmiana powierzchni [tys. młw]	131,0	121,4	78,0	79,5	89,6	99,7	94,0	89,2	84,2	80,3	75,4	71,2	66,7	64,2
Powierzchnia wg regionu	722,0	843,4	921,4	1 000,9	1 090,5	1 190,2	1 284,2	1 373,4	1 457,6	1 537,9	1 613,3	1 684,5	1 751,2	1 815,4
Polska	414,0	467,1	498,1	515,8	525,9	546,5	566,2	584,8	602,8	620,1	637,0	653,4	669,1	684,3
UE	128,0	184,3	217,1	239,3	290,4	340,6	389,2	436,5	482,3	526,8	569,9	611,7	652,2	691,5
Rosja i Ukraina	180,0	192,0	206,2	245,8	274,2	303,1	328,8	352,1	372,5	391,0	406,4	419,4	429,9	439,6

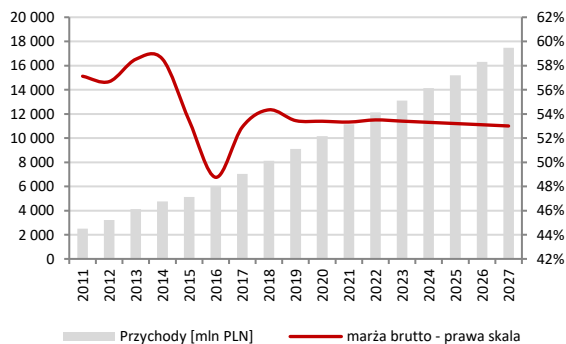
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty SG&A w przeliczeniu na mkw.

	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Koszty na mkw powierzchni własnej na m-c	216,0	189,8	199,8	214,0	216,2	226,2	232,4	236,0	240,1	244,6	249,6	255,3	261,6	268,5
czynsz [PLN]	105,5	91,5	94,8	97,3	95,1	99,6	103,2	104,9	106,8	108,9	111,2	113,8	116,7	119,9
koszty osobowe [PLN]	55,5	49,5	56,0	61,8	59,1	62,2	63,4	64,3	65,4	66,6	67,9	69,4	71,1	72,9
pozostałe koszty [PLN]	55,0	48,8	49,0	55,0	62,0	64,5	65,8	66,8	67,9	69,1	70,5	72,1	73,8	75,7
Udział														
czynsz	48,8%	48,2%	47,4%	45,4%	44,0%	44,0%	44,4%	44,4%	44,5%	44,5%	44,5%	44,6%	44,6%	44,6%
koszty osobowe	25,7%	26,1%	28,0%	28,9%	27,3%	27,5%	27,3%	27,3%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%
pozostałe koszty	25,5%	25,7%	24,5%	25,7%	28,7%	28,5%	28,3%	28,3%	28,3%	28,3%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%
Koszty poza sklepami własnymi na m2	51,5	40,5	44,6	52,6	68,3	65,6	67,9	69,5	71,3	73,1	75,2	77,4	79,9	82,6
Suma wszystkich kosztów na mkw [PLN]	267,5	230,2	244,3	266,6	284,5	291,9	300,4	305,5	311,4	317,7	324,8	332,7	341,5	351,1
SG&A na mkw [PLN]	3 210,0	2 762,5	2 931,8	3 199,2	3 414,2	3 502,5	3 604,3	3 665,9	3 736,6	3 812,4	3 897,3	3 992,1	4 097,5	4 213,4
Koszty sprzedaży	2 906,5	2 536,6	2 703,1	2 839,9	2 926,1	2 975,5	3 062,0	3 114,3	3 174,4	3 238,8	3 311,0	3 391,4	3 481,0	3 579,5
Koszty zarządu	303,5	225,9	228,8	359,2	488,0	527,0	542,3	551,6	562,2	573,6	586,4	600,6	616,5	633,9
Udział w SG&A														
Koszty sprzedaży	90,5%	91,8%	92,2%	88,8%	85,7%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%
Koszty zarządu	9,5%	8,2%	7,8%	11,2%	14,3%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Powierzchnia sklepów własnych [tys. mkw]	722,0	843,4	921,4	1 000,9	1 090,5	1 190,2	1 284,2	1 373,4	1 457,6	1 537,9	1 613,3	1 684,5	1 751,2	1 815,4
Liczba sklepów	1 516	1 627	1 703	1 743	1 765	1 833	1 897	1 958	2 015	2 069	2 120	2 168	2 212	2 256

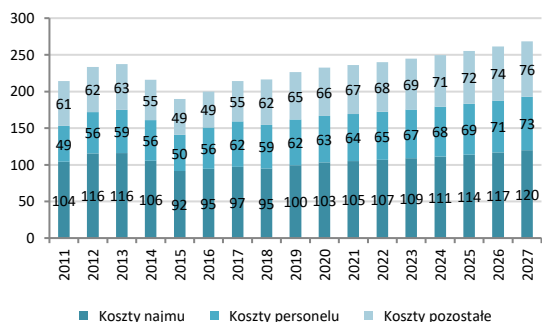
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża brutto ze sprzedaży



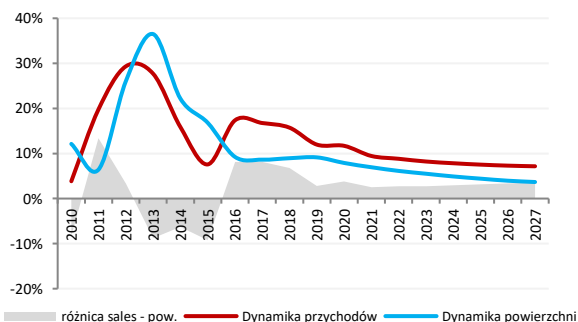
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty funkcjonowania sieci sklepów [PLN/mkw/m-c]



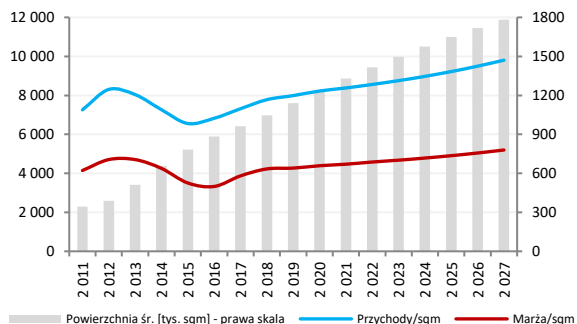
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika sprzedaży na tle wzrostu powierzchni



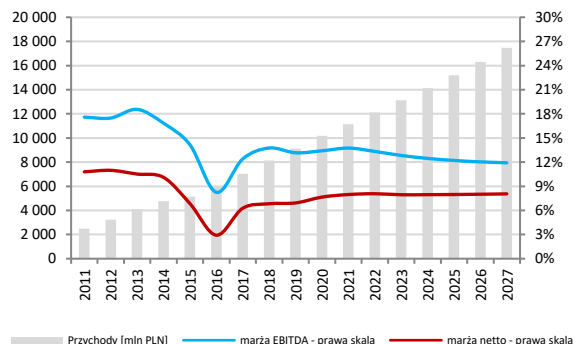
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychód i marża na mkw. [tys. PLN]



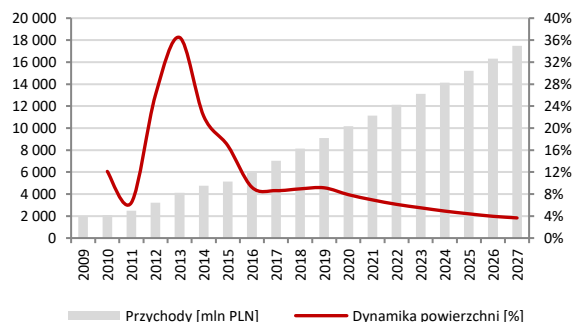
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu rocznym



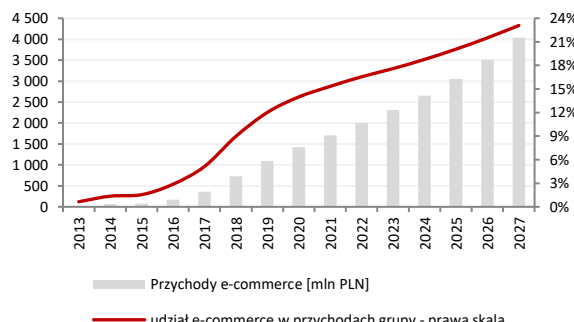
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój powierzchni handlowej vs przychody



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

E-commerce



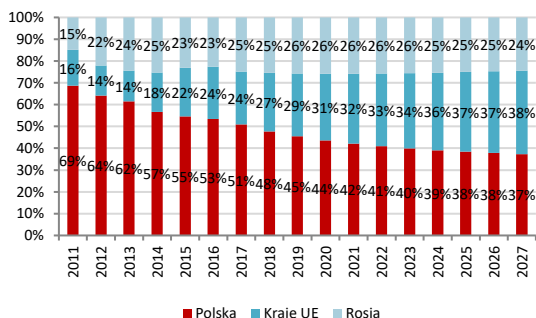
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CF Operacyjny na tle EBITDA [mln PLN]



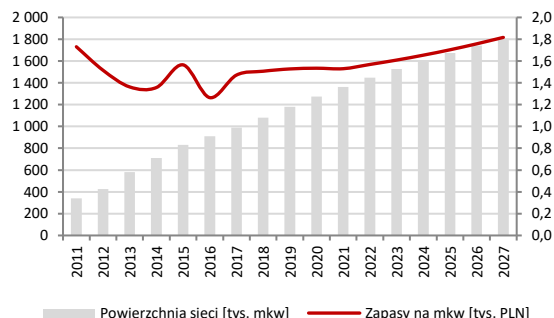
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział regionów w powierzchni handlowej



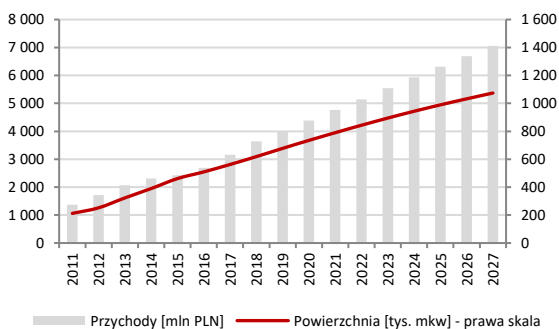
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na mkw.



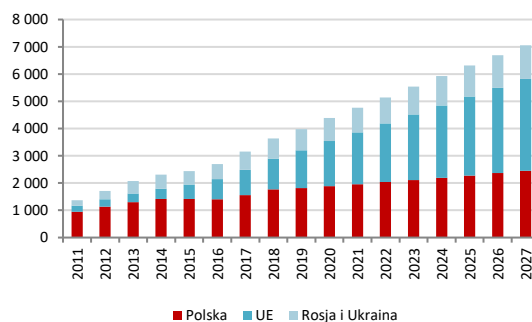
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Reserved



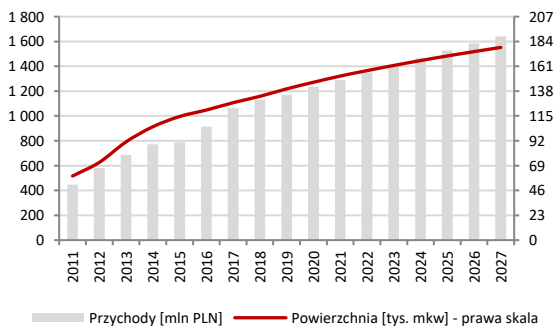
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Reserved – przychody wg regionu [mln PLN]



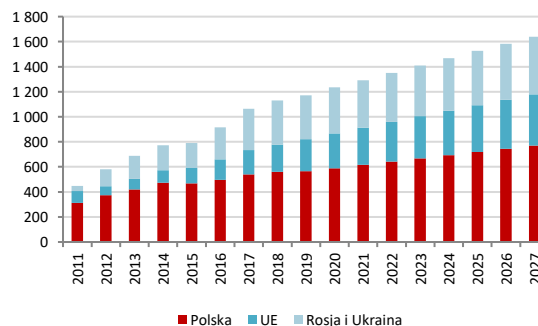
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Cropp



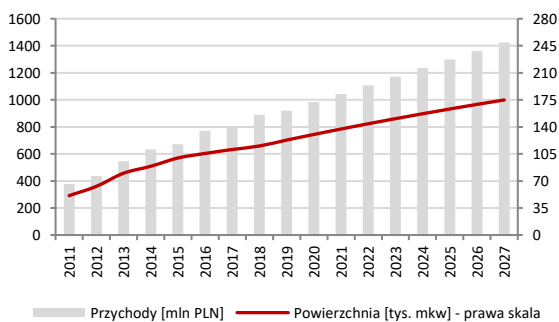
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Cropp – przychody wg regionu [mln PLN]



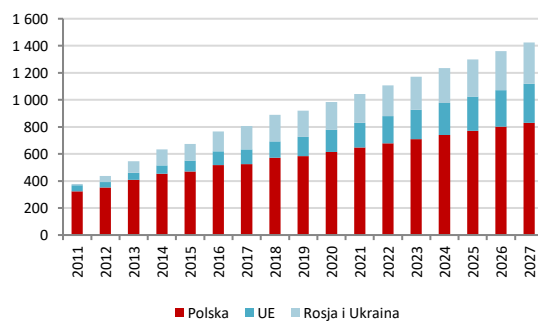
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój House



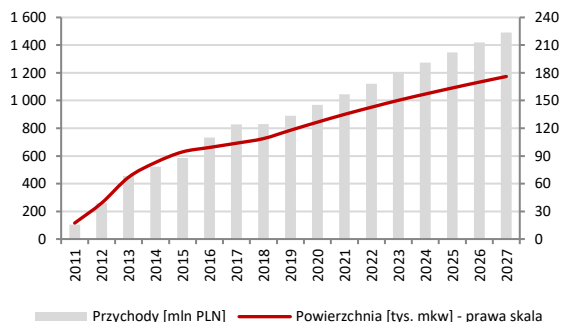
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

House – przychody wg regionu [mln PLN]



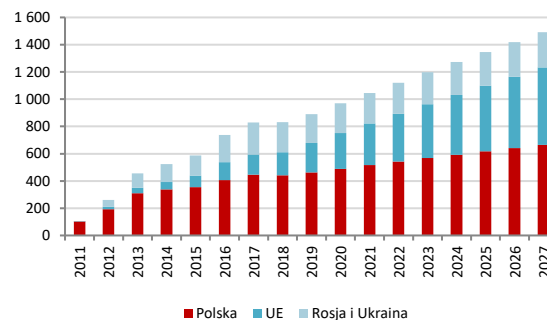
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Mohito



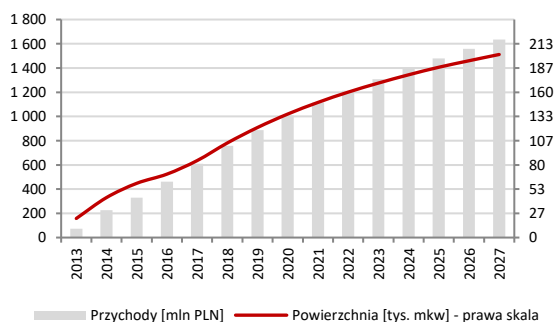
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Mohito – przychody wg regionu [mln PLN]



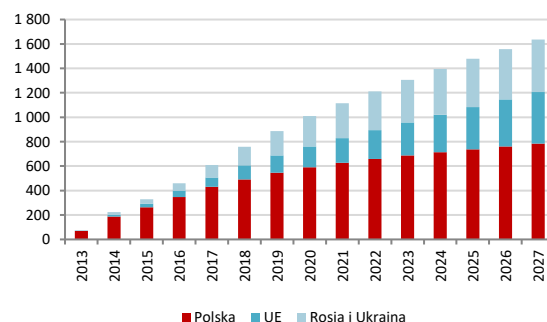
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Sinsay



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sinsay – przychody wg regionu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji z maja '18 zaktualizowaliśmy rezultaty w 2Q'18. Skorygowaliśmy także kursy walutowe (spółka ma ekspozycję na USD, RUB i EUR), 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. 8,1-9,1 mld PLN przychodów oraz 1,12-1,20 mln PLN EBITDA.

Zmiana założeń względem raportu z 23 maja 2018 roku

	2018 stara	2018 nowa	zmiana	2019 stara	2019 nowa	zmiana	2020 stara	2020 nowa	zmiana
Przychody	8 066,2	8 134,6	0,8%	9 059,9	9 108,3	0,5%	10 050,7	10 173,8	1,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	4 377,6	4 420,5	1,0%	4 860,9	4 868,1	0,1%	5 372,1	5 432,2	1,1%
EBITDA	1 105,0	1 119,0	1,3%	1 274,9	1 198,7	-6,0%	1 400,7	1 364,3	-2,6%
EBIT	759,4	768,9	1,2%	909,7	807,4	-11,2%	993,3	942,5	-5,1%
Wynik netto	565,5	555,3	-1,8%	719,6	631,3	-12,3%	864,7	778,8	-9,9%
marża brutto ze sprzedaży	54,3%	54,3%		53,7%	53,4%		53,5%	53,4%	
marża EBITDA	13,7%	13,8%		14,1%	13,2%		13,9%	13,4%	
marża EBIT	9,4%	9,5%		10,0%	8,9%		9,9%	9,3%	
marża netto	7,0%	6,8%		7,9%	6,9%		8,6%	7,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie założeń DM BDM z konsensem dla ostatnich rekomendacji

	2018P BDM	2018 Bloomberg	różnica	2019P BDM	2019 Bloomberg	różnica	2020P BDM	2020 Bloomberg	różnica
Przychody	8 134,6	8 176	-0,5%	9 108,3	9 205	-1,1%	10 173,8	10 334	-1,6%
EBITDA	1 119,0	1 095	2,2%	1 198,7	1 245	-3,7%	1 364,3	1 392	-2,0%
Wynik netto	555,3	610	-8,9%	631,3	686	-7,9%	778,8	785	-0,7%
marża EBITDA	13,8%	13,4%		13,2%	13,5%		13,4%	13,5%	
marża netto	6,8%	7,5%		6,9%	7,5%		7,7%	7,6%	

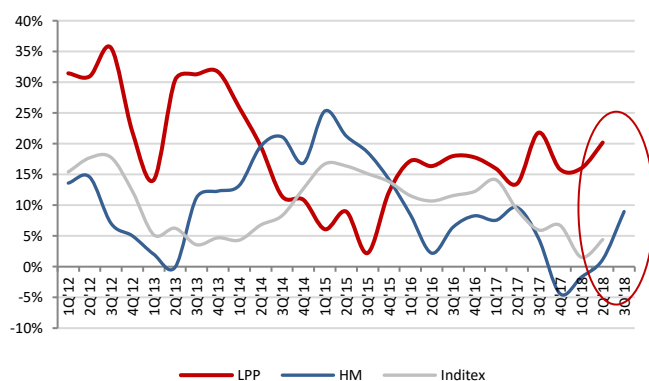
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

LPP na tle H&M i Inditex

Uważamy, że podmiotami, do których należy porównywać LPP są przede wszystkim H&M oraz hiszpańska grupa Inditex. H&M podobnie jak LPP dokonuje 80-90% zakupów w USD, głównie od dostawców chińskich, dlatego też umocnienie USD względem rodzimych walut bardzo mocno odbija się na marży brutto. Inditex natomiast mocno dywersyfikuje łańcuch dostaw, ze szczególnym wskazaniem na dostawców europejskich (ok. 50% dostaw pochodzi z Europy, 15% z Turcji), co stanowi swoisty hedging naturalny. Mimo dużego wpływu kursów walutowych rentowność brutto wszystkich podmiotów jest na zbliżonym poziomie. Dużym zagrożeniem dla wyników właściciela Reserved jest ekspozycja na rynki wschodnie. W przypadku LPP przychody z Rosji i Ukrainy odpowiadają za ok. 22-23% całkowitego rocznego obrotu grupy, natomiast w przypadku H&M rynek rosyjski generuje niecałe 2% przychodów (Inditex nie publikuje podobnych danych).

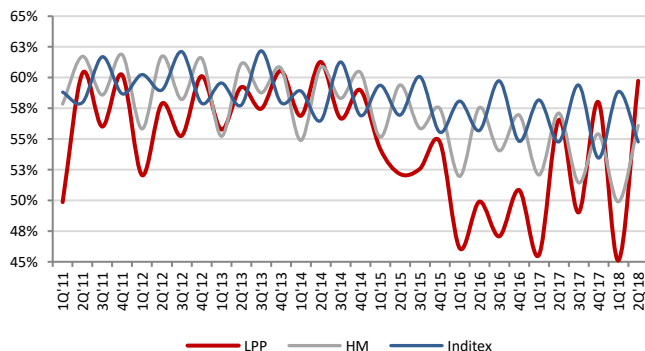
Porównanie LPP na tle Inditex i H&M

Dynamika przychodów r/r



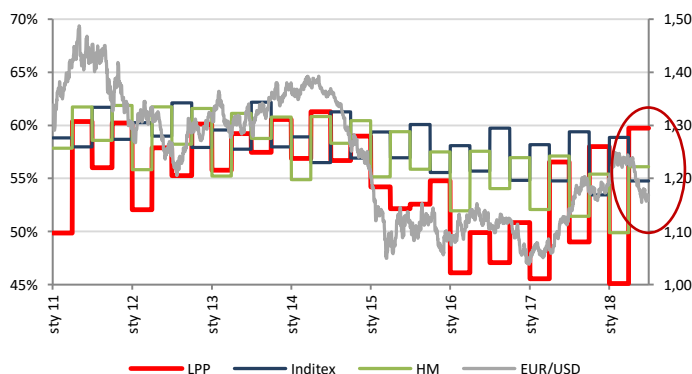
W ostatnim czasie LPP prezentowało regularnie dwucyfrowe dynamiki sprzedaży wraz z dodatnimi lfi, wykorzystując m.in. spowolnienie Inditex oraz H&M. Szwedzka spółka zaczęła ponownie prezentować wysokie dynamiki (w 3Q'18 ponad 9% r/r)

Rentowność brutto ze sprzedaży



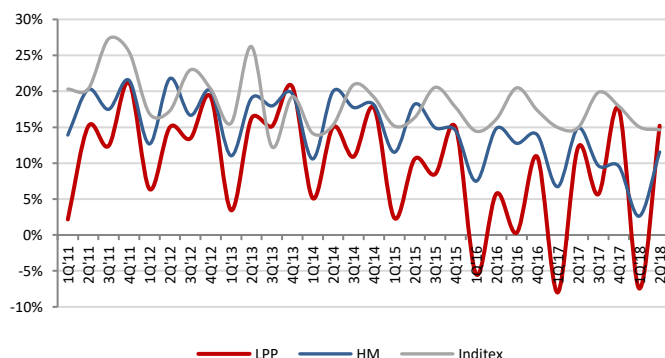
...od 1Q'17 przełożyły się na odbudowę pierwszej marży (w sezonie SS'17 powrócono do 56% marży; odczyty za AW'17 na poziomie 58%).

Marża brutto na tle EUR/USD



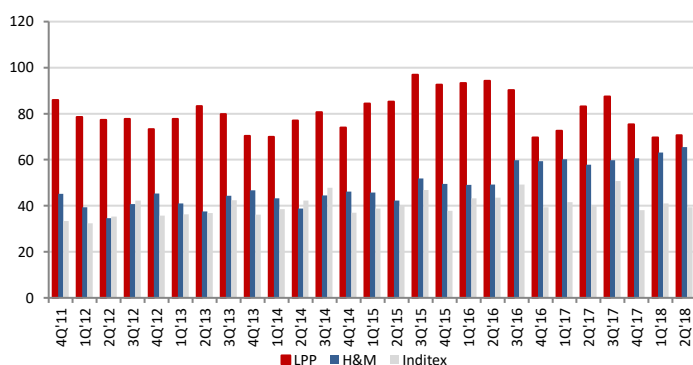
Umocnienie USD względem EUR przekłada się w dużo większym stopniu na rentowność brutto H&M i LPP niż Inditex.

Rentowność EBIT



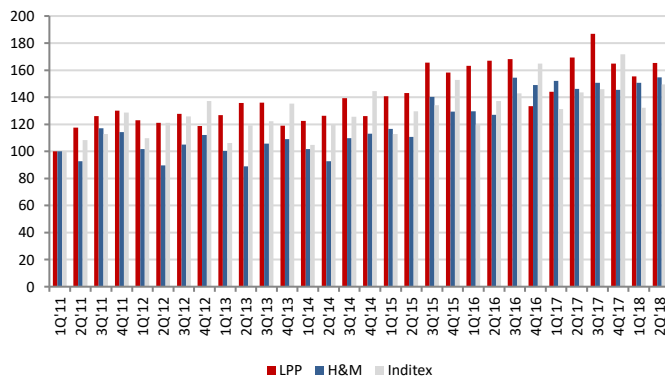
Słabiej na tle pozostałych spółek prezentuje się marża EBIT. Warto jednak zauważyć, że ostatni rok przyniósł poprawę rentowności r/r w poszczególnych kwartałach (gorzej wypada tu H&M).

Rotacja zapasów w dniach



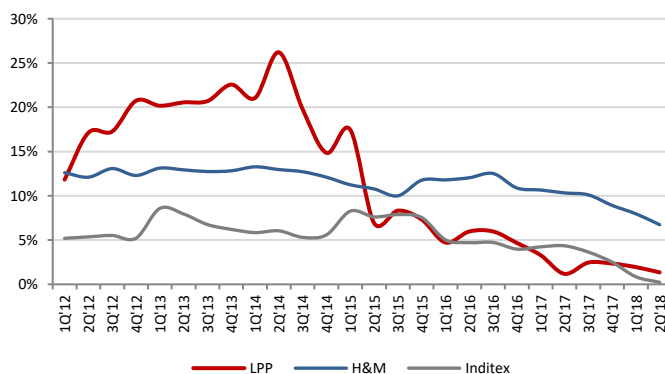
Patrząc na zapasy można zauważyć, że poziom rotacji liczony w dniach ponownie jest dłuższy niż u globalnej konkurencji....

Zapasy na sklep (ujęcie znormalizowane)



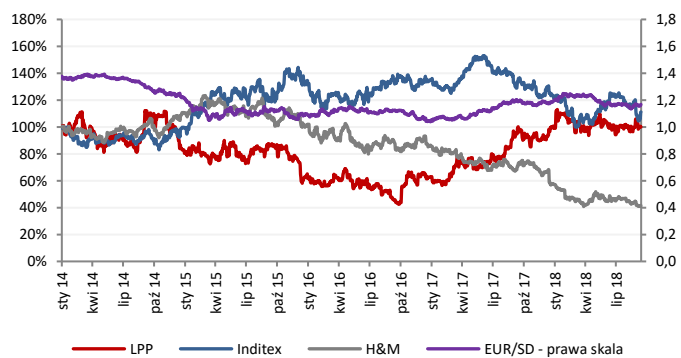
...podobnie jak po przeliczeniu na sklep.

Dynamika otwarć sklepów



W ostatnich kwartałach dynamika otwarć u dużych graczy spowolniła. W przypadku LPP plany na '18 zakładają niski, jednocyfrowy wzrost liczby sklepów, natomiast przyrost powierzchni handlowej ma wynieść 10% (głównie poprzez powiększanie już istniejących salonów).

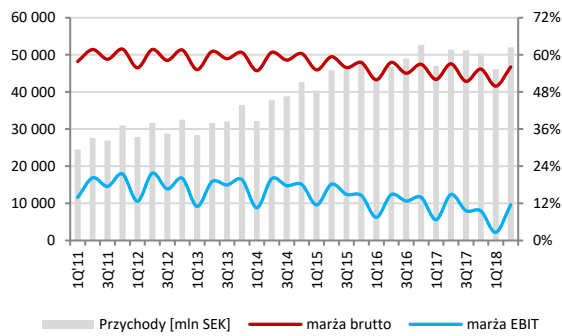
Kurs LPP, H&M i Inditex na tle EUR/USD



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

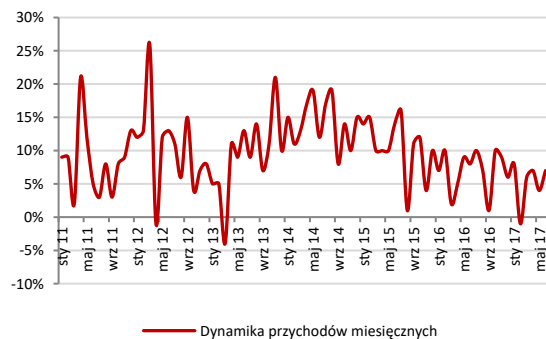
Ogólne spojrzenie na H&M i Inditex

Wyniki ogólne H&M



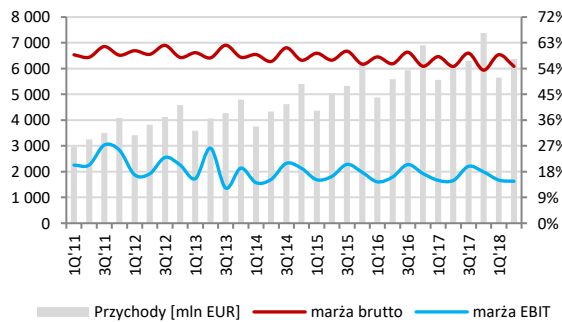
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika miesięcznych przychodów H&M



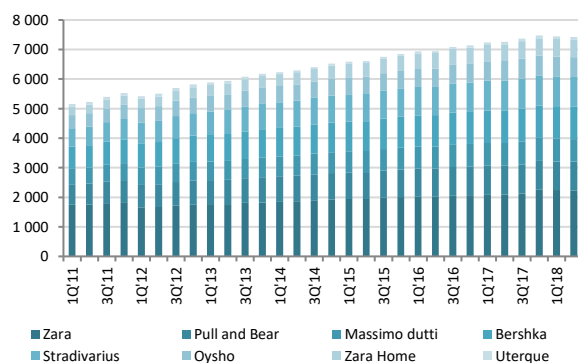
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki ogólne Inditex (cała grupa)



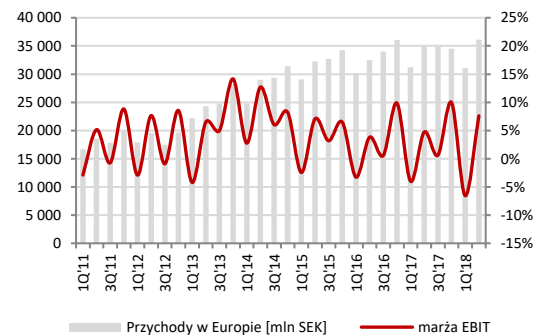
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba sklepów wg marki



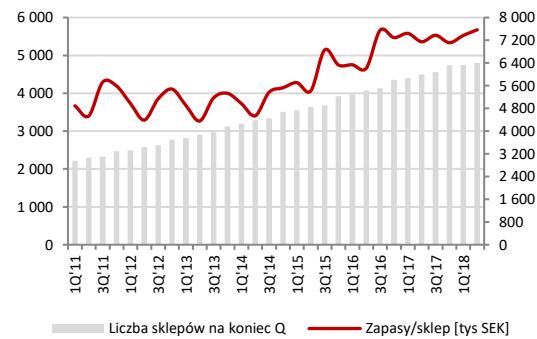
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki H&M w dywizji europejskiej



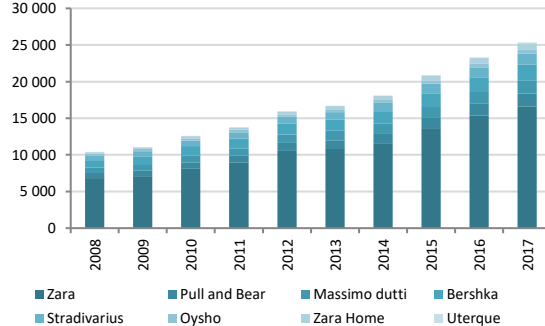
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na sklep [tys. SEK]



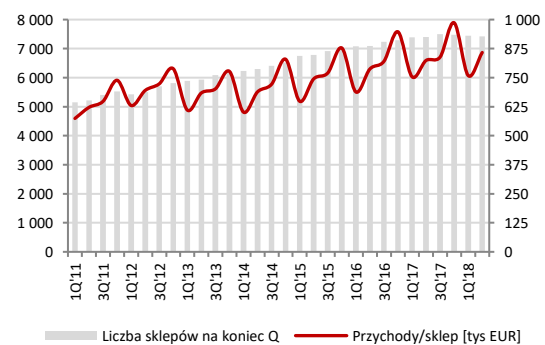
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody wg brandów [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody/sklep [tys. EUR]

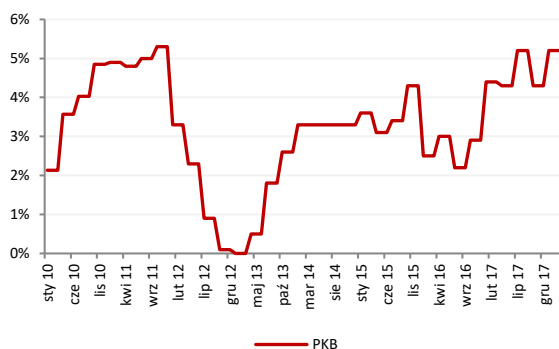


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

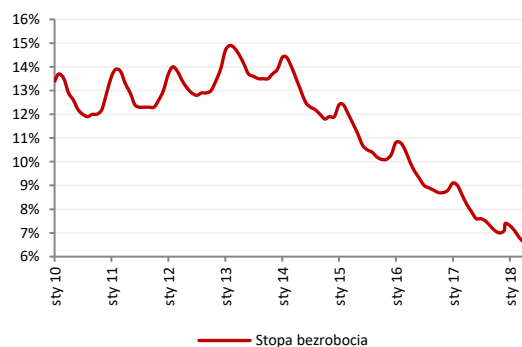
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 9,3% (w czerwcu wyniosła +10,3% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwanie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 3,5% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą ciągle napędza rządowy program 500+. Nieco spowolniła inflacja – CPI ukształtowało się na poziomie 2,0% (według wstępnych szacunków w sierpniu także +2%). Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach utrzymuje się na rekordowo niskim poziomie – w lipcu spadła do 5,9%. Według danych GUS, zwiększa się przeciętny poziom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Nieprzerwanie rośnie średnie wynagrodzenie, które w minionym miesiącu wyniosło ok. 4,8 tys. PLN (+7,2% r/r -0,5% m/m).

PKB



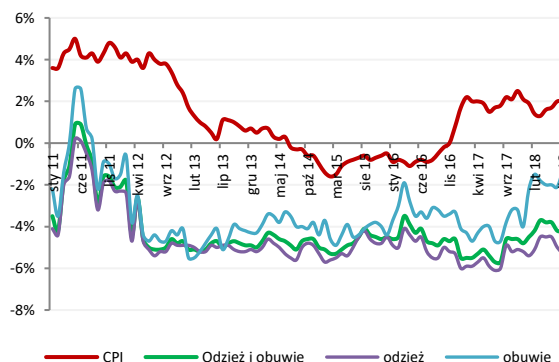
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia



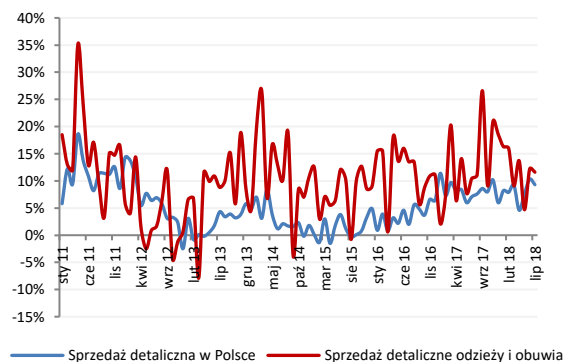
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



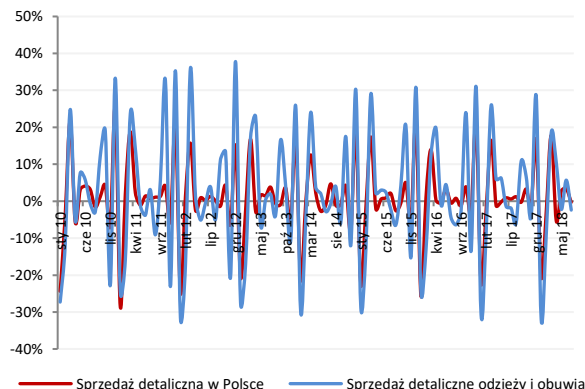
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



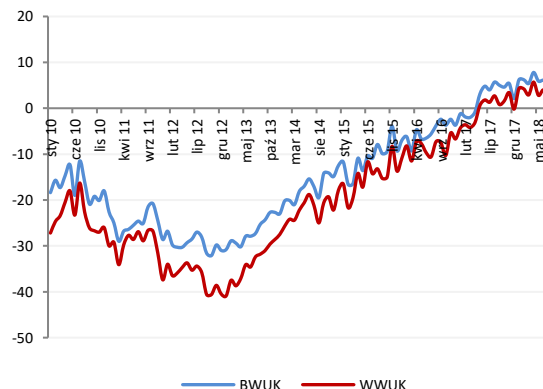
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



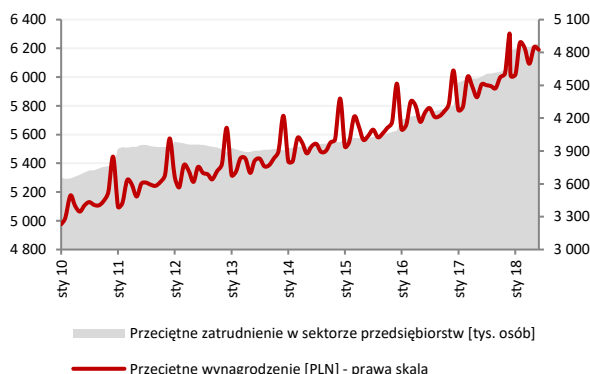
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



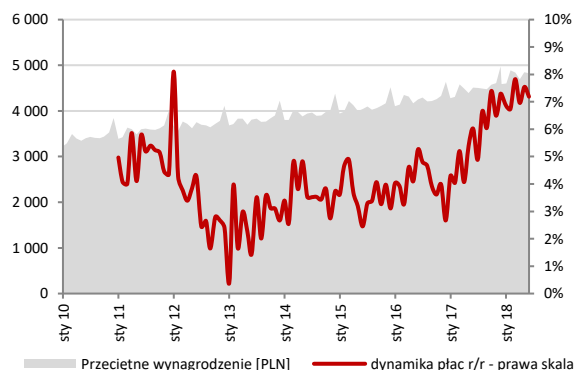
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

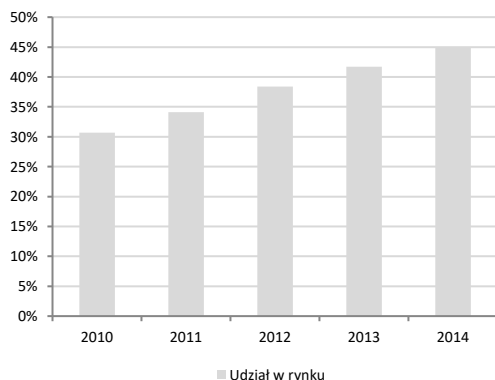
Dynamika płac [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

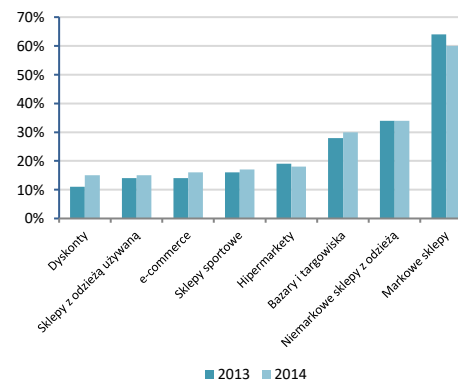
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w '17 był wart ok. 36 mld PLN i oczekuje się, że do '22 jego wartość przekroczy 43 mld PLN. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na 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



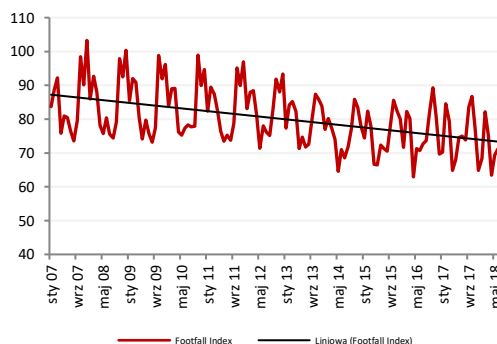
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR Research

Miejsce zakupu odzieży w Polsce w '14



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

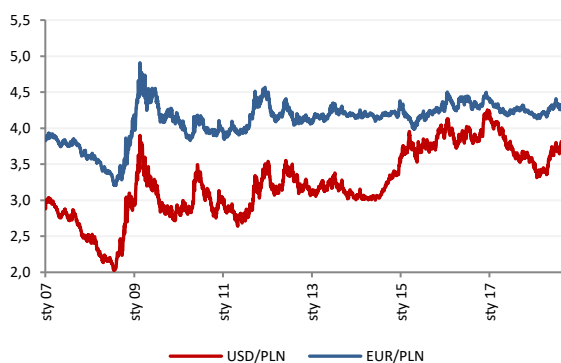
Footfall Index



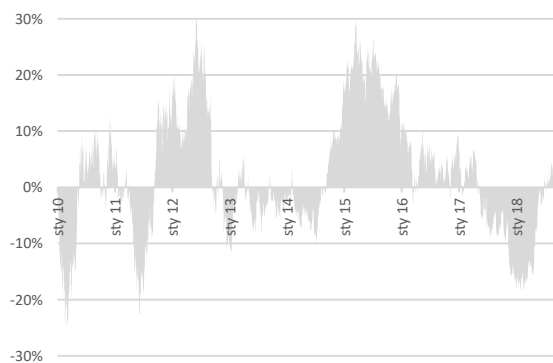
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., <http://uk.shoppertrak.com/trends/>

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

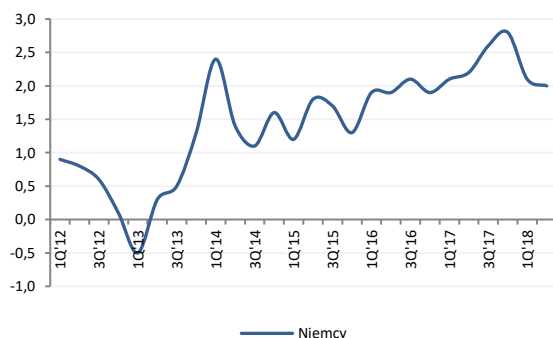


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg
Zmiana kursu USD/PLN r/r [%]



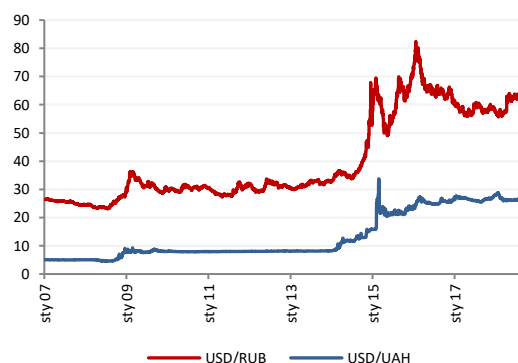
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Niemczech [%]

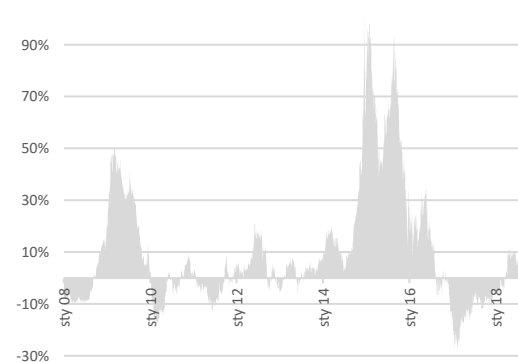


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów USD/RUB i USD/UAH

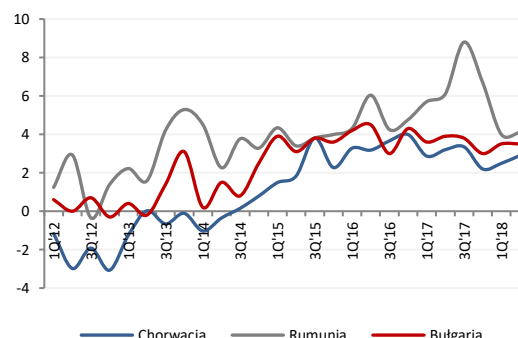


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg
Zmiana kursu USD/RUB r/r [%]



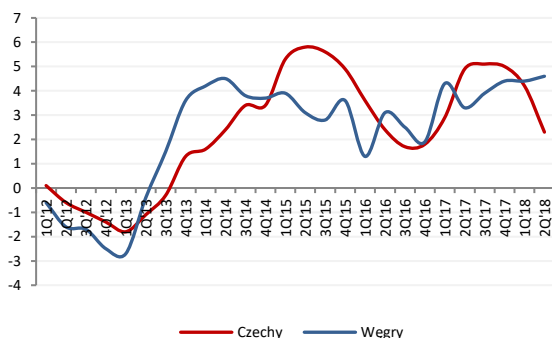
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rumunii, Chorwacji i Bułgarii [%]



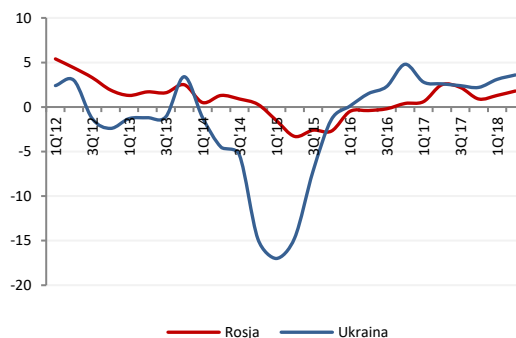
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Czechach i na Węgrzech [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rosji i na Ukrainie [%]



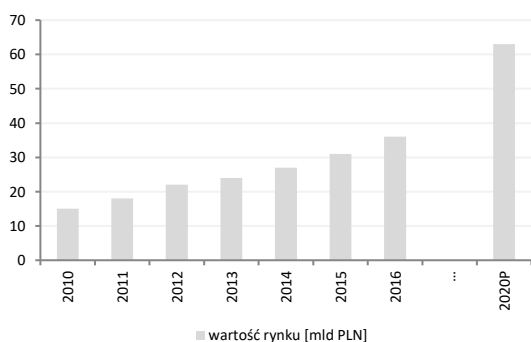
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Rynek e-commerce

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

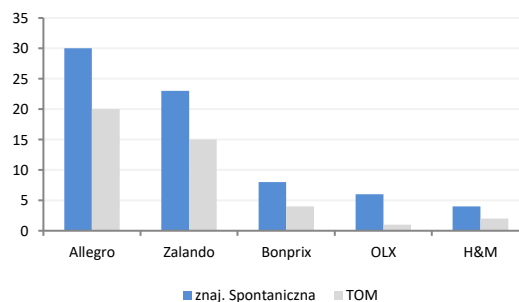
W badaniu przeprowadzonym dla ecommercepolska.pl ok. 48% internautów zadeklarowało, że dokonuje zakupów online (pozostali wskazywali, że wolą obejrzeć produkt przed zakupem oraz że preferują tradycyjne kanały sprzedaży). Co ciekawe, w rodzimych e-sklepach kupuje ok. 47% ankietowanych. Warto zwrócić uwagę,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

Krajowy rynek e-commerce [mld EUR]



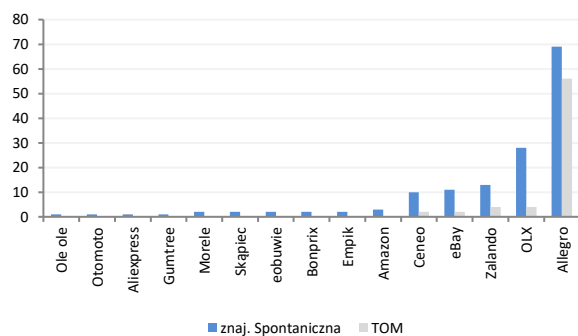
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., portal spozywczy.pl

Znajomość platform sprzedających odzież



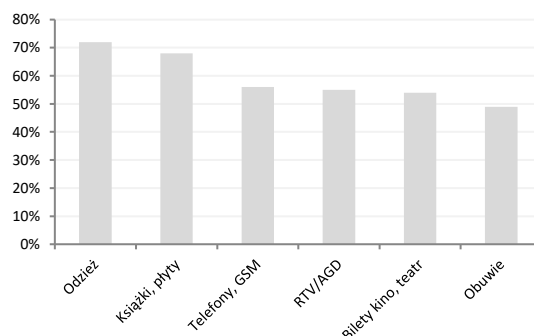
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Znajomość platform sprzedażowych ogółem



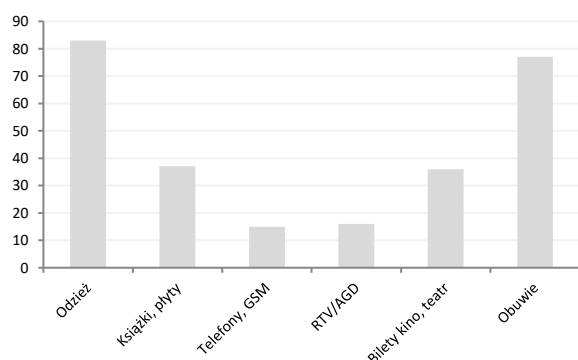
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Koszyk zakupowy



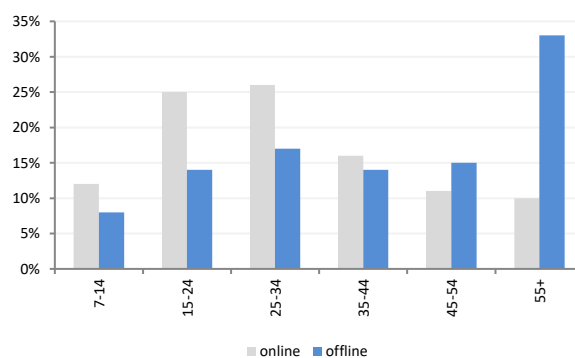
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Paragon miesięczny w wybranych kategoriach zakupowych



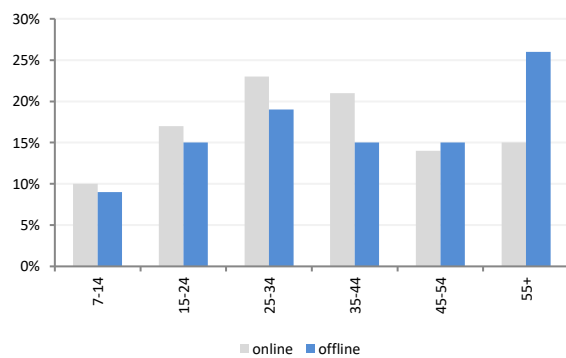
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Struktura wiekowa zakupów - kobiety



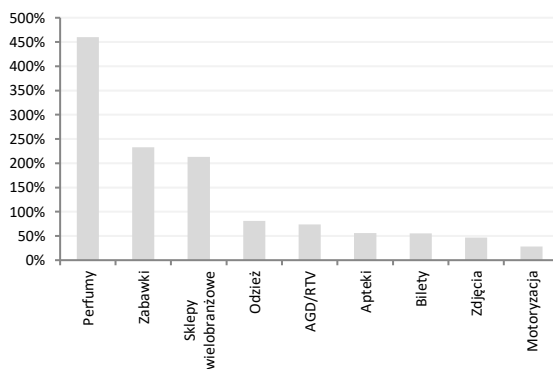
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

Struktura wiekowa zakupów - mężczyźni



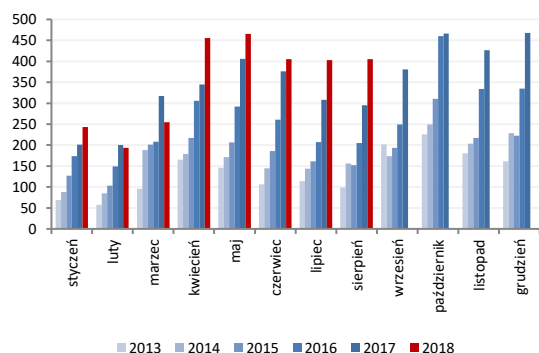
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

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

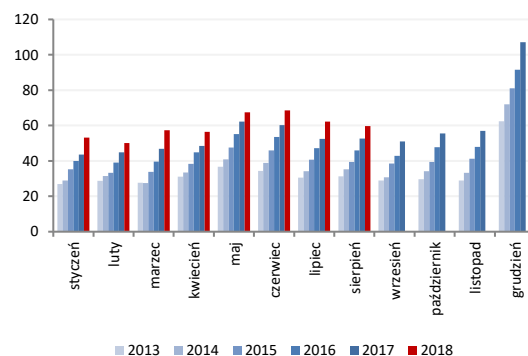


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

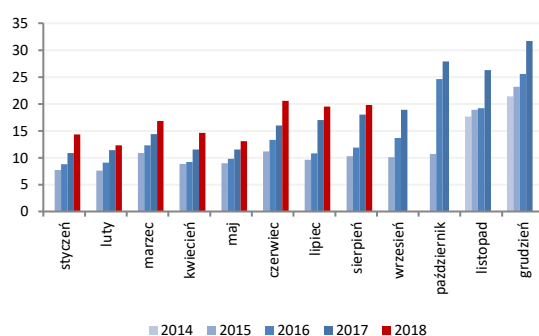
**Przychody w ujęciu miesięcznym przedstawicieli branży odzieżowej [mln PLN]
CCC**



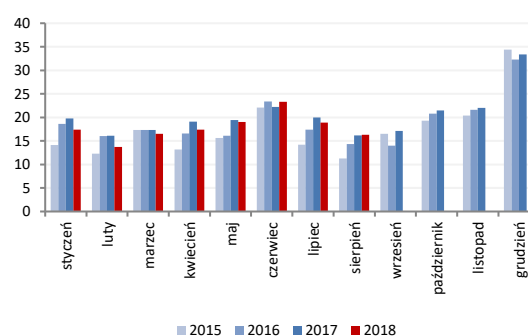
Vistula



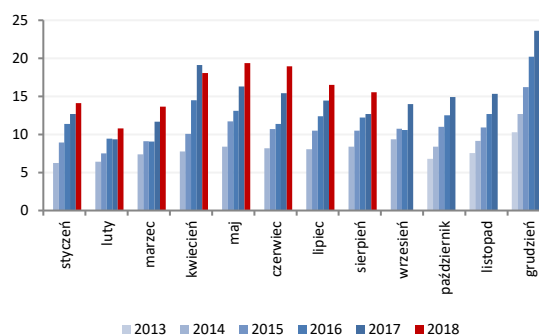
Wittchen



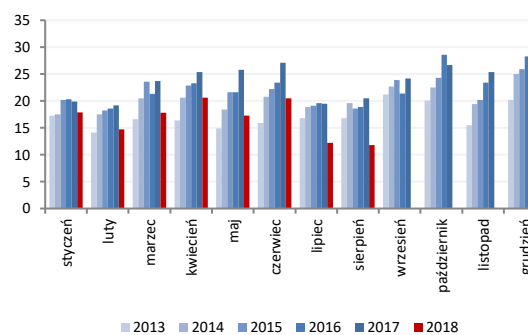
Monnari



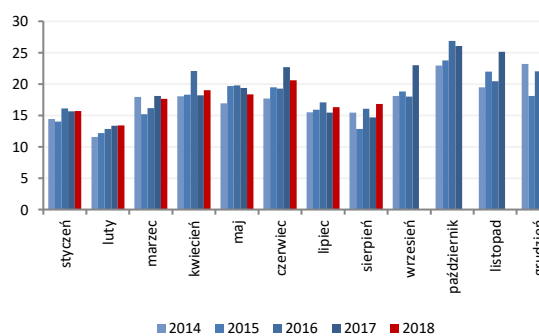
Bytom



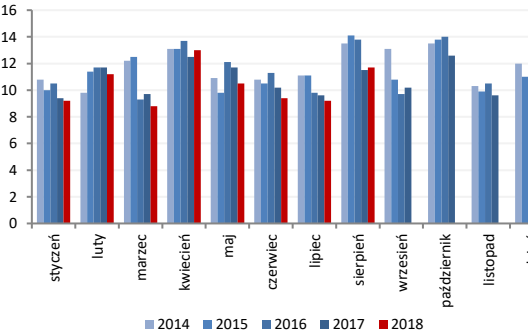
Gino Rossi



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 miałyby obliczać, pobierać i wpłacać właściciele marki) oraz segment e-commerce (w przypadku zakupu od podmiotu działającego zagranicą, przewoźnik byłby zobowiązany do uzyskania od wysyłającego oświadczenia o uiszczeniu podatku).

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

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

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

Zróżnicowanie stawek podatku wg ustawy przyjętej 6 lipca 2016

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

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

ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE

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

Niedziele wyłączone z handlu

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	1 797,0	1 840,6	1 919,7	2 257,9	2 556,6	2 924,8	2 731,0	2 588,8	2 490,3	2 424,4	2 386,1	2 369,0	2 375,8
RzAT	1 258,8	1 292,9	1 347,6	1 488,6	1 308,3	1 170,2	986,1	828,5	692,2	569,4	456,6	349,1	248,0
Wartości niematerialne	37,3	43,5	64,1	271,3	750,3	1 256,6	1 246,9	1 262,2	1 300,1	1 357,0	1 431,5	1 521,9	1 629,8
Wartość firmy	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6
Pozostałe aktywa trwałe	291,3	294,6	298,5	288,4	288,4	288,4	288,4	288,4	288,4	288,4	288,4	288,4	288,4
Aktywa obrotowe	1 768,2	1 839,9	2 287,1	2 896,7	3 058,2	3 502,5	4 522,3	5 374,0	5 713,4	6 044,5	6 359,4	6 666,2	6 966,9
Zapasy	1 319,7	1 164,7	1 472,5	1 642,7	1 817,8	1 970,1	2 100,9	2 286,3	2 474,1	2 667,9	2 868,8	3 078,2	3 298,6
Należności z tyt. dostaw i usług	115,1	165,9	199,6	226,5	251,1	280,5	307,0	334,1	361,5	389,8	419,2	449,8	482,0
Środki pieniężne	224,4	365,8	514,8	729,9	691,7	954,4	1 816,9	2 456,1	2 580,2	2 689,2	2 773,9	2 840,7	2 888,7
Pozostałe aktywa obrotowe	108,9	143,6	100,2	297,6	297,6	297,6	297,6	297,6	297,6	297,6	297,6	297,6	297,6
Aktywa razem	3 565,2	3 680,5	4 206,8	5 154,5	5 614,9	6 427,3	7 253,3	7 962,8	8 203,7	8 468,9	8 745,4	9 035,2	9 342,7
Kapitał własny	1 889,7	2 135,5	2 443,4	2 885,1	3 405,3	4 026,3	4 680,4	5 214,7	5 278,5	5 361,5	5 449,7	5 543,4	5 645,1
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	344,1	269,3	233,1	442,3	207,1	207,1	207,1	207,1	207,1	207,1	207,1	207,1	207,1
Kredyty	284,3	195,0	141,8	235,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zob. długoterminowe	59,8	74,3	91,3	207,1	207,1	207,1	207,1	207,1	207,1	207,1	207,1	207,1	207,1
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	1 331,3	1 275,7	1 530,2	1 827,2	2 002,5	2 193,9	2 365,8	2 541,0	2 718,0	2 900,2	3 088,6	3 284,6	3 490,5
Zob. z tyt. dostaw i usług	721,4	878,3	1 322,6	1 485,4	1 660,6	1 852,1	2 024,0	2 199,1	2 376,2	2 558,4	2 746,8	2 942,8	3 148,7
Kredyty	561,1	315,1	56,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zob. krótkoterminowe	48,9	82,3	151,1	341,8	341,8	341,8	341,8	341,8	341,8	341,8	341,8	341,8	341,8
Pasywa razem	3 565,2	3 680,5	4 206,8	5 154,5	5 614,9	6 427,3	7 253,3	7 962,8	8 203,7	8 468,9	8 745,4	9 035,2	9 342,7
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	5 130,4	6 020,6	7 029,4	8 134,6	9 108,3	10 173,8	11 134,9	12 117,2	13 112,9	14 140,0	15 204,6	16 314,5	17 482,8
Koszty wytworzenia	2 387,5	3 085,4	3 309,5	3 714,1	4 240,2	4 741,6	5 196,9	5 634,1	6 110,1	6 602,8	7 115,2	7 650,9	8 216,2
Wynik brutto ze sprzedaży	2 742,8	2 935,3	3 720,0	4 420,5	4 868,1	5 432,2	5 937,9	6 483,2	7 002,8	7 537,1	8 089,4	8 663,6	9 266,5
Koszty sprzedaży	2 012,4	2 404,4	2 751,8	3 091,4	3 426,5	3 788,3	4 138,3	4 493,4	4 850,9	5 216,7	5 592,1	5 979,8	6 383,3
Koszty zarządu	179,2	203,5	348,1	515,6	606,8	670,9	732,9	795,8	859,1	923,9	990,4	1 059,0	1 130,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-48,5	-98,1	-41,6	-44,7	-27,3	-30,5	-33,4	-36,4	-39,3	-42,4	-45,6	-48,9	-52,4
EBITDA	726,2	496,7	871,9	1 119,0	1 198,7	1 364,3	1 530,6	1 615,2	1 681,9	1 762,4	1 856,1	1 962,8	2 083,7
EBIT	502,7	229,3	578,4	768,9	807,4	942,5	1 033,3	1 157,6	1 253,5	1 354,1	1 461,3	1 575,9	1 700,3
Saldo finansowe	-88,3	-32,3	-14,8	-15,3	-28,1	19,0	62,8	50,0	33,0	34,8	36,4	37,6	38,6
Wynik brutto	414,4	197,0	563,7	753,5	779,4	961,5	1 096,1	1 207,6	1 286,4	1 388,9	1 497,7	1 613,5	1 738,9
Wynik netto	351,3	175,9	440,8	555,3	631,3	778,8	887,8	978,2	1 042,0	1 125,0	1 213,2	1 306,9	1 408,5
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
CF operacyjny	253,9	718,2	893,2	985,0	998,1	1 210,5	1 399,7	1 398,5	1 432,2	1 493,4	1 566,1	1 649,8	1 745,2
CF inwestycyjny	-415,5	-181,4	-383,9	-736,6	-690,0	-790,0	-303,5	-315,4	-330,0	-342,3	-356,4	-369,8	-390,2
CF finansowy	201,2	-393,8	-359,9	-43,4	-346,2	-157,8	-233,6	-443,9	-978,2	-1 042,0	-1 125,0	-1 213,2	-1 306,9
CF netto	39,5	143,0	149,4	205,0	-38,1	262,6	862,5	639,2	124,1	109,0	84,7	66,8	48,0
Środki pieniężne na początek okresu	183,5	223,1	365,8	514,8	729,9	691,7	954,4	1 816,9	2 456,1	2 580,2	2 689,2	2 773,9	2 840,7
Środki pieniężne na koniec okresu	223,1	366,0	515,1	719,8	691,7	954,4	1 816,9	2 456,1	2 580,2	2 689,2	2 773,9	2 840,7	2 888,7

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	7,6%	17,4%	16,8%	15,7%	12,0%	11,7%	9,4%	8,8%	8,2%	7,8%	7,5%	7,3%	7,2%
EBITDA zmiana r/r	-9,5%	-31,6%	75,5%	28,3%	7,1%	13,8%	12,2%	5,5%	4,1%	4,8%	5,3%	5,7%	6,2%
EBIT zmiana r/r	-17,5%	-54,4%	152,3%	32,9%	5,0%	16,7%	9,6%	12,0%	8,3%	8,0%	7,9%	7,8%	7,9%
Wynik netto zmiana r/r	-27,1%	-49,9%	150,5%	26,0%	13,7%	23,4%	14,0%	10,2%	6,5%	8,0%	7,8%	7,7%	7,8%
Marża brutto na sprzedaży	53,5%	48,8%	52,9%	54,3%	53,4%	53,4%	53,3%	53,5%	53,4%	53,3%	53,2%	53,1%	53,0%
Marża EBITDA	14,2%	8,2%	12,4%	13,8%	13,2%	13,4%	13,7%	13,3%	12,8%	12,5%	12,2%	12,0%	11,9%
Marża EBIT	9,8%	3,8%	8,2%	9,5%	8,9%	9,3%	9,3%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,7%	9,7%
Marża brutto	8,1%	3,3%	8,0%	9,3%	8,6%	9,5%	9,8%	10,0%	9,8%	9,8%	9,9%	9,9%	9,9%
Marża netto	6,8%	2,9%	6,3%	6,8%	6,9%	7,7%	8,0%	8,1%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%
ROE	18,6%	8,2%	18,0%	19,2%	18,5%	19,3%	19,0%	18,8%	19,7%	21,0%	22,3%	23,6%	25,0%
ROA	9,9%	4,8%	10,5%	10,8%	11,2%	12,1%	12,2%	12,3%	12,7%	13,3%	13,9%	14,5%	15,1%
Dług	845,3	510,1	198,3	235,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	30,9%	19,3%	7,5%	7,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	44,7%	23,9%	8,1%	8,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	18,0%	14,7%	3,4%	3,6%	4,8%	-0,9%	-4,7%	-2,0%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Dług/Kapitał własny	44,7%	23,9%	8,1%	8,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	620,9	144,4	-316,5	-494,7	-691,7	-954,4	-1816,9	-2456,1	-2580,2	-2689,2	-2773,9	-2840,7	-2888,7
Dług netto/Kapitał własny	32,9%	6,8%	-13,0%	-17,1%	-20,3%	-23,7%	-38,8%	-47,1%	-48,9%	-50,2%	-50,9%	-51,2%	-51,2%
Dług netto/EBITDA	85,5%	29,1%	-36,3%	-44,2%	-57,7%	-70,0%	-118,7%	-152,1%	-153,4%	-152,6%	-149,4%	-144,7%	-138,6%
Dług netto/EBIT	123,5%	63,0%	-54,7%	-64,3%	-85,7%	-101,3%	-175,8%	-212,2%	-205,8%	-198,6%	-189,8%	-180,3%	-169,9%
EV	16 959,3	16 482,8	16 021,9	15 843,6	15 646,6	15 384,0	14 521,5	13 882,3	13 758,2	13 649,2	13 564,5	13 497,7	13 449,7
Dług/EV	5,0%	3,1%	1,2%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	9,6%	4,5%	6,3%	7,3%	7,6%	7,8%	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%
CAPEX/Amortyzacja	219,5%	101,7%	150,5%	170,3%	176,4%	187,3%	61,0%	68,9%	77,0%	83,9%	90,3%	95,6%	101,8%
Amortyzacja/Przychody	4,4%	4,4%	4,2%	4,3%	4,3%	4,1%	4,5%	3,8%	3,3%	2,9%	2,6%	2,4%	2,2%
Zmiana KO/Przychody	-3,5%	4,3%	1,5%	-0,4%	-0,3%	0,1%	0,1%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-50,0%	29,3%	10,2%	-3,1%	-2,5%	0,9%	1,5%	-3,8%	-3,8%	-3,9%	-3,9%	-4,0%	-4,0%

Wskaźniki rynkowe	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S	3,2	2,7	2,3	2,0	1,8	1,6	1,5	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	0,9
P/E	46,5	92,9	37,1	29,4	25,9	21,0	18,4	16,7	15,7	14,5	13,5	12,5	11,6
P/BV	8,6	7,7	6,7	5,7	4,8	4,1	3,5	3,1	3,1	3,0	3,0	2,9	2,9
P/CE	28,4	30,2	17,1	12,7	12,3	9,4	6,0	4,8	4,5	4,3	4,1	3,9	3,8
EV/EBITDA	23,4	33,2	18,4	14,2	13,1	11,3	9,5	8,6	8,2	7,7	7,3	6,9	6,5
EV/EBIT	33,7	71,9	27,7	20,6	19,4	16,3	14,1	12,0	11,0	10,1	9,3	8,6	7,9
EV/S	3,3	2,7	2,3	1,9	1,7	1,5	1,3	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
BVPS	1 020,1	1 152,8	1 319,0	1 557,4	1 838,3	2 173,5	2 526,6	2 815,1	2 849,5	2 894,3	2 941,9	2 992,5	3 047,4
EPS	189,7	95,0	237,9	299,8	340,8	420,4	479,3	528,1	562,5	607,3	654,9	705,5	760,4
CEPS	310,8	292,4	515,8	693,8	714,2	935,6	1 460,1	1 853,9	1 955,4	2 059,0	2 152,3	2 239,0	2 319,8
Dywidenda [mln PLN]	58,0	59,9	65,5	73,3	111,1	157,8	233,6	443,9	978,2	1 042,0	1 125,0	1 213,2	1 306,9
DPS	31,3	32,4	35,4	39,6	60,0	85,2	126,1	239,6	528,1	562,5	607,3	654,9	705,5
Dyideld	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,7%	1,0%	1,4%	2,7%	6,0%	6,4%	6,9%	7,4%	8,0%
Payout ratio	12,0%	17,1%	37,2%	16,6%	20,0%	25,0%	30,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 8 820 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

Krzysztof Brymora
Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.brymora@bdm.pl
[chemia, przemysł drzewny](#)

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	7 641	Redukuj	8 080	24.09.2018	14:30 CEST	8 820	58 238
Redukuj	8 080	Redukuj	8 203	23.05.2018	11:11 CEST	9 350	58 300
Redukuj	8 203	Trzymaj	8 056	12.02.2018	14:08 CEST	9 365	61 953
Trzymaj	8 056	Akumuluj	7 817	07.11.2017	10:03 CEST	8 450	64 566
Akumuluj	7 817	Akumuluj	6 679	01.08.2017	14:40 CEST	6 980	62 596
Akumuluj	6 679	Akumuluj	6 382	02.03.2017	10:03 CEST	5 889	59 646
Akumuluj	6 382	Akumuluj	6 413	15.12.2016	09:11 CEST	5 789	51 358
Akumuluj	6 413	Redukuj	5 659	18.03.2016		5 835	47 833
Redukuj	5 659	Redukuj	6 618	09.12.2015		6 415	45 609
Redukuj	6 618	---	---	19.05.2015		7 580	57 209

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Słabe i silne strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'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	21%	1	100%
Akumuluj	2	14%	0	0%
Trzymaj	2	14%	0	0%
Redukuj	7	50%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

Nota prawna:

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem 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 jakiegokolwiek 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 uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek 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 24.09.2018 roku (14:30 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 27.09.2018 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 wyczytane 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 rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 24.09.2018 roku:

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.