



Dom Maklerski BDM S.A.

LPP

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 6 412,7 PLN

18 MARCA 2016

Przecena akcji odzieżowego giganta, która trwała od grudnia 2013 roku, była efektem pogarszającego się otoczenia rynkowego, z którym przyszło się zmierzyć LPP. Uważamy, że po bardzo ciężkim '15, rok '16 może przynieść „światło w tunelu”. Przede wszystkim zwracamy uwagę na czynniki związane ze sprzedażą. Po kilku miesiącach ujemnych odczytów Ifl, grupa pod koniec minionego roku powróciła do dodatnich rezultatów. Po drugie w okresie styczeń-luty spółka zaraportowała bardzo wysokie dynamiki obrotów (>20% r/r; powyżej tempa wzrostu powierzchni handlowej), co wskazuje na dalszą odbudowę sprzedaży porównywalnej. W naszej ocenie powolnemu odwróceniu może ulec erozja pierwszej marży, która istotnie obarczyła wyniki w '15. W modelu zakładamy, że 1Q'16 może być jeszcze pod presją USD/PLN, jednak w kolejnych kwartałach baza będzie niska i oczekujemy lekkiej odbudowy rentowności brutto ze sprzedaży. Warto też podkreślić, że LPP zmieniło nieco model biznesowy – tempo otwarć jest wolniejsze niż wcześniej wskazywał zarząd, jednak w naszej ocenie jest dobry ruch, który z jednej strony może wydłużyć utrzymanie tempa przyrostu sieci w kolejnych latach na poziomie ok. 8-10%, a dodatkowo ograniczy kanibalizację wewnątrz grupy. Zwracamy uwagę, że spółka jest obecnie handlowana przy wskaźniku EV/EBITDA'16, który wcześniej był akceptowany przez rynek. Biorąc pod uwagę obecne pułapy cenowe i mając na względzie wymienione czynniki decydujemy się podwyższyć cenę docelową do 6 412,7 PLN, co oznacza blisko 10% potencjał do wzrostu, i zmienić zalecenie z Redukuj na Akumuluj.

W bieżącym roku prognozujemy ok. 6,0 mld PLN obrotów (+17,6% r/r), co oznacza, że przyrost przychodów będzie wyższy niż tempo rozwoju sieci. Detalista wykorzystuje także brak konkurencji na rynku rosyjskim, co wspiera region odpowiadający za ok. 20% sieci (przełożenie na wysokie, dwucyfrowe wzrosty sprzedaży z mkw. w walucie lokalnej). Pozytywnym wsparciem powinien być program 500+, który ma zacząć funkcjonować od 1 kwietnia i z pewnością wzmocni konsumpcję gospodarstw domowych, jednak jego wpływ może być widoczny dopiero w 2H'16.

Szacujemy, że marża handlowa ustabilizuje się na poziomie 52-53% (konkurencyjny rynek, presja walut), natomiast EBITDA'16 będzie bliska 828 mln PLN. LPP dalej prowadzi renegotiacje części umów najmu, co powinno załagodzić wzrost kosztów płać (spodziewamy się, że koszty pracownicze z mkw. wzrosną o ok. 9-10% r/r; dynamika kosztów okółosklepowych +2% r/r). W wycenie uwzględniamy także planowany podatek od obrotu. W pespektywie '16 zakładamy wzrost powierzchni handlowej o ok. 11% r/r. Zwracamy uwagę, że w 1Q'16 może dojść do dalszej erozji wyników, a ich odbudowy można oczekiwać dopiero w kolejnych kwartałach.

Wycena końcowa [PLN]	6 412,7
Potencjał do wzrostu / spadku	+9,9%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	5 835,0
Kapitalizacja [mln PLN]	10 688,1
Ilość akcji [mln szt.]	1,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7 879,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5 011,0
Stopa zwrotu za 3 mc	-5,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	-31,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-25,0%
Akcjonariat (% głosów):	
Marek Piechocki	9,6%
Jerzy Lubianiec	9,5%
Forum TFI	10,9%
Pozostali	69,9%

Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

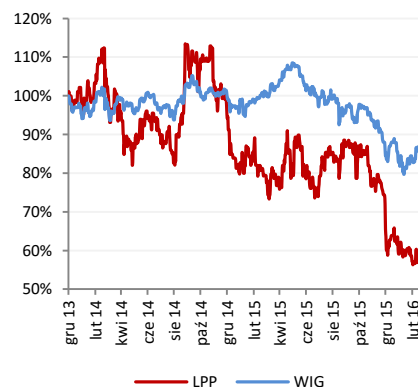
tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2013	2014*	2015	2016P*	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	4 116,3	4 769,1	5 130,3	6 034,8	6 961,3	7 616,3
EBITDA [mln PLN]	763,8	802,8	726,8	828,2	1 089,6	1 212,2
EBIT [mln PLN]	615,6	609,2	503,2	569,5	821,5	921,4
Wynik brutto [mln PLN]	523,9	459,9	414,9	567,4	823,4	921,6
Wynik netto adj. [mln PLN]	432,9	369,1	352,0	459,6	666,9	746,5
P/BV	7,1	6,5	5,7	3,6	3,1	2,8
P/E	29,0	30,4	23,3	16,0	14,3	12,0
EV/EBITDA	14,3	13,8	15,6	13,4	9,9	8,7
EV/EBIT	17,7	18,2	22,5	19,5	13,1	11,4
DPS	84,8	93,8	31,7	38,4	100,4	218,5

*wynik netto i wskaźnik P/E oczyszczone o wpływ planowanych korzyści podatkowych (ok. 113 mln PLN w '14 oraz ok. 704 mln PLN w '16)



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
WYNIKI ZA 4Q'2015.....	10
PROGNOZA NA '16 I KOLEJNE OKRESY.....	15
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU.....	20
LPP NA TLE H&M I INDITEX.....	20
OTOCZENIE RYNKOWE.....	24
PODATEK OD REALIZOWANEGO OBROTU.....	27
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....	28

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny LPP dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 60% wagi, natomiast analizie porównawczej 40%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 7 154,7 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 5 299,6 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 11 746,2 mln PLN, czyli **6 412,7 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

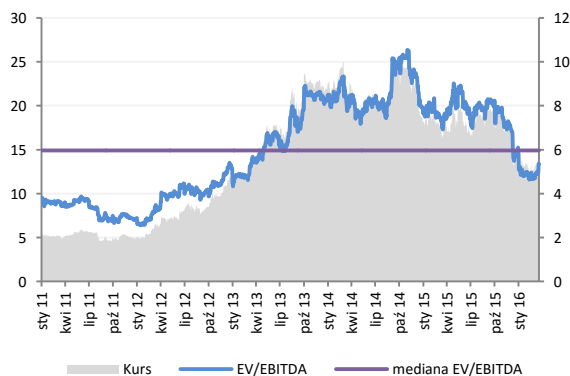
		mln PLN	PLN
A	Wycena DCF	13 105,4	7 154,7
B	Wycena porównawcza	9 707,5	5 299,6
C = (60%*A + 40%*B)	Wycena końcowa	11 746,2	6 412,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

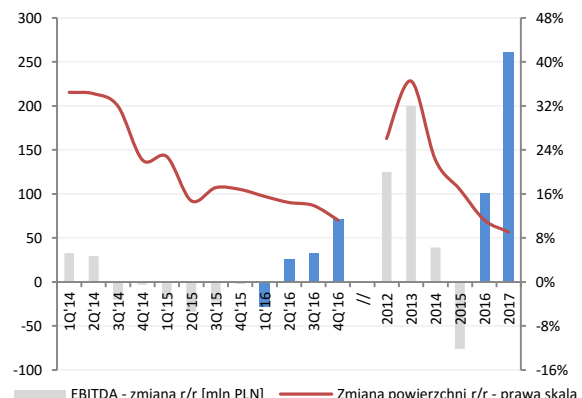
Spodziewamy się, że po bardzo słabym 2015 roku w wykonaniu w odzieżowego detalisty, rok 2016 przyniesie więcej pozytywnych aspektów. Podkreślamy jednak, że odbudowy wyników należy oczekiwać od 2Q'16, kiedy w mniejszym stopniu będzie widoczny wpływ USD/PLN. Szacujemy, że w perspektywie całorocznej LPP wypracuje blisko 6,0 mld PLN przychodów (w ujęciu sprzedażowym bardzo dobry powinien być już 1Q'16 na co wskazują publikowane do tej pory raporty miesięczne), przy jednoczesnym wyhamowaniu erozji marży brutto ze sprzedaży (w modelu przyjmujemy konserwatywnie dalszy ubytek ok. 0,6 p.p. r/r) i utrzymaniu kosztów okołosklepowych w ryzach powinno przełożyć się na wzrost EBITDA do 828,2 mln PLN (+14% r/r; uwzględniamy podatek o realizowanego obrotu wg ostatnich założeń projektu MF). Oczyszczony zysk netto może wzrosnąć do 459,6 mln PLN. Jednocześnie przyjmujemy, że powierzchnia handlowa na koniec '16 będzie bliska 940 tys. mkw., co implikuje ok. 11% wzrost r/r (zarząd spółki wskazywał na zwiększenie łącznego metrażu w '16 w przedziale 11-13% r/r).

Miniony rok ciężko uznać dla LPP za udany, co wyraźnie odbiło się na kursie odzieżowego giganta. Naszym zdaniem obecne pułapy cenowe wydają się atrakcyjne do budowania pozycji na walorach spółki. Grupa zaraportowała bardzo dobre wyniki sprzedażowe w okresie styczeń-luty, co daje nadzieję na istotne odbicie obrotów także w kolejnych miesiącach (przy jednoczesnej umiarkowanej dynamice przyrostu powierzchni sieci). Pod koniec '15, po blisko dwóch latach LPP powróciło również do pozytywnych Ifl (poza Polską i Niemcami). Pomimo zawirowań makroekonomicznych w Rosji detalista wykorzystuje swoją mocną pozycję na rynku oraz brak dużych konkurentów (największe podmioty ograniczają swoją ekspozycję na rynki wschodnie), co stwarza szanse na utrzymanie wysokich dwucyfrowych dynamik obrotów w walucie lokalnej. Liczymy też, że grupa zahamuje proces erozji pierwszej marży - o ile w 1Q'16 zakładamy ubytek, o tyle w kolejnych kwartałach będziemy mieli do czynienia z niską bazą i zauważamy szansę na lekką odbudowę. Wyniki grupy powinny być wspierane też przez dalsze renegocjacje umów najmu, co summa summarum może przełożyć się na wzrost EBITDA (uwzględniając ok. 10% przyrost kosztów plac/mkw. i podatek od obrotu). Zwracamy także uwagę, że LPP zmieniło podejście do modelu biznesowego – zwolnienie tempa otwarć i selekcja wybranych lokalizacji jest dokładniejsza, co powinno pozwolić na ograniczenie kanibalizacji sklepów oraz wzrost obrotów w dłuższym terminie. Warto zauważyć, że obecnie spółka jest notowana dla akceptowalnego wcześniej poziomu wskaźnika EV/EBITDA (patrz: wykres poniżej). Dlatego też decydujemy się na zmianę zalecenia na Akumuluj i podniesienie ceny docelowej do 6 412,7 PLN/akcję.

Wskaźnik wyprzedzający EV/EBITDA (+4Q)



Prognozowana ścieżka wzrostu 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 2016 marża brutto ze sprzedaży będzie mieścić się w przedziale 52-53%, 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 55-56%.
- Przyjmujemy również, że w latach 2015-17 LPP zwiększy powierzchnię handlową do 1023,6 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 2016 LPP wypłaci 20% zysku netto wypracowanego w '16, co implikuje wskaźnik wypłaty dywidendy poniżej średniej historycznej (ok. 40%).
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- W latach 2016-25 przyjmujemy efektywną stawkę 19% (nie uwzględniamy wpływu amortyzacji aktywów podatkowych, proces cały czas się opóźnia). 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 2025 roku na poziomie 2,5% (względem poprzedniej rekomendacji obniżyliśmy stopę z 3,0% z uwagi na skorygowane plany rozwoju powierzchni handlowej).
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2025 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 1,8 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 21.03.2016.

Metoda DCF dała wartość spółki LPP na poziomie 13 105,4 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 7 154,7 PLN.

Wrażliwość EBIT na zmianę kursów walutowych*

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
-10%	331,3	718,2	752,6	777,4	804,8	836,7	868,2	899,5	931,0	962,8
-5%	117,0	248,2	260,9	270,1	280,3	292,0	303,6	315,2	326,8	338,5
kurs bazowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+5%	-119,2	-247,4	-260,8	-270,7	-281,5	-294,0	-306,4	-318,7	-331,0	-343,4
+10%	-374,4	-761,8	-806,0	-838,6	-874,1	-915,4	-956,1	-996,7	-1 037,2	-1 078,0

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

Model DCF

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	6 034,8	6 961,3	7 616,3	8 246,4	8 863,3	9 461,1	10 054,8	10 646,6	11 238,4	11 831,5
EBIT [mln PLN]	569,5	821,5	921,4	1 062,9	1 179,9	1 249,1	1 324,4	1 403,1	1 485,4	1 571,7
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	108,2	156,1	175,1	202,0	224,2	237,3	251,6	266,6	282,2	298,6
NOPLAT [mln PLN]	461,3	665,4	746,3	861,0	955,7	1 011,7	1 072,8	1 136,5	1 203,2	1 273,1
Amortyzacja [mln PLN]	258,7	268,1	290,8	308,8	322,5	332,0	337,3	340,5	342,4	343,1
CAPEX [mln PLN]	-371,8	-383,6	-387,2	-379,8	-372,5	-359,9	-354,2	-350,2	-346,3	-342,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-109,2	-71,7	-27,1	-15,3	-49,0	-44,0	-40,7	-37,7	-34,9	-32,2
FCF [mln PLN]	239,0	478,1	622,8	774,7	856,7	939,8	1 015,2	1 089,2	1 164,4	1 241,4
DFCF [mln PLN]	224,7	414,6	497,5	569,5	579,0	583,3	578,2	569,1	558,2	546,0
Suma DFCF [mln PLN]	5 120,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	19 568,5			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,5%						
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	8 606,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	13 726,3									
Dług netto [mln PLN]	620,9									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	13 105,4									
Ilość akcji [tys.]	1,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	7 154,7									

Przychody zmiana r/r	17,6%	15,4%	9,4%	8,3%	7,5%	6,7%	6,3%	5,9%	5,6%	5,3%
EBIT zmiana r/r	13,2%	44,2%	12,2%	15,4%	11,0%	5,9%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%
FCF zmiana r/r	-340,1%	100,0%	30,3%	24,4%	10,6%	9,7%	8,0%	7,3%	6,9%	6,6%
Marża EBITDA	13,7%	15,7%	15,9%	16,6%	17,0%	16,7%	16,5%	16,4%	16,3%	16,2%
Marża EBIT	9,4%	11,8%	12,1%	12,9%	13,3%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,3%
Marża NOPLAT	7,6%	9,6%	9,8%	10,4%	10,8%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,8%
CAPEX / Przychody	6,2%	5,5%	5,1%	4,6%	4,2%	3,8%	3,5%	3,3%	3,1%	2,9%
CAPEX / Amortyzacja	143,7%	143,1%	133,1%	123,0%	115,5%	108,4%	105,0%	102,8%	101,1%	99,9%
Zmiana KO / Przychody	1,8%	1,0%	0,4%	0,2%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	12,1%	7,7%	4,1%	2,4%	7,9%	7,4%	6,9%	6,4%	5,9%	5,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
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	82,8%	86,9%	90,0%	92,8%	95,1%	97,3%	99,4%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	17,2%	13,1%	10,0%	7,2%	4,9%	2,7%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,2%	8,4%	8,5%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
beta	0,7	7 187,5	7 534,4	7 934,7	8 401,7	6 985,6	9 615,8	10 425,3	11 437,1	12 738,0
	0,8	6 653,0	6 945,1	7 279,0	7 664,2	8 113,5	8 644,6	9 282,0	10 060,9	11 034,6
	0,9	6 183,1	6 431,1	6 712,3	7 033,6	7 404,3	7 836,8	8 348,0	8 961,4	9 711,1
	1,0	5 766,8	5 979,1	6 217,9	6 488,5	6 797,8	7 154,7	7 571,1	8 063,1	8 653,6
	1,1	5 395,7	5 578,6	5 782,9	6 012,8	6 273,4	6 571,2	6 914,8	7 315,7	7 789,5
	1,2	5 063,0	5 221,4	5 397,5	5 594,3	5 815,7	6 066,6	6 353,4	6 684,3	7 070,3
	1,3	4 763,0	4 901,1	5 053,8	5 223,3	5 412,9	5 626,1	5 867,8	6 143,9	6 462,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
premia za ryzyko	3,00%	7 800,3	8 216,4	8 701,7	9 275,3	9 963,7	10 805,0	11 856,6	13 208,7	15 011,5
	4,00%	6 653,0	6 945,1	7 279,0	7 664,2	8 113,5	8 644,6	9 282,0	10 060,9	11 034,6
	5,00%	5 766,8	5 979,1	6 217,9	6 488,5	6 797,8	7 154,7	7 571,1	8 063,1	8 653,6
	6,00%	5 063,0	5 221,4	5 397,5	5 594,3	5 815,7	6 066,6	6 353,4	6 684,3	7 070,3
	7,00%	4 491,4	4 612,4	4 745,4	4 892,4	5 055,8	5 238,3	5 443,7	5 676,5	5 942,5
	8,00%	4 018,9	4 112,8	4 215,3	4 327,6	4 451,1	4 587,6	4 739,2	4 908,7	5 099,4
	9,00%	3 622,2	3 696,4	3 776,6	3 863,9	3 959,1	4 063,4	4 178,1	4 304,9	4 445,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,00%	13 784,7	12 637,7	11 655,5	10 805,0	10 061,5	9 406,2	8 824,4	8 304,3	7 836,8
	4,00%	11 358,7	10 298,7	9 406,2	8 644,6	7 987,3	7 414,4	6 910,7	6 464,5	6 066,6
	5,00%	9 615,8	8 644,6	7 836,8	7 154,7	6 571,2	6 066,6	5 626,1	5 238,3	4 894,5
	6,00%	8 304,3	7 414,4	6 681,0	6 066,6	5 544,6	5 095,9	4 706,3	4 364,9	4 063,4
	7,00%	7 282,5	6 464,5	5 795,4	5 238,3	4 767,6	4 364,9	4 016,6	3 712,5	3 445,0
	8,00%	6 464,5	5 709,7	5 095,9	4 587,6	4 159,9	3 795,4	3 481,2	3 207,9	2 968,0
	9,00%	5 795,4	5 095,9	4 530,1	4 063,4	3 672,3	3 340,0	3 054,4	2 806,6	2 589,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

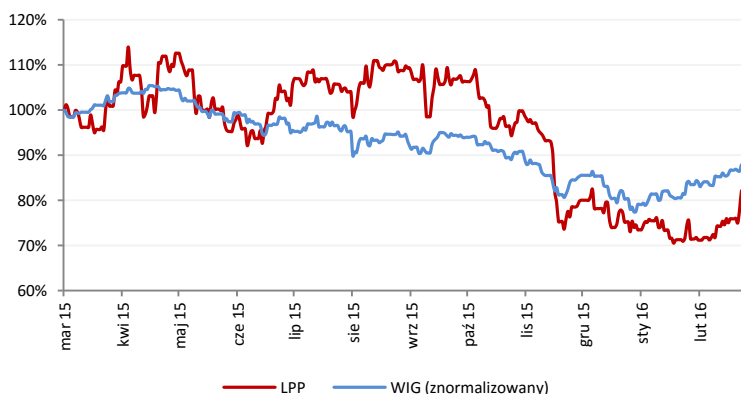
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-17 dla wybranych spółek z branży odzieżowej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty zagraniczne oraz CCC (jedyna krajowa spółka poza LPP o zasięgu międzynarodowym), co naszym zdaniem oddaje charakter działalności LPP. Analizę 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 50%). Ostateczna wycena LPP metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **5 299,6 PLN**.

Wycena porównawcza względem podmiotów o zasięgu międzynarodowym

	P/E		EV/EBITDA	
	2016	2017	2016	2017
CCC	22,5	18,7	16,5	13,7
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL	28,2	25,2	16,3	14,4
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	19,0	17,3	11,8	10,9
NEXT	14,5	13,9	10,4	10,1
MARKS & SPENCER GROUP	11,6	10,8	6,4	6,1
URBAN OUTFITTERS INC	16,5	15,3	6,8	6,0
BURBERRY GROUP	19,6	17,9	9,9	9,0
Mediana	19,0	17,3	10,4	10,1
LPP	23,3	16,0	13,4	9,9
Premia/dyskonto	22,3%	-7,6%	29,3%	-1,6%
Premia/dyskonto względem Inditex	-17,7%	-36,4%	-17,7%	-31,4%
Premia/dyskonto względem H&M	22,3%	-7,6%	13,8%	-8,9%
Wycena wg wskaźnika	4 769,9	6 317,1	4 460,8	5 929,5
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	5 543,5		5 195,1	
Waga wskaźnika	30%		70%	
Wycena końcowa [PLN]	5 299,6			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

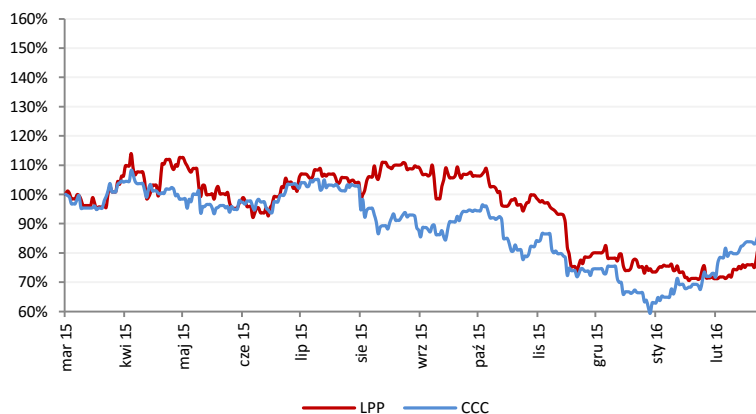
Zachowanie kursu na tle WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

*Presja USD/PLN
spowodowała znaczny
ubytek marży detalicznej,
co przełożyło się na słabe
zachowanie kursu LPP.*

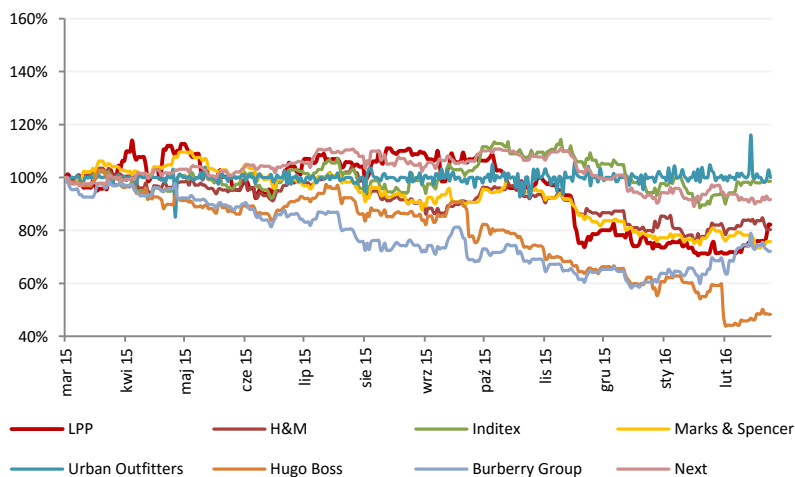
Zachowanie kursu na tle CCC



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

*Słabsza od oczekiwań
dynamika obrotów
krajowych gigantów
odzieżowych przełożyła
się na słabsze zachowanie
kursu w 2H'15. Uważamy
jednak, że liderzy branży
mogą znacznie poprawić
ubiegłoroczne wyniki
wykorzystując efekt
niskiej bazy.*

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, który pierwotnie miał być oparty o kryterium powierzchniowe (danią miały być objęte sklepy o powierzchni przekraczającej 250 mkw., stawka podatkowa miała wynosić 2%). Ostatni projekt ustawy zakłada jednak, że podatek będzie dotyczył wszystkie podmioty, które przekroczą miesięczny obrót w wys. 1,5 mln PLN. Szacujemy, że w '16 LPP będzie zmuszone zapłacić ok. 38 mln PLN. Wskazujemy jednocześnie, że w obecnej sytuacji rynkowej spółce może być ciężko przełożyć ceny na klientów w Polsce. Szczegóły projektu opisujemy na stronie 27.

▪ **Ryzyko rozbudowy sieci**

Od kilku kwartałów LPP wykazywało bardzo wysoką dynamikę rozbudowy sieci handlowej. Plany spółki na '15 zakładały zwiększenie powierzchni o kolejne >20% r/r, jednak ciężka sytuacja na rynkach wschodnich spowodowała, że zarząd musiał podjąć decyzję o wstrzymaniu rozwoju za naszą wschodnią granicą. Ubytek nowych otwarć w Rosji i na Ukrainie spowodował, że w '15 dynamika wyniosła ok. 17% dynamiki r/r. W '16 przyjmujemy wzrost wielkości sieci o ok. 11%, natomiast w okresie 2017-18 o kolejne 8-10%.

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

▪ **Sezonowość wyników**

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

▪ **Konkurencja rynkowa**

Rynek, na którym działa spółka, jest mocno konkurencyjny i cechuje się rozdrobnieniem branży. Z jednej strony mamy do czynienia z dużymi światowymi graczami (Inditex, H&M), a z drugiej funkcjonuje duże grono małych podmiotów. Dodatkowo, bariera wejścia na rynek są dość niskie, co powoduje, że w dłuższej perspektywie LPP może być zmuszony do dalszego zwiększenia nakładów na marketing i promocję. 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 4Q'2015

Obroty zrealizowane przez LPP w 4Q'15 wyniosły blisko 1,6 mld PLN, co implikuje wzrost o 12,1% r/r. Jest to jednak rezultat niższy od tempa rozbudowy sieci sklepów stacjonarnych (ok. 843 tys. mkw. na koniec '15). Dalszej erozji uległa marża handlowa, na którą negatywnie Skonsolidowana, że EBITDA pozostała niemal bez zmian i była bliska 297,6 mln PLN (-0,8% r/r). Negatywnie na wynikach odbiło się ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej (-18,5 mln PLN), które było w dużej mierze rezultatem jednorazowych kosztów związanych z otwarciem sklepów na Węgrzech. Zysk netto wyniósł 173,0 mln PLN (mniejsze ujemne saldo finansowe względem 4Q'14; brak korzyści podatkowych, które były wykazane przed rokiem w wys. 107 mln PLN).

W ujęciu całorocznym, wyniki LPP uznajemy za mocno rozczarowujące. Skonsolidowane przychody ze sprzedaży zwiększyły się jedynie o 7,6% do 5,1 mld PLN, przy ponad 16% wzroście powierzchni handlowej. Marża brutto ze sprzedaży spadła o 5 p.p. r/r. Pomimo prowadzonych działań oszczędnościowych (obniżenie kosztów około sklepowych), EBITDA zmniejszyła się do 226,8 mln PLN (-9,5% r/r), natomiast na poziomie netto spółka wypracowała 352,0 mln PLN zysku. Warto również zwrócić uwagę na znaczący wzrost zadłużenia netto – na koniec '15 dług netto był bliski 620 mln PLN.

Wyniki LPP za 4Q'15 [mln PLN]

	4Q'14	4Q'15	zmiana r/r	2014	2015	zmiana r/r
Przychody	1 404,7	1 575,0	12,1%	4 769,1	5 130,3	7,6%
Wynik brutto ze sprzedaży	828,5	862,8	4,1%	2 791,9	2 742,8	-1,8%
EBITDA	300,0	297,6	-0,8%	802,8	726,8	-9,5%
EBIT	248,3	235,9	-5,0%	609,2	503,2	-17,4%
Wynik brutto	173,7	193,9	11,6%	459,9	414,9	-9,8%
Wynik netto	245,8	173,0	-29,6%	482,1	352,0	-27,0%
marża brutto ze sprzedaży	59,0%	54,8%		58,5%	53,5%	
marża EBITDA	21,4%	18,9%		16,8%	14,2%	
marża EBIT	17,7%	15,0%		12,8%	9,8%	
marża netto	17,5%	11,0%		10,1%	6,9%	

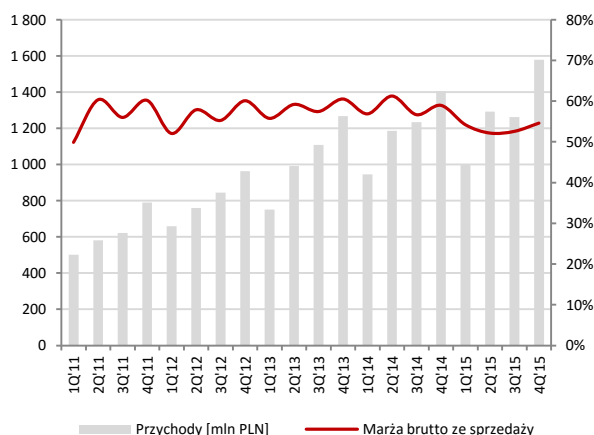
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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	4Q'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	1575,0
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	754,0
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	234,0
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	216,0
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	175,0
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	105,0
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	30,0
Outlety	54,5	46,6	74,4	57,7	53,2	58,4	74,3	66,1	60,3	54,3	63,6	61,3	49,7	61,9	66,6	61,0
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	1 627
Reserved	311	325	330	344	346	361	364	386	382	410	413	425	444	426	437	449
Cropp	264	276	282	295	298	311	320	337	333	379	357	366	371	382	362	372
House	224	235	242	259	258	264	272	292	292	326	301	308	315	330	311	319
Mohito	106	125	139	161	170	188	191	219	226	243	246	256	265	268	271	280
Sinsay	0	0	0	0	13	36	44	62	77	104	113	129	140	150	157	170
Outlet	12	17	12	18	17	19	22	24	24	26	23	32	32	35	36	37
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	843,4
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	461,3
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	114,5
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	99,7
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	94,4
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	59,7
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	13,8
Przychód jednostkowy [tys. PLN/mkw]																
Reserved	5,5	5,5	5,5	5,8	4,4	5,0	5,2	5,1	3,8	3,9	3,8	4,1	2,7	3,6	2,9	3,6
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	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	6,8
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	6,6
Sinsay	-	-	-	-	40,4	36,1	38,8	28,2	16,7	15,1	13,6	13,7	8,5	10,5	9,6	10,3

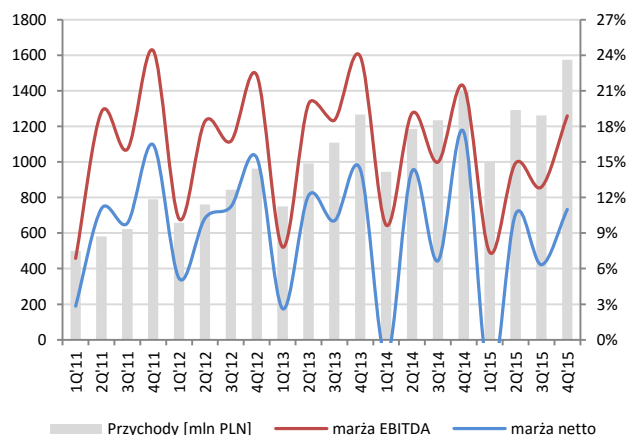
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



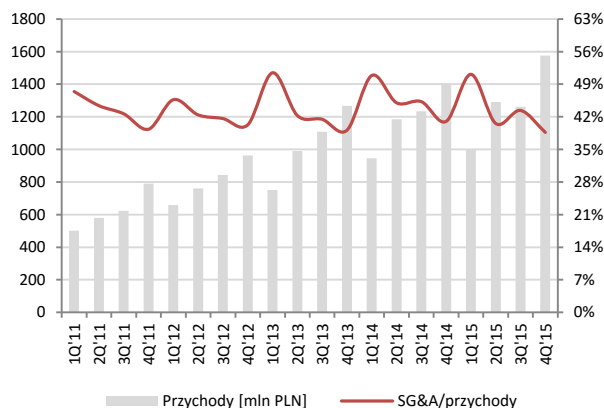
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marże EBITDA i netto



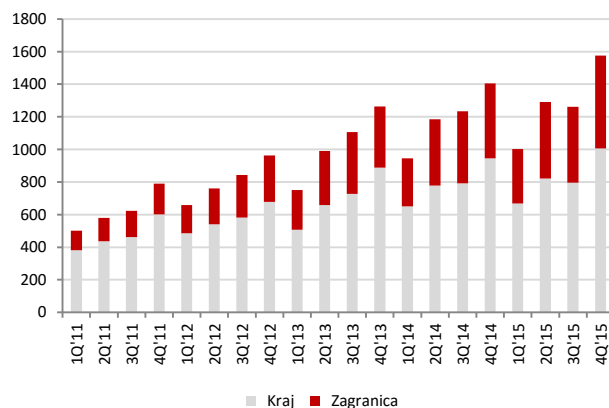
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody [mln PLN]



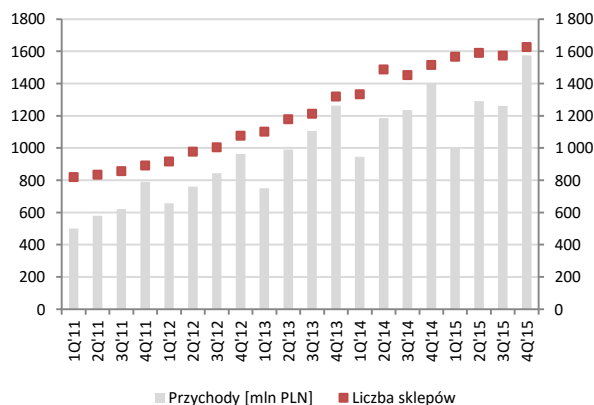
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody LPP w ujęciu geograficznym [mln PLN]



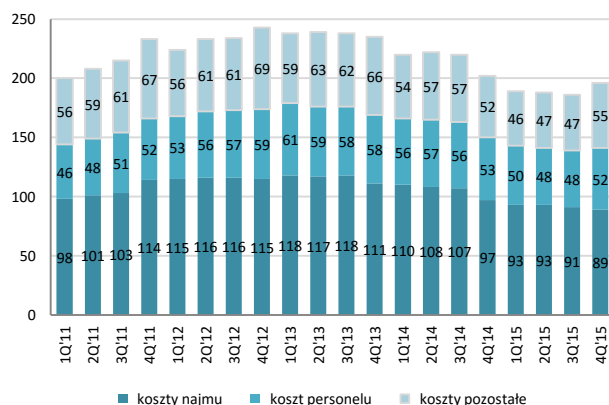
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody a rozwój sieci



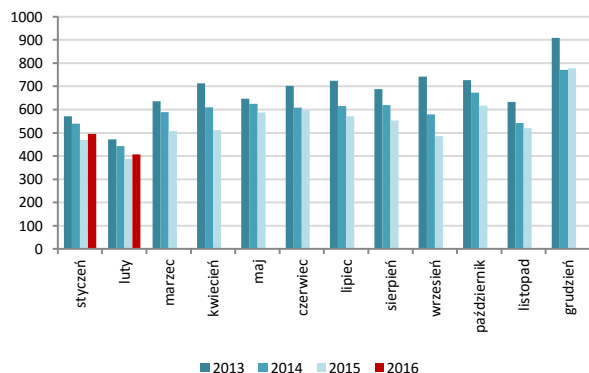
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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



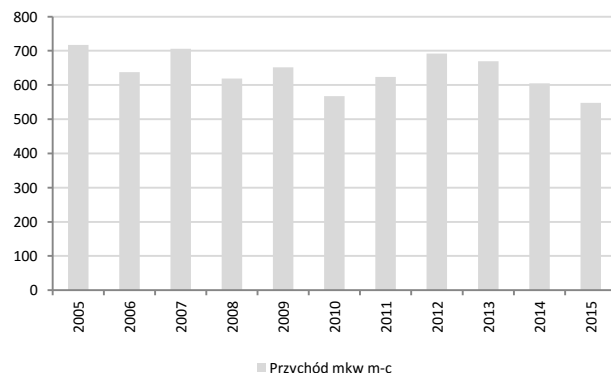
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody z mkw w ujęciu miesięcznym



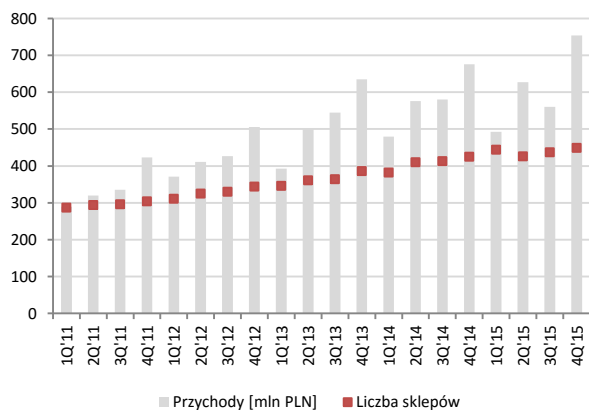
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody z mkw w kolejnych latach



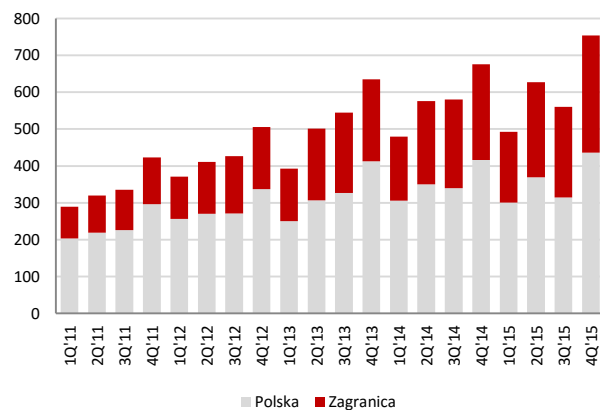
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Reserved



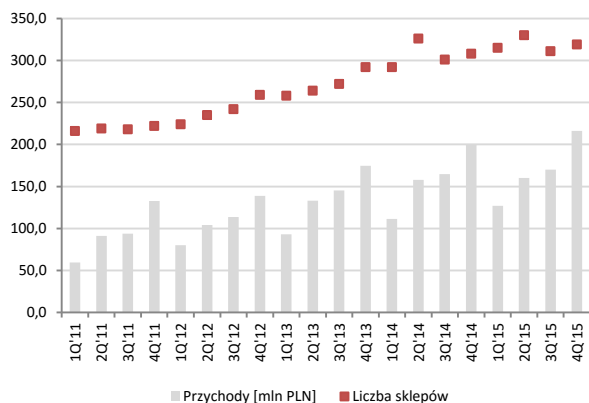
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Reserved w ujęciu geograficznym



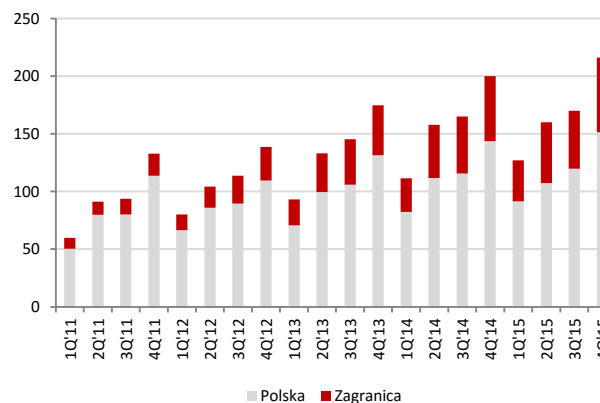
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój House



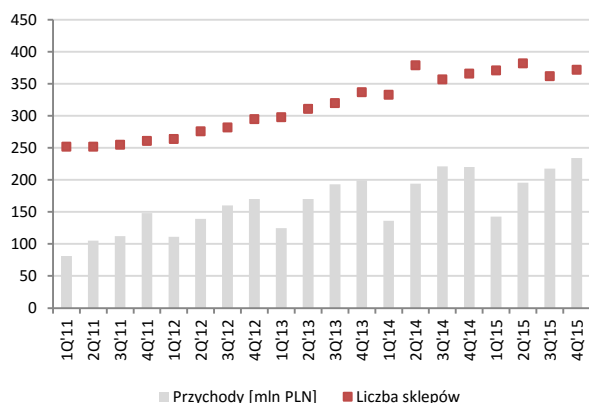
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody House w ujęciu geograficznym



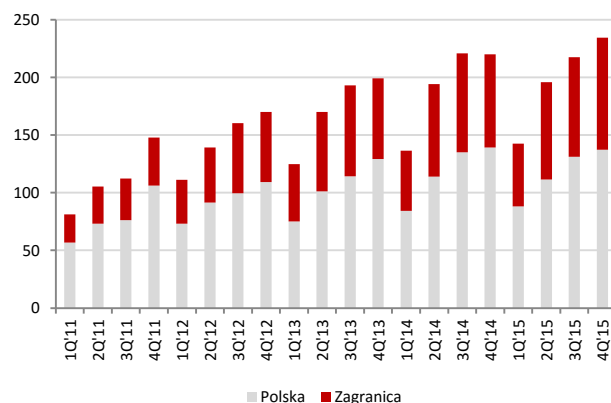
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Cropp



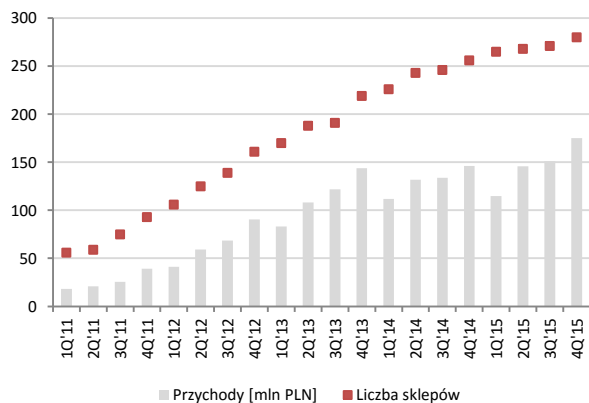
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Cropp w ujęciu geograficznym



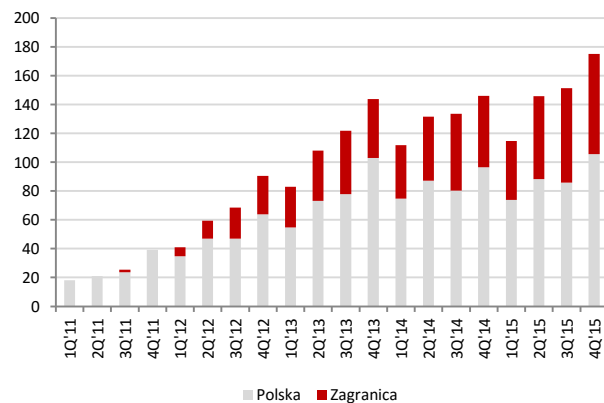
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Mohito



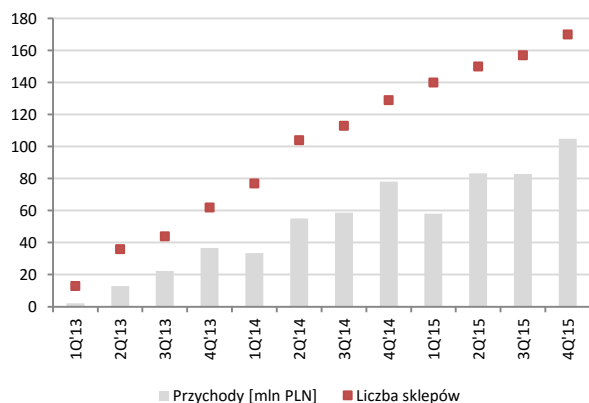
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Mohito w ujęciu geograficznym



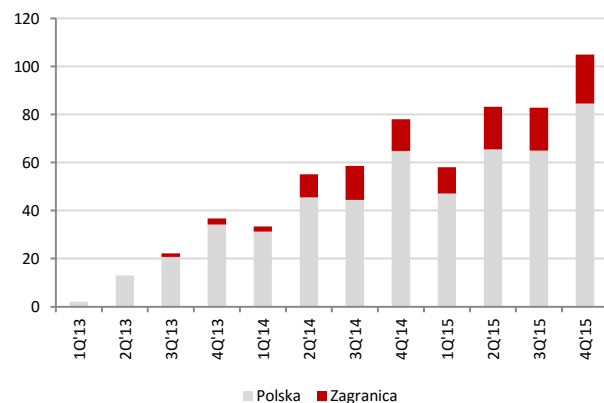
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Sinsay



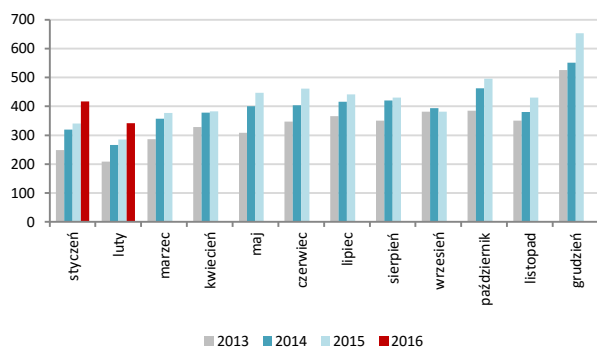
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Sinsay w ujęciu geograficznym

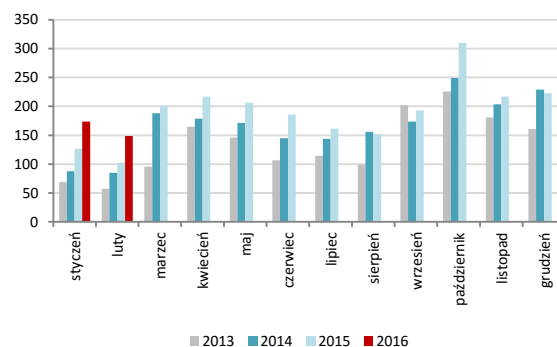


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

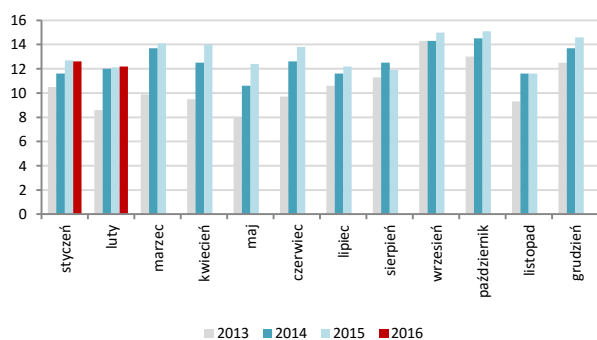
Przychody w ujęciu miesięcznym przedstawicieli branży odzieżowej [mln PLN] LPP



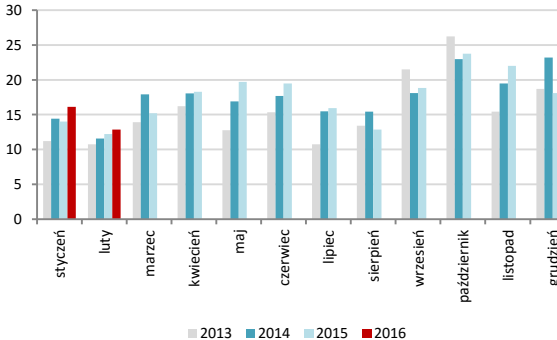
CCC



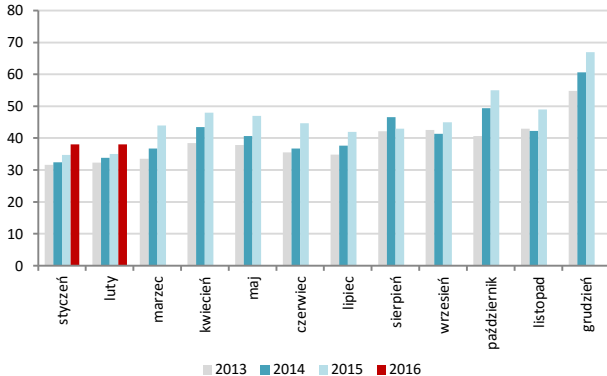
Gino Rossi



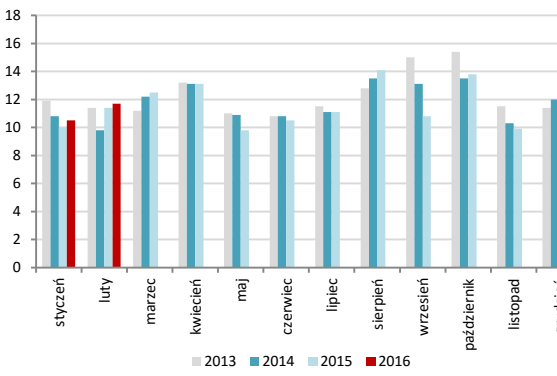
Wojas



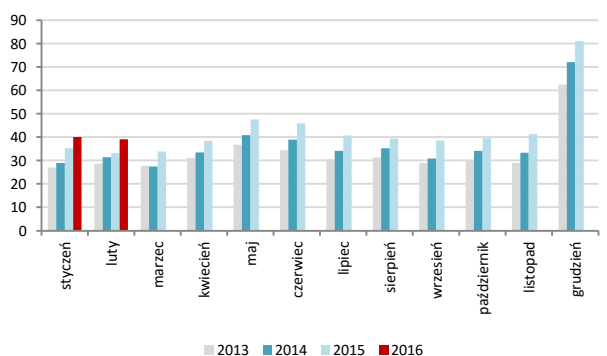
Redan



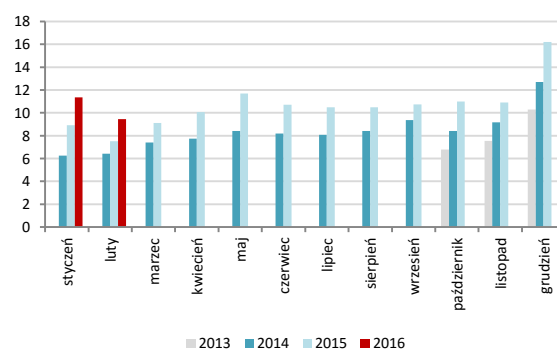
Solar



Vistula



Bytom*



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

PROGNOZA NA '16 I KOLEJNE OKRESY

Poszczególne kwartały 2015 roku były dla grupy bardzo wymagające ze względu na presję ze strony walut oraz na agresywną politykę cenową głównych konkurentów LPP (H&M, Inditex). Naszym zdaniem trudne otoczenie powinno się utrzymać w 1H'16, ze szczególnym wskazaniem na 1Q'16. Z jednej strony odczyty sprzedażowe za styczeń i luty pokazały bardzo wysokie dynamiki (>20% r/r), co jest wynikiem znacznie wyższym od tempa wzrostu powierzchni handlowej. Z drugiej strony cały czas wysokie pułapy kursu USD/PLN obciążały pierwszą marżę, dodatkowo potęgując efekt realizowanych wyprzedaży. Tym samym spodziewamy się, że w 1Q'16 grupa wypracuje ok. 1,2 mld PLN obrotów, przy jednoczesnej erozji rentowności brutto ze sprzedaży do 48,8%. Skonsolidowana EBITDA może wynieść 46,2 mln PLN, natomiast na poziomie netto estymujemy 38,9 mln PLN straty.

Poprawy wyników oczekujemy w kolejnych miesiącach bieżącego roku. LPP w minionych kwartałach odbudowało sprzedaż lfi i jednym z głównych założeń zarządu spółki jest utrzymanie trendu w dalszej części '16. Liczymy też na pozytywny wpływ programu 500+. Zakładamy również, że grupa powstrzyma trend erozji marży brutto, co w dużej mierze będzie efektem niskiej bazy z '15. Zwracamy także uwagę, że koszty okołosklepowe w przeliczeniu na mkw. nie powinny istotnie wzrosnąć. LPP dalej renegocjuje umowy najmu (niewielka obniżka r/r), jednak pozytywny wpływ będzie zbilansowany przez wzrost kosztów płac (podwyżka była widoczna już w 4Q'15). Podsumowując nasze prognozy na '16, estymujemy, że grupa osiągnie niemal 6,0 mld PLN przychodów, realizując jednocześnie 52,9% rentowności brutto ze sprzedaży. Według naszych szacunków EBITDA poprawi się do 828,2 mln PLN (uwzględniając podatek obrotowy; uśredniona stawka ok. 0,9%), a oczyszczony zysk netto zwiększy się do 459,6 mln PLN (po skorygowaniu o planowane korzyści podatkowe). Przyjmujemy, że powierzchnia handlowa LPP na koniec '16 będzie wynosić 938,5 tys. mkw. (+11,3%; założenie konserwatywne, bowiem zarząd wskazywał, że dynamika otwarć będzie mieścić się w przedziale 11-13%).

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	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody [mln PLN]	945,0	1185,1	1234,2	1404,7	1002,6	1291,3	1261,5	1575,0	1203,6	1497,4	1478,9	1855,0	4 769,1	5 130,3	6 034,8	6 961,3	7 616,3
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	537,6	726,2	699,6	828,5	543,4	673,4	663,2	862,8	587,5	784,8	788,7	1029,0	2 791,9	2 742,8	3 190,1	3 729,0	4 118,8
EBITDA [mln PLN]	91,4	226,5	185,0	300,0	74,1	192,5	162,6	297,6	46,2	218,4	194,8	368,8	802,8	726,8	828,2	1 089,6	1 212,2
EBIT [mln PLN]	48,4	178,1	134,4	248,3	23,7	136,8	106,8	235,9	-16,2	154,4	129,6	301,7	609,2	503,2	569,5	821,5	921,4
Saldo finansowe [mln PLN]	-60,8	25,5	-39,3	-74,7	-53,4	21,5	-14,4	-42,0	-31,8	18,3	17,9	-6,5	-149,3	-88,3	-2,1	1,9	0,2
Wynik netto [mln PLN]	-14,3	168,5	82,0	245,8	-37,3	136,6	79,7	173,0	-38,9	843,9	119,5	239,1	482,1	352,0	1 163,6	666,9	746,5
marża brutto ze sprzedaży	56,9%	61,3%	56,7%	59,0%	54,2%	52,1%	52,6%	54,8%	48,8%	52,4%	53,3%	55,5%	58,5%	53,5%	52,9%	53,6%	54,1%
marża EBITDA	9,7%	19,1%	15,0%	21,4%	7,4%	14,9%	12,9%	18,9%	3,8%	14,6%	13,2%	19,9%	16,8%	14,2%	13,7%	15,7%	15,9%
marża EBIT	5,1%	15,0%	10,9%	17,7%	2,4%	10,6%	8,5%	15,0%	-1,3%	10,3%	8,8%	16,3%	12,8%	9,8%	9,4%	11,8%	12,1%
marża netto	-1,5%	14,2%	6,6%	17,5%	-3,7%	10,6%	6,3%	11,0%	-3,2%	56,4%	8,1%	12,9%	10,1%	6,9%	19,3%	9,6%	9,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *w 2Q'16 uwzględniamy wykazania korzyści podatkowych w wys. 704 mln PLN

Prognoza ogólna na lata 2016-2025

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	4 116,3	4 769,1	5 130,3	6 034,8	6 961,3	7 616,3	8 246,4	8 863,3	9 461,1	10 054,8	10 646,6	11 238,4	11 831,5
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	2 409,2	2 791,9	2 742,8	3 190,1	3 729,0	4 118,8	4 540,1	4 929,7	5 262,3	5 592,5	5 921,6	6 250,8	6 580,7
EBITDA [mln PLN]	763,8	802,8	726,8	828,2	1 089,6	1 212,2	1 371,8	1 502,4	1 581,0	1 661,8	1 743,6	1 827,8	1 914,8
EBIT [mln PLN]	615,6	609,2	503,2	569,5	821,5	921,4	1 062,9	1 179,9	1 249,1	1 324,4	1 403,1	1 485,4	1 571,7
Saldo finansowe [mln PLN]	-91,8	-149,3	-88,3	-2,1	1,9	0,2	38,5	21,0	-0,8	2,6	4,3	4,9	5,4
Wynik netto [mln PLN]	432,9	482,1	352,0	1 163,6	666,9	746,5	892,2	972,8	1 011,1	1 074,9	1 140,0	1 207,1	1 277,4
marża brutto ze sprzedaży	58,5%	58,5%	53,5%	52,9%	53,6%	54,1%	55,1%	55,6%	55,6%	55,6%	55,6%	55,6%	55,6%
marża EBITDA	18,6%	16,8%	14,2%	13,7%	15,7%	15,9%	16,6%	17,0%	16,7%	16,5%	16,4%	16,3%	16,2%
marża EBIT	15,0%	12,8%	9,8%	9,4%	11,8%	12,1%	12,9%	13,3%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,3%
marża netto	10,5%	10,1%	6,9%	19,3%	9,6%	9,8%	10,8%	11,0%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,8%
USD/PLN śr.	3,0558	3,2596	3,7701	3,8642	3,8141	3,7839	3,7015	3,6604	3,6604	3,6604	3,6604	3,6604	3,6604
EUR/PLN śr.	4,1973	4,1945	4,1839	4,3031	4,3760	4,4090	4,4090	4,4090	4,4090	4,4090	4,4090	4,4090	4,4090

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i rozwój wg poszczególnych marek

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	4 116,3	4 769,1	5 130,3	6 034,8	6 961,3	7 616,3	8 246,4	8 863,3	9 461,1	10 054,8	10 646,6	11 238,4	11 831,5
Reserved	2 073,9	2 311,1	2 433,8	2 963,4	3 553,4	3 959,2	4 351,0	4 735,8	5 110,8	5 481,7	5 848,9	6 212,4	6 572,7
Cropp	687,0	771,3	789,4	879,3	931,1	981,7	1 030,1	1 077,2	1 121,0	1 164,3	1 207,2	1 249,7	1 291,7
House	546,3	634,2	673,1	753,9	831,3	882,1	930,8	978,0	1 022,4	1 066,3	1 109,6	1 152,4	1 194,9
Mohito	456,4	523,1	586,6	663,8	733,9	780,3	824,9	868,5	909,2	949,5	989,6	1 029,3	1 068,7
Sinsay	74,0	225,1	329,0	421,5	514,6	575,9	636,1	695,3	754,2	812,6	870,8	928,6	986,1
Tallinder	0,0	0,0	0,0	8,4	32,7	50,6	62,2	69,6	73,7	75,5	76,3	77,1	77,8
e-commerce	26,7	64,7	79,3	99,3	114,2	131,3	151,0	173,7	199,7	229,7	264,1	303,8	349,3
Liczba sklepów	1 320	1 516	1 627	1 727	1 813	1 897	1 977	2 052	2 120	2 185	2 248	2 309	2 368
Reserved	386	425	449	475	498	523	548	571	593	614	634	653	672
Cropp	337	366	372	384	394	404	414	423	431	439	447	454	462
House	292	308	319	331	341	351	361	370	378	386	394	401	408
Mohito	219	256	280	292	303	314	325	335	344	353	361	369	377
Sinsay	62	129	170	198	220	242	263	284	304	323	342	361	378
Tallinder	0	0	0	10	20	26	30	32	33	33	33	33	33
Outlety	24	32	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37
Powierzchnia [tys. mkw]	591,0	722,0	843,4	938,5	1 023,6	1 108,1	1 188,6	1 265,0	1 336,0	1 403,7	1 468,8	1 531,4	1 591,5
Reserved	323,0	390,0	461,3	523,9	580,7	638,9	694,9	748,7	799,4	848,0	894,7	939,6	982,7
Cropp	91,0	105,0	114,5	120,5	125,6	130,5	135,3	139,8	143,8	147,6	151,2	154,7	158,0
House	80,0	89,0	99,7	106,0	111,5	116,8	121,9	126,8	131,1	135,2	139,1	142,9	146,5
Mohito	67,0	83,0	94,4	100,1	105,2	110,3	115,2	119,9	124,0	128,0	131,8	135,5	139,0
Sinsay	21,0	44,0	59,7	69,8	78,1	86,3	94,2	101,9	109,4	116,6	123,6	130,4	137,0
Tallinder	0,0	0,0	0,0	4,4	8,8	11,4	13,2	14,1	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5
Outlety	9,0	11,0	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
Zmiana liczby sklepów ogółem	243	196	111	100	86	84	80	75	68	65	63	61	59
Zmiana powierzchni [tys. mlw]	158,0	131,0	121,4	95,1	85,2	84,5	80,4	76,5	71,0	67,7	65,1	62,6	60,1
Powierzchnia wg regionu	591,0	722,0	843,4	938,5	1 023,6	1 108,1	1 188,6	1 265,0	1 336,0	1 403,7	1 468,8	1 531,4	1 591,5
Polska	367,0	414,0	467,1	496,1	524,7	551,2	575,7	598,5	619,9	639,9	659,2	677,6	695,3
UE	82,0	128,0	184,3	230,3	279,8	330,9	380,1	427,3	472,6	516,0	557,8	597,8	636,3
Rosja i Ukraina	142,0	180,0	192,0	212,1	219,2	226,0	232,7	239,3	243,6	247,8	251,9	255,9	259,9

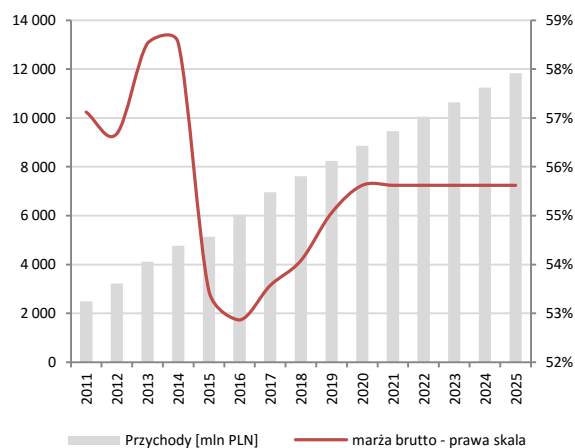
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty SG&A w przeliczeniu na mkw

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Koszty na mkw powierzchni własnej na m-c	237,5	216,0	189,8	192,6	196,1	198,7	200,7	202,7	204,7	206,8	208,9	210,9	213,1
czynsz [PLN]	116,0	105,5	91,5	89,0	91,4	93,0	94,0	94,9	95,8	96,8	97,8	98,8	99,7
koszty osobowe [PLN]	59,0	55,5	49,5	54,4	54,9	55,5	56,0	56,6	57,1	57,7	58,3	58,9	59,5
pozostałe koszty [PLN]	62,5	55,0	48,8	49,2	49,7	50,2	50,7	51,2	51,7	52,3	52,8	53,3	53,9
Udział													
czynsz	48,8%	48,8%	48,2%	46,2%	46,6%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%
koszty osobowe	24,8%	25,7%	26,1%	28,2%	28,0%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%
pozostałe koszty	26,3%	25,5%	25,7%	25,6%	25,4%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%
Koszty poza sklepami własnymi na m2	10,6	31,9	26,7	41,5	41,9	42,3	42,7	43,2	43,6	44,0	44,5	44,9	45,4
Suma wszystkich kosztów na mkw [PLN]	248,1	247,9	216,5	234,1	237,9	241,0	243,4	245,9	248,3	250,8	253,3	255,8	258,4
SG&A na mkw [PLN]	2 976,7	2 974,8	2 598,0	2 809,0	2 855,3	2 892,2	2 921,2	2 950,4	2 979,9	3 009,7	3 039,8	3 070,2	3 100,9
Koszty sprzedaży	2 715,4	2 693,6	2 385,8	2 579,6	2 622,2	2 656,1	2 682,7	2 709,5	2 736,6	2 763,9	2 791,6	2 819,5	2 847,7
Koszty zarządu	261,3	281,2	212,2	229,3	233,1	236,1	238,5	240,9	243,3	245,7	248,2	250,7	253,2
Udział w SG&A													
Koszty sprzedaży	91,2%	90,5%	91,8%	91,8%	91,8%	91,8%	91,8%	91,8%	91,8%	91,8%	91,8%	91,8%	91,8%
Koszty zarządu	8,8%	9,5%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Powierzchnia sklepów własnych [tys. mkw]	591,0	722,0	843,4	938,5	1 023,6	1 108,1	1 188,6	1 265,0	1 336,0	1 403,7	1 468,8	1 531,4	1 591,5
Liczba sklepów	1 320	1 516	1 627	1 727	1 813	1 897	1 977	2 052	2 120	2 185	2 248	2 309	2 368

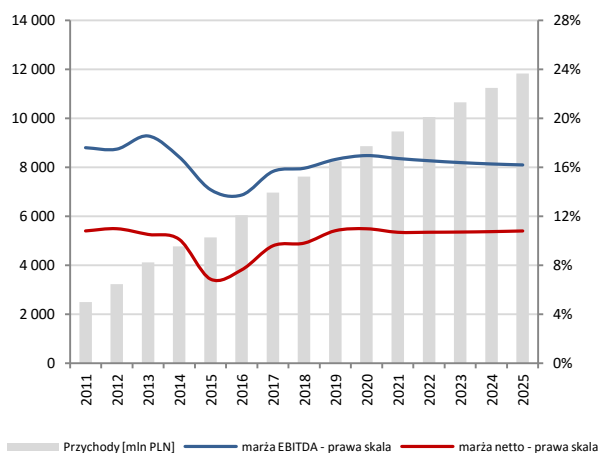
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża brutto ze sprzedaży



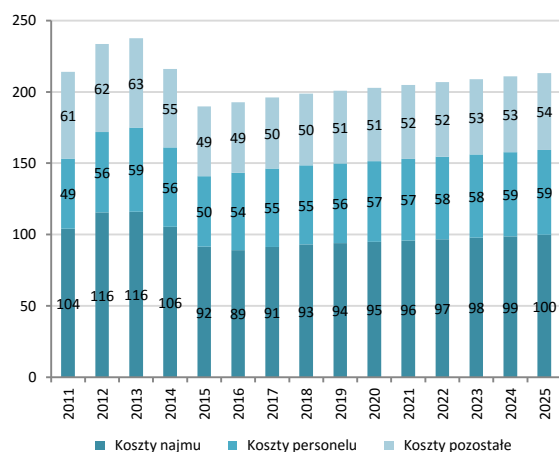
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu rocznym



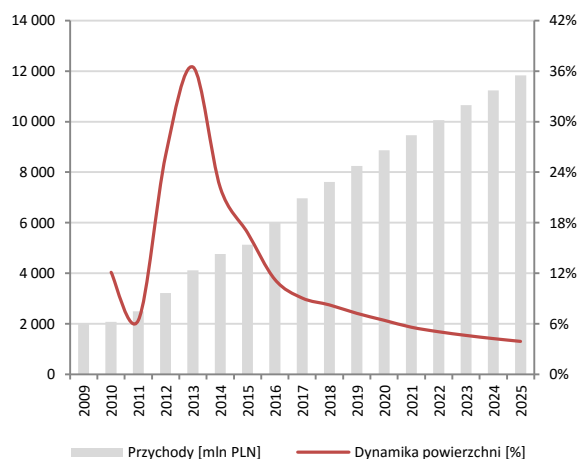
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



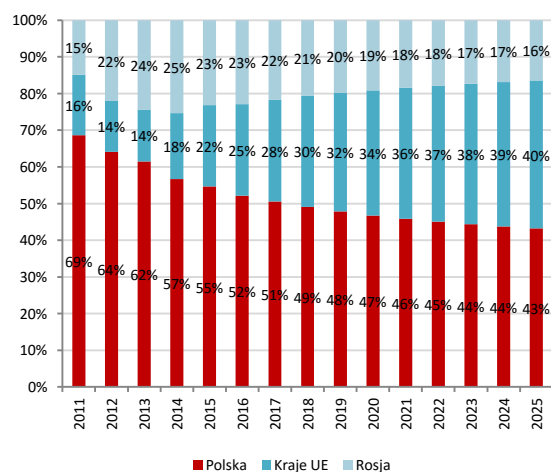
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój powierzchni handlowej vs przychody



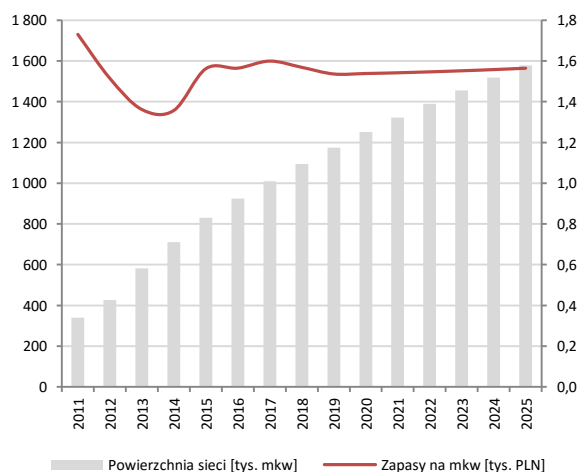
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział regionów w powierzchni handlowej



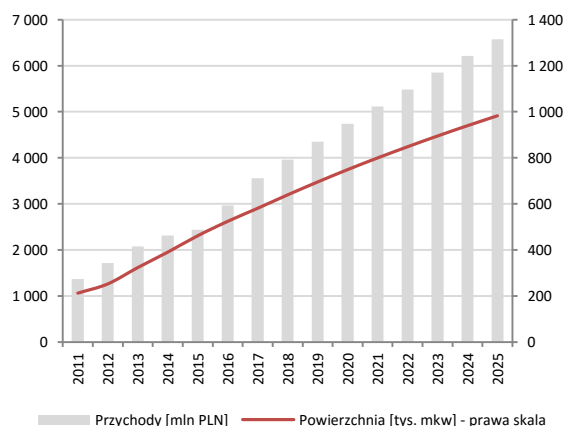
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na mkw



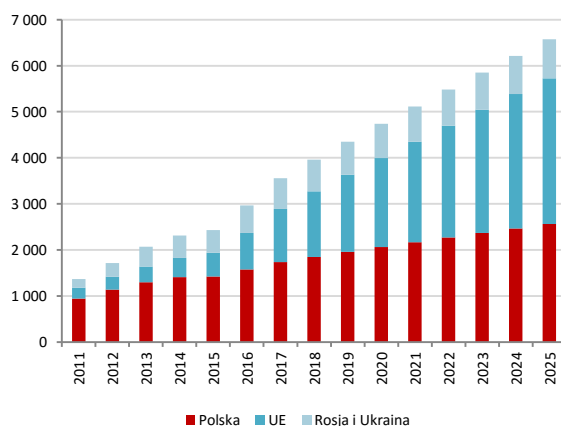
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Reserved



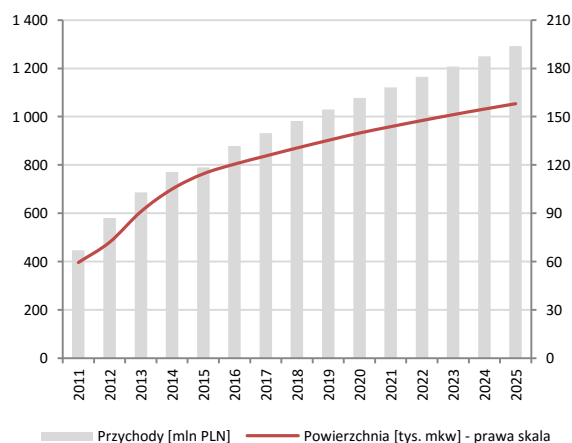
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Reserved – przychody wg regionu [mln PLN]



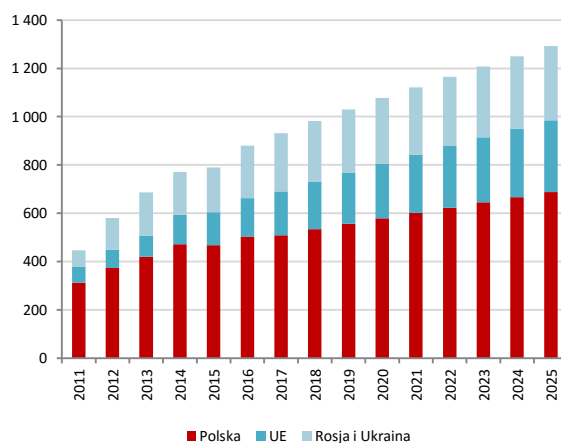
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Cropp



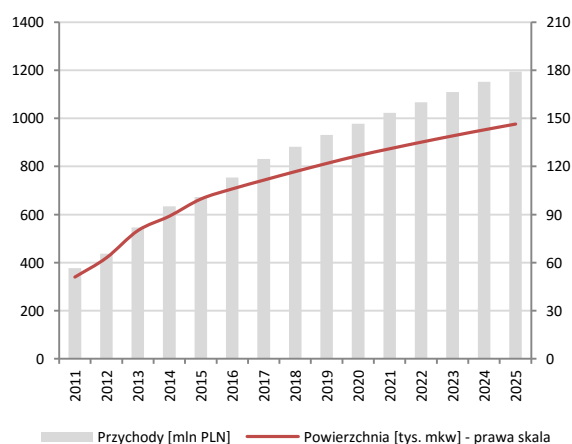
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Cropp – przychody wg regionu [mln PLN]



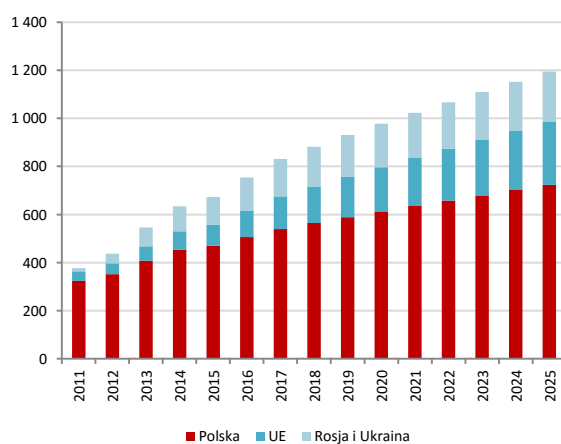
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój House



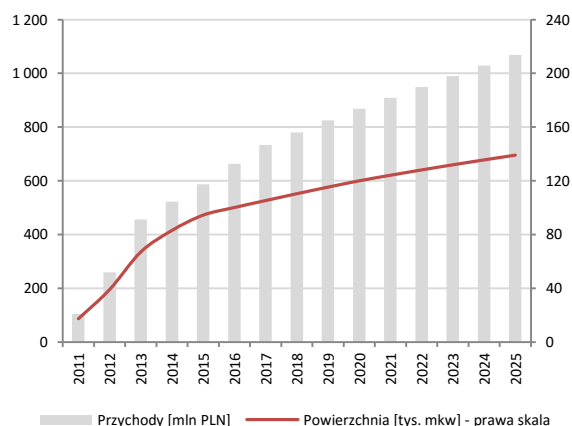
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

House – przychody wg regionu [mln PLN]



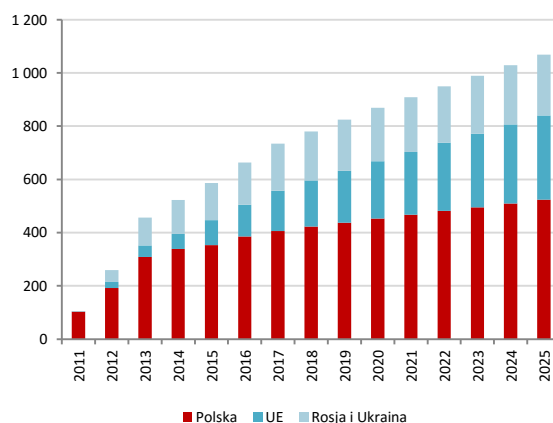
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Mohito



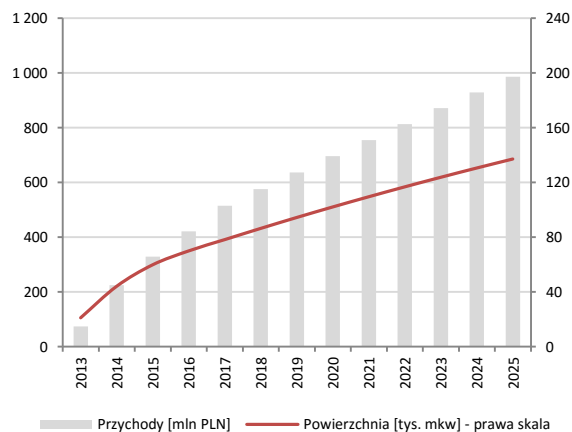
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Mohito – przychody wg regionu [mln PLN]



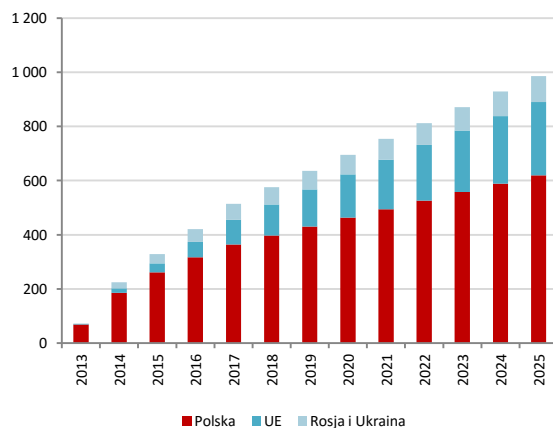
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Sinsay



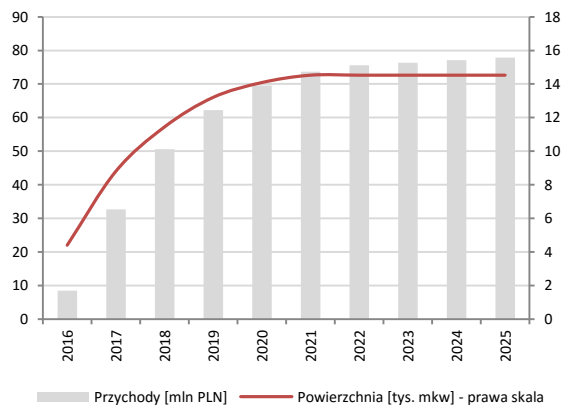
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sinsay – przychody wg regionu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Tallinder



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji z grudnia '15 zaktualizowaliśmy kursy walutowe (spółka ma ekspozycję na USD i EUR poprzez zakup towarów oraz płacone czynsze). Obniżyliśmy nasze oczekiwania dotyczące pierwszej marży w kolejnych latach (erozja rentowności handlowej w '16 ze względu na wzrost kursów dolarowych oraz utrzymującą się walkę cenową o klienta) oraz uwzględniliśmy zmiany w kosztach około sklepowych. W '16 wykazujemy korzyści podatku w wys. 704 mln PLN (znaki towarowe, amortyzacja przez 20 lat). W wynikach od 2Q'16 bierzemy pod uwagę wpływ podatku od sprzedaży detalicznej.

Zmiana założeń względem raportu z 9 grudnia 2015 roku

	2016 stara	2016 nowa	zmiana	2017 stara	2017 nowa	zmiana	2018 stara	2018 nowa	zmiana
Przychody	5 867,5	6 034,8	2,9%	6 516,8	6 961,3	6,8%	7 164,9	7 616,3	6,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	3 167,3	3 190,1	0,7%	3 584,6	3 729,0	4,0%	4 012,7	4 118,8	2,6%
EBITDA	845,8	828,2	-2,1%	968,1	1 089,6	12,5%	1 111,2	1 212,2	9,1%
EBIT	585,8	569,5	-2,8%	697,8	821,5	17,7%	823,8	921,4	11,8%
Wynik brutto	525,0	567,4	8,1%	664,9	823,4	23,8%	814,7	921,6	13,1%
Wynik netto	1 129,2	1 163,6	3,0%	538,5	666,9	23,9%	659,9	746,5	13,1%
marża brutto ze sprzedaży	54,0%	52,9%		55,0%	53,6%		56,0%	54,1%	
marża EBITDA	14,4%	13,7%		14,9%	15,7%		15,5%	15,9%	
marża EBIT	10,0%	9,4%		10,7%	11,8%		11,5%	12,1%	
marża netto	19,2%	19,3%		8,3%	9,6%		9,2%	9,8%	

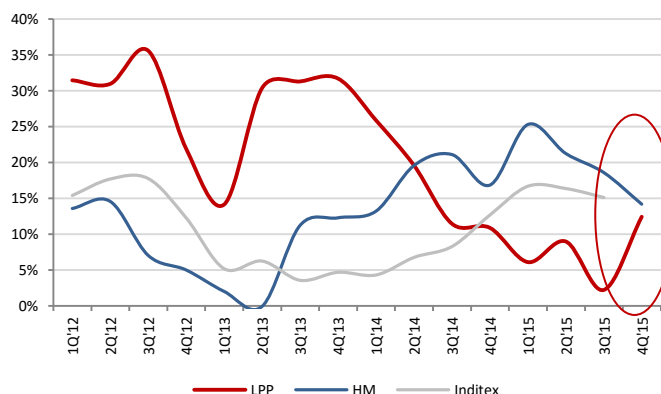
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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).

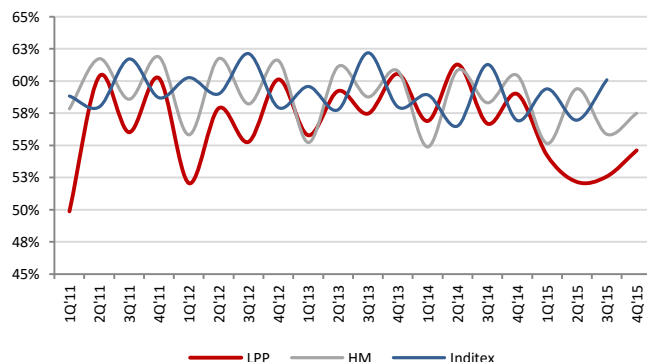
Porównanie LPP na tle Inditex i H&M

Dynamika przychodów r/r



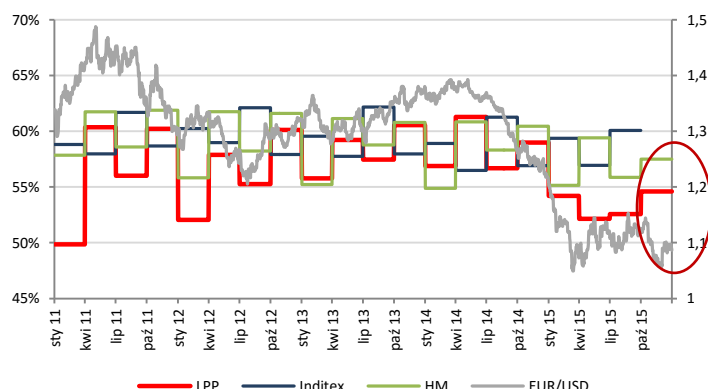
Po niemal dwóch latach coraz niższych dynamik obrotów, przychody w LPP odbiły, co naszym zdaniem jest efektem prowadzenia agresywnych wyprzedaży, które...

Rentowność brutto ze sprzedaży



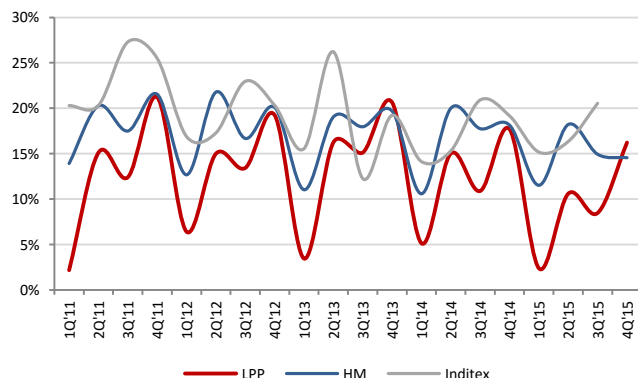
...cały czas negatywnie przekładają się na marżę handlową. Erozja w 4Q'15 była drugim najsłabszym odczytem w roku i wyniosła 4,4 p.p. niżej niż przed rokiem. Dla porównania, spadek rentowności w H&M wyniósł jedynie 2,9 p.p. r/r.

Marża brutto na tle EUR/USD



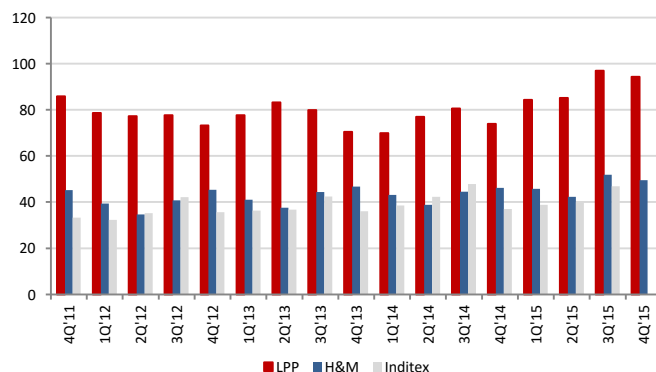
Umocnienie USD względem EUR przekłada się w dużo większym stopniu na rentowność brutto H&M i LPP niż Inditex.

Rentowność EBIT



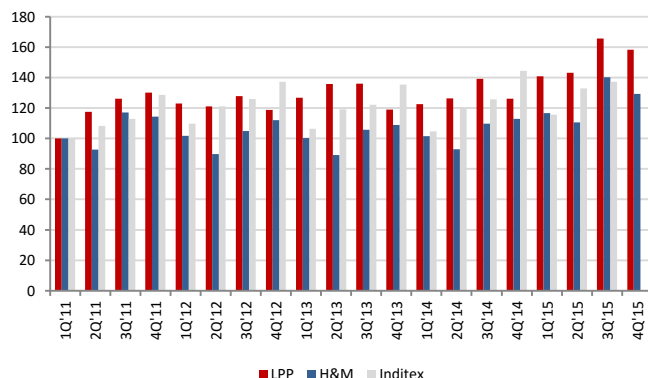
Słabiej na tle pozostałych spółek prezentuje się marża EBIT. Szczególnie mocno było to widać w pierwszym kwartale, kiedy LPP dokonało mocnych wyprzedaży, tracąc jednocześnie na rentowności brutto. W 4Q'15 grupie udało się obronić rentowność operacyjną, dzięki prowadzonym oszczędnościom na poziomie kosztów około sklepowych.

Rotacja zapasów w dniach



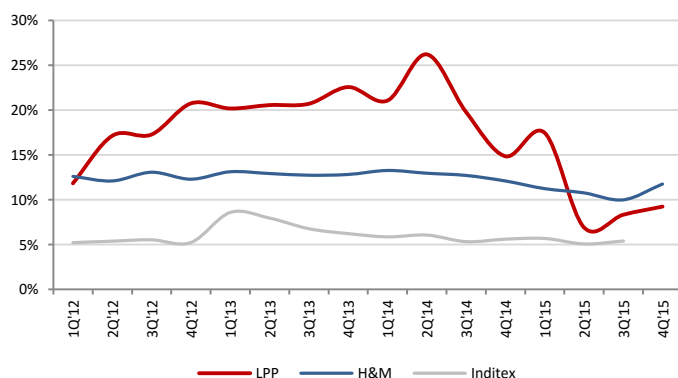
Patrząc na zapasy można zauważyć, że poziom rotacji liczony w dniach jest dużo wyższy w przypadku polskiej grupy....

Zapasy na sklep (ujęcie znormalizowane)



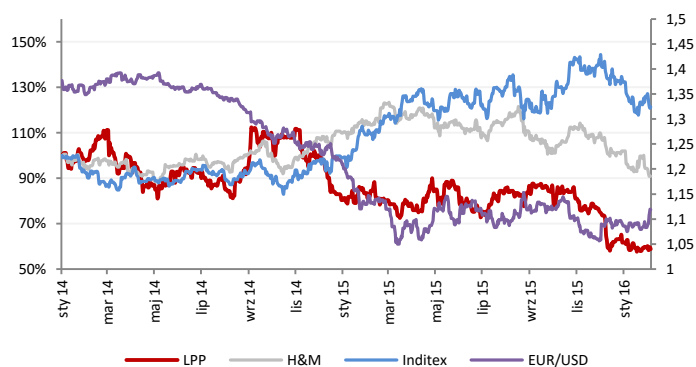
...jednak po przeliczeniu na sklep poziom zapasów jest do siebie zbliżony.

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 wznowienia rozwoju w Rosji i na Ukrainie, jest nie do utrzymania w perspektywie najbliższych lat.

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

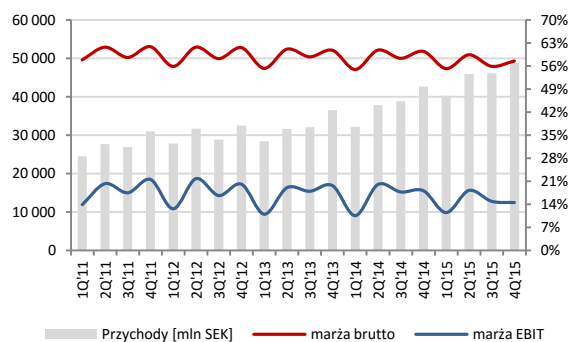


W ostatnich miesiącach zachowanie kursów LPP i relacje EUR/USD było do siebie bardzo zbliżone. Znacznie „odporniejsze” na ruchy walut były kursy H&M i Inditex.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

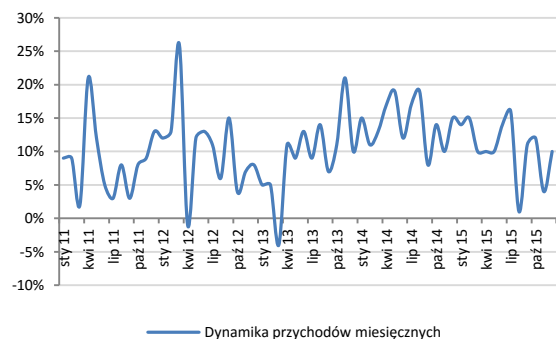
Ogólne spojrzenie na H&M i Inditex

Wyniki ogólne H&M



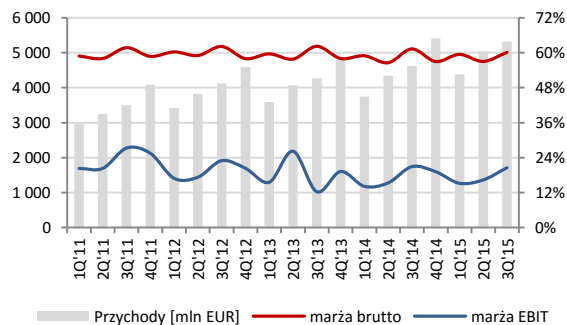
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika miesięcznych przychodów H&M



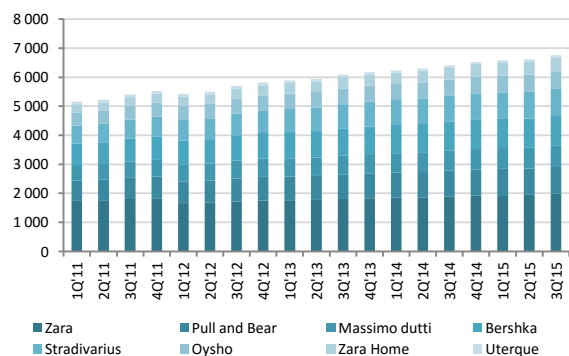
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki ogólne Inditex (cała grupa)



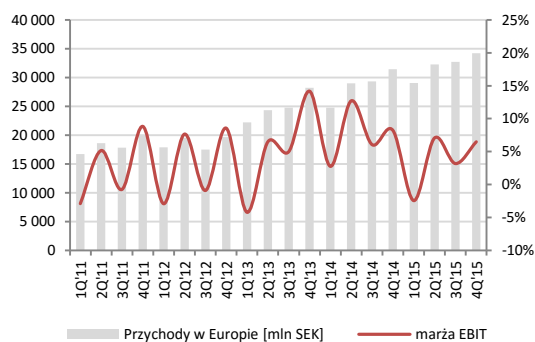
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba sklepów wg marki



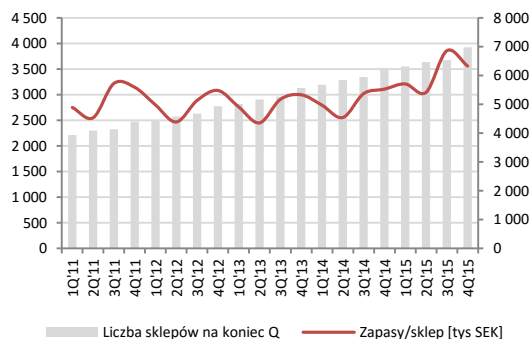
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki H&M w dywizji europejskiej



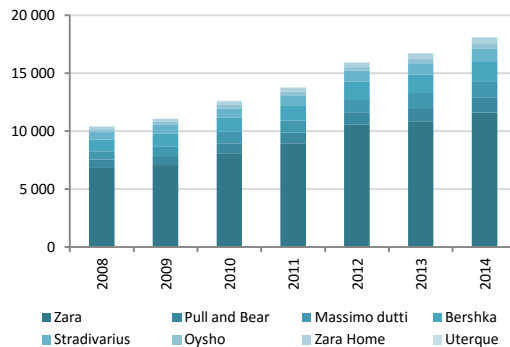
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na sklep [tys. SEK]



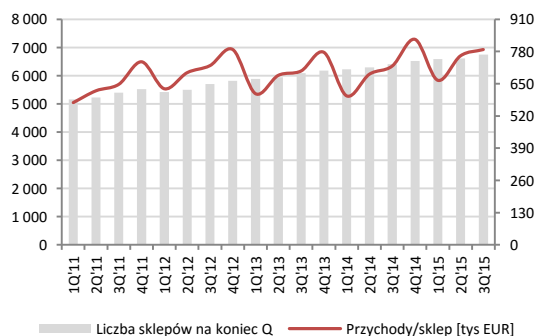
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody wg brandów [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody/sklep [tys. EUR]

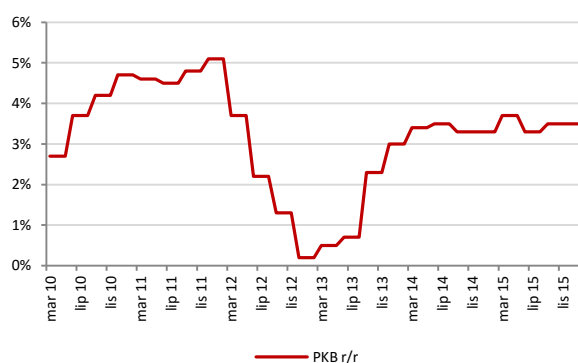


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

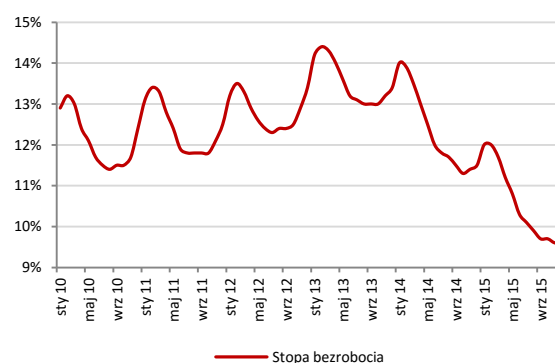
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost (w styczniu wyniosła 9,0% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwanie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost aż o 30,8% r/r. Czynnikiem, które w następnych kwartałach powinny wspierać konsumpcję jest stabilny wzrost PKB (w grudniu wzrost o 3,5%). Po kilku miesiącach spadku deflacji, w grudniu odnotowano stopę na poziomie -0,5% (co oznacza poprawę o 0,1 p.p. względem odczytu za listopad). Spodziewamy się, że presja na ceny może się utrzymywać co najmniej do 1H'16. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach spada i wynosi obecnie 9,6% (odczyt za grudzień; bez zmian m/m).

PKB



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

Stopa bezrobocia



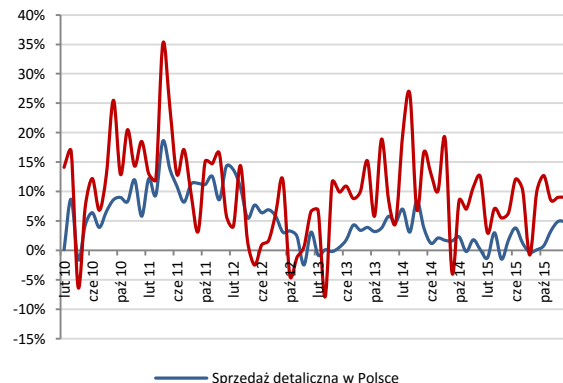
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



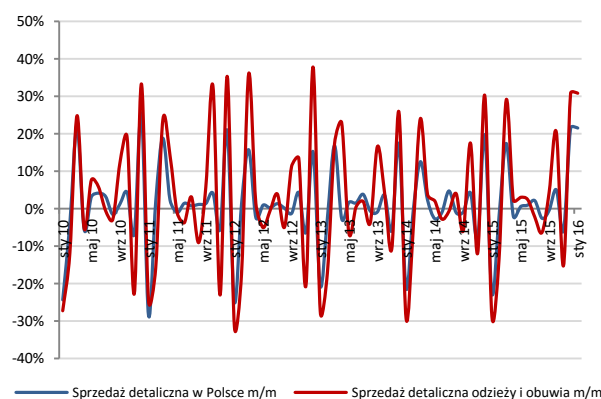
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



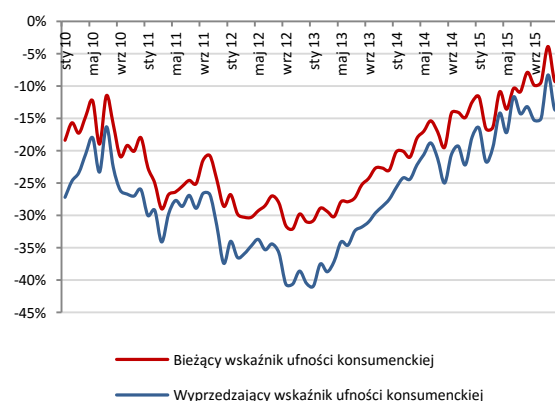
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



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

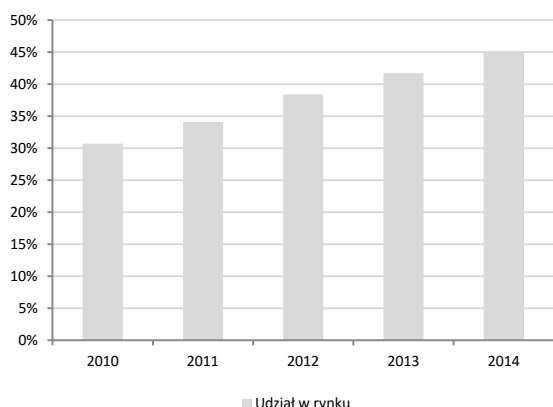
Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



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

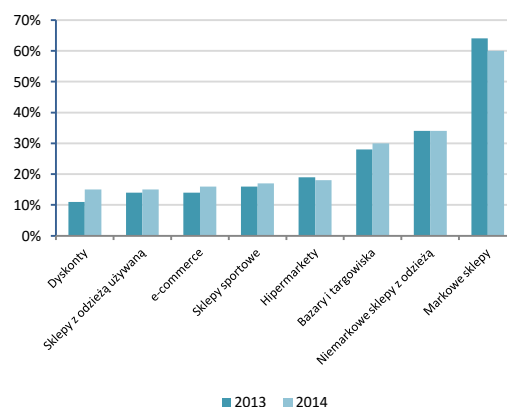
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w '14 był wart ok. 23,0 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 3,6% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. W ostatnich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

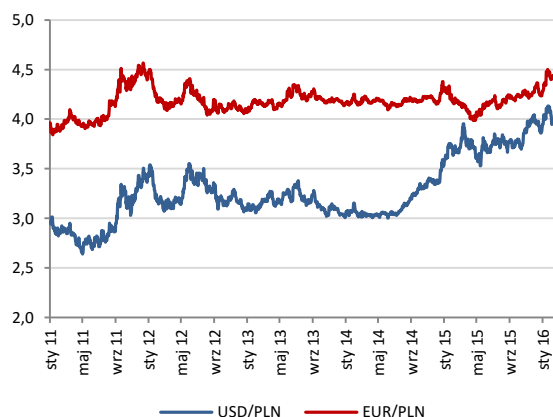
Miejsce zakupu odzieży w Polsce w '14



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

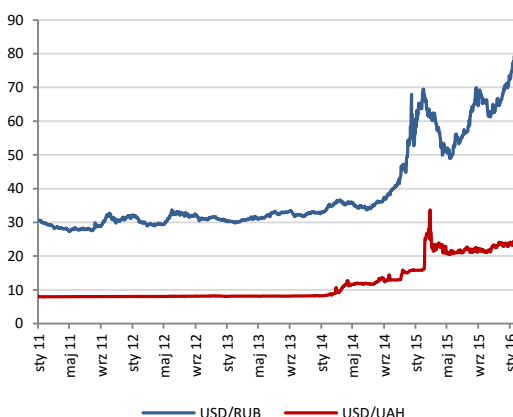
Dla LPP bardzo ważne jest otoczenie makroekonomiczne zagranicą. Jednym z najistotniejszych czynników poza sprzedażą detaliczną, są kursy walutowe, szczególnie USD/PLN. Ostatnie umocnienie dolara bardzo negatywnie odbija się na marży brutto realizowanej przez spółkę (kilkuprocentowe spadki r/r) oraz na 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



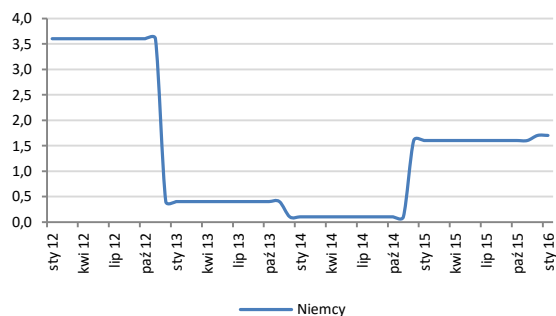
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów USD/RUB i USD/UAH



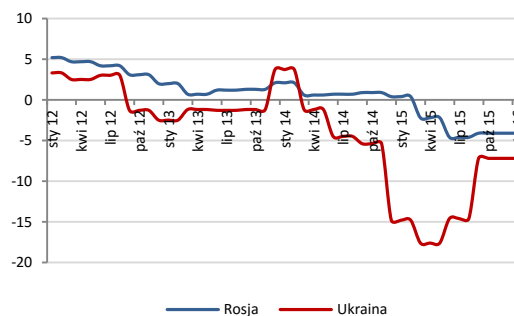
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Niemczech [%]



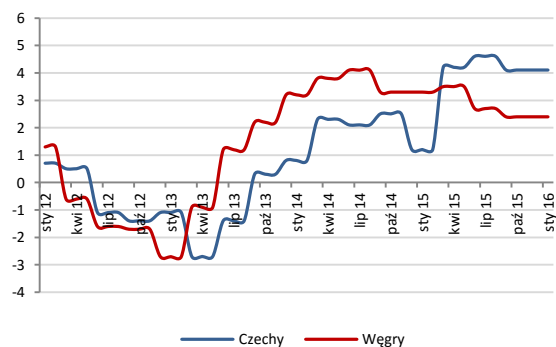
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rosji i na Ukrainie [%]



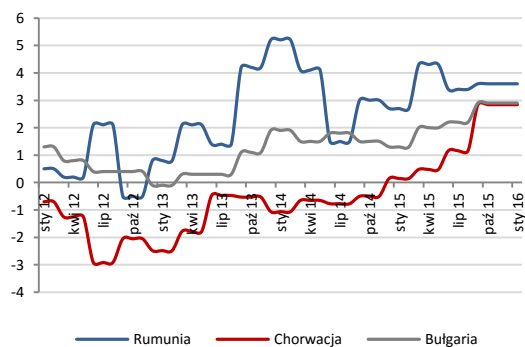
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

PODATEK OD REALIZOWANEGO OBROTU

Jednym z postulatów programu wyborczego PiS było wprowadzenie podatku od sklepów wielkopowierzchniowych, który docelowo miał chronić polski handel. Pierwotna konstrukcja daniny miała objąć placówki, których powierzchnia przekraczałaby 250 mkw., a stawka płaconego podatku miała wynosić 2,0%. Taka konstrukcja spotkała się ze zdecydowanym sprzeciwem środowiska handlowego (głównym argumentem przeciw projektowi było nieadekwatne kryterium powierzchniowe – w analizach branżowych sklepy wielkopowierzchniowe mają co najmniej 400 mkw.). W ramach prac nad ustawą, Ministerstwo Finansów zdecydowało się na zmianę koncepcji. Ostatni projekt z początku lutego ([http://biznes.pap.pl/pl/news/all/info/1509538,projekt-ustawy-o-podatku-od-sprzedazy-detalicznej-\(dokument\)](http://biznes.pap.pl/pl/news/all/info/1509538,projekt-ustawy-o-podatku-od-sprzedazy-detalicznej-(dokument))) zakładał zróżnicowanie progów podatkowych w zależności od dnia handlu oraz od wysokości realizowanej sprzedaży w danym miesiącu.

Zróżnicowanie stawek podatku

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

Ministerstwo Finansów zaproponowało także, aby podatkiem zostały objęte sieci franczyzowe. Zgodnie z projektem daninę miałyby obliczać, pobierać i wpłacać właściciele marki. Ustawodawca wskazał także, że w przypadku gdy franczyzodawca nie zrealizował ww. procedury, sprzedawca detaliczny może zapłacić podatek w części przypadającej na niego sprzedaży. Pomysł objęcia podatkiem podmiotów działających w formie franczyzy spotkał się ponownie ze sprzeciwem większości stowarzyszeń handlowych.

Podatkiem miałyby również zostać objęty segment e-commerce – w przypadku zakupu od podmiotu działającego zagranicą, przewoźnik byłby zobowiązany do uzyskania od wysyłającego oświadczenia o uiszczeniu podatku (lub podleganiu zwolnieniu). W przypadku braku spełnienia obowiązku, przewoźnik musiałby pobrać podatek od wysyłającego zgodnie z wartością przesyłki lub w ryczałtowej wys. 40 PLN.

Po zgłoszeniu uwag ze strony środowisk handlowych ministerstw <http://www.dlahandlu.pl/handel-wielkopowierzchniowy/ministerstwa-zglosily-swoje-uwagi-do-projektu-ustawy-od-sprzedazy-detalicznej-pobierz-opinie,49306.html> oraz UOKiK <http://www.dlahandlu.pl/handel-wielkopowierzchniowy/uokik-wydal-opinie-do-projektu-ustawy-od-sprzedazy-detalicznej-pobierz-pismo,49418.html>, MF pracuje nad nową koncepcją, która ma z jednej strony pozwolić na realizację jego głównych celów (wsparcie rodzimego handlu, wpływ na program 500+), a z drugiej nie spotka się z dezaprobatą handlowców i Komisji Europejskiej (wcześniej KE zanegowała podobny podatek na Węgrzech; jej zdaniem uderzał on w wolną konkurencję).

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	1 231,9	1 515,4	1 795,8	2 586,5	2 666,8	2 728,0	2 763,8	2 778,6	2 771,3	2 753,0	2 727,4	2 696,2	2 660,5
RzAT	896,8	1 037,4	1 258,7	1 368,6	1 364,6	1 336,6	1 278,8	1 195,7	1 087,0	963,3	828,5	684,3	532,1
Wartości niematerialne	20,1	28,7	37,3	40,6	160,2	284,5	413,3	546,3	683,0	823,6	968,0	1 116,1	1 267,8
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	209,6
Pozostałe aktywa trwałe	131,4	239,7	290,1	967,7	932,5	897,3	862,1	826,9	791,7	756,5	721,3	686,1	650,9
Aktywa obrotowe	1 259,7	1 416,4	1 766,0	2 165,3	2 566,0	2 812,8	3 104,8	3 305,4	3 401,9	3 437,1	3 575,2	3 756,5	3 945,4
Zapasy	805,0	979,8	1 317,6	1 468,9	1 637,7	1 738,8	1 826,2	1 946,6	2 060,6	2 171,5	2 279,8	2 386,0	2 490,3
Należności z tyt. dostaw i usług	163,3	176,3	116,4	201,2	232,0	249,6	265,7	280,7	294,3	307,2	319,4	330,9	341,8
Środki pieniężne	149,4	183,3	224,4	387,7	588,7	716,8	905,3	970,5	939,4	850,8	868,4	932,0	1 005,8
Pozostałe aktywa obrotowe	142,0	77,0	107,6	107,6	107,6	107,6	107,6	107,6	107,6	107,6	107,6	107,6	107,6
Aktywa razem	2 491,6	2 931,9	3 561,8	4 751,8	5 232,9	5 540,8	5 868,6	6 084,0	6 173,2	6 190,1	6 302,7	6 452,6	6 605,9
Kapitał własny	1 496,5	1 638,7	1 890,5	2 983,7	3 466,8	3 813,1	4 182,7	4 441,7	4 577,4	4 641,2	4 706,2	4 773,4	4 843,7
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	192,3	211,1	342,3	342,3	342,3	342,3	342,3	353,3	223,3	93,3	58,0	58,0	58,0
Kredyty	184,3	204,5	284,3	284,3	284,3	284,3	284,3	295,3	165,3	35,3	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zob. długoterminowe	8,0	6,7	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	802,7	1 082,1	1 329,1	1 425,9	1 423,8	1 385,5	1 343,6	1 288,9	1 372,5	1 455,6	1 538,4	1 621,2	1 704,2
Zob. z tyt. dostaw i usług	547,6	623,6	719,2	846,0	974,0	1 065,6	1 153,8	1 240,1	1 323,8	1 406,8	1 489,6	1 572,4	1 655,4
Kredyty	173,6	378,3	561,1	531,1	401,1	271,1	141,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zob. krótkoterminowe	81,5	80,2	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8
Pasywa razem	2 491,6	2 931,9	3 561,8	4 751,8	5 232,9	5 540,8	5 868,6	6 084,0	6 173,2	6 190,1	6 302,7	6 452,6	6 605,9
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	4 116,3	4 769,1	5 130,3	6 034,8	6 961,3	7 616,3	8 246,4	8 863,3	9 461,1	10 054,8	10 646,6	11 238,4	11 831,5
Koszty wytworzenia	1 707,2	1 977,1	2 387,5	2 844,7	3 232,3	3 497,6	3 706,3	3 933,5	4 198,8	4 462,4	4 725,0	4 987,6	5 250,8
Wynik brutto ze sprzedaży	2 409,2	2 791,9	2 742,8	3 190,1	3 729,0	4 118,8	4 540,1	4 929,7	5 262,3	5 592,5	5 921,6	6 250,8	6 580,7
Koszty sprzedaży	1 604,8	1 944,8	2 012,2	2 320,0	2 572,5	2 831,1	3 080,6	3 324,0	3 559,0	3 786,2	4 009,5	4 229,5	4 446,5
Koszty zarządu	154,4	203,0	178,9	206,3	228,7	251,7	273,9	295,5	316,4	336,6	356,5	376,0	395,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-34,3	-34,9	-48,5	-55,7	-53,4	-58,4	-63,3	-68,0	-72,6	-77,1	-81,7	-86,2	-90,8
EBITDA	763,8	802,8	726,8	828,2	1 089,6	1 212,2	1 371,8	1 502,4	1 581,0	1 661,8	1 743,6	1 827,8	1 914,8
EBIT	615,6	609,2	503,2	569,5	821,5	921,4	1 062,9	1 179,9	1 249,1	1 324,4	1 403,1	1 485,4	1 571,7
Saldo finansowe	-91,8	-149,3	-88,3	-2,1	1,9	0,2	38,5	21,0	-0,8	2,6	4,3	4,9	5,4
Wynik brutto	523,9	459,9	414,9	567,4	823,4	921,6	1 101,4	1 200,9	1 248,3	1 327,1	1 407,4	1 490,3	1 577,1
Wynik netto	432,9	482,1	352,0	1 163,6	666,9	746,5	892,2	972,8	1 011,1	1 074,9	1 140,0	1 207,1	1 277,4
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
CF operacyjny	508,8	496,8	284,8	635,5	898,5	1 045,4	1 220,8	1 281,5	1 334,3	1 406,7	1 478,0	1 549,9	1 623,6
CF inwestycyjny	-518,2	-480,1	-413,9	-371,8	-383,6	-387,2	-379,8	-372,5	-359,9	-354,2	-350,2	-346,3	-342,7
CF finansowy	-0,6	17,2	169,9	-100,4	-313,8	-530,2	-652,5	-843,7	-1 005,5	-1 141,1	-1 110,2	-1 140,0	-1 207,1
CF netto	-10,0	33,9	40,9	163,3	201,0	128,0	188,5	65,2	-31,1	-88,6	17,6	63,6	73,8
Środki pieniężne na początek okresu	159,4	149,4	183,5	224,4	387,7	588,7	716,8	905,3	970,5	939,4	850,8	868,4	932,0
Środki pieniężne na koniec okresu	149,4	183,3	224,4	387,7	588,7	716,8	905,3	970,5	939,4	850,8	868,4	932,0	1 005,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	27,7%	15,9%	7,6%	17,6%	15,4%	9,4%	8,3%	7,5%	6,7%	6,3%	5,9%	5,6%	5,3%
EBITDA zmiana r/r	35,6%	5,1%	-9,5%	14,0%	31,6%	11,3%	13,2%	9,5%	5,2%	5,1%	4,9%	4,8%	4,8%
EBIT zmiana r/r	35,5%	-1,0%	-17,4%	13,2%	44,2%	12,2%	15,4%	11,0%	5,9%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%
Wynik netto zmiana r/r	22,3%	11,4%	-27,0%	230,5%	-42,7%	11,9%	19,5%	9,0%	3,9%	6,3%	6,1%	5,9%	5,8%
Marża brutto na sprzedaży	58,5%	58,5%	53,5%	52,9%	53,6%	54,1%	55,1%	55,6%	55,6%	55,6%	55,6%	55,6%	55,6%
Marża EBITDA	18,6%	16,8%	14,2%	13,7%	15,7%	15,9%	16,6%	17,0%	16,7%	16,5%	16,4%	16,3%	16,2%
Marża EBIT	15,0%	12,8%	9,8%	9,4%	11,8%	12,1%	12,9%	13,3%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,3%
Marża brutto	12,7%	9,6%	8,1%	9,4%	11,8%	12,1%	13,4%	13,5%	13,2%	13,2%	13,2%	13,3%	13,3%
Marża netto	10,5%	10,1%	6,9%	19,3%	9,6%	9,8%	10,8%	11,0%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,8%
ROE	28,9%	29,4%	18,6%	39,0%	19,2%	19,6%	21,3%	21,9%	22,1%	23,2%	24,2%	25,3%	26,4%
ROA	17,4%	16,4%	9,9%	24,5%	12,7%	13,5%	15,2%	16,0%	16,4%	17,4%	18,1%	18,7%	19,3%
Dług	358,0	582,8	845,3	815,3	685,3	555,3	425,3	295,3	165,3	35,3	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	19,3%	26,2%	30,9%	21,5%	16,5%	12,7%	9,2%	6,2%	3,5%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	23,9%	35,6%	44,7%	27,3%	19,8%	14,6%	10,2%	6,6%	3,6%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	15,3%	25,0%	17,9%	0,8%	0,1%	0,4%	-3,1%	-1,2%	0,6%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%
Dług/Kapitał własny	23,9%	35,6%	44,7%	27,3%	19,8%	14,6%	10,2%	6,6%	3,6%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	208,7	399,5	620,9	427,6	96,6	-161,4	-480,0	-675,2	-774,1	-815,5	-868,4	-932,0	-1005,8
Dług netto/Kapitał własny	13,9%	24,4%	32,8%	14,3%	2,8%	-4,2%	-11,5%	-15,2%	-16,9%	-17,6%	-18,5%	-19,5%	-20,8%
Dług netto/EBITDA	27,3%	49,8%	85,4%	51,6%	8,9%	-13,3%	-35,0%	-44,9%	-49,0%	-49,1%	-49,8%	-51,0%	-52,5%
Dług netto/EBIT	33,9%	65,6%	123,4%	75,1%	11,8%	-17,5%	-45,2%	-57,2%	-62,0%	-61,6%	-61,9%	-62,7%	-64,0%
EV	10 896,8	11 087,6	11 309,0	11 115,7	10 784,7	10 526,7	10 208,2	10 012,9	9 914,0	9 872,6	9 819,7	9 756,1	9 682,3
Dług/EV	3,3%	5,3%	7,5%	7,3%	6,4%	5,3%	4,2%	2,9%	1,7%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	13,2%	11,5%	9,5%	6,2%	5,5%	5,1%	4,6%	4,2%	3,8%	3,5%	3,3%	3,1%	2,9%
CAPEX/Amortyzacja	365,7%	284,3%	218,7%	143,7%	143,1%	133,1%	123,0%	115,5%	108,4%	105,0%	102,8%	101,1%	99,9%
Amortyzacja/Przychody	3,6%	4,1%	4,4%	4,3%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,2%	3,0%	2,9%
Zmiana KO/Przychody	-2,7%	-2,3%	-3,6%	-1,8%	-1,0%	-0,4%	-0,2%	-0,6%	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,3%	-0,3%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-12,6%	-17,2%	-50,4%	-12,1%	-7,7%	-4,1%	-2,4%	-7,9%	-7,4%	-6,9%	-6,4%	-5,9%	-5,4%
Wskaźniki rynkowe	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S	2,6	2,2	2,1	1,8	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
P/E	24,7	22,2	30,4	9,2	16,0	14,3	12,0	11,0	10,6	9,9	9,4	8,9	8,4
P/BV	7,1	6,5	5,7	3,6	3,1	2,8	2,6	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2
P/CE	18,4	16,1	18,5	6,9	8,5	7,3	5,9	5,5	5,5	5,6	5,3	5,0	4,7
EV/EBITDA	14,3	13,8	15,6	13,4	9,9	8,7	7,4	6,7	6,3	5,9	5,6	5,3	5,1
EV/EBIT	17,7	18,2	22,5	19,5	13,1	11,4	9,6	8,5	7,9	7,5	7,0	6,6	6,2
EV/S	2,6	2,3	2,2	1,8	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
BVPS	817,0	894,6	1 032,1	1 628,9	1 892,6	2 081,7	2 283,5	2 424,9	2 498,9	2 533,8	2 569,3	2 606,0	2 644,3
EPS	236,3	263,2	192,2	635,3	364,1	407,5	487,1	531,1	552,0	586,8	622,4	659,0	697,4
CEPS	317,9	363,2	314,7	846,9	685,5	798,8	981,3	1 060,9	1 064,9	1 051,3	1 096,5	1 167,8	1 246,5
Dywidenda [mln PLN]	155,3	171,9	58,0	70,4	183,8	400,2	522,5	713,7	875,5	1 011,1	1 074,9	1 140,0	1 207,1
DPS	84,8	93,8	31,7	38,4	100,4	218,5	285,3	389,6	478,0	552,0	586,8	622,4	659,0
Dyid	1,5%	1,6%	0,5%	0,7%	1,7%	3,7%	4,9%	6,7%	8,2%	9,5%	10,1%	10,7%	11,3%
Payout ratio	43,9%	39,7%	12,0%	20,0%	40,0%	60,0%	70,0%	80,0%	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 5 835,0 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
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	6 412,7	Redukuj	5 658,7	18.03.2016	5 835,0	47 833
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 1Q'16:

Kupuj	5	29%
Akumuluj	7	41%
Trzymaj	4	24%
Redukuj	1	6%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

System rekomendacji:

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

Nota prawna:

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

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową 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 portfelową 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 18.03.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 23.03.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia Klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte 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.

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 18.03.2016 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 pełni 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. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.