



Dom Maklerski BDM S.A.

LPP

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ
(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 6 618,1 PLN

19 MAJA 2015

LPP historycznie było notowane z wyraźną premią względem podmiotów zagranicznych o zasięgu międzynarodowym (H&M, Inditex). Trend spadkowy na kursie, który trwa od kilku miesięcy, stanowi naszym zdaniem pokłosie kilku czynników. Po pierwsze obecne pułapy cenowe USD/PLN są dla LPP bardzo niekorzystne. W naszej ocenie ubytek marży z tego powodu w '15 wyniesie min. 2 p.p. r/r i nie spodziewamy się, aby w '16 nastąpił powrót do rentowności z lat 2013-14. Struktura zakupów, w której ok. 90% stanowią koszty wyrażone w USD, negatywnie powinna odbić się również na saldzie finansowym w '15 (ujemne różnice kursowe). Wyniki grupy obciąża również sytuacja na rynkach wschodnich, które odpowiadają za ok. 20% całkowitej powierzchni handlowej. Obecna sytuacja gospodarcza na Rosji i Ukrainie zmusiła zarząd spółki do wstrzymania ekspansji w obu państwach (podobnie jak H&M i Inditex), co mocno ogranicza możliwość dynamicznego wzrostu w najbliższych latach. Przeciwnie odbieramy również ostatnie wyniki sprzedażowe, z których wynika, że pomimo dużego przyrostu powierzchni (kilkanaście procent r/r), spółka nie jest w stanie znacząco poprawić obrotu (ostatni raport miesięczny wskazywał na ok. 1% wzrost r/r!), co w naszej opinii jest efektem nie tylko sytuacji na wschodzie, ale także skutkiem nasycenia rynku markami i postępującą kanibalizacją (w podobnym segmencie co Reserved, działają także m.in. H&M, Qubus i Kappahl, z czego ten ostatni zapowiedział wycofanie z rynku polskiego nie widząc potencjału do dalszego rozwoju). W długim terminie obecne tempo przyrostu sieci jest naszym zdaniem nie do utrzymania, a rynek polski może się bardzo szybko nasycić. Sporym wyzwaniem będzie także obniżenie kosztów SG&A w '15 o 10% (tyle zapowiada zarząd, w modelu zakładamy ok. 8% spadek r/r). Dlatego też decydujemy się na rozpoczęcie wydawania rekomendacji dla LPP od zalecenia Redukuj z ceną docelową 6 618,1 PLN.

W bieżącym roku prognozujemy ok. 5,2 mld PLN przychodów (+9,7% r/r). Utrzymująca się presja dolara może spowodować obniżenie marży brutto do 56,3%. Według naszych założeń spółka może osiągnąć 600,8 mln PLN EBIT (-1,4% r/r), co przy zwiększeniu powierzchni handlowej do 845 tys. mkw. na koniec roku wypada dosyć błado. Negatywne różnice kursowe mogą szczególnie mocno oddziaływać na wyniki w 1H15 (szacujemy ok. 63,4 mln PLN ujemnego salda finansowego).

W perspektywie '16-'17 zakładamy, że LPP będzie w stanie powolnie odbudować marżę brutto (w naszym modelu rentowność w '16 wynosi 57,1%, a w '17 ok. 58%). Przyjmujemy również, że na wyniku netto w coraz mniejszym stopniu będzie ciążyło saldo finansowe. Uwzględniamy także otwarcie nowego konceptu modowego, który ma być uruchomiony w '16 (docelowo otwartych ma być ok. 40 sklepów, segment smart casual, skierowany do bardziej wymagających klientów, podobny do Massimo Dutti z grupy Inditex).

W kolejnych latach oczekujemy stopniowego wygaszania tempa rozbudowy sieci i skupienia się na jej utrzymaniu efektywności. W długim terminie spodziewamy się utrzymania rentowności brutto w okolicach 57-58% oraz marży EBIT na poziomie ok. 12-13%. Zakładamy także 1,0% wzrost przychodu jednostkowego z mkw w następnych okresach. Liczymy również, że w następnych latach LPP będzie w stanie zwiększać poziom wypłacanej dywidendy (obecnie ok. 40%).

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	4 116,3	4 769,1	5 250,6	5 976,2	6 672,7	7 320,3
EBITDA [mln PLN]	763,8	802,8	812,5	993,5	1 143,1	1 223,1
EBIT [mln PLN]	615,6	609,2	600,8	766,8	898,2	961,4
Wynik netto [mln PLN]	432,9	482,1	442,3	596,3	707,0	779,6
P/BV	9,2	8,4	6,7	5,5	4,8	4,1
P/E	31,7	28,5	31,0	23,0	19,4	17,6
EV/EBITDA	18,2	17,6	17,2	13,8	11,8	10,8
EV/EBIT	22,6	23,2	23,2	17,9	15,0	13,7
DPS	85,8	95,0	32,0	97,8	164,7	195,3

Wycena końcowa [PLN]	6 618,1
Potencjał do wzrostu / spadku	-12,7%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	7 580,2
Kapitalizacja [mln PLN]	13 718,0
Ilość akcji [mln. szt.]	1,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	8 830,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	6 500,0
Stopa zwrotu za 3 mc	-5,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	-22,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-2,0%
Akcjonariat (% głosów):	
Marek Piechocki	9,7%
Jerzy Lubianiec	9,7%
Monistor Limited	11,1%
Pozostali	69,6%

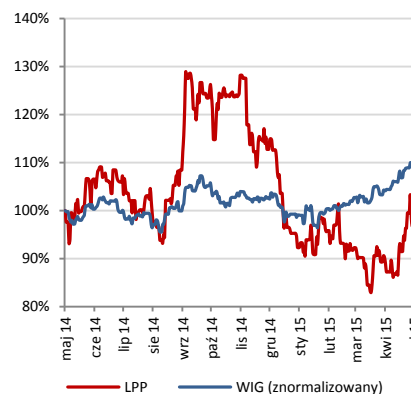
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	9
WYNIKI ZA 1Q'2015	10
WYNIKI KRAJOWYCH SPÓŁEK ODZIEŻOWYCH W 1Q'15	14
PROGNOZA NA 2015	17
OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI	22
LPP NA TLE H&M I INDITEX	23
OTOCZENIE RYNKOWE	27
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	30

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny LPP dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 50% wagi, podobnie jak metodzie porównawczej. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 6 546,8 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 6 689,4 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 11 976,9 mln PLN, czyli **6 618,1 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN
A	Wycena DCF	11 847,9	6 546,8
B	Wycena porównawcza	12 106,0	6 689,4
C = (50%*A + 50%*B)	Wycena końcowa	11 976,9	6 618,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

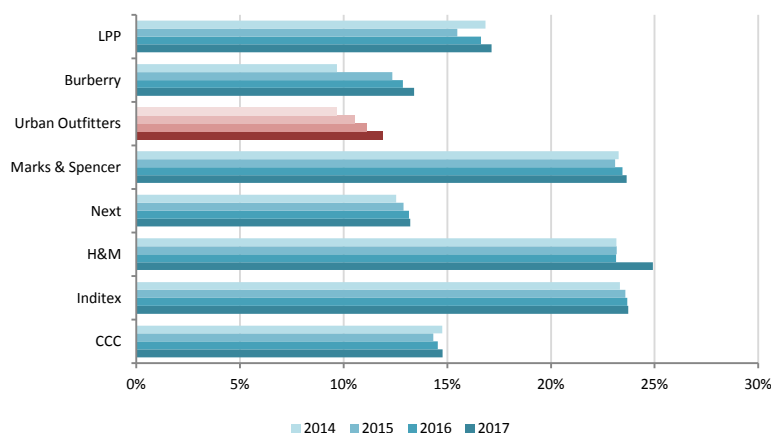
Rok 2015 dla LPP stoi pod znakiem wielu negatywnych wyzwań. Duża presja USD powinna mocno odbić się na marży brutto grupy (spadek o minimum 2 p.p. r/r, przy obecnej sytuacji na rynku handlowym ciężko spodziewać się przetrwania kosztów zakupu na klientów) i pomimo wzrostu przychodów do ok. 5,3 mld PLN oraz starań obniżenia kosztów okołosklepowych, może spowodować osiągnięcie 813,8 mln PLN EBITDA (co oznaczałoby utrzymanie zeszłorocznego pułapu). Na poziomie netto oczekujemy natomiast spadku o ok. 8,4% do 442,3 mln PLN (negatywny wpływ różnic kursowych w 1H'15, w modelu nie przewidujemy także one-off'ów podatkowych).

W perspektywie '16-'17 zakładamy, że LPP będzie w stanie powoli odbudować marżę brutto (w naszym modelu rentowność w '16 wynosi 57,1%, a w '17 ok. 58%). Przyjmujemy również, że na wyniku netto w coraz mniejszym stopniu będzie ciążyło saldo finansowe. Uwzględniamy także otwarcie nowego konceptu modowego, który ma być uruchomiony w '16 (docelowo otwartych ma być ok. 40 sklepów, segment smart casual, skierowany do bardziej wymagających klientów, podobny do marki Massimo Dutti z grupy Inditex).

W kolejnych latach oczekujemy spadku dynamiki rozbudowy sieci i skupienia się na jej utrzymaniu efektywności. W długim terminie spodziewamy się utrzymania rentowności brutto w okolicach 57-58% oraz marży EBIT na poziomie ok. 12-13%. Zakładamy także 1,0% wzrost przychodu jednostkowego z mkw w następnych okresach. Liczymy również, że w następnych latach LPP będzie w stanie zwiększać poziom wypłacanej dywidendy (obecnie ok. 40%).

Niestety trudna sytuacja na rynkach wschodnich, wiążące się z tym wstrzymanie tempa rozwoju w Rosji i na Ukrainie, presja USD na marżę brutto i postępująca kanibalizacja sieci w Polsce, powodują, że pomimo starań obniżenia kosztów okołosklepowych, obecne pułapy cenowe ciągle uważamy za mało atrakcyjne w przypadku LPP. Sądzymy również, że utrzymująca się premia do podmiotów zagranicznych o podobnym charakterze i skali działalności jest obecnie nieuzasadniona. Dlatego też decydujemy się na rozpoczęcie wydawania rekomendacji dla LPP od zalecenia Redukuj z ceną docelową 6 618,1 PLN. Implikuje ona wskaźniki P/E'15-'16 w przedziale 27,1-20,1x oraz EV/EBITDA na lata 2015-16 na poziomach 15,0-12,1x.

Porównanie marż EBITDA dla grupy porównawczej



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 2015 marża brutto ze sprzedaży będzie mieścić się w przedziale 55-56%, co wynika z dużej presji kursu USD/PLN. W kolejnych latach zakładamy, że LPP będzie w stanie powrócić do rentowności na poziomie 57-58%.
- Przyjmujemy również, że w latach 2015-17 LPP zwiększy powierzchnię handlową do 1055 tys. mkw na koniec '17 względem 722 tys. mkw na koniec 4Q'14.
- W naszym modelu przyjęliśmy długoterminowy wzrost przychodów z mkw na poziomie 1,0% na wszystkich rynkach.
- Spodziewamy się, że w latach 2015-16 LPP utrzyma dotychczasowy poziom wypłaty dywidendy. Oczekujemy jednak, że wraz z coraz niższą dynamiką wzrostu powierzchni handlowej spółka będzie w stanie zwiększyć % wypłacanego zysku.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Przyjmujemy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19%.
- Wpływ zmiany kursów walutowych na EBIT przedstawiliśmy w osobnej tabeli (patrz: poniżej).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2024 roku na poziomie 3%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2024 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 1,8 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 19.05.2015

Metoda DCF dała wartość spółki LPP na poziomie 11 847,9 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 6 546,8 PLN.

Wrażliwość EBIT na zmianę kursów walutowych*

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
-10%	-25,5	-58,6	-74,6	-86,5	-98,3	-110,8	-123,6	-136,3	-148,9	-161,3
-5%	-8,8	-20,6	-26,2	-30,3	-34,4	-38,8	-43,2	-47,6	-52,0	-56,3
kurs bazowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+5%	8,8	21,0	26,6	30,8	34,9	39,3	43,8	48,2	52,6	57,0
+10%	27,2	66,0	83,6	96,6	109,6	123,3	137,3	151,1	164,9	178,5

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

Model DCF

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	5 250,6	5 976,2	6 672,7	7 320,3	7 949,4	8 571,3	9 178,8	9 773,1	10 355,6	10 927,8
EBIT [mln PLN]	600,8	766,8	898,2	961,4	1 022,4	1 084,4	1 150,4	1 214,1	1 276,4	1 337,8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	114,2	145,7	170,7	182,7	194,3	206,0	218,6	230,7	242,5	254,2
NOPLAT [mln PLN]	486,7	621,1	727,5	778,7	828,2	878,4	931,8	983,4	1 033,9	1 083,6
Amortyzacja [mln PLN]	211,7	226,8	244,9	261,7	272,5	281,2	286,9	289,7	291,0	291,4
CAPEX [mln PLN]	-337,2	-333,2	-326,8	-321,7	-316,7	-311,7	-301,3	-296,9	-292,7	-288,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-113,7	-84,1	-81,4	-74,7	-65,1	-67,3	-64,6	-62,0	-62,5	-60,7
FCF [mln PLN]	247,5	430,5	564,3	644,0	718,8	780,6	852,8	914,2	969,7	1 025,5
DFCF [mln PLN]	235,6	377,8	455,8	478,5	490,9	489,8	491,4	483,4	470,5	456,5
Suma DFCF [mln PLN]	4 430,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	17 560,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	7 817,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	12 247,4									
Dług netto [mln PLN]	399,5									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	11 847,9									
Ilość akcji [tys.]	1,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	6 546,8									

Przychody zmiana r/r	10,1%	13,8%	11,7%	9,7%	8,6%	7,8%	7,1%	6,5%	6,0%	5,5%
EBIT zmiana r/r	-1,4%	27,6%	17,1%	7,0%	6,3%	6,1%	6,1%	5,5%	5,1%	4,8%
FCF zmiana r/r	45,9%	74,0%	31,1%	14,1%	11,6%	8,6%	9,3%	7,2%	6,1%	5,8%
Marża EBITDA	15,5%	16,6%	17,1%	16,7%	16,3%	15,9%	15,7%	15,4%	15,1%	14,9%
Marża EBIT	11,4%	12,8%	13,5%	13,1%	12,9%	12,7%	12,5%	12,4%	12,3%	12,2%
Marża NOPLAT	9,3%	10,4%	10,9%	10,6%	10,4%	10,2%	10,2%	10,1%	10,0%	9,9%
CAPEX / Przychody	6,4%	5,6%	4,9%	4,4%	4,0%	3,6%	3,3%	3,0%	2,8%	2,6%
CAPEX / Amortyzacja	159,3%	146,9%	133,4%	122,9%	116,2%	110,8%	105,0%	102,5%	100,6%	99,1%
Zmiana KO / Przychody	2,2%	1,4%	1,2%	1,0%	0,8%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	23,6%	11,6%	11,7%	11,5%	10,4%	10,8%	10,6%	10,4%	10,7%	10,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
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	84,1%	88,5%	92,0%	93,8%	95,3%	96,6%	98,1%	99,0%	99,6%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	15,9%	11,5%	8,0%	6,2%	4,7%	3,4%	1,9%	1,0%	0,4%	0,0%
WACC	8,3%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	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								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	5 053,5	5 363,0	5 745,6	6 230,5	6 254,5	7 731,8	8 985,9	10 962,0	14 535,5
	0,8	4 766,9	5 037,3	5 367,9	5 781,6	6 314,0	7 024,7	8 021,4	9 520,4	12 028,8
	0,9	4 506,4	4 743,7	5 031,2	5 386,5	5 837,1	6 427,1	7 233,0	8 399,8	10 240,1
	1,0	4 268,7	4 477,9	4 729,1	5 036,3	5 420,8	5 915,7	6 576,6	7 504,1	8 899,7
	1,1	4 051,0	4 236,2	4 456,7	4 723,9	5 054,2	5 473,2	6 021,9	6 771,8	7 858,2
	1,2	3 851,1	4 015,5	4 210,0	4 443,5	4 729,2	5 086,7	5 547,1	6 162,2	7 025,7
	1,3	3 666,9	3 813,4	3 985,5	4 190,6	4 439,1	4 746,4	5 136,2	5 646,9	6 345,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
premia za ryzyko	3,00%	5 370,2	5 726,3	6 171,7	6 744,7	7 509,4	8 581,4	10 192,3	12 885,0	18 300,1
	4,00%	4 766,9	5 037,3	5 367,9	5 781,6	6 314,0	7 024,7	8 021,4	9 520,4	12 028,8
	5,00%	4 268,7	4 477,9	4 729,1	5 036,3	5 420,8	5 915,7	6 576,6	7 504,1	8 899,7
	6,00%	3 851,1	4 015,5	4 210,0	4 443,5	4 729,2	5 086,7	5 547,1	6 162,2	7 025,7
	7,00%	3 496,7	3 627,6	3 780,5	3 961,4	4 178,6	4 444,4	4 777,2	5 205,7	5 778,5
	8,00%	3 192,5	3 298,1	3 420,0	3 562,3	3 730,6	3 932,8	4 180,3	4 490,1	4 889,3
	9,00%	2 929,2	3 015,1	3 113,4	3 226,8	3 359,3	3 516,1	3 704,4	3 935,0	4 223,6

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%	13 345,8	12 109,1	11 072,9	10 192,3	9 434,7	8 776,2	8 198,5	7 687,8	7 233,0
	4,00%	10 763,9	9 675,2	8 776,2	8 021,4	7 378,9	6 825,5	6 343,9	5 921,2	5 547,1
	5,00%	8 985,9	8 021,4	7 233,0	6 576,6	6 021,9	5 547,1	5 136,2	4 777,2	4 460,9
	6,00%	7 687,8	6 825,5	6 125,9	5 547,1	5 060,6	4 646,0	4 288,6	3 977,6	3 704,4
	7,00%	6 699,0	5 921,2	5 293,7	4 777,2	4 344,7	3 977,6	3 662,1	3 388,3	3 148,4
	8,00%	5 921,2	5 213,9	4 646,0	4 180,3	3 791,7	3 462,8	3 180,9	2 936,7	2 723,4
	9,00%	5 293,7	4 646,0	4 127,9	3 704,4	3 352,1	3 054,6	2 800,1	2 580,2	2 388,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-17 dla wybranych spółek z branży odzieżowej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty zagraniczne oraz CCC (jedyna krajowa spółka poza LPP o zasięgu międzynarodowym), co naszym zdaniem oddaje charakter działalności LPP. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena LPP metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **6 689,4 PLN**.

Wycena porównawcza względem podmiotów o zasięgu międzynarodowym

	P/E			EV/EBITDA		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
CCC	24,3	20,3	18,0	16,7	13,7	11,1
Inditex	34,3	30,7	27,5	20,0	17,9	15,9
H&M	22,7	20,6	19,6	14,7	13,5	11,4
Next	20,6	19,5	17,6	14,4	13,7	12,3
Marks & Spencer	22,7	21,0	19,4	11,2	10,4	10,1
Urban Outfitters	20,9	18,5	15,0	9,1	7,9	5,8
Burberry Group	21,0	18,9	17,3	11,3	9,9	8,9
Mediana	22,7	20,3	18,0	14,4	13,5	11,1
LPP	31,5	23,4	19,7	17,4	14,0	12,0
Premia/dyskonto	39,1%	15,2%	9,4%	21,4%	4,3%	7,6%
Wycena wg wskaźnika	5 537,9	6 683,5	7 040,1	6 321,5	7 385,4	7 168,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		6 420,5			6 958,3	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa [PLN]		6 689,4				

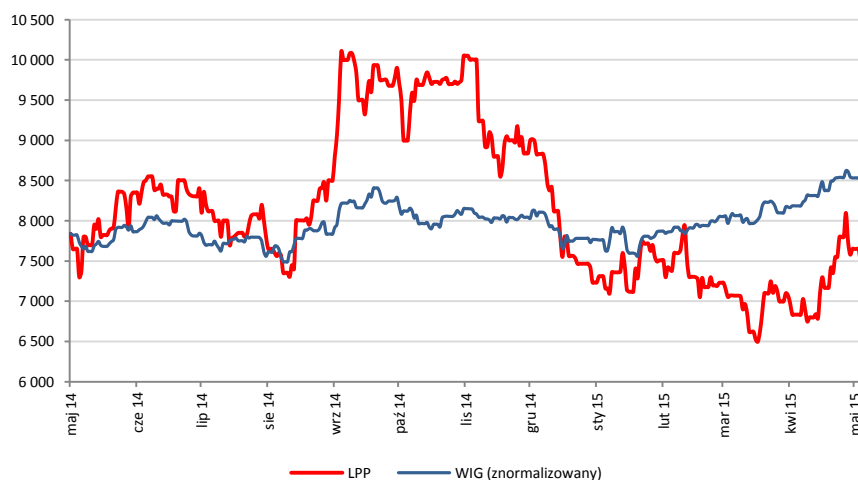
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

LPP na tle krajowych spółek odzieżowych

	P/E			EV/EBITDA		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
CCC	28,9	24,3	20,3	19,8	16,7	13,7
Gino Rossi	13,1	10,8	9,3	7,5	6,7	6,3
Vistula	15,3	13,0	11,4	9,1	8,1	7,1
Monnari	15,1	13,4	11,9	10,1	8,8	7,5
Solar	8,9	7,4	6,5	3,1	2,7	2,5
Wojas	11,0	9,1	7,5	6,7	5,9	5,1
Redan	10,1	7,4	5,4	3,1	2,6	2,0
Bytom	15,5	13,7	11,0	10,6	8,0	7,2
Mediana	14,1	11,9	10,1	8,3	7,4	6,7
LPP	31,9	23,7	20,0	17,7	14,2	12,1
Premia/dyskonto	125,9%	99,3%	96,6%	113,1%	92,3%	81,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

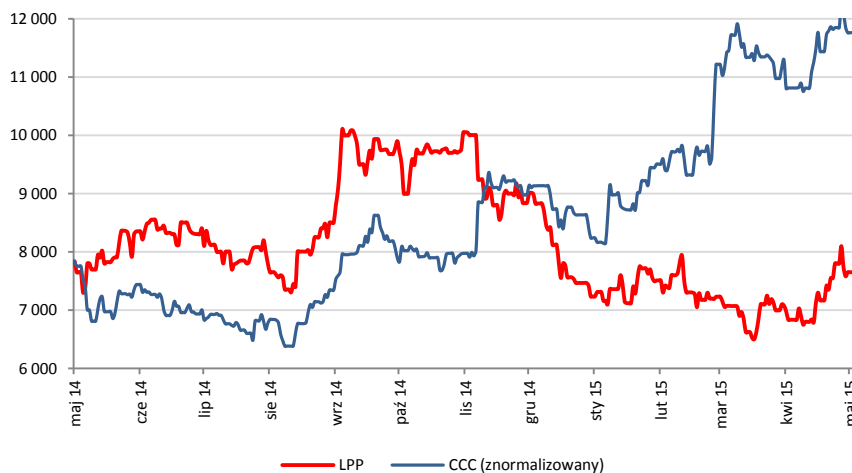
Zachowanie kursu na tle WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Presja USD/PLN spowodowała znaczny ubytek marży detalicznej, co przełożyło się na dużo słabsze zachowanie kursu LPP niż indeks szerokiego rynku.

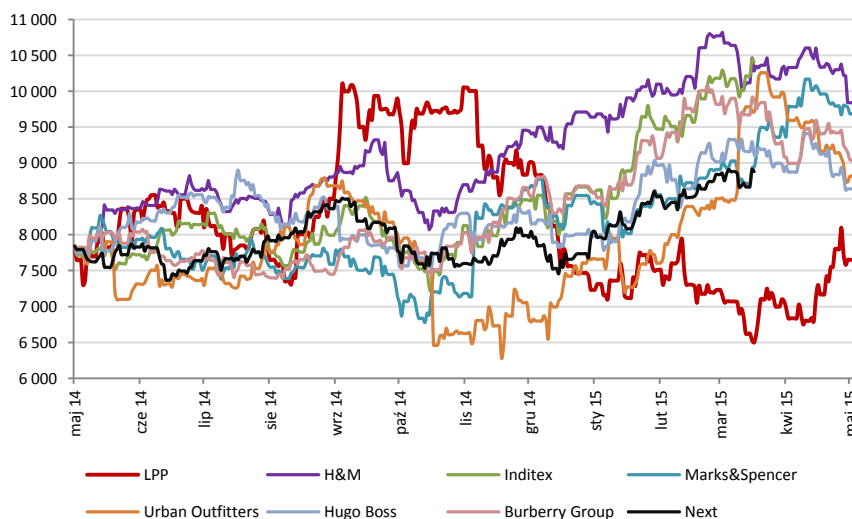
Zachowanie kursu na tle CCC



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Niska dynamika przychodów miesięcznych LPP skutkowała także dużo gorszym zachowaniem kursu spółki względem CCC.

Zachowanie kursu na tle podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **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 należy oczekiwać ok. 17-18% dynamiki r/r.
- **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).
- **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 dość niskie, co powoduje, że w dłuższej perspektywie LPP może być zmuszony do dalszego zwiększenia nakładów na marketing i promocję.

WYNIKI ZA 1Q'2015

Wyniki LPP w 1Q'15 można uznać za mocno rozczarowujące. Pomimo rozbudowy powierzchni handlowej o ok. 22,9% r/r do 748,2 tys. m², przychody grupy wzrosły jedynie o 6,5% do poziomu 1 002,6 mln PLN. Złożyły się na to presja deflacyjna w Polsce, spadająca sprzedaż z mkw oraz osłabienie popytu w Rosji i na Ukrainie. Duże zastrzeżenie można również mieć patrząc na wynik brutto ze sprzedaży. LPP odnotowało spadek marży o 2,3 p.p. do 54,2% (rentowność odbiega od publikacji raportów miesięcznych, ponieważ spółka zmieniła ceny transakcji wewnątrz grupy), co jest efektem presji kursu USD/PLN oraz mocnych wyprzedaży kolekcji zimowej. Na poziomie EBITDA spółka zanotowała spadek do 74,1 mln PLN (-19,0% r/r). Lepszy niż można było przypuszczać jest efekt obniżenia kosztów około sklepowych o ok. 12% r/r. Strata netto wyniosła 37,3 mln PLN, co nie zdarzyło się od momentu debiutu gdańskiej grupy na rynku głównym GPW.

Wysoką dynamikę przychodów pokazały jedynie Sinsay (+73,5% r/r), jednak była ona niższa od przyrostu powierzchni handlowej (+88% r/r). Pozostałe marki odnotowały maksymalnie 14% wzrosty (tylko House, pozostałe brandy <5% r/r), co przy tak dużej rozbudowie poszczególnych sieci i powierzchni, jest wynikiem wysoce niezadowolającym. Zwracamy uwagę, że przychód jednostkowy w przeliczeniu na mkw uległ znacznemu obniżeniu (Reserved – 19,9%, Cropp -11,9%, Mohito -29,8%). W naszej ocenie na krajowym rynku kluczowe okazały się ciepła zima, niesprzyjająca sprzedaży kolekcji zimowej, a tym samym powodująca mocne wyprzedaży oraz duży udział rynków wschodnich.

Wyniki LPP za 1Q'15 [mln PLN]

	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r	2014	zmiana r/r
Przychody	945,0	1 002,6	6,1%	3 223,8	4 116,3	27,7%	4 769,1	15,9%
Wynik brutto ze sprzedaży	537,6	543,4	1,1%	1 827,1	2 409,2	31,9%	2 791,9	15,9%
EBITDA	91,4	74,1	-19,0%	563,4	763,8	35,6%	802,8	5,1%
EBIT	48,4	23,7	-51,0%	454,4	615,6	35,5%	609,2	-1,0%
Wynik netto	-14,3	-37,3	-	354,0	432,9	22,3%	482,1	11,4%
marża brutto ze sprzedaży	56,9%	54,2%		56,7%	58,5%		58,5%	
marża EBITDA	9,7%	7,4%		17,5%	18,6%		16,8%	
marża EBIT	5,1%	2,4%		14,1%	15,0%		12,8%	
marża netto	-	-		11,0%	10,5%		10,1%	

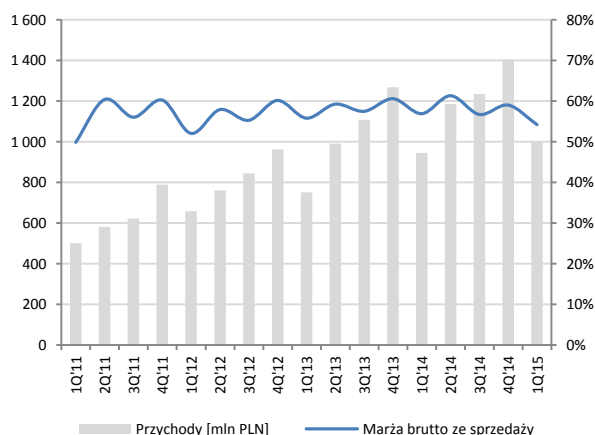
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody wg marek [mln PLN]

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15
Przychody wg marki	657,9	760,1	843,6	962,1	750,8	991,0	1107,5	1267,0	945,0	1185,1	1234,2	1404,7	1002,6
Reserved	371,2	411,0	426,7	505,3	393,0	501,4	544,4	635,1	479,2	576,1	579,8	676,0	492,8
Cropp	111,2	139,1	160,2	169,9	124,7	170,1	193,0	199,2	136,3	194,1	220,9	220,0	142,4
House	80,0	104,1	113,7	138,7	93,1	133,2	145,3	174,7	111,5	157,8	164,9	200,0	127,1
Mohito	41,0	59,3	68,6	90,5	83,0	108,0	121,7	143,7	111,9	131,6	133,6	146,0	114,6
Sinsay	0,0	0,0	0,0	0,0	2,1	13,0	22,2	36,7	33,4	55,1	58,6	78,0	58,0
e-commerce	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	6,9	6,6	11,5	12,4	16,1	12,8	23,4	18,0
Outlety	54,5	46,6	74,4	57,7	53,2	58,4	74,3	66,1	60,3	54,3	63,6	61,3	49,7
Liczba sklepów	917	978	1 005	1 077	1 102	1 179	1 213	1 320	1 334	1 488	1 453	1 516	1 567
Reserved	311	325	330	344	346	361	364	386	382	410	413	425	444
Cropp	264	276	282	295	298	311	320	337	333	379	357	366	371
House	224	235	242	259	258	264	272	292	292	326	301	308	315
Mohito	106	125	139	161	170	188	191	219	226	243	246	256	265
Sinsay	0	0	0	0	13	36	44	62	77	104	113	129	140
Outlet	12	17	12	18	17	19	22	24	24	26	23	32	32
Powierzchnia sieci	354,6	381,1	393,5	433,0	453,0	503,0	517,0	591,0	609,0	675,0	682,0	722,0	747,7
Reserved	218,2	230,7	235,4	252,0	258,0	279,0	288,0	323,0	327,0	359,0	368,0	390,0	403,8
Cropp	60,0	64,6	66,0	72,0	74,0	83,0	82,0	91,0	93,0	104,0	102,0	105,0	106,4
House	52,0	55,9	57,8	63,0	66,0	71,0	71,0	80,0	83,0	91,0	87,0	89,0	90,4
Mohito	20,5	26,0	30,6	39,0	43,0	52,0	54,0	67,0	71,0	77,0	78,0	83,0	86,8
Sinsay	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	10,0	13,0	21,0	26,0	35,0	38,0	44,0	48,5
Outlet	3,9	3,9	3,7	7,0	8,0	8,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	11,0	11,8
Przychód jednostkowy [tys. PLN/mkw]													
Reserved	5,5	5,5	5,5	5,8	4,4	5,0	5,2	5,1	3,8	3,9	3,8	4,1	2,7
Cropp	7,0	7,8	8,6	8,0	5,7	6,6	7,4	6,5	4,4	4,9	6,1	5,7	3,6
House	6,9	7,9	8,1	8,5	5,5	7,1	7,5	7,5	4,6	5,3	6,3	7,3	4,5
Mohito	18,9	18,2	16,1	14,4	11,4	11,0	11,8	9,8	7,0	7,0	7,0	6,9	5,0
Sinsay	-	-	-	-	40,4	36,1	38,8	28,2	16,7	15,1	13,6	13,7	8,5

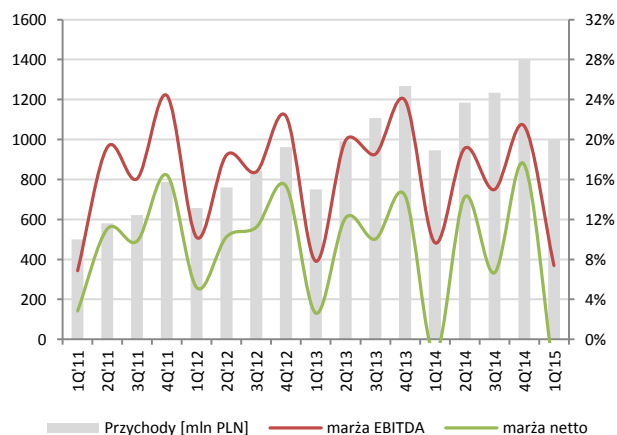
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



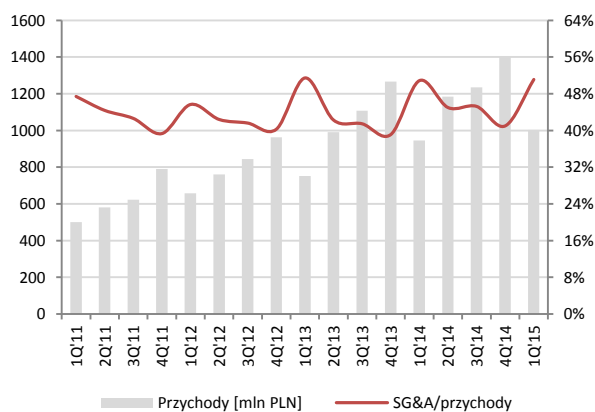
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marże EBITDA i netto



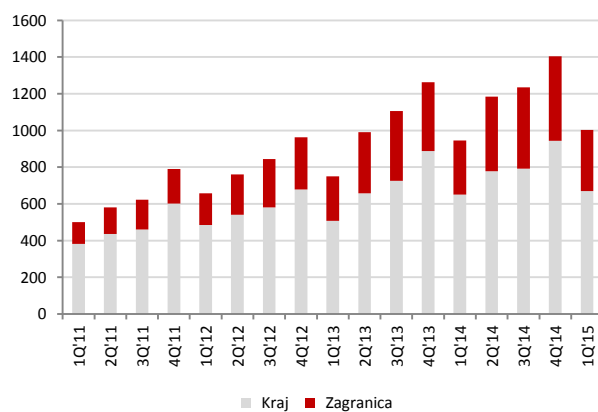
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody [mln PLN]



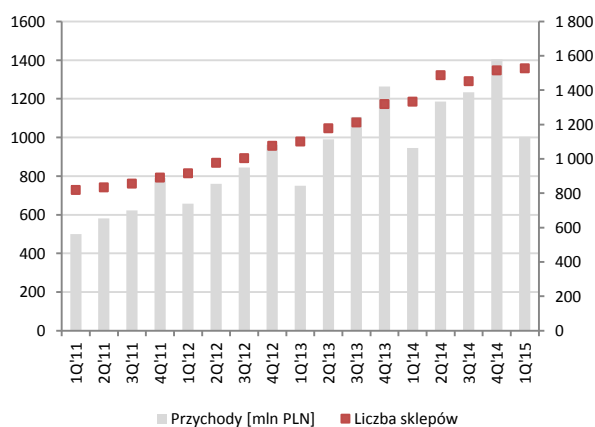
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody LPP w ujęciu geograficznym [mln PLN]



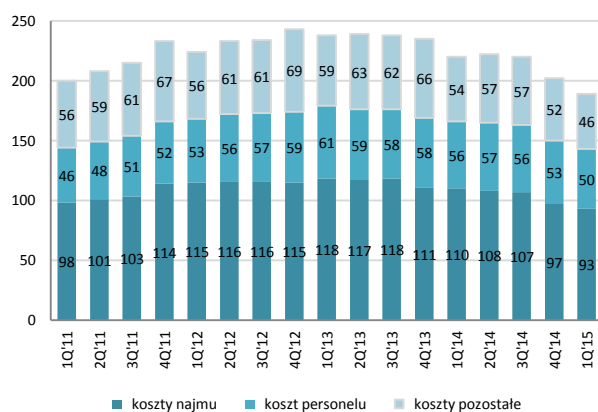
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody a rozwój sieci



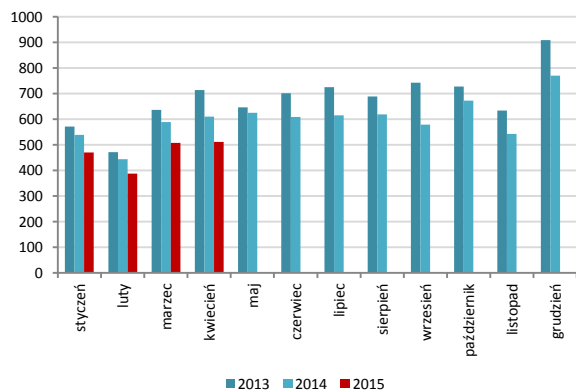
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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



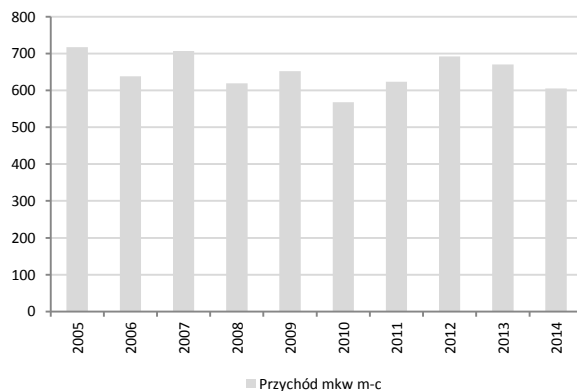
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody z mkw w ujęciu miesięcznym



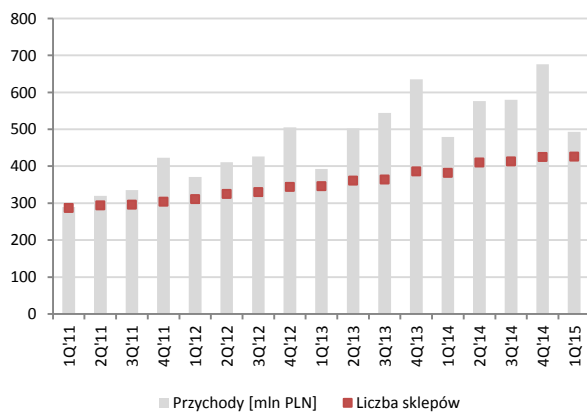
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody z mkw w kolejnych latach



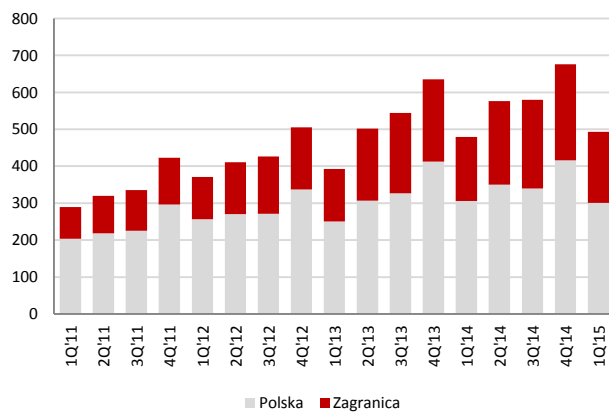
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Reserved



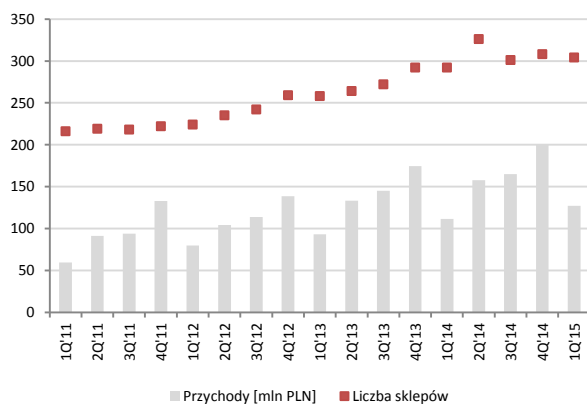
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Reserved w ujęciu geograficznym



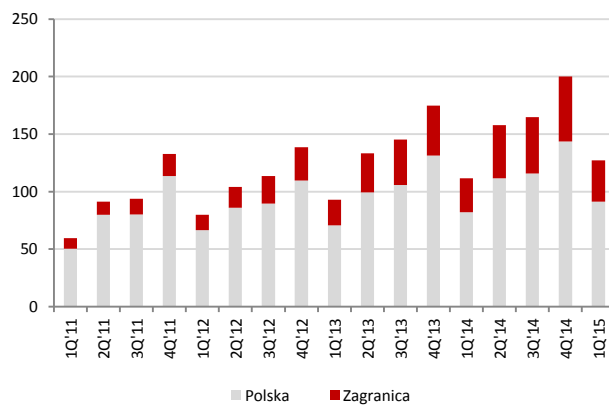
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój House



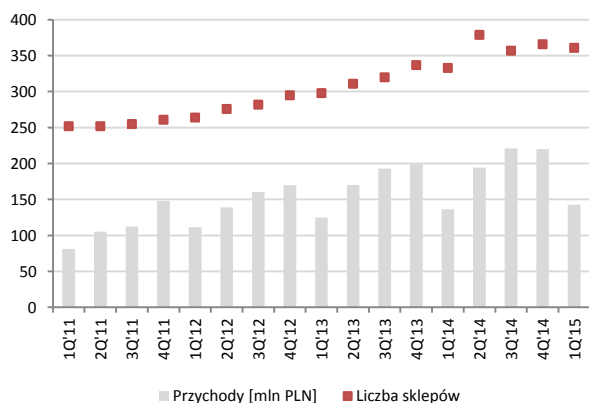
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody House w ujęciu geograficznym



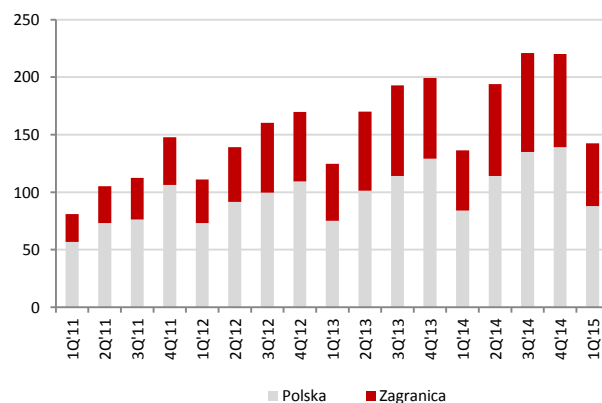
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Cropp



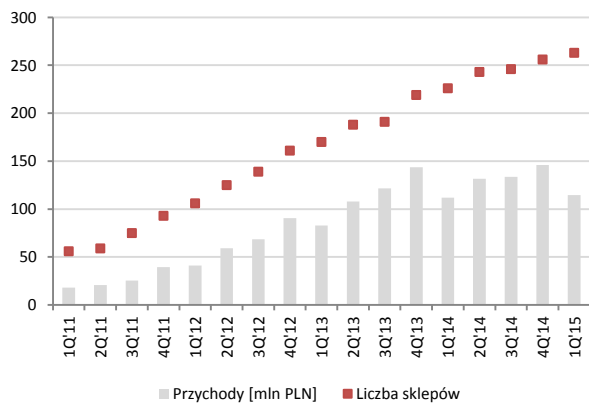
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Cropp w ujęciu geograficznym



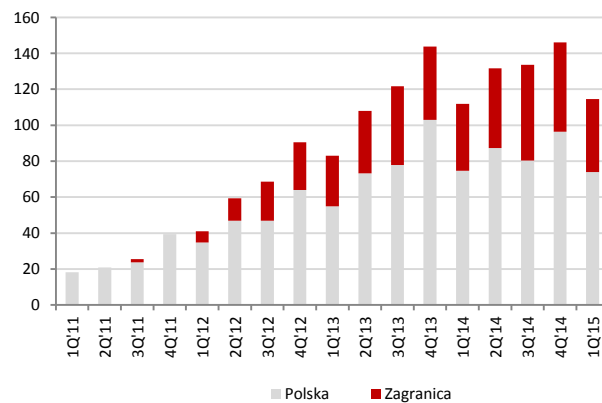
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Mohito



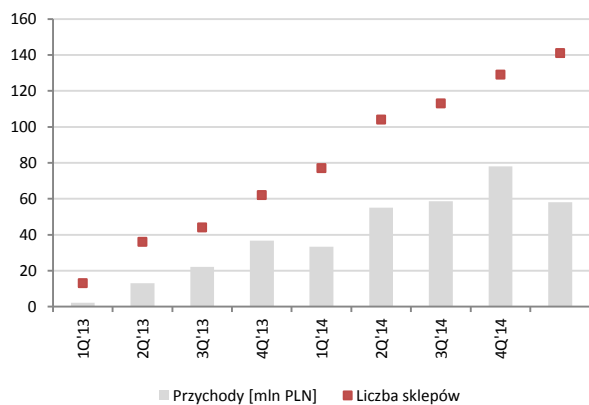
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Mohito w ujęciu geograficznym



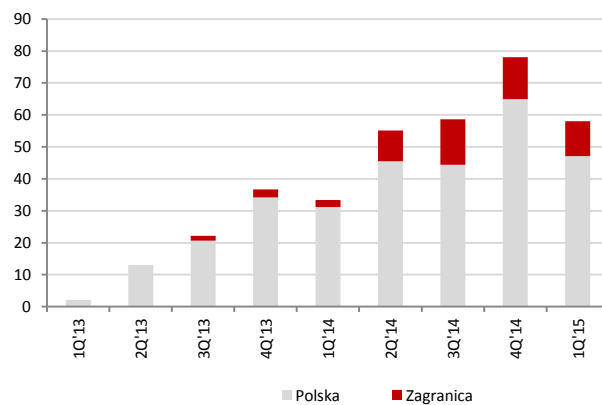
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Sinsay



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Sinsay w ujęciu geograficznym



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki krajowych spółek odzieżowych w 1Q'15

Wyniki Bytomia w 1Q'15 były zdecydowanie lepsze r/r. Przychody ze sprzedaży wzrosły do 26,2 mln PLN (+24,8% r/r). Jednocześnie spółce udało się poprawić marżę brutto do 49,6% (+2,5 p.p. r/r). Znaczna poprawa była zauważalna na poziomie EBITDA, która wyniosła 1,2 mln PLN, a jednostkowy wynik netto był bliski 0,5 mln PLN. W naszej opinii tak dobre wyniki były efektem nie tylko rozbudowy sieci, ale także poprawą jej efektywności i dobrym przyjęciem kolekcji spółki (pozytywnie odbieramy również wyniki sprzedażowe z kwietnia – 9,8 mln PLN obrotu w sieci detalicznej). Również w przypadku CCC 1Q'15 należy odbierać dosyć dobrze. Lider obuwniczy uzyskał 431,9 mln PLN przychodów (+20,1% r/r), przy jednocześnie rentowności brutto 51,6%. Niewielki ubytek marży, pomimo wzrostu kursu USD/PLN, spółka zawdzięcza spółkom zagranicznym (ceny produktów poza Polską są wyższe). Na poziomie EBITDA CCC osiągnęło 24,1 mln PLN, a wynik netto wzrósł do 6,4 mln PLN (spółka wykazała 5,5 mln PLN korzyści podatkowych). Uwagę zwraca także lepszy cash flow operacyjny, szczególnie w części kapitału obrotowego (zmiana stanu zapasów wyniosła „jedynie” -59,5 mln PLN w 1Q'15 vs -107,8 mln PLN w 1Q'14, mniejszy przyrost należności. Duża poprawa wyników jest zauważalna w przypadku Vistuli. Skonsolidowane przychody grupy wzrosły o blisko 17,2% r/r do poziomu 103,2 mln PLN (w tym 64,0 mln PLN z segmentu odzieżowego), a wynik brutto ze sprzedaży podniósł się do 53,3 mln PLN (poprawa marży o 0,6 p.p. r/r). Na poziomie operacyjnym grupa odnotowała wzrost do 1,1 mln PLN (ok. 2,4 mln PLN EBIT wypracował segment jubilerski). Strata netto wyniosła 2,0 mln PLN (vs -2,5 mln PLN w 1Q'14). W przypadku Redanu wyniki finansowe można uznać za mocno rozczarowujące. Przychody ze sprzedaży wzrosły o ok. 10,5 % r/r do 114,5 mln PLN, z czego blisko 60,9 mln PLN wypracował segment dyskontowy (sieć TextilMarket). Marża brutto obniżyła się do 40,8%, co wynikało z obniżenia rentowności TXM (-1,1 p.p. r/r). Spowodowało to wygenerowanie ok. 1,2 mln PLN straty EBITDA. Na wynikach mocno odcisnęły się również różnice kursowe, które wyniosły -1,8 mln PLN w 1Q'15 (konsekwencja umocnienia USD względem PLN). Słabiej zaprezentował się również cash flow operacyjny, który był bliski -18,8 mln PLN (vs -14,3 mln PLN rok wcześniej). Pomimo wzrostu przychodów o ok. 10,2% r/r przeciętne rezultaty przedstawiło Gino Rossi. Spółka starała się wprowadzać wyprzedaże, które miały na celu zejście z zapasów z kolekcji jesień-zima. Niestety spowodowało to 2,5% ubytek marży brutto. Wynik EBITDA spadł do 2,2 mln PLN (-22,6% r/r), a na poziomie netto Gino Rossi poniosło blisko 0,9 mln PLN stratę. Znacznie lepszych wyników można było oczekiwać także w przypadku Solara i Wojasa. Przychody poznańskiego detalisty były niemal płaskie r/r i wyniosły 34,5 mln PLN. Dużo niższa okazała się jednak marża brutto, która spadła aż o 4,4 p.p. r/r. Na dużym minusie znalazł się również wynik operacyjny (strata rzędu 2,2 mln PLN, wywołana m.in. wzrostem kosztów z tyt. wynagrodzeń). Strata netto Solara była bliska 2,0 mln PLN. Uwagę zwraca także słabszy niż przed rokiem cash flow operacyjny (-10,9 mln PLN w 1Q'15 vs -9,2 mln PLN w 1Q'14). Dużo wyższe oczekiwania towarzyszyły wynikom Wojasa. Przychody ze sprzedaży spółki w 1Q'15 spadły o 5,7% r/r do 41,9 mln PLN, a wynik brutto ze sprzedaży obniżył się o 1,1 mln PLN do 19,5 mln PLN (rentowność brutto została utrzymana na poziomie 46,6%). Duży wzrost kosztów SG&A (ok. 0,8 mln PLN) spowodował, że na poziomie EBITDA grupa wypracowała jedynie 1,4 mln PLN zysku (-1,8 mln PLN r/r). Strata netto była bliska 2,2 mln PLN (głównie przez negatywne różnice kursowe w wys. 2,0 mln PLN).

Wyniki wybranych spółek z branży odzieżowej w 1Q'15 – cz. 1

	Bytom			Vistula			Gino Rossi			Solar		
	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r
Przychody	21,0	26,2	24,8%	88,1	103,2	17,2%	60,1	66,2	10,2%	34,9	34,5	-1,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	9,9	13,0	31,3%	45,0	53,3	18,4%	26,2	27,2	4,0%	19,8	18,0	-8,9%
EBITDA	0,0	1,2	-	2,4	4,0	69,2%	2,8	2,2	-22,6%	1,5	-1,6	-
EBIT	-0,7	0,4	-	-0,4	1,1	-	1,4	0,8	-44,9%	0,5	-2,2	-
Wynik netto	-0,9	0,5	-	-2,5	-2,0	-	0,2	-0,9	-	0,4	-2,0	-
marża brutto ze sprzedaży	47,1%	49,6%		51,1%	51,7%		43,6%	41,1%		56,6%	52,2%	
marża EBITDA	0,0%	4,6%		2,7%	3,9%		4,7%	3,3%		4,4%	-	
marża EBIT	-	1,5%		-	1,1%		2,3%	1,1%		1,3%	-	
marża netto	-	1,9%		-	-		0,3%	-		1,1%	-	

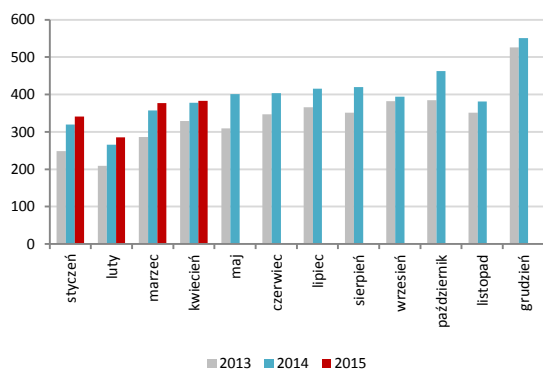
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Wyniki wybranych spółek z branży odzieżowej w 1Q'15 – cz. 2

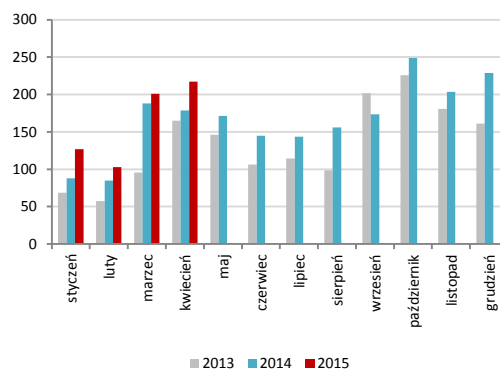
	Wojas			Redan			LPP			CCC		
	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r
Przychody	44,5	41,9	-5,7%	103,7	114,5	10,5%	945,0	1 002,6	6,1%	359,7	431,9	20,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	20,6	19,5	-5,1%	42,6	46,7	9,5%	537,6	543,4	1,1%	188,1	223,0	18,6%
EBITDA	3,2	1,4	-57,4%	1,0	-1,2	-	91,4	74,1	-19,0%	15,8	24,1	52,5%
EBIT	1,6	-0,2	-	-0,8	-3,1	-	48,4	23,7	-51,1%	5,0	10,4	108,0%
Wynik netto	0,3	-2,2	-	-2,6	-5,9	-	-14,3	-37,3	161,7%	0,4	6,4	1500,0%
marża brutto ze sprzedaży	46,3%	46,6%		41,1%	40,8%		56,9%	54,2%		52,3%	51,6%	
marża EBITDA	7,2%	3,2%		1,0%	-1,1%		9,7%	7,4%		4,4%	5,6%	
marża EBIT	3,5%	-		-0,8%	-2,7%		5,1%	2,4%		1,4%	2,4%	
marża netto	0,7%	-		-2,5%	-5,1%		-1,5%	-3,7%		0,1%	1,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

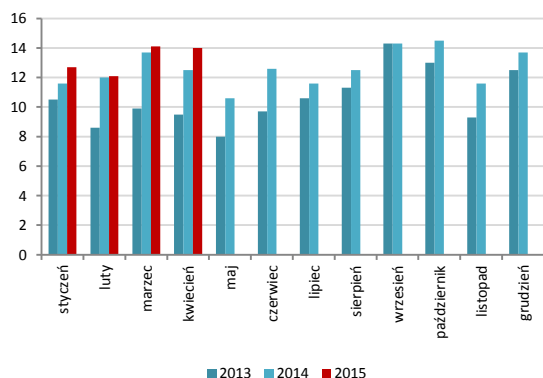
Przychody w ujęciu miesięcznym [mln PLN]
LPP



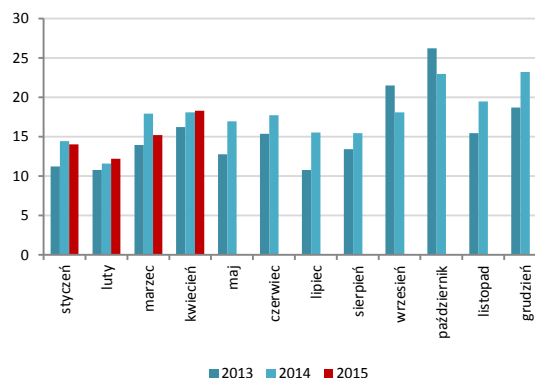
CCC



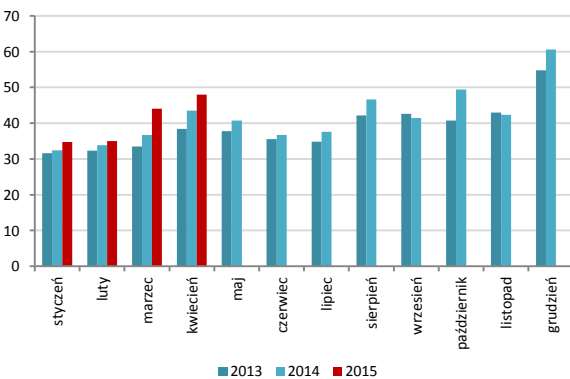
Gino Rossi



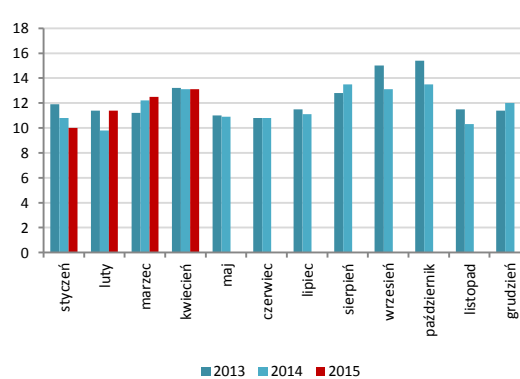
Wojas



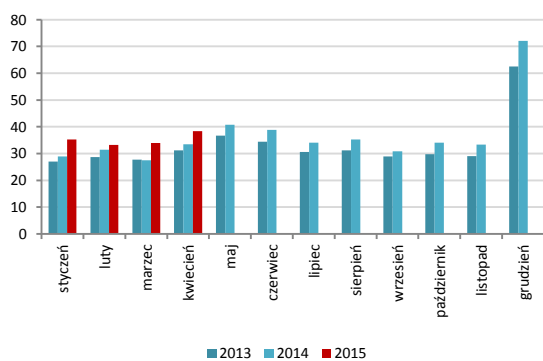
Redan



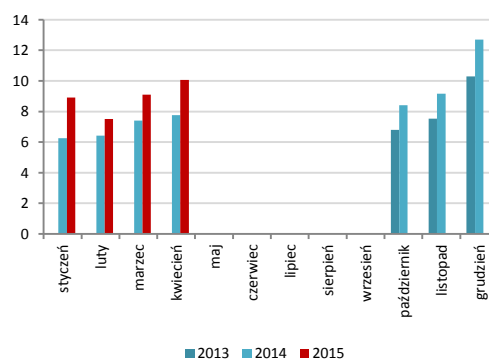
Solar



Vistula



Bytom*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki; *Bytom pokazuje wyniki sprzedaży miesięcznej od października 2014

PROGNOZA NA 2015

Po słabym 1Q'15, kontynuacji negatywnych tendencji oczekujemy również w 2Q'15. Nasze założenia potwierdzają przedstawione niedawno wyniki sprzedażowe za kwiecień (obroty na niezmiennym poziomie, spadek marży brutto o 6 p.p. r/r). Oczekujemy, że w perspektywie całego kwartału LPP wypracuje blisko 1,3 mld PLN przychodów przy jednoczesnej marży 57,5%. Pomimo prób ograniczenia kosztów około sklepowych LPP może nie być w stanie poprawić zeszłorocznej EBITDA, która wg naszych prognoz powinna być bliska 228,4 mln PLN (+0,9% r/r, przy wzroście powierzchni handlowej o 15% r/r). Szacujemy także, że dużo słabiej r/r wypadnie saldo finansowe (-10,0 mln PLN, negatywne różnice kursowe), tym samym zysk netto w 2Q'15 może wynieść 133,9 mln PLN.

W ujęciu całorocznym prognozujemy ok. 5,3 mld PLN przychodów (+10,1% r/r). Utrzymująca się presja dolara może spowodować obniżenie marży brutto do 56,3%. Według naszych założeń spółka może osiągnąć 600,8 mln PLN EBIT. Negatywne różnice kursowe mogą szczególnie mocno oddziaływać na wyniki w 1H15 (w 1Q'15 szacujemy ok. 53,4 mln PLN ujemnych różnic kursowych). Przyjmujemy także, że w '15 powierzchnia handlowa powiększy się o ok. 17% do 845 tys. mkw.

W perspektywie '16-'17 zakładamy, że LPP będzie w stanie powoli odbudować marżę brutto (w naszym modelu rentowność w '16 wynosi 57,1%, a w '17 ok. 58,0%). Przyjmujemy również, że na wyniku netto w coraz mniejszym stopniu będzie ciążyło saldo finansowe (prognoza kursów walutowych USD/PLN i EUR/PLN w osobnej tabeli). Uwzględniamy także otwarcie nowego konceptu modowego, który ma być uruchomiony w '16 (docelowo otwartych ma być ok. 40 sklepów, segment smart casual, skierowany do bardziej wymagających klientów).

W kolejnych latach oczekujemy stopniowego wygaszania tempa rozbudowy sieci i skupienia się na jej utrzymaniu efektywności. W długim terminie spodziewamy się utrzymania rentowności brutto w okolicach 57-58% oraz marży EBIT na poziomie ok. 12-13%. Zakładamy także 1,0% wzrost przychodu jednostkowego w następnych okresach. Liczymy również, że w następnych latach LPP będzie w stanie zwiększać poziom wypłacanej dywidendy (obecnie ok. 40%).

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody [mln PLN]	750,8	991,0	1107,5	1267,0	945,0	1185,1	1234,2	1404,7	1002,6	1283,0	1370,2	1594,8	4116,3	4769,1	5250,6	5976,2	6672,7
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	418,8	586,9	636,4	767,2	537,6	726,2	699,6	828,5	543,4	737,7	753,6	920,2	2409,2	2791,9	2955,0	3414,8	3870,2
EBITDA [mln PLN]	58,7	197,1	205,1	302,9	91,4	226,5	185,0	300,0	74,1	228,4	193,5	316,5	763,8	802,8	812,5	993,5	1143,1
EBIT [mln PLN]	25,9	160,9	167,4	261,4	48,4	178,1	134,4	248,3	23,7	175,4	139,9	261,8	615,6	609,2	600,8	766,8	898,2
Saldo finansowe [mln PLN]	0,1	-17,4	-33,9	-40,6	-60,8	25,5	-39,3	-74,7	-53,4	-10,0	32,3	-7,3	-91,8	-149,3	-38,4	-30,6	-25,4
Wynik netto [mln PLN]	19,6	120,3	111,0	182,0	-14,3	168,5	82,0	245,8	-37,3	133,9	139,5	206,2	432,9	482,1	442,3	596,3	707,0
marża brutto ze sprzedaży	55,8%	59,2%	57,5%	60,5%	56,9%	61,3%	56,7%	59,0%	54,2%	57,5%	55,0%	57,7%	58,5%	58,5%	56,3%	57,1%	58,0%
marża EBITDA	7,8%	19,9%	18,5%	23,9%	9,7%	19,1%	15,0%	21,4%	7,4%	17,8%	14,1%	19,8%	18,6%	16,8%	15,5%	16,6%	17,1%
marża EBIT	3,4%	16,2%	15,1%	20,6%	5,1%	15,0%	10,9%	17,7%	2,4%	13,7%	10,2%	16,4%	15,0%	12,8%	11,4%	12,8%	13,5%
marża netto	2,6%	12,1%	10,0%	14,4%	-1,5%	14,2%	6,6%	17,5%	-	10,4%	10,2%	12,9%	10,5%	10,1%	8,4%	10,0%	10,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2015-2024

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	4 116,3	4 769,1	5 250,6	5 976,2	6 672,7	7 320,3	7 949,4	8 571,3	9 178,8	9 773,1	10 355,6	10 927,8
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	2 409,2	2 791,9	2 955,0	3 414,8	3 870,2	4 243,6	4 605,9	4 963,7	5 312,7	5 653,7	5 987,6	6 315,2
EBITDA [mln PLN]	763,8	802,8	812,5	993,5	1 143,1	1 223,1	1 294,9	1 365,6	1 437,3	1 503,8	1 567,4	1 629,1
EBIT [mln PLN]	615,6	609,2	600,8	766,8	898,2	961,4	1 022,4	1 084,4	1 150,4	1 214,1	1 276,4	1 337,8
Saldo finansowe [mln PLN]	-91,8	-149,3	-38,4	-30,6	-25,4	1,1	8,1	12,4	17,5	21,3	25,3	25,5
Wynik netto [mln PLN]	432,9	482,1	442,3	596,3	707,0	779,6	834,7	888,4	946,0	1 000,7	1 054,4	1 104,3
marża brutto ze sprzedaży	58,5%	58,5%	56,3%	57,1%	58,0%	58,0%	57,9%	57,9%	57,9%	57,9%	57,8%	57,8%
marża EBITDA	18,6%	16,8%	15,5%	16,6%	17,1%	16,7%	16,3%	15,9%	15,7%	15,4%	15,1%	14,9%
marża EBIT	15,0%	12,8%	11,4%	12,8%	13,5%	13,1%	12,9%	12,7%	12,5%	12,4%	12,3%	12,2%
marża netto	10,5%	10,1%	8,4%	10,0%	10,6%	10,7%	10,5%	10,4%	10,3%	10,2%	10,2%	10,1%
USD/PLN śr.	3,0558	3,2596	3,5410	3,5812	3,5565	3,4912	3,4240	3,3912	3,3912	3,3912	3,3912	3,3912
EUR/PLN śr.	4,1973	4,1945	4,0965	4,1341	4,1752	4,1752	4,1752	4,1752	4,1752	4,1752	4,1752	4,1752

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i rozwój wg poszczególnych marek

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	3 223,8	4 116,3	4 769,1	5 250,6	5 976,2	6 672,7	7 320,3	7 949,4	8 571,3	9 178,8	9 773,1	10 355,6	10 927,8
Reserved	1 714,2	2 073,9	2 311,1	2 565,8	2 971,2	3 356,9	3 719,0	4 071,5	4 420,4	4 762,0	5 096,1	5 423,0	5 743,1
Cropp	580,4	687,0	771,3	796,2	865,8	930,0	988,9	1 046,0	1 103,6	1 159,8	1 214,9	1 268,8	1 321,5
House	436,5	546,3	634,2	673,0	747,6	818,3	884,6	949,1	1 013,3	1 075,7	1 136,8	1 196,7	1 255,4
Mohito	259,4	456,4	523,1	575,7	652,5	724,8	792,5	858,1	923,3	986,5	1 048,2	1 108,4	1 167,3
Sinsay	0,0	74,0	225,1	321,2	395,8	466,1	533,6	599,2	663,1	725,7	786,7	846,1	904,0
Nowy brand	0,0	0,0	0,0	0,0	11,1	29,9	39,9	47,2	51,9	54,5	55,8	56,4	56,9
e-commerce	0,0	26,7	64,7	85,3	93,8	103,2	113,5	124,9	137,4	151,1	166,2	182,8	201,1
Liczba sklepów	1 059	1 296	1 484	1 726	1 938	2 139	2 332	2 515	2 690	2 853	3 008	3 156	3 298
Reserved	344	386	425	509	584	656	725	791	853	912	969	1 022	1 074
Cropp	295	337	366	398	426	452	477	501	524	544	564	583	601
House	259	292	308	349	383	416	448	478	506	533	558	582	605
Mohito	161	219	256	296	331	365	397	427	456	483	508	532	555
Sinsay	0	62	129	174	213	250	285	319	351	381	410	437	463
Nowy brand	0	0	0	0	18	26	32	36	38	39	39	39	39
Outlety	18	24	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Powierzchnia [tys. mkw]	433,0	591,0	722,0	844,7	957,6	1 062,6	1 162,4	1 257,2	1 347,3	1 431,0	1 510,6	1 586,6	1 659,2
Reserved	252,0	323,0	390,0	461,5	527,7	591,0	651,4	709,1	764,2	815,9	865,3	912,4	957,5
Cropp	72,0	91,0	105,0	114,1	121,8	129,1	136,1	142,8	149,1	154,9	160,3	165,6	170,5
House	63,0	80,0	89,0	100,2	109,8	118,9	127,7	136,0	144,1	151,4	158,3	165,0	171,4
Mohito	39,0	67,0	83,0	97,0	108,3	119,1	129,4	139,2	148,6	157,1	165,3	173,1	180,5
Sinsay	0,0	21,0	44,0	60,1	73,3	85,5	97,3	108,5	119,1	129,2	138,8	148,0	156,7
Nowy brand	0,0	0,0	0,0	0,0	5,0	7,2	8,8	9,9	10,5	10,7	10,7	10,7	10,7
Outlety	7,0	9,0	11,0	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8
Zmiana liczby sklepów ogółem		237	188	242	212	202	192	183	175	163	155	148	141
Zmiana powierzchni [tys. mlw]		158,0	131,0	122,7	112,9	104,9	99,8	94,9	90,0	83,7	79,6	76,0	72,6
Powierzchnia wg regionu	433,0	591,0	722,0	844,7	957,6	1 062,6	1 162,4	1 257,2	1 347,3	1 431,0	1 510,6	1 586,6	1 659,2
Polska	280,0	367,0	414,0	460,3	507,9	550,2	589,6	626,1	660,0	691,5	721,0	748,6	774,6
UE	59,0	82,0	128,0	186,9	246,2	302,8	357,2	409,6	459,7	507,9	554,2	598,5	641,2
Rosja i Ukraina	94,0	142,0	180,0	197,5	203,5	209,5	215,6	221,6	227,6	231,5	235,5	239,4	243,3

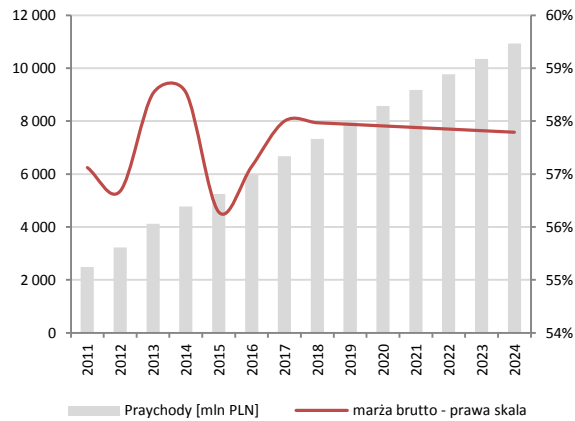
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty SG&A w przeliczeniu na mkw

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Koszty na mkw powierzchni własnej na m-c	233,5	237,5	216,0	193,6	194,8	197,7	199,6	201,6	203,7	205,7	207,8	209,8	211,9
czynsz [PLN]	115,5	116,0	105,5	91,4	92,4	94,3	95,2	96,2	97,1	98,1	99,1	100,1	101,1
koszty osobowe [PLN]	56,3	59,0	55,5	50,0	50,1	50,6	51,1	51,6	52,1	52,7	53,2	53,7	54,3
pozostałe koszty [PLN]	61,8	62,5	55,0	52,2	52,3	52,8	53,3	53,9	54,4	54,9	55,5	56,0	56,6
Udział													
czynsz	49,5%	48,8%	48,8%	47,2%	47,4%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%
koszty osobowe	24,1%	24,8%	25,7%	25,8%	25,7%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%
pozostałe koszty	26,4%	26,3%	25,5%	27,0%	26,8%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%
Koszty poza sklepami własnymi na m2	340,6	126,7	382,8	419,0	419,9	424,1	428,3	432,6	436,9	441,3	445,7	450,1	454,6
Suma wszystkich kosztów na mkw [PLN]	574,1	364,2	598,8	612,6	614,7	621,7	627,9	634,2	640,6	647,0	653,4	660,0	666,6
SG&A na mkw [PLN]	3 142,6	2 976,7	2 974,8	2 741,8	2 757,4	2 796,1	2 824,0	2 852,3	2 880,8	2 909,6	2 938,7	2 968,1	2 997,8
Koszty sprzedaży	2 837,1	2 715,4	2 693,6	2 451,1	2 465,0	2 499,6	2 524,6	2 549,9	2 575,4	2 601,1	2 627,1	2 653,4	2 679,9
Koszty zarządu	305,5	261,3	281,2	290,7	292,4	296,5	299,4	302,4	305,4	308,5	311,6	314,7	317,8
Udział w SG&A													
Koszty sprzedaży	90,3%	91,2%	90,5%	89,4%	89,4%	89,4%	89,4%	89,4%	89,4%	89,4%	89,4%	89,4%	89,4%
Koszty zarządu	9,7%	8,8%	9,5%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Powierzchnia sklepów własnych [tys. mkw]	433,0	591,0	722,0	3,5410	3,5812	3,5565	3,4912	3,4240	3,3912	3,3912	3,3912	3,3912	3,3912
Liczba sklepów	1 077	1 320	1 516	4,0965	4,1341	4,1752	4,1752	4,1752	4,1752	4,1752	4,1752	4,1752	4,1752

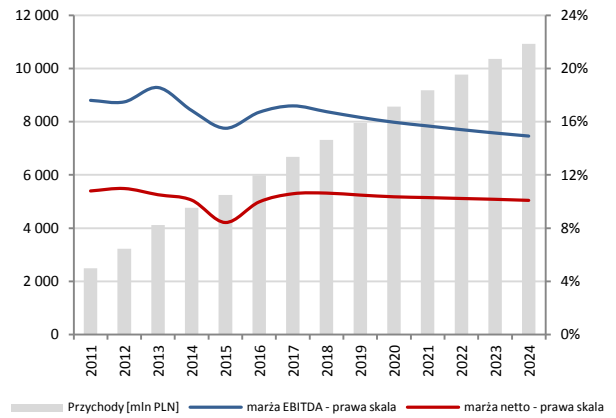
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża brutto ze sprzedaży



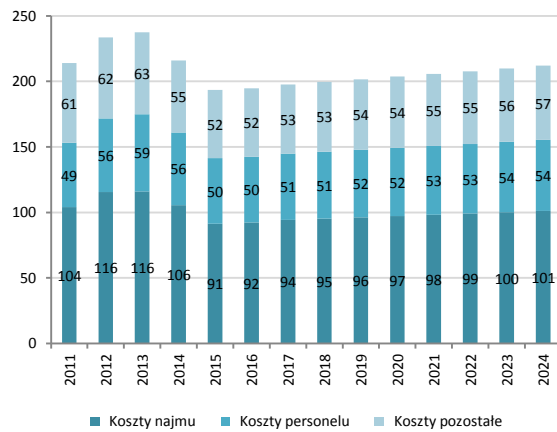
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu rocznym



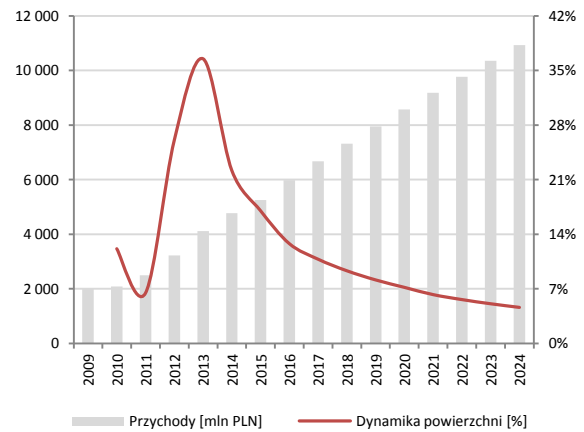
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



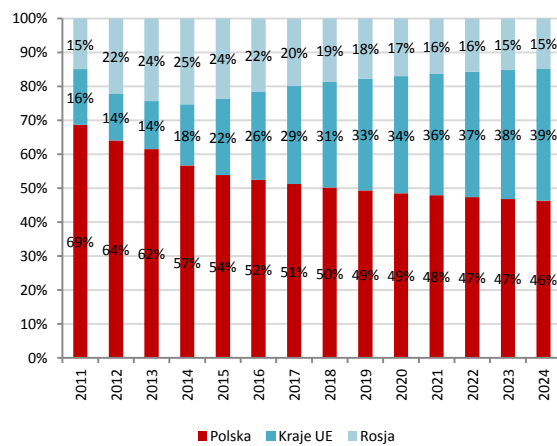
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój powierzchni handlowej vs przychody



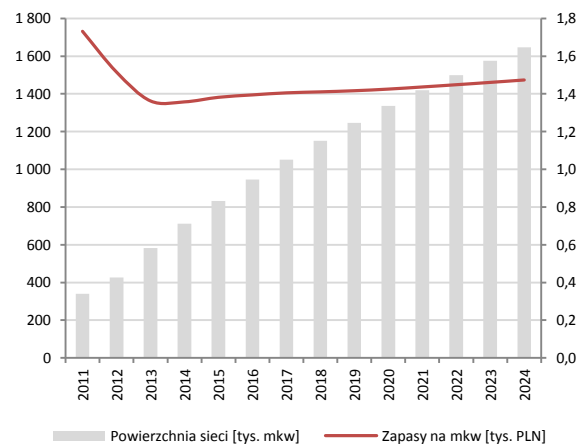
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział regionów w powierzchni handlowej



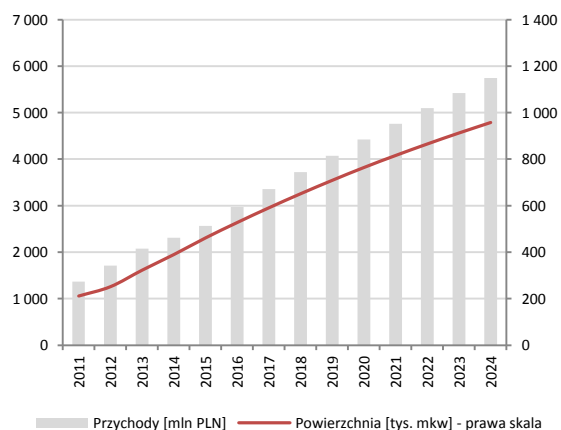
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na mkw



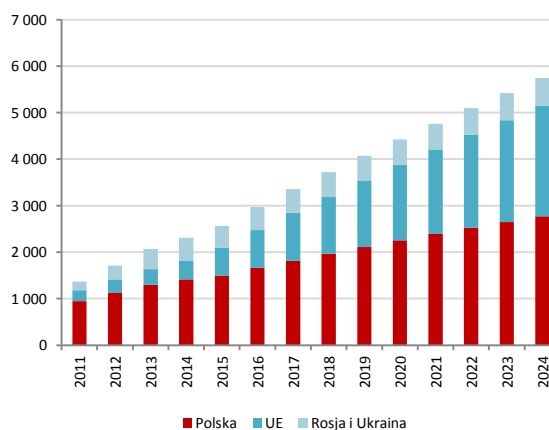
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Reserved



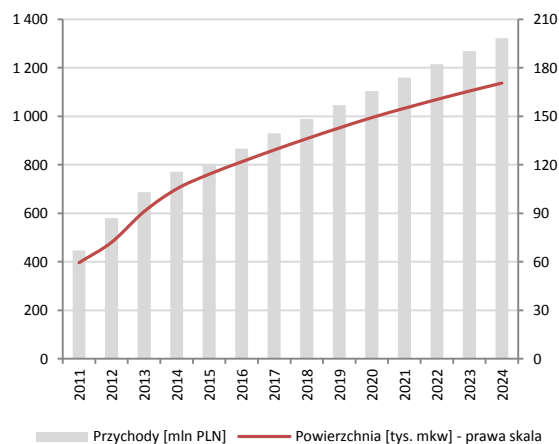
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Reserved – przychody wg regionu [mln PLN]



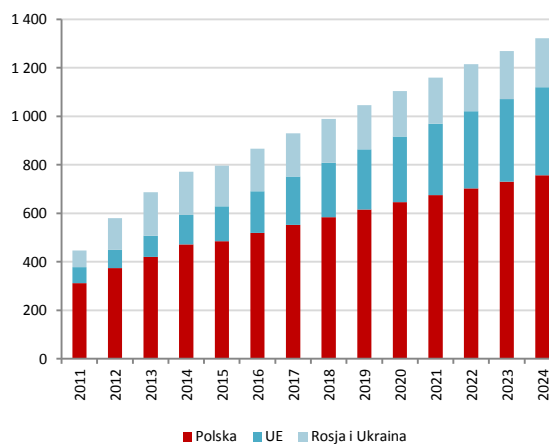
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Cropp



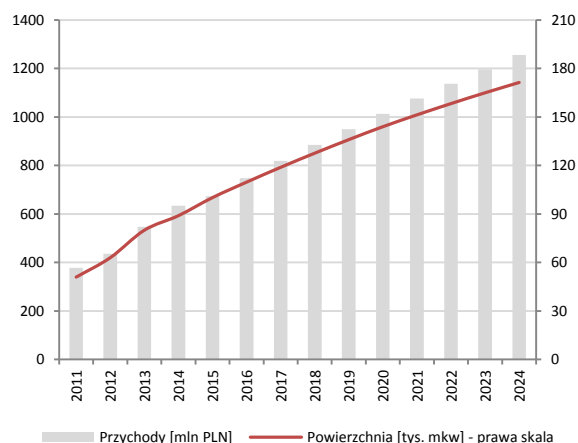
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Cropp – przychody wg regionu [mln PLN]



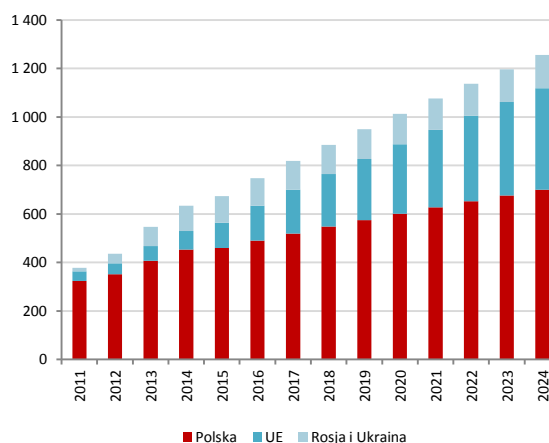
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój House



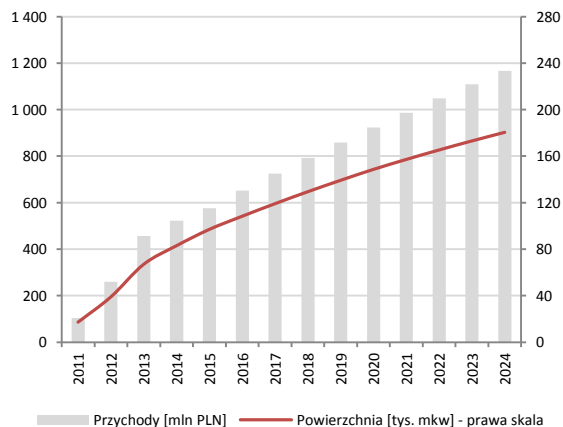
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

House – przychody wg regionu [mln PLN]



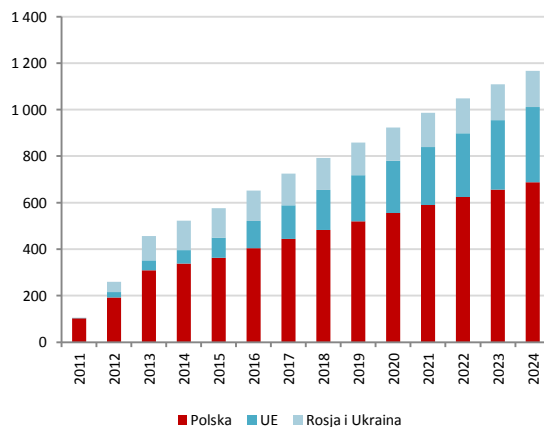
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Mohito



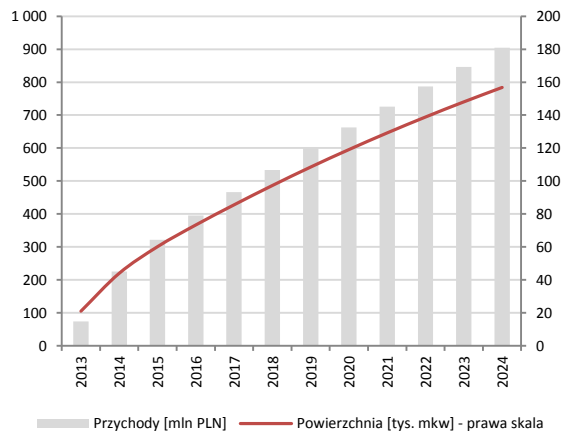
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Mohito – przychody wg regionu [mln PLN]



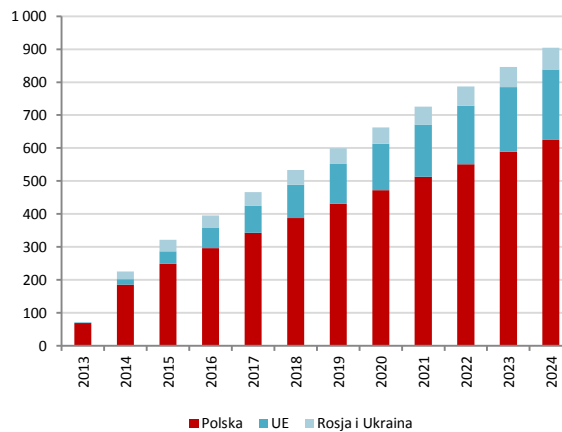
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Sinsay



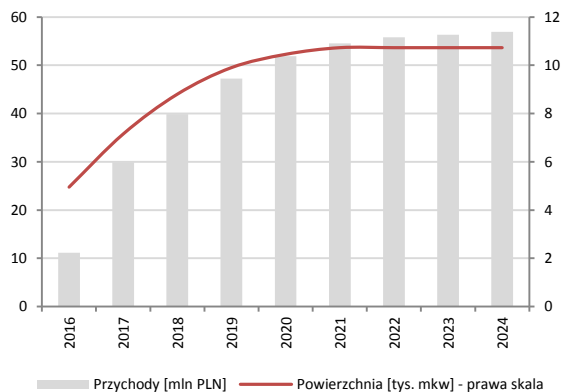
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sinsay – przychody wg regionu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza dla nowego brandu (uruchomienie w '16)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI

LPP to największy polski detalista, zajmujący się sprzedażą odzieży dla osób w przedziale wiekowym 15-45 lat. Firma funkcjonuje na rynku od 1999 roku (otwarcie pierwszego salonu Reserved), natomiast na warszawskim parkiecie jest obecna od 2001 roku. Spółka tworzy grup, w skład której wchodzi obecnie 5 spółek krajowych oraz 17 podmiotów zagranicznych. Spółki pod szyldami Reserved, Cropp, House (w ramach grupy od '09), Mohito i Sinsay (marka funkcjonuje od 1Q'13) działają obecnie na terenie Europy Centralnej i Wschodniej, na Bałkanach oraz od niedawna na Bliskim Wschodzie.

Głównymi udziałowcami są założyciele spółki (Marek Piechocki oraz Jerzy Lubianiec), którzy kontrolują łącznie 30,5% udziałów (wraz z podmiotem zależnym Monistor Limited). Akcje posiadane bezpośrednio przez Piechockiego i Lubianca są uprzywilejowane co do głosu (w stosunku 5:1), co daje im 54,2% głosów na WZA. Wśród inwestorów instytucjonalnych największy udział w akcjonariacie mają Aviva OFE (7,9%) oraz ING OFE (5,7%).

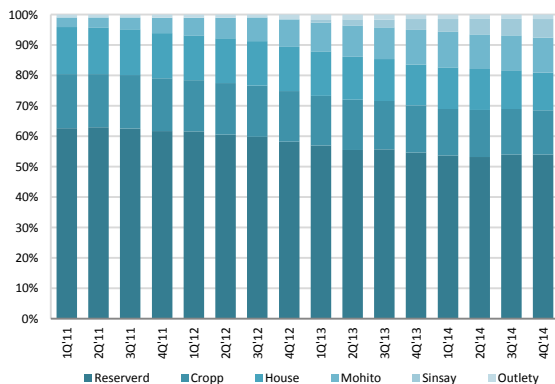
Główni akcjonariusze spółki

	Liczba akcji	% akcji	Liczba głosów	% głosów
Marek Piechocki	175,5	9,7%	875,5	27,10%
Jerzy Lubianiec	175,0	9,7%	875,0	27,10%
Monistor Limited	200,7	11,1%	200,7	6,20%
Pozostali	1 259,4	69,6%	1 279,4	39,6%
RAZEM	1 810,6	100,0%	3 230,6	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

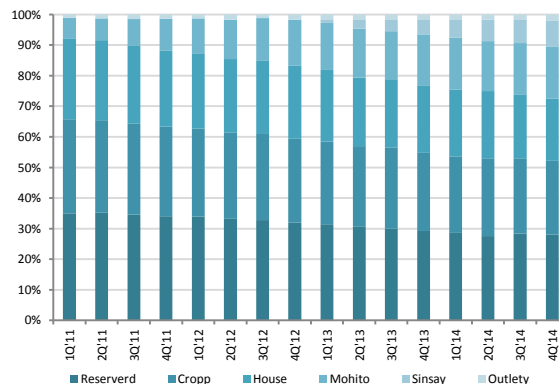
Spółka opiera swoją działalność na szerokiej gamie odbiorców w różnym wieku. Odzież marek Cropp i House są skierowane do młodszego grona klientów (15-20 lat), marki Sinsay i Mohito (skierowany do kobiet) oraz Reserved. Obecnie sieć liczy blisko 1,5 tys. sklepów o łącznej powierzchni handlowej bliskiej ok. 722 tys. mkw (w tym 403 tys. mkw na terenie Polski oraz 180 tys. mkw w Rosji i na Ukrainie).

Powierzchnia sieci wg poszczególnych marek



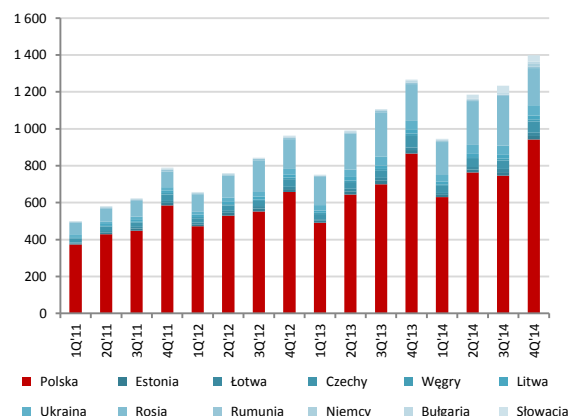
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba sklepów wg marek



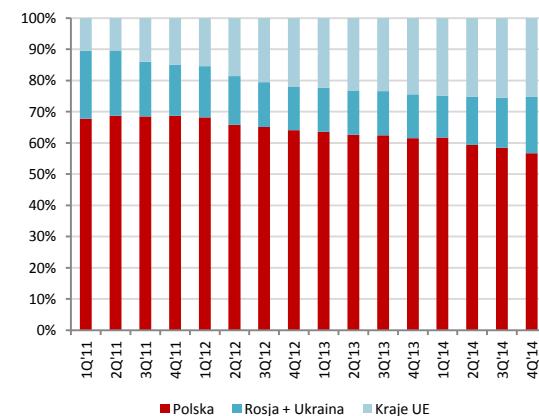
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż wg krajów



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Powierzchnia handlowa wg regionów



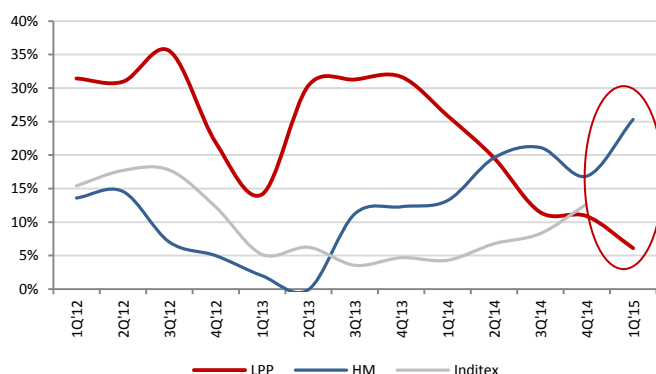
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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).

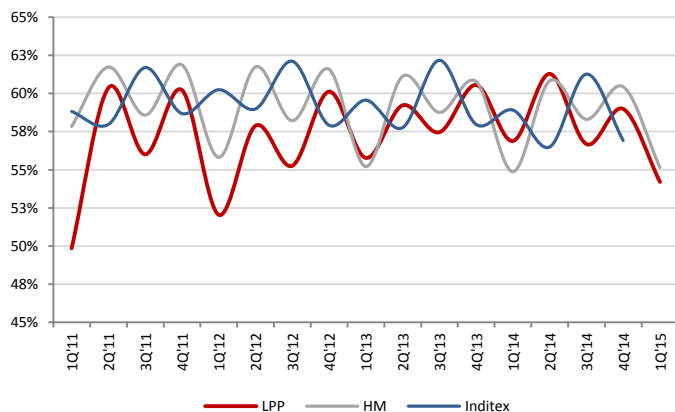
Porównanie LPP na tle Inditex i H&M

Dynamika przychodów r/r



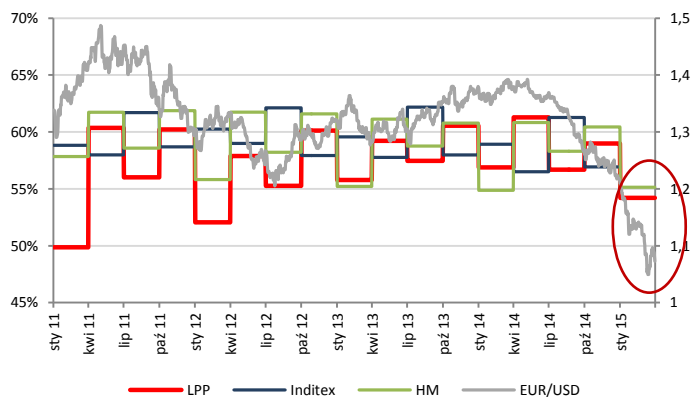
Od kilku kwartałów dynamika przychodów LPP jest coraz niższa, co w naszej opinii jest efektem ekspozycji na rynki wschodnie oraz kanibalizacji sieci w Polsce.

Rentowność brutto ze sprzedaży



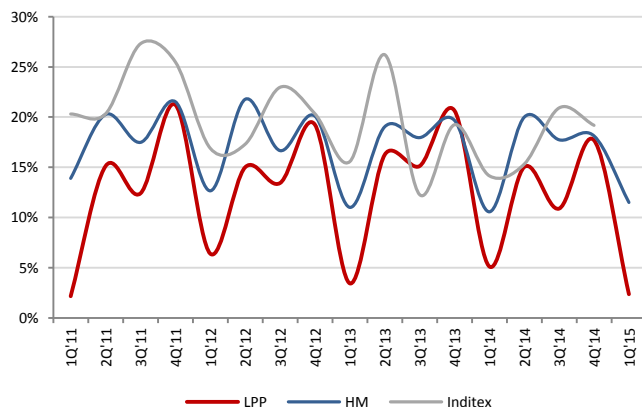
Hiszpańska grupa wykazuje średnią marżę na poziomie 59,2%, H&M ok. 59%, natomiast LPP 57,2%. Zwracamy uwagę, że wahania względem średniej LPP są zdecydowanie większe niż w przypadku dwóch pozostałych spółek.

Marża brutto na tle EUR/USD



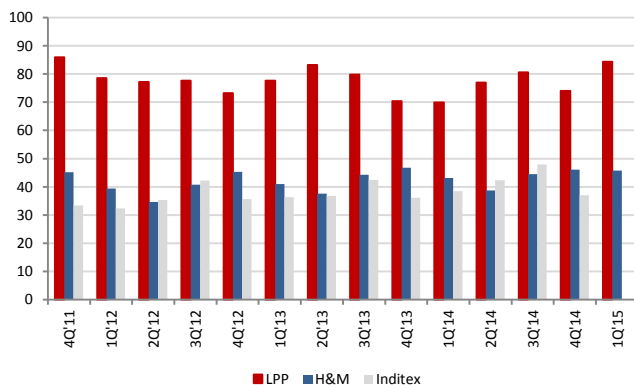
Umocnienie USD względem EUR przekłada się w dużo większym stopniu na rentowność brutto H&M i LPP niż Inditex.

Rentowność EBIT



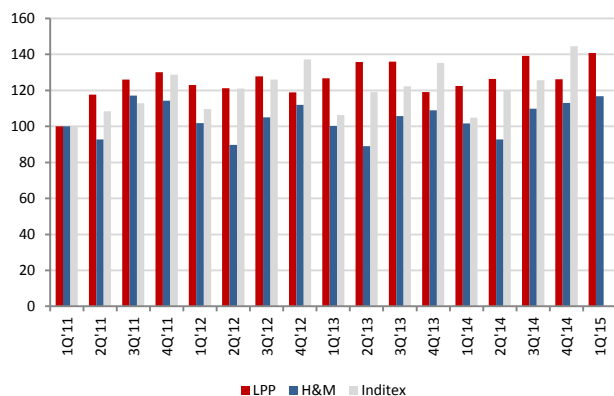
Dużo słabiej na tle pozostałych spółek prezentuje się marża EBIT. Szczególnie mocno jest to widać w pierwszym kwartale, kiedy LPP dokonuje mocnych wyprzedaży, tracąc jednocześnie na rentowności brutto.

Rotacja zapasów w dniach



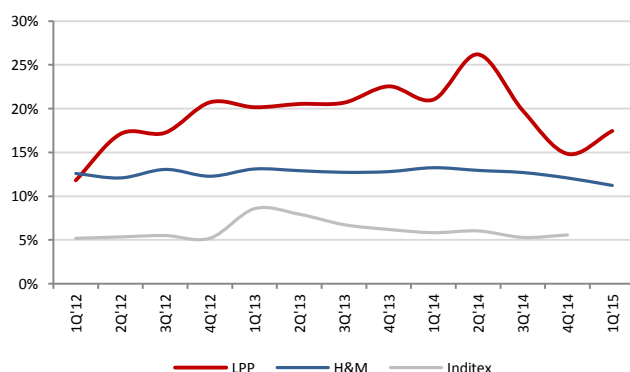
Patrząc na zapasy można zauważyć, że poziom rotacji liczony w dniach jest dużo wyższy w przypadku polskiej grupy....

Zapasy na sklep (ujęcie znormalizowane)



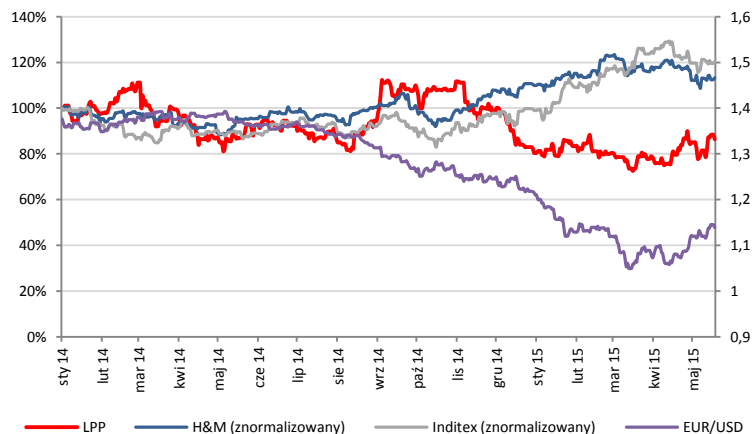
...jednak po przeliczeniu na sklep poziom zapasów jest do siebie zbliżony.

Dynamika otwarć sklepów



Dynamika otwarć kolejnych sklepów przez H&M i Inditex jest ustabilizowana od kilku kwartałów. W naszej ocenie dwucyfrowe tempo otwarć, przy braku szybkiej ekspansji na kolejne rynki Europy Zachodniej i wznowienie rozwoju w Rosji i na Ukrainie, jest nie do utrzymania w perspektywie najbliższych lat.

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

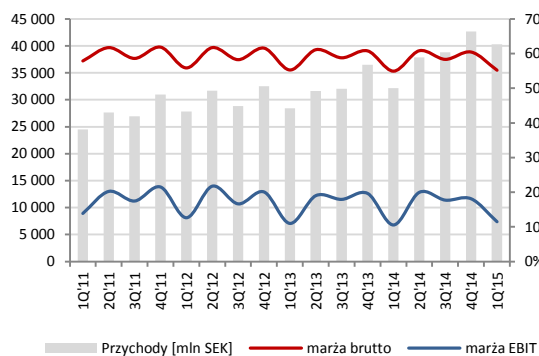


W ostatnich miesiącach zachowanie kursów LPP i relacje EUR/USD było do siebie bardzo zbliżone. Znacznie „odporniejsze” na ruchy walut były kursy H&M i Inditex.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

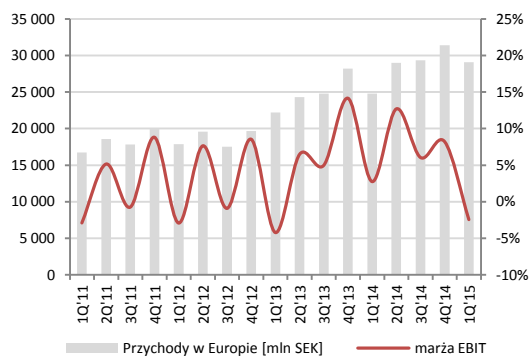
Ogólne spojrzenie na H&M i Inditex

Wyniki ogólne H&M



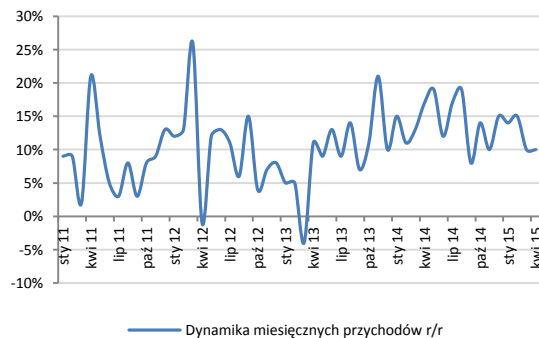
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki H&M w dywizji europejskiej



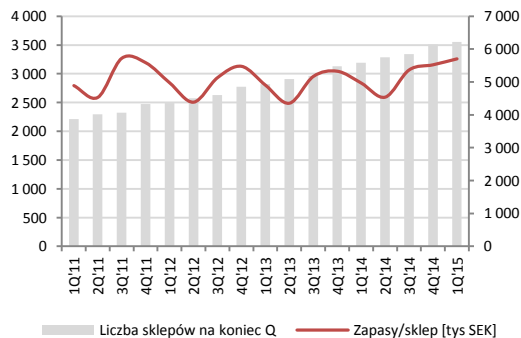
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika miesięcznych przychodów H&M



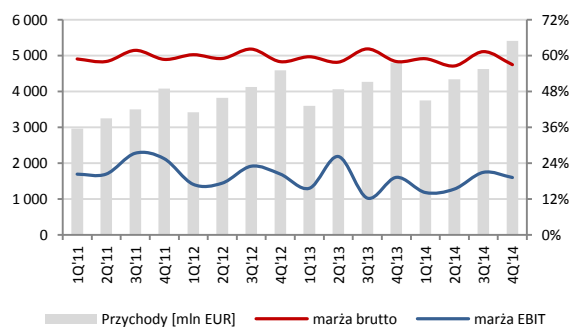
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na sklep [tys. SEK]



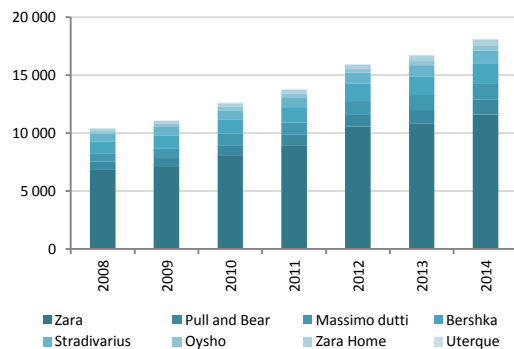
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki ogólne Inditex (cała grupa)



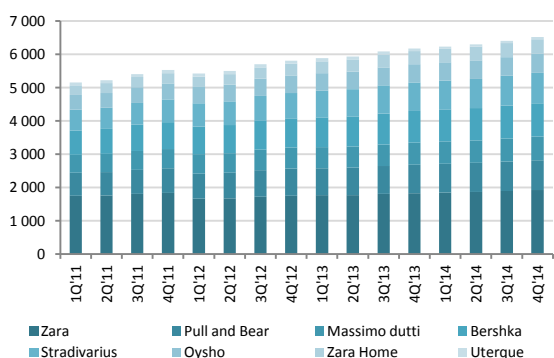
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody wg brandów [mln EUR]



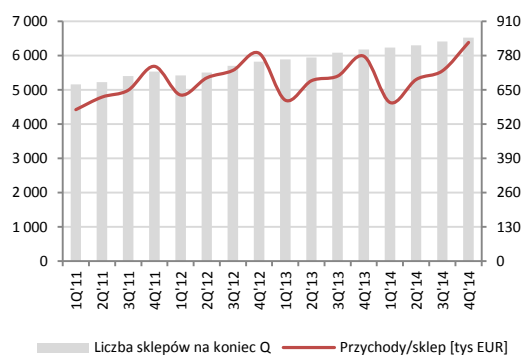
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba sklepów wg marki



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody/sklep [tys. EUR]

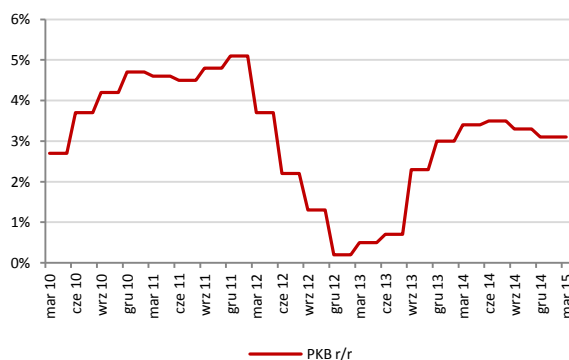


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

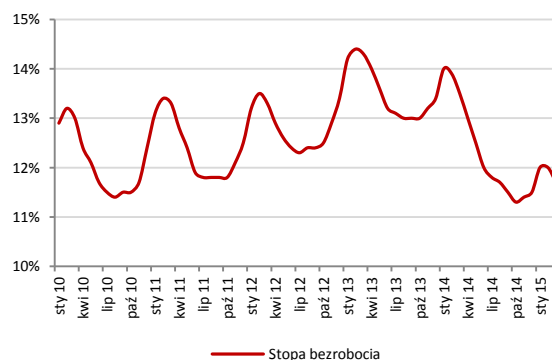
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Mieszane odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej pozostaje w trendzie bocznym (w marcu wyniosła 3,0% r/r), co wskazuje na (ciągle) słaby popyt konsumpcyjny. Lepiej natomiast przedstawia się sprzedaż w kategorii odzież i obuwie, która od początku 4Q'14 notuje mocne odbicie (w marcu 7,1% r/r). Czynniki, które w następnych kwartałach powinny wspierać konsumpcję jest stabilny wzrost PKB (ok. 3%) oraz zjawisko deflacji, z którym mamy obecnie do czynienia (-1,3% r/r). Spodziewamy się, że presja na ceny może się utrzymywać co najmniej do 2H'15. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach wzrosła, jednak jest to zjawisko obserwowalne w miesiącach zimowych. Obecnie bez pracy pozostaje ok. 12,0% Polaków. Ostatni raz ze spadkiem bezrobocia mieliśmy do czynienia we wrześniu 2014 roku.

PKB



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

Stopa bezrobocia



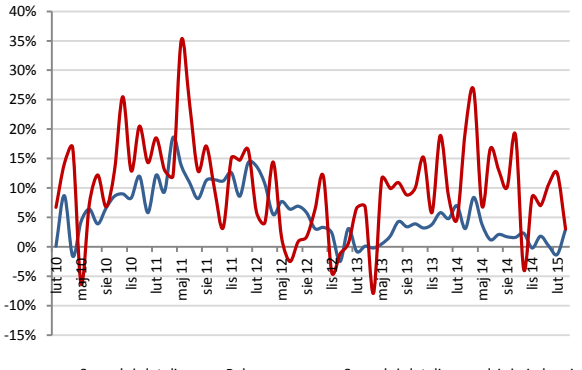
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



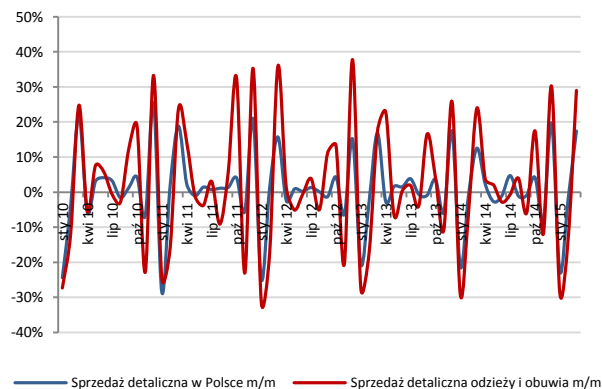
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



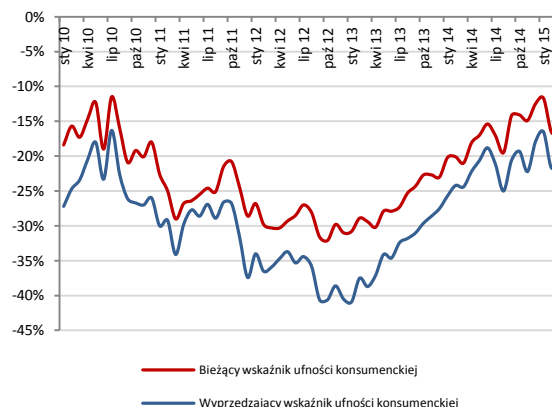
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



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

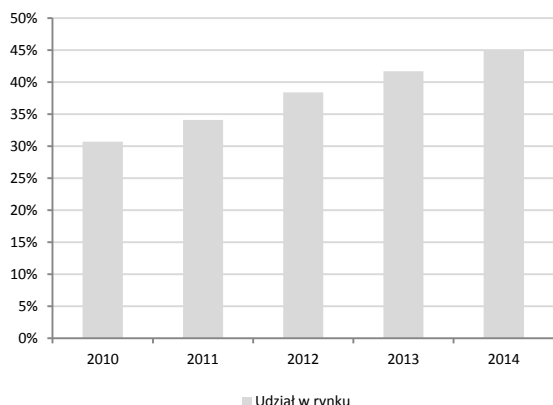
Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



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

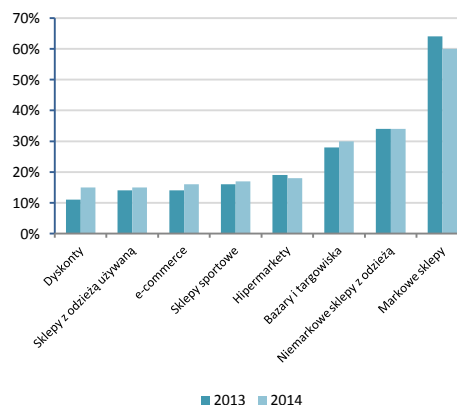
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w '14 był wart ok. 23,0 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 3,6% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. W ostatnich 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).

Udział 10 największych detalistów w rynku odzieżowym



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

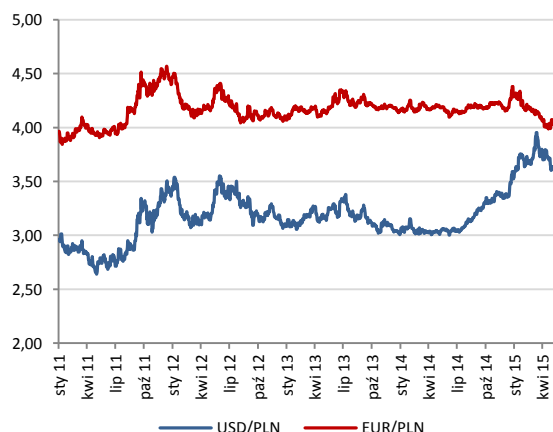
Miejsce zakupu odzieży w Polsce w '14



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

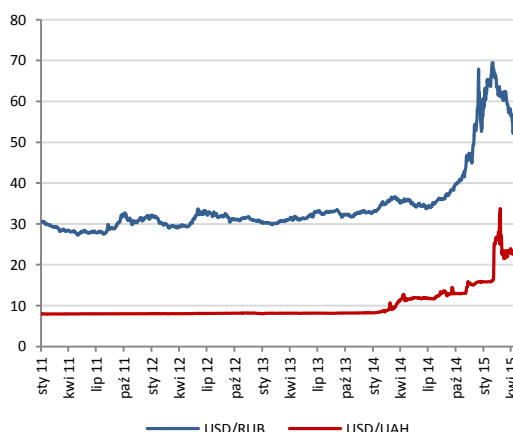
Dla LPP bardzo ważne jest otoczenie makroekonomiczne zagranicą. Jednym z najistotniejszych czynników poza sprzedażą detaliczną, są kursy walutowe, szczególnie USD/PLN. Ostatnie umocnienie dolara bardzo negatywnie odbija się na marży brutto realizowanej przez spółkę (kilkuprocentowe spadki r/r) oraz na saldzie finansowym, bowiem ok. 90% zapasów LPP nabywa w USD. Dla przychodów grupy istotne są również poziomy USD/RUB i USD/UAH – ponad 20% powierzchni handlowej znajduje się w Rosji i na Ukrainie. Duże osłabienie obu walut ma wymierne przełożenie na realizowane obroty – pomimo utrzymania popytu na odzież LPP, przychody z mkw w przeliczeniu na PLN ulegają znacznemu obniżeniu. 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 LPP.

Zachowanie kursów EUR/PLN i USD/PLN



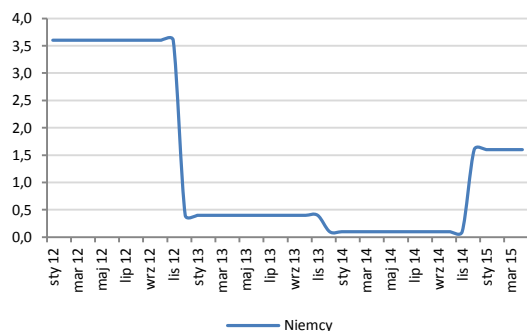
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów USD/RUB i USD/UAH



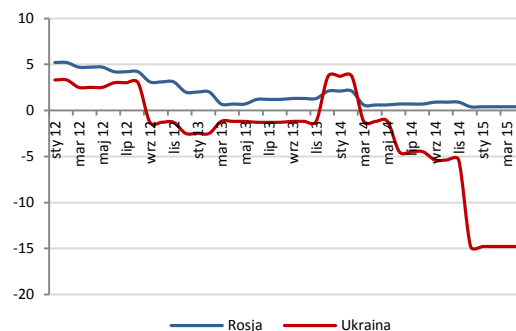
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Niemczech [%]



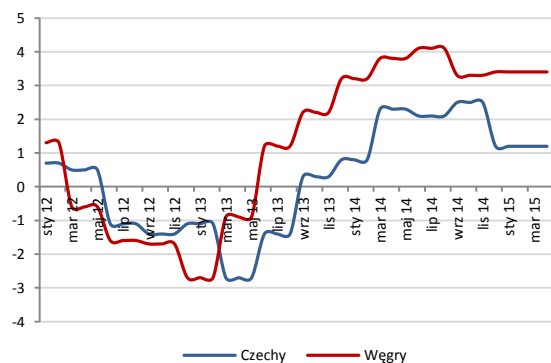
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rosji i na Ukrainie [%]



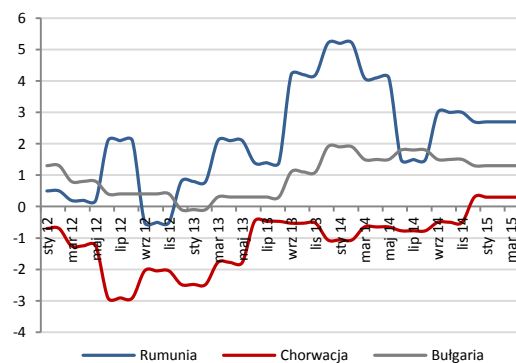
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Czechach i na Węgrzech [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rumunii, Chorwacji i Bułgarii [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	1 231,9	1 515,4	1 629,0	1 735,5	1 817,3	1 877,3	1 921,5	1 951,9	1 966,3	1 973,5	1 975,1	1 972,5
RzAT	896,8	1 037,4	1 149,7	1 212,5	1 246,8	1 255,2	1 243,8	1 214,8	1 166,1	1 106,3	1 037,3	960,3
Wartości niematerialne	20,1	28,7	33,1	76,7	124,2	175,8	231,4	290,8	354,0	420,9	491,6	566,0
Wartość firmy	183,6	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	131,4	239,7	236,7	236,7	236,7	236,7	236,7	236,7	236,7	236,7	236,7	236,7
Aktywa obrotowe	1 259,7	1 416,4	1 748,6	2 060,3	2 382,1	2 786,4	3 151,4	3 548,4	3 782,9	4 059,8	4 157,8	4 268,8
Zapasy	805,0	979,8	1 166,8	1 328,1	1 482,8	1 626,7	1 766,5	1 904,7	2 039,7	2 171,8	2 301,2	2 428,4
Należności z tyt. dostaw i usług	163,3	176,3	194,2	215,8	237,3	256,2	273,8	292,9	311,1	331,2	345,2	364,3
Środki pieniężne	149,4	183,3	299,7	428,5	574,1	815,5	1 023,1	1 262,9	1 344,2	1 468,9	1 423,5	1 388,3
Pozostałe aktywa obrotowe	142,0	77,0	87,9	87,9	87,9	87,9	87,9	87,9	87,9	87,9	87,9	87,9
Aktywa razem	2 491,6	2 931,9	3 377,6	3 795,7	4 199,3	4 663,6	5 072,8	5 500,3	5 749,2	6 033,3	6 132,9	6 241,4
Kapitał własny	1 496,5	1 638,7	2 059,0	2 478,3	2 887,2	3 313,3	3 680,2	4 067,8	4 303,1	4 547,0	4 600,7	4 650,6
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	192,3	211,1	207,3	207,3	207,3	207,3	207,3	193,3	118,3	68,3	33,3	6,3
Kredyty	184,3	204,5	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0	187,0	112,0	62,0	27,0	0,0
Pozostałe zob. długoterminowe	8,0	6,7	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	802,7	1 082,1	1 111,3	1 110,1	1 104,9	1 143,0	1 185,3	1 239,2	1 327,9	1 418,1	1 499,0	1 584,5
Zob. z tyt. dostaw i usług	547,6	623,6	714,7	813,4	908,2	996,4	1 088,6	1 178,6	1 267,2	1 357,4	1 438,3	1 523,8
Kredyty	173,6	378,3	336,0	236,0	136,0	86,0	36,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zob. krótkoterminowe	81,5	80,2	60,7	60,7	60,7	60,7	60,7	60,7	60,7	60,7	60,7	60,7
Pasywa razem	2 491,6	2 931,9	3 377,6	3 795,7	4 199,3	4 663,6	5 072,8	5 500,3	5 749,2	6 033,3	6 132,9	6 241,4
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	4 116,3	4 769,1	5 250,6	5 976,2	6 672,7	7 320,3	7 949,4	8 571,3	9 178,8	9 773,1	10 355,6	10 927,8
Koszty wytworzenia	1 707,2	1 977,1	2 295,6	2 561,4	2 802,5	3 076,7	3 343,5	3 607,7	3 866,1	4 119,4	4 368,0	4 612,6
Wynik brutto ze sprzedaży	2 409,2	2 791,9	2 955,0	3 414,8	3 870,2	4 243,6	4 605,9	4 963,7	5 312,7	5 653,7	5 987,6	6 315,2
Koszty sprzedaży	1 604,8	1 944,8	2 070,5	2 348,4	2 638,2	2 912,3	3 180,5	3 442,8	3 694,2	3 940,3	4 181,4	4 417,7
Koszty zarządu	154,4	203,0	245,6	278,5	312,9	345,4	377,2	408,3	438,1	467,3	495,9	524,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-34,3	-34,9	-38,1	-21,1	-20,9	-24,4	-25,7	-28,2	-30,0	-32,0	-33,9	-35,8
EBITDA	763,8	802,8	812,5	993,5	1 143,1	1 223,1	1 294,9	1 365,6	1 437,3	1 503,8	1 567,4	1 629,1
EBIT	615,6	609,2	600,8	766,8	898,2	961,4	1 022,4	1 084,4	1 150,4	1 214,1	1 276,4	1 337,8
Saldo finansowe	-91,8	-149,3	-38,4	-30,6	-25,4	1,1	8,1	12,4	17,5	21,3	25,3	25,5
Wynik brutto	523,9	459,9	562,4	736,1	872,8	962,5	1 030,5	1 096,8	1 167,9	1 235,4	1 301,7	1 363,3
Wynik netto	432,9	482,1	442,3	596,3	707,0	779,6	834,7	888,4	946,0	1 000,7	1 054,4	1 104,3
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
CF operacyjny	508,8	496,8	565,7	738,9	870,5	966,6	1 042,1	1 102,3	1 168,3	1 228,4	1 282,9	1 334,9
CF inwestycyjny	-518,2	-480,1	-329,1	-333,2	-326,8	-321,7	-316,7	-311,7	-301,3	-296,9	-292,7	-288,7
CF finansowy	-0,6	17,2	-120,4	-276,9	-398,1	-403,5	-517,8	-550,8	-785,7	-806,8	-1 035,7	-1 081,4
CF netto	-10,0	33,9	116,2	128,8	145,6	241,4	207,6	239,8	81,3	124,7	-45,4	-35,2
Środki pieniężne na początek okresu	159,4	149,4	183,5	299,7	428,5	574,1	815,5	1 023,1	1 262,9	1 344,2	1 468,9	1 423,5
Środki pieniężne na koniec okresu	149,4	183,3	299,7	428,5	574,1	815,5	1 023,1	1 262,9	1 344,2	1 468,9	1 423,5	1 388,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	27,7%	15,9%	10,1%	13,8%	11,7%	9,7%	8,6%	7,8%	7,1%	6,5%	6,0%	5,5%
EBITDA zmiana r/r	35,6%	5,1%	1,2%	22,3%	15,1%	7,0%	5,9%	5,5%	5,2%	4,6%	4,2%	3,9%
EBIT zmiana r/r	35,5%	-1,0%	-1,4%	27,6%	17,1%	7,0%	6,3%	6,1%	6,1%	5,5%	5,1%	4,8%
Wynik netto zmiana r/r	22,3%	11,4%	-8,3%	34,8%	18,6%	10,3%	7,1%	6,4%	6,5%	5,8%	5,4%	4,7%
Marża brutto na sprzedaży	58,5%	58,5%	56,3%	57,1%	58,0%	58,0%	57,9%	57,9%	57,9%	57,9%	57,8%	57,8%
Marża EBITDA	18,6%	16,8%	15,5%	16,6%	17,1%	16,7%	16,3%	15,9%	15,7%	15,4%	15,1%	14,9%
Marża EBIT	15,0%	12,8%	11,4%	12,8%	13,5%	13,1%	12,9%	12,7%	12,5%	12,4%	12,3%	12,2%
Marża brutto	12,7%	9,6%	10,7%	12,3%	13,1%	13,1%	13,0%	12,8%	12,7%	12,6%	12,6%	12,5%
Marża netto	10,5%	10,1%	8,4%	10,0%	10,6%	10,7%	10,5%	10,4%	10,3%	10,2%	10,2%	10,1%
ROE	28,9%	29,4%	21,5%	24,1%	24,5%	23,5%	22,7%	21,8%	22,0%	22,0%	22,9%	23,7%
ROA	17,4%	16,4%	13,1%	15,7%	16,8%	16,7%	16,5%	16,2%	16,5%	16,6%	17,2%	17,7%
Dług	358,0	582,8	537,0	437,0	337,0	287,0	237,0	187,0	112,0	62,0	27,0	0,0
D/(D+E)	19,3%	26,2%	20,7%	15,0%	10,5%	8,0%	6,0%	4,4%	2,5%	1,3%	0,6%	0,0%
D/E	23,9%	35,6%	26,1%	17,6%	11,7%	8,7%	6,4%	4,6%	2,6%	1,4%	0,6%	0,0%
Odsetki/EBIT	15,3%	25,0%	7,2%	4,8%	3,8%	1,1%	0,8%	0,7%	0,7%	0,5%	0,3%	0,2%
Dług/Kapitał własny	23,9%	35,6%	26,1%	17,6%	11,7%	8,7%	6,4%	4,6%	2,6%	1,4%	0,6%	0,0%
Dług netto	208,7	399,5	237,2	8,4	-237,1	-528,6	-786,2	-1075,9	-1232,2	-1406,9	-1396,5	-1388,3
Dług netto/Kapitał własny	13,9%	24,4%	11,5%	0,3%	-8,2%	-16,0%	-21,4%	-26,4%	-28,6%	-30,9%	-30,4%	-29,9%
Dług netto/EBITDA	27,3%	49,8%	29,2%	0,9%	-20,7%	-43,2%	-60,7%	-78,8%	-85,7%	-93,6%	-89,1%	-85,2%
Dług netto/EBIT	33,9%	65,6%	39,5%	1,1%	-26,4%	-55,0%	-76,9%	-99,2%	-107,1%	-115,9%	-109,4%	-103,8%
EV	13 926,6	14 117,5	13 955,2	13 726,4	13 480,9	13 189,4	12 931,8	12 642,1	12 485,7	12 311,1	12 321,5	12 329,7
Dług/EV	2,6%	4,1%	3,8%	3,2%	2,5%	2,2%	1,8%	1,5%	0,9%	0,5%	0,2%	0,0%
CAPEX/Przychody	13,2%	11,5%	6,4%	5,6%	4,9%	4,4%	4,0%	3,6%	3,3%	3,0%	2,8%	2,6%
CAPEX/Amortyzacja	365,7%	284,3%	159,3%	146,9%	133,4%	122,9%	116,2%	110,8%	105,0%	102,5%	100,6%	99,1%
Amortyzacja/Przychody	3,6%	4,1%	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,1%	3,0%	2,8%	2,7%
Zmiana KO/Przychody	-2,7%	-2,3%	-2,2%	-1,4%	-1,2%	-1,0%	-0,8%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-12,6%	-17,2%	-23,6%	-11,6%	-11,7%	-11,5%	-10,4%	-10,8%	-10,6%	-10,4%	-10,7%	-10,6%
Wskaźniki rynkowe	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S	3,3	2,9	2,6	2,3	2,1	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3
P/E	31,7	28,5	31,0	23,0	19,4	17,6	16,4	15,4	14,5	13,7	13,0	12,4
P/BV	9,2	8,4	6,7	5,5	4,8	4,1	3,7	3,4	3,2	3,0	3,0	2,9
P/CE	23,6	20,6	18,5	13,4	10,7	8,6	7,4	6,4	6,0	5,6	5,5	5,5
EV/EBITDA	18,2	17,6	17,2	13,8	11,8	10,8	10,0	9,3	8,7	8,2	7,9	7,6
EV/EBIT	22,6	23,2	23,2	17,9	15,0	13,7	12,6	11,7	10,9	10,1	9,7	9,2
EV/S	3,4	3,0	2,7	2,3	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
BVPS	826,9	905,5	1 137,7	1 369,5	1 595,4	1 830,8	2 033,6	2 247,7	2 377,8	2 512,5	2 542,2	2 569,8
EPS	239,2	266,4	244,4	329,5	390,6	430,8	461,2	490,9	522,7	552,9	582,6	610,2
CEPS	321,7	367,7	410,0	566,3	707,9	881,4	1 026,6	1 188,7	1 265,5	1 364,6	1 369,2	1 377,3
Dywidenda [mln PLN]	155,3	171,9	58,0	176,9	298,1	353,5	467,8	500,8	710,7	756,8	1 000,7	1 054,4
DPS	85,8	95,0	32,0	97,8	164,7	195,3	258,5	276,7	392,7	418,2	552,9	582,6
Dyield	1,1%	1,3%	0,4%	1,3%	2,2%	2,6%	3,4%	3,7%	5,2%	5,5%	7,3%	7,7%
Payout ratio	43,9%	39,7%	12,0%	40,0%	50,0%	50,0%	60,0%	60,0%	80,0%	80,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 7 580,2 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Redukuj	6 618,1	---	---	19.05.2015	7 580,2	57 209

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'15:

Kupuj	2	29%
Akumuluj	3	43%
Trzymaj	1	14%
Redukuj	1	14%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

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

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest 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 strategii 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 19.05.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.05.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 19.05.2015 roku:

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.