Dom Maklerski BDM S.A.

LPP

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 6 381,5 PLN

15 GRUDNIA 2016, 09:11 CEST

Uważamy, że przy obecnych pułapach cenowych wycena LPP jest dosyć atrakcyjna. Od stycznia 2014 roku kurs odzieżowego giganta został mocno poturbowany, co było efektem kanibalizacji na rynku polskim i spadającej marży detalicznej. W naszym odczuciu dane miesięczne z ostatnich okresów mogą świadczyć o tym, że spółka najgorszy okres ma już za sobą. W krótkim terminie akcentujemy znaczącą poprawę wyników już w 4Q'16 (spodziewamy się wzrostu pierwszej marży oraz poprawy EBITDA o blisko 105 mln PLN r/r). W perspektywie '17 oczekujemy kontynuacji pozytywnych tendencji. Przede wszystkim liczymy na odbudowę marki Reserved w Polsce, która w '16 notowała wysokie, ujemne dynamiki sprzedaży z mkw. Zwracamy uwagę, że w obliczu dodatnich odczytów sprzedaży porównywalnej w ostatnich kwartałach, zarząd spółki zdecydował się na przyspieszenie tempa ekspansji powierzchni handlowej w '17 (przyrost o ok. 11% r/r), głównie w kierunku rosyjskim. Odczytujemy to za dobry krok, biorąc pod uwagę fakt ograniczonej konkurencji na tamtejszym rynku. W przyszłym roku na wyniki LPP negatywnie nie będzie wpływała także marka Tallinder. Podsumowując, do '17 podchodzimy z dużym optymizmem i spodziewamy się istotnej odbudowy wyników (estymujemy ok. 6,8 mld PLN przychodów i 827 mln PLN EBITDA). W dłuższej perspektywie duże nadzieje wiążemy z kanałem e-commerce, który obecnie odpowiada jedynie za 2,5% obrotów grupy i docelowo ma wynosić ok. 10% (cel zarządu na '20 to 8%). Mając na względzie wymienione wyżej czynniki, decydujemy się utrzymać zalecenie Akumuluj, wyznaczając cenę docelową na 6 381,5 PLN/akcję.

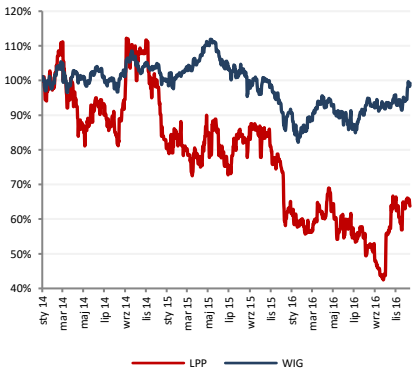
Raporty sprzedażowe za październik i listopad stanowiły przełamanie negatywnych tendencji, co stwarza pole do pierwszego od 3Q'14 lepszego kwartału w porównaniu r/r. Estymujemy, że w 4Q'16 detalista wypracuje blisko 1,9 mld PLN obrotów, realizując jednocześnie 57,3% marży brutto ze sprzedaży (poprawa o 2,5 p.p. r/r). Pomimo dalszych wzrostów kosztów okołosklepowych liczymy, że grupie uda się wygenerować ok. 402,6 mln PLN EBITDA, co oznaczałoby wzrost r/r o blisko 105 mln PLN. W perspektywie nadchodzących kwartałów w '17 oczekujemy istotnej odbudowy rezultatów finansowych. Przede wszystkim liczymy na odbudowę w marce Reserved w Polsce i powrót do dodatniej sprzedaży z mkw. (w 1-3Q'15 odczyty były na poziomie -15% r/r). Spodziewamy się również dalszej pozytywnej kontrybucji w młodszych markach grupy (Mohito i Sinsay) oraz podtrzymania wzrostów na rynku rosyjskim. W modelu zakładamy przyrost powierzchni handlowej w '17 o 10-11% r/r. Pomimo ostatniego osłabienia złotówki względem dolara, spodziewamy się, że grupie uda się wykorzystać efekt niskiej bazy i odbudować pierwszą marżę (szczególnie w przypadku 1Q i 3Q). Zakładamy również, że presja na koszty okołosklepowe zdecydowanie się osłabi (w naszych prognozach przyjmujemy m.in. 6% wzrost płac), co było jednym z ważniejszych czynników obciążających EBITDA'16. Podsumowując, estymujemy że w '17 LPP wypracuje 6,8 mld PLN przychodów, realizując jednocześnie 52% marży (na ostatniej konferencji wynikowej władze grupy wskazywały, że rentowność w '17 będzie mieścić się w przedziale 52-53%). Na poziomie EBITDA liczymy na 826,9 mln PLN, natomiast zysk netto może wzrosnąć do 375,0 mln PLN. W perspektywie długoterminowej zakładamy istotny wzrost kanału internetowego w sprzedaży (do 6% w '20, zarząd liczy na 8%).

Wycena końcowa [PLN]	**6 381,5**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+10,2%**
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	5 789,0
Kapitalizacja [mln PLN]	10 603,9
Ilość akcji [mln szt.]	1,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	6 000,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3 820,0
Stopa zwrotu za 3 mc	+41,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	+9,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	+11,2%
Akcjonariat (% głosów):	
Forum TFI	10,9%
Marek Piechocki	9,5%
Jerzy Lubianiec	9,5%
Aviva OFE	7,4%
NN OFE	5,9%
Pozostali	56,8%

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

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	4 769,1	5 130,4	6 015,7	6 801,8	7 655,9	8 361,5
EBITDA [mln PLN]	802,8	726,2	627,3	826,9	988,7	1 103,8
EBIT [mln PLN]	609,2	502,7	364,4	547,6	695,8	795,1
Wynik brutto [mln PLN]	459,9	414,4	299,7	463,0	694,1	835,0
Wynik netto adj. [mln PLN]	369,1	351,3	247,0	375,0	562,2	676,3
P/BV	6,5	5,6	5,0	4,3	3,8	3,4
P/E	30,2	42,9	28,3	18,9	15,7	13,4
EV/EBITDA	13,7	15,5	18,0	13,6	11,2	9,8
EV/EBIT	18,1	22,3	31,0	20,5	15,9	13,6
DPS	93,8	31,7	32,7	22,9	122,9	214,9

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



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYCENA DCF 4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ 7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA 9
WYNIKI ZA 3Q'2016 10
WYNIKI SPÓŁEK ODZIEŻOWYCH W 3Q'16 14
PROGNOZA NA 4Q'16 I KOLEJNE OKRESY 16
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU 21
LPP NA TLE H&M I INDITEX 21
OTOCZENIE RYNKOWE 25
PODATEK OD REALIZOWANEGO OBROTU 28
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 29

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny LPP dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 60% wagi, natomiast analizie porównawczej 40%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 6 497,8 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 6 207,0 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie **6 381,5 PLN/akcję.**

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

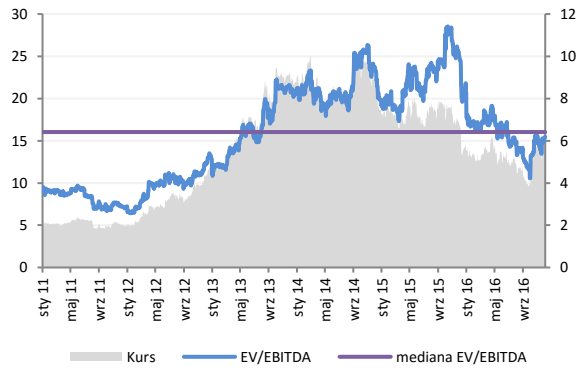
		mln PLN	PLN
A	Wycena DCF	11 902,2	6 497,8
B	Wycena porównawcza	11 369,6	6 207,0
C = (60%*A + 40%*B)	**Wycena końcowa**	**11 689,1**	**6 381,5**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

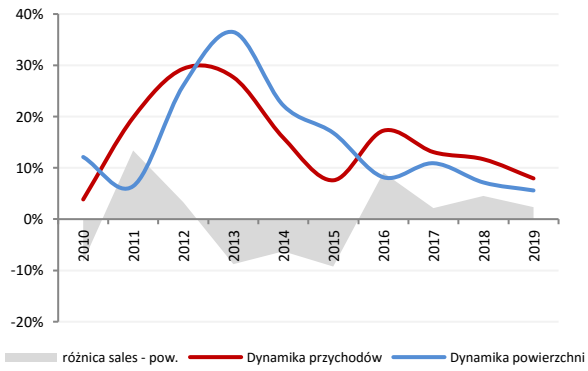
Raporty sprzedażowe za październik i listopad stanowiły przełamanie negatywnych tendencji, co stwarza pole do pierwszego od 3Q'14 lepszego kwartału w porównaniu r/r. Estymujemy, że w 4Q'16 detalista wypracuje blisko 1,9 mld PLN obrotów, realizując jednocześnie 57,3% marży brutto ze sprzedaży (poprawa o 2,5 p.p. r/r). Pomimo dalszych wzrostów kosztów okołosklepowych liczymy, że grupie uda się wygenerować ok. 402,6 mln PLN EBITDA, co oznaczałoby wzrost r/r o blisko 105 mln PLN. W perspektywie nadchodzących kwartałów w '17 oczekujemy istotnej odbudowy rezultatów finansowych. Przede wszystkim liczymy na odbudowę w marce Reserved w Polsce i powrót do dodatniej sprzedaży z mkw. (w 1-3Q'15 odczyty były na poziomie -15% r/r). Spodziewamy się również dalszej pozytywnej kontrybucji w młodszych markach grupy (Mohito i Sinsay) oraz podtrzymania wzrostów na rynku rosyjskim. W modelu zakładamy przyrost powierzchni handlowej w '17 o 10-11% r/r. Pomimo ostatniego osłabienia złotówki względem dolara, spodziewamy się, że grupie uda się wykorzystać efekt niskiej bazy i odbudować pierwszą marżę (szczególnie w przypadku 1Q i 3Q). Zakładamy również, że presja na koszty okołosklepowe zdecydowanie się osłabi (w naszych prognozach przyjmujemy m.in. 6% wzrost płac), co było jednym z ważniejszych czynników obciążających EBITDA'16. Podsumowując, estymujemy że w '17 LPP wypracuje 6,8 mld PLN przychodów, realizując jednocześnie 52% marży (na ostatniej konferencji wynikowej władze grupy wskazywały, że rentowność w '17 będzie mieścić się w przedziale 52-53%). Na poziomie EBITDA liczymy na 826,9 mln PLN, natomiast zysk netto może wzrosnąć do 375,0 mln PLN. W perspektywie długoterminowej zakładamy istotny wzrost kanału internetowego w sprzedaży (do 6% w '20, zarząd liczy na 8%) oraz stopniowe wygaszanie tempa rozbudowy sieci i skupienie się na jej efektywności.

Minione dwa lata ciężko uznać dla LPP za udane, co wyraźnie odbiło się na kursie odzieżowego giganta. Naszym zdaniem obecne pułapy cenowe wydają się atrakcyjne do budowania pozycji na walorach spółki. Przede wszystkim zwracamy uwagę na ostatnie raporty sprzedażowe, które sugerują zatrzymanie erozji pierwszej marży. Tym samym w połączeniu z dwucyfrowymi dynamikami obrotów liczymy na istotnie lepszy 4Q'16 w ujęciu r/r (wzrost EBITDA o ok. 105 mln PLN). Podtrzymania tych tendencji oczekujemy w '17. W naszej ocenie nadchodzące okresy powinny przynieść wyraźnie odbicie sprzedaży w Reserved w Polsce oraz kontynuację wzrostów młodszych marek grupy (Mohito i Sinsay), co pozwoliłoby na utrzymanie dodatnich odczytów sprzedaży porównywalnej. Zakładamy również, że cały czas istotnym wsparciem dla wyników grupy będzie rynek rosyjski (LPP wykorzystuje brak dużych graczy odzieżowych), w którym spółka chce zwiększyć powierzchnię handlową w '17 o blisko 14% r/r. Liczymy także, że detalista wykorzysta niską bazę marżową z '16 i poprawi rentowność detaliczną (szczególnie w okresie 1Q i 3Q'17; w skali roku szacujemy wzrost o 1,3 p.p. r/r). Do wyników grupy nie będzie również negatywnie kontrybuowała zamykana marka Tallinder, która w br. obciążyła zysk netto o ponad 40 mln PLN. Tym samym spodziewamy się, że LPP wypracuje w przyszłym roku blisko 6,8 mld PLN oraz 827 mln PLN EBITDA (+200 mln PLN r/r). W dłuższym terminie ważnym wsparciem dla realizowanej sprzedaży powinien być kanał e-commerce, który obecnie odpowiada za 2,5% przychodów, natomiast wg strategii zarządu w '20 ma generować ok. 8 % obrotu (w modelu przyjmujemy 6%). Zwracamy też uwagę, że według naszych założeń LPP jest notowane z dużym dyskontem względem grupy Inditex, która jest jednym z głównych konkurentów spółki. Dlatego też decydujemy się na podtrzymanie zalecenia Akumuluj i wyznaczenie ceny docelowej na poziomie 6 381,5 PLN/akcję.

Wskaźnik wyprzedzający EV/EBITDA (+4Q)



Dynamika przychodów na tle przyrostu powierzchni handlowej



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 50-51%, co wynika z dużej presji kursu USD/PLN. W '17 podchodzimy bardziej konserwatywnie aniżeli wskazywał zarząd i przyjmuje, że rentowność detaliczna podniesie się do 52% (władze grupy liczą na poziom 52-53%, jednak przy założonym kursie 4,0-4,1 USD/PLN) W kolejnych latach zakładamy, że LPP będzie w stanie powrócić do rentowności na poziomie 53-54% (długoterminowa średnia historyczna wynosi ok. 56%).
- Przyjmujemy również, że w latach 2016-18 LPP zwiększy powierzchnię handlową do 1102,1 tys. mkw. na koniec '18 względem 912,3 tys. mkw. na koniec 4Q'16.
- Założenia dla przychodu z mkw.:

Sprzedaż z mkw. w walutach lokalnych

		4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	>2019P
Polska	Reserved	1,3%	4,0%	4,0%	2,5%	2,5%	-9,2%	-5,9%	4,6%	1,2%	1,2%	1,1%
	Cropp	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	-7,5%	1,0%	1,7%	1,2%	1,2%	1,1%
	House	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	-2,6%	3,2%	0,5%	1,2%	1,2%	1,1%
	Mohito	4,0%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	-7,4%	5,4%	1,9%	1,2%	1,2%	1,1%
	Sinsay	10,0%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	-6,1%	10,7%	3,4%	1,2%	1,2%	1,1%
UE	Reserved	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	-17,8%	-1,8%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
	Cropp	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	-14,0%	7,6%	1,1%	1,4%	1,3%	1,3%
	House	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	-12,5%	-3,0%	-0,3%	1,4%	1,3%	1,3%
	Mohito	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	10,7%	24,6%	-0,1%	1,4%	1,3%	1,3%
	Sinsay	15,0%	5,0%	1,5%	1,5%	1,5%	4,5%	8,6%	0,9%	1,4%	1,3%	1,3%
Rosja	Reserved	10,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	24,7%	18,5%	6,3%	1,5%	1,2%	1,2%
	Cropp	10,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	28,2%	23,5%	7,3%	1,5%	1,2%	1,2%
	House	10,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	30,9%	17,4%	7,1%	1,5%	1,2%	1,2%
	Mohito	10,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	30,3%	23,7%	7,0%	1,5%	1,2%	1,2%
	Sinsay	10,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	5,7%	36,5%	9,0%	1,5%	1,2%	1,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spodziewamy się, że w 2017 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 2016-26 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 2026 roku na poziomie 2,0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2026 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 1,8 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 01.03.2017.

Metoda DCF dała wartość spółki LPP na poziomie 11 902,2 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 6 497,8 PLN.

Wrażliwość EBIT na zmianę kursów walutowych*

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
-10%	268,0	287,6	303,9	314,5	323,2	339,8	357,0	374,7	393,2	412,4
-5%	103,0	111,2	117,8	122,4	126,2	132,9	139,7	146,8	154,1	161,7
kurs bazowy	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
+5%	-107,5	-116,5	-123,6	-128,7	-133,2	-140,3	-147,7	-155,2	-163,0	-171,1
+10%	-347,1	-377,0	-401,1	-418,9	-434,5	-458,3	-482,7	-507,7	-533,5	-560,3

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

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	6 801,8	7 655,9	8 361,5	9 013,9	9 625,0	10 215,6	10 788,4	11 352,2	11 915,1	12 482,6
EBIT [mln PLN]	547,6	695,8	795,1	924,4	1 071,6	1 144,9	1 217,7	1 291,0	1 366,0	1 443,4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	104,0	132,2	151,1	175,6	203,6	217,5	231,4	245,3	259,5	274,2
NOPLAT [mln PLN]	443,5	563,6	644,0	748,8	868,0	927,3	986,3	1 045,7	1 106,4	1 169,1
Amortyzacja [mln PLN]	279,3	293,0	308,7	314,5	317,7	319,5	319,6	319,1	318,4	318,4
CAPEX [mln PLN]	-413,2	-372,4	-337,4	-330,6	-326,9	-319,6	-317,1	-315,9	-318,5	-319,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-153,4	-61,9	-56,0	-22,3	-39,4	-30,7	-34,4	-28,9	-24,5	-22,1
FCF [mln PLN]	156,3	422,3	559,3	710,4	819,4	896,6	954,4	1 020,0	1 081,8	1 146,0
DFCF [mln PLN]	146,5	366,4	448,6	526,0	559,6	564,4	553,5	544,6	531,4	517,6
Suma DFCF [mln PLN]	4 758,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	17 334,1			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:		2,0%				
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	7 829,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	12 588,6									
Dług netto [mln PLN]	686,4									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	**11 902,2**									
Ilość akcji [tys.]	1,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**6 497,8**									

Przychody zmiana r/r	13,1%	12,6%	9,2%	7,8%	6,8%	6,1%	5,6%	5,2%	5,0%	4,8%
EBIT zmiana r/r	50,3%	27,1%	14,3%	16,3%	15,9%	6,8%	6,4%	6,0%	5,8%	5,7%
FCF zmiana r/r	-759,3%	170,2%	32,5%	27,0%	15,3%	9,4%	6,5%	6,9%	6,1%	5,9%
Marża EBITDA	12,2%	12,9%	13,2%	13,7%	14,4%	14,3%	14,2%	14,2%	14,1%	14,1%
Marża EBIT	8,1%	9,1%	9,5%	10,3%	11,1%	11,2%	11,3%	11,4%	11,5%	11,6%
Marża NOPLAT	6,5%	7,4%	7,7%	8,3%	9,0%	9,1%	9,1%	9,2%	9,3%	9,4%
CAPEX / Przychody	6,1%	4,9%	4,0%	3,7%	3,4%	3,1%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%
CAPEX / Amortyzacja	147,9%	127,1%	109,3%	105,1%	102,9%	100,0%	99,2%	99,0%	100,0%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	2,3%	0,8%	0,7%	0,2%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	19,5%	7,2%	7,9%	3,4%	6,4%	5,2%	6,0%	5,1%	4,4%	3,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	77,3%	79,3%	82,5%	85,0%	87,1%	88,8%	90,2%	91,7%	93,1%	94,5%
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	22,7%	20,7%	17,5%	15,0%	12,9%	11,2%	9,8%	8,3%	6,9%	5,5%
WACC	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%

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	6 756,7	7 098,1	7 493,4	7 956,5	6 643,0	9 170,3	9 987,3	11 017,5	12 356,9
	0,8	6 269,4	6 559,0	6 891,0	7 275,8	7 726,8	8 262,9	8 910,5	9 708,6	10 716,5
	0,9	5 838,9	6 086,5	6 368,0	6 691,0	7 065,5	7 504,9	8 027,5	8 659,5	9 439,3
	1,0	5 456,0	5 669,1	5 909,7	6 183,5	6 497,8	6 862,4	7 290,5	7 800,1	8 417,0
	1,1	5 113,3	5 297,9	5 505,0	5 738,9	6 005,2	6 311,1	6 666,1	7 083,3	7 580,3
	1,2	4 804,9	4 965,7	5 145,1	5 346,4	5 573,8	5 832,9	6 130,6	6 476,5	6 883,0
	1,3	4 525,9	4 666,8	4 823,1	4 997,4	5 193,1	5 414,3	5 666,4	5 956,2	6 293,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
premia za ryzyko	3,00%	7 312,5	7 718,8	8 194,4	8 758,7	9 439,2	10 275,7	11 329,0	12 695,8	14 540,5
	4,00%	6 269,4	6 559,0	6 891,0	7 275,8	7 726,8	8 262,9	8 910,5	9 708,6	10 716,5
	5,00%	5 456,0	5 669,1	5 909,7	6 183,5	6 497,8	6 862,4	7 290,5	7 800,1	8 417,0
	6,00%	4 804,9	4 965,7	5 145,1	5 346,4	5 573,8	5 832,9	6 130,6	6 476,5	6 883,0
	7,00%	4 272,5	4 396,5	4 533,4	4 685,3	4 854,7	5 044,9	5 260,1	5 505,4	5 787,6
	8,00%	3 829,8	3 927,1	4 033,5	4 150,5	4 279,7	4 423,1	4 583,2	4 763,1	4 966,8
	9,00%	3 456,3	3 533,6	3 617,7	3 709,4	3 809,8	3 920,3	4 042,3	4 177,8	4 329,2

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%	11 676,3	10 831,5	10 091,9	9 439,2	8 858,9	8 339,6	7 872,3	7 449,7	7 065,5
	4,00%	9 865,5	9 045,0	8 339,6	7 726,8	7 189,6	6 715,0	6 292,6	5 914,4	5 573,8
	5,00%	8 506,5	7 726,8	7 065,5	6 497,8	6 005,2	5 573,8	5 193,1	4 854,7	4 552,0
	6,00%	7 449,7	6 715,0	6 098,4	5 573,8	5 122,3	4 729,6	4 385,2	4 080,8	3 809,8
	7,00%	6 604,8	5 914,4	5 339,9	4 854,7	4 439,7	4 080,8	3 767,6	3 491,9	3 247,5
	8,00%	5 914,4	5 265,6	4 729,6	4 279,7	3 896,8	3 567,2	3 280,7	3 029,5	2 807,6
	9,00%	5 339,9	4 729,6	4 228,5	3 809,8	3 455,2	3 151,1	2 887,7	2 657,5	2 454,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-18 dla wybranych spółek z branży odzieżowej. W wycenie uwzględniliśmy H&M, Inditex oraz CCC (jedyna krajowa spółka poza LPP o zasięgu międzynarodowym), co naszym zdaniem oddaje charakter działalności LPP. Obecnie nie uwzględniamy spółek z rynku brytyjskiego (Next, Burberry, Marks&Spencer; analizę prezentujemy jedynie poglądowo), bowiem uważamy, że skutki brexitu mogą zdecydowanie wpłynąć na wyniki osiągane przez te podmioty. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy jednakową wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 50%). Ostateczna wycena LPP metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **6 207,0 PLN.**

Wycena porównawcza względem CCC, H&M i Inditex

	P/E		EV/EBITDA	
	2017P	**2018P**	**2017P**	**2018P**
CCC	23,9	19,4	16,6	13,9
Inditex	27,2	24,0	15,7	13,8
H&M	21,3	19,0	12,2	10,8
Mediana	**23,9**	**19,4**	**15,7**	**13,8**
LPP	28,1	18,7	13,6	11,2
Premia/dyskonto względem grupy	17,6%	-3,3%	-13,6%	-19,3%
Premia/dyskonto względem Inditex	3,5%	-22,0%	-13,6%	-19,3%
Premia/dyskonto względem H&M	32,1%	-1,3%	11,5%	3,9%
Wycena wg wskaźnika	**4 891,8**	**5 951,2**	**6 753,9**	**7 231,2**
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	**5 421,5**		**6 992,6**	
Waga wskaźnika	50%		50%	
Wycena końcowa [PLN]	**6 207,0**			

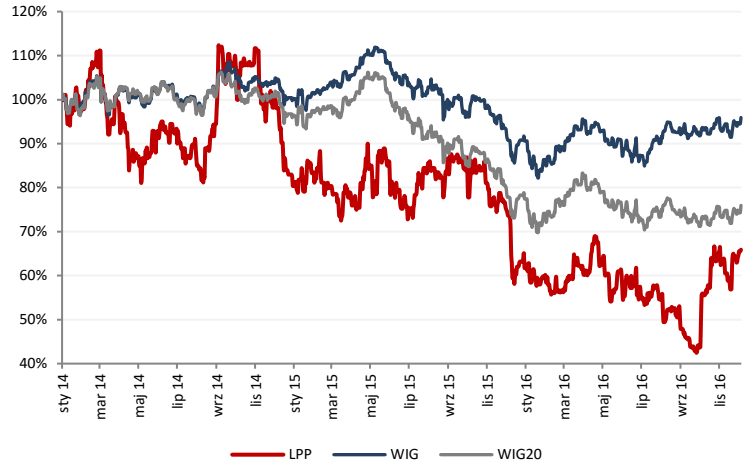
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Mnożniki podmiotów o zasięgu międzynarodowym

	P/E		EV/EBITDA	
	2017P	**2018P**	**2017P**	**2018P**
CCC	23,9	19,4	16,6	13,9
Inditex	27,2	24,0	15,7	13,8
H&M	21,3	19,0	12,2	10,8
Asos	48,3	37,2	24,0	19,2
Next	11,2	11,1	8,3	8,3
Marks&Spencer	11,6	11,4	6,0	5,8
Urban Outfitters	16,3	15,4	7,0	6,5
Burberry	18,3	16,4	9,3	8,2
Mediana	**19,8**	**17,7**	**10,8**	**9,5**
LPP	28,3	18,9	13,6	11,2
Premia/dyskonto względem grupy	42,7%	6,4%	26,4%	17,5%
Premia/dyskonto względem Inditex	4,1%	-21,6%	-13,6%	-19,3%
Premia/dyskonto względem H&M	32,9%	-0,7%	11,5%	3,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

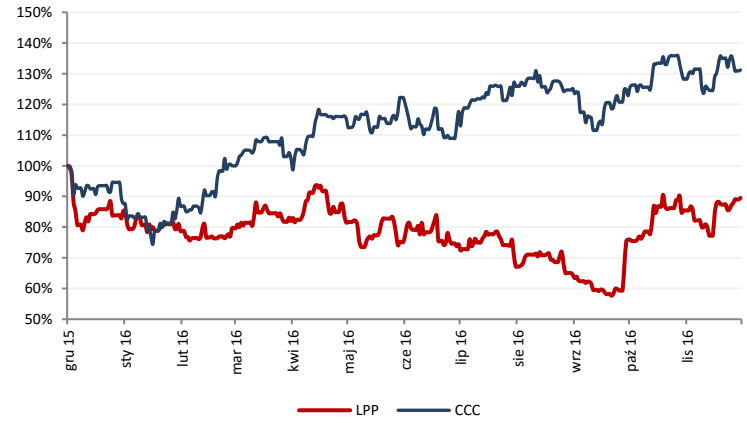
Zachowanie kursu na tle WIG



Od października '14 kurs LPP cały czas tracił, co było spowodowane pogarszającymi się odczytami sprzedaży lfl oraz marży. Po ostatnich dobrych danych miesięcznych kurs zaczął odbijać.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

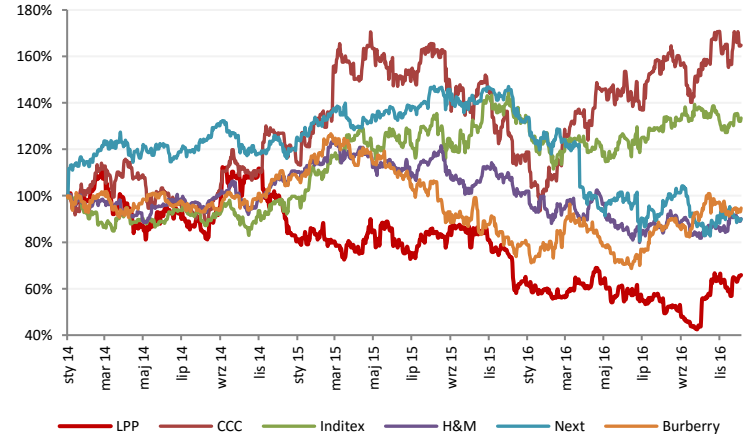
Zachowanie kursu na tle CCC



Na przestrzeni roku walory CCC radziły sobie znacznie lepiej niż akcje LPP. W naszej ocenie był to efekt wysokich dynamik sprzedaży stacjonarnej, rozbudowy sieci oraz akwizycji eobuwie.pl.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. , Bloomberg

Zachowanie kursu na tle podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. , Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

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

- **Podatek od sieci wielkopowierzchniowych**
  Jednym z postulatów wyborczych PiS było wprowadzenie podatku od sklepów, który pierwotnie miał być oparty o kryterium powierzchniowe (daniną miały być objęte sklepy o powierzchni przekraczającej 250 mkw., stawka podatkowa miała wynosić 2%). Następny projekt ustawy zakładał jednak, że podatek będzie dotyczył wszystkie podmioty, które przekroczą miesięczny obrót w wys. 1,5 mln PLN. Ostatecznie przyjęto koncepcję z kwotą wolną od podatku w wys. 17 mln PLN/miesięcznie. Zwracamy uwagę, że Komisja Europejska zgłosiła szereg zastrzeżeń do założeń daniny i nakazała wstrzymanie jej egzekwowania. Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 27.

- **Zakaz handlu w niedzielę**
  W sejmie toczą się prace nad zakazem handlu w niedzielę, na bazie zebranych podpisów oraz wniosku NSZZ Solidarność. Póki co nie wiadomo jaki będzie ostateczny kształt ewentualnej ustawy, jednak może on negatywnie odbić się na szerokim sektorze handlu (spadek obrotów, przynajmniej w krótkim terminie). Z drugiej strony detaliści zapewne będą starali się obronić wyniki m.in. poprzez ograniczenie zatrudnienia. Według naszych szacunków niedziela odpowiada za ok. 13-15% tygodniowej sprzedaży LPP.

- **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. 8-9%, natomiast w okresie 2017-18 o kolejne 8-10%.

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

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

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

WYNIKI ZA 3Q'2016

Podobnie jak w poprzednich kwartałach, wyniki 3Q'16 były znacznie słabsze w relacji r/r. W ujęciu przychodowym grupa wypracowała blisko 1,5 mld PLN obrotów, co implikuje dynamikę rzędu 18% (podkreślamy wysoką dynamikę sprzedaży lfl). Zwracamy uwagę, że rezultaty są znacznie powyżej tempa rozbudowy powierzchni handlowej, która zwiększyła się blisko 11% r/r. Na poziomie pierwszej marży LPP zaraportowało jedynie 47,1%. Jest to efekt zmienionej polityki cenowej. W okresie lipiec-sierpień spółka zdecydowała się na bardzo agresywne wyprzedaże, które wiązały się z ubytkiem 8 p.p. marży (dopiero we wrześniu detalista zanotował odbicie rentowności), jednak przełożyły się na bardzo dobre przepływy gotówkowe z działalności operacyjnej. Wzrost kosztów najmu (aprecjacja EUR) i prowadzone podwyżki płac spowodowały duży wzrost kosztów SG&A. W 3Q'16 LPP dokonało także odpisów na markę Tallinder w wys. 24,6 mln PLN, co dodatkowo obciążyło EBITDA grupy (spadek do 72,9 mln PLN). Strata netto była bliska 6,5 mln PLN.

Oceniając poszczególne marki należy wskazać, że wszystkie brandy poprawiły sprzedaż z mkw. r/r. Szczególnie pozytywnie wyróżnia się Mohito. Zwracamy uwagę, że wysokie dwucyfrowe dynamiki sprzedaży LPP zanotowało w przypadku Sinsay (+45% r/r; prawie 80% przyrost obrotów zagranicą) oraz Mohito (+25% r/r). Bardzo dobrze zaprezentował się również kanał internetowy, który wygenerował 31,6 mln PLN obrotów, co implikuje dynamikę rzędu 127% r/r (e-commerce odpowiada za ok. 2% grupy). Łączna liczba sklepów na koniec 3Q'16 wynosiła 1 668 punktów, a powierzchnia ok. 888 tys. mkw.

Wyniki LPP za 3Q'16 [mln PLN]

	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'16P BDM	odchylenie	1-3Q'15	1-3Q'16	zmiana r/r
Przychody	1 261,5	1 488,4	18,0%	1 487,0	0,1%	3 555,3	4 165,6	17,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	663,2	700,6	5,6%	697,8	0,4%	1 880,1	1 992,1	6,0%
EBITDA	162,6	72,9	-55,2%	85,9	-15,2%	429,2	224,6	-47,7%
EBIT	106,8	4,8	-95,5%	21,5	-77,7%	267,3	27,4	-89,8%
Wynik brutto	92,5	-3,2	-	36,2	-	221,0	16,7	-92,4%
Wynik netto	79,7	-6,5	-	29,3	-	179,0	17,7	-90,1%
marża brutto ze sprzedaży	52,6%	47,1%		46,9%		52,9%	47,8%	
marża EBITDA	12,9%	4,9%		5,8%		12,1%	5,4%	
marża EBIT	8,5%	0,3%		1,4%		7,5%	0,7%	
marża netto	6,3%	-		2,0%		5,0%	0,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody wg marek [mln PLN] – cz. 1

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16
Przychody wg marki	**750,8**	**991,0**	**1107,5**	**1267,0**	**945,0**	**1185,1**	**1234,2**	**1404,7**	**1002,6**	**1291,3**	**1261,5**	**1575,0**	**1174,8**	**1502,4**	**1488,4**
Reserved	393,0	501,4	544,4	635,1	479,2	576,1	579,8	676,0	492,8	627,0	560,0	748,8	537,7	666,4	661,0
Cropp	124,7	170,1	193,0	199,2	136,3	194,1	220,9	220,0	142,4	196,0	217,0	232,6	167,4	232,3	246,0
House	93,1	133,2	145,3	174,7	111,5	157,8	164,9	200,0	127,1	160,0	170,0	214,7	144,1	188,9	192,0
Mohito	83,0	108,0	121,7	143,7	111,9	131,6	133,6	146,0	114,6	146,0	151,0	172,9	149,6	183,4	189,0
Sinsay	2,1	13,0	22,2	36,7	33,4	55,1	58,6	78,0	58,0	83,0	83,0	104,4	88,2	117,3	120,0
Tallinder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	3,1	3,8
e-commerce	1,7	6,9	6,6	11,5	12,4	16,1	12,8	23,4	18,0	17,4	13,9	30,0	27,4	41,0	31,6
Outlety	53,2	58,4	74,3	66,1	60,3	54,3	63,6	61,3	49,7	61,9	66,6	71,6	59,7	70,1	45,0
Liczba sklepów	**1 102**	**1 179**	**1 213**	**1 320**	**1 334**	**1 488**	**1 453**	**1 516**	**1 567**	**1 591**	**1 574**	**1 627**	**1 641**	**1 686**	**1 668**
Reserved	346	361	364	386	382	410	413	425	444	426	437	449	448	447	449
Cropp	298	311	320	337	333	379	357	366	371	382	362	372	375	388	375
House	258	264	272	292	292	326	301	308	315	330	311	319	322	343	326
Mohito	170	188	191	219	226	243	246	256	265	268	271	280	281	284	288
Sinsay	13	36	44	62	77	104	113	129	140	150	157	170	172	179	185
Tallinder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6	8	8
Outlet	17	19	22	24	24	26	23	32	32	35	36	37	37	37	37
Powierzchnia sieci	**453,0**	**503,0**	**517,0**	**591,0**	**609,0**	**675,0**	**682,0**	**722,0**	**747,7**	**774,6**	**798,9**	**843,4**	**855,0**	**872,8**	**888,2**
Reserved	258,0	279,0	288,0	323,0	327,0	359,0	368,0	390,0	403,8	412,4	435,8	461,3	467,1	473,8	487,3
Cropp	74,0	83,0	82,0	91,0	93,0	104,0	102,0	105,0	106,4	111,5	109,1	114,5	115,4	117,7	116,8
House	66,0	71,0	71,0	80,0	83,0	91,0	87,0	89,0	90,4	96,7	95,3	99,7	100,4	104,9	103,8
Mohito	43,0	52,0	54,0	67,0	71,0	77,0	78,0	83,0	86,8	89,1	90,3	94,4	94,9	95,8	97,6
Sinsay	4,0	10,0	13,0	21,0	26,0	35,0	38,0	44,0	48,5	52,5	54,8	59,7	60,5	63,1	65,2
Tallinder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,9	3,7	3,7
Outlet	8,0	8,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	11,0	11,8	12,4	13,6	13,8	13,8	13,8	13,8

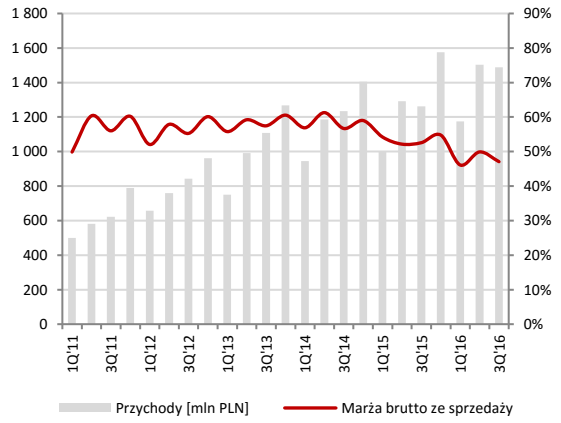
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody wg marek [mln PLN] – cz. 2

Przychód jednostkowy [tys. PLN/mkw]	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16
Reserved	1,5	1,9	1,9	2,1	1,5	1,7	1,6	1,8	1,2	1,5	1,3	1,7	1,2	1,4	1,4
Cropp	1,7	2,2	2,3	2,3	1,5	2,0	2,1	2,1	1,3	1,8	2,0	2,1	1,5	2,0	2,1
House	1,4	1,9	2,0	2,3	1,4	1,8	1,9	2,3	1,4	1,7	1,8	2,2	1,4	1,8	1,8
Mohito	1,9	2,3	2,3	2,4	1,6	1,8	1,7	1,8	1,3	1,7	1,7	1,9	1,6	1,9	2,0
Sinsay	0,5	1,9	1,9	2,2	1,4	1,8	1,6	1,9	1,3	1,6	1,5	1,8	1,5	1,9	1,9
Tallinder	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5	0,9	1,0
dynamika przychodu z mkw.															
Reserved					-3,2%	-10,1%	-16,9%	-14,2%	-15,8%	-8,5%	-17,2%	-6,4%	-6,7%	-7,8%	4,2%
Cropp					-12,1%	-9,1%	-8,3%	-7,7%	-9,1%	-8,7%	-8,3%	-2,1%	8,1%	10,8%	6,6%
House					-3,0%	-6,7%	-9,5%	-1,8%	3,6%	-5,7%	-4,4%	-3,1%	1,6%	7,6%	3,9%
Mohito					-16,0%	-21,8%	-24,9%	-23,6%	-16,8%	-6,7%	-2,3%	3,3%	17,1%	15,9%	16,1%
Sinsay					170,7%	-2,7%	-16,8%	-11,9%	-11,8%	-9,0%	-3,6%	-4,2%	17,0%	15,5%	20,9%
Tallinder					-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

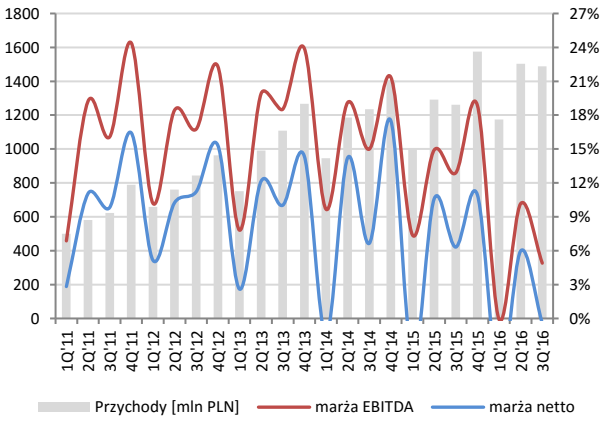
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



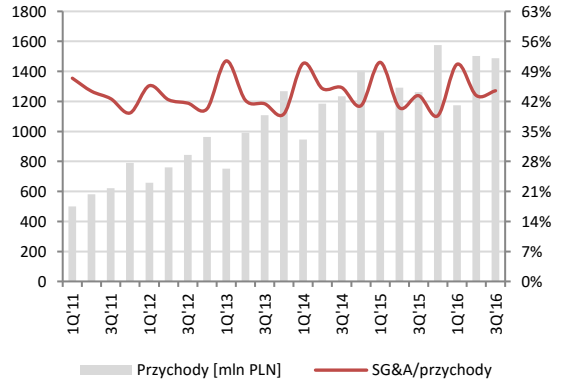
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marże EBITDA i netto



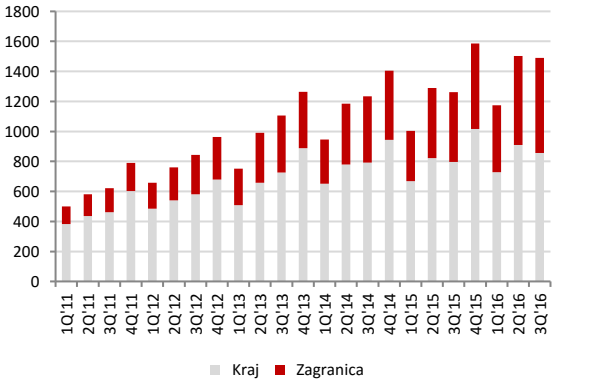
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody [mln PLN]



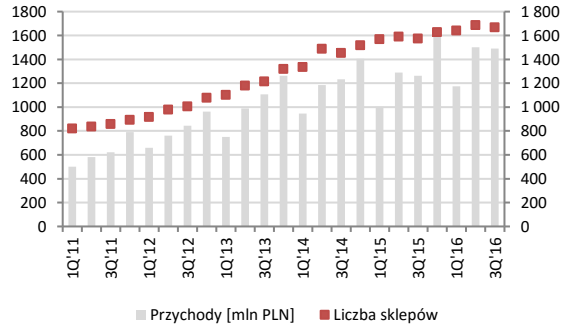
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody LPP w ujęciu geograficznym [mln PLN]



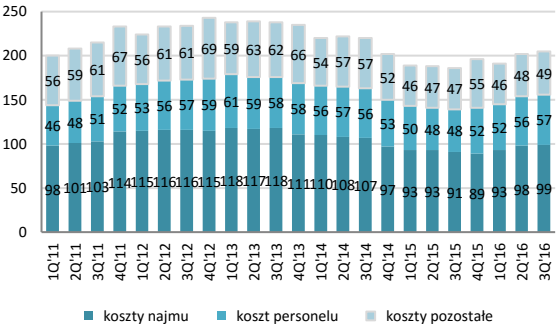
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody a rozwój sieci



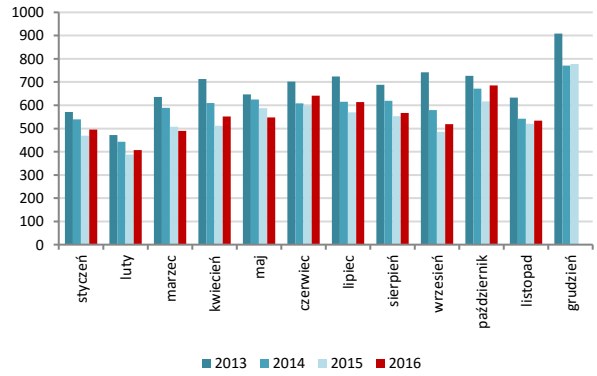
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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



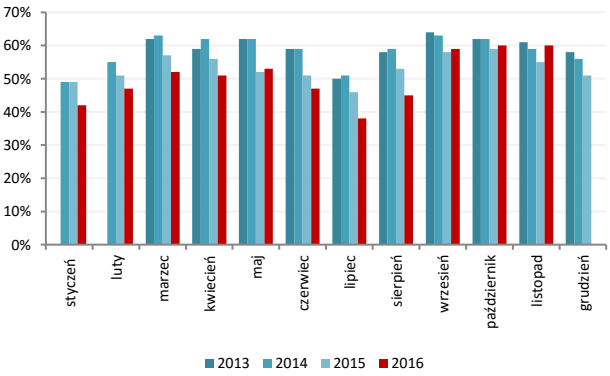
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody z mkw w ujęciu miesięcznym



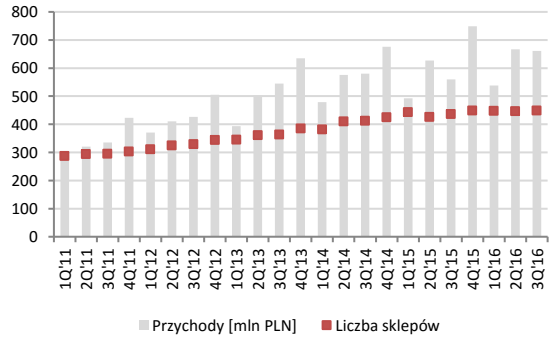
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w ujęciu miesięcznym



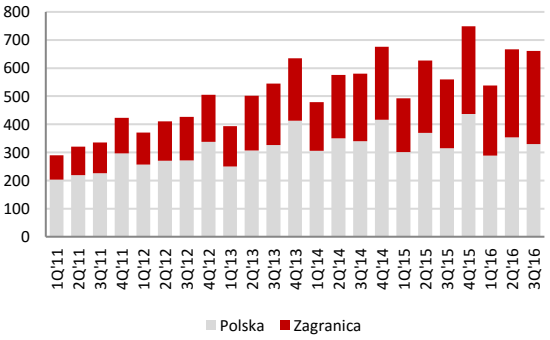
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Reserved



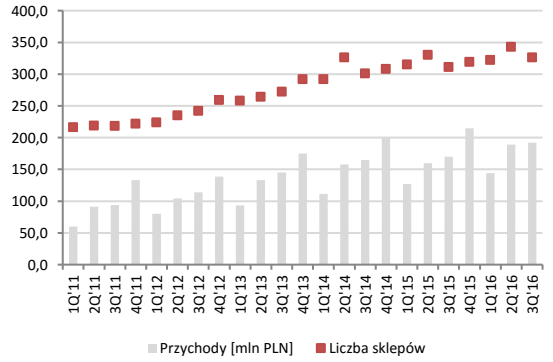
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Reserved w ujęciu geograficznym



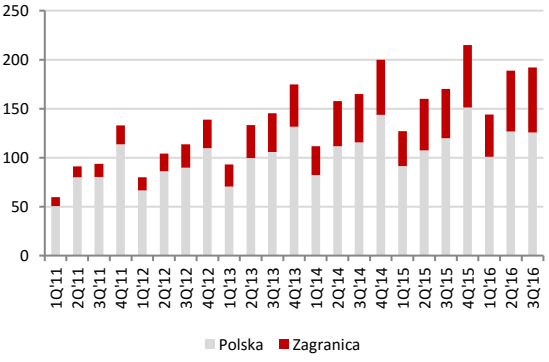
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój House



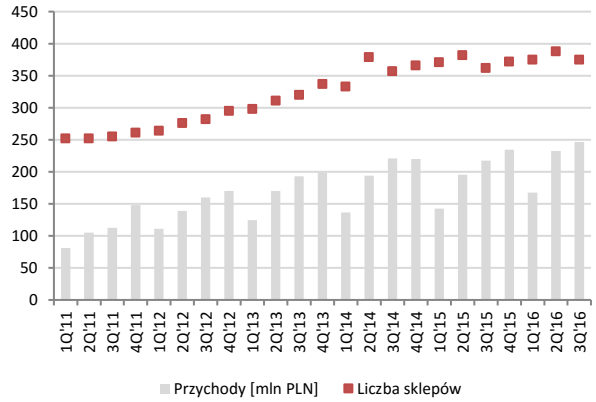
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody House w ujęciu geograficznym



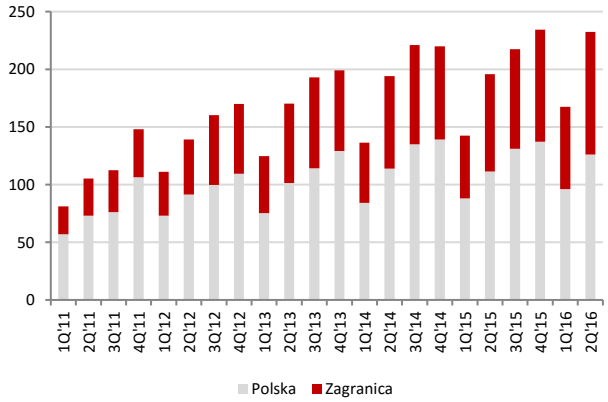
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Cropp



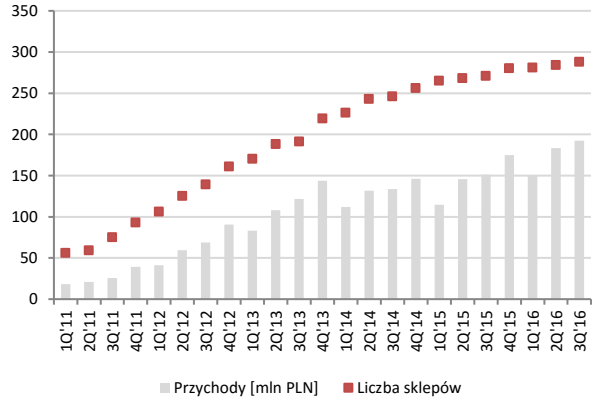
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Cropp w ujęciu geograficznym



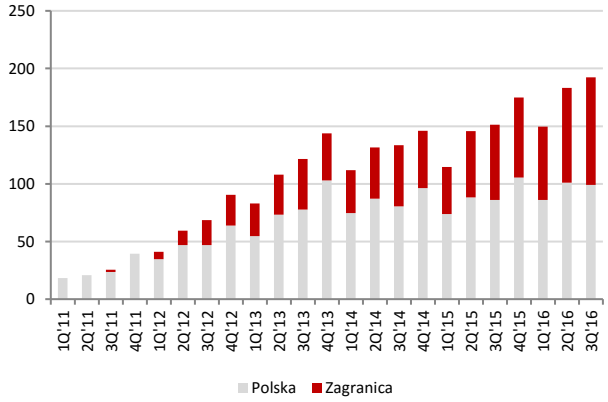
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Mohito



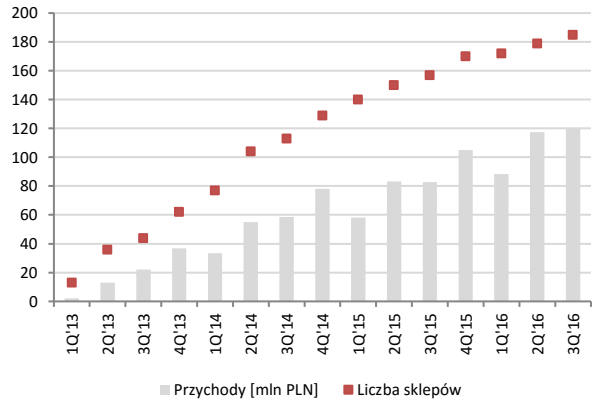
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Mohito w ujęciu geograficznym



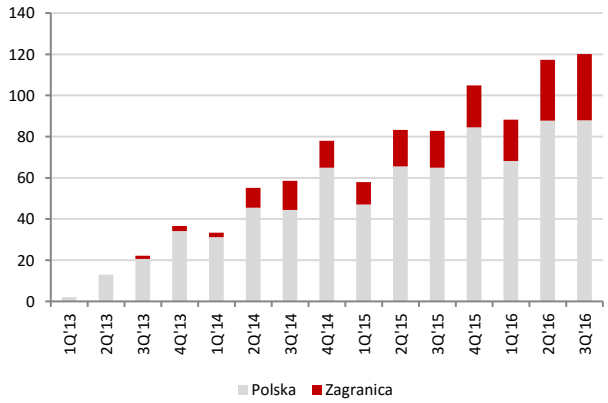
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Sinsay



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Sinsay w ujęciu geograficznym



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki spółek odzieżowych w 3Q'16

W przypadku dwóch największych podmiotów z branży można mieć mieszane odczucia. W przypadku LPP ocena wyników jest negatywna. W wyniku kryzysu trwającego jeszcze kryzysu w marce LPP przychody zwiększyły się jedynie o 18% r/r do 1,5 mld PLN (zwracamy jednak uwagę, że pozostałe brandy notują pozytywne odczyty lfl). Erozji uległa również marża brutto ze sprzedaży, która spadła do 47,1%. Wzrost kosztów okołosklepowych (m.in. w części wynagrodzeń) oraz zawiązana rezerwa na likwidowaną markę Tallinder spowodowały, że EBITDA obniżyła się do 72,9 mln PLN. Strata netto była bliska 6,5 mln PLN. W przypadku CCC pozytywnym impulsem dla wyników za 3Q'16 była konsolidacja eobuwie.pl, dzięki któremu grupa zwiększyła obroty o blisko 30% r/r do 665 mln PLN. . Nie przełożyło się to jednak ani na marżę brutto ze sprzedaży (spadek do 51%), ani EBITDA, który była bliska 44,2 mln PLN (marża EBITDA 6,6%, -0,7 p.p. r/r). Gino Rossi zmniejszyło swoje przychody o 2,7% r/r do 63,7 mln PLN, osiągając 43,1% marży brutto. Spółka wypracowała 0,3 mln PLN EBITDA -85% r/r), co było efektem silnego wzrostu kosztów około sklepowych. Na poziomie netto grupa wygenerował 3,4 mln PLN straty, co okazało się rezultatem znacznie poniżej konsensusu. Wyniki Bytomia w 3Q'16 również były słabsze r/r. Przychody ze sprzedaży wzrosły do 35,9 mln PLN (+11% r/r). Jednocześnie obniżeniu uległa pierwsza marża (51,7%), co w połączeniu ze wzrostem kosztów okołosklepowych (płace + czynsze) przełożyło się na obniżenie EBITDA do 3,7 mln PLN. Poprawę rezultatów odnotowała Vistula. W ujęciu przychodowym spółka wypracowała 136,6 mln PLN obrotu w obu segmentach, osiągając jednocześnie 50,6% marży brutto ze sprzedaży (-2,4 p.p. r/r). Wynik EBITDA Vistuli wyniósł 10,1 mln PLN, co implikuje 3,4% rentowności. Na poziomie netto spółka miała 4,0 mln PLN zysku (+0,9 mln PLN). Pomimo wzrostu przychodów do 52,4 mln PLN w 3Q'16 (+9,2% r/r), rezultatów nie udało się poprawić Wojasowi. Po pierwsze erozji uległa pierwsza marża, która spadła do 44,9%, po drugie zwiększeniu uległy koszty SG&A (szczególnie w części najmu) , co spowodowało, że EBITDA wzrosła jedynie o 0,3 mln PLN r/r do 0,9 mln PLN. Strata netto obniżyła się do 5,3 mln PLN. Przeciętne wyniki zaprezentował Redan. Co prawda przychody ze sprzedaży wzrosły do 149,8 mln PLN, a marża brutto ze sprzedaży zwiększyła się do niemal 40,9%, jednak EBITDA grupy zmniejszyła się do 1,9 mln PLN. Jest to w dużej mierze efekt wzrostu usług obcych. Strata netto była bliska 0,4 mln PLN. Zwracamy również uwagę, że zdecydowany udział w wynikach miał segment dyskontowy (sieć Textilmarket), a sieć Troll i Top Secret ponownie obciążyła skonsolidowane wyniki (po 1-3Q'16 ok. 8,5 mln PLN straty operacyjnej).

Wyniki wybranych spółek z branży odzieżowej w 3Q'16

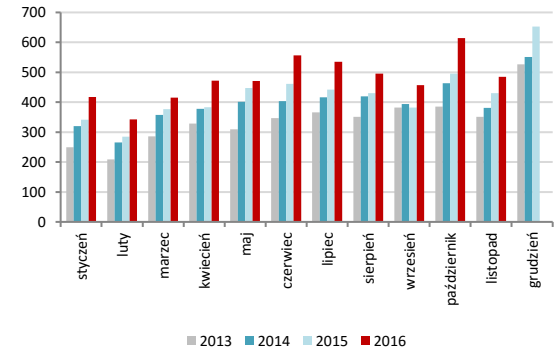
	Bytom			Vistula			Gino Rossi			Solar		
	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r
Przychody	32,3	35,9	11,1%	118,8	136,6	15,0%	65,5	63,7	-2,7%	35,9	33,3	-7,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	16,8	18,5	10,4%	63,0	69,1	9,8%	27,4	27,5	0,3%	16,8	16,7	-0,7%
EBITDA	4,0	3,7	-8,3%	9,7	10,1	3,4%	2,2	0,3	-85,4%	-0,2	-0,5	-
EBIT	3,2	2,6	-18,4%	6,7	6,5	-2,1%	0,6	-1,9	-	-1,2	-1,4	-
Wynik netto	2,9	4,3	51,1%	3,1	4,0	30,7%	-0,2	-3,4	-	-0,9	-1,1	-
marża brutto ze sprzedaży	52,0%	51,7%		53,0%	50,6%		41,9%	43,1%		47,0%	50,2%	
marża EBITDA	12,5%	10,3%		8,2%	7,4%		3,3%	0,5%		-	-	
marża EBIT	10,0%	7,4%		5,6%	4,8%		0,9%	-		-	-	
marża netto	8,8%	12,0%		2,6%	2,9%		-	-		-	-	

	Wojas			Redan			LPP			CCC		
	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r
Przychody	48,0	52,4	9,2%	131,0	149,8	14,4%	1 261,5	1 488,4	18,0%	512,4	664,7	29,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	21,8	23,6	8,3%	52,5	61,4	16,8%	663,2	700,6	5,6%	270,7	339,3	25,4%
EBITDA	0,6	0,9	54,5%	2,5	1,9	-26,1%	162,6	72,9	-55,2%	37,3	44,2	18,6%
EBIT	-1,1	-0,7	-	0,6	-0,2	-	106,8	4,8	-95,5%	24,3	25,2	3,6%
Wynik netto	-1,7	-1,5	-	-1,2	-0,4	-	79,7	-6,5	-	33,8	10,2	-69,8%
marża brutto ze sprzedaży	45,3%	44,9%		40,1%	40,9%		52,6%	47,1%		52,8%	51,0%	
marża EBITDA	1,2%	1,7%		1,9%	1,2%		12,9%	4,9%		7,3%	6,6%	
marża EBIT	-	-		0,4%	-		8,5%	0,3%		4,7%	3,8%	
marża netto	-	-		-	-		6,3%	-		6,6%	1,5%	

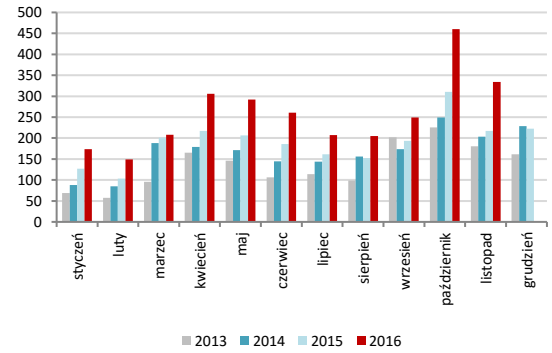
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Przychody w ujęciu miesięcznym przedstawicieli branży odzieżowej [mln PLN]

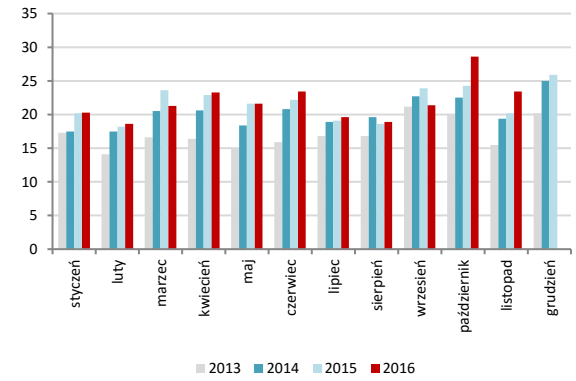
LPP



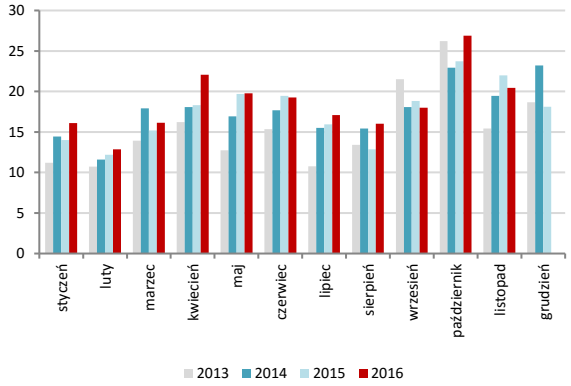
CCC



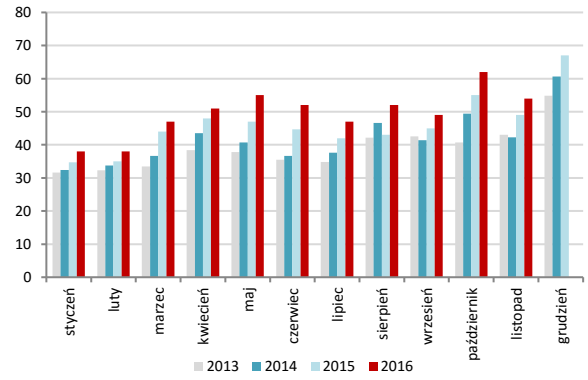
Gino Rossi



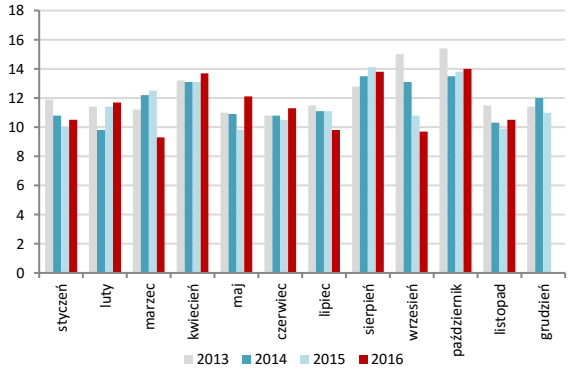
Wojas



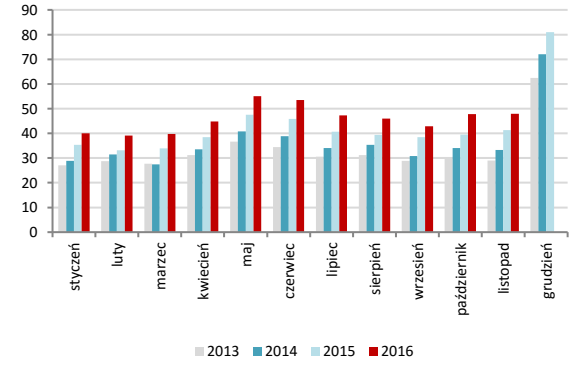
Redan



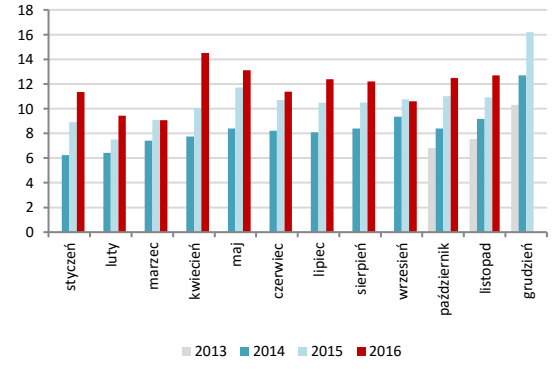
Solar



Vistula



Bytom*



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

PROGNOZA NA 4Q'16 I KOLEJNE OKRESY

Kolejne kwartały 2016 roku były dla grupy LPP bardzo wymagające. Pomimo dwucyfrowych dynamik sprzedaży, pod dużą presją była pierwsza marża, co było spowodowane utrzymującą się agresywną polityką cenową głównych konkurentów, niesprzyjającymi poziomami walut, jak i słabą kolekcją w Reserved (zmusiło to zarząd do mocnych akcji promocyjnych w 3Q'16). Dużym rozczarowaniem okazał się również debiut marki Tallinder. Raporty sprzedażowe za październik i listopad stanowiły jednak przełamanie tych negatywnych tendencji, co stwarza pole do pierwszego od 3Q'14 lepszego kwartału w porównaniu r/r. Estymujemy, że w 4Q'16 detalista wypracuje blisko 1,9 mld PLN obrotów, realizując jednocześnie 57,3% marży brutto ze sprzedaży (poprawa o 2,5 p.p. r/r). Pomimo dalszych wzrostów kosztów około sklepowych liczymy, że grupie uda się wygenerować ok. 402,6 mln PLN EBITDA, co oznaczałoby wzrost r/r o blisko 105 mln PLN. Tym samym w ujęciu całorocznym LPP osiągnęłoby 6,0 mld PLN sprzedaży, rentowność brutto na poziomie 50,7% oraz EBITDA w wys. 627,3 mln PLN.

W perspektywie nadchodzących kwartałów w '17 oczekujemy istotnej odbudowy rezultatów finansowych. Przede wszystkim liczymy na odbudowę w marce Reserved w Polsce i powrót do dodatniej sprzedaży z mkw. (w 1-3Q'15 odczyty były na poziomie -15% r/r). Oczekujemy również dalszej pozytywnej kontrybucji w młodszych markach grupy (Mohito i Sinsay) oraz podtrzymania wzrostów na rynku rosyjskim. W modelu zakładamy przyrost powierzchni handlowej w '17 o 10-11% r/r. Pomimo ostatniego osłabienia złotówki względem dolara, spodziewamy się, że grupie uda się wykorzystać efekt niskiej bazy i odbudować pierwszą marżę (szczególnie w przypadku 1Q i 3Q). Zakładamy również, że presja na koszty okołosklepowe zdecydowanie się osłabi (w naszych prognozach przyjmujemy m.in. 6% wzrost płac), co było jednym z ważniejszych czynników obciążających EBITDA'16. Podsumowując, estymujemy że w '17 LPP wypracuje 6,8 mld PLN przychodów, realizując jednocześnie 52,0% marży (na ostatniej konferencji wynikowej władze grupy wskazywały, że rentowność w '17 będzie mieścić się w przedziale 52-53%). Na poziomie EBITDA liczymy na 826,9 mln PLN, natomiast zysk netto może wzrosnąć do 375,0 mln PLN. W perspektywie długoterminowej zakładamy istotny wzrost kanału internetowego w sprzedaży (do 6% w '20, zarząd liczy na 8%) oraz stopniowe wygaszanie tempa rozbudowy sieci i skupienie się na jej efektywności.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	1002,6	1291,3	1261,5	1575,0	1174,8	1502,4	1488,4	1850,0	1323,0	1692,4	1680,1	2106,4	4 769,1	5 130,4	6 015,7	6 801,8	7 655,9
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	543,4	673,4	663,2	862,8	541,8	749,7	700,6	1060,3	644,2	859,5	828,6	1205,2	2 791,9	2 742,8	3 052,4	3 537,4	3 997,6
EBITDA [mln PLN]	74,1	192,5	162,6	297,1	-1,0	152,7	72,9	402,6	23,8	194,3	150,0	458,8	802,8	726,2	627,3	826,9	988,7
EBIT [mln PLN]	23,7	136,8	106,8	235,4	-63,9	86,5	4,8	337,0	-43,7	125,8	79,3	386,2	609,2	502,7	364,4	547,6	695,8
Saldo finansowe [mln PLN]	-53,4	21,5	-14,4	-42,0	-5,0	2,4	-8,0	-54,0	-60,8	-7,2	-9,1	-7,5	-149,3	-88,3	-64,7	-84,6	-1,7
Wynik netto [mln PLN]	-37,3	136,6	79,7	172,3	-65,6	89,0	-6,5	229,2	-84,6	96,1	56,8	306,7	482,1	351,3	246,1	375,0	562,2
marża brutto ze sprzedaży	54,2%	52,1%	52,6%	54,8%	46,1%	49,9%	47,1%	57,3%	48,7%	50,8%	49,3%	57,2%	58,5%	53,5%	50,7%	52,0%	52,2%
marża EBITDA	7,4%	14,9%	12,9%	18,9%	-0,1%	10,2%	4,9%	21,8%	1,8%	11,5%	8,9%	21,8%	16,8%	14,2%	10,4%	12,2%	12,9%
marża EBIT	2,4%	10,6%	8,5%	14,9%	-5,4%	5,8%	0,3%	18,2%	-3,3%	7,4%	4,7%	18,3%	12,8%	9,8%	6,1%	8,1%	9,1%
marża netto	-3,7%	10,6%	6,3%	10,9%	-5,6%	5,9%	-0,4%	12,4%	-6,4%	5,7%	3,4%	14,6%	10,1%	6,8%	4,1%	5,5%	7,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2016-2026

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	4 116,3	4 769,1	5 130,3	6 015,7	6 801,8	7 655,9	8 361,5	9 013,9	9 625,0	10 215,6	10 788,4	11 352,2	11 915,1	12 482,6
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	2 409,2	2 791,9	2 742,8	3 052,4	3 537,4	3 997,6	4 394,0	4 794,9	5 195,3	5 511,0	5 816,9	6 117,4	6 417,2	6 719,1
EBITDA [mln PLN]	763,8	802,8	726,8	627,3	826,9	988,7	1 103,8	1 238,9	1 389,3	1 464,4	1 537,2	1 610,1	1 684,4	1 761,8
EBIT [mln PLN]	615,6	609,2	503,2	364,4	547,6	695,8	795,1	924,4	1 071,6	1 144,9	1 217,7	1 291,0	1 366,0	1 443,4
Saldo finansowe [mln PLN]	-91,8	-149,3	-88,3	-64,7	-84,6	-1,7	39,9	51,5	31,6	4,0	3,7	4,2	4,8	5,6
Wynik netto [mln PLN]	432,9	482,1	352,0	247,0	375,0	562,2	676,3	790,5	893,6	930,6	989,3	1 049,1	1 110,3	1 173,6
marża brutto ze sprzedaży	58,5%	58,5%	53,5%	50,7%	52,0%	52,2%	52,6%	53,2%	54,0%	53,9%	53,9%	53,9%	53,9%	53,8%
marża EBITDA	18,6%	16,8%	14,2%	10,4%	12,2%	12,9%	13,2%	13,7%	14,4%	14,3%	14,2%	14,2%	14,1%	14,1%
marża EBIT	15,0%	12,8%	9,8%	6,1%	8,1%	9,1%	9,5%	10,3%	11,1%	11,2%	11,3%	11,4%	11,5%	11,6%
marża netto	10,5%	10,1%	6,9%	4,1%	5,5%	7,3%	8,1%	8,8%	9,3%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,4%
USD/PLN śr.	3,0558	3,2596	3,7701	4,0286	4,1409	4,1078	4,0185	3,9267	3,8820	3,8820	3,8820	3,8820	3,8820	3,8820
EUR/PLN śr.	4,1973	4,1945	4,1839	4,3500	4,4859	4,5351	4,5351	4,5351	4,5351	4,5351	4,5351	4,5351	4,5351	4,5351

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	2026P
Przychody [mln PLN]	**4 116,3**	**4 769,1**	**5 130,4**	**6 015,7**	**6 801,8**	**7 655,9**	**8 361,5**	**9 013,9**	**9 625,0**	**10 215,6**	**10 788,4**	**11 352,2**	**11 915,1**	**12 482,6**
Reserved	2 073,9	2 311,1	2 428,6	2 749,1	3 200,9	3 589,2	3 891,3	4 174,1	4 442,0	4 695,0	4 932,6	5 158,2	5 375,0	5 583,1
Cropp	687,0	771,3	788,0	915,2	1 010,6	1 088,3	1 157,8	1 225,0	1 290,2	1 353,6	1 415,1	1 476,3	1 537,1	1 597,6
House	546,3	634,2	671,8	770,9	842,0	915,4	973,2	1 026,1	1 074,1	1 117,3	1 156,6	1 193,4	1 228,8	1 262,9
Mohito	456,4	523,1	584,5	725,9	806,1	881,1	953,6	1 024,1	1 092,9	1 160,0	1 225,5	1 289,2	1 351,1	1 412,9
Sinsay	74,0	225,1	328,4	463,0	567,3	668,7	759,8	842,7	918,8	987,7	1 049,2	1 103,1	1 150,4	1 192,6
Tallinder	0,0	0,0	0,0	12,5	0,0	38,6	47,0	52,0	54,6	55,4	55,4	55,4	55,4	55,4
e-commerce	26,7	64,7	79,3	154,0	236,5	331,1	430,4	516,5	593,9	683,0	785,5	903,3	1 038,8	1 194,6
Liczba sklepów	**1 320**	**1 516**	**1 627**	**1 731**	**1 866**	**2 024**	**2 148**	**2 258**	**2 358**	**2 446**	**2 526**	**2 597**	**2 663**	**2 724**
Reserved	386	425	449	476	520	561	597	630	660	687	711	733	754	772
Cropp	337	366	372	389	408	427	446	463	479	495	510	524	538	551
House	292	308	319	330	354	372	388	402	413	423	431	438	445	451
Mohito	219	256	280	290	310	330	350	368	385	401	417	431	445	459
Sinsay	62	129	170	199	237	271	301	327	350	370	387	400	411	420
Tallinder	0	0	0	10	0	26	30	32	33	33	33	33	33	33
Outlety	24	32	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37
Powierzchnia [tys. mkw]	**591,0**	**722,0**	**843,4**	**912,3**	**1 011,7**	**1 102,1**	**1 175,2**	**1 240,9**	**1 300,4**	**1 353,2**	**1 401,0**	**1 444,4**	**1 484,5**	**1 521,3**
Reserved	323,0	390,0	461,3	499,8	565,0	610,3	651,1	688,6	722,8	753,8	781,7	807,5	831,4	853,3
Cropp	91,0	105,0	114,5	120,5	128,5	135,3	141,8	147,8	153,5	158,7	163,7	168,6	173,2	177,7
House	80,0	89,0	99,7	105,1	115,0	121,9	128,0	133,2	137,7	141,3	144,4	147,1	149,8	152,0
Mohito	67,0	83,0	94,4	99,0	106,3	113,7	120,9	127,5	133,9	139,6	145,3	150,3	155,2	159,9
Sinsay	21,0	44,0	59,7	69,4	83,1	95,2	105,8	115,3	123,7	130,9	137,0	141,9	146,1	149,5
Tallinder	0,0	0,0	0,0	4,6	0,0	11,9	13,7	14,7	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
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	13,8
Zmiana liczby sklepów ogółem	243	196	111	104	135	158	124	110	100	88	80	71	66	60
Zmiana powierzchni [tys. mlw]	158,0	131,0	121,4	68,9	99,5	90,4	73,1	65,6	59,6	52,8	47,8	43,4	40,2	36,7
Powierzchnia wg regionu	**591,0**	**722,0**	**843,4**	**912,3**	**1 020,9**	**1 102,1**	**1 175,2**	**1 240,9**	**1 300,4**	**1 353,2**	**1 401,0**	**1 444,4**	**1 484,5**	**1 521,3**
Polska	367,0	414,0	467,1	488,1	532,7	555,1	574,8	592,1	607,4	620,8	632,8	643,4	653,1	661,9
UE	82,0	128,0	184,3	217,9	247,5	279,4	310,2	340,2	369,2	397,4	424,8	451,3	477,0	502,0
Rosja i Ukraina	142,0	180,0	192,0	206,2	240,7	267,7	290,2	308,6	323,8	335,0	343,4	349,6	354,4	357,4

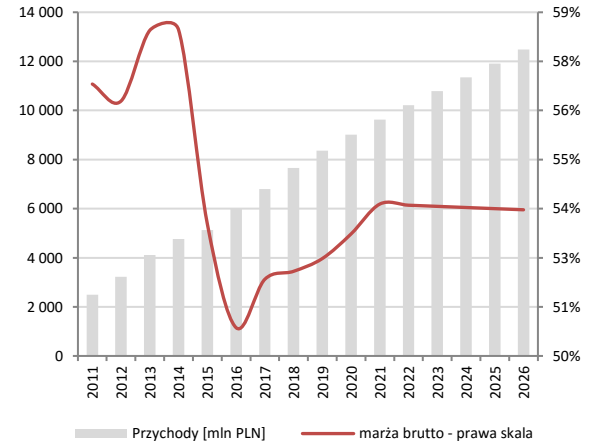
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty SG&A w przeliczeniu na mkw

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Koszty na mkw powierzchni własnej na m-c	**237,5**	**216,0**	**189,8**	**202,7**	**210,6**	**213,8**	**216,3**	**219,3**	**222,1**	**225,2**	**228,6**	**232,2**	**236,0**	**240,2**
czynsz [PLN]	116,0	105,5	91,5	97,4	102,0	104,1	105,3	106,8	108,1	109,7	111,3	113,0	114,9	117,0
koszty osobowe [PLN]	59,0	55,5	49,5	55,6	58,9	59,5	60,2	61,0	61,8	62,6	63,6	64,6	65,6	66,8
pozostałe koszty [PLN]	62,5	55,0	48,8	49,6	49,7	50,2	50,8	51,5	52,2	52,9	53,7	54,5	55,5	56,4
Udział														
czynsz	48,8%	48,8%	48,2%	48,1%	48,4%	48,7%	48,7%	48,7%	48,7%	48,7%	48,7%	48,7%	48,7%	48,7%
koszty osobowe	24,8%	25,7%	26,1%	27,4%	28,0%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%
pozostałe koszty	26,3%	25,5%	25,7%	24,5%	23,6%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%
Koszty poza sklepami własnymi na m2	**42,3**	**51,5**	**40,5**	**44,1**	**44,2**	**44,6**	**45,1**	**45,7**	**46,3**	**47,0**	**47,7**	**48,4**	**49,2**	**50,1**
Suma wszystkich kosztów na mkw [PLN]	**279,8**	**267,5**	**230,2**	**246,9**	**254,7**	**258,4**	**261,4**	**265,0**	**268,4**	**272,2**	**276,2**	**280,6**	**285,3**	**290,3**
SG&A na mkw [PLN]	**3 357,6**	**3 210,0**	**2 762,5**	**2 962,3**	**3 056,8**	**3 100,9**	**3 137,2**	**3 180,2**	**3 221,3**	**3 266,2**	**3 314,9**	**3 367,2**	**3 423,3**	**3 483,9**
Koszty sprzedaży	3 062,9	2 906,5	2 536,6	2 731,8	2 793,4	2 833,8	2 866,9	2 906,2	2 943,7	2 984,8	3 029,3	3 077,1	3 128,4	3 183,8
Koszty zarządu	294,7	303,5	225,9	230,5	263,3	267,1	270,3	274,0	277,5	281,4	285,6	290,1	294,9	300,1
Udział w SG&A														
Koszty sprzedaży	91,2%	90,5%	91,8%	92,2%	91,4%	91,4%	91,4%	91,4%	91,4%	91,4%	91,4%	91,4%	91,4%	91,4%
Koszty zarządu	8,8%	9,5%	8,2%	7,8%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Powierzchnia sklepów własnych [tys. mkw]	591,0	722,0	843,4	912,3	1 011,7	1 102,1	1 175,2	1 240,9	1 300,4	1 353,2	1 401,0	1 444,4	1 484,5	1 521,3
Liczba sklepów	1 320	1 516	1 627	1 731	1 866	2 024	2 148	2 258	2 358	2 446	2 526	2 597	2 663	2 724

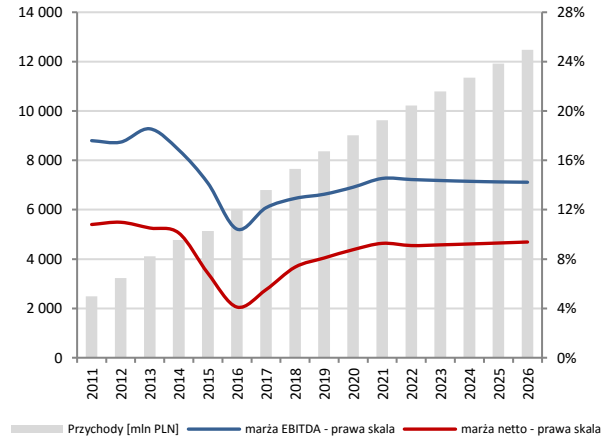
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża brutto ze sprzedaży



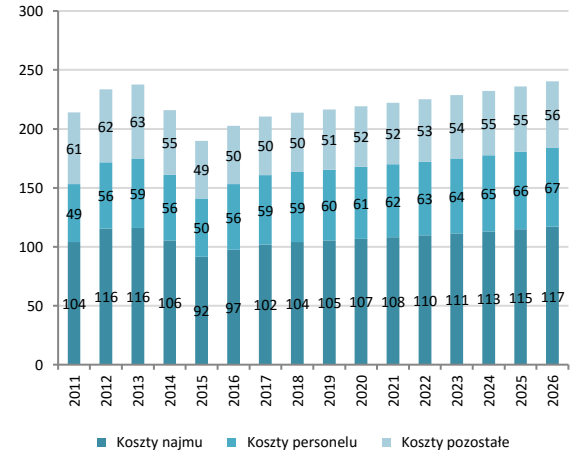
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu rocznym



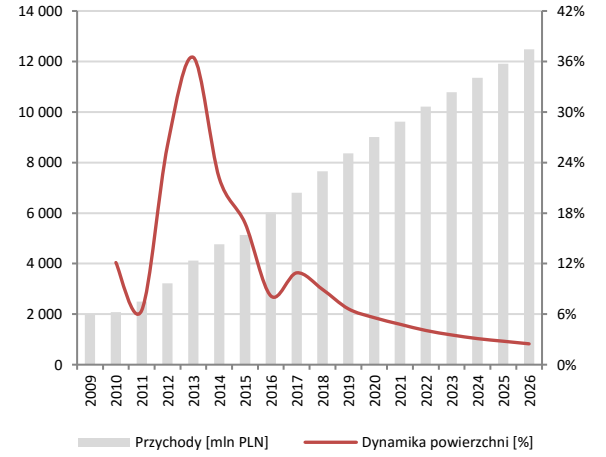
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



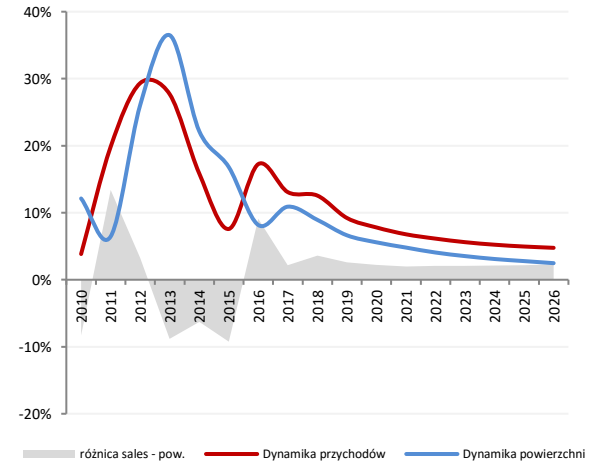
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój powierzchni handlowej vs przychody



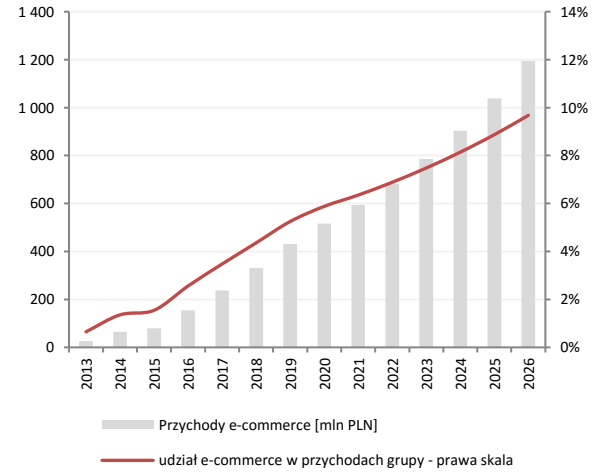
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika sprzedaży na tle wzrostu powierzchni



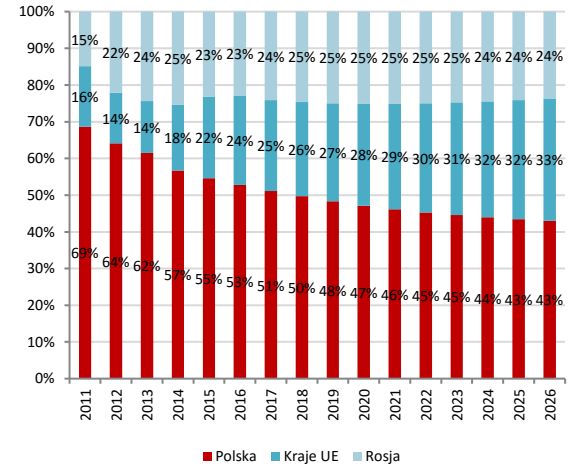
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

E-commerce



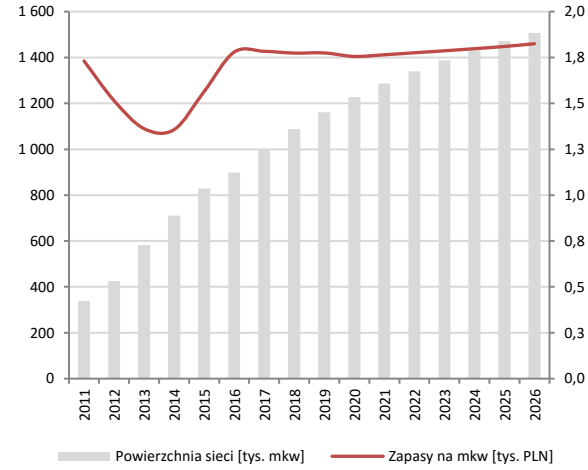
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział regionów w powierzchni handlowej



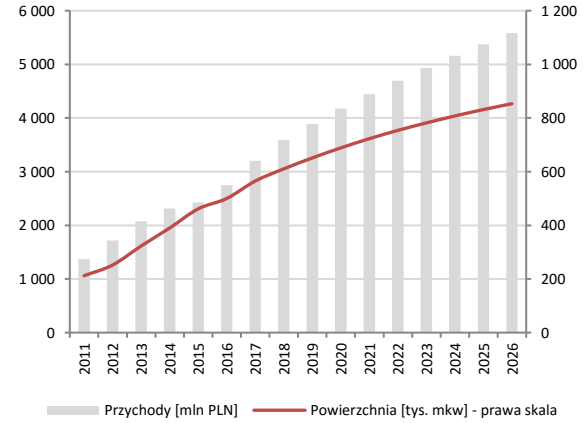
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

apasy na mkw.



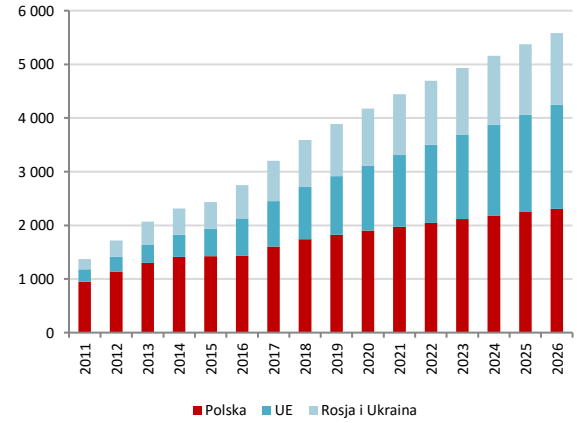
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Reserved



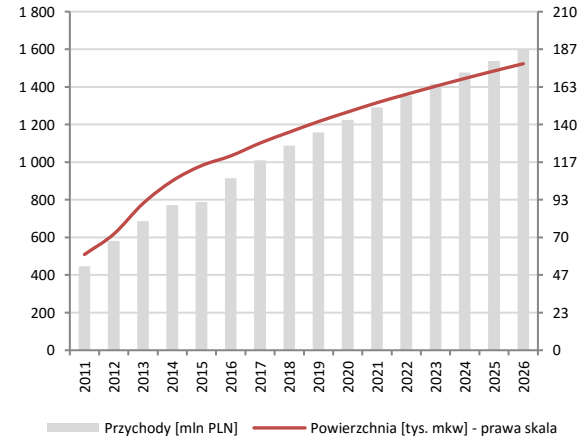
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Reserved – przychody wg regionu [mln PLN]



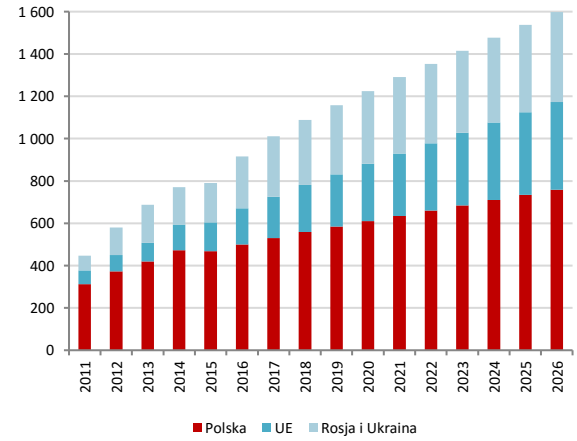
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Cropp



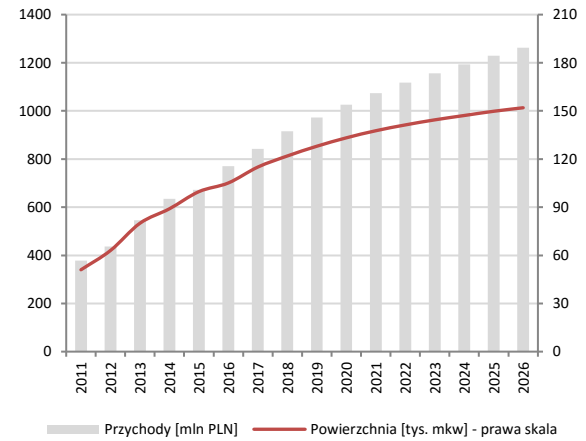
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Cropp – przychody wg regionu [mln PLN]



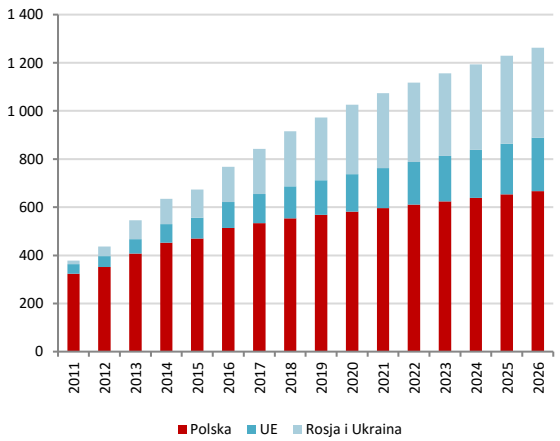
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój House



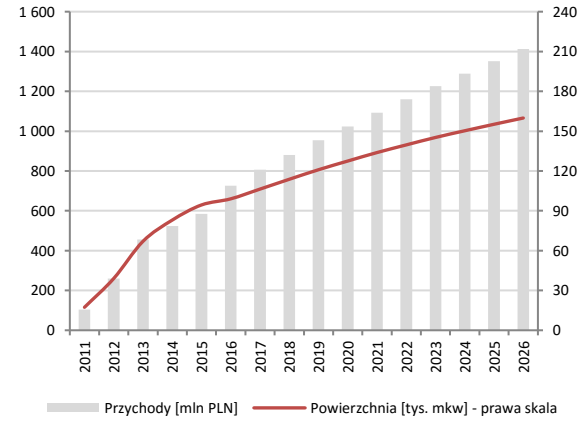
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

House – przychody wg regionu [mln PLN]



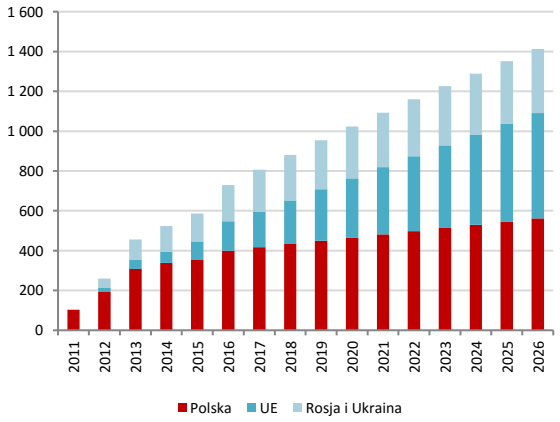
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Mohito



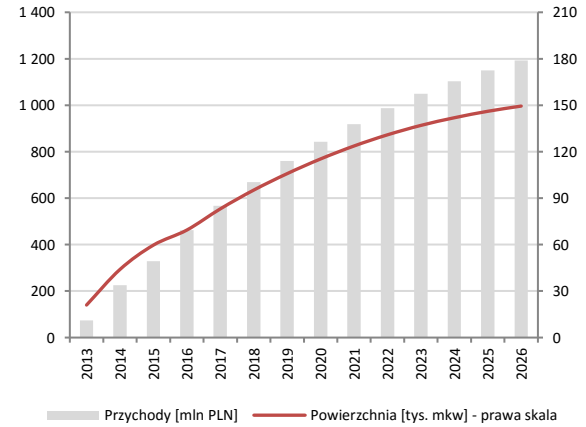
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Mohito – przychody wg regionu [mln PLN]



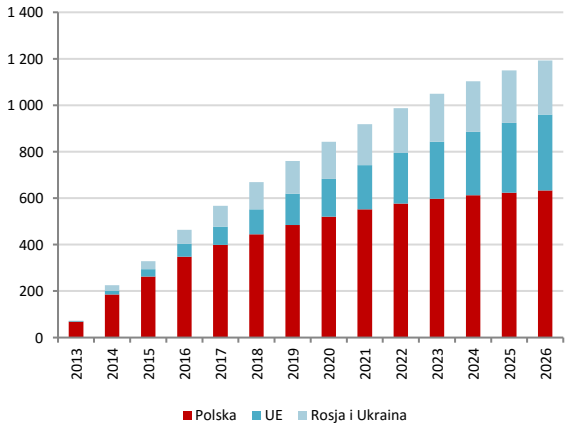
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Sinsay



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sinsay – przychody wg regionu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji z marca ’16 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 okołosklepowych. Tym samym prognozujemy, że grupa osiągnie w ’17 ok. 6,8 mld PLN przychodów oraz 826,9 mln PLN EBITDA.

Zmiana założeń względem raportu z 18 marca 2016 roku

	2016 stara	2016 nowa	zmiana	2017 stara	2017 nowa	zmiana	2018 stara	2018 nowa	zmiana
Przychody	6 034,8	6 015,7	-0,3%	6 961,3	6 801,8	-2,3%	7 616,3	7 655,9	0,5%
Wynik brutto ze sprzedaży	3 190,1	3 052,4	-4,3%	3 729,0	3 537,4	-5,1%	4 118,8	3 997,6	-2,9%
EBITDA	828,2	627,3	-24,3%	1 089,6	826,9	-24,1%	1 212,2	988,7	-18,4%
EBIT	569,5	364,4	-36,0%	821,5	547,6	-33,3%	921,4	695,8	-24,5%
Wynik brutto	567,4	299,7	-47,2%	823,4	463,0	-43,8%	921,6	694,1	-24,7%
Wynik netto	1 163,6	247,0	-78,8%	666,9	375,0	-43,8%	746,5	562,2	-24,7%
marża brutto ze sprzedaży	52,9%	50,7%		53,6%	52,0%		54,1%	52,2%	
marża EBITDA	13,7%	10,4%		15,7%	12,2%		15,9%	12,9%	
marża EBIT	9,4%	6,1%		11,8%	8,1%		12,1%	9,1%	
marża netto	19,3%	4,1%		9,6%	5,5%		9,8%	7,3%	

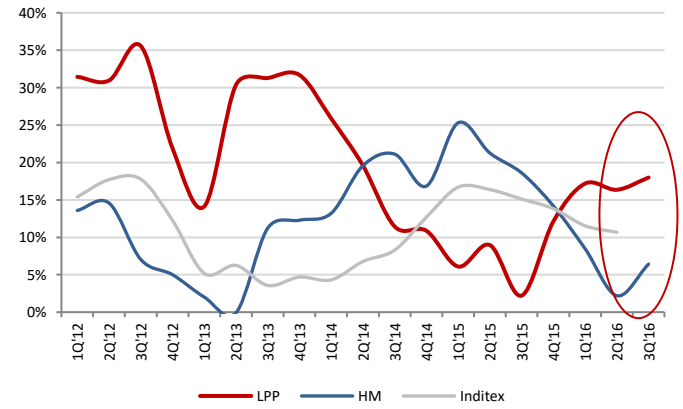
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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).

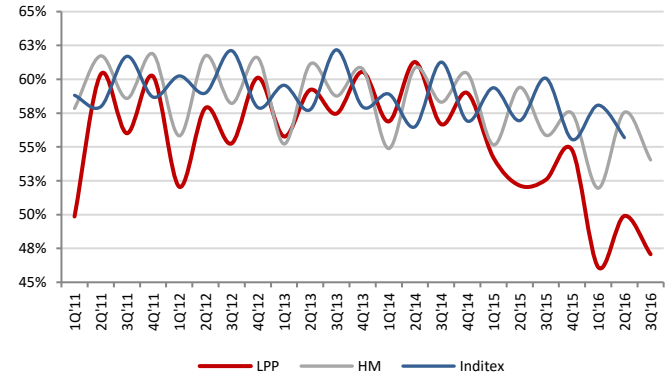
Porównanie LPP na tle Inditex i H&M

Dynamika przychodów r/r



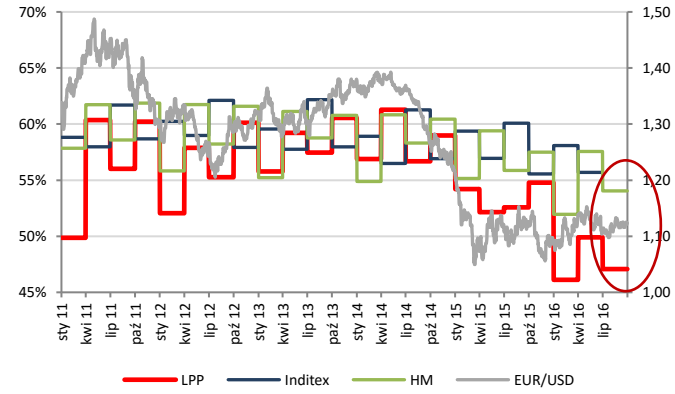
Po niemal dwóch latach coraz niższych dynamik obrotów, przychody w LPP odbiły, co naszym zdaniem jest efektem prowadzenia agresywnych wyprzedaży, które…

Rentowność brutto ze sprzedaży



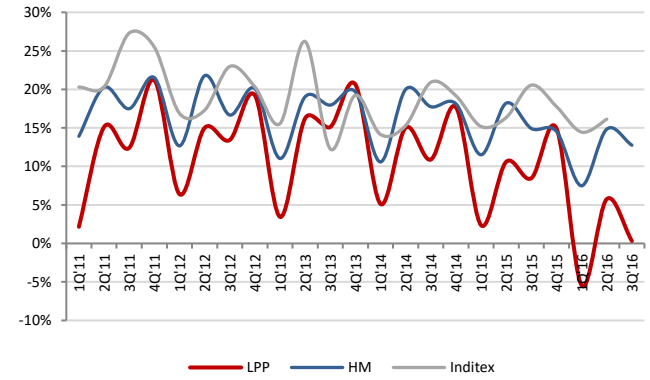
…cały czas negatywnie przekładały się na marżę handlową. Zaraportowane w ’16 marże były najsłabsze w historii LPP i istotnie odbiegały od głównych konkurentów grupy.

Marża brutto na tle EUR/USD



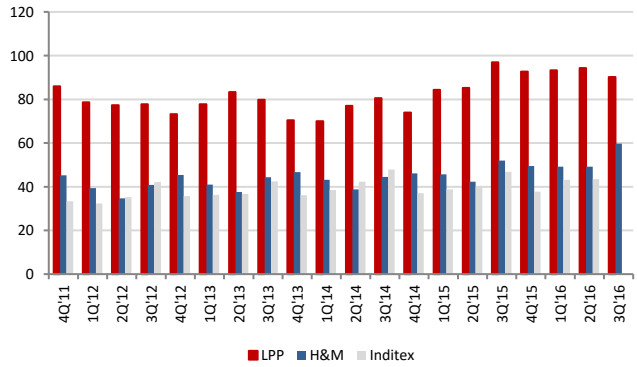
Umocnienie USD względem EUR przekłada się w dużo większym stopniu na rentowność brutto H&M i LPP niż Inditex.

Rentowność EBIT



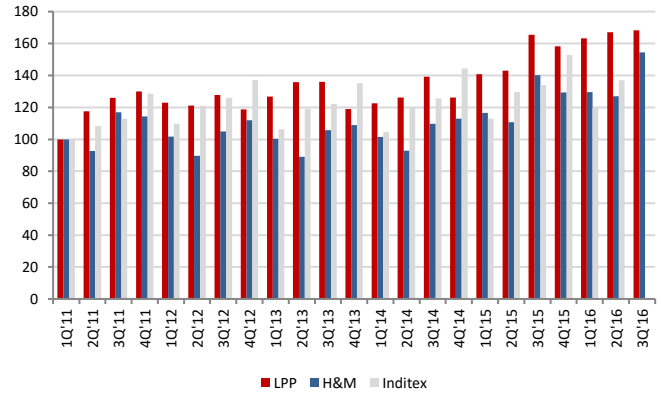
Słabiej na tle pozostałych spółek prezentuje się marża EBIT. Szczególnie mocno było to widać w pierwszym i trzecim kwartale, kiedy LPP dokonało mocnych wyprzedaży, tracąc jednocześnie na rentowności brutto. Presję wywierały również koszty płac i najmu.

Rotacja zapasów w dniach



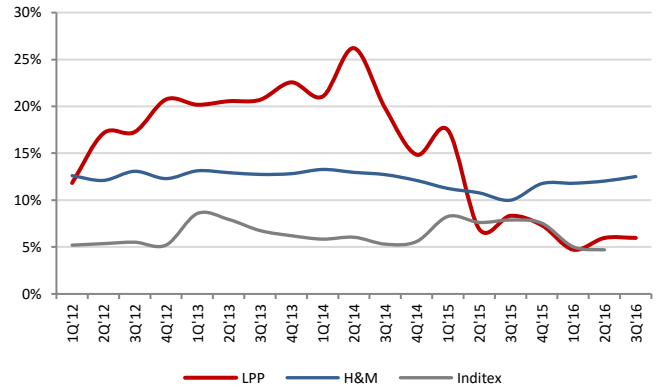
Patrząc na zapasy można zauważyć, że poziom rotacji liczony w dniach jest dużo wyższy w przypadku polskiej grupy….

Zapasy na sklep (ujęcie znormalizowane)



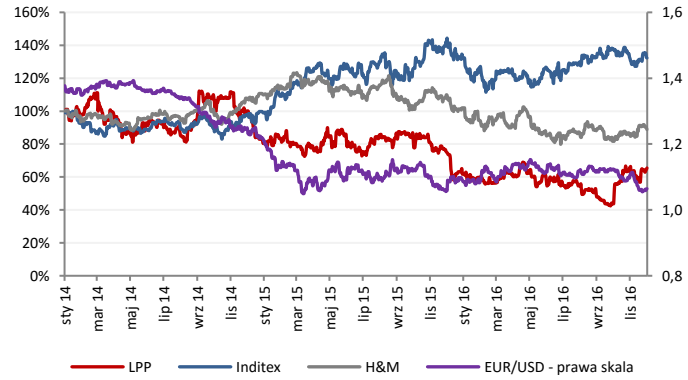
…jednak po przeliczeniu na sklep poziom zapasów jest do siebie zbliżony.

Dynamika otwarć sklepów



Dynamika otwarć kolejnych sklepów przez H&M i Inditex jest ustabilizowana od kilku kwartałów. Z kolei w LPP tempo uruchamiania nowych placówek istotnie spadło, co jest efektem wolniejszego rozwoju w Rosji oraz mocnego spowolnienia w Polsce (spółka chciała zatrzymać postępującą kanibalizację).

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

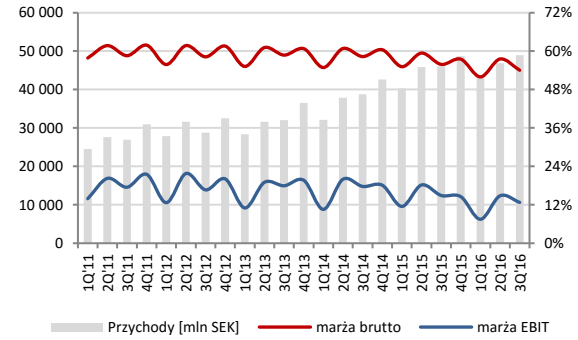


W ostatnich miesiącach zachowanie kursów LPP i relacje EUR/USD było do siebie bardzo zbliżone. Znacznie „odporniejsze" na ruchy walut były kursy H&M i Inditex.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

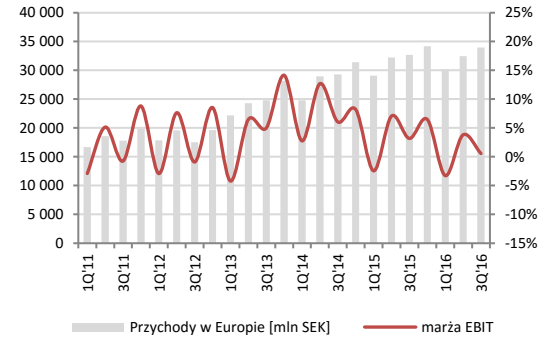
Ogólne spojrzenie na H&M i Inditex

Wyniki ogólne H&M



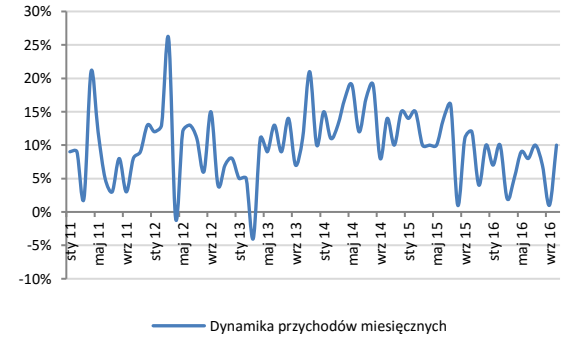
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki H&M w dywizji europejskiej



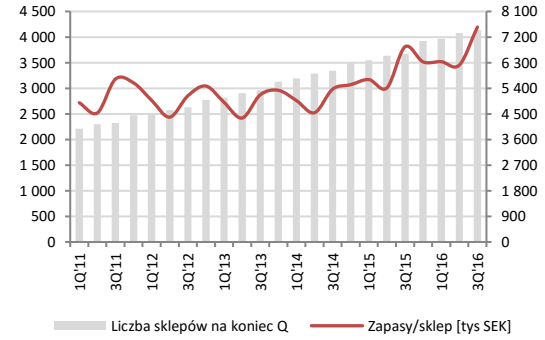
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika miesięcznych przychodów H&M



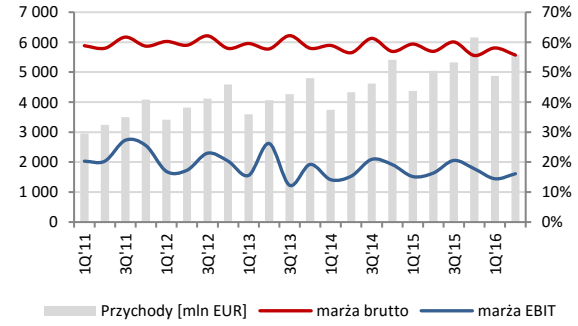
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na sklep [tys. SEK]



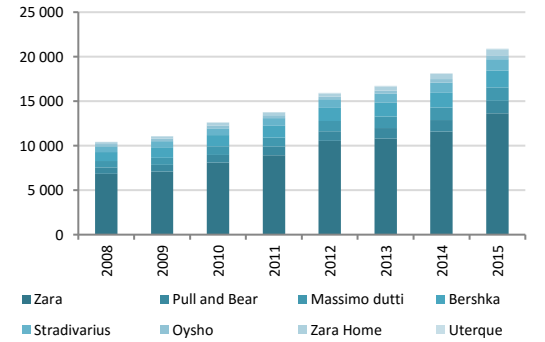
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki ogólne Inditex (cała grupa)



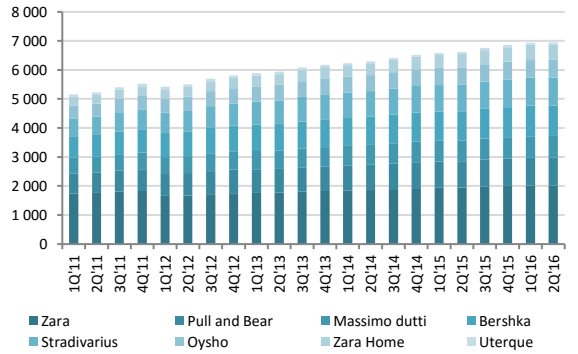
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody wg brandów [mln EUR]



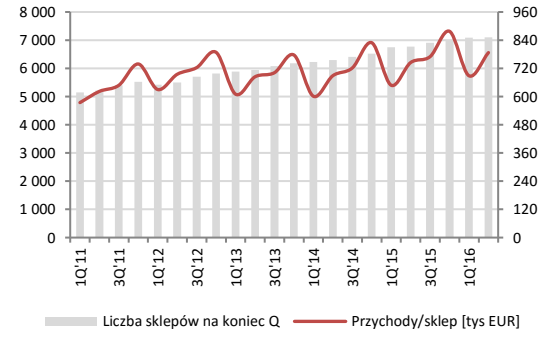
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba sklepów wg marki



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody/sklep [tys. EUR]

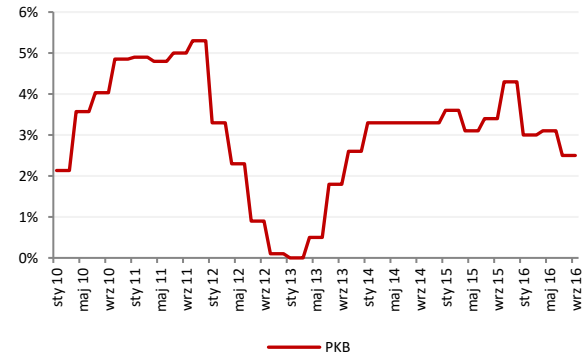


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 3,7% (we wrześniu wyniosła 4,8% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 8,8% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą napędza rządowy program 500+. Cały czas utrzymuje się deflacja, jednak według szacunków GUS za październik nastąpiło dalsze ograniczenie deflacji i wynosi ona obecnie już tylko 0,2%. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach cały czas się obniża – we wrześniu wyniosła 8,2%.

PKB



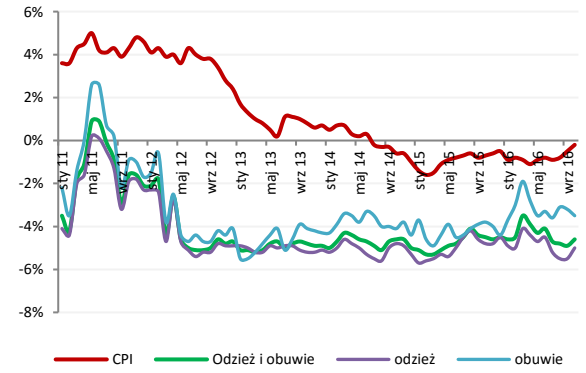
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa bezrobocia



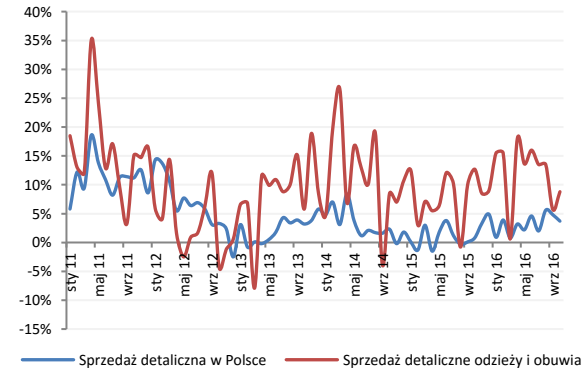
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



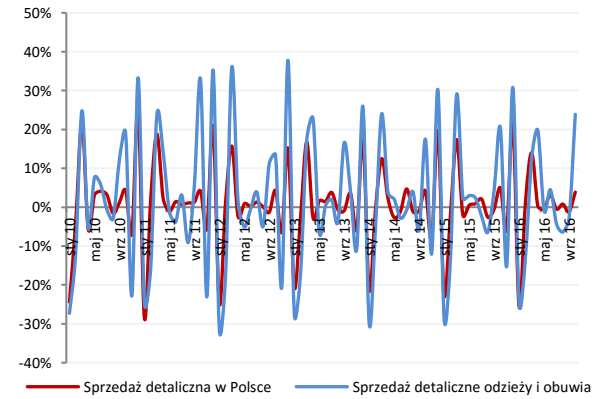
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



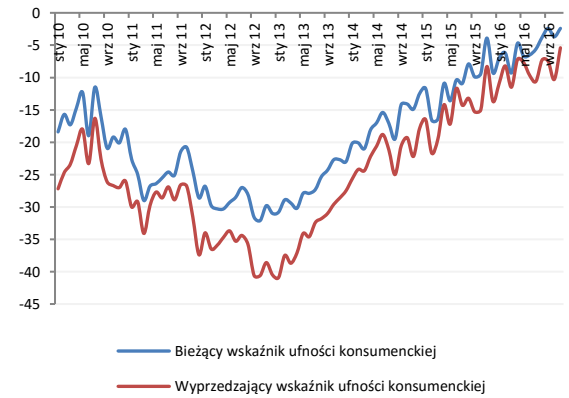
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



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

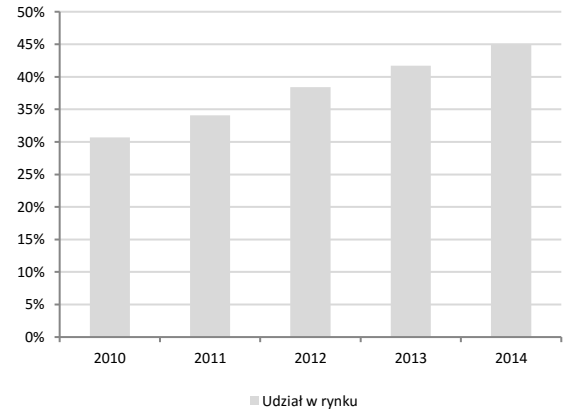
Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



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

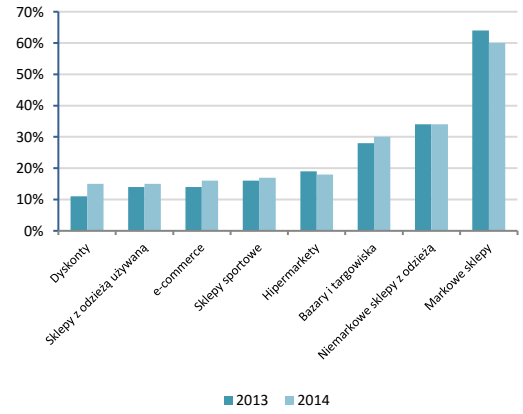
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w ’15 był wart ok. 24,2 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 5,4% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. Jednocześnie ok. 45% podmiotów handlowych ocenia sytuację rynkową jako dobrą. W ostatnich latach zauważalne jest zjawisko „racjonalizacji” wydatków przez klientów, którzy coraz częściej kupują w sklepach internetowych lub centrach outletowych. W branży zauważalna jest tendencja konsolidacji – jeszcze w 2010 roku dziesięciu największych detalistów odpowiadało za ok. 31% sprzedaży na rynku, natomiast w 2014 ich udział zwiększył się do 44,9%. Mniejsze sieci skupiały się natomiast na optymalizacji, co objawiało się selektywnymi otwarciami, zamykaniem nierentownych sklepów oraz remontowaniu starszych placówek. Bardzo dobrze radziły sobie natomiast sieci dyskontowe, które rozwijały się ilościowo i wartościowo (według danych PMR obroty w dyskontach zwiększyły się o 17% względem 12% wzrostu wielkości sieci). Warto zauważyć, że zmianie ulega tendencja rozwoju. Według ankiety PMR już tylko 55% badanych podmiotów planuje dalsze rozwijanie obecnej sieci, natomiast w poprzednim badaniu plan taki miało aż 87% ankietowanych.

Udział 10 największych detalistów w rynku odzieżowym



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

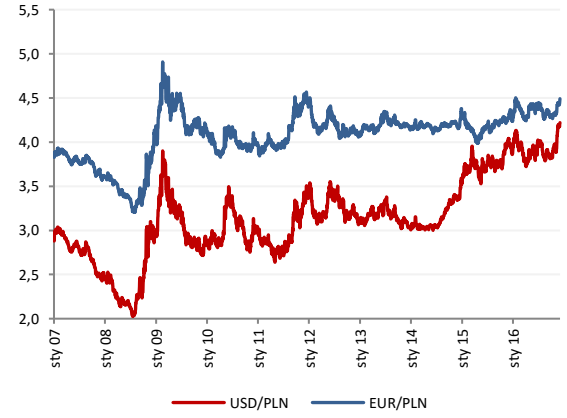
Miejsce zakupu odzieży w Polsce w ‘14



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

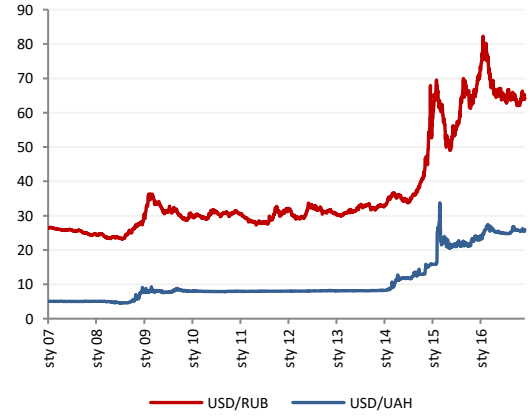
Dla LPP bardzo ważne jest otoczenie makroekonomiczne zagranicą. Jednym z najistotniejszych czynników poza sprzedażą detaliczną, są kursy walutowe, szczególnie USD/PLN. Ostatnie umocnienie dolara bardzo negatywnie odbiło się na marży brutto realizowanej przez spółkę (kilkuprocentowe spadki r/r) oraz na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



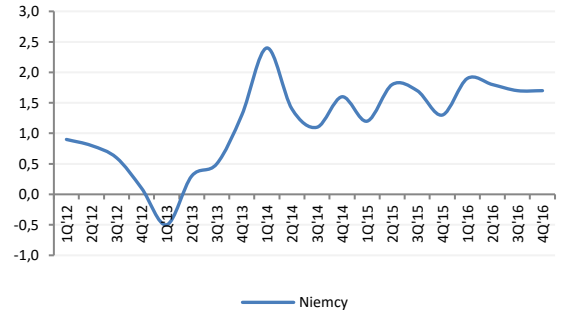
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów USD/RUB i USD/UAH



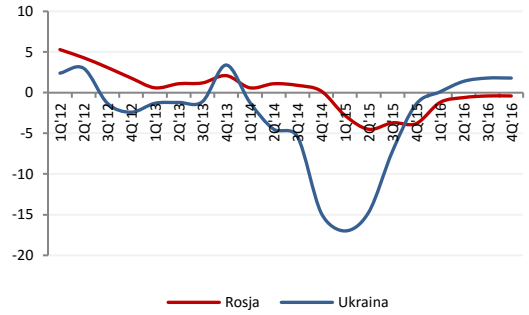
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Niemczech [%]



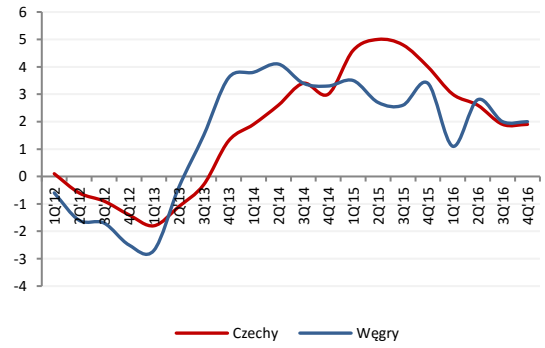
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rosji i na Ukrainie [%]



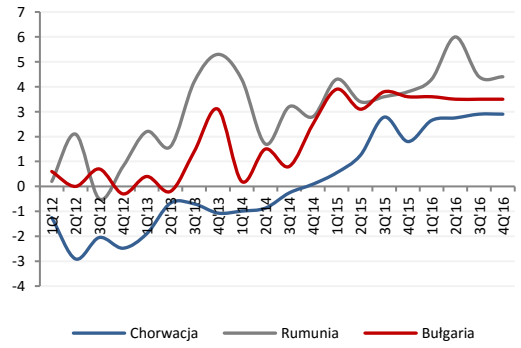
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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. Kolejny projekt z początku lutego zakładał zróżnicowanie progów podatkowych w zależności od dnia handlu oraz od wysokości realizowanej sprzedaży w danym miesiącu.

Zróżnicowanie stawek podatku wg projektu z lutego

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

Ministerstwo Finansów zaproponowało także, aby podatkiem zostały objęte sieci franczyzowe (zgodnie z projektem daninę miałby obliczać, pobierać i wpłacać właściciel marki) oraz segment e-commerce (w przypadku zakupu od podmiotu działającego zagranicą, przewoźnik byłby zobowiązany do uzyskania od wysyłającego oświadczenia o uiszczeniu podatku).

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

1. Stawka podatku w przedziale 17-170 mln PLN przychodów miesięcznie ma wynosić 0,8%, natomiast obroty powyżej 170 mln PLN będą objęte stawką 1,4%.
2. Kwota wolna od podatku ma wynosić 204 mln PLN rocznie (w ujęciu miesięcznym 17 mln PLN).
3. Zrezygnowano ze specjalnej stawki weekendowej.
4. Sprzedaż realizowana w internecie nie będzie objęta daniną.
5. Termin wejścia w życie ustalono na 1 września2016 roku.

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

Zróżnicowanie stawek podatku wg ustawy przyjętej 6 lipca 2016

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

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

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	**1 515,4**	**1 797,0**	**1 830,9**	**1 964,7**	**2 044,1**	**2 072,9**	**2 088,9**	**2 098,2**	**2 098,3**	**2 095,8**	**2 092,6**	**2 092,7**	**2 093,7**
RzAT	1 037,4	1 258,8	1 292,3	1 354,3	1 334,2	1 258,3	1 161,8	1 050,3	921,7	782,2	633,5	479,1	316,9
Wartości niematerialne	28,7	37,3	39,7	111,6	211,2	315,8	428,4	549,1	677,8	814,8	960,4	1 114,8	1 278,0
Wartość firmy	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6
Pozostałe aktywa trwałe	239,7	291,3	289,2	289,2	289,2	289,2	289,2	289,2	289,2	289,2	289,2	289,2	289,2
Aktywa obrotowe	**1 416,4**	**1 768,2**	**2 188,2**	**2 441,3**	**2 737,0**	**3 009,4**	**3 254,1**	**3 353,8**	**3 393,8**	**3 455,8**	**3 518,3**	**3 579,0**	**3 641,3**
Zapasy	979,8	1 319,7	1 623,5	1 804,6	1 955,2	2 086,1	2 178,7	2 284,9	2 381,0	2 479,6	2 572,5	2 661,5	2 749,2
Należności z tyt. dostaw i usług	176,3	115,1	200,5	226,7	250,9	269,4	285,4	299,4	312,1	323,7	334,3	344,2	353,7
Środki pieniężne	183,3	224,4	226,4	272,2	393,1	516,1	652,3	631,7	562,9	514,8	473,8	435,5	400,6
Pozostałe aktywa obrotowe	77,0	108,9	137,8	137,8	137,8	137,8	137,8	137,8	137,8	137,8	137,8	137,8	137,8
Aktywa razem	**2 931,9**	**3 565,2**	**4 019,1**	**4 406,0**	**4 781,2**	**5 082,3**	**5 343,1**	**5 452,0**	**5 492,1**	**5 551,6**	**5 610,9**	**5 671,6**	**5 735,0**
Kapitał własny	**1 638,7**	**1 889,7**	**2 142,2**	**2 475,2**	**2 812,4**	**3 095,2**	**3 344,7**	**3 447,8**	**3 484,8**	**3 543,5**	**3 603,2**	**3 664,5**	**3 727,8**
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	**211,1**	**344,1**	**292,3**	**292,3**	**353,0**	**353,0**	**756,6**	**681,6**	**606,6**	**531,6**	**456,6**	**381,6**	**306,6**
Kredyty	204,5	284,3	223,5	223,5	284,3	284,3	687,9	612,9	537,9	462,9	387,9	312,9	237,9
Pozostałe zob. długoterminowe	6,7	59,8	68,7	68,7	68,7	68,7	68,7	68,7	68,7	68,7	68,7	68,7	68,7
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	**1 082,1**	**1 331,3**	**1 584,6**	**1 638,5**	**1 615,7**	**1 634,1**	**1 241,8**	**1 322,6**	**1 400,7**	**1 476,5**	**1 551,1**	**1 625,5**	**1 700,6**
Zob. z tyt. dostaw i usług	623,6	721,4	845,9	899,7	1 012,7	1 106,1	1 192,4	1 273,2	1 351,3	1 427,1	1 501,7	1 576,1	1 651,2
Kredyty	378,3	561,1	689,4	689,4	553,6	478,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zob. krótkoterminowe	80,2	48,9	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4
Pasywa razem	**2 931,9**	**3 565,2**	**4 019,1**	**4 406,0**	**4 781,2**	**5 082,3**	**5 343,1**	**5 452,0**	**5 492,1**	**5 551,6**	**5 610,9**	**5 671,6**	**5 735,0**

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	4 769,1	5 130,4	6 015,7	6 801,8	7 655,9	8 361,5	9 013,9	9 625,0	10 215,6	10 788,4	11 352,2	11 915,1	12 482,6
Koszty wytworzenia	1 977,1	2 387,5	2 963,2	3 264,4	3 658,3	3 967,5	4 219,0	4 429,7	4 704,5	4 971,6	5 234,8	5 497,9	5 763,5
Wynik brutto ze sprzedaży	2 791,9	2 742,8	3 052,4	3 537,4	3 997,6	4 394,0	4 794,9	5 195,3	5 511,0	5 816,9	6 117,4	6 417,2	6 719,1
Koszty sprzedaży	1 944,8	2 012,4	2 414,9	2 711,4	2 995,1	3 264,5	3 510,9	3 740,5	3 960,4	4 171,6	4 377,7	4 581,4	4 785,0
Koszty zarządu	203,0	179,2	203,8	255,6	282,4	307,8	331,0	352,6	373,4	393,3	412,7	431,9	451,1
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-34,9	-48,5	-69,4	-22,8	-24,3	-26,6	-28,7	-30,6	-32,5	-34,3	-36,1	-37,9	-39,7
EBITDA	802,8	726,2	627,3	826,9	988,7	1 103,8	1 238,9	1 389,3	1 464,4	1 537,2	1 610,1	1 684,4	1 761,8
EBIT	609,2	502,7	364,4	547,6	695,8	795,1	924,4	1 071,6	1 144,9	1 217,7	1 291,0	1 366,0	1 443,4
Saldo finansowe	-149,3	-88,3	-64,7	-84,6	-1,7	39,9	51,5	31,6	4,0	3,7	4,2	4,8	5,6
Wynik brutto	459,9	414,4	299,7	463,0	694,1	835,0	976,0	1 103,2	1 148,9	1 221,4	1 295,2	1 370,8	1 448,9
Wynik netto	482,1	351,3	247,0	375,0	562,2	676,3	790,5	893,6	930,6	989,3	1 049,1	1 110,3	1 173,6

Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
CF operacyjny	496,8	253,9	238,0	501,0	793,3	929,0	1 082,7	1 172,0	1 219,4	1 274,5	1 339,3	1 404,3	1 469,9
CF inwestycyjny	-480,1	-415,5	-240,8	-413,2	-372,4	-337,4	-330,6	-326,9	-319,6	-317,1	-315,9	-318,5	-319,5
CF finansowy	17,2	201,2	5,5	-42,0	-300,0	-468,6	-616,1	-865,5	-968,6	-1 005,6	-1 064,3	-1 124,1	-1 185,3
CF netto	33,9	39,5	2,7	45,8	120,9	123,0	136,1	-20,5	-68,8	-48,1	-40,9	-38,3	-34,9
Środki pieniężne na początek okresu	149,4	183,5	223,1	226,4	272,2	393,1	516,1	652,3	631,7	562,9	514,8	473,8	435,5
Środki pieniężne na koniec okresu	183,3	223,1	225,7	272,2	393,1	516,1	652,3	631,7	562,9	514,8	473,8	435,5	400,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	15,9%	7,6%	17,3%	13,1%	12,6%	9,2%	7,8%	6,8%	6,1%	5,6%	5,2%	5,0%	4,8%
EBITDA zmiana r/r	5,1%	-9,5%	-13,6%	31,8%	19,6%	11,6%	12,2%	12,1%	5,4%	5,0%	4,7%	4,6%	4,6%
EBIT zmiana r/r	-1,0%	-17,5%	-27,5%	50,3%	27,1%	14,3%	16,3%	15,9%	6,8%	6,4%	6,0%	5,8%	5,7%
Wynik netto zmiana r/r	11,4%	-27,1%	-29,7%	51,9%	49,9%	20,3%	16,9%	13,0%	4,1%	6,3%	6,0%	5,8%	5,7%
Marża brutto na sprzedaży	58,5%	53,5%	50,7%	52,0%	52,2%	52,6%	53,2%	54,0%	53,9%	53,9%	53,9%	53,9%	53,8%
Marża EBITDA	16,8%	14,2%	10,4%	12,2%	12,9%	13,2%	13,7%	14,4%	14,3%	14,2%	14,2%	14,1%	14,1%
Marża EBIT	12,8%	9,8%	6,1%	8,1%	9,1%	9,5%	10,3%	11,1%	11,2%	11,3%	11,4%	11,5%	11,6%
Marża brutto	9,6%	8,1%	5,0%	6,8%	9,1%	10,0%	10,8%	11,5%	11,2%	11,3%	11,4%	11,5%	11,6%
Marża netto	10,1%	6,8%	4,1%	5,5%	7,3%	8,1%	8,8%	9,3%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,4%
ROE	29,4%	18,6%	11,5%	15,2%	20,0%	21,9%	23,6%	25,9%	26,7%	27,9%	29,1%	30,3%	31,5%
ROA	16,4%	9,9%	6,1%	8,5%	11,8%	13,3%	14,8%	16,4%	16,9%	17,8%	18,7%	19,6%	20,5%
Dług	582,8	845,3	912,9	912,9	837,9	762,9	687,9	612,9	537,9	462,9	387,9	312,9	237,9
D/(D+E)	26,2%	30,9%	29,9%	26,9%	23,0%	19,8%	17,1%	15,1%	13,4%	11,6%	9,7%	7,9%	6,0%
D/E	35,6%	44,7%	42,6%	36,9%	29,8%	24,6%	20,6%	17,8%	15,4%	13,1%	10,8%	8,5%	6,4%
Odsetki/EBIT	25,0%	18,0%	20,9%	17,0%	1,6%	-3,4%	-3,7%	-0,9%	1,5%	1,2%	1,0%	0,8%	0,6%
Dług/Kapitał własny	35,6%	44,7%	42,6%	36,9%	29,8%	24,6%	20,6%	17,8%	15,4%	13,1%	10,8%	8,5%	6,4%
Dług netto	399,5	620,9	686,4	640,7	444,8	246,7	35,6	-18,9	-25,1	-51,9	-86,0	-122,6	-162,8
Dług netto/Kapitał własny	24,4%	32,9%	32,0%	25,9%	15,8%	8,0%	1,1%	-0,5%	-0,7%	-1,5%	-2,4%	-3,3%	-4,4%
Dług netto/EBITDA	49,8%	85,5%	109,4%	77,5%	45,0%	22,4%	2,9%	-1,4%	-1,7%	-3,4%	-5,3%	-7,3%	-9,2%
Dług netto/EBIT	65,6%	123,5%	188,4%	117,0%	63,9%	31,0%	3,9%	-1,8%	-2,2%	-4,3%	-6,7%	-9,0%	-11,3%
EV	11 003,4	11 224,7	11 290,3	11 244,5	11 048,6	10 850,6	10 639,5	10 585,0	10 578,8	10 551,9	10 517,9	10 481,2	10 441,1
Dług/EV	5,3%	7,5%	8,1%	8,1%	7,6%	7,0%	6,5%	5,8%	5,1%	4,4%	3,7%	3,0%	2,3%
CAPEX/Przychody	11,5%	9,6%	4,8%	6,1%	4,9%	4,0%	3,7%	3,4%	3,1%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%
CAPEX/Amortyzacja	284,3%	219,5%	108,9%	147,9%	127,1%	109,3%	105,1%	102,9%	100,0%	99,2%	99,0%	100,0%	100,3%
Amortyzacja/Przychody	4,1%	4,4%	4,4%	4,1%	3,8%	3,7%	3,5%	3,3%	3,1%	3,0%	2,8%	2,7%	2,6%
Zmiana KO/Przychody	-2,3%	-3,5%	-4,4%	-2,3%	-0,8%	-0,7%	-0,2%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,2%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-17,2%	-50,0%	-29,9%	-19,5%	-7,2%	-7,9%	-3,4%	-6,4%	-5,2%	-6,0%	-5,1%	-4,4%	-3,9%

Wskaźniki rynkowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S	2,2	2,1	1,8	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
P/E	22,0	30,2	42,9	28,3	18,9	15,7	13,4	11,9	11,4	10,7	10,1	9,6	9,0
P/BV	6,5	5,6	5,0	4,3	3,8	3,4	3,2	3,1	3,0	3,0	2,9	2,9	2,8
P/CE	15,9	18,4	22,4	16,4	11,1	8,9	7,3	7,0	7,1	7,0	7,0	6,9	6,7
EV/EBITDA	13,7	15,5	18,0	13,6	11,2	9,8	8,6	7,6	7,2	6,9	6,5	6,2	5,9
EV/EBIT	18,1	22,3	31,0	20,5	15,9	13,6	11,5	9,9	9,2	8,7	8,1	7,7	7,2
EV/S	2,3	2,2	1,9	1,7	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
BVPS	894,6	1 031,7	1 169,5	1 351,3	1 535,4	1 689,8	1 826,0	1 882,3	1 902,4	1 934,5	1 967,1	2 000,6	2 035,1
EPS	263,2	191,8	134,8	204,8	306,9	369,2	431,6	487,9	508,0	540,1	572,7	606,2	640,7
CEPS	363,2	314,3	258,4	353,4	521,5	651,0	787,7	832,8	815,4	821,2	831,4	843,9	859,4
Dywidenda [mln PLN]	171,9	58,0	59,9	42,0	225,0	393,6	541,1	790,5	893,6	930,6	989,3	1 049,1	1 110,3
DPS	93,8	31,7	32,7	22,9	122,9	214,9	295,4	431,6	487,9	508,0	540,1	572,7	606,2
Dyield	1,6%	0,5%	0,6%	0,4%	2,1%	3,7%	5,1%	7,5%	8,4%	8,8%	9,3%	9,9%	10,5%
Payout ratio	39,7%	12,0%	17,1%	17,0%	60,0%	70,0%	80,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 5 789,0 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 stalą

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

Krystian 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	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	6 381,5	Akumuluj	6 412,7	15.12.2016	09:11 CEST	5 789,0	51 358
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 4Q'16:

Kupuj	6	43%
Akumuluj	6	43%
Trzymaj	2	14%
Redukuj	0	0%
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 docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa 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 uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 15.12.2016 roku o godzinie 09:11 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 19.12.2016 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 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 rekomendacje 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 niemniejszym 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 15.12.2016 roku:

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