



Dom Maklerski BDM S.A.

CCC

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ
(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 165,4 PLN

2 GRUDNIA 2015

Po słabych wynikach 3Q'15 oraz przeciętnym odczycie sprzedażowym za listopad (dynamika 6-7% r/r) kurs akcji CCC zareagował dużą przeceną. W naszej ocenie słabsze obroty były efektem niesprzyjającej aury, co przeniosło się na wypracowane przychody. Liczymy jednak, że dzięki modelowi fast fashion grupa będzie w stanie zareagować i w grudniu wyniki sprzedażowe będą lepsze. W 4Q'15 przyjmujemy, że grupa powróci do szybszego tempa otwarć (ok. 30 tys. mkw. nowej powierzchni, pozwoliłoby to zrealizowanie wcześniejszych zapowiedzi zarządu) oraz ograniczyć erozję pierwszej marży. Zakładamy, że od 1Q'16 „stare” CCC będzie odbudowywać rentowność brutto, co w połączeniu z nowymi otwarciem pozwoli na znaczną poprawę wyników finansowych. Oczekujemy, że dzięki ekspansji sieci w najbliższych 2 latach, spółka będzie w stanie dogonić Deichmanna na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej, który jest głównym konkurentem CCC. Jednocześnie planowana struktura nowych otwarć powinna pozwolić w perspektywie 2-3 lat na przekroczenie 50% udziału placówek własnych w całkowitej powierzchni grupy przez region UE (cehuje się wyższymi marżami i mniejszym nasyceniem rynku). Na korzyść grupy (względem LPP) przemawia mniejsza ekspansja zakupowa na kurs USD/PLN (rynek azjatycki stanowi ok. 50-70% dostaw), co w połączeniu z modelem fast fashion umożliwia szybsze reagowanie na bieżącą sytuację rynkową. Sądzymy także, że dobrym ruchem ze strony CCC jest zakup ebuwie.pl. W naszej ocenie pozwala to na wejście w kanał e-commerce, który cechuje się obecnie bardzo wysoką dynamiką wzrostu i uważamy, że za sobą szereg synergii (w modelu odpowiada za ok. 10% EBITDA). Przyjmujemy też, że grupa będzie w stanie utrzymać stabilne strumienie dywidend w kolejnych latach (DPR ok. 50%). Dlatego też decydujemy się na rozpoczęcie wydawania rekomendacji dla CCC od zalecenia Akumuluj z ceną docelową 165,4 PLN.

Spodziewamy się, że w 4Q'15 CCC ograniczy erozję marży (szacujemy, że ubytek zmniejszy się do 1.1. p.p. r/r). Równocześnie spółka powinna zrealizować ok. 30 tys. mkw. otwarć, co pozwoliłoby na wypracowanie 810 mln PLN przychodów (+19% r/r) i 165,2 mln PLN EBITDA. W ujęciu całorocznym da to 2,4 mld PLN obrotów i ok. 339 mln PLN EBITDA. Przyjmujemy, że na koniec '15 powierzchnia handlowa wzrośnie do 378-380 tys. mkw., a w '16 o kolejne 60 tys. mkw. (głównie poza Polską). W perspektywie 2-3 oczekujemy, że udział krajów UE (sklepy własne) w całej sieci przekroczy 50%, co umożliwi realizację wyższych marż i zwiększy szansę na obronę przed erozją.

W naszym modelu uwzględniamy wpływ zakupu eobuwie.pl, który powinien być widoczny w wynikach CCC od '16. Szacujemy, że przyszłoroczna EBITDA wzrośnie do 453,7 mln PLN, a wynik netto do 303,3 mln PLN. Jednocześnie należy się liczyć ze znacznym wzrostem zadłużenia grupy (koszt nabycia eobuwie.pl estymujemy na ok. 200 mln PLN) oraz wydatkami rzędu 30-40 mln PLN na budowę nowego centrum dystrybucyjnego e-sklepu. Wskazujemy również, że wejście w sprzedaż internetową odbije się na pierwszej marży (zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży wynosi ok. 37-38%; w „starym” CCC przyjmujemy, że spółka utrzyma marżę na poziomie 53-54%).

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	1 642,6	2 011,9	2 363,3	3 188,6	3 819,9	4 352,6
EBITDA [mln PLN]	213,2	297,9	338,9	453,7	526,9	604,6
EBIT [mln PLN]	175,5	247,3	279,2	385,1	450,4	520,3
Wynik netto [mln PLN]	132,0	422,8	276,0	303,3	351,0	409,0
P/BV	9,7	6,0	5,6	4,8	4,1	3,6
P/E	43,3	13,5	20,7	18,9	16,3	14,0
EV/EBITDA	27,7	20,6	19,5	14,9	12,9	11,2
EV/EBIT	33,7	24,8	23,7	17,6	15,1	13,0
DPS	1,6	1,6	3,0	3,6	3,9	4,7

Wycena końcowa [PLN]	165,4
Potencjał do wzrostu / spadku	+11,0%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	149,0
Kapitalizacja [mln PLN]	5 721,6
Ilość akcji [mln. szt.]	38,4
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	193,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	142,8
Stopa zwrotu za 3 mc	-8,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	-12,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	-10,3%
Akcjonariat (% głosów):	
Ulbro (p. zależny od D. Miłka)	33,5%
Aviva OFE	7,0%
Leszek Gaczorek	9,9%
Pozostali	49,6%

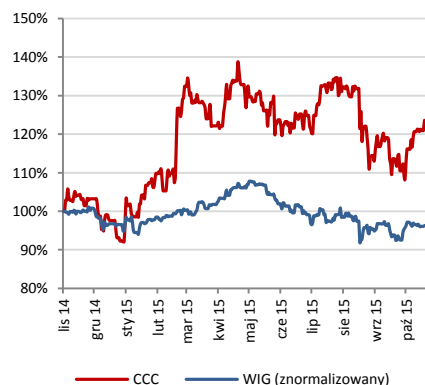
Adrian Górniak

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 3Q'2015	10
WYNIKI KRAJOWYCH SPÓŁEK ODZIEŻOWYCH W 3Q'15	15
TRANSAKCJA Z EOBUIE.PL.....	18
PROGNOZA NA 4Q'15 I KOLEJNE OKRESY	21
OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI	26
OTOCZENIE RYNKOWE	28
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....	31

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny CCC dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz analizę porównawczą. Metodzie DCF przypisaliśmy 80% wagi, natomiast metodzie porównawczej 20%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 170,8 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 143,7 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 5 845,6 mln PLN, czyli **165,4 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN
A	Wycena DCF	6 559,2	170,8
B	Wycena porównawcza	5 518,3	143,7
C = (80%*A + 20%*B)	Wycena końcowa	6 351,0	165,4

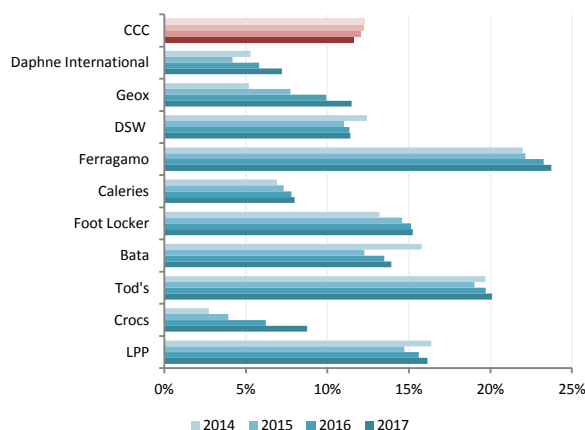
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Po dobrym odczycie sprzedażowym za październik (+24% r/r), listopad przyniósł słabszy wynik (217 mln PLN, +6,5% r/r), co w naszej ocenie jest efektem głównie niesprzyjającej aury. Liczymy jednak, że w grudniu spółka wykorzysta zalety modelu fast fashion reagując szybko na panujące warunki i wypracuje w 4Q'15 ok. 810,9 mln PLN (dynamika rzędu 18-19% r/r), przy jednoczesnym ograniczeniu erozji pierwszej marży (estymujemy, że rentowność brutto obniży się do 53,5%, co będzie najniższym ubytkiem kwartalnym w bieżącym roku). Spodziewamy się także, że CCC będzie starać się ograniczyć koszty SG&A, co pozwoliłoby na osiągnięcie ok. 165,2 mln PLN EBITDA (+33,1% r/r) oraz ok. 145,2 mln PLN zysku brutto. W ujęciu całorocznym oznaczałoby to, że grupa zbliżyłaby się do pułapu 2,3-2,4 mld PLN obrotów, realizując 52,7% marżę brutto ze sprzedaży (-2,3 p.p. r/r). Wynik operacyjny może zwiększyć się do 279,2 mln PLN, natomiast na poziomie netto oczekujemy 276,5 mln PLN (w '14 CCC wykazało ok. 220-230 mln PLN korzyści podatkowych w 4Q'14, co podbiło wynik; po oczyszczeniu dynamika bliska 20%). Przyjmujemy, że grupa intensywnie rozbuduje powierzchnię handlową i zamknie rok z 378,5 tys. mkw.

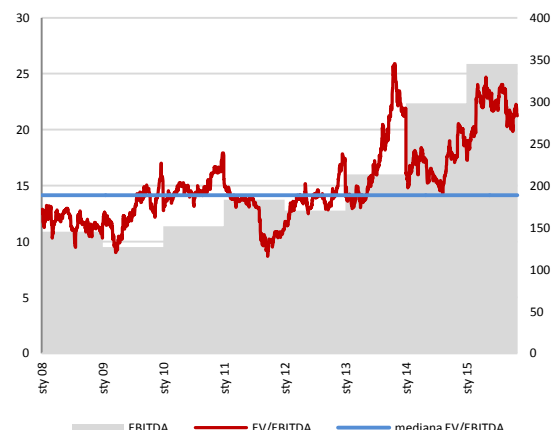
W naszym modelu uwzględniamy wpływ zakupu eobuwie.pl, który powinien być widoczny w wynikach CCC od '16. Szacujemy, że przyszłoroczna EBITDA wzrośnie do 453,7 mln PLN, a wynik brutto do 374,5 mln PLN. Jednocześnie należy się liczyć ze znacznym wzrostem zadłużenia grupy (koszt nabycia eobuwie.pl estymujemy na ok. 200 mln PLN) oraz wydatkami rzędu 30-40 mln PLN na budowę nowego centrum dystrybucyjnego e-sklepu. Wskazujemy również, że wejście w sprzedaż internetową odbije się na pierwszej marży (zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży wynosi ok. 37-38%; w „starym” CCC przyjmujemy, że spółka utrzyma marżę na poziomie 53-54%). Na kilka lat odłożone powinno być również uruchomienie własnego kanału e-commerce (najwcześniej w 2019 roku).

Podsumowując, sądzimy, że ostatnia przecena akcji obuwniczego giganta była nadmierna i zalecamy budowę pozycji na walerach CCC. Po słabym 3Q'15 spółka powinna wejść w okres odbudowy marż (ograniczenie erozji już w 4Q'15), co w połączeniu z silną rozbudową sieci i kontrolą kosztów okołosklepowych może przynieść dobre rezultaty. W dłuższym terminie oczekujemy, że czynnikami wspierającym wyniki będzie zwiększenie udziału krajów regionu UE, które generują lepsze marże (50% udziału sklepów własnych powinno być przekroczone już w '18). Pozytywnie podchodzimy do zakupu udziałów w eobuwie.pl. W naszej ocenie jest to dobry krok, który pozwala na wejście w najszybciej rozwijający się kanał sprzedażowy. Dodatkowo dostrzegamy pole do licznych synergii, m.in. dynamiczny rozwój e-sklepu i utrzymanie struktury kosztów na stabilnym poziomie (głównie dzięki wejściu eobuwie.pl na rynki działalności CCC). Grupa powinna również powrócić (po niższej wypłacie w '15) do wcześniejszej wielkości strumienia dywidendy (ok. 50%). Mając na względzie wymienione czynniki, decydujemy się wydać zalecenie Akumuluj z ceną docelową 165,4 PLN/akcję.

Porównanie marż EBITDA dla grupy porównawczej



Historyczna EV/EBITDA



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 bliska 52,7%, co wynika z dużej presji kursu USD/PLN oraz realizowane wyprzedaże w związku ze słabszą sprzedażą w 3Q'15. W kolejnych latach zakładamy, że „stare” CCC będzie w stanie powrócić do rentowności na poziomie ok. 53%. Uwzględniając jednocześnie konsolidację eobuwie.pl, szacujemy że pierwsza marża w długim terminie będzie kształtować się w przedziale 51,5-52,0%.
- Przyjmujemy również, że w latach 2015-17 CCC zwiększy powierzchnię handlową do 510-520 tys. mkw na koniec '17 względem 306 tys. mkw na koniec 4Q'14.
- W naszym modelu przyjęliśmy długoterminowy wzrost przychodów z mkw na poziomie 1,0% na rynku polskim (w obu segmentach). W przypadku detalu w krajach UE przyrost obrotu z mkw. zakładamy na pułapie 1,5% (również we franczyzie), a na pozostałych rynkach w wys. 1,5% (franczyza na pułapie 1,0%).
- Spodziewamy się, że w latach 2015-16 CCC utrzyma dotychczasowy poziom wypłaty dywidendy. Oczekujemy jednak, że wraz z coraz niższą dynamiką wzrostu powierzchni handlowej spółka będzie w stanie zwiększyć % wypłacanego zysku.
- Od '16 uwzględniamy w wynikach grupy wpływ eobuwie.pl (sklep internetowy nabyty w 3Q'15). Według naszych szacunków wartość kanału on-line dodaje ok. 6-7 PLN/akcję do wartości spółki. W modelu przyjmujemy, że przychody eobuwie.pl wzrosną do ok. 320 mln PLN w '17, a EBITDA'17 będzie bliska 54-55 mln PLN.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Przyjmujemy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19%.
- Wpływ zmiany kursów walutowych na wycenę DCF przedstawiliśmy w osobnej tabeli (patrz: poniżej).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2024 roku na poziomie 3%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2024 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 38,4 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 02.12.2015

Metoda DCF dała wartość spółki CCC na poziomie 6 559,2 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 170,8 PLN.

Wrażliwość wyceny DCF na zmianę kursów walutowych*

-10%	166,5
-5%	168,6
kurs bazowy	170,8
5%	173,0
10%	175,1

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

Model DCF

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 363,3	3 188,6	3 819,9	4 352,6	4 791,2	5 179,0	5 514,0	5 793,5	6 015,2	6 176,6
EBIT [mln PLN]	279,2	385,1	450,4	520,3	569,0	613,1	652,6	686,7	715,1	737,3
Stopa podatkowa	21%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	58,6	73,2	85,6	98,9	108,1	116,5	124,0	130,5	135,9	140,1
NOPLAT [mln PLN]	220,5	311,9	364,8	421,5	460,9	496,6	528,6	556,3	579,3	597,2
Amortyzacja [mln PLN]	59,7	68,6	76,5	84,3	91,3	96,6	100,6	102,5	103,6	103,8
CAPEX [mln PLN]	-153,8	-188,0	-150,2	-152,5	-142,1	-135,0	-118,6	-113,2	-105,6	-103,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-152,5	-208,2	-148,7	-112,7	-77,7	-73,4	-57,3	-38,0	-26,2	-14,9
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-226,0	-15,7	142,4	240,5	332,4	384,8	453,3	507,5	551,0	583,0
DCCF [mln PLN]	-224,8	-14,6	123,5	194,5	250,1	268,8	293,3	303,5	303,7	295,6
Suma DCCF [mln PLN]	1 793,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	10 445,2			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 3,0%						
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	5 294,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	7 088,5									
Dług netto [mln PLN]	414,2									
Dywidenda [mln PLN]	115,2									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	6 559,2									
Ilość akcji [mln]	38,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	170,8									

Przychody zmiana r/r	17,5%	34,9%	19,8%	13,9%	10,1%	8,1%	6,5%	5,1%	3,8%	2,7%
EBIT zmiana r/r	12,9%	37,9%	17,0%	15,5%	9,3%	7,8%	6,4%	5,2%	4,1%	3,1%
FCF zmiana r/r	6,8%	-93,1%	-908,9%	68,9%	38,2%	15,8%	17,8%	12,0%	8,6%	5,8%
Marża EBITDA	14,3%	14,2%	13,8%	13,9%	13,8%	13,7%	13,7%	13,6%	13,6%	13,6%
Marża EBIT	11,8%	12,1%	11,8%	12,0%	11,9%	11,8%	11,8%	11,9%	11,9%	11,9%
Marża NOPLAT	9,3%	9,8%	9,6%	9,7%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,7%
CAPEX / Przychody	6,5%	5,9%	3,9%	3,5%	3,0%	2,6%	2,2%	2,0%	1,8%	1,7%
CAPEX / Amortyzacja	257,6%	274,0%	196,3%	180,9%	155,6%	139,7%	117,9%	110,5%	102,0%	99,3%
Zmiana KO / Przychody	6,5%	6,5%	3,9%	2,6%	1,6%	1,4%	1,0%	0,7%	0,4%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	43,4%	25,2%	23,6%	21,2%	17,7%	18,9%	17,1%	13,6%	11,8%	9,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
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	67,8%	56,3%	55,9%	58,3%	62,7%	66,7%	71,4%	77,0%	82,7%	88,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,3%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	32,2%	43,7%	44,1%	41,7%	37,3%	33,3%	28,6%	23,0%	17,3%	11,8%
WACC	7,5%	7,0%	7,0%	7,1%	7,3%	7,5%	7,7%	8,0%	8,2%	8,5%

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	114,9	124,3	136,0	150,8	170,3	197,2	236,4	299,3	416,1
	0,8	108,2	116,5	126,7	139,6	156,2	178,6	210,2	258,6	341,4
	0,9	102,1	109,5	118,5	129,7	144,0	162,8	188,7	226,9	288,3
	1,0	96,4	103,1	111,0	120,9	133,2	149,2	170,8	201,5	248,6
	1,1	91,3	97,2	104,3	113,0	123,7	137,5	155,6	180,7	217,8
	1,2	86,5	91,8	98,2	105,8	115,3	127,2	142,6	163,5	193,2
	1,3	82,1	86,9	92,6	99,4	107,7	118,1	131,3	148,8	173,2

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%	122,3	132,9	146,3	163,6	186,7	219,4	269,1	353,5	528,8
	4,00%	108,2	116,5	126,7	139,6	156,2	178,6	210,2	258,6	341,4
	5,00%	96,4	103,1	111,0	120,9	133,2	149,2	170,8	201,5	248,6
	6,00%	86,5	91,8	98,2	105,8	115,3	127,2	142,6	163,5	193,2
	7,00%	78,0	82,3	87,5	93,6	100,9	110,0	121,4	136,3	156,5
	8,00%	70,6	74,2	78,4	83,3	89,2	96,2	104,9	116,0	130,3
	9,00%	64,2	67,2	70,7	74,7	79,4	85,0	91,8	100,2	110,8

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%	334,7	309,0	287,5	269,1	253,2	239,3	227,1	216,3	206,7
	4,00%	264,4	243,0	225,2	210,2	197,4	186,4	176,7	168,2	160,7
	5,00%	215,9	197,9	183,2	170,8	160,3	151,4	143,6	136,7	130,7
	6,00%	180,5	165,3	152,9	142,6	133,9	126,5	120,0	114,4	109,5
	7,00%	153,6	140,6	130,1	121,4	114,1	107,9	102,5	97,8	93,7
	8,00%	132,6	121,4	112,4	104,9	98,7	93,4	88,9	84,9	81,4
	9,00%	115,6	106,0	98,2	91,8	86,4	81,9	78,0	74,6	71,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analiza porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-17 dla wybranych spółek z branży odzieżowej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty zagraniczne oraz LPP (jedyna krajowa spółka poza CCC o zasięgu międzynarodowym; poglądowo prezentujemy również wskaźniki dla mniejszych detalistów), co naszym zdaniem oddaje charakter działalności grupy. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena CCC metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **143,7 PLN**.

Wycena porównawcza względem podmiotów o zasięgu międzynarodowym

	P/E			EV/EBITDA		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
LPP	29,6	23,1	18,8	16,7	13,4	11,2
Crocs	272,8	27,3	15,5	15,6	10,5	7,1
Tod's	23,1	20,6	18,6	11,3	10,4	9,5
Bata	32,0	26,5	23,3	19,2	14,9	13,0
Foot Locker	15,2	14,0	13,0	7,6	7,0	6,5
Salvatore Ferragamo	21,8	18,7	17,0	11,5	10,0	8,9
Geox	67,6	30,9	21,1	15,0	10,6	8,3
Mediana	29,6	23,1	18,6	15,0	10,5	8,9
CCC	20,7	18,9	16,3	19,5	14,9	12,9
Premia/dyskonto	-30,0%	-18,2%	-12,4%	29,7%	42,5%	44,2%
Wycena wg wskaźnika	212,7	182,1	170,2	105,4	95,8	96,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		188,3			99,1	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa [PLN]		143,7				

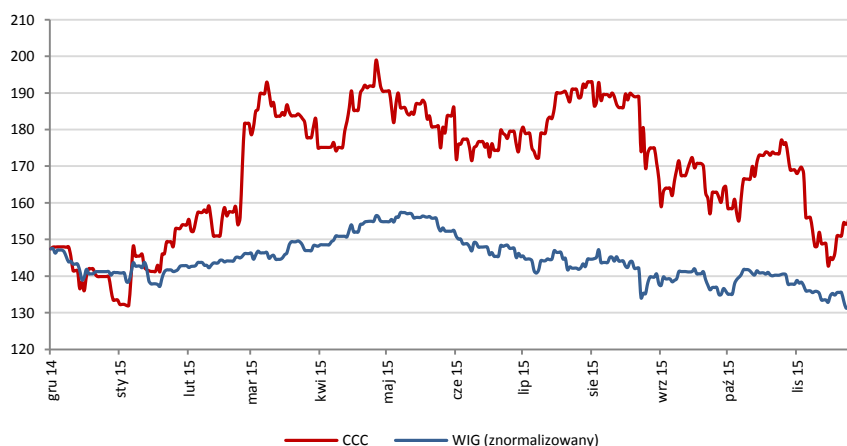
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

CCC na tle krajowych spółek odzieżowych

	P/E			EV/EBITDA		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Gino Rossi	8,8	6,6	5,5	6,7	5,9	5,1
Vistula Group	18,4	15,5	13,7	10,7	9,5	8,4
Monnari	11,9	12,2	10,9	9,3	7,8	6,8
Wojas	10,1	7,8	6,9	6,3	5,8	5,2
Redan	-	9,0	5,1	7,0	4,0	3,6
LPP	29,6	23,1	18,8	16,7	13,4	11,2
Bytom	17,0	14,3	12,0	12,6	9,4	7,7
Mediana	14,0	12,4	11,0	9,1	8,0	6,8
CCC	20,7	18,9	16,3	19,5	14,9	12,9
Premia/dyskonto	47,6%	52,1%	48,3%	114,2%	86,2%	90,7%

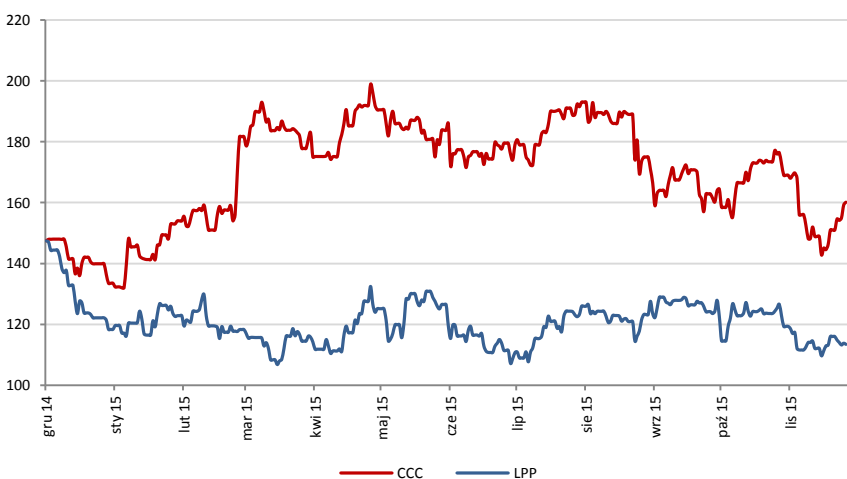
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle WIG



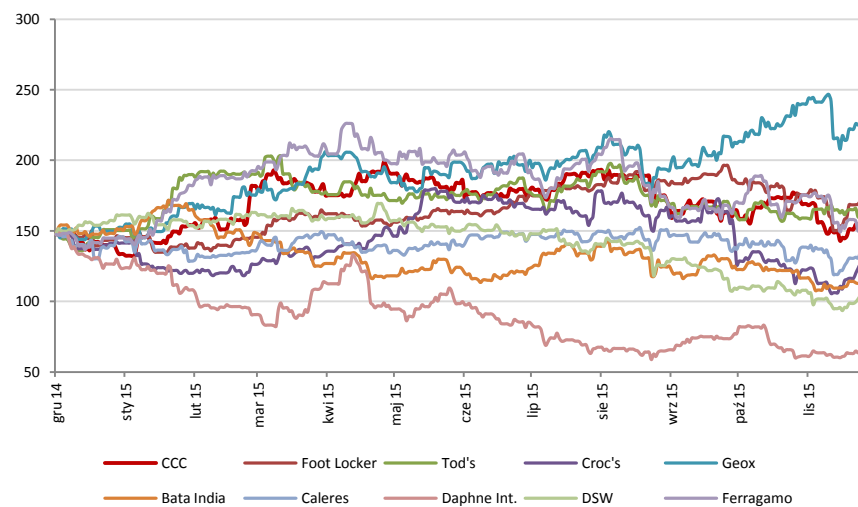
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle CCC



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Po raporcie za 3Q'15 kurs potentata obuwniczego zareagował gwałtowną przeceną, która naszym zdaniem nie była uzasadniona w tak dużym stopniu.

Na wyniki finansowe w '15 obu krajowych potentatów negatywnie przekłada się presja USD/PLN. Uważamy jednak, że dużo gorszym położeniu znajduje się obecnie LPP, którego musi sobie także radzić z obniżkami cen w Inditex oraz „podbieraniem” klientów przez sieci dyskontowe.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko rozbudowy sieci**

Grupa przeprowadza dynamiczną ekspansję swojej sieci, która obejmuje nie tylko rynek Polski, ale również pozostałe kraje, w których CCC prowadzi działalność. W perspektywie 3 lat zarząd spółki zamierza zwiększyć całkowitą powierzchnię handlową do 540-560 tys. mkw., co implikuje wzrost sieci względem roku 2014 o ok. 80%. Zwracamy jednak uwagę, że władze CCC informowały już o wolniejszym tempie otwarć w krajach regionu DACH, co wynika przede wszystkim z małej rozpoznawalności marki oraz mocnej pozycji Deichmanna. W mniejszym tempie niż oczekiwano zwiększała się również powierzchnia w okresie 1-3Q'15.
- **Rozwój e-commerce**

Kanał e-commerce jest obecnie najszybciej rozwijającą się formą sprzedaży (według niektórych analiz wzrost w '14 wynosił ok. 20% i szacuje się, że w kolejnych latach dwucyfrowa dynamika zostanie utrzymana). Dlatego też CCC od dłuższego czasu zamierzała rozszerzyć swoją działalność o sklep internetowy. W 3Q'15 spółka zdecydowała się na zakup eobuwie.pl, które ma być uzupełnieniem modelu biznesowego grupy. Naszym zdaniem otwarcie własnego e-sklepu przesuwają się o min. 2-3 lata. Zwracamy jednocześnie uwagę, że rynek e-commerce jest mocno konkurencyjny, co powoduje dużą presję na realizowane marże (głównie ze strony Zalando), co w długim terminie może negatywnie wpływać na wyniki grupy.
- **Podatek od sieci wielkopowierzchniowych**

Jednym z postulatów wyborczych PiS było wprowadzenie podatku od sklepów, których powierzchnia przekracza 250 mkw. Danina miałaby wynosić od 0,5% do 2% generowanego przez sieć obrotu. Średnia powierzchnia sklepów CCC w Polsce oscyluje w okolicy 400 mkw., co powoduje, że podatek objąłby również placówki grupy. Według naszych założeń wielkość obciążenia mieściłaby się w przedziale 30-40 mln PLN. W modelu nie uwzględniamy wpływu podatku na wyniki spółki.
- **Ryzyko kursowe**

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

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

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

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

WYNIKI ZA 3Q'2015

Wyniki CCC w 3Q'15 okazały się znacznie słabsze r/r. Pomimo rozbudowy powierzchni handlowej o ponad 23% r/r, przychody ze sprzedaży wzrosły do 512,4 mln PLN, co implikuje wzrost o 8,1% r/r i rezultat uznajemy za mocno rozczarowujący. Jednocześnie erozja marży brutto ze sprzedaży była znacznie mniejsza niż w 2Q'15, przez co rentowność wyniosła 52,8% (-2,1 p.p. r/r). Na poziomie EBITDA grupa wypracowała jedynie 37,3 mln PLN (-38,2% r/r), co wynika z dużego wzrostu kosztów SG&A (w 3Q'15 stanowiły 48,5% przychodów, rok wcześniej 43%). Dzięki wykazanim korzyściom podatkowym spółka zaraportowała 33,8 mln PLN.

W ujęciu segmentowym uwagę zwracają wyniki detalu w Polsce i krajach UE. Na rynku polskim obroty spadły do 307,3 mln PLN, przy jednoczesnym wzroście powierzchni handlowej do 180,9 tys. mkw. Oznacza to, że przychód z mkw obniżył się do 1,7 tys. PLN. Lekki wzrost odnotowała natomiast rentowność brutto, która wyniosła 52,6% (+1,4 p.p. r/r). Z powodu zwiększenia kosztów okołosklepowych rentowność EBIT spadła do 2,5%. W przypadku regionu UE CCC zwiększyło przychody ze sprzedaży do 166,1 mln PLN (powierzchnia sieci wzrosła do 133,4 tys. mkw; +43,1 tys. mkw r/r), co oznacza że przychód z mkw zmalał do 1,3 tys. PLN. Również w tym segmencie spółka wykazała poprawę pierwszej marży. Grupie udało się podnieść ceny obuwia, przez co rentowność brutto była bliska 61,1% w 3Q'15 (operacyjnie strata).

Wyniki CCC za 3Q'15 [mln PLN]

	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	4Q'13-3Q'14	4Q'14-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	474,0	512,4	8,1%	1 912,7	2 234,4	16,8%
Wynik brutto ze sprzedaży	260,4	270,7	3,9%	1 034,8	1 184,6	14,5%
EBITDA	60,2	37,3	-38,2%	288,1	297,8	3,3%
EBIT	52,2	24,3	-53,4%	247,4	233,1	-5,8%
Wynik brutto	45,4	18,8	-58,6%	227,5	210,5	-7,5%
Wynik netto	40,2	33,8	-15,9%	187,6	457,7	143,9%
marża brutto ze sprzedaży	54,9%	52,8%		54,1%	53,0%	
marża EBITDA	12,7%	7,3%		15,1%	13,3%	
marża EBIT	11,0%	4,7%		12,9%	10,4%	
marża netto	8,5%	6,6%		9,8%	20,5%	
CF Operacyjny	-11,7	16,0	-	-15,7	233,3	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki segmentów i dane operacyjne [mln PLN] – cz. 1

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15
Polska DETAL											
Przychody	172,8	336,7	325,6	421,0	260,8	353,6	321,7	462,8	283,7	397,6	307,3
Wynik brutto ze sprzedaży	77,9	184,7	143,7	213,4	131,5	195,8	164,7	249,8	134,6	192,6	161,5
EBIT	-34,3	51,3	15,7	61,4	2,2	58,9	28,3	106,6	16,5	68,1	7,8
marża brutto	45,1%	54,9%	44,1%	50,7%	50,4%	55,4%	51,2%	54,0%	47,4%	48,4%	52,6%
marża EBIT	-	15,2%	4,8%	14,6%	0,9%	16,7%	8,8%	23,0%	5,8%	17,1%	2,5%
Polska FRANCYZA											
Przychody	4,2	3,7	5,2	6,3	-0,4	-1,5	2,5	0,8	2,3	1,3	4,5
Wynik brutto ze sprzedaży	1,5	-0,2	1,7	2,5	0,4	0,4	0,8	0,3	0,8	0,7	1,6
EBIT	1,2	-1,1	1,1	1,7	0,4	0,1	0,5	0,3	0,7	0,7	1,2
marża brutto	35,1%	-	32,5%	39,9%	-	-	31,0%	43,2%	35,0%	49,4%	34,5%
marża EBIT	27,4%	-	21,0%	27,0%	-	-	19,7%	36,8%	32,0%	52,0%	26,2%
UE DETAL											
Przychody	33,9	68,0	70,6	136,1	83,6	120,9	126,4	195,1	126,0	185,3	166,1
Wynik brutto ze sprzedaży	13,6	37,2	35,3	73,3	45,2	69,4	69,0	110,4	66,7	95,1	101,5
EBIT	-11,3	8,3	-6,8	13,7	-11,4	3,2	-6,4	22,1	-20,8	1,1	-7,2
marża brutto	40,1%	54,7%	50,0%	53,9%	54,1%	57,4%	54,6%	56,6%	52,9%	51,3%	61,1%
marża EBIT	-	12,3%	-	10,0%	-	2,6%	-	11,3%	-	0,6%	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki segmentów i dane operacyjne [mln PLN] – cz. 2

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15
UE Franczyza											
Przychody	2,7	8,3	5,0	15,3	6,1	15,3	14,1	17,6	14,2	18,7	21,0
Wynik brutto ze sprzedaży	0,7	2,2	2,0	4,1	2,4	4,3	4,1	2,1	4,9	9,2	7,4
EBIT	0,5	0,6	1,4	2,4	0,6	2,3	1,6	1,9	2,9	7,6	4,0
marża brutto	27,2%	26,3%	39,4%	26,9%	39,0%	28,2%	28,8%	11,7%	34,5%	49,0%	35,3%
marża EBIT	16,8%	6,9%	28,1%	15,5%	10,5%	15,1%	11,2%	10,9%	20,4%	40,7%	19,3%
Pozostałe DETAL											
Przychody	0,0	0,0	0,1	1,0	0,7	1,2	1,3	2,2	1,6	1,5	1,8
Wynik brutto ze sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,4	0,5	0,9	1,0	0,8	1,1
EBIT	0,0	0,0	-0,5	0,1	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7
marża brutto	-	-	40,2%	54,2%	41,3%	37,6%	40,2%	41,6%	62,0%	51,2%	58,8%
marża EBIT	-	-	-	11,3%	-	-	-	-	-	-	-
Pozostałe FRANCZYZA											
Przychody	7,1	5,6	7,5	2,3	8,4	6,0	7,5	3,5	3,9	3,6	9,3
Wynik brutto ze sprzedaży	0,6	0,8	0,8	0,2	1,2	0,4	1,2	1,1	1,4	1,0	2,4
EBIT	-0,3	-0,1	-0,5	-0,5	0,6	0,0	0,7	1,0	0,4	1,8	2,1
marża brutto	8,7%	14,9%	10,5%	10,6%	14,1%	5,9%	15,4%	30,4%	37,2%	26,9%	26,2%
marża EBIT	-	-	-	-	6,8%	0,5%	8,8%	28,2%	9,9%	49,8%	22,7%

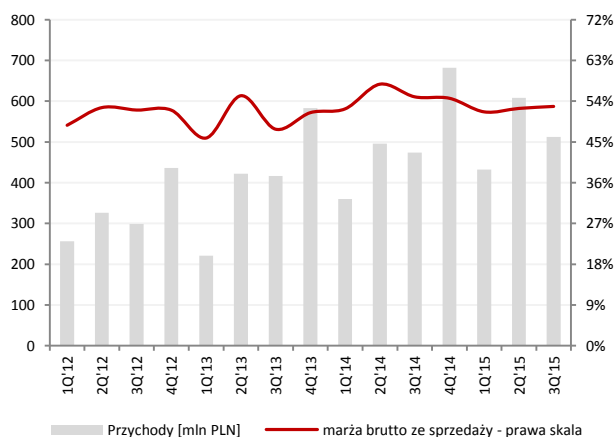
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dane operacyjne segmentów

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15
Powierzchnia EoP [tys. mkw]											
Polska - sklepy własne	156,3	154,4	157,5	154,3	158,1	159,8	166,7	173,0	174,2	174,8	180,9
Polska - franczyza	6,2	5,7	5,9	5,9	5,1	2,5	1,1	0,9	0,8	0,8	0,8
Kraje UE - sklepy własne	38,4	43,7	56,1	68,7	75,3	84,0	90,3	110,1	118,7	125,1	133,4
Kraje UE - franczyza	5,5	7,6	8,9	10,1	10,5	12,2	13,3	16,2	17,1	18,7	20,5
Kraje pozostałe - sklepy własne	0,0	0,0	0,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,8	1,8	1,8	1,8
Kraje pozostałe - franczyza	2,5	3,3	3,8	3,8	4,1	4,1	4,1	4,1	3,7	4,3	3,9
Liczba sklepów EoP											
Polska - sklepy własne	536	508	506	471	461	446	443	447	435	426	427
Polska - franczyza	46	42	44	42	35	18	9	7	6	6	6
Kraje UE - sklepy własne	104	116	138	163	173	186	196	224	236	247	256
Kraje UE - franczyza	13	18	21	24	25	29	30	37	39	42	45
Kraje pozostałe - sklepy własne	0	0	1	2	2	2	2	3	3	3	3
Kraje pozostałe - franczyza	7	9	10	10	11	11	10	11	10	11	14
Przychód z mkw [tys. PLN]											
Polska - sklepy własne	1,1	2,2	2,1	2,7	1,7	2,2	2,0	2,7	1,6	2,3	1,7
Polska - franczyza	0,7	0,6	0,9	1,1	-0,1	-0,4	1,4	0,8	2,8	1,7	5,9
Kraje UE - sklepy własne	1,0	1,7	1,4	2,2	1,2	1,5	1,5	1,9	1,1	1,5	1,3
Kraje UE - franczyza	0,6	1,3	0,6	1,6	0,6	1,3	1,1	1,2	0,9	1,0	1,1
Kraje pozostałe - sklepy własne	-	-	0,7	1,4	0,6	1,0	1,1	1,5	0,9	0,9	1,0
Kraje pozostałe - franczyza	2,8	1,9	2,1	0,6	2,2	1,5	1,9	0,9	1,0	0,9	2,3

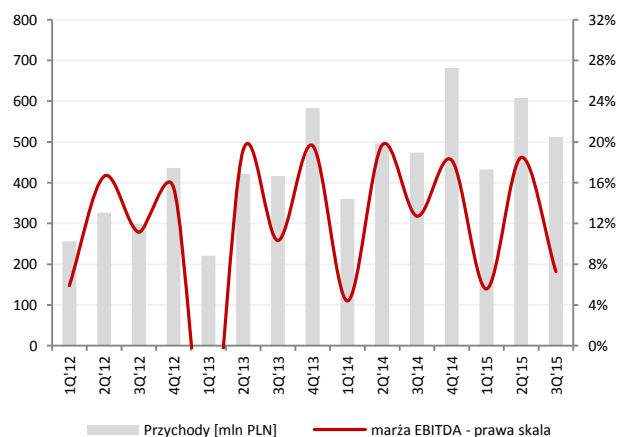
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



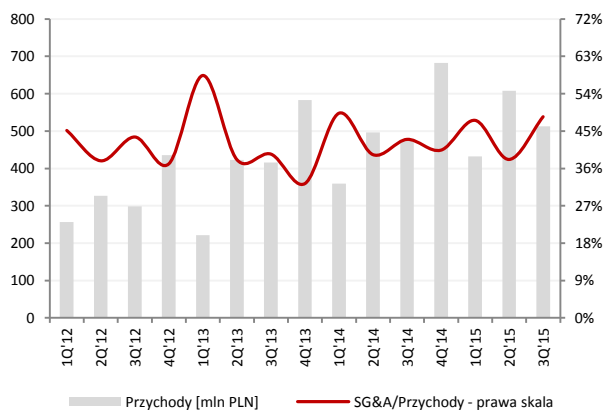
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność EBITDA



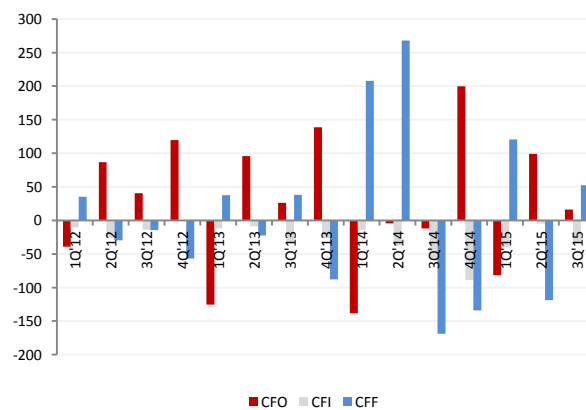
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody [mln PLN]



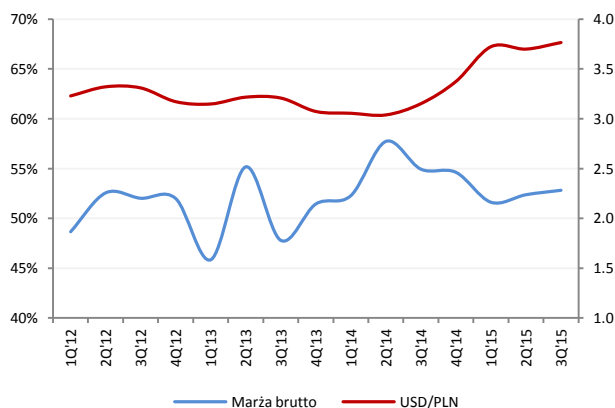
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przepływy pieniężne [mln PLN]



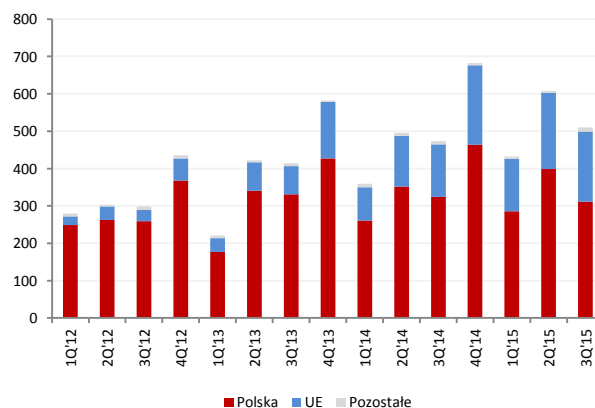
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność brutto na tle USD/PLN



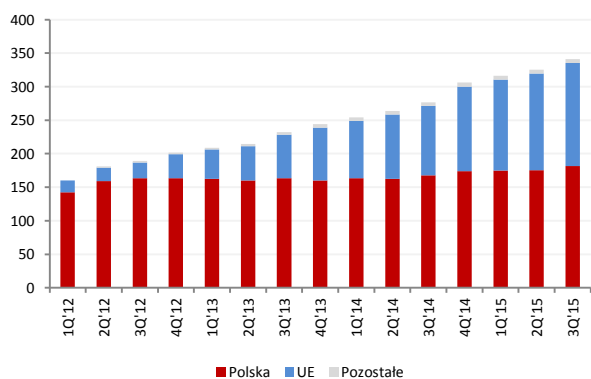
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody w ujęciu geograficznym [mln PLN]



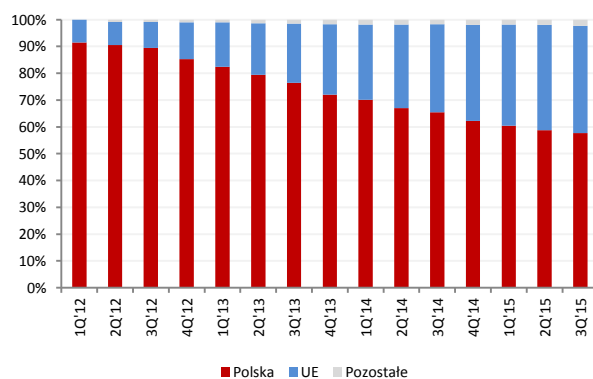
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Powierzchnia sieci w ujęciu geograficznym [tys. mkw]



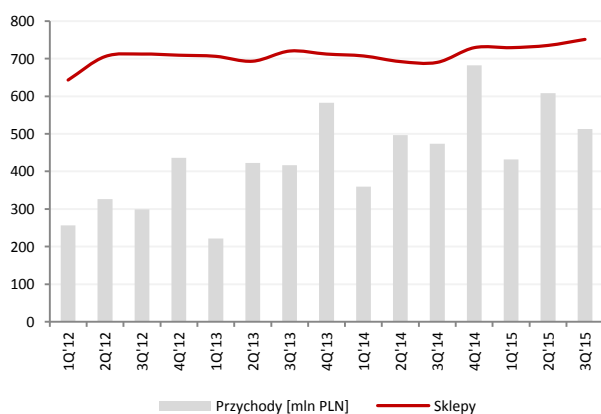
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Udział regionu w liczbie sklepów



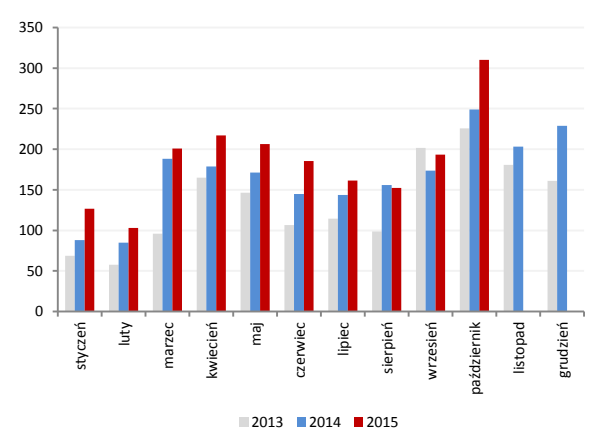
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody na tle sieci



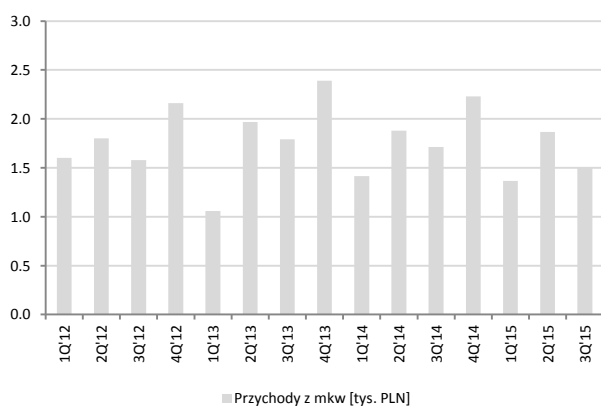
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody w ujęciu miesięcznym [mln PLN]



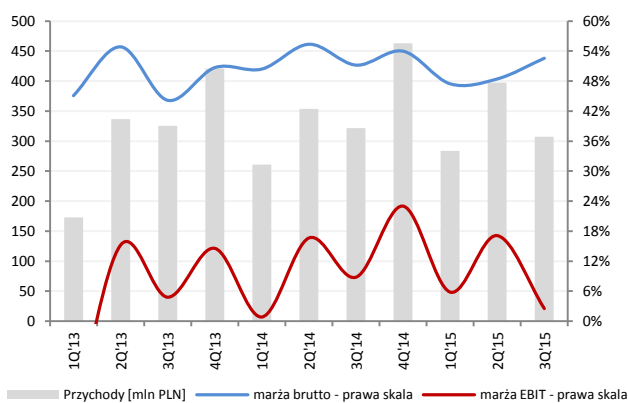
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody z mkw



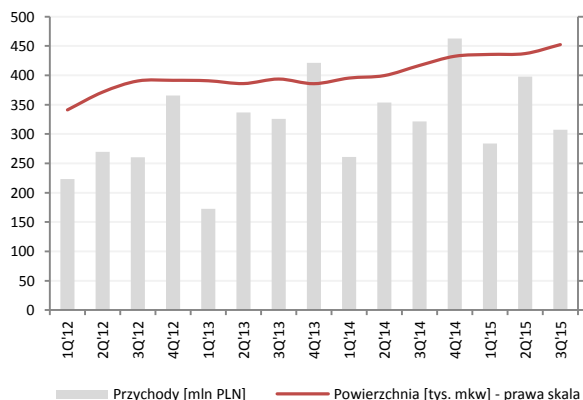
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność dywizji polskiej



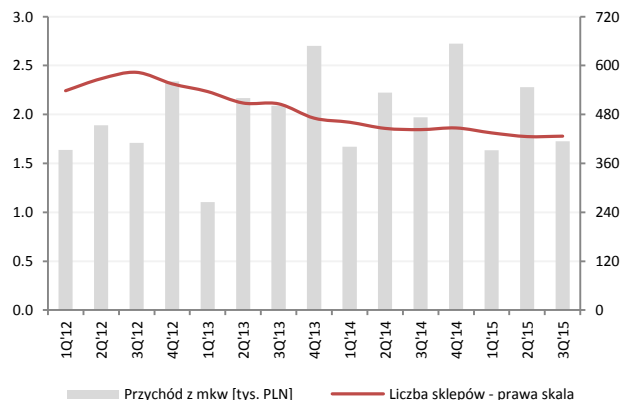
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody na tle powierzchni sieci – Polska detal



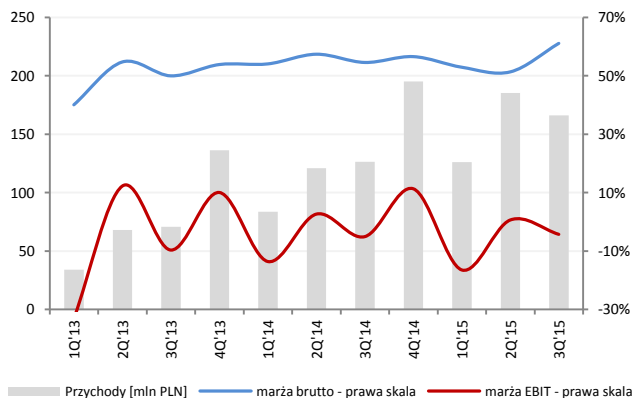
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychód z mkw w Polsce



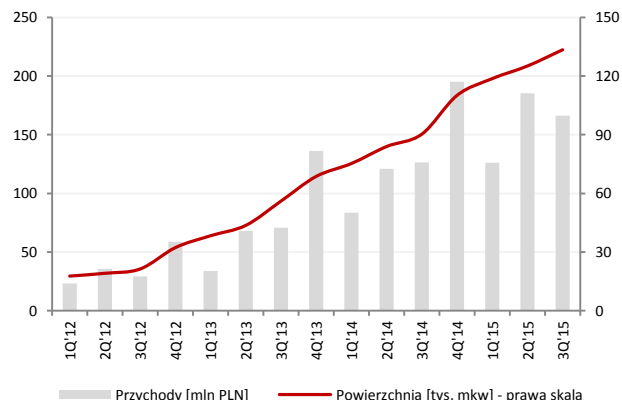
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność dywizji europejskiej



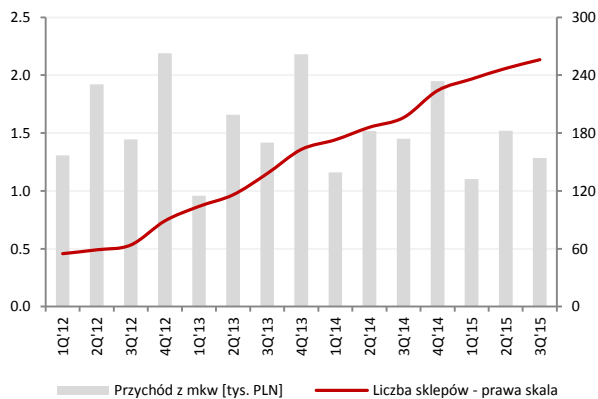
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody na tle powierzchni sieci – UE detal



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychód z mkw w UE



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki krajowych spółek odzieżowych w 3Q'15

Wyniki Bytomia w 3Q'15 były zdecydowanie lepsze r/r. Przychody ze sprzedaży wzrosły do 32,3 mln PLN (+20,9% r/r). Jednocześnie spółka kontynuowała poprawę marży brutto (do 52,0% z 49,9% przed rokiem). Znaczna poprawa była zauważalna na poziomie EBITDA, która wyniosła 4,0 mln PLN (podtrzymanie wpływu renegotjacji stawek najmu), a jednostkowy wynik netto był bliski 2,9 mln PLN. W naszej opinii tak dobre wyniki były efektem nie tylko rozbudowy sieci, ale także poprawy jej efektywności i dobrym przyjęciem kolekcji spółki. Duża poprawa wyników jest zauważalna także w przypadku Vistuli. Skonsolidowane przychody grupy wzrosły o 18% r/r do poziomu 118,8 mln PLN, a wynik brutto ze sprzedaży podniósł się do 63,0 mln PLN (podwyższenie marży o 0,5 p.p. r/r). Na poziomie operacyjnym grupa odnotowała wzrost do 6,7 mln PLN. Zysk netto wyniósł 3,1 mln PLN (vs 0,1 mln PLN w 3Q'14). Zwracamy uwagę, że najprawdopodobniej nie dojdzie do wydzielenia jubilerskiej części grupy, co było do niedawna w planach zarządu grupy. Do udanych minionego kwartału nie zaliczą natomiast potentaci branży – CCC i LPP. Gigant obuwniczy zwiększył obroty jedynie o 8,1% r/r (do 512,4 mln PLN), co jest znacznie poniżej tempa przyrostu powierzchni handlowej (zarząd również ocenia, że dynamika przychodów była poniżej oczekiwań). Równocześnie erozja marży wywołana aprecjacją USD nie była już tak duża jak w poprzednich kwartałach i wyniosła 2,1 p.p. r/r (rentowność rzędu 52,8%). Spółka starała się kontrolować koszty SG&A (spadek w przeliczeniu na mkw o 1,3% r/r), jednak pozwoliło to na wygenerowanie 37,3 mln PLN EBITDA oraz 33,8 mln PLN zysku netto (efekt wykazanych korzyści podatkowych). Pozytywnie natomiast odbieramy przepływy operacyjne, które w minionym kwartale wyniosły 16,0 mln PLN (przede wszystkim jest to efekt obniżenia poziomu zapasów) względem -11,7 mln PLN przed rokiem. Na konferencji wynikowej władze grupy wskazywały, że prawdopodobnie nie uda im się zrealizować pierwotnej prognozy zysku brutto, który miał się mieścić w przedziale 280-300 mln PLN. Znacznie gorzej w naszej ocenie prezentuje się sytuacja LPP. Raportowane obroty miesięczne były bardzo słabe, co potwierdza odczyt z września, w którym dynamika zamknęła się na lekkim minusie (w tym czasie powierzchnia sklepów wzrosła o ponad 22%!). Pod dużą presją cały czas pozostawała marża brutto (spadek o ponad 4 p.p. r/r), co naszym zdaniem jest pokłosiem kilku czynników (kurs USD/PLN, przeceny wprowadzane przez grupę Inditex, „podgryzanie” wyników przez sieci dyskontowe, rozwój e-commerce). Dzięki mocnemu obniżeniu kosztów okołosklepowych grupie udało się wypracować 162,6 mln PLN EBITDA, co implikuje jednak spadek o 12,1% r/r, oraz 79,7 mln PLN wyniku netto. W przypadku Redanu wyniki finansowe można uznać za negatywne. Przychody ze sprzedaży wzrosły jedynie o ok. 3,8% r/r do 131,0 mln PLN, z czego blisko 76,6 mln PLN wypracował segment dyskontowy (sieć TextilMarket). Marża brutto obniżyła się do 40,6%, co wynikało z obniżenia rentowności segmentu dyskontowego (-0,9 p.p. r/r). Spowodowało to wygenerowanie jedynie 2,5 mln PLN zysku EBITDA. Ostatecznie strata netto była bliska 1,2 mln PLN (-0,1 w 3Q'14). Słabiej zaprezentował się również cash flow operacyjny, który był bliski -3,5 mln PLN (vs 4,2 mln PLN rok wcześniej). Do nieudanych 3Q'15 z pewnością zaliczy Gino Rossi, które wykazało ubytek obrotów (65,5 mln PLN w 3Q'15, -3,6% r/r). Spółce udało się równocześnie poprawić marżę brutto, która wzrosła do 41,9% (+0,5 p.p. r/r). Wynik EBITDA spadł do 2,2 mln PLN (-42,4% r/r). Na poziomie netto Gino Rossi odnotowało blisko 0,2 mln PLN straty. Na dużym minusie znalazł się również poznański Solar. Spółka wypracowała niższe r/r przychody, rzędu 35,9 mln PLN. Znacznie niższa okazała się rentowność brutto, która spadła do 47,0% (-12,8 p.p. r/r). Dzięki obniżeniu kosztów stałych strata operacyjna wyniosła 1,2 mln PLN (vs 2,3 mln PLN zysku przed rokiem), natomiast na poziomie netto zaraportowano 0,9 mln PLN straty. Na pocieszenie inwestorów dużo lepiej wypadł cash flow operacyjny. Również w przypadku Wojasa mieliśmy do czynienia z erozją obrotów, które obniżyły się do 48,0 mln PLN (-3,3% r/r). Jednocześnie pierwsza marża podniosła się do 45,3%. Niestety gorzej było w przypadku kosztów SG&A, które wzrosły 22,9 mln PLN i przełożyły się na jedynie 0,6 mln PLN EBITDA (-81% r/r). Stara netto była bliska 1,7 mln PLN. Przepływy operacyjne w 3Q'15 były nieznacznie słabsze niż przed rokiem.

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

	Bytom			Vistula			Gino Rossi			Solar		
	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r
Przychody	26,7	32,3	20,9%	100,6	118,8	18,0%	67,9	65,5	-3,6%	38,0	35,9	-5,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	13,3	16,8	25,9%	52,9	63,0	19,1%	28,1	27,4	-2,6%	22,7	16,8	-25,9%
EBITDA	2,6	4,0	56,9%	6,5	9,7	49,4%	3,8	2,2	-42,4%	3,3	-0,2	-
EBIT	1,9	3,2	74,5%	3,7	6,7	78,7%	2,2	0,6	-73,5%	2,3	-1,2	-
Wynik netto	1,5	2,9	96,6%	0,1	3,1	2938,6%	0,3	-0,2	-	1,8	-0,9	-
marża brutto ze sprzedaży	49,9%	52,0%		52,5%	53,0%		41,4%	41,9%		59,8%	47,0%	
marża EBITDA	9,6%	12,5%		6,5%	8,2%		5,5%	3,3%		8,6%	-	
marża EBIT	7,0%	10,0%		3,7%	5,6%		3,2%	0,9%		5,9%	-	
marża netto	5,4%	8,8%		0,1%	2,6%		0,4%	-		4,7%	-	

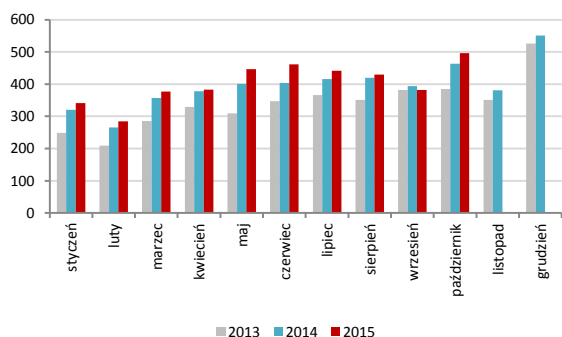
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Wyniki wybranych spółek z branży odzieżowej w 3Q'15 – cz. 2

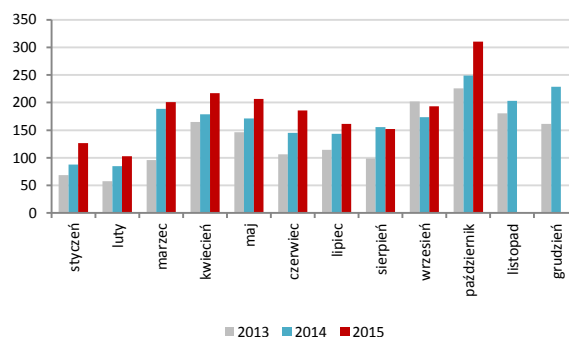
	Wojas			Redan			LPP			CCC		
	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r
Przychody	49,7	48,0	-3,3%	126,2	131,0	3,8%	1 234,2	1 261,5	2,2%	474,0	512,4	8,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	21,8	21,8	0,0%	52,0	53,2	2,3%	699,6	663,2	-5,2%	260,4	270,7	3,9%
EBITDA	3,1	0,6	-81,2%	6,6	2,5	-61,4%	185,0	162,6	-12,1%	60,2	37,3	-38,2%
EBIT	1,5	-1,1	-	4,6	0,6	-87,5%	134,4	106,8	-20,5%	52,2	24,3	-53,4%
Wynik netto	0,8	-1,7	-	-0,1	-1,2	-	82,0	79,7	-2,8%	40,2	33,8	-15,9%
marża brutto ze sprzedaży	43,8%	45,3%		41,2%	40,6%		56,7%	52,6%		54,9%	52,8%	
marża EBITDA	6,2%	1,2%		5,2%	1,9%		15,0%	12,9%		12,7%	7,3%	
marża EBIT	3,1%	-		3,7%	0,4%		10,9%	8,5%		11,0%	4,7%	
marża netto	1,5%	-		-	-		6,6%	6,3%		8,5%	6,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

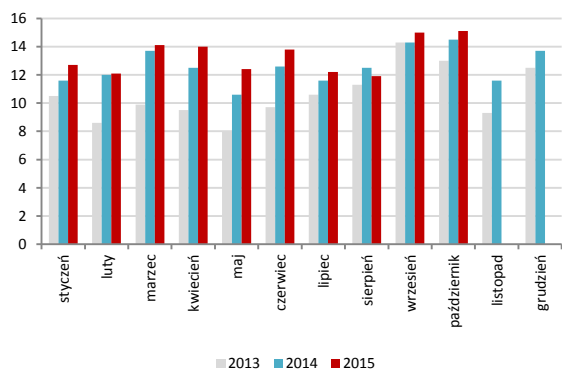
Przychody w ujęciu miesięcznym [mln PLN]
LPP



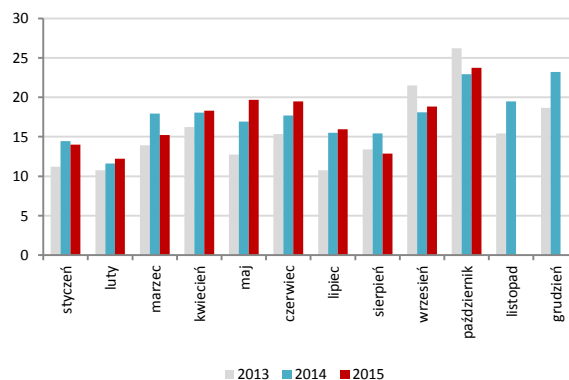
CCC



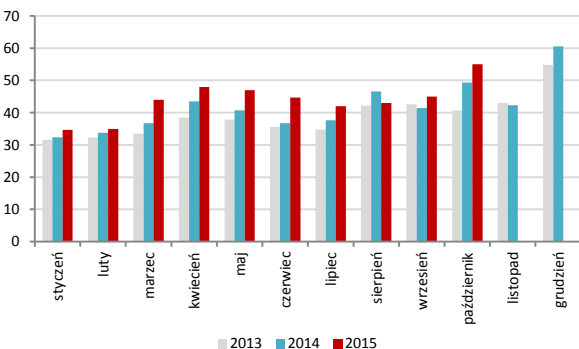
Gino Rossi



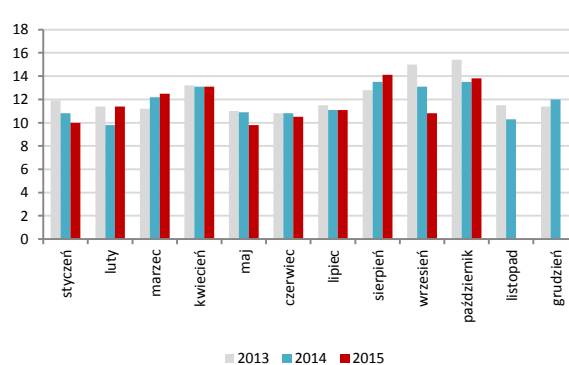
Wojas



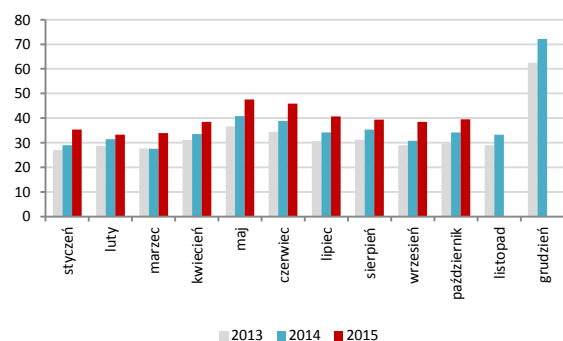
Redan



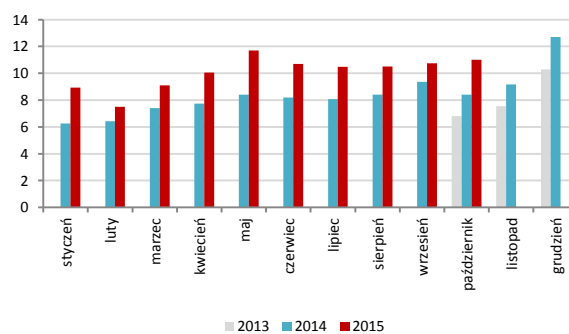
Solar



Vistula



Bytom*



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

TRANSAKcja Z EObuwie.PL

W sierpniu CCC ogłosiło realizację nabycia 74,99% udziałów (i głosów) w spółce eobuwie.pl, które jest największym krajowym przedstawicielem e-commerce w produktach obuwniczych. Wartość bazowa transakcji wyniosła 130,0 mln PLN. Dodatkowo CCC zobowiązało się do ewentualnej dopłaty po zatwierdzeniu sprawozdania finansowego eobuwie.pl za rok 2015. Wartość dopłaty ma być określona ze wzoru $12 \times (\text{EBITDA } 2015 - 15 \text{ mln PLN}) \times 74,99\%$. W przypadku realizacji założeń prognozy grupy (wynik EBITDA'15 przejętego podmiotu ma być bliski 22-23 mln PLN), CCC będzie musiało zapłacić dodatkowo ok. 75 mln PLN. Spółka ma również opcję dokupu pozostałych udziałów (2,5 mln walorów), uprawniających do 25% głosów na WZA po zatwierdzeniu sprawozdania finansowego za rok 2018. Jednocześnie we władzach eobuwie.pl mają pozostać dotychczasowi główni akcjonariusze (rodzina Grzymkowskich).

Eobuwie.pl zajmuje się sprzedażą detaliczną średniej i wysokiej jakości markowego obuwia i akcesoriów w formule multibrand, w kanale e-commerce. Obszar działania spółki obejmuje rynki polski, czeski, słowacki, rumuński oraz niemiecki. W dalszej części '15 mają być uruchomione sklepy na Litwie i Węgrzech, a po wybudowaniu nowego centrum logistycznego w '16, otwarta ma zostać również strona w Austrii. Obecny udział rynkowy w Polsce wynosi ok. 16%. Średnia wartość zamówienia w e-sklepie w '15 mieści się w przedziale 290-300 PLN (pięciokrotnie wyżej niż w CCC).

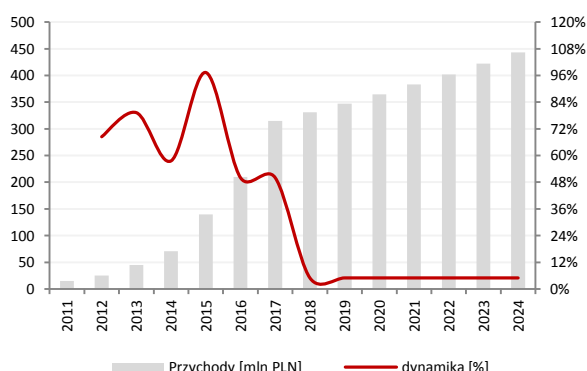
Wybrane marki w eobuwie.pl

Marki krajowe	Marki zagraniczne		
Badura	Armani	Ecco	Love Moschino
Bartek	Aics	Emu	Napapijri
Gino Rossi	Caterpillar	Furla	Nike
Venezia	Caprice	Geox	Pepe Jeans
Wojas	Clarks	Guess	Rieker
Lasocki	Converse	Liu Jo	Tamaris
Sprandi	Crocs	Lloyd	Tommy Hilfiger

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

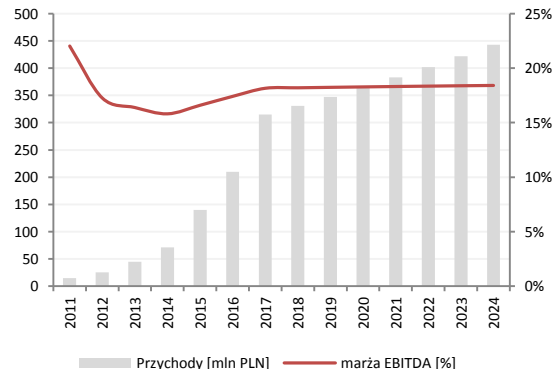
Według zarządu CCC nabycie eobuwie.pl nie spowoduje kanibalizacji sklepów stacjonarnych grupy. Władze spółki twierdzą, że rynki produktowe obu podmiotów są od siebie niezależne (obuwie prowadzi sprzedaż dużych międzynarodowych brandów, niedawno do oferty zostały wprowadzone marki Lasocki, Sprandi i Disney, które są sprzedawane w CCC). Zaletą ma być również wykorzystanie wielokanałowości sprzedaży (tzw. omnichannel). Dla eobuwie.pl transakcja ma pozwolić na zwiększenie dostępności zasobów kapitałowych – m.in. na budowę nowego centrum logistycznego w Zielonej Górze (szacowany koszt to ok. 30-35 mln PLN). Dodatkowo akwizycja ma wpłynąć na ograniczenie kosztów logistycznych w krajach CEE, zwiększyć skalę reklamy i obniżyć koszty stałe. W przypadku CCC nabycie udziałów w eobuwie.pl łączy się z przesunięciem na minimum 2-3 lata uruchomienia własnego kanału e-commerce, o którym od dłuższego czasu informował prezes Miłek.

Dynamika przychodów Obuwie.pl [mln PLN]



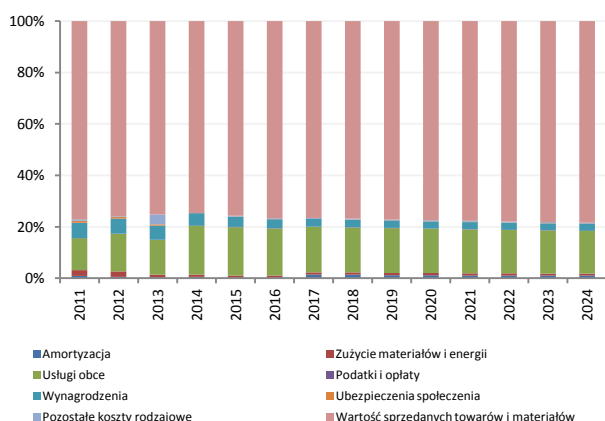
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA



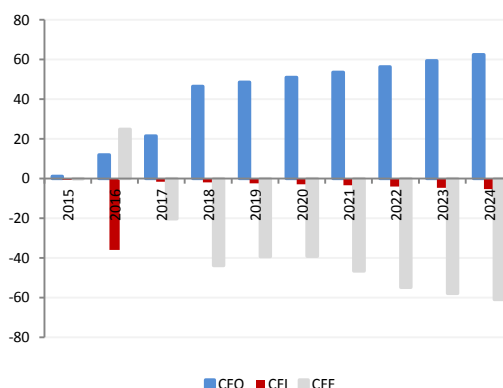
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura kosztów rodzajowych [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przepływy pieniężne [mln PLN]

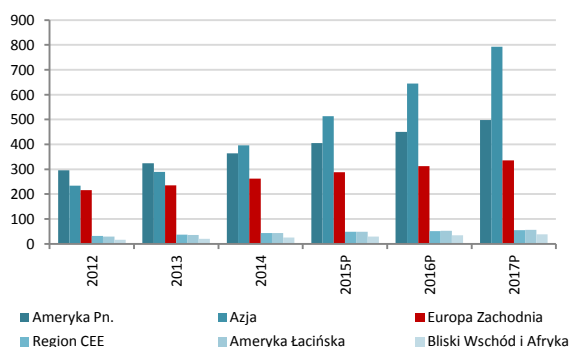


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek e-commerce

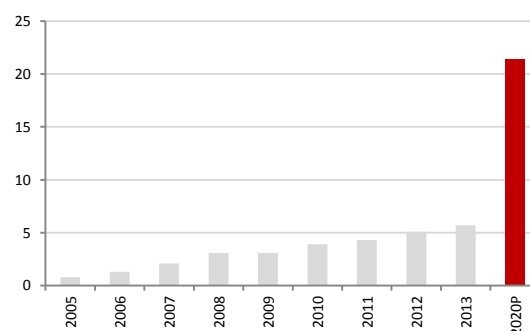
W ostatnich latach rynek e-commerce charakteryzuje się szybkim wzrostem. Zdaniem emarketer.com w '13 segment zwiększył się o 14,5%, osiągając wartość ok. 940 mld EUR. Według prognoz w '14 miał on mieć wielkość 1,1 mld EUR. Analitycy oczekują, że do końca '17 globalny rynek e-commerce osiągnie wartość 1,8 mld EUR, co implikowałoby CAGR w latach 2012-17 rzędu 16,6%. W obszarze CEE rynek handlu był wart 37,3 mld PLN, z czego na Polskę przypada 6,9 mld EUR i krajowy rynek rósł w tempie 25% rocznie. Według E-commerce Europe, e-commerce w Polsce jest szacowany na 25 mld EUR. Jednocześnie zauważalny jest szybki przyrost liczby e-sklepów – w '14 działało ok. 1,3 tys. e-sklepów z branży obuwniczo-odzieżowej (ogólnie 14,1 tys.). Co ciekawe dynamicznie rozwija się także m-commerce, którego tempo wzrostu jest blisko 3-krotnie wyższe niż w przypadku e-commerce. W ostatnich latach handel mobilny rósł o ok. 33% rocznie. Szacunki PayPal i Ipsos zakładają, że segment będzie wart ok. 2,5 mld PLN w '16 (obecnie jest to ok. 1 mld PLN).

Globalny rynek e-commerce [mld EUR]



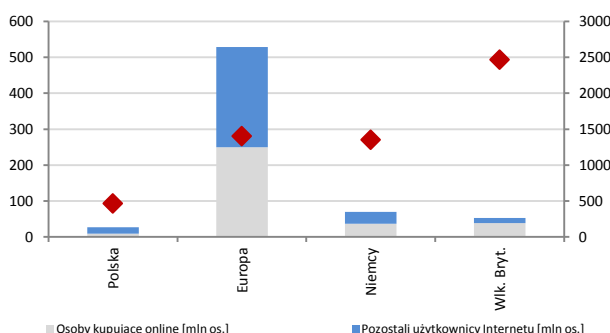
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., emarketer.com

Krajowy rynek e-commerce [mld EUR]



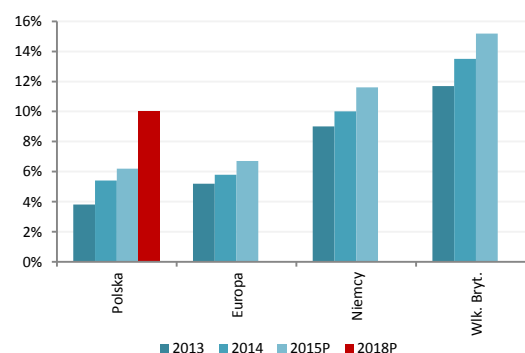
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., interaktywnie.com, PMR

Porównanie Polski na tle pozostałych krajów



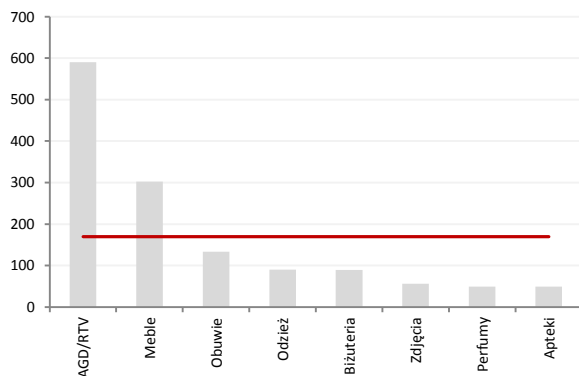
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Udział e-commerce w sprzedaży detalicznej



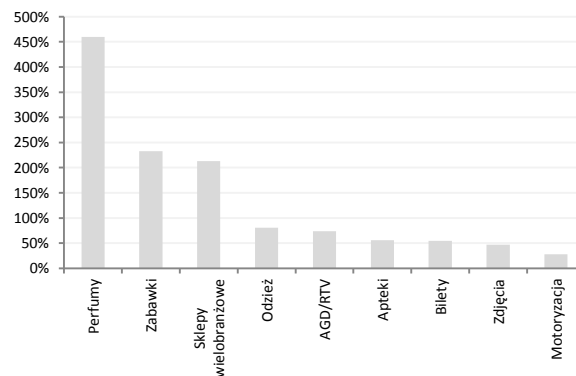
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., interaktywnie.com, emarketer.com

Paragon miesięczny w wybranych segmentach w e-commerce



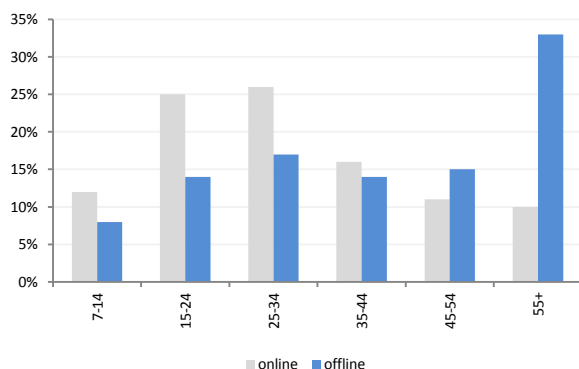
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

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



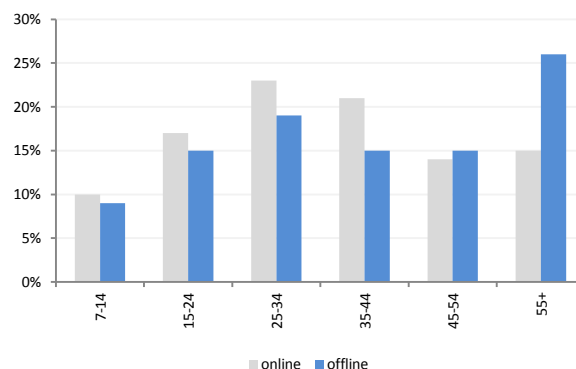
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

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

PROGNOZA NA 4Q'15 I KOLEJNE OKRESY

Po dobrym odczycie sprzedażowym za październik (+24% r/r), listopad przyniósł słabszy wynik (217 mln PLN, +6,5% r/r), co w naszej ocenie jest efektem głównie niesprzyjającej aury. Liczymy jednak, że w grudniu spółka wykorzysta zalety modelu fast fashion reagując szybko na panujące warunki i wypracuje w 4Q'15 ok. 810,9 mln PLN (dynamika rzędu 18-19% r/r), przy jednoczesnym ograniczeniu erozji pierwszej marży (estymujemy, że rentowność brutto obniży się do 53,5%, co będzie najmniejszym ubytkiem kwartalnym w bieżącym roku). Spodziewamy się także, że CCC będzie starać się ograniczyć koszty SG&A, co pozwoliłoby na osiągnięcie ok. 165,2 mln PLN EBITDA (+33,1% r/r) oraz ok. 145,2 mln PLN zysku brutto. W ujęciu całorocznym oznaczałoby to, że grupa zbliżyłaby się do pułapu 2,3-2,4 mld PLN obrotów, realizując 52,7% marżę brutto ze sprzedaży (-2,3 p.p. r/r). Wynik operacyjny może zwiększyć się do 279,2 mln PLN, natomiast na poziomie netto oczekujemy 276,5 mln PLN (w '14 CCC wykazało ok. 220-230 mln PLN korzyści podatkowych w 4Q'14, co podbiło wynik; po oczyszczeniu dynamika bliska 20%). Przyjmujemy, że grupa intensywnie rozbuduje powierzchnię handlową i zamknie rok z 378,5 tys. mkw.

W naszym modelu uwzględniamy wpływ zakupu eobuwie.pl na rachunek zysków i strat spółki od 1Q'16. W ujęciu skonsolidowanym przyjmujemy, że producent obuwia wykaże pozytywną ścieżkę odbudowy wyników od początku '16. Liczymy, że przyszły rok grupa zamknie poniżej 3,2 mld PLN przychodów, ok. 453,7 mln PLN EBITDA i 303,3 mln PLN zysku netto. W naszych szacunkach zakładamy, że „stare” CCC będzie w stanie wypracować ok. 2,9-3,0 mld PLN obrotów i odbudować pierwszą marżę do 53,2% (rynek detalistów jest pod presją, jednak zarząd zapowiadał powrót marż do poziomów 54-55%; dlatego też uznajemy, że nasze założenia są konserwatywne). Jednocześnie EBITDA detalisty powinna zbliżyć się do 417 mln PLN. Oczekujemy również, że na koniec '16 powierzchnia sieci będzie liczyć ok. 451,5 tys. mkw, z czego blisko 235 tys. mkw. przypadłoby na region UE. W przypadku e-obuwie estymujemy wygenerowanie nieco powyżej 210 mln PLN przychodów i 37,1 mln PLN EBITDA (z jednej strony mamy do czynienia z niską marżą detaliczną – ok. 36-37%, a z drugiej ze znacznie niższymi kosztami SG&A). Zwracamy przy okazji uwagę, że w '16 spółka będzie musiała wydać 30-40 mln PLN na rozbudowę centrum dystrybucyjnego e-sklepu w Zielonej Górze. Na kilka lat powinno też zostać odłożone uruchomienie własnego kanału e-commerce (zakładamy, że nastąpi do dopiero w '19).

W kolejnych latach oczekujemy stopniowego wygaszania tempa rozbudowy sieci i skupienia się na utrzymaniu marż i efektywności sieci. W naszym modelu spodziewamy się ustabilizowania rentowności brutto w przedziale 51-52% oraz marży EBIT na poziomie 12-13%. Przyjmujemy również, że udział krajów regionu UE w powierzchni sieci będzie się regularnie zwiększał powyżej 50% od 2018 roku i docelowo osiągnie ponad 60%.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody	359,7	496,2	474,0	682,0	431,9	608,0	512,4	810,9	589,5	830,5	708,7	1 059,8	1 642,6	2 011,9	2 363,3	3 188,6	3 819,9	4 352,6
Wynik brutto ze sprzedaży	188,1	286,4	260,4	372,5	223,0	318,5	270,7	434,1	297,3	426,9	374,8	562,7	833,3	1 107,4	1 246,2	1 661,6	1 985,0	2 263,1
EBITDA	15,8	97,7	60,2	124,1	24,1	112,3	37,3	165,2	28,4	127,1	73,9	224,4	213,2	297,9	338,9	453,7	526,9	604,6
EBIT	5,0	87,2	52,2	102,9	10,4	95,5	24,3	149,0	11,9	110,2	56,8	206,2	175,5	247,3	279,2	385,1	450,4	520,3
Saldo finansowe	-2,8	-4,7	-6,9	-4,0	-9,5	-3,6	-5,5	-3,7	-4,7	-2,8	-1,3	-1,8	-16,0	-18,4	-22,3	-10,6	-17,1	-15,3
Wynik brutto	2,2	82,5	45,4	98,8	0,9	91,9	18,8	145,2	7,2	107,3	55,5	204,4	159,5	228,9	256,9	374,5	433,3	505,0
Wynik netto	0,4	69,8	40,2	312,3	6,4	105,1	33,8	130,6	5,8	86,9	45,0	165,6	132,0	422,8	276,0	303,3	351,0	409,0
marża brutto ze sprzedaży	52,3%	57,7%	54,9%	54,6%	51,6%	52,4%	52,8%	53,5%	50,4%	51,4%	52,9%	53,1%	50,7%	55,0%	52,7%	52,1%	52,0%	52,0%
marża EBITDA	4,4%	19,7%	12,7%	18,2%	5,6%	18,5%	7,3%	20,4%	4,8%	15,3%	10,4%	21,2%	13,0%	14,8%	14,3%	14,2%	13,8%	13,9%
marża EBIT	1,4%	17,6%	11,0%	15,1%	2,4%	15,7%	4,7%	18,4%	2,0%	13,3%	8,0%	19,5%	10,7%	12,3%	11,8%	12,1%	11,8%	12,0%
marża netto	0,1%	14,1%	8,5%	45,8%	1,5%	17,3%	6,6%	16,1%	1,0%	10,5%	6,3%	15,6%	8,0%	21,0%	11,7%	9,5%	9,2%	9,4%

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

Prognoza ogólna na lata 2015-2024

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody [mln PLN]	1 642,6	2 011,9	2 363,3	3 188,6	3 819,9	4 352,6	4 791,2	5 179,0	5 514,0	5 793,5	6 015,2	6 176,6
CCC	1 642,6	2 011,9	2 363,3	2 975,6	3 500,5	4 017,3	4 439,1	4 809,3	5 125,7	5 385,8	5 587,2	5 727,2
eobuwie.pl	0,0	0,0	0,0	212,9	319,4	335,4	352,1	369,7	388,2	407,6	428,0	449,4
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	833,3	1 107,4	1 246,2	1 661,6	1 985,0	2 263,1	2 495,1	2 698,8	2 872,9	3 016,1	3 127,2	3 204,7
EBITDA [mln PLN]	213,2	297,9	338,9	453,7	526,9	604,6	660,3	709,8	753,2	789,2	818,7	841,1
CCC	213,2	297,9	338,9	416,6	468,9	543,6	596,0	642,1	682,0	714,3	740,0	758,3
eobuwie.pl	0,0	0,0	0,0	37,1	58,0	61,1	64,3	67,6	71,2	74,9	78,8	82,8
EBIT [mln PLN]	175,5	247,3	279,2	385,1	450,4	520,3	569,0	613,1	652,6	686,7	715,1	737,3
CCC	175,5	247,3	279,2	348,2	396,1	462,9	508,1	548,9	584,7	615,2	639,8	658,0
eobuwie.pl	0,0	0,0	0,0	36,9	54,3	57,4	60,8	64,3	67,9	71,5	75,3	79,3
Saldo finansowe [mln PLN]	-16,0	-18,4	-22,3	-10,6	-17,1	-15,3	-12,7	-11,8	-10,3	-7,7	-4,5	-1,2
Wynik netto [mln PLN]	132,0	422,8	276,0	303,3	351,0	409,0	450,6	487,1	520,2	550,0	575,6	596,2
marża brutto ze sprzedaży	50,7%	55,0%	52,7%	52,1%	52,0%	52,0%	52,1%	52,1%	52,1%	52,1%	52,0%	51,9%
CCC	50,7%	55,0%	52,7%	53,2%	53,4%	53,3%	53,3%	53,3%	53,3%	53,3%	53,2%	53,2%
eobuwie.pl	-	-	-	36,8%	36,6%	36,5%	36,3%	36,2%	36,0%	35,9%	35,7%	35,6%
marża EBITDA	13,0%	14,8%	14,3%	14,2%	13,8%	13,9%	13,8%	13,7%	13,7%	13,6%	13,6%	13,6%
CCC	13,0%	14,8%	14,3%	14,0%	13,4%	13,5%	13,4%	13,4%	13,3%	13,3%	13,2%	13,2%
eobuwie.pl	-	-	-	17,4%	18,2%	18,2%	18,3%	18,3%	18,3%	18,4%	18,4%	18,4%
marża EBIT	10,7%	12,3%	11,8%	12,1%	11,8%	12,0%	11,9%	11,8%	11,8%	11,9%	11,9%	11,9%
CCC	10,7%	12,3%	11,8%	11,7%	11,3%	11,5%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,5%	11,5%
eobuwie.pl	-	-	-	17,3%	17,0%	17,1%	17,3%	17,4%	17,5%	17,5%	17,6%	17,6%
marża netto	8,0%	21,0%	11,7%	9,5%	9,2%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%
USD/PLN śr.	3,0558	3,2596	3,7479	3,9994	3,9669	3,8812	3,7984	3,7578	3,7578	3,7578	3,7578	3,7578
EUR/PLN śr.	4,1853	4,1973	4,1764	4,2879	4,3230	4,3230	4,3230	4,3230	4,3230	4,3230	4,3230	4,3230

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

Przychody i rozwój wg segmentów – cz. 1

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody [mln PLN]	1 317,5	1 638,9	2 010,2	2 360,7	3 186,0	3 816,8	4 349,1	4 787,3	5 174,9	5 509,5	5 788,8	6 010,3	6 171,7
Polska detal	1 119,0	1 256,1	1 398,9	1 481,8	1 685,5	1 835,4	1 976,6	2 103,9	2 216,8	2 314,8	2 397,6	2 464,6	2 515,3
Polska franczyza	20,1	19,3	1,4	8,7	8,7	8,8	8,9	9,0	9,1	9,2	9,2	9,3	9,4
UE detal	146,8	308,6	526,0	763,3	1 140,4	1 486,5	1 784,8	2 048,7	2 276,3	2 465,9	2 615,5	2 723,4	2 787,5
UE franczyza	0,0	31,3	53,2	79,9	109,9	133,8	156,5	177,5	196,9	214,6	230,5	244,5	256,5
Pozostałe detal	0,0	1,1	5,3	7,7	10,0	12,3	14,5	16,6	18,8	21,4	24,0	26,7	29,4
Pozostałe franczyza	31,5	22,4	25,5	19,3	18,5	20,5	22,6	24,6	26,7	28,9	31,0	33,3	35,5
e-commerce	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	55,0	60,5	66,6	73,2	80,5	88,6
eobuwie.pl	0,0	0,0	0,0	0,0	212,9	319,4	335,4	352,1	369,7	388,2	407,6	428,0	449,4
Dynamika przychodów		24,4%	22,7%	18,7%	17,4%	35,0%	19,8%	13,9%	10,1%	8,1%	6,5%	5,1%	3,8%
Polska detal		12,3%	11,4%	5,9%	13,7%	8,9%	7,7%	6,4%	5,4%	4,4%	3,6%	2,8%	2,1%
Polska franczyza		-3,9%	-92,8%	531,1%	531,1%	-0,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
UE detal		110,2%	70,4%	45,1%	49,4%	30,4%	20,1%	14,8%	11,1%	8,3%	6,1%	4,1%	2,4%
UE franczyza		-	70,1%	50,3%	37,6%	21,8%	16,9%	13,5%	10,9%	9,0%	7,4%	6,1%	4,9%
Pozostałe detal		-	388,2%	44,7%	29,6%	23,0%	17,3%	14,6%	13,8%	13,4%	12,2%	11,2%	10,3%
Pozostałe franczyza		-28,7%	13,6%	-24,5%	-24,5%	-3,7%	10,7%	9,8%	9,1%	8,5%	8,0%	7,6%	7,2%
e-commerce		-	-	-	-	-	-	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
eobuwie.pl		-	-	-	-	50,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

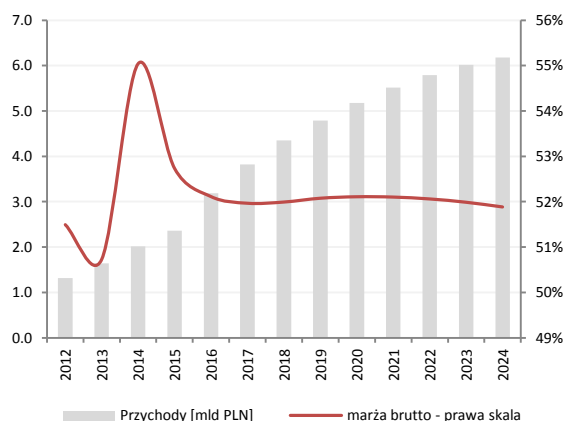
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *wyniki od roku 2016 uwzględniają wpływ konsolidacji eobuwie.pl

Przychody i rozwój wg segmentów – cz. 2

Udział w przychodach	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Polska	86,5%	77,8%	69,7%	63,1%	53,2%	48,3%	45,7%	44,1%	43,0%	42,2%	41,6%	41,2%	40,9%
UE	11,1%	20,7%	28,8%	35,7%	39,2%	42,5%	44,6%	46,5%	47,8%	48,7%	49,2%	49,4%	49,3%
Pozostali	2,4%	1,4%	1,5%	1,1%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%
e-commerce	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,4%
eobuwie.pl	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,7%	8,4%	7,7%	7,4%	7,1%	7,0%	7,0%	7,1%	7,3%
Detal	96,1%	95,5%	96,0%	95,4%	89,0%	87,4%	86,8%	87,1%	87,2%	87,2%	87,0%	86,8%	86,4%
Franczyza	3,9%	4,5%	4,0%	4,6%	4,3%	4,3%	4,3%	4,4%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%
e-commerce	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,4%
eobuwie.pl	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,7%	8,4%	7,7%	7,4%	7,1%	7,0%	7,0%	7,1%	7,3%
Powierzchnia [tys. mkw]	201,6	243,9	306,0	378,5	451,5	518,0	575,6	624,3	664,2	695,2	717,3	730,5	734,8
Polska detal	156,6	154,3	173,0	192,3	207,5	222,7	236,0	247,4	256,9	264,5	270,2	274,0	275,9
Polska franczyza	6,7	5,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
UE detal	32,3	68,7	110,1	156,2	208,2	253,7	292,7	325,2	351,2	370,7	383,7	390,2	390,2
UE franczyza	3,5	10,1	16,2	22,9	27,7	32,5	36,8	40,6	44,0	46,9	49,3	51,2	52,6
Pozostałe detal	0,0	1,2	1,8	2,4	3,0	3,6	4,2	4,8	5,4	6,0	6,6	7,2	7,8
Pozostałe franczyza	2,5	3,8	4,1	3,9	4,3	4,7	5,1	5,5	5,9	6,3	6,7	7,1	7,5
Dynamika rozwoju	21,0%	25,5%	23,7%	19,3%	14,7%	11,1%	8,5%	6,4%	4,7%	3,2%	1,8%	0,6%	0,6%
Polska detal	-1,5%	12,1%	11,2%	7,9%	7,3%	6,0%	4,8%	3,8%	3,0%	2,2%	1,4%	0,7%	0,7%
Polska franczyza	-11,4%	-85,2%	-12,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
UE detal	112,6%	60,2%	41,8%	33,3%	21,9%	15,4%	11,1%	8,0%	5,6%	3,5%	1,7%	0,0%	0,0%
UE franczyza	187,7%	60,4%	41,4%	21,0%	17,3%	13,3%	10,4%	8,3%	6,5%	5,1%	3,9%	2,8%	2,8%
Pozostałe detal	-	54,9%	33,2%	24,9%	20,0%	16,6%	14,3%	12,5%	11,1%	10,0%	9,1%	8,3%	8,3%
Pozostałe franczyza	49,8%	8,1%	-3,0%	-3,0%	10,1%	9,2%	8,4%	7,8%	7,2%	6,7%	6,3%	5,9%	5,9%
Udział w powierzchni													
Polska	81,0%	65,7%	56,8%	51,0%	46,1%	43,1%	41,1%	39,8%	38,8%	38,2%	37,8%	37,6%	37,7%
UE	17,8%	32,3%	41,3%	47,3%	52,2%	55,2%	57,2%	58,6%	59,5%	60,1%	60,4%	60,4%	60,3%
Pozostali	1,2%	2,0%	1,9%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,1%
Detal	93,7%	91,9%	93,1%	92,7%	92,7%	92,7%	92,6%	92,5%	92,4%	92,2%	92,1%	91,9%	91,7%
Franczyza	6,3%	8,1%	6,9%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,8%	7,9%	8,1%	8,3%

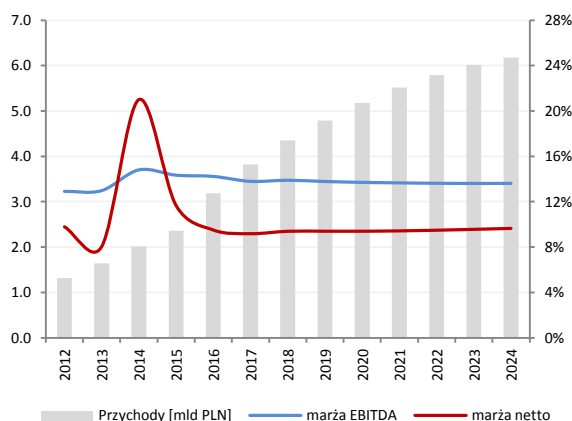
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *wyniki od roku 2016 uwzględniają wpływ konsolidacji eobuwie.pl

Przychody i marża brutto ze sprzedaży



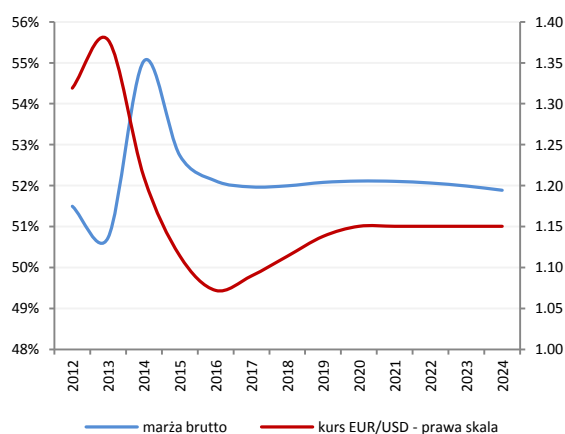
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu rocznym



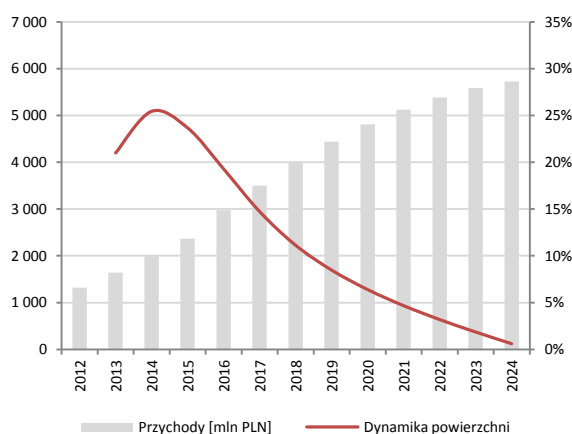
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży a kurs EUR/USD



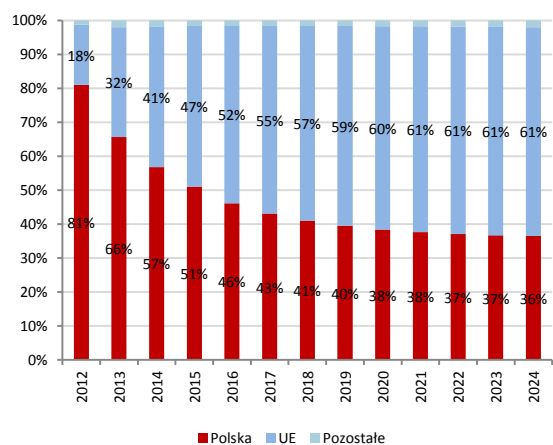
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój powierzchni handlowej vs przychody*



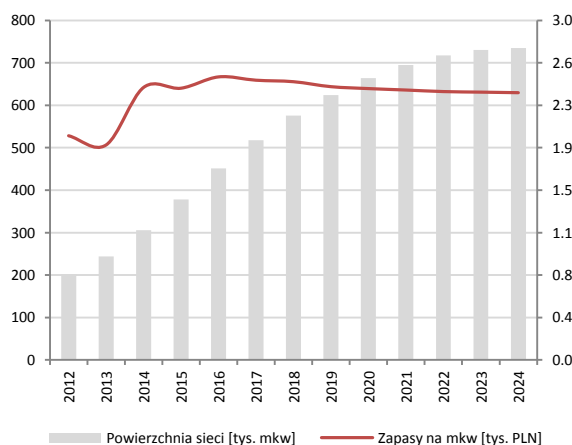
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *przychody bez eobuwie.pl

Udział regionów w powierzchni handlowej



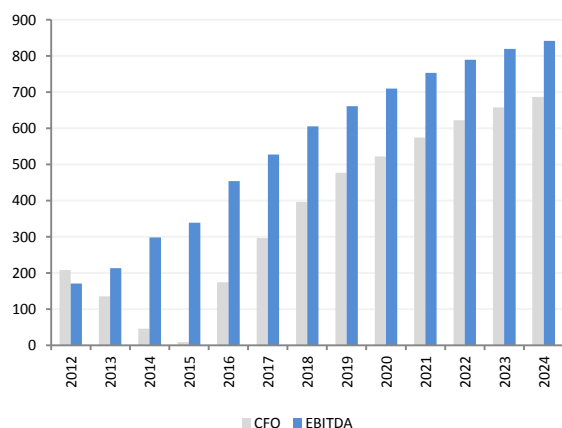
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na mkw.*



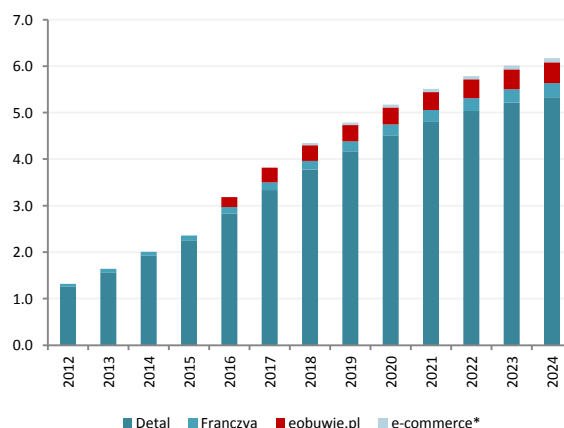
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *zapasy bez uwzględnienia eobuwie.pl

CFO na tle EBITDA [mln PLN]



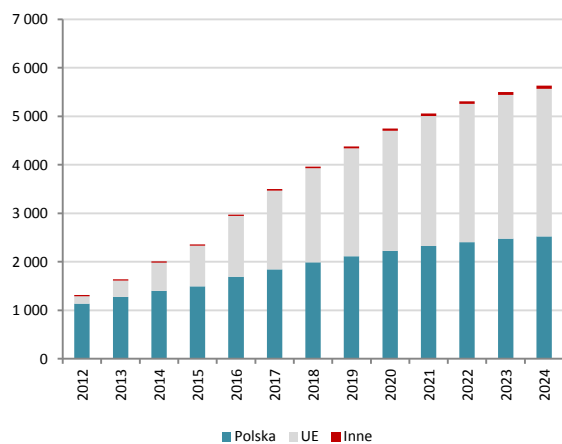
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



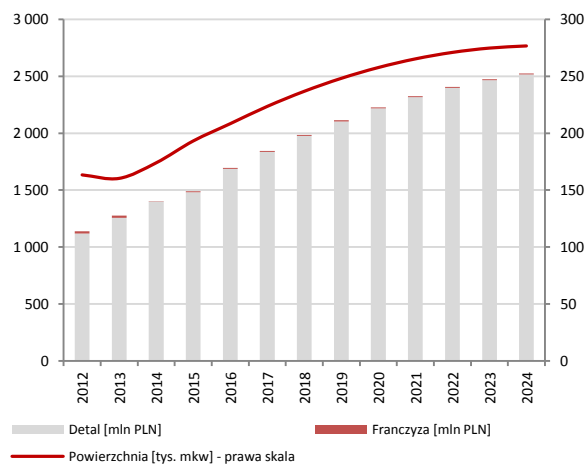
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *własny e-sklep (od 2018 roku)

Przychody w ujęciu geograficznym* [mln PLN]



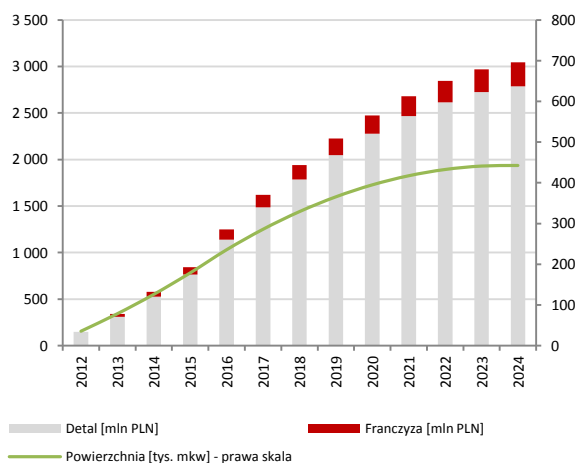
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *bez eobuwie.pl

Przychody na terenie Polski na tle przyrostu sieci



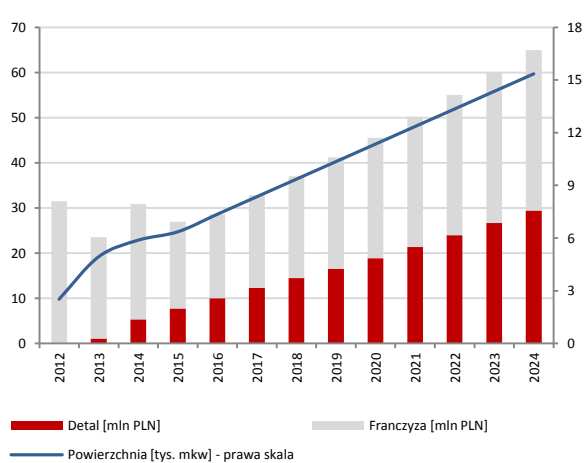
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody na terenie UE na tle przyrostu sieci



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w pozostałych krajach na tle przyrostu sieci



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI

CCC to największy polski detalista, zajmujący się sprzedażą obuwia. Firma funkcjonuje na rynku od 1996 roku, kiedy to rozpoczęła działalność pod nazwą „Żółta stopa”, natomiast na warszawskim parkiecie jest obecna od 2004 roku. Spółka działa na kilkunastu rynkach Europy Środkowo-Wschodniej, ze szczególnym naciskiem na region grupy Wyszehradzkiej. Obecnie zarząd skupia się na rozwinięciu działalności na terytorium DACH (Niemcy, Austria), wygaszeniu sieci Boti, Quazi i Lasocki oraz na sklepie e-commerce – eobuwie.pl (nabycie udziałów miało miejsce w sierpniu br.). W planach jest również uruchomienie własnego e-sklepu.

Głównymi udziałowcami są założyciele spółki – Dariusz Miłek (poprzez podmiot zależny Ultro) i Leszek Gaczorek, którzy kontrolują łącznie 34,1% udziałów (p. Gaczorek ma 7,1%), co uprawnia do 43,4% głosów na WZA. Wśród inwestorów instytucjonalnych największy udział w akcjonariacie ma Aviva OFE (8,2%).

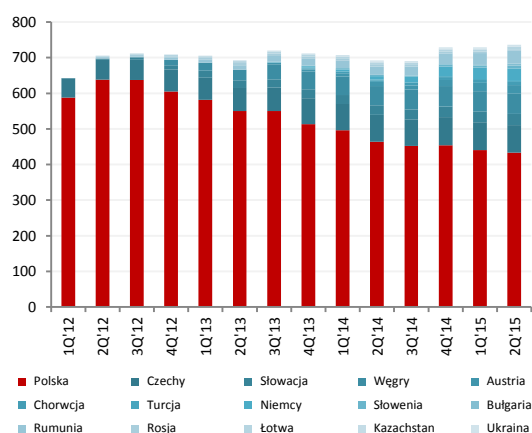
Główni akcjonariusze spółki

	Liczba akcji	% akcji	Liczba głosów	% głosów
Ultro S.A.	10,4	27,0%	15,1	33,5%
Aviva OFE	3,1	8,2%	3,1	7,0%
Leszek Gaczorek	2,7	7,1%	4,5	9,9%
Pozostali inwestorzy	22,2	57,8%	22,3	49,6%
RAZEM	38,4	100,0%	45,1	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

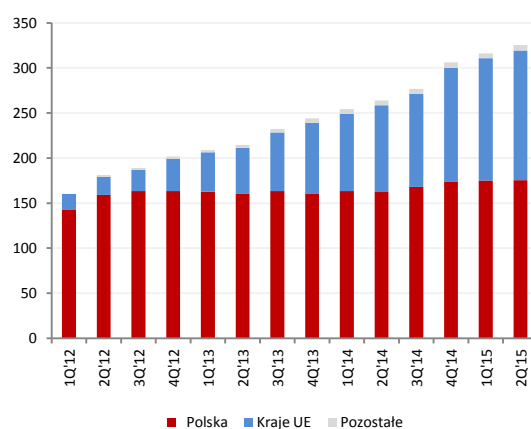
CCC posiada zdywersyfikowany łańcuch dostaw. Według danych publikowanych przez spółkę ok. 70% towarów pochodzi z importu (Azja Południowo-Wschodnia i Europa), natomiast ponad 20% to produkcja własna (przede wszystkim w zakładzie w Polkowicach). Co ciekawe całość sprzedawanego w sklepach CCC obuwia ma zastrzeżone znaki towarowe, a sztandarową marką jest Lasocki.

Liczba sklepów wg kraju



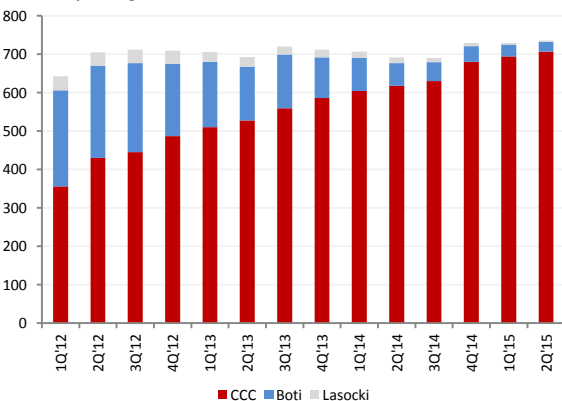
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Powierzchnia sklepów wg regionu [tys. mkw]



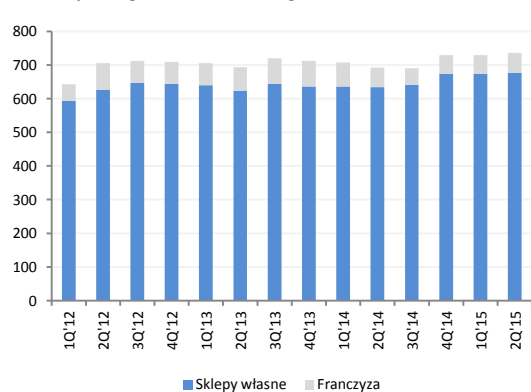
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba sklepów wg marki



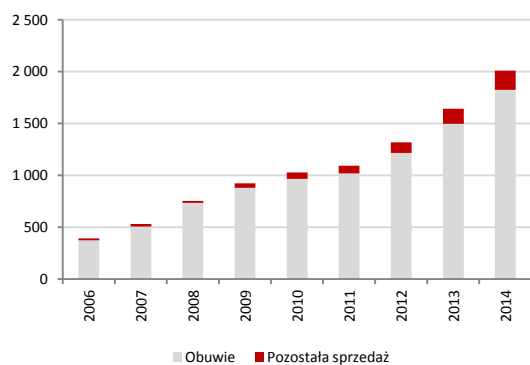
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba sklepów wg modelu biznesowego



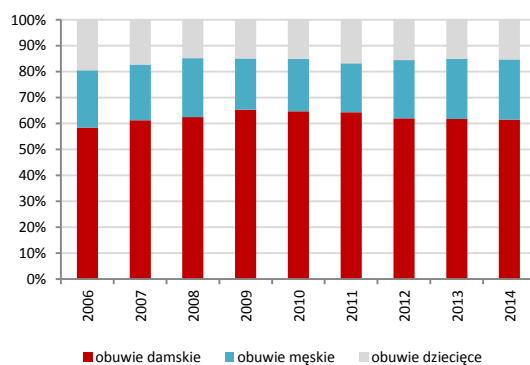
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody ze sprzedaży w ujęciu produktowym



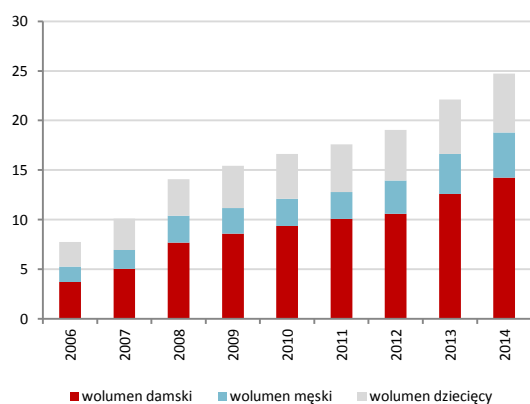
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż obuwia wg płci



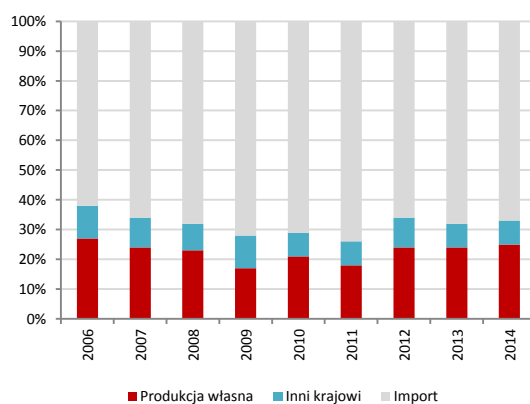
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wolumen sprzedanych par wg płci



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynki zaopatrzenia

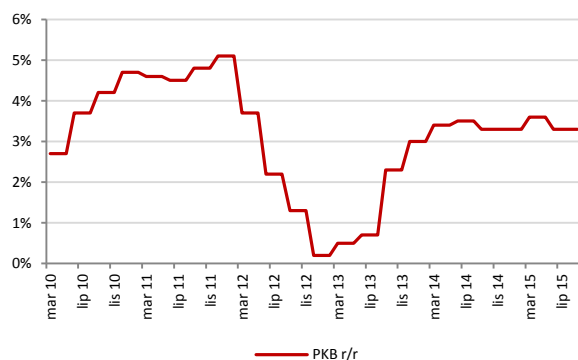


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

OTOCZENIE RYNKOWE

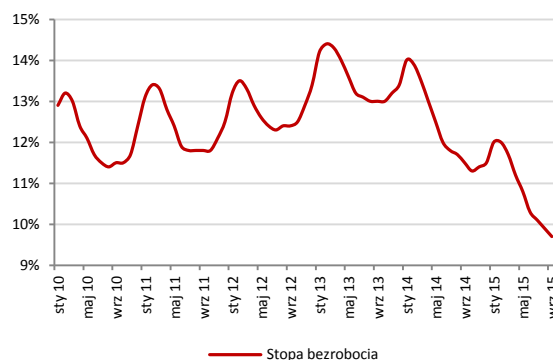
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu niewielki wzrost (we wrześniu wyniosła 0,1% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 10,0% r/r. Czynnikiem, które w następnych kwartałach powinny wspierać konsumpcję jest stabilny wzrost PKB (we wrześniu wzrost o 3,3%). Po kilku miesiącach spadku deflacji, we wrześniu odnotowano stopę na poziomie -0,8% (co oznacza wzrost o 0,2 p.p. względem odczytu za sierpień). Spodziewamy się, że presja na ceny może się utrzymywać co najmniej do końca '15. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach spada i wynosi obecnie 9,7% (odczyt za wrzesień; poprawa o 0,2 p.p. m/m).

PKB w Polsce



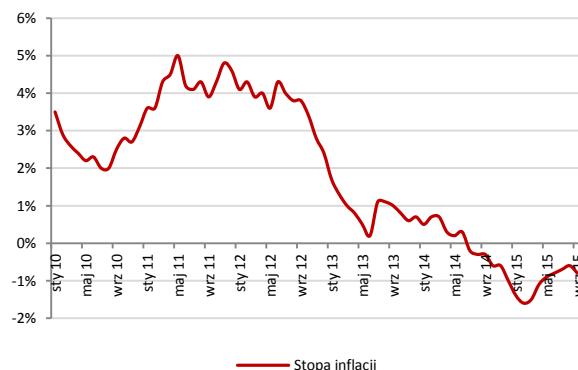
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa bezrobocia



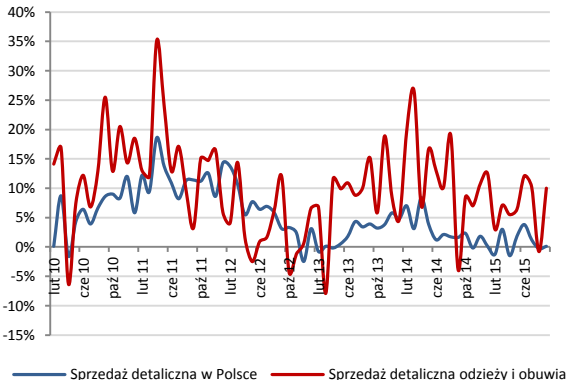
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



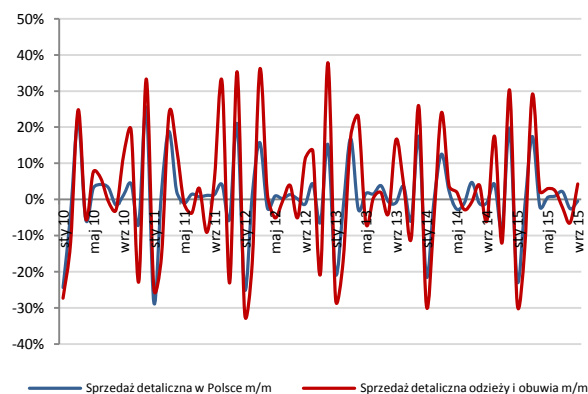
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



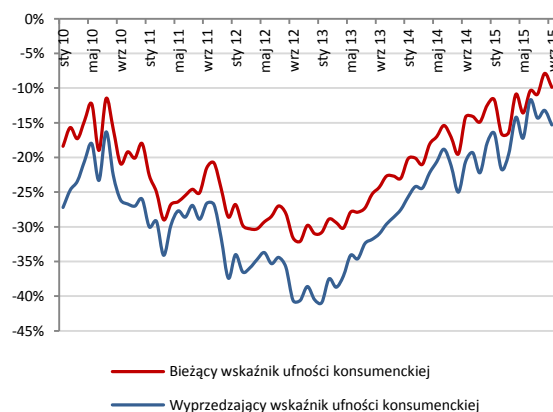
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



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

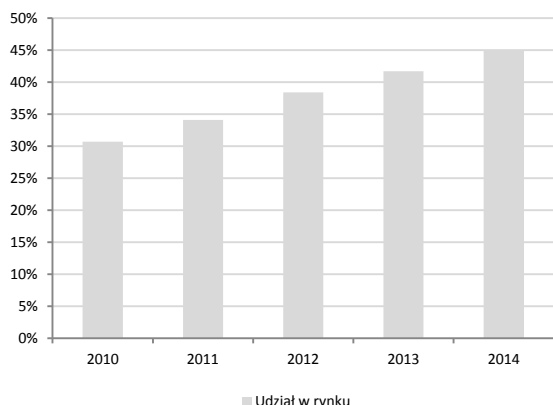
Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



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

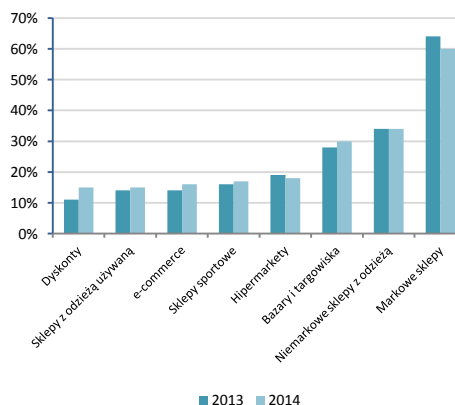
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w '14 był wart ok. 23,0 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 3,6% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. W ostatnich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

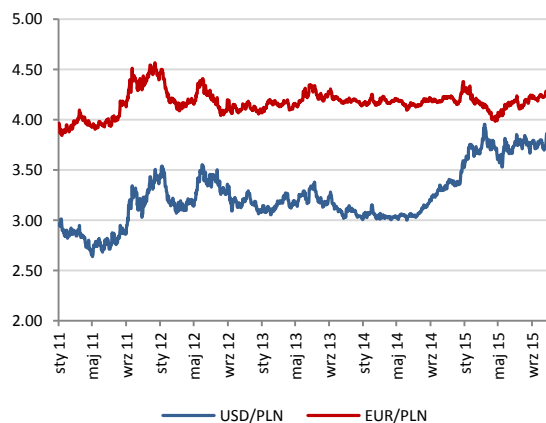
Miejsce zakupu odzieży w Polsce w '14



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

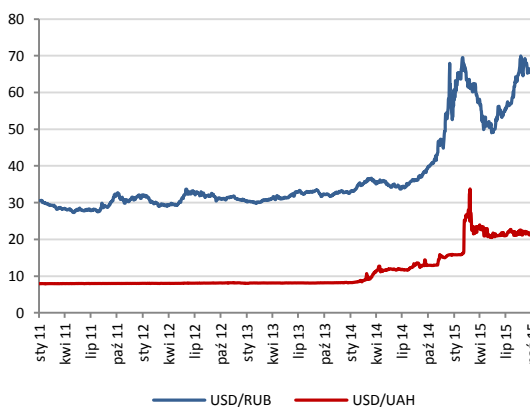
Dla CCC bardzo ważne jest otoczenie makroekonomiczne zagranicą. Jednym z najistotniejszych czynników poza sprzedażą detaliczną, są kursy walutowe, szczególnie USD/PLN. Ostatnie umocnienie dolara bardzo negatywnie odbija się na marży brutto realizowanej przez spółkę (kilkuprocentowe spadki r/r). Na wyniki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

Zachowanie kursów EUR/PLN i USD/PLN



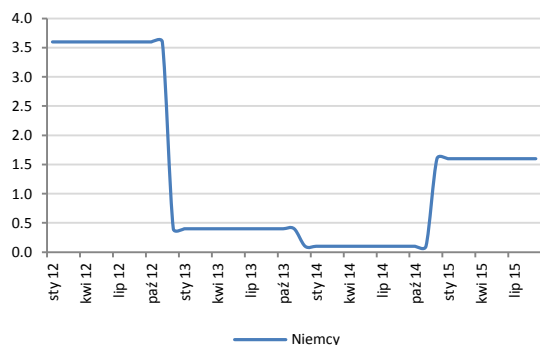
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów USD/RUB i USD/UAH



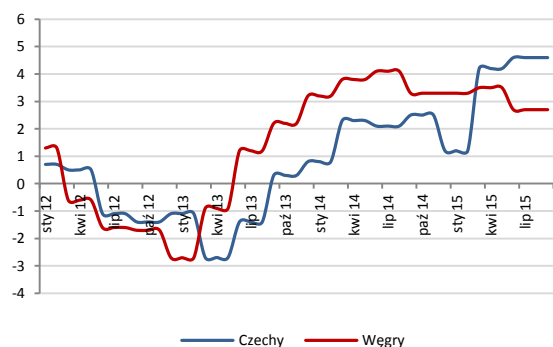
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Niemczech [%]



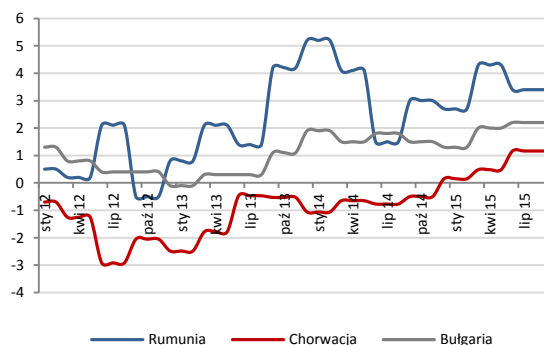
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Czechach i na Węgrzech [%]



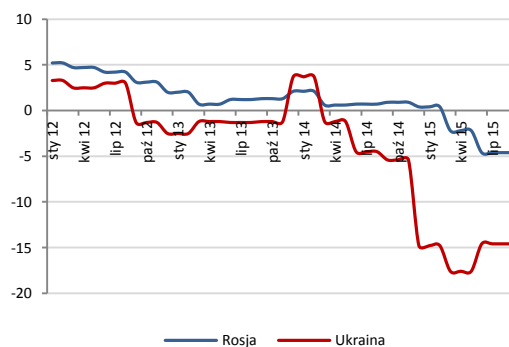
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rumunii, Chorwacji i Bułgarii [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rosji i na Ukrainie [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktywa trwałe	387,4	430,2	798,0	1 114,9	1 234,3	1 308,0	1 376,2	1 427,0	1 465,4	1 483,4	1 494,1	1 496,2	1 495,5
WNiP	7,8	9,2	9,1	9,0	12,7	16,9	21,8	27,2	33,1	39,4	46,1	53,1	60,3
RzAT	354,9	397,3	522,0	611,1	726,8	796,3	859,6	905,0	937,5	949,2	953,2	948,3	940,4
Pozostałe aktywa trwałe	24,7	23,8	267,0	494,8	494,8	494,8	494,8	494,8	494,8	494,8	494,8	494,8	494,8
Aktywa obrotowe	590,7	689,5	996,3	1 194,5	1 503,7	1 747,7	1 892,9	2 022,7	2 125,9	2 201,5	2 264,2	2 313,4	2 327,5
Zapasy	399,2	463,0	736,7	967,6	1 217,5	1 412,8	1 554,2	1 653,6	1 745,8	1 819,0	1 869,9	1 906,1	1 921,6
Należności z tyt. dostaw i usług	59,7	82,8	95,7	102,4	129,9	154,7	176,7	194,7	210,7	224,4	235,7	244,7	251,1
Środki pieniężne	125,7	143,7	163,9	111,6	143,3	167,2	149,1	161,4	156,5	145,2	145,6	149,6	141,8
Pozostałe	6,2	0,0	0,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0
Kapitał własny	528,7	591,9	955,8	1 016,0	1 181,4	1 380,7	1 610,0	1 828,9	2 055,9	2 289,9	2 529,0	2 751,4	2 977,7
Zobowiązania długoterminowe	124,1	193,3	258,1	338,6	357,6	354,6	339,6	101,5	81,5	61,5	41,5	41,5	41,5
Zobowiązania oprocentowane	88,0	158,0	216,0	297,1	316,1	313,1	298,1	60,0	40,0	20,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	36,1	35,3	42,1	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5
Zobowiązania krótkoterminowe	325,3	334,6	580,4	954,7	1 199,0	1 320,4	1 319,5	1 519,3	1 453,9	1 333,5	1 187,8	1 016,7	803,8
Zobowiązania handlowe	116,3	155,4	176,3	243,7	312,9	384,3	434,9	474,8	509,4	539,0	563,3	582,2	589,3
Zobowiązania oprocentowane	200,7	169,8	362,0	701,0	876,0	926,0	874,5	1 034,5	934,5	784,5	614,5	424,5	204,5
Pozostałe	8,4	9,4	42,1	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody ze sprzedaży	1 317,5	1 642,6	2 011,9	2 363,3	3 188,6	3 819,9	4 352,6	4 791,2	5 179,0	5 514,0	5 793,5	6 015,2	6 176,6
Koszty wytworzenia	639,1	809,3	904,5	1 117,0	1 526,9	1 834,8	2 089,6	2 296,1	2 480,3	2 641,1	2 777,3	2 888,0	2 971,9
Wynik brutto ze sprzedaży	678,4	833,3	1 107,4	1 246,2	1 661,6	1 985,0	2 263,1	2 495,1	2 698,8	2 872,9	3 016,1	3 127,2	3 204,7
SG&A	531,4	643,2	852,1	970,5	1 273,1	1 532,2	1 740,1	1 923,2	2 082,5	2 217,0	2 325,9	2 408,4	2 463,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-10,5	-14,6	-8,0	3,4	-3,4	-2,4	-2,7	-2,9	-3,1	-3,3	-3,5	-3,6	-3,8
EBITDA	170,1	213,2	297,9	338,9	453,7	526,9	604,6	660,3	709,8	753,2	789,2	818,7	841,1
EBIT	136,5	175,5	247,3	279,2	385,1	450,4	520,3	569,0	613,1	652,6	686,7	715,1	737,3
Saldo finansowe	-0,1	-16,0	-18,4	-22,3	-10,6	-17,1	-15,3	-12,7	-11,8	-10,3	-7,7	-4,5	-1,2
Wynik brutto	136,5	159,5	228,9	256,9	374,5	433,3	505,0	556,3	601,3	642,3	679,1	710,7	736,1
Wynik netto	129,1	132,0	422,8	276,0	303,3	351,0	409,0	450,6	487,1	520,2	550,0	575,6	596,2
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CF operacyjny	207,4	135,2	45,3	8,7	174,4	295,9	396,0	476,9	522,1	573,9	622,2	657,5	686,4
CF inwestycyjny	-51,2	-80,6	-198,2	-344,8	-188,0	-150,2	-152,5	-142,1	-135,0	-118,6	-113,2	-105,6	-103,1
CF finansowy	-65,5	-34,7	173,1	285,2	45,4	-121,8	-261,6	-322,5	-391,9	-466,5	-508,6	-547,8	-591,1
CF netto	90,8	19,9	20,1	-51,0	31,7	23,9	-18,1	12,3	-4,9	-11,2	0,4	4,1	-7,8
Środki pieniężne na początek okresu	34,9	125,7	143,7	162,6	111,6	143,3	167,2	149,1	161,4	156,5	145,2	145,6	149,6
Środki pieniężne na koniec okresu	125,7	143,7	163,9	111,6	143,3	167,2	149,1	161,4	156,5	145,2	145,6	149,6	141,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody zmiana r/r	24,7%	22,5%	17,5%	34,9%	19,8%	13,9%	10,1%	8,1%	6,5%	5,1%	3,8%	2,7%
EBITDA zmiana r/r	25,3%	39,8%	13,8%	33,9%	16,1%	14,8%	9,2%	7,5%	6,1%	4,8%	3,7%	2,7%
EBIT zmiana r/r	28,5%	40,9%	12,9%	37,9%	17,0%	15,5%	9,3%	7,8%	6,4%	5,2%	4,1%	3,1%
Wynik netto zmiana r/r	2,3%	220,2%	-34,7%	9,9%	15,7%	16,5%	10,2%	8,1%	6,8%	5,7%	4,7%	3,6%
Marża brutto na sprzedaży	50,7%	55,0%	52,7%	52,1%	52,0%	52,0%	52,1%	52,1%	52,1%	52,1%	52,0%	51,9%
Marża EBITDA	13,0%	14,8%	14,3%	14,2%	13,8%	13,9%	13,8%	13,7%	13,7%	13,6%	13,6%	13,6%
Marża EBIT	21,7%	27,3%	25,0%	25,2%	24,5%	24,9%	24,8%	24,7%	24,7%	24,7%	24,8%	24,8%
Marża brutto	9,7%	11,4%	10,9%	11,7%	11,3%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,7%	11,8%	11,9%
Marża netto	8,0%	21,0%	11,7%	9,5%	9,2%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%
ROE	22,3%	44,2%	27,2%	25,7%	25,4%	25,4%	24,6%	23,7%	22,7%	21,7%	20,9%	20,0%
ROA	11,8%	23,6%	12,0%	11,1%	11,5%	12,5%	13,1%	13,6%	14,1%	14,6%	15,1%	15,6%
Dług	327,8	578,0	998,2	1192,2	1239,2	1172,6	1094,5	974,5	804,5	614,5	424,5	204,5
D/(D+E)	35,6%	37,7%	49,6%	50,2%	47,3%	42,1%	37,4%	32,2%	26,0%	19,5%	13,4%	6,4%
D/E	41,4%	47,5%	76,1%	77,1%	68,2%	55,9%	46,5%	37,2%	27,9%	19,5%	12,5%	5,7%
Odsetki/EBIT	10,6%	9,0%	9,2%	6,3%	5,3%	4,3%	3,4%	3,1%	2,6%	2,1%	1,6%	1,1%
Dług/Kapitał własny	55,4%	60,5%	98,2%	100,9%	89,8%	72,8%	59,8%	47,4%	35,1%	24,3%	15,4%	6,9%
Dług netto	184,1	414,2	886,6	1048,9	1072,0	1023,6	933,1	818,0	659,3	468,9	274,8	62,7
Dług netto/Kapitał własny	31,1%	43,3%	87,3%	88,8%	77,6%	63,6%	51,0%	39,8%	28,8%	18,5%	10,0%	2,1%
Dług netto/EBITDA	86,4%	139,0%	261,6%	231,2%	203,4%	169,3%	141,3%	115,3%	87,5%	59,4%	33,6%	7,5%
Dług netto/EBIT	104,9%	167,5%	317,6%	272,4%	238,0%	196,7%	164,0%	133,4%	101,0%	68,3%	38,4%	8,5%
EV	5 905,7	6 135,8	6 608,2	6 770,5	6 793,6	6 745,2	6 654,7	6 539,6	6 380,9	6 190,5	5 996,4	5 784,3
Dług/EV	5,6%	9,4%	15,1%	17,6%	18,2%	17,4%	16,4%	14,9%	12,6%	9,9%	7,1%	3,5%
CAPEX/Przychody	5,3%	9,8%	6,5%	5,9%	3,9%	3,5%	3,0%	2,6%	2,2%	2,0%	1,8%	1,7%
CAPEX/Amortyzacja	231,7%	389,2%	257,6%	274,0%	196,3%	180,9%	155,6%	139,7%	117,9%	110,5%	102,0%	99,3%
Amortyzacja/Przychody	2,3%	2,5%	2,5%	2,2%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%
Zmiana KO/Przychody	-2,9%	-13,2%	-7,2%	-6,5%	-3,9%	-2,6%	-1,6%	-1,4%	-1,0%	-0,7%	-0,4%	-0,2%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-14,7%	-71,9%	-48,4%	-25,2%	-23,6%	-21,2%	-17,7%	-18,9%	-17,1%	-13,6%	-11,8%	-9,2%
Wskaźniki rynkowe	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
MC/S	3,5	2,8	2,4	1,8	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
P/E	43,3	13,5	20,7	18,9	16,3	14,0	12,7	11,7	11,0	10,4	9,9	9,6
P/BV	9,7	6,0	5,6	4,8	4,1	3,6	3,1	2,8	2,5	2,3	2,1	1,9
P/CE	20,7	9,8	14,8	12,8	11,0	10,3	9,3	8,9	8,6	8,2	7,9	7,8
EV/EBITDA	27,7	20,6	19,5	14,9	12,9	11,2	10,1	9,2	8,5	7,8	7,3	6,9
EV/EBIT	33,7	24,8	23,7	17,6	15,1	13,0	11,7	10,7	9,8	9,0	8,4	7,8
EV/S	3,6	3,0	2,8	2,1	1,8	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9
BVPS	15,4	24,9	26,5	30,8	36,0	41,9	47,6	53,5	59,6	65,9	71,6	77,5
EPS	3,4	11,0	7,2	7,9	9,1	10,7	11,7	12,7	13,5	14,3	15,0	15,5
CEPS	7,2	15,3	10,1	11,6	13,5	14,5	15,9	16,8	17,3	18,1	18,9	19,2
Dywidenda [mln PLN]	61,4	61,4	115,2	138,0	151,7	179,7	231,7	260,1	286,1	311,0	353,3	369,9
DPS	1,6	1,6	3,0	3,6	3,9	4,7	6,0	6,8	7,5	8,1	9,2	9,6
Dyield	1,1%	1,1%	2,0%	2,4%	2,7%	3,1%	4,0%	4,5%	5,0%	5,4%	6,2%	6,5%
Payout ratio	47,6%	46,5%	27,2%	50,0%	50,0%	51,2%	56,6%	57,7%	58,7%	59,8%	64,2%	64,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 149,0 PLN; * przyjmujemy, że jeszcze w '15 CCC uzyska zgodę UOKiK na przejęcie eobuwie.pl; wpływ transakcji na wyniki od '16

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Akumuluj	165,4	---	---	02.12.2015	149,0	47 826

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'15:

Kupuj	4	33%
Akumuluj	2	17%
Trzymaj	5	42%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	1	8%

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 inwestycyjnej 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 02.12.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 04.12.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informację w niej zawartą podlegały ujawnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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 02.12.2015 roku:

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