



Dom Maklerski BDM S.A.

LPP

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 5 658,7 PLN

9 GRUDNIA 2015

Trudna sytuacja na głównych rynkach działalności LPP odbiła się na kursie akcji. Uważamy, że grupa ma wciąż przed sobą do pokonania bardzo poważne wyzwania, które naszym zdaniem będą się negatywnie odbijać na wynikach spółki. Zwracamy uwagę, że otoczenie rynkowe stało się dalej w ostatnich miesiącach znacznie bardziej wymagające – H&M oraz Inditex obniżyły w 2H'15 ceny w swoich sklepach, co z kolei wymusiło kolejne przeceny na LPP. Sytuacji nie poprawia również spadający footfall, którego ubytek jest mocno widoczny w sprzedaży z mkw (duże spadki odnotowało przede wszystkim Reserved, które jest flagową marką). Naszym zdaniem agresywne zachowanie części podmiotów ogranicza pole do odbudowy pierwszej marży przez LPP, na którą dodatkową presję wywiera USD/PLN (ekspozycja cały czas przekracza 90%). Sądymy, że w zaistniałej sytuacji grupa nie będzie w stanie przełożyć kosztów na klienta w '16 (a nasze założenie o utrzymaniu rentowności z '15 traktujemy jako konserwatywne). Uważamy również, że w '16 zabraknie bodźca oszczędnościowego. W bieżącym roku spółka obniżyła zdecydowanie koszty okołosklepowe (o ok. 15% r/r), jednak w kolejnych okresach poziomy te mogą być trudne do utrzymania (zauważamy ryzyko presji ze strony płac). Na niekorzyść LPP działa także mały udział segmentu e-commerce w realizowanych obrotach (ok. 1,3%), co według nas stanowi duże zagrożenie dla wyhamowania wzrostu przychodów w najbliższych latach (w przypadku największych detalistów udział kanału internetowego jest zdecydowanie wyższy). Powątpiewamy również w zapowiadane tempo ekspansji następnych lat – zarząd zapowiadał utrzymanie tempa w okresie 3-4 lat na poziomie 15% r/r, jednak naszym zdaniem zapowiedzi te wydają się być na wyrost (patrz na przykład niemiecki i zwolnienie tempa otwarć). Czynnikiem ryzyka dla zakładanych przez nas wyników jest wprowadzenie podatku od sklepów wielkopowierzchniowych przez rząd. Jeśli danina byłaby przyjęta w obecnym kształcie (2% od obrotów dla powierzchni sklepów przekraczającej 250 mkw.), spowodowałoby to ubytek ok. 65-70 mln PLN. Mając na względzie wymienione czynniki decydujemy się na podtrzymanie zalecenia Redukuj, obniżając jednocześnie cenę docelową do 5 658,7 PLN/akcję.

W bieżącym roku prognozujemy ok. 5,1 mld PLN obrotów (+7,5% r/r), co oznacza, że przyrost przychodów będzie znacznie niższy niż tempo rozwoju sieci. Szacujemy, że marża handlowa obniży się do ok. 54%, natomiast EBITDA będzie bliska 762 mln PLN. W perspektywie '16 zakładamy wzrost powierzchni handlowej o ok. 13-14% r/r, co pozwoliłoby na wypracowanie 5,9 mld PLN obrotów. Nie oczekujemy jednak poprawy rentowności brutto ze sprzedaży (konkurencyjny rynek, presja USD/PLN), ani dalszego obniżania kosztów okołosklepowych. Tym samym oczyszczony zysk netto wzrósłby do 425 mln PLN (+13% r/r).

Na początku '16 uruchomiony ma zostać uruchomiony nowy Brand grupy, który skierowany będzie do zamożniejszego klienta (poziom Massimo Dutti). Jego wpływ na wyniki LPP uważamy jednak za ograniczony (mała liczba otwarć sklepów). Kluczem do szybszego wzrostu grupy powinno być mocniejsze wejście w segment e-commerce, który w przypadku LPP jest obecnie zmarginalizowany. W modelu przyjmujemy, że spółka będzie w kolejnych latach zwiększać poziom wypłacanej dywidendy (w '16 ok. 25%, później wzrost do 40%).

Wycena końcowa [PLN]	5 658,7
Potencjał do wzrostu / spadku	-11,8%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	6 415,2
Kapitalizacja [mln PLN]	11 750,9
Ilość akcji [mln. szt.]	1,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7 880,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	6 549,1
Stopa zwrotu za 3 mc	-14,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-7,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-2,6%
Akcjonariat (% głosów):	
Marek Piechocki	9,6%
Jerzy Lubianiec	9,6%
Forum TFI	11,0%
Pozostali	69,8%

Adrian Górniak

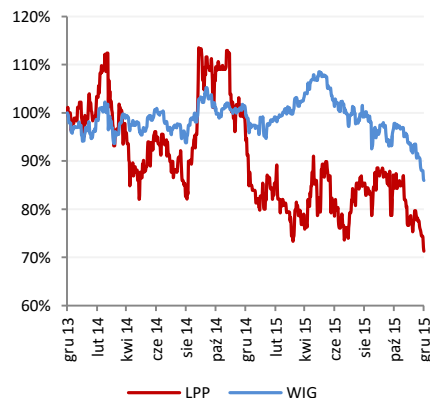
adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	4 116,3	4 769,1	5 128,4	5 867,5	6 516,8	7 164,9
EBITDA [mln PLN]	763,8	802,8	761,8	845,8	968,1	1 111,2
EBIT [mln PLN]	615,6	609,2	543,3	585,8	697,8	823,8
Wynik brutto [mln PLN]	523,9	459,9	450,6	525,0	664,9	814,7
Wynik netto [mln PLN]	432,9	482,1	365,0	1 129,2	538,5	659,9
P/BV	7,9	7,2	6,1	4,0	3,5	3,2
P/E	27,1	24,4	32,2	10,4	21,8	17,8
EV/EBITDA	15,7	15,1	16,4	14,7	12,6	10,7
EV/EBIT	19,4	19,9	22,9	21,2	17,5	14,4
DPS	84,8	93,8	31,7	49,8	92,9	147,0



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.....	14
PROGNOZA NA 4Q'15 I KOLEJNE OKRESY	17
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU.....	22
LPP NA TLE H&M I INDITEX.....	22
OTOCZENIE RYNKOWE	26
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	29

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny LPP dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 60% wagi, natomiast analizie porównawczej 40%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 6 221,0 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 4 815,4 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 10 365,3 mln PLN, czyli **5 658,7 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN
A	Wycena DCF	11 395,2	6 221,0
B	Wycena porównawcza	8 820,4	4 815,4
C = (60%*A + 40%*B)	Wycena końcowa	10 365,3	5 658,7

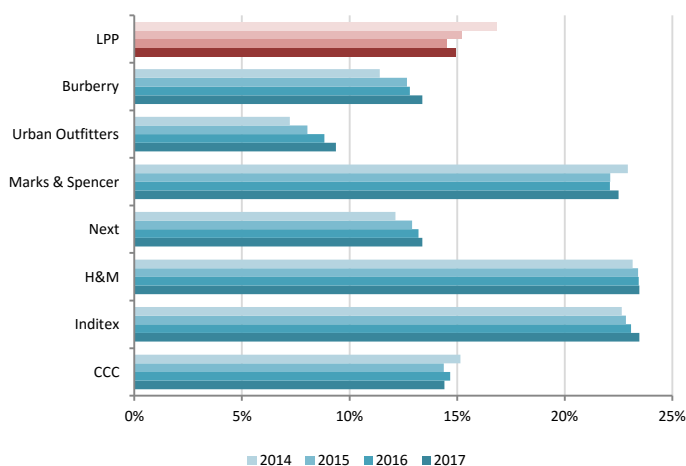
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Okres 1-3Q'15 stanowił poważne rozczarowanie pod względem przychodów oraz realizowanych marż. Po części spodziewamy się, że również 4Q'15 będzie stanowił podtrzymanie tych tendencji. Po listopadzie obroty grupy wynosiły ok. 926 mln PLN, co implikuje wzrost o ok. 10%. W naszej ocenie grudzień nie przyniesie poważnego wzrostu dynamiki obrotów, co w ujęciu kwartalnym spowodowałoby wygenerowanie 1,6 mld PLN (+10% r/r vs 16,4% przyrost powierzchni sieci). Jednocześnie w modelu przyjmujemy spadek marży brutto do 56,1% (-2,9 p.p. r/r). Estymujemy, że dzięki prowadzonym działaniom optymalizującym koszty okołosklepowe, EBIT wzrośnie do 276,0 mln PLN, natomiast na poziomie netto oczekujemy ok. 186,0 mln PLN. Tym samym w ujęciu całorocznym grupa osiągnęłaby ok. 5,1 mld PLN obrotów i 2,8 mld PLN wyniku brutto ze sprzedaży (ubytok marży o ok. 4,7 p.p. r/r). Liczymy, że skonsolidowana EBITDA spadnie do 761,8 mln PLN, natomiast zysk netto skurczyłby się do 365,0 mln PLN.

W kolejnych kwartałach spodziewamy się, że dywizja polska będzie cały czas pod negatywną presją ze strony grupy Inditex (która w 2H'15 obniżyła ceny, powodując jednocześnie większe wyprzedaże w LPP) oraz mniejszych detalistów i dyskontów (produkty odzieżowe wprowadziły do oferty m.in. Lidl i Tesco). Nie dostrzegamy również możliwości do podniesienia pierwszej marży – poza wspomnianymi wcześniej czynnikami, grupie nie sprzyjają obecne pułapy USD/PLN. Ograniczone jest także pole do obniżania kosztów okołosklepowych. Dlatego też oczekujemy, że w ujęciu całorocznym w '16 obroty wzrosną o ok. 14% r/r (równomiernie z rozbudową sieci) do 5,9 mld PLN, przy jednoczesnym utrzymaniu rentowności brutto (założenie konserwatywne). Wynik operacyjny powinien poprawić się o ok. 40 mln PLN, co w naszej ocenie przy zakładanym rozwoju powierzchni handlowej jest wynikiem niezadowalającym.

Obecny rok ciężko uznać dla LPP za udany. Pomimo intensywnej rozbudowy sieci '15 grupie nie udało się znacząco poprawić wyników finansowych, na co złożyło się kilka czynników. Dużym problemem była utrzymująca się sytuacja na rynkach wschodnich i obecne pułapy USD/RUB oraz pogłębiająca się kanibalizacja, szczególnie widoczna w Polsce (mocno odczuła to marka Reserved). Na niekorzyść grupy zadziały także wejście dyskontów (m.in. Tesco) w segment odzieżowy oraz wprowadzona w 2H'15 obniżka cen w H&M oraz grupie Inditex, co wymusiło na spółce dodatkowe promocje. Presję na pierwszą marżę wywołuje też obecny kurs USD/PLN. Nie oczekujemy również, aby LPP było w stanie kontynuować politykę obniżania kosztów około sklepowych, dzięki czemu w '15 udało się wygenerować znaczne oszczędności. Wskazujemy także na mały udział kanału e-commerce, który stanowi obecnie coraz większy udział w rynku detalicznym i większość dużych podmiotów upatruje w nim swojej szansy do dalszego rozwoju. W naszej ocenie wątpliwe wydaje się utrzymanie zapowiadanej dynamiki otwarcia (po. 15%) w kolejnych 4-5 latach. Dlatego też decydujemy się na podtrzymanie zalecenia Redukuj i obniżenie ceny docelowej do 5 658,7 PLN/akcję.

Porównanie marż EBITDA dla grupy porównawczej



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYCENA DCF

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

Główne założenia modelu:

- Spodziewamy się, że w roku 2015 marża brutto ze sprzedaży będzie bliska 54%, co wynika z dużej presji kursu USD/PLN. W '16 nie dostrzegamy dużego pola do jej poprawy, co wynika z agresywnej polityki cenowej grupy Inditex, „podgryzania” obrotów przez dyskonty i utrzymujących się kursów walut. W kolejnych latach zakładamy, że LPP będzie w stanie powrócić do rentowności na poziomie 57-58%.
- Przyjmujemy również, że w latach 2015-17 LPP zwiększy powierzchnię handlową do 1063 tys. mkw na koniec '17 względem 722 tys. mkw na koniec 4Q'14.
- W naszym modelu przyjęliśmy długoterminowy wzrost przychodów z mkw na poziomie 1,0-1,5% na poszczególnych rynkach.
- Spodziewamy się, że w latach 2015-16 LPP utrzyma dotychczasowy poziom wypłaty dywidendy. Oczekujemy jednak, że wraz z coraz niższą dynamiką wzrostu powierzchni handlowej spółka będzie w stanie zwiększyć % wypłacanego zysku.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- W latach 2016-24 przyjmujemy efektywną stawkę 16-17% (wpływ amortyzacji aktywów podatkowych). W okresie rezydualnym przyjmujemy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19%.
- Wpływ zmiany kursów walutowych na EBIT przedstawiliśmy w osobnej tabeli (patrz: poniżej).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2024 roku na poziomie 3%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2024 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 1,8 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 09.12.2015

Metoda DCF dała wartość spółki LPP na poziomie 11 395,2 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 6 221,0 PLN.

Wrażliwość EBIT na zmianę kursów walutowych*

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
-10%	43,3	329,0	343,0	354,1	364,9	378,4	397,7	416,4	434,4	452,0
-5%	15,2	118,1	123,6	128,1	132,5	137,7	145,1	152,2	159,1	165,9
kurs bazowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+5%	-15,5	-123,1	-129,3	-134,4	-139,4	-145,4	-153,5	-161,3	-169,0	-176,4
+10%	-49,1	-397,7	-419,3	-437,2	-454,9	-475,6	-503,1	-529,8	-555,8	-581,3

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

Model DCF

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	5 128,4	5 867,5	6 516,8	7 164,9	7 798,5	8 420,5	9 021,8	9 613,9	10 198,4	10 776,8
EBIT [mln PLN]	543,3	585,8	697,8	823,8	942,8	1 042,9	1 109,0	1 175,4	1 242,8	1 311,9
Stopa podatkowa	19%	14%	14%	15%	15%	16%	16%	16%	16%	16%
Podatek od EBIT [mln PLN]	103,2	81,8	95,6	120,9	143,8	163,0	175,6	188,2	201,1	214,2
NOPLAT [mln PLN]	440,1	504,0	602,1	702,9	799,0	879,9	933,4	987,2	1 041,7	1 097,7
Amortyzacja [mln PLN]	218,5	260,0	270,3	287,4	299,0	309,0	315,7	319,7	322,0	323,3
CAPEX [mln PLN]	-510,7	-405,1	-352,3	-354,0	-349,8	-345,7	-336,3	-332,4	-328,7	-325,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-298,0	-180,7	-79,2	-62,7	-54,1	-65,2	-67,0	-62,5	-64,0	-60,7
FCF [mln PLN]	-150,2	178,2	440,9	573,5	694,0	778,0	845,8	911,9	971,0	1 035,1
DFCF [mln PLN]	-149,4	163,8	373,7	447,5	497,6	511,8	510,5	505,0	493,3	482,4
Suma DFCF [mln PLN]	3 836,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	17 200,0			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 3,0%						
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	8 016,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	11 852,7									
Dług netto [mln PLN]	399,5									
Dywidenda [mln PLN]	58,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	11 395,2									
Ilość akcji [tys.]	1,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	6 221,0									

Przychody zmiana r/r	7,5%	14,4%	11,1%	9,9%	8,8%	8,0%	7,1%	6,6%	6,1%	5,7%
EBIT zmiana r/r	-10,8%	7,8%	19,1%	18,1%	14,4%	10,6%	6,3%	6,0%	5,7%	5,6%
FCF zmiana r/r	-188,5%	-218,6%	147,5%	30,1%	21,0%	12,1%	8,7%	7,8%	6,5%	6,6%
Marża EBITDA	14,9%	14,4%	14,9%	15,5%	15,9%	16,1%	15,8%	15,6%	15,3%	15,2%
Marża EBIT	10,6%	10,0%	10,7%	11,5%	12,1%	12,4%	12,3%	12,2%	12,2%	12,2%
Marża NOPLAT	8,6%	8,6%	9,2%	9,8%	10,2%	10,4%	10,3%	10,3%	10,2%	10,2%
CAPEX / Przychody	10,0%	6,9%	5,4%	4,9%	4,5%	4,1%	3,7%	3,5%	3,2%	3,0%
CAPEX / Amortyzacja	233,8%	155,8%	130,3%	123,2%	117,0%	111,9%	106,5%	104,0%	102,1%	100,6%
Zmiana KO / Przychody	5,8%	3,1%	1,2%	0,9%	0,7%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	82,9%	24,5%	12,2%	9,7%	8,5%	10,5%	11,1%	10,6%	10,9%	10,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	76,0%	82,3%	87,3%	91,8%	95,9%	99,5%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Udział kapitału obcego	24,0%	17,7%	12,7%	8,2%	4,1%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,9%	8,2%	8,5%	8,6%	8,8%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	4 659,2	4 968,9	5 351,4	5 835,9	5 918,5	7 333,5	8 581,4	10 542,5	14 072,5
	0,8	4 383,9	4 655,0	4 986,2	5 400,3	5 932,7	6 642,5	7 636,3	9 126,9	11 611,3
	0,9	4 133,7	4 372,0	4 660,5	5 017,0	5 468,4	6 058,8	6 863,9	8 026,7	9 854,1
	1,0	3 905,3	4 115,8	4 368,4	4 677,2	5 063,1	5 559,4	6 221,0	7 147,3	8 536,7
	1,1	3 696,1	3 882,8	4 105,1	4 374,1	4 706,4	5 127,3	5 677,8	6 428,4	7 512,6
	1,2	3 504,0	3 670,1	3 866,5	4 102,1	4 390,1	4 750,0	5 212,8	5 829,9	6 693,8
	1,3	3 326,9	3 475,3	3 649,4	3 856,8	4 107,7	4 417,8	4 810,5	5 324,0	6 024,3

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%	4 963,4	5 319,0	5 763,5	6 335,1	7 097,1	8 163,9	9 764,2	12 431,2	17 765,4
	4,00%	4 383,9	4 655,0	4 986,2	5 400,3	5 932,7	6 642,5	7 636,3	9 126,9	11 611,3
	5,00%	3 905,3	4 115,8	4 368,4	4 677,2	5 063,1	5 559,4	6 221,0	7 147,3	8 536,7
	6,00%	3 504,0	3 670,1	3 866,5	4 102,1	4 390,1	4 750,0	5 212,8	5 829,9	6 693,8
	7,00%	3 163,2	3 296,1	3 451,2	3 634,4	3 854,3	4 123,0	4 459,0	4 890,9	5 466,7
	8,00%	2 870,8	2 978,3	3 102,4	3 247,2	3 418,3	3 623,6	3 874,5	4 188,2	4 591,5
	9,00%	2 617,3	2 705,2	2 805,7	2 921,7	3 056,9	3 216,8	3 408,6	3 643,1	3 936,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,00%	12 858,9	11 644,7	10 627,9	9 764,2	9 021,4	8 375,9	7 809,8	7 309,4	6 863,9
	4,00%	10 324,8	9 257,1	8 375,9	7 636,3	7 006,8	6 464,7	5 993,1	5 579,1	5 212,8
	5,00%	8 581,4	7 636,3	6 863,9	6 221,0	5 677,8	5 212,8	4 810,5	4 459,0	4 149,3
	6,00%	7 309,4	6 464,7	5 779,6	5 212,8	4 736,4	4 330,5	3 980,6	3 676,1	3 408,6
	7,00%	6 340,8	5 579,1	4 964,7	4 459,0	4 035,6	3 676,1	3 367,2	3 099,1	2 864,2
	8,00%	5 579,1	4 886,5	4 330,5	3 874,5	3 494,1	3 172,0	2 896,0	2 656,9	2 447,9
	9,00%	4 964,7	4 330,5	3 823,3	3 408,6	3 063,6	2 772,3	2 523,1	2 307,8	2 119,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-17 dla wybranych spółek z branży odzieżowej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty zagraniczne oraz CCC (jedyna krajowa spółka poza LPP o zasięgu międzynarodowym), co naszym zdaniem oddaje charakter działalności LPP. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy wagę 30/70). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena LPP metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **4 815,4 PLN**.

Wycena porównawcza względem podmiotów o zasięgu międzynarodowym

	P/E			EV/EBITDA		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
CCC	21,7	17,8	15,0	16,9	13,1	11,0
Inditex	35,0	31,2	27,7	20,4	18,1	16,0
H&M	24,4	22,6	20,3	15,5	14,5	13,1
Next	17,7	16,7	15,8	12,6	11,9	11,4
Marks & Spencer	14,1	13,3	12,2	7,6	7,2	6,8
Urban Outfitters	11,7	10,9	10,2	4,8	4,2	4,1
Burberry Group	16,1	15,5	14,0	8,2	7,6	6,8
Mediana	17,7	16,7	15,0	12,6	11,9	11,0
LPP	32,9	28,2	22,3	16,7	15,0	12,9
Premia/dyskonto	85,5%	68,6%	48,5%	32,9%	25,5%	16,7%
Wycena wg wskaźnika	3 533,2	3 887,7	4 412,5	4 837,2	5 145,2	5 583,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		3 944,5			5 188,6	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa [PLN]		4 815,4				

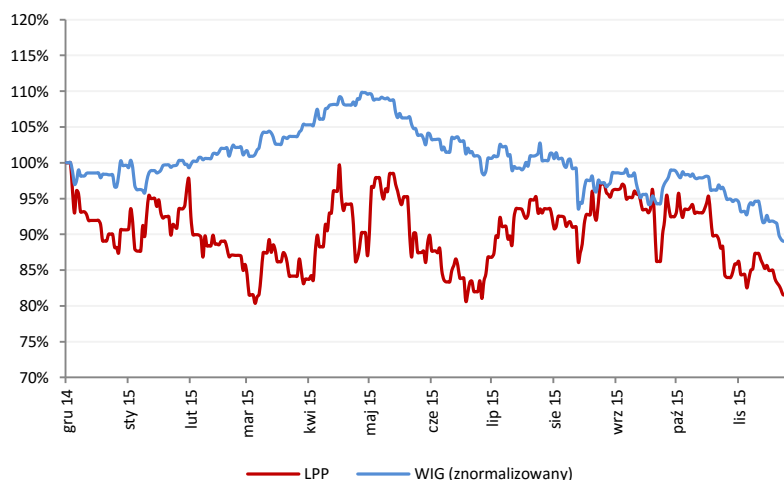
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

LPP na tle krajowych spółek odzieżowych

	P/E			EV/EBITDA		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
CCC	21,7	17,8	15,0	16,9	13,1	11,0
Gino Rossi	14,0	11,1	9,0	7,9	7,1	6,4
Vistula	15,3	12,9	11,5	9,1	8,1	7,2
Monnari	14,0	12,4	11,0	9,1	8,0	6,8
Wojas	8,9	7,3	6,2	5,7	5,0	4,4
Redan	10,5	7,6	5,6	3,2	2,7	2,1
Bytom	19,1	16,6	13,9	13,6	10,6	9,7
Mediana	14,0	12,4	11,0	9,1	8,0	6,8
LPP	32,9	28,2	22,3	16,7	15,0	12,9
Premia/dyskonto	134,2%	127,7%	102,8%	83,4%	87,2%	90,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

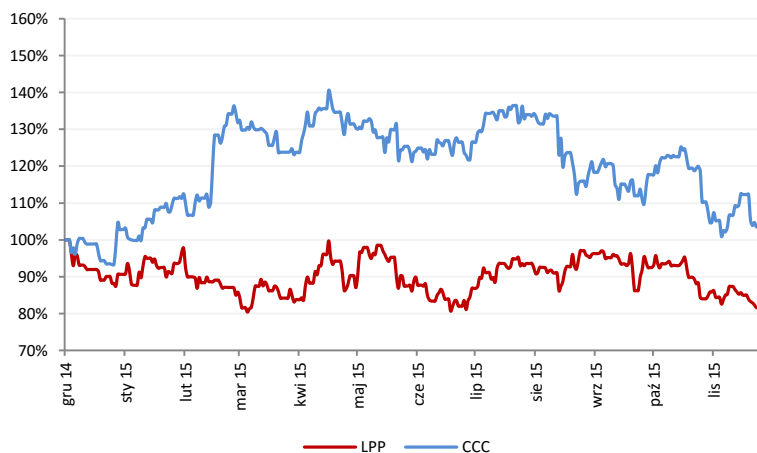
Zachowanie kursu na tle WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Presja USD/PLN spowodowała znaczny ubytek marży detalicznej, co przełożyło się na słabe zachowanie kursu LPP. Kursu nie wspiera również dotępujący indeks WIG.

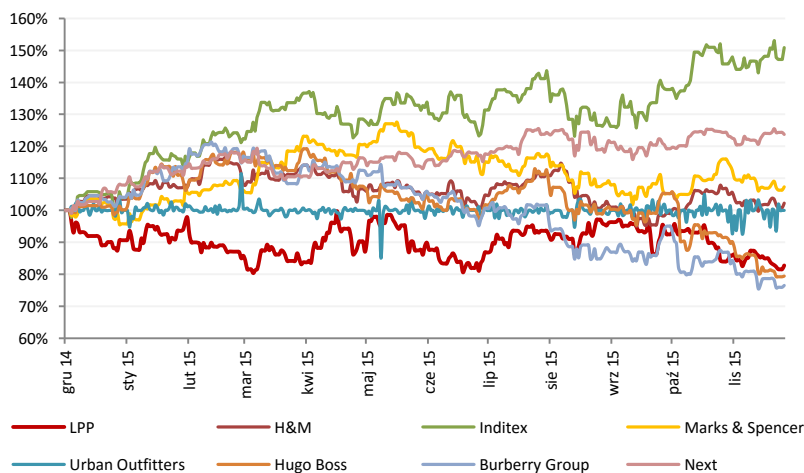
Zachowanie kursu na tle CCC



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Słabsza od oczekiwań dynamika obrotów krajowych gigantów odzieżowych przełożyła się na słabsze zachowanie kursu w ostatnich tygodniach. Uważamy, jednak że większa ekspozycja na USD/PLN oraz mały udział kanału e-commerce stawia w gorszej sytuacji LPP.

Zachowanie kursu na tle podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

▪ **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 LPP w Polsce oscyluje w okolicy 400 mkw., co powoduje, że podatek objąłby również placówki grupy. Według naszych założeń wielkość obciążenia mieściłaby się w przedziale 65-70 mln PLN. W modelu nie uwzględniamy wpływu podatku na wyniki spółki.

▪ **Ryzyko rozbudowy sieci**

Od kilku kwartałów LPP wykazywało bardzo wysoką dynamikę rozbudowy sieci handlowej. Plany spółki na '15 zakładały zwiększenie powierzchni o kolejne >20% r/r, jednak ciężka sytuacja na rynkach wschodnich spowodowała, że zarząd musiał podjąć decyzję o wstrzymaniu rozwoju za naszą wschodnią granicą. Ubytek nowych otwarć w Rosji i na Ukrainie spowodował, że w '15 należy oczekiwać ok. 16% dynamiki r/r. W '16 przyjmujemy wzrost wielkości sieci o ok. 13-15%, natomiast w okresie 2017-18 o kolejne 10%.

▪ **Ryzyko kursowe**

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

▪ **Ryzyko nietrafionej kolekcji**

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

▪ **Sezonowość wyników**

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

▪ **Konkurencja rynkowa**

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

WYNIKI ZA 3Q'2015

Wyniki LPP w 3Q'15 można uznać za mocno rozczarowujące. Pomimo rozbudowy powierzchni handlowej o ok. 18% r/r do 798,8 tys. mkw., przychody grupy wzrosły jedynie o 2,2% do poziomu 1 261,5 mln PLN. Złożyło się na to kilka czynników. Poza dotychczasowymi problemami (osłabienie rubla, nasycenie powierzchnią handlową), doszły jeszcze niesprzyjająca aura (wysokie temperatury nie skłaniały do zakupów), pogarszająca się jakość i nietrafiona kolekcja, a także obniżki wprowadzone przez grupę Inditex, co szczególnie mocno odcisnęło się na Reserved. Pod dużą presją pozostawała cały czas marża brutto ze sprzedaży. LPP odnotowało spadek rentowności o 4,1 p.p. do 52,6%, co jest efektem presji kursu USD/PLN oraz mocnych wyprzedaży. Na poziomie EBITDA spółka zanotowała spadek do 162,6 mln PLN (-12,1% r/r). Ograniczenie erozji na poziomie zysku operacyjnego jest efektem obniżenia kosztów około sklepowych o ok. 15% r/r. Dzięki niższej stracie na saldzie finansowym (ok. 15 mln PLN w 3Q'15 vs 38 mln PLN w 3Q'14) wynik netto spadł jedynie o 2,8% r/r do 79,7 mln PLN.

Wysoką dynamikę przychodów pokazał jedynie Sinsay (+41,6% r/r), jednak była ona niższa od przyrostu powierzchni handlowej (+44% r/r). Pozostałe marki odnotowały maksymalnie 13% wzrosty (tylko Mohito, pozostałe brandy <5% r/r), co przy tak dużej rozbudowie poszczególnych sieci i powierzchni, jest wynikiem wysoce niezadowolającym. Zwracamy uwagę, że pod kreską znalazły się dwie główne marki – Reserved i Cropp, co nie zdarzyło się nigdy do tej pory. W naszej ocenie na krajowym rynku kluczowe okazały się ciepła lato oraz nietrafiona kolekcja i niska jakość wyrobów.

Wyniki LPP za 3Q'15 [mln PLN]

	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	4Q'13-3Q'14	4Q'14-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	1 234,2	1 261,5	2,2%	4 631,4	7 211,5	55,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	699,6	663,2	-5,2%	2 730,6	2 708,6	-0,8%
EBITDA	185,0	162,6	-12,1%	805,8	729,2	-9,5%
EBIT	134,4	106,8	-20,5%	622,3	515,7	-17,1%
Wynik brutto	95,1	92,5	-2,8%	507,1	394,7	-22,2%
Wynik netto	82,0	79,7	-2,8%	418,2	424,9	1,6%
marża brutto ze sprzedaży	56,7%	52,6%		59,0%	37,6%	
marża EBITDA	15,0%	12,9%		17,4%	10,1%	
marża EBIT	10,9%	8,5%		13,4%	7,2%	
marża netto	6,6%	6,3%		9,0%	5,9%	

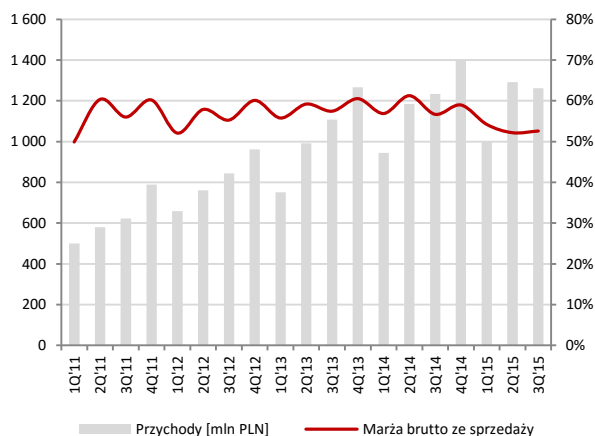
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody wg marek [mln PLN]

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15
Przychody wg marki	657,9	760,1	843,6	962,1	750,8	991,0	1107,5	1267,0	945,0	1185,1	1234,2	1404,7	1002,6	1291,3	1261,5
Reserved	371,2	411,0	426,7	505,3	393,0	501,4	544,4	635,1	479,2	576,1	579,8	676,0	492,8	627,0	560,0
Cropp	111,2	139,1	160,2	169,9	124,7	170,1	193,0	199,2	136,3	194,1	220,9	220,0	142,4	196,0	217,0
House	80,0	104,1	113,7	138,7	93,1	133,2	145,3	174,7	111,5	157,8	164,9	200,0	127,1	160,0	170,0
Mohito	41,0	59,3	68,6	90,5	83,0	108,0	121,7	143,7	111,9	131,6	133,6	146,0	114,6	146,0	151,0
Sinsay	0,0	0,0	0,0	0,0	2,1	13,0	22,2	36,7	33,4	55,1	58,6	78,0	58,0	83,0	83,0
e-commerce	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	6,9	6,6	11,5	12,4	16,1	12,8	23,4	18,0	17,4	13,9
Outlety	54,5	46,6	74,4	57,7	53,2	58,4	74,3	66,1	60,3	54,3	63,6	61,3	49,7	61,9	66,6
Liczba sklepów	917	978	1 005	1 077	1 102	1 179	1 213	1 320	1 334	1 488	1 453	1 516	1 567	1 591	1 574
Reserved	311	325	330	344	346	361	364	386	382	410	413	425	444	426	437
Cropp	264	276	282	295	298	311	320	337	333	379	357	366	371	382	362
House	224	235	242	259	258	264	272	292	292	326	301	308	315	330	311
Mohito	106	125	139	161	170	188	191	219	226	243	246	256	265	268	271
Sinsay	0	0	0	0	13	36	44	62	77	104	113	129	140	150	157
Outlet	12	17	12	18	17	19	22	24	24	26	23	32	32	35	36
Powierzchnia sieci	354,6	381,1	393,5	433,0	453,0	503,0	517,0	591,0	609,0	675,0	682,0	722,0	747,7	774,6	798,9
Reserved	218,2	230,7	235,4	252,0	258,0	279,0	288,0	323,0	327,0	359,0	368,0	390,0	403,8	412,4	435,8
Cropp	60,0	64,6	66,0	72,0	74,0	83,0	82,0	91,0	93,0	104,0	102,0	105,0	106,4	111,5	109,1
House	52,0	55,9	57,8	63,0	66,0	71,0	71,0	80,0	83,0	91,0	87,0	89,0	90,4	96,7	95,3
Mohito	20,5	26,0	30,6	39,0	43,0	52,0	54,0	67,0	71,0	77,0	78,0	83,0	86,8	89,1	90,3
Sinsay	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	10,0	13,0	21,0	26,0	35,0	38,0	44,0	48,5	52,5	54,8
Outlet	3,9	3,9	3,7	7,0	8,0	8,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	11,0	11,8	12,4	13,6
Przychód jednostkowy [tys. PLN/mkw]															
Reserved	5,5	5,5	5,5	5,8	4,4	5,0	5,2	5,1	3,8	3,9	3,8	4,1	2,7	3,6	2,9
Cropp	7,0	7,8	8,6	8,0	5,7	6,6	7,4	6,5	4,4	4,9	6,1	5,7	3,6	4,6	5,5
House	6,9	7,9	8,1	8,5	5,5	7,1	7,5	7,5	4,6	5,3	6,3	7,3	4,5	5,0	5,7
Mohito	18,9	18,2	16,1	14,4	11,4	11,0	11,8	9,8	7,0	7,0	7,0	6,9	5,0	6,1	6,2
Sinsay	-	-	-	-	40,4	36,1	38,8	28,2	16,7	15,1	13,6	13,7	8,5	10,5	9,6

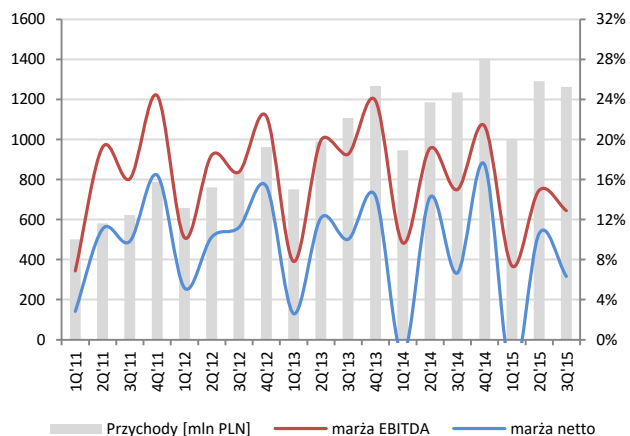
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



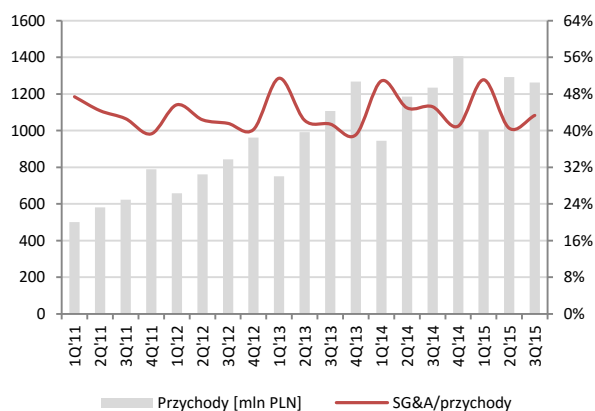
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marże EBITDA i netto



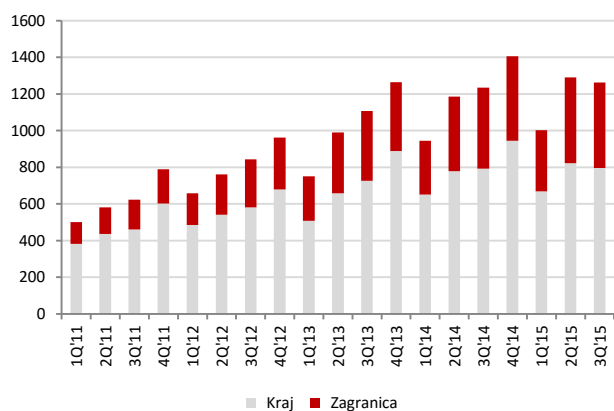
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody [mln PLN]



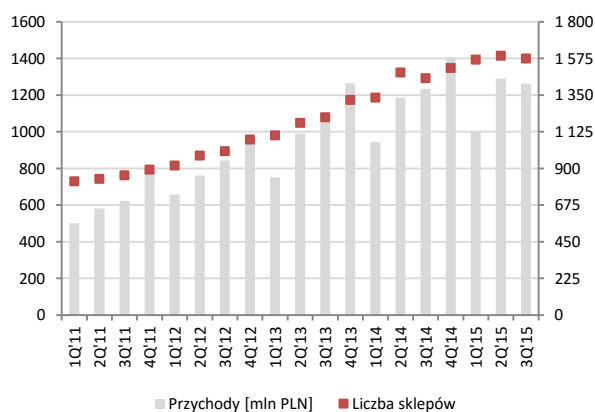
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody LPP w ujęciu geograficznym [mln PLN]



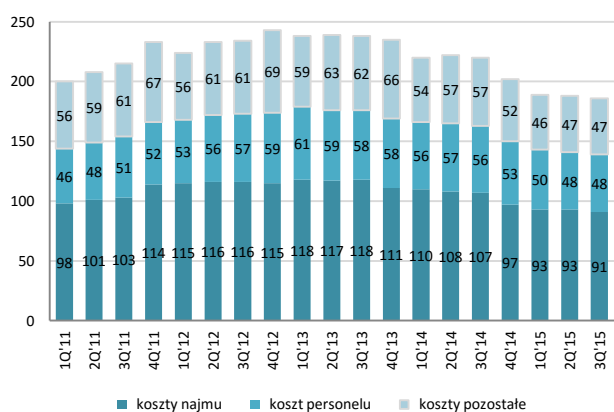
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody a rozwój sieci



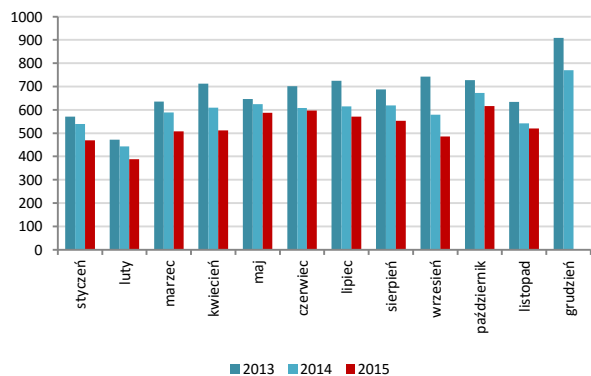
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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



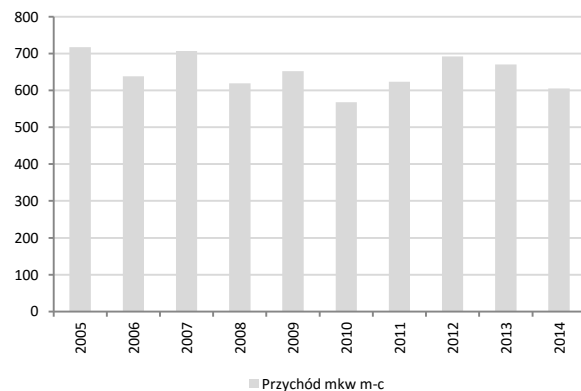
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody z mkw w ujęciu miesięcznym



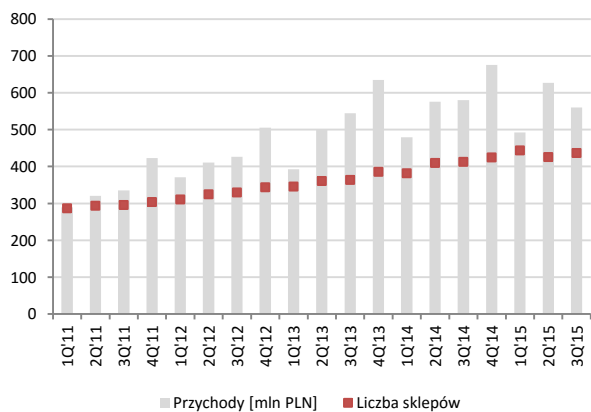
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody z mkw w kolejnych latach



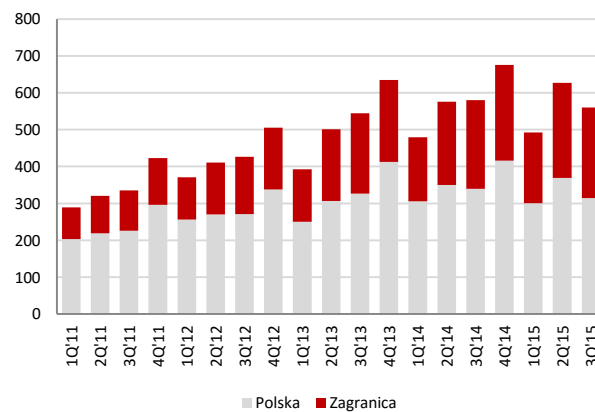
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Reserved



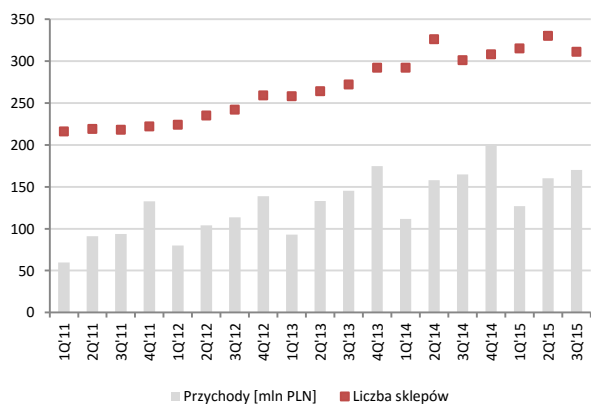
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Reserved w ujęciu geograficznym



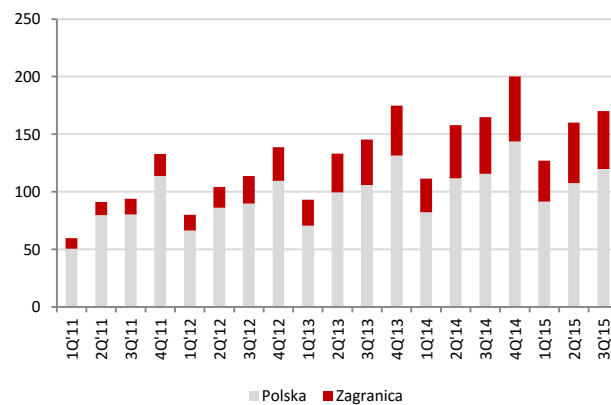
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój House



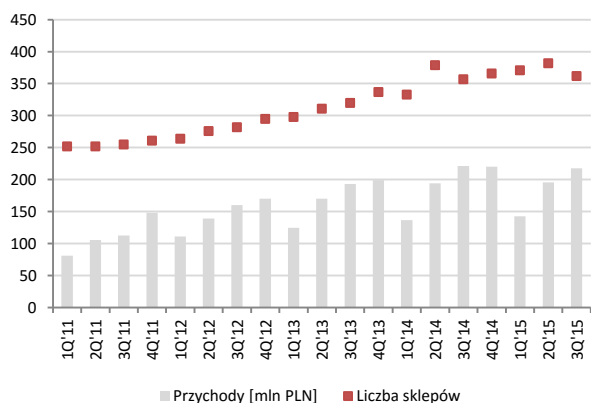
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody House w ujęciu geograficznym



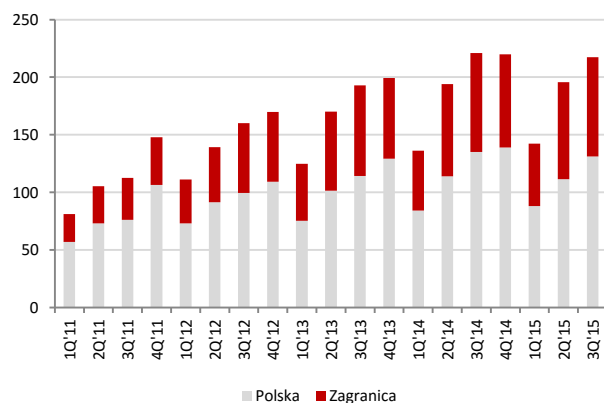
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Cropp



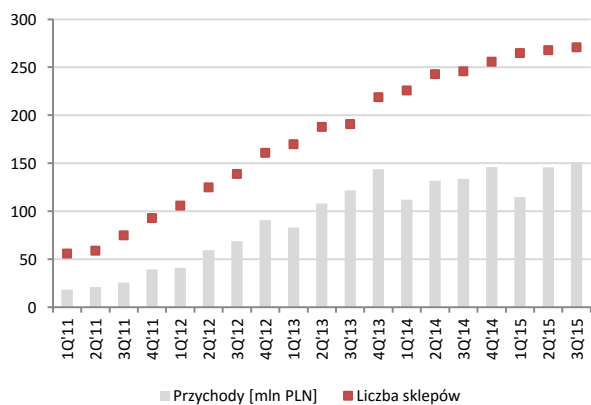
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Cropp w ujęciu geograficznym



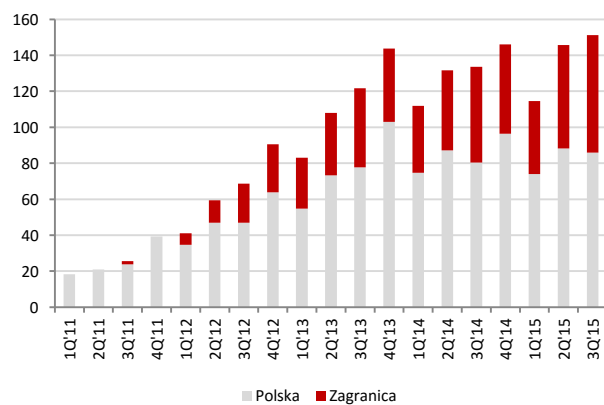
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Mohito



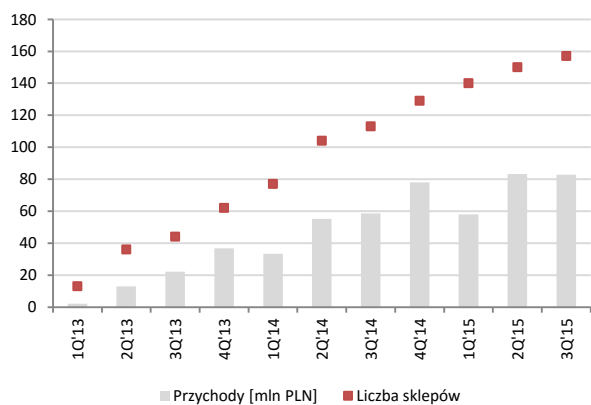
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Mohito w ujęciu geograficznym



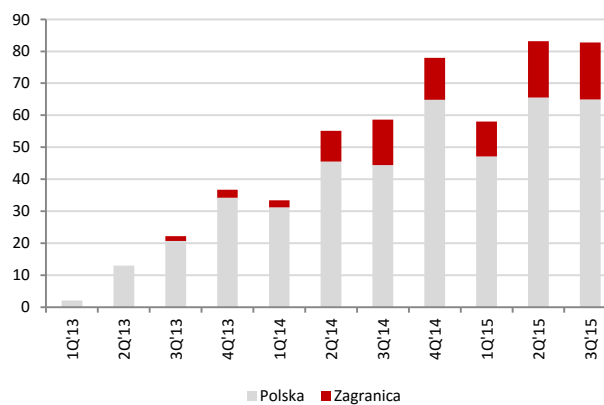
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Sinsay



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Sinsay w ujęciu geograficznym



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki krajowych spółek odzieżowych w 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 3Q'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%	-	

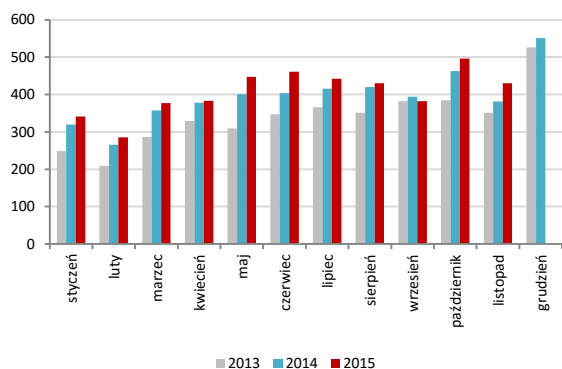
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

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

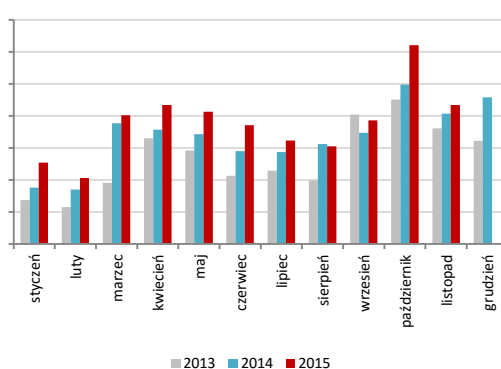
	Wojas			Redan			LPP			CCC		
	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r
Przychody	49,7	48,0	-3,3%	126,2	131,0	3,8%	1 234,2	1 261,5	2,2%	474,0	512,4	8,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	21,8	21,8	0,0%	52,0	53,2	2,3%	699,6	663,2	-5,2%	260,4	270,7	3,9%
EBITDA	3,1	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

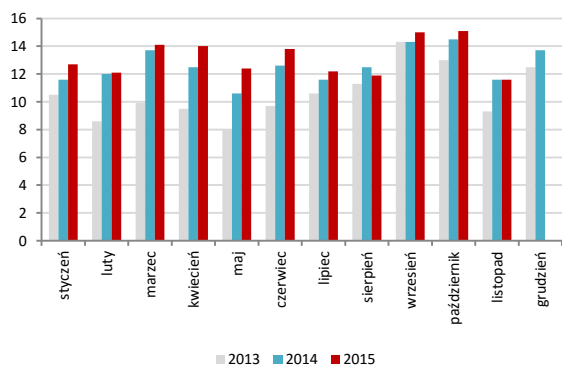
Przychody w ujęciu miesięcznym [mln PLN]
LPP



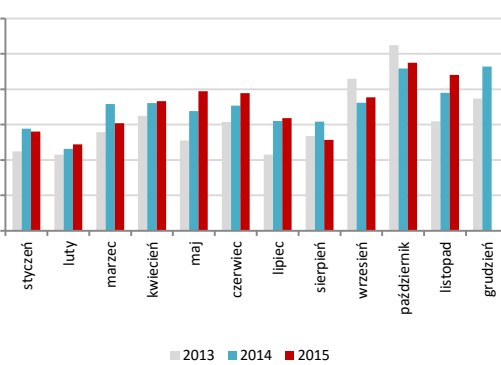
CCC



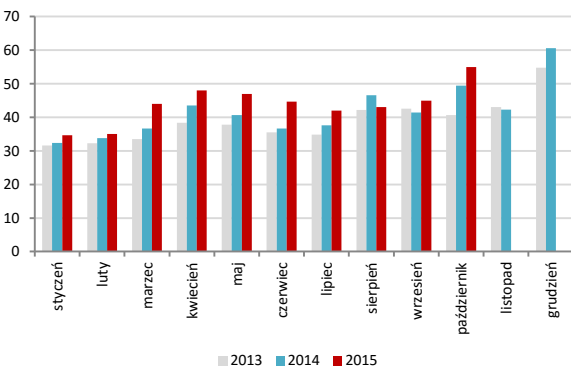
Gino Rossi



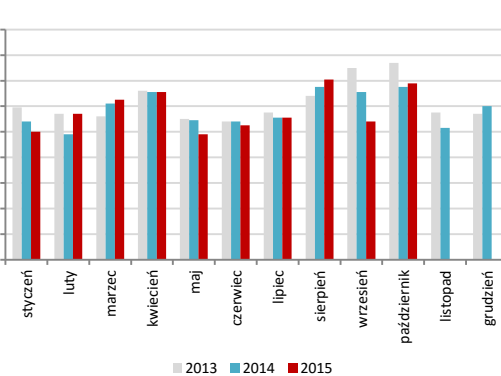
Wojas



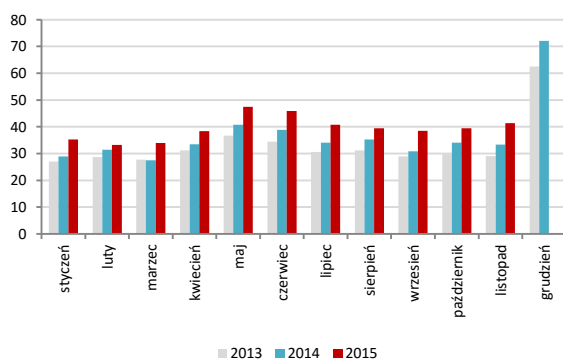
Redan



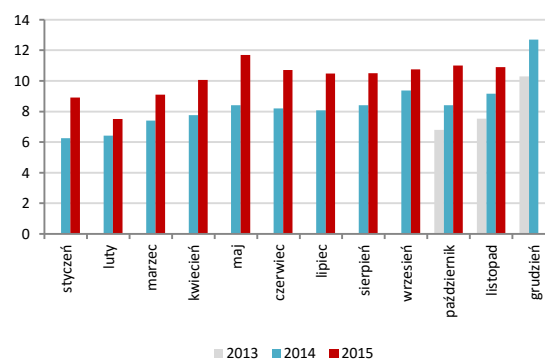
Solar



Vistula



Bytom*



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

PROGNOZA NA 4Q'15 I KOLEJNE OKRESY

Okres 1-3Q'15 stanowił poważne rozczarowanie pod względem przychodów oraz realizowanych marż. Po części spodziewamy się, że również 4Q'15 będzie stanowił podtrzymanie tych tendencji. Po listopadzie obroty grupy wynosiły ok. 926 mln PLN, co implikuje wzrost o ok. 10%. W naszej ocenie grudzień nie przyniesie poważnego wzrostu dynamiki obrotów, co w ujęciu kwartalnym spowodowałoby wygenerowanie 1,6 mld PLN (+10% r/r vs 16,4% przyrost powierzchni sieci). Jednocześnie w modelu przyjmujemy spadek marży brutto do 56,1% (-2,9 p.p. r/r). Estymujemy, że dzięki prowadzonym działaniom optymalizującym koszty okołosklepowe, EBIT wzrośnie do 276,0 mln PLN, natomiast na poziomie netto oczekujemy ok. 186,0 mln PLN. Tym samym w ujęciu całorocznym grupa osiągnęłaby ok. 5,1 mld PLN obrotów i 2,8 mld PLN wyniku brutto ze sprzedaży (ubytek marży o ok. 4,7 p.p. r/r). Liczymy, że skonsolidowana EBITDA spadnie do 761,8 mln PLN, natomiast zysk netto skurczyłby się do 365,0 mln PLN.

W kolejnych kwartałach spodziewamy się, że dywizja polska będzie cały czas pod negatywną presją ze strony grupy Inditex (która w 2H'15 obniżyła ceny, powodując jednocześnie większe wyprzedaże w LPP) oraz mniejszych detalistów i dyskontów (produkty odzieżowe wprowadziły do oferty m.in. Lidl i Tesco). Nie dostrzegamy również możliwości do podniesienia pierwszej marży – poza wspomnianymi wcześniej czynnikami, grupie nie sprzyjają obecne pułapy USD/PLN. Ograniczone jest także pole do obniżania kosztów okołosklepowych. Dlatego też oczekujemy, że w ujęciu całorocznym w '16 obroty wzrosną o ok. 14% r/r (równomiernie z rozbudową sieci) do 5,9 mld PLN, przy jednoczesnym utrzymaniu rentowności brutto (założenie konserwatywne). Wynik operacyjny powinien poprawić się o ok. 40 mln PLN, co w naszej ocenie przy zakładanym rozwoju powierzchni handlowej jest wynikiem niezadowalającym. Uważamy, że szansa na odbudowę marż może pojawić się dopiero w kolejnych latach.

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

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'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
Przychody [mln PLN]	945,0	1185,1	1234,2	1404,7	1002,6	1291,3	1261,5	1573,1	1130,6	1465,2	1471,6	1800,1	4116,3	4769,1	5128,4	5867,5	6516,8
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	537,6	726,2	699,6	828,5	543,4	673,4	663,2	881,7	597,0	762,3	781,6	1026,4	2409,2	2791,9	2761,8	3167,3	3584,6
EBITDA [mln PLN]	91,4	226,5	185,0	300,0	74,1	192,5	162,6	332,6	66,7	211,3	192,4	375,4	763,8	802,8	761,8	845,8	968,1
EBIT [mln PLN]	48,4	178,1	134,4	248,3	23,7	136,8	106,8	276,0	4,7	146,9	126,5	307,7	615,6	609,2	543,3	585,8	697,8
Saldo finansowe [mln PLN]	-60,8	25,5	-39,3	-74,7	-53,4	21,5	-14,4	-46,4	-41,1	-8,2	-3,7	-7,9	-91,8	-149,3	-92,7	-60,8	-32,9
Wynik netto [mln PLN]	-14,3	168,5	82,0	245,8	-37,3	136,6	79,7	186,0	-29,4	816,3	99,5	242,9	432,9	482,1	365,0	1129,2	538,5
marża brutto ze sprzedaży	56,9%	61,3%	56,7%	59,0%	54,2%	52,1%	52,6%	56,1%	52,8%	52,0%	53,1%	57,0%	58,5%	58,5%	53,9%	54,0%	55,0%
marża EBITDA	9,7%	19,1%	15,0%	21,4%	7,4%	14,9%	12,9%	21,1%	5,9%	14,4%	13,1%	20,9%	18,6%	16,8%	14,9%	14,4%	14,9%
marża EBIT	5,1%	15,0%	10,9%	17,7%	2,4%	10,6%	8,5%	17,5%	0,4%	10,0%	8,6%	17,1%	15,0%	12,8%	10,6%	10,0%	10,7%
marża netto	-1,5%	14,2%	6,6%	17,5%	-3,7%	10,6%	6,3%	11,8%	-2,6%	55,7%	6,8%	13,5%	10,5%	10,1%	7,1%	19,2%	8,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *w 1Q'16 uwzględniamy wykazania korzyści podatkowych

Prognoza ogólna na lata 2015-2024

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	4 116,3	4 769,1	5 128,4	5 867,5	6 516,8	7 164,9	7 798,5	8 420,5	9 021,8	9 613,9	10 198,4	10 776,8
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	2 409,2	2 791,9	2 761,8	3 167,3	3 584,6	4 012,7	4 427,4	4 817,1	5 161,1	5 499,8	5 834,2	6 165,1
EBITDA [mln PLN]	763,8	802,8	761,8	845,8	968,1	1 111,2	1 241,8	1 351,9	1 424,6	1 495,1	1 564,8	1 635,1
EBIT [mln PLN]	615,6	609,2	543,3	585,8	697,8	823,8	942,8	1 042,9	1 109,0	1 175,4	1 242,8	1 311,9
Saldo finansowe [mln PLN]	-91,8	-149,3	-92,7	-60,8	-32,9	-9,1	-3,1	0,7	1,5	3,7	5,0	5,2
Wynik netto [mln PLN]	432,9	482,1	365,0	1 129,2	538,5	659,9	761,2	845,3	899,5	955,0	1 010,7	1 066,8
marża brutto ze sprzedaży	58,5%	58,5%	53,9%	54,0%	55,0%	56,0%	56,8%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%
marża EBITDA	18,6%	16,8%	14,9%	14,4%	14,9%	15,5%	15,9%	16,1%	15,8%	15,6%	15,3%	15,2%
marża EBIT	15,0%	12,8%	10,6%	10,0%	10,7%	11,5%	12,1%	12,4%	12,3%	12,2%	12,2%	12,2%
marża netto	10,5%	10,1%	7,1%	19,2%	8,3%	9,2%	9,8%	10,0%	10,0%	9,9%	9,9%	9,9%
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.	4,1973	4,1945	4,1858	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

Przychody i rozwój wg poszczególnych marek

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	3 223,8	4 116,3	4 769,1	5 128,4	5 867,5	6 516,8	7 164,9	7 798,5	8 420,5	9 021,8	9 613,9	10 198,4	10 776,8
Reserved	1 714,2	2 073,9	2 311,1	2 441,0	2 870,1	3 269,6	3 663,8	4 051,1	4 432,2	4 802,8	5 167,6	5 527,0	5 881,3
Cropp	580,4	687,0	771,3	787,2	842,1	866,9	907,6	947,8	987,7	1 025,3	1 062,4	1 099,2	1 135,6
House	436,5	546,3	634,2	677,6	743,8	795,0	845,3	894,6	943,1	989,0	1 034,0	1 078,4	1 122,0
Mohito	259,4	456,4	523,1	575,0	634,8	688,3	741,1	793,3	844,9	894,0	942,6	990,7	1 038,3
Sinsay	0,0	74,0	225,1	329,1	422,4	502,9	583,0	661,4	738,4	813,9	888,0	960,9	1 032,6
Nowy brand	0,0	0,0	0,0	0,0	9,6	34,7	49,0	58,3	64,3	67,6	69,2	69,9	70,6
e-commerce	0,0	26,7	64,7	77,7	97,7	107,5	118,2	130,0	143,0	157,3	173,1	190,4	209,4
Liczba sklepów	1 059	1 296	1 484	1 620	1 810	1 978	2 143	2 300	2 450	2 589	2 723	2 850	2 972
Reserved	344	386	425	460	535	604	672	737	799	857	913	966	1 017
Cropp	295	337	366	378	399	414	428	442	455	467	478	488	498
House	259	292	308	326	352	372	391	409	426	442	456	471	484
Mohito	161	219	256	284	308	331	353	374	394	412	430	447	463
Sinsay	0	62	129	172	216	258	299	338	376	411	446	478	509
Nowy brand	0	0	0	0	15	25	31	35	37	38	38	38	38
Outlety	18	24	32	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36
Powierzchnia [tys. mkw]	433,0	591,0	722,0	840,5	958,3	1 062,8	1 163,7	1 259,5	1 350,5	1 435,1	1 515,6	1 592,5	1 666,1
Reserved	252,0	323,0	390,0	458,5	532,3	600,6	667,4	731,2	792,3	849,6	904,3	956,7	1 006,7
Cropp	72,0	91,0	105,0	113,9	120,4	124,8	129,1	133,3	137,2	140,7	144,0	147,1	150,1
House	63,0	80,0	89,0	99,8	108,1	114,0	119,8	125,4	130,7	135,4	139,9	144,2	148,3
Mohito	39,0	67,0	83,0	94,6	102,9	110,6	118,2	125,5	132,5	138,8	144,9	150,7	156,3
Sinsay	0,0	21,0	44,0	60,2	75,7	90,3	104,6	118,2	131,2	143,7	155,6	166,9	177,8
Nowy brand	0,0	0,0	0,0	0,0	5,3	8,8	10,9	12,3	13,0	13,3	13,3	13,3	13,3
Outlety	7,0	9,0	11,0	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
Zmiana liczby sklepów ogółem		237	188	136	190	168	164	157	150	140	133	127	122
Zmiana powierzchni [tys. mlw]		158,0	131,0	118,5	117,8	104,5	100,9	95,8	91,0	84,6	80,5	77,0	73,5
Powierzchnia wg regionu	433,0	591,0	722,0	840,5	958,3	1 062,8	1 163,7	1 259,5	1 350,5	1 435,1	1 515,6	1 592,5	1 666,1
Polska	280,0	367,0	414,0	463,6	502,9	539,4	573,5	605,0	634,0	661,0	686,0	709,5	731,6
UE	59,0	82,0	128,0	187,6	250,9	312,9	373,7	432,1	488,1	541,9	593,6	643,2	690,7
Rosja i Ukraina	94,0	142,0	180,0	189,4	204,5	210,4	216,4	222,3	228,3	232,1	236,0	239,9	243,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty SG&A w przeliczeniu na mkw

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Koszty na mkw powierzchni własnej na m-c	233,5	237,5	216,0	186,2	190,4	193,1	195,0	197,0	198,9	200,9	202,9	205,0	207,0
czynsz [PLN]	115,5	116,0	105,5	92,2	90,5	92,1	93,1	94,0	94,9	95,9	96,8	97,8	98,8
koszty osobowe [PLN]	56,3	59,0	55,5	48,0	53,4	54,0	54,5	55,0	55,6	56,1	56,7	57,3	57,8
pozostałe koszty [PLN]	61,8	62,5	55,0	46,1	46,5	47,0	47,4	47,9	48,4	48,9	49,4	49,9	50,4
Udział													
czynsz	49,5%	48,8%	48,8%	49,5%	47,5%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%
koszty osobowe	24,1%	24,8%	25,7%	25,8%	28,1%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%
pozostałe koszty	26,4%	26,3%	25,5%	24,7%	24,4%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%
Koszty poza sklepami własnymi na m2	340,6	126,7	382,8	366,3	414,9	419,0	423,2	427,5	431,7	436,1	440,4	444,8	449,3
Suma wszystkich kosztów na mkw [PLN]	574,1	364,2	598,8	552,5	605,3	612,1	618,2	624,4	630,7	637,0	643,3	649,8	656,3
SG&A na mkw [PLN]	3 142,6	2 976,7	2 974,8	2 601,1	2 699,9	2 735,9	2 763,3	2 790,9	2 818,8	2 847,0	2 875,5	2 904,2	2 933,3
Koszty sprzedaży	2 837,1	2 715,4	2 693,6	2 360,7	2 450,5	2 483,1	2 508,0	2 533,1	2 558,4	2 584,0	2 609,8	2 635,9	2 662,3
Koszty zarządu	305,5	261,3	281,2	240,4	249,5	252,8	255,3	257,9	260,4	263,0	265,7	268,3	271,0
Udział w SG&A													
Koszty sprzedaży	90,3%	91,2%	90,5%	90,8%	90,8%	90,8%	90,8%	90,8%	90,8%	90,8%	90,8%	90,8%	90,8%
Koszty zarządu	9,7%	8,8%	9,5%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Powierzchnia sklepów własnych [tys. mkw]	433,0	591,0	722,0	840,5	953,0	1 054,0	1 152,8	1 247,2	1 337,5	1 421,8	1 502,3	1 579,2	1 652,8
Liczba sklepów	1 077	1 320	1 516	1 656	1 861	2 039	2 210	2 371	2 523	2 663	2 797	2 924	3 046

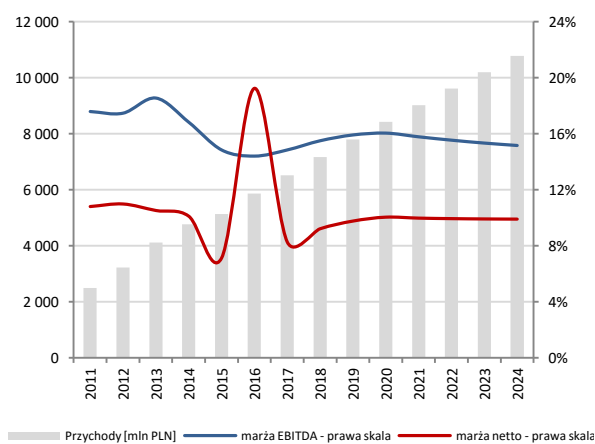
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża brutto ze sprzedaży



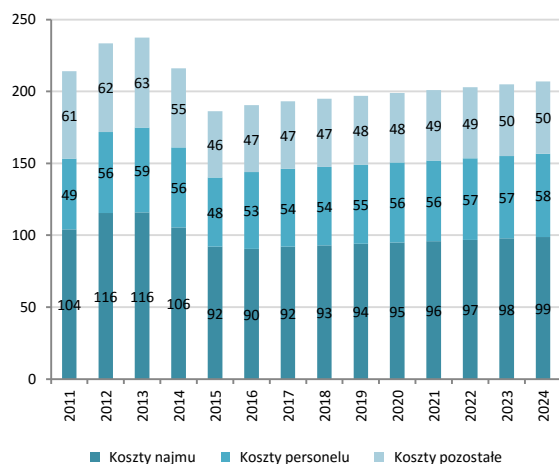
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu rocznym



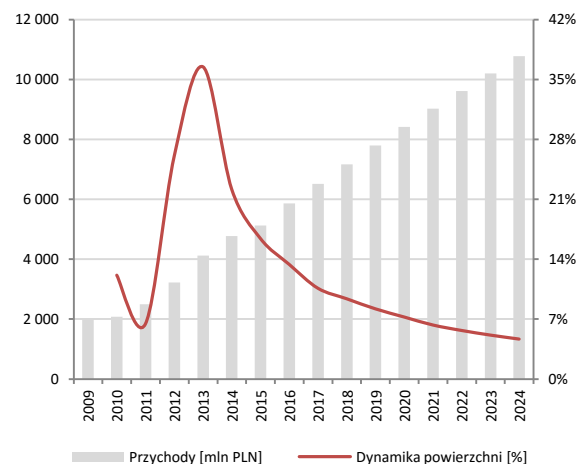
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *w '16 uwzględniamy one-off podatkowy

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



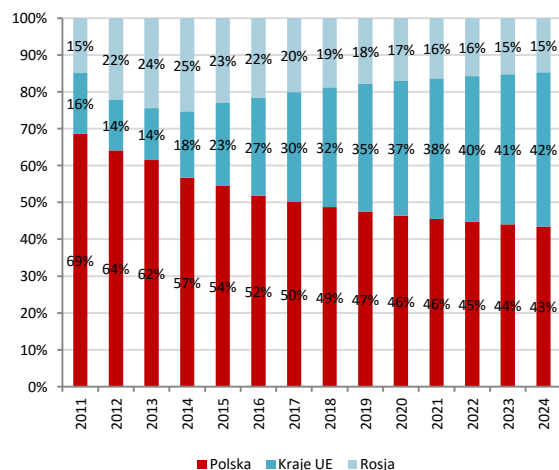
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój powierzchni handlowej vs przychody



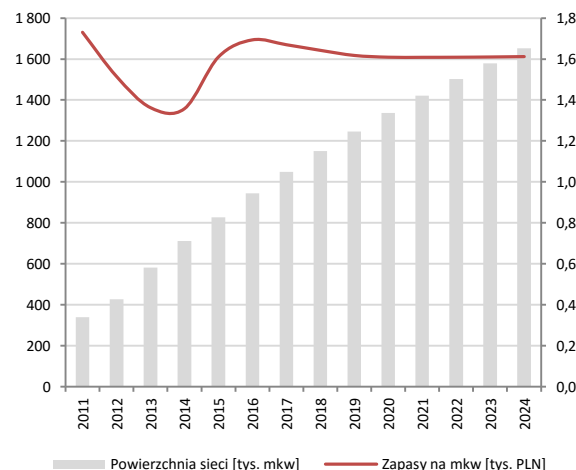
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział regionów w powierzchni handlowej



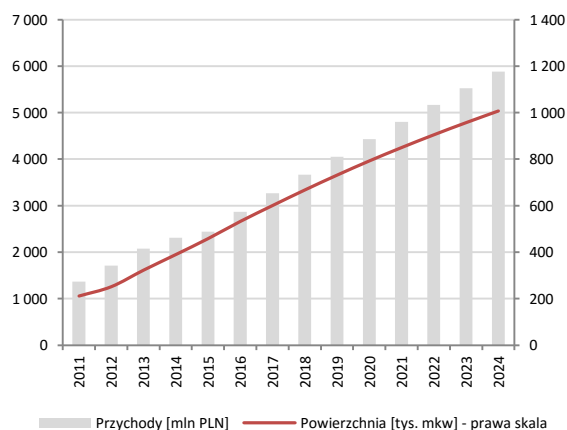
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na mkw



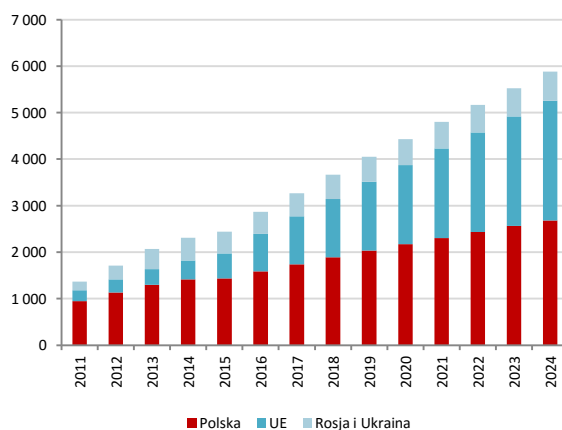
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Reserved



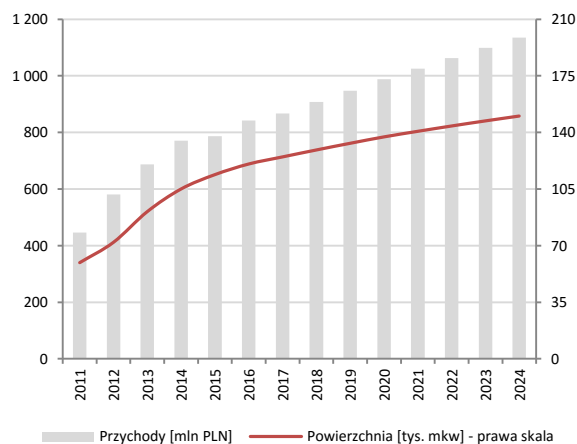
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Reserved – przychody wg regionu [mln PLN]



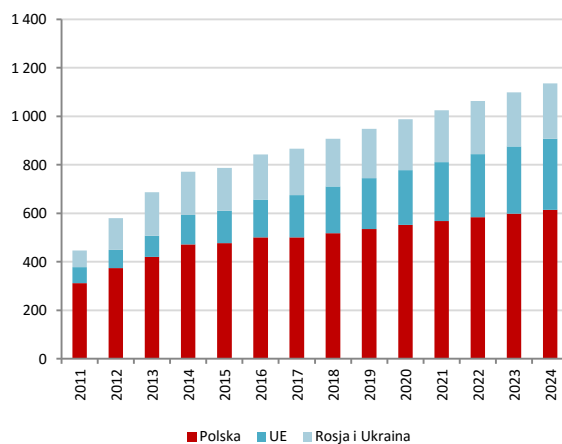
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Cropp



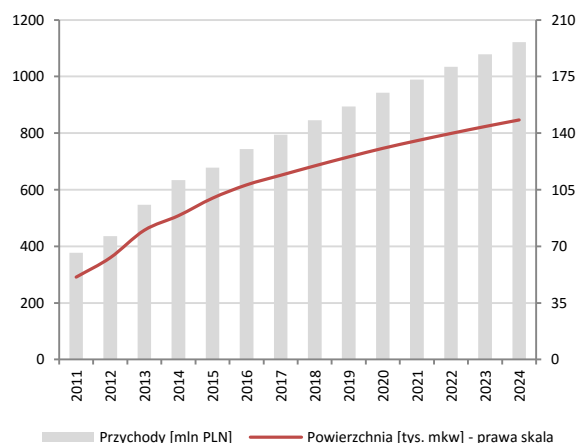
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Cropp – przychody wg regionu [mln PLN]



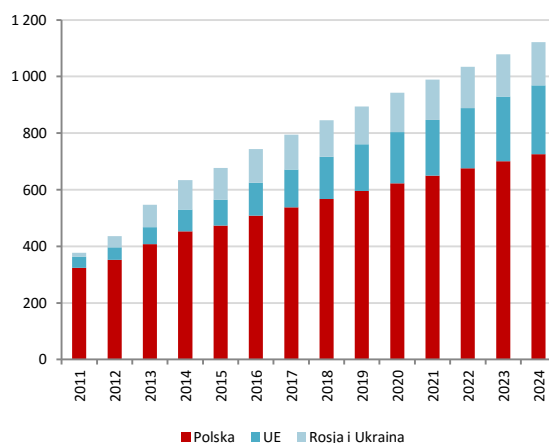
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój House



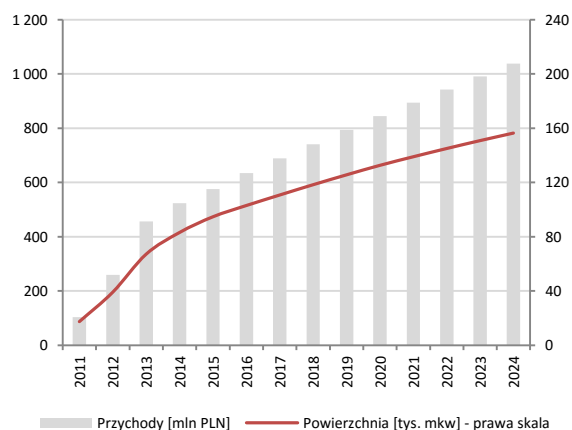
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

House – przychody wg regionu [mln PLN]



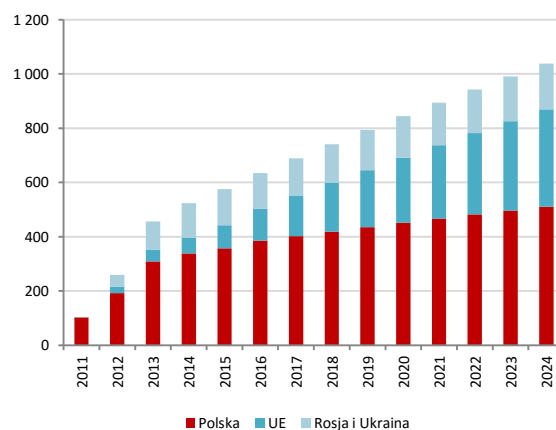
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Mohito



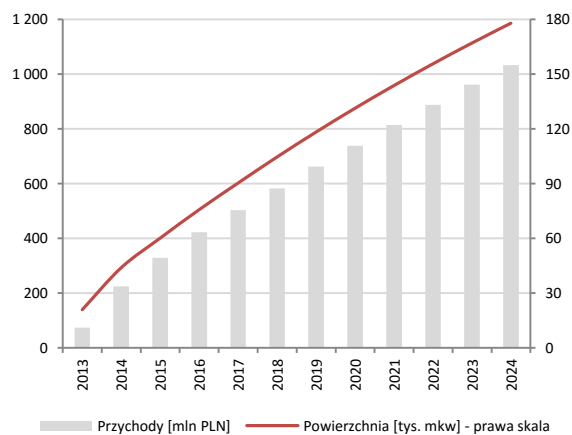
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Mohito – przychody wg regionu [mln PLN]



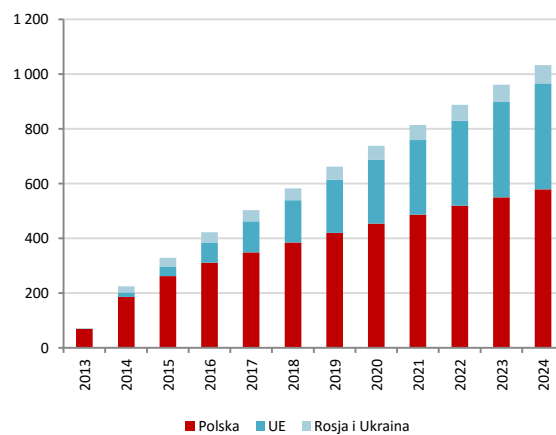
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Sinsay



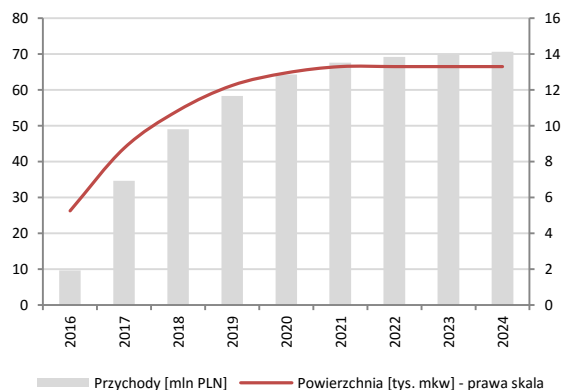
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sinsay – przychody wg regionu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza dla nowego brandu (uruchomienie w '16)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji z maja '15 zrewidowaliśmy harmonogram otwarć nowych sklepów. Według nowych założeń prognozowana powierzchnia handlowa w '15 wzrośnie do 841 tys. mkw., a w '16 do 953 tys. mkw. Zaktualizowaliśmy również kursy walutowe (spółka ma ekspozycję na USD i EUR poprzez zakup towarów oraz płacone czynsze). Obniżyliśmy nasze oczekiwania dotyczące pierwszej marży w kolejnych latach oraz uwzględniliśmy zmiany w kosztach około sklepowych. Dodatkowo, w '16 wykazujemy korzyści podatku w wys. 704 mln PLN (znaki towarowe, amortyzacja przez 20 lat).

Zmiana założeń względem raportu z 19 maja 2015 roku

	2015 stara	2015 nowa	zmiana	2016 stara	2016 nowa	zmiana	2017 stara	2017 nowa	zmiana
Przychody	5 250,6	5 128,4	-2,3%	5 976,2	5 867,5	-1,8%	6 672,7	6 516,8	-2,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	2 955,0	2 761,8	-6,5%	3 414,8	3 167,3	-7,2%	3 870,2	3 584,6	-7,4%
EBITDA	812,5	761,8	-6,2%	993,5	845,8	-14,9%	1 143,1	968,1	-15,3%
EBIT	600,8	543,3	-9,6%	766,8	585,8	-23,6%	898,2	697,8	-22,3%
Wynik brutto	562,4	450,6	-19,9%	736,1	525,0	-28,7%	872,8	664,9	-23,8%
Wynik netto	442,3	365,0	-17,5%	596,3	1 129,2	89,4%	707,0	538,5	-23,8%
marża brutto ze sprzedaży	56,3%	53,9%		57,1%	54,0%		58,0%	55,0%	
marża EBITDA	15,5%	14,9%		16,6%	14,4%		17,1%	14,9%	
marża EBIT	11,4%	10,6%		12,8%	10,0%		13,5%	10,7%	
marża netto	8,4%	7,1%		10,0%	19,2%		10,6%	8,3%	

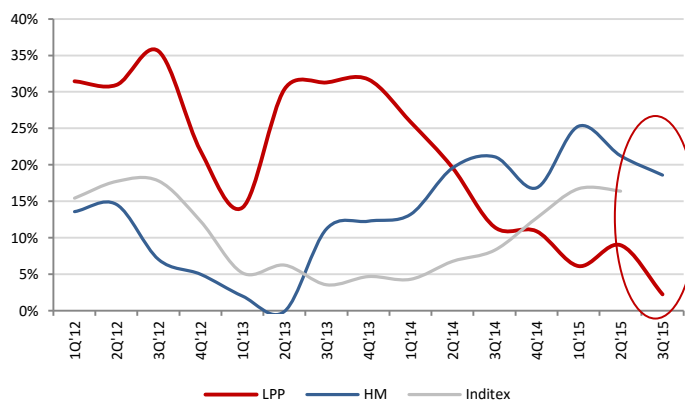
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

LPP na tle H&M i Inditex

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

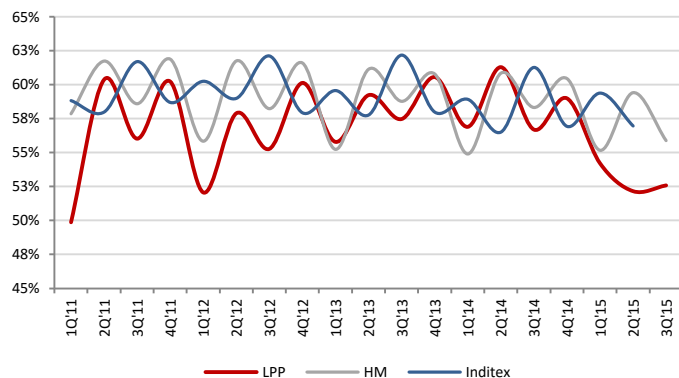
Porównanie LPP na tle Inditex i H&M

Dynamika przychodów r/r



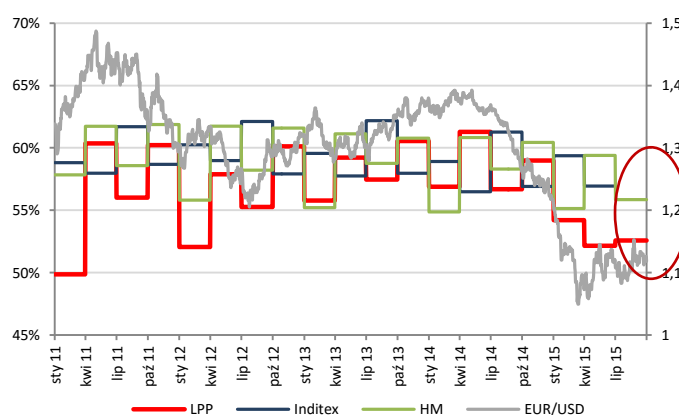
Od kilku kwartałów dynamika przychodów LPP jest coraz niższa, co w naszej opinii jest efektem ekspozycji na rynki wschodnie, agresywnej kampanii Inditexu oraz kanibalizacji sieci w Polsce.

Rentowność brutto ze sprzedaży



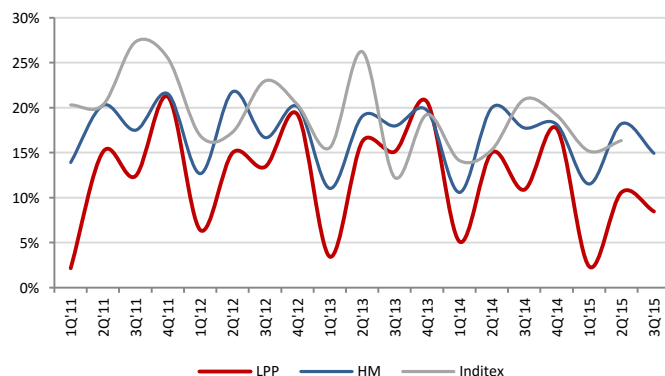
Hiszpańska grupa wykazuje średnią marżę na poziomie 59,1%, H&M ok. 58,9%, natomiast LPP 56,7%. Zwracamy uwagę, że wahania względem średniej LPP są zdecydowanie większe niż w przypadku dwóch, pozostałych spółek.

Marża brutto na tle EUR/USD



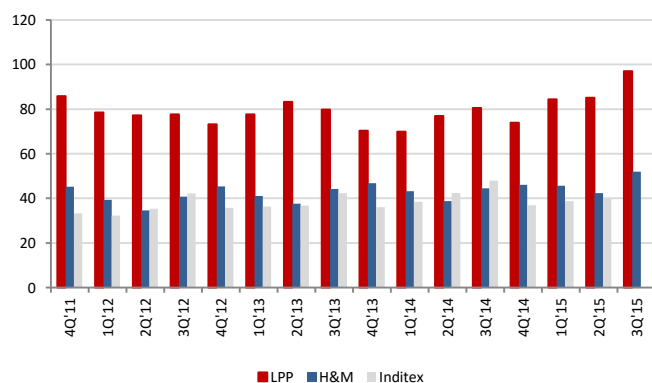
Umocnienie USD względem EUR przekłada się w dużo większym stopniu na rentowność brutto H&M i LPP niż Inditex.

Rentowność EBIT



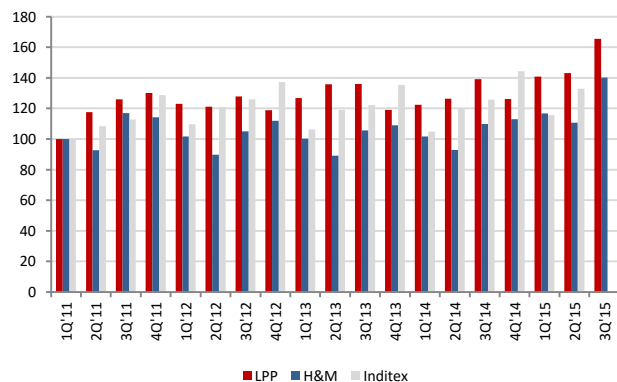
Dużo słabiej na tle pozostałych spółek prezentuje się marża EBIT. Szczególnie mocno jest to widać w pierwszym kwartale, kiedy LPP dokonuje mocnych wyprzedaży, tracąc jednocześnie na rentowności brutto.

Rotacja zapasów w dniach



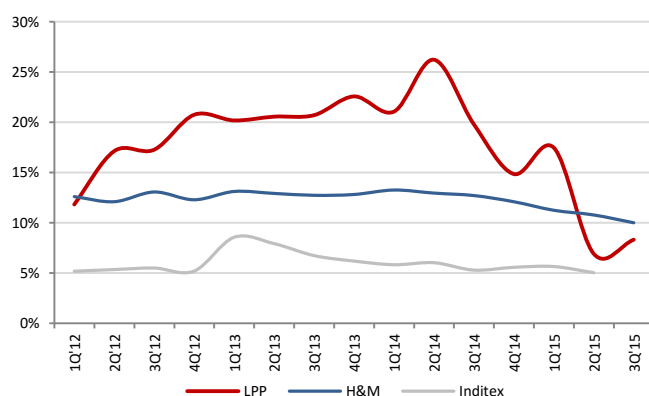
Patrząc na zapasy można zauważyć, że poziom rotacji liczony w dniach jest dużo wyższy w przypadku polskiej grupy....

Zapasy na sklep (ujęcie znormalizowane)



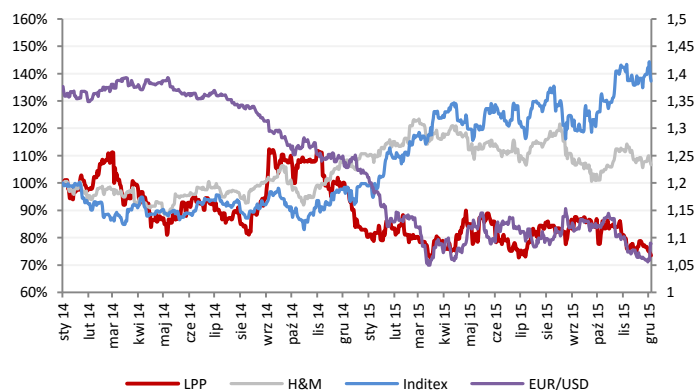
...jednak po przeliczeniu na sklep poziom zapasów jest do siebie zbliżony.

Dynamika otwarć sklepów



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

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

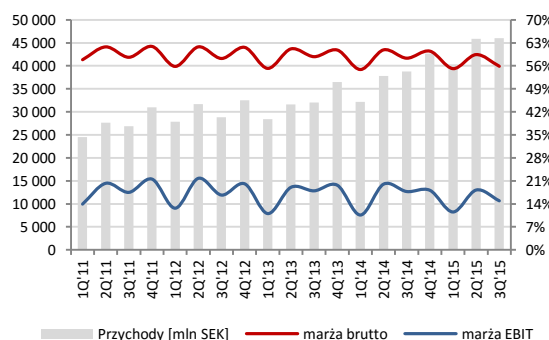


W ostatnich miesiącach zachowanie kursów LPP i relacje EUR/USD było do siebie bardzo zbliżone. Znacznie „odporniejsze” na ruchy walut były kursy H&M i Inditex.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

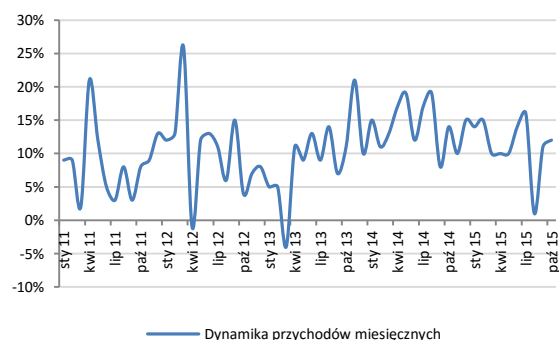
Ogólne spojrzenie na H&M i Inditex

Wyniki ogólne H&M



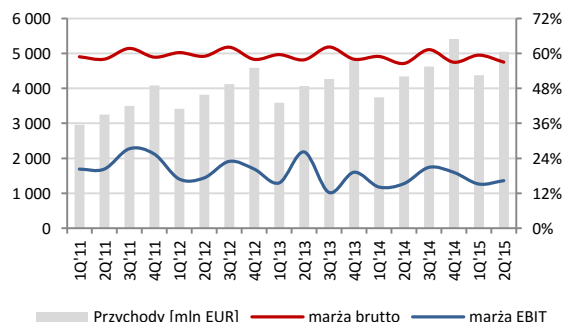
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika miesięcznych przychodów H&M



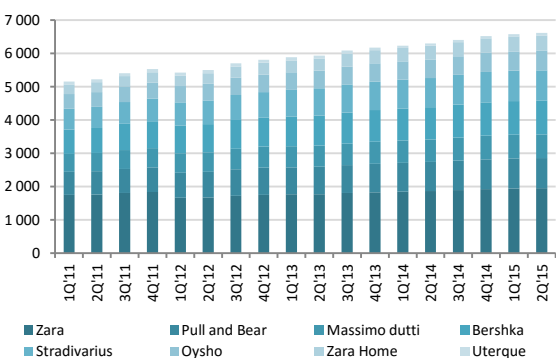
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki ogólne Inditex (cała grupa)



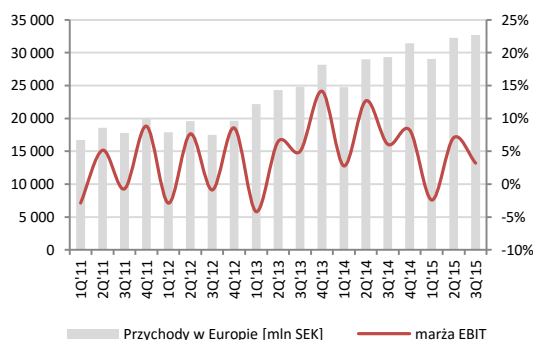
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba sklepów wg marki



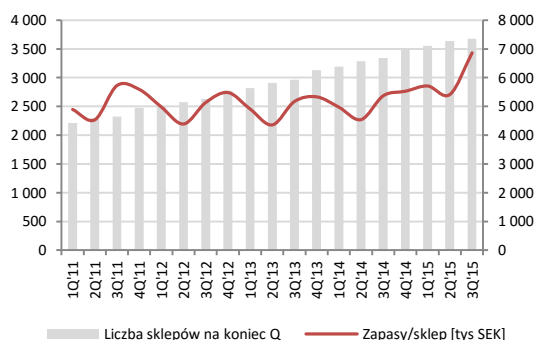
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki H&M w dywizji europejskiej



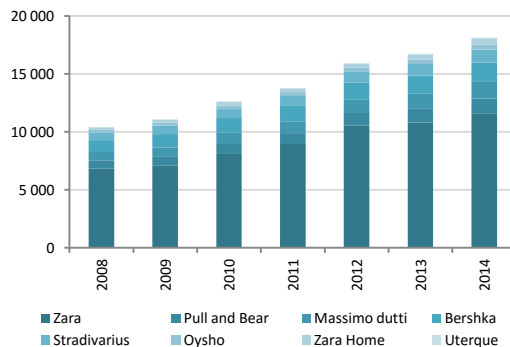
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na sklep [tys. SEK]



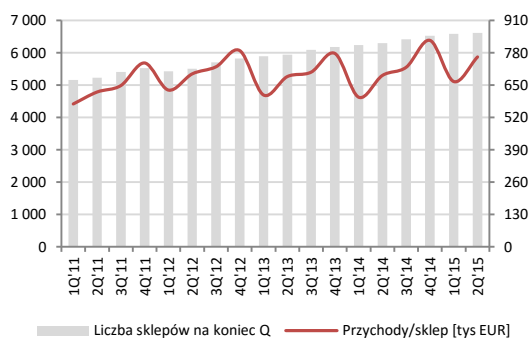
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody wg brandów [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody/sklep [tys. EUR]

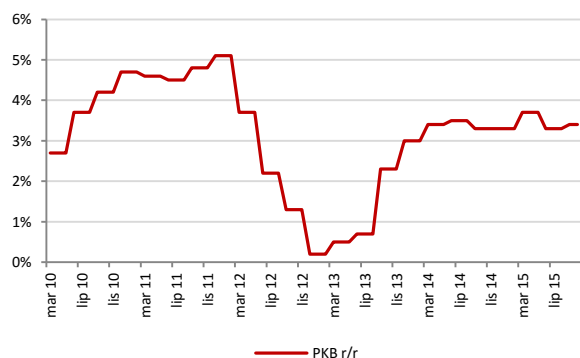


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

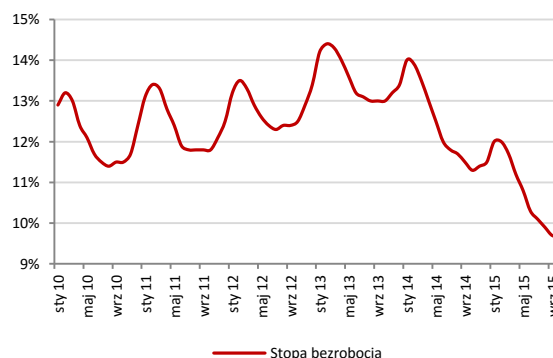
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost (we wrześniu wyniosła 0,8% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwanie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 12,7% r/r. Czynniki, które w następnych kwartałach powinny wspierać konsumpcję jest stabilny wzrost PKB (w październiku wzrost o 3,4%). Po kilku miesiącach spadku deflacji, we wrześniu odnotowano stopę na poziomie -0,7% (co oznacza obniżenie o 0,1 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 październik; bez zmian m/m).

PKB



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

Stopa bezrobocia



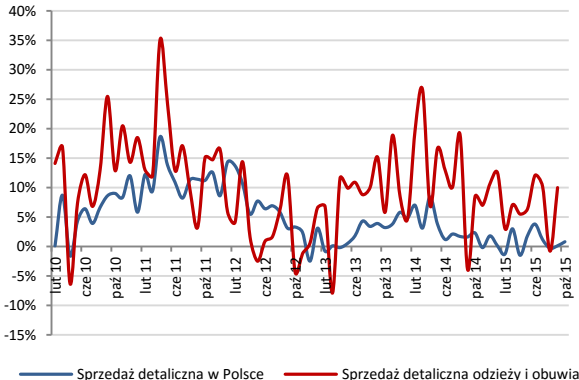
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



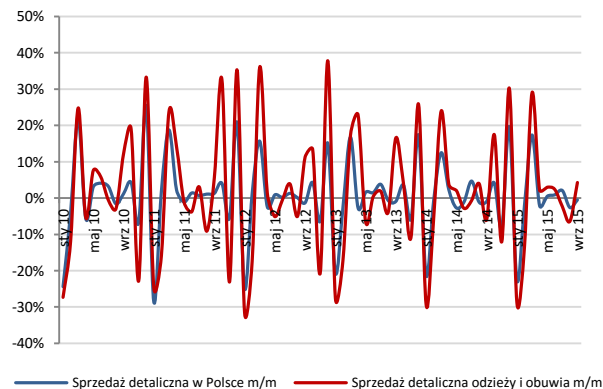
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



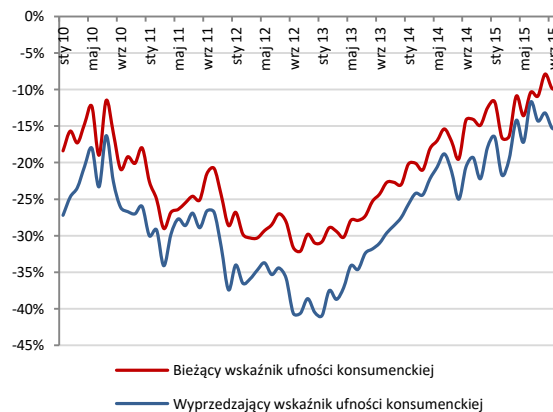
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



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

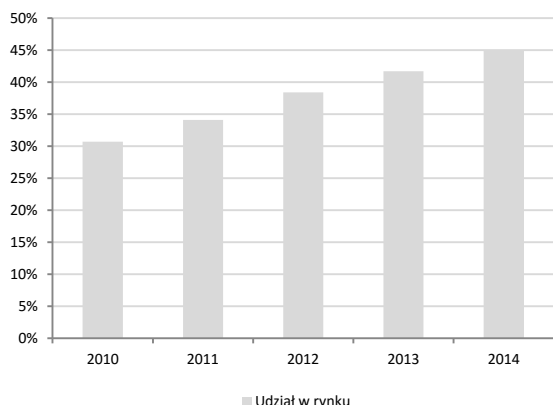
Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



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

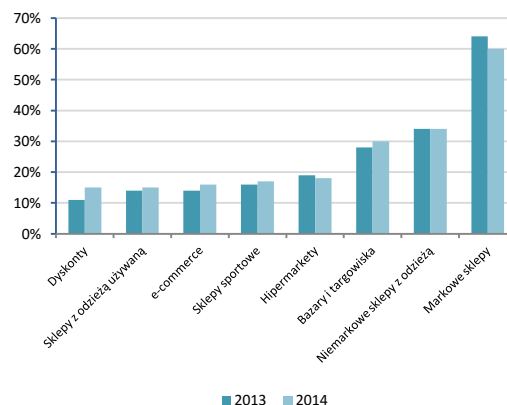
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w '14 był wart ok. 23,0 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 3,6% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. W ostatnich latach zauważalne jest zjawisko „racjonalizacji” wydatków przez klientów, którzy coraz częściej kupują w sklepach internetowych lub centrach outletowych. W branży zauważalna jest tendencja konsolidacji – jeszcze w 2010 roku dziesięciu największych detalistów odpowiadało za ok. 31% sprzedaży na rynku, natomiast w 2014 ich udział zwiększył się do 44,9%. Mniejsze sieci skupiały się natomiast na optymalizacji, co objawiało się selektywnymi otwarciami, zamykaniem nierentownych sklepów oraz remontowaniu starszych placówek. Bardzo dobrze radziły sobie natomiast sieci dyskontowe, które rozwijały się ilościowo i wartościowo (według danych PMR obroty w dyskontach zwiększyły się o 17% względem 12% wzrostu wielkości sieci).

Udział 10 największych detalistów w rynku odzieżowym



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

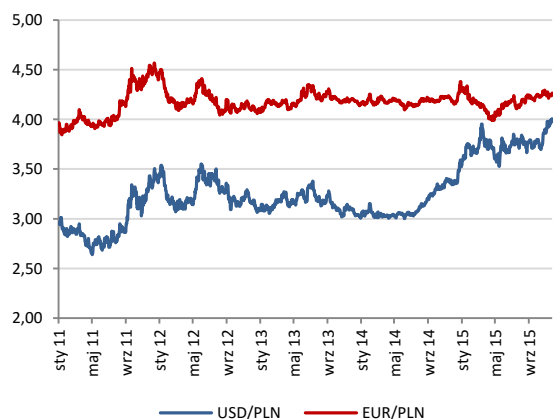
Miejsce zakupu odzieży w Polsce w '14



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

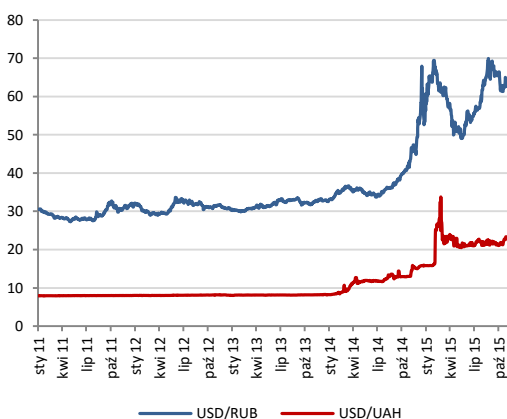
Dla LPP bardzo ważne jest otoczenie makroekonomiczne zagranicą. Jednym z najistotniejszych czynników poza sprzedażą detaliczną, są kursy walutowe, szczególnie USD/PLN. Ostatnie umocnienie dolara bardzo negatywnie odbija się na marży brutto realizowanej przez spółkę (kilkuprocentowe spadki r/r) oraz na saldzie finansowym, bowiem ok. 90% zapasów LPP nabywa w USD. Dla przychodów grupy istotne są również poziomy USD/RUB i USD/UAH – ponad 20% powierzchni handlowej znajduje się w Rosji i na Ukrainie. Duże osłabienie obu walut ma wymierne przełożenie na realizowane obroty – pomimo utrzymania popytu na odzież LPP, przychody z mkw w przeliczeniu na PLN ulegają znacznemu obniżeniu. Na wyniki grupy duży wpływ ma także zachowanie EUR/PLN – spółka płaci czynsze w EUR, które stanowią ok. 40% kosztów SG&A. Im niższy kurs EUR/PLN, tym większe potencjalne korzyści odnotuje LPP.

Zachowanie kursów EUR/PLN i USD/PLN



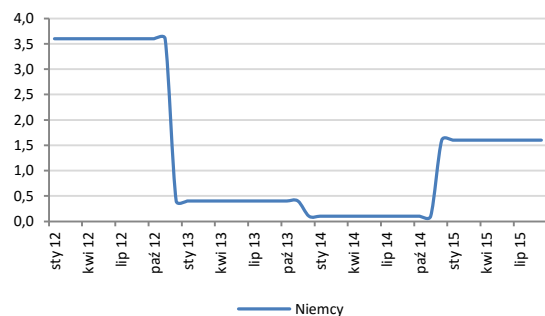
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów USD/RUB i USD/UAH



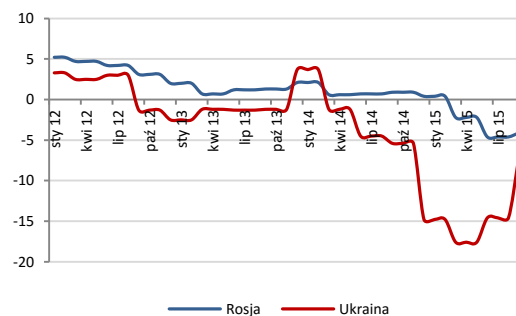
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Niemczech [%]



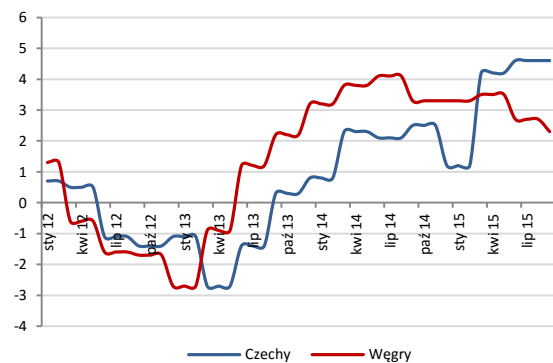
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rosji i na Ukrainie [%]



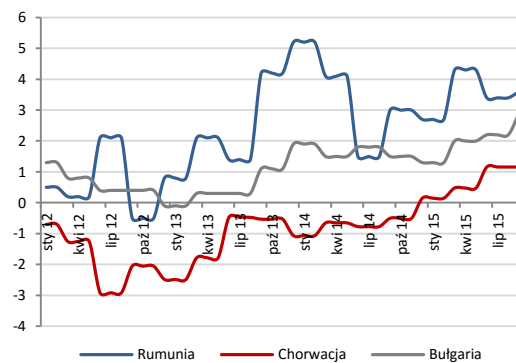
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Czechach i na Węgrzech [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rumunii, Chorwacji i Bułgarii [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	1 231,9	1 515,4	1 780,4	2 603,1	2 649,9	2 681,3	2 696,9	2 698,4	2 683,8	2 661,4	2 632,9	2 599,7
RzAT	896,8	1 037,4	1 261,6	1 402,2	1 394,8	1 365,1	1 313,2	1 241,2	1 147,5	1 040,6	922,4	794,4
Wartości niematerialne	20,1	28,7	39,8	44,2	133,7	230,0	332,7	441,4	555,6	675,3	800,2	930,2
Wartość firmy	183,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6
Pozostałe aktywa trwałe	131,4	239,7	269,5	947,1	911,9	876,7	841,5	806,3	771,1	735,9	700,7	665,5
Aktywa obrotowe	1 259,7	1 416,4	1 787,0	2 074,9	2 286,8	2 536,0	2 773,6	2 971,0	3 265,5	3 515,7	3 681,0	3 850,7
Zapasy	805,0	979,8	1 353,3	1 614,4	1 760,4	1 893,7	2 017,6	2 152,1	2 287,0	2 417,0	2 542,7	2 664,4
Należności z tyt. dostaw i usług	163,3	176,3	189,6	211,9	235,3	254,8	272,9	290,0	305,7	320,5	339,9	359,2
Środki pieniężne	149,4	183,3	144,2	148,8	191,2	287,8	383,3	429,0	573,0	678,4	698,6	727,3
Pozostałe aktywa obrotowe	142,0	77,0	99,8	99,8	99,8	99,8	99,8	99,8	99,8	99,8	99,8	99,8
Aktywa razem	2 491,6	2 931,9	3 567,4	4 678,0	4 936,7	5 217,3	5 470,5	5 669,4	5 949,4	6 177,1	6 314,0	6 450,4
Kapitał własny	1 496,5	1 638,7	1 925,6	2 963,6	3 332,1	3 722,7	4 087,9	4 400,4	4 623,7	4 769,2	4 824,8	4 881,0
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	192,3	211,1	360,6	360,6	360,6	360,6	360,6	67,0	40,2	40,2	40,2	40,2
Kredyty	184,3	204,5	320,3	320,3	320,3	320,3	320,3	26,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zob. długoterminowe	8,0	6,7	40,2	40,2	40,2	40,2	40,2	40,2	40,2	40,2	40,2	40,2
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	802,7	1 082,1	1 281,2	1 353,8	1 244,0	1 134,0	1 022,0	1 202,0	1 285,5	1 367,7	1 448,9	1 529,2
Zob. z tyt. dostaw i usług	547,6	623,6	712,3	814,9	905,1	995,1	1 083,1	1 169,5	1 253,0	1 335,3	1 416,4	1 496,8
Kredyty	173,6	378,3	536,4	506,4	306,4	106,4	-93,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zob. krótkoterminowe	81,5	80,2	32,5	32,5	32,5	32,5	32,5	32,5	32,5	32,5	32,5	32,5
Pasywa razem	2 491,6	2 931,9	3 567,4	4 678,0	4 936,7	5 217,3	5 470,5	5 669,4	5 949,4	6 177,1	6 314,0	6 450,4
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	4 116,3	4 769,1	5 128,4	5 867,5	6 516,8	7 164,9	7 798,5	8 420,5	9 021,8	9 613,9	10 198,4	10 776,8
Koszty wytworzenia	1 707,2	1 977,1	2 366,6	2 700,2	2 932,2	3 152,1	3 371,2	3 603,4	3 860,7	4 114,1	4 364,2	4 611,8
Wynik brutto ze sprzedaży	2 409,2	2 791,9	2 761,8	3 167,3	3 584,6	4 012,7	4 427,4	4 817,1	5 161,1	5 499,8	5 834,2	6 165,1
Koszty sprzedaży	1 604,8	1 944,8	1 984,2	2 335,4	2 617,3	2 891,2	3 159,3	3 421,8	3 673,8	3 920,7	4 162,7	4 400,2
Koszty zarządu	154,4	203,0	202,0	237,7	266,4	294,3	321,6	348,3	374,0	399,1	423,8	447,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-34,3	-34,9	-32,2	-8,4	-3,1	-3,4	-3,7	-4,0	-4,3	-4,6	-4,9	-5,1
EBITDA	763,8	802,8	761,8	845,8	968,1	1 111,2	1 241,8	1 351,9	1 424,6	1 495,1	1 564,8	1 635,1
EBIT	615,6	609,2	543,3	585,8	697,8	823,8	942,8	1 042,9	1 109,0	1 175,4	1 242,8	1 311,9
Saldo finansowe	-91,8	-149,3	-92,7	-60,8	-32,9	-9,1	-3,1	0,7	1,5	3,7	5,0	5,2
Wynik brutto	523,9	459,9	450,6	525,0	664,9	814,7	939,7	1 043,6	1 110,5	1 179,1	1 247,8	1 317,1
Wynik netto	432,9	482,1	365,0	1 129,2	538,5	659,9	761,2	845,3	899,5	955,0	1 010,7	1 066,8
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
CF operacyjny	508,8	496,8	235,8	530,9	764,8	919,8	1 041,2	1 124,3	1 183,3	1 247,4	1 303,9	1 364,7
CF inwestycyjny	-518,2	-480,1	-463,2	-405,1	-352,3	-354,0	-349,8	-345,7	-336,3	-332,4	-328,7	-325,2
CF finansowy	-0,6	17,2	188,1	-121,2	-370,1	-469,3	-595,9	-732,8	-703,0	-809,5	-955,0	-1 010,7
CF netto	-10,0	33,9	-39,3	4,6	42,4	96,5	95,5	45,7	144,0	105,4	20,2	28,7
Środki pieniężne na początek okresu	159,4	149,4	183,5	144,2	148,8	191,2	287,8	383,3	429,0	573,0	678,4	698,6
Środki pieniężne na koniec okresu	149,4	183,3	144,2	148,8	191,2	287,8	383,3	429,0	573,0	678,4	698,6	727,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	27,7%	15,9%	7,5%	14,4%	11,1%	9,9%	8,8%	8,0%	7,1%	6,6%	6,1%	5,7%
EBITDA zmiana r/r	35,6%	5,1%	-5,1%	11,0%	14,5%	14,8%	11,8%	8,9%	5,4%	4,9%	4,7%	4,5%
EBIT zmiana r/r	35,5%	-1,0%	-10,8%	7,8%	19,1%	18,1%	14,4%	10,6%	6,3%	6,0%	5,7%	5,6%
Wynik netto zmiana r/r	22,3%	11,4%	-24,3%	209,4%	-52,3%	22,5%	15,3%	11,1%	6,4%	6,2%	5,8%	5,6%
Marża brutto na sprzedaży	58,5%	58,5%	53,9%	54,0%	55,0%	56,0%	56,8%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%
Marża EBITDA	18,6%	16,8%	14,9%	14,4%	14,9%	15,5%	15,9%	16,1%	15,8%	15,6%	15,3%	15,2%
Marża EBIT	15,0%	12,8%	10,6%	10,0%	10,7%	11,5%	12,1%	12,4%	12,3%	12,2%	12,2%	12,2%
Marża brutto	12,7%	9,6%	8,8%	8,9%	10,2%	11,4%	12,0%	12,4%	12,3%	12,3%	12,2%	12,2%
Marża netto	10,5%	10,1%	7,1%	19,2%	8,3%	9,2%	9,8%	10,0%	10,0%	9,9%	9,9%	9,9%
ROE	28,9%	29,4%	19,0%	38,1%	16,2%	17,7%	18,6%	19,2%	19,5%	20,0%	20,9%	21,9%
ROA	17,4%	16,4%	10,2%	24,1%	10,9%	12,6%	13,9%	14,9%	15,1%	15,5%	16,0%	16,5%
Dług	358,0	582,8	856,8	826,8	626,8	426,8	226,8	26,8	0,0	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	19,3%	26,2%	30,8%	21,8%	15,8%	10,3%	5,3%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	23,9%	35,6%	44,5%	27,9%	18,8%	11,5%	5,5%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	15,3%	25,0%	17,5%	10,7%	5,0%	1,4%	0,7%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Dług/Kapitał własny	23,9%	35,6%	44,5%	27,9%	18,8%	11,5%	5,5%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	208,7	399,5	712,5	678,0	435,5	139,0	-156,5	-402,2	-573,0	-678,4	-698,6	-727,3
Dług netto/Kapitał własny	13,9%	24,4%	37,0%	22,9%	13,1%	3,7%	-3,8%	-9,1%	-12,4%	-14,2%	-14,5%	-14,9%
Dług netto/EBITDA	27,3%	49,8%	93,5%	80,2%	45,0%	12,5%	-12,6%	-29,8%	-40,2%	-45,4%	-44,6%	-44,5%
Dług netto/EBIT	33,9%	65,6%	131,1%	115,7%	62,4%	16,9%	-16,6%	-38,6%	-51,7%	-57,7%	-56,2%	-55,4%
EV	11 959,5	12 150,4	12 463,4	12 428,8	12 186,4	11 889,9	11 594,4	11 348,7	11 177,9	11 072,5	11 052,3	11 023,6
Dług/EV	3,0%	4,8%	6,9%	6,7%	5,1%	3,6%	2,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	13,2%	11,5%	10,0%	6,9%	5,4%	4,9%	4,5%	4,1%	3,7%	3,5%	3,2%	3,0%
CAPEX/Amortyzacja	365,7%	284,3%	233,8%	155,8%	130,3%	123,2%	117,0%	111,9%	106,5%	104,0%	102,1%	100,6%
Amortyzacja/Przychody	3,6%	4,1%	4,3%	4,4%	4,1%	4,0%	3,8%	3,7%	3,5%	3,3%	3,2%	3,0%
Zmiana KO/Przychody	-2,7%	-2,3%	-5,8%	-3,1%	-1,2%	-0,9%	-0,7%	-0,8%	-0,7%	-0,7%	-0,6%	-0,6%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-12,6%	-17,2%	-82,9%	-24,5%	-12,2%	-9,7%	-8,5%	-10,5%	-11,1%	-10,6%	-10,9%	-10,5%
Wskaźniki rynkowe	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S	2,9	2,5	2,3	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1
P/E	27,1	24,4	32,2	10,4	21,8	17,8	15,4	13,9	13,1	12,3	11,6	11,0
P/BV	7,9	7,2	6,1	4,0	3,5	3,2	2,9	2,7	2,5	2,5	2,4	2,4
P/CE	20,2	17,7	23,1	9,2	16,1	12,4	10,3	9,2	8,0	7,2	6,9	6,5
EV/EBITDA	15,7	15,1	16,4	14,7	12,6	10,7	9,3	8,4	7,8	7,4	7,1	6,7
EV/EBIT	19,4	19,9	22,9	21,2	17,5	14,4	12,3	10,9	10,1	9,4	8,9	8,4
EV/S	2,9	2,5	2,4	2,1	1,9	1,7	1,5	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0
BVPS	817,0	894,6	1 051,3	1 617,9	1 819,1	2 032,4	2 231,7	2 402,3	2 524,2	2 603,6	2 634,0	2 664,7
EPS	236,3	263,2	199,3	616,5	294,0	360,3	415,5	461,5	491,1	521,4	551,8	582,4
CEPS	317,9	363,2	278,0	697,7	398,4	517,4	624,8	695,7	803,9	891,8	933,2	979,5
Dywidenda [mln PLN]	155,3	171,9	58,0	91,2	170,1	269,3	395,9	532,8	676,2	809,5	955,0	1 010,7
DPS	84,8	93,8	31,7	49,8	92,9	147,0	216,2	290,9	369,2	442,0	521,4	551,8
Dywidenda	1,3%	1,5%	0,5%	0,8%	1,4%	2,3%	3,4%	4,5%	5,8%	6,9%	8,1%	8,6%
Payout ratio	43,9%	39,7%	12,0%	25,0%	40,0%	50,0%	60,0%	70,0%	80,0%	90,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 6 415,2 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Redukuj	5 658,7	Redukuj	6 618,1	09.12.2015	6 415,2	45 609
Redukuj	6 618,1	---	---	19.05.2015	7 580,2	57 209

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'15:

Kupuj	4	25%
Akumuluj	3	19%
Trzymaj	5	31%
Redukuj	3	19%
Sprzedaj	1	6%

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 instrumentie 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 09.12.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów do dnia 14.12.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 09.12.2015 roku:

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.