Dom Maklerski BDM S.A.

LPP

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 7 817,1 PLN

1 SIERPNIA 2017, 14:40 CEST

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do walorów LPP. W bieżącym raporcie akcentujemy przede wszystkim spodziewany silny odczyt wyników za 2Q'17. Według naszych szacunków EBITDA powinna wzrosnąć do 288 mln PLN (+89%), co oznacza dodatnią dynamikę po raz pierwszy od 2Q'14. Z optymizmem podchodzimy także do ścieżki wynikowej w kolejnych okresach. Zwracamy uwagę na pozytywne odczyty sprzedażowe, które sugerują dodatnie wartości sprzedaży porównywalnej (odczyt za lipiec zgodny z naszymi oczekiwaniami). Doceniamy także, że zarząd spółki zdecydował się na przyspieszenie tempa ekspansji powierzchni handlowej w '17, głównie w kierunku rosyjskim. Bardzo dobrze odbieramy rozwój kanału e-commerce, w planach na kolejne miesiące jest wejście do 5 krajów z całym portfolio marek (w tym do Rosji). Liczymy również na pozytywny wpływ kursu USD/PLN, który przy obecnym poziomie stwarza pole do przebicia wcześniejszych zapowiedzi zarządu grupy (docelowo marża miała mieścić się w przedziale 52-53%; ekspozycja na USD to 90-95%). W przyszłym roku na wyniki LPP negatywnie nie będzie wpływała także marka Tallinder. Mając na względzie wymienione czynniki, decydujemy się utrzymać zalecenie Akumuluj, podwyższając jednocześnie cenę docelową do 7 817,1 PLN z 6 678,6 PLN.

Z ostatnich odczytów sprzedaży można wywnioskować, że 2Q'17 powinien być zdecydowanie lepszy w ujęciu r/r. Szacujemy, że przychody wyniosły ok. 1,71 mld PLN. Zwracamy jednocześnie uwagę na istotną odbudowę pierwszej marży wraz z wejściem do sklepów nowej kolekcji – już od marca rentowność brutto zwiększała się po 6-8 p.p. r/r, co sugeruje, że w ujęciu kwartalnym może się to przełożyć na ok. 56,7% (+6,8 p.p. r/r). Spodziewamy się, że EBITDA zwiększy się do blisko 288 mln PLN (vs 153 mln PLN przed rokiem), co oznacza, że od 2Q'14 byłby to pierwszy kwartał, w którym raportowane wyniki będą lepsze r/r.

W ujęciu całorocznym spodziewamy, że pozytywnie będzie kontrybuował rynek rosyjski (przyjmujemy wzrosty z mkw. na poziomie kilku procent w walucie lokalnej w kolejnych kwartałach) oraz że odbuduje się marka Reserved. Oczekujemy też pozytywnej kontrybucji młodszych brandów. Grupa zweryfikowała plany rozwoju powierzchni na '17 i zamierza przyspieszyć z rozwojem w Rosji (+20% r/r) oraz spowolnić wzrost w Polsce (tylko 3% r/r). Duże nadzieje wiążemy z e-commerce – LPP planuje w '17 wejście na 5 rynków (w tym na rynek rosyjski).

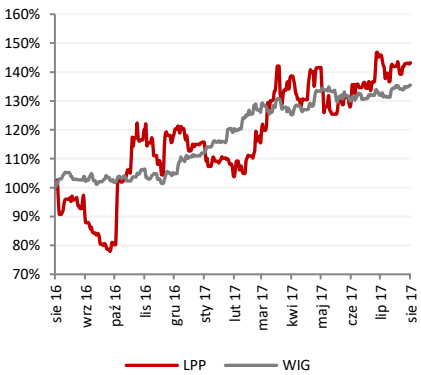
Podsumowując, do ścieżki wynikowej w kolejnych okresach podchodzimy z dużym optymizmem i estymujemy, że w '17 przychody wzrosną do ponad 6,9 mld PLN, marża brutto wyniesie 52,5%, a EBITDA podniesie się do 869 mln PLN. W 2018 roku zakładamy, że spółka wypracuje 7,8 mld PLN przychodów oraz 1,1mld PLN EBITDA. LPP przy takich założeniach jest handlowa na poziomie EV/EBITDA'18=11,0x, przy historycznej średniej dla EV/EBITDA(+1Y)=15,8x.

Wycena końcowa [PLN]	**7 817,1**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+12%**
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	6 980,0
Kapitalizacja [mln PLN]	12 838,3
Ilość akcji [mln szt.]	1,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7 200,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5 145,0
Stopa zwrotu za 3 mc	+12,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	+31,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	+24,0%
Akcjonariat (% akcji):	
Forum TFI	10,9%
Marek Piechocki	9,5%
Jerzy Lubianiec	9,5%
NN OFE	7,1%
Aviva OFE	6,9%
PZU OFE	5,7%
Pozostali	50,4%

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	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	4 769,1	5 130,4	6 020,6	6 919,9	7 842,8	8 675,6
EBITDA [mln PLN]	802,8	726,2	496,7	869,1	1 112,4	1 236,2
EBIT [mln PLN]	609,2	502,7	229,3	580,3	822,7	923,3
Wynik brutto [mln PLN]	459,9	414,4	197,0	601,9	866,0	948,9
Wynik netto adj. [mln PLN]	369,1	351,3	175,9	460,8	701,4	768,6
P/BV	7,8	6,8	6,0	5,1	4,3	4,0
P/E	34,8	36,5	73,0	27,9	18,3	16,7
EV/EBITDA	16,5	18,5	26,1	14,4	11,0	9,7
EV/EBIT	21,7	26,8	56,6	21,6	14,9	13,0
DPS	93,4	31,5	32,6	35,6	150,3	267,0

*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
PROGNOZY WYNIKÓW ZA 2Q'2017 10
NOWY MODEL ZARZĄDZANIA ZAPASAMI 15
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY 16
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU 21
LPP NA TLE H&M I INDITEX 21
OTOCZENIE RYNKOWE 25
RYNEK E-COMMERCE 28
PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE 30
PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH 30
ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE 31
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 32

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny LPP dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 60% wagi, natomiast analizie porównawczej 40%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 7 937,3 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 7 636,7 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 14 377,8 mln PLN, czyli **7 817,1 PLN/akcję.**

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

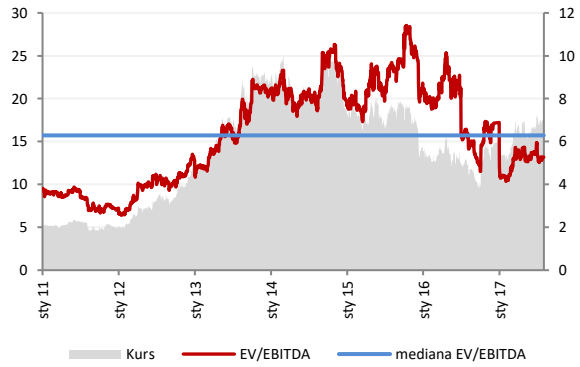
		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	14 598,9	7 937,3	13,7%
B	Wycena porównawcza	14 046,2	7 636,7	9,4%
C = (60%*A + 40%*B)	**Wycena końcowa**	**14 377,8**	**7 817,1**	**12,0%**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

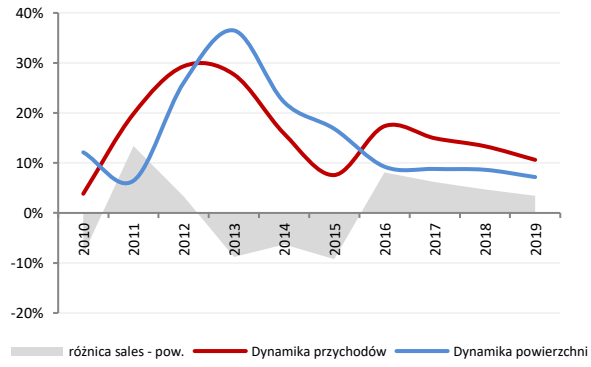
Z ostatnich odczytów sprzedaży można wywnioskować, że 2Q'17 powinien być zdecydowanie lepszy w ujęciu r/r. Szacujemy, że przychody wyniosły ok. 1,71 mld PLN. Zwracamy jednocześnie uwagę na istotną odbudowę pierwszej marży wraz z wejściem do sklepów nowej kolekcji – już od marca rentowność brutto zwiększała się po 6-8 p.p. r/r, co sugeruje, że w ujęciu kwartalnym może się to przełożyć na ok. 56,7% (+6,8 p.p. r/r). Spodziewamy się, że EBITDA zwiększy się do blisko 288 mln PLN (vs 153 mln PLN przed rokiem), co oznacza, że od 2Q'14 byłby to pierwszy kwartał, w którym raportowane wyniki będą lepsze r/r. W ujęciu całorocznym spodziewamy, że pozytywnie będzie kontrybuował rynek rosyjski (przyjmujemy wzrosty z mkw. na poziomie kilku procent w walucie lokalnej w kolejnych kwartałach) oraz że odbuduje się marka Reserved. Oczekujemy też pozytywnej kontrybucji młodszych brandów. Grupa zweryfikowała plany rozwoju powierzchni na '17 i zamierza przyspieszyć z rozwojem w Rosji (+20% r/r) oraz spowolnić wzrost w Polsce (tylko 3% r/r). Duże nadzieje wiążemy z e-commerce – LPP planuje w '17 wejście na 5 rynków (w tym na rynek rosyjski). Podsumowując, do ścieżki wynikowej w kolejnych okresach podchodzimy z dużym optymizmem i estymujemy, że w '17 przychody wzrosną do ponad 6,9 mld PLN, marża brutto wyniesie 52,5%, a EBITDA podniesie się do 869 mln PLN.

W naszej ocenie walory LPP cały czas pozostają ciekawą propozycją inwestycyjną. Z dużym optymizmem podchodzimy do spodziewanej ścieżki wynikowej w kolejnych kwartałach (ze szczególnym wskazaniem na okresy 2Q'17 oraz 4Q'17). W bieżącym raporcie akcentujemy dodatnie odczyty sprzedaży z mkw. (istotnie powyżej tempa przyrostu powierzchni handlowej; sugeruje to utrzymanie dodatnich lfl), silne wzrosty kanału internetowego (planowane wejście na 5 rynków z wszystkimi markami; obecnie nasze założenia są zbieżne z planami zarządu) oraz odbudowę pierwszej marży (przy obecnych poziomach USD/PLN istnieje według nas szansa na przebicie założeń władz spółki). In plus oceniamy również podtrzymanie planów rozwoju sieci – grupa chce położyć główny nacisk na rynek rosyjski i ograniczyć do minimum otwarcia w Polsce (wzrost powierzchni miałby się odbywać poprzez powiększanie już istniejących salonów). Tym samym oczekujemy, że EBITDA'17 podniesie się do blisko 869 mln PLN, co oznaczałoby wzrost o 75% r/r. W przypadku realizacji naszych założeń LPP byłoby obecnie notowane z dużym dyskontem względem grupy Inditex, która jest jednym z głównych konkurentów spółki. Mając na względzie wymienione czynniki, decydujemy się na podtrzymanie zalecenia Akumuluj, podnosząc jednocześnie cenę docelową do 7 817,1 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 2017 marża brutto ze sprzedaży będzie mieścić się w przedziale 52-53% (podnosimy założenia zwłaszcza w okresach pełnej sprzedaży kolekcji SS oraz AW; wcześniej zarząd wskazywał, że rentowność detaliczna ma podnieść się właśnie do tego przedziału; władze grupy liczą na ten przy założonym kursie 4,0-4,1 USD/PLN; obecne kursy walutowe są zdecydowanie niższe od tych szacunków). W kolejnych latach zakładamy, że LPP będzie w stanie powrócić do rentowności na poziomie ok. 54% (długoterminowa średnia historyczna wynosi ok. 56%).
- Przyjmujemy również, że w latach 2017-18 LPP zwiększy powierzchnię handlową do 1 088,9 tys. mkw. na koniec ’18 względem 921,4 tys. mkw. na koniec 4Q’16.
- Założenia dla przychodu z mkw.:

Sprzedaż z mkw. w walutach lokalnych

		3Q'17P	4Q'17P	2015	2016	2017P	2018P	2019P	>2019P
Polska	Reserved	4,0%	2,5%	-9,2%	-9,2%	3,0%	1,2%	1,2%	1,1%
	Cropp	2,5%	1,3%	-7,5%	0,3%	0,4%	1,2%	1,2%	1,1%
	House	2,5%	1,3%	-2,6%	3,2%	-1,0%	1,2%	1,2%	1,1%
	Mohito	5,0%	1,3%	-7,4%	6,7%	4,4%	1,2%	1,2%	1,1%
	Sinsay	5,0%	1,3%	-6,1%	9,7%	6,0%	1,2%	1,2%	1,1%
UE	Reserved	1,8%	1,6%	-17,8%	-2,5%	-0,2%	1,4%	1,3%	1,3%
	Cropp	1,8%	1,6%	-14,0%	12,3%	1,7%	1,4%	1,3%	1,3%
	House	1,8%	1,6%	-12,5%	-0,3%	0,0%	1,4%	1,3%	1,3%
	Mohito	1,8%	1,6%	10,7%	29,0%	1,8%	1,4%	1,3%	1,3%
	Sinsay	1,8%	1,6%	4,5%	8,0%	-3,0%	1,4%	1,3%	1,3%
Rosja	Reserved	5,0%	4,0%	24,7%	11,7%	1,5%	1,5%	1,2%	1,2%
	Cropp	5,0%	4,0%	28,2%	19,7%	3,5%	1,5%	1,2%	1,2%
	House	5,0%	4,0%	30,9%	11,0%	1,0%	1,5%	1,2%	1,2%
	Mohito	5,0%	4,0%	30,3%	20,1%	3,8%	1,5%	1,2%	1,2%
	Sinsay	5,0%	4,0%	5,7%	34,4%	-1,4%	1,5%	1,2%	1,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spodziewamy się, że w kolejnych latach LPP będzie zwiększało poziom wypłacanej dywidendy.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- W latach 2017-26 przyjmujemy efektywną stawkę 19% (podobnie jak w okresie).
- 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 01.08.2017.

Metoda DCF dała wartość spółki LPP na poziomie 14 598,9 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 7 937,3 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]	6 919,9	7 842,8	8 675,6	9 424,7	10 123,9	10 806,2	11 474,7	12 138,1	12 813,0	13 506,4
EBIT [mln PLN]	580,3	822,7	923,3	1 019,0	1 164,8	1 284,0	1 365,5	1 448,3	1 535,6	1 625,7
Stopa podatkowa	26%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	150,4	156,3	175,4	193,6	221,3	244,0	259,5	275,2	291,8	308,9
NOPLAT [mln PLN]	429,8	666,4	747,9	825,4	943,5	1 040,1	1 106,1	1 173,1	1 243,9	1 316,8
Amortyzacja [mln PLN]	288,8	289,7	312,9	324,5	333,9	339,0	341,7	342,2	341,9	342,9
CAPEX [mln PLN]	-406,9	-387,2	-376,1	-365,8	-360,3	-350,8	-344,7	-340,3	-346,9	-345,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	164,2	-32,1	0,3	16,6	23,3	-5,7	-3,7	-4,2	-3,1	-2,1
FCF [mln PLN]	475,9	536,7	685,1	800,8	940,4	1 022,6	1 099,3	1 170,8	1 235,7	1 312,4
DFCF [mln PLN]	460,3	478,5	562,6	605,5	654,2	654,3	646,6	632,8	613,5	598,2
Suma DFCF [mln PLN]	5 906,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	19 387,0			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:		2,0%				
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	8 836,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	14 743,3									
Dług netto [mln PLN]	144,4									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	**14 598,9**									
Ilość akcji [tys.]	1,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**7 937,3**									

Przychody zmiana r/r	14,9%	13,3%	10,6%	8,6%	7,4%	6,7%	6,2%	5,8%	5,6%	5,4%
EBIT zmiana r/r	153,1%	41,8%	12,2%	10,4%	14,3%	10,2%	6,3%	6,1%	6,0%	5,9%
FCF zmiana r/r	14,1%	12,8%	27,7%	16,9%	17,4%	8,7%	7,5%	6,5%	5,5%	6,2%
Marża EBITDA	12,6%	14,2%	14,2%	14,3%	14,8%	15,0%	14,9%	14,8%	14,7%	14,6%
Marża EBIT	8,4%	10,5%	10,6%	10,8%	11,5%	11,9%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%
Marża NOPLAT	6,2%	8,5%	8,6%	8,8%	9,3%	9,6%	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%
CAPEX / Przychody	5,9%	4,9%	4,3%	3,9%	3,6%	3,2%	3,0%	2,8%	2,7%	2,6%
CAPEX / Amortyzacja	140,9%	133,7%	120,2%	112,7%	107,9%	103,5%	100,9%	99,4%	101,5%	100,7%
Zmiana KO / Przychody	-2,4%	0,4%	0,0%	-0,2%	-0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-18,3%	3,5%	0,0%	-2,2%	-3,3%	0,8%	0,6%	0,6%	0,5%	0,3%

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	85,8%	88,5%	90,3%	91,7%	92,9%	94,1%	95,1%	96,2%	97,2%	98,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,1%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	14,2%	11,5%	9,7%	8,3%	7,1%	5,9%	4,9%	3,8%	2,8%	1,8%
WACC	8,3%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%

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	8 298,2	8 680,8	9 122,7	9 639,0	7 485,8	10 984,9	11 885,0	13 013,3	14 469,1
	0,8	7 730,5	8 053,8	8 423,7	8 851,0	9 350,4	9 941,6	10 652,6	11 523,9	12 616,7
	0,9	7 230,4	7 505,8	7 818,3	8 176,0	8 589,2	9 072,3	9 644,3	10 332,5	11 176,1
	1,0	6 786,6	7 023,0	7 289,2	7 591,4	7 937,3	8 337,0	8 804,3	9 357,9	10 024,1
	1,1	6 390,2	6 594,5	6 823,0	7 080,5	7 372,7	7 707,2	8 093,9	8 546,1	9 081,9
	1,2	6 034,2	6 211,8	6 409,3	6 630,2	6 879,2	7 161,8	7 485,4	7 859,6	8 297,2
	1,3	5 712,9	5 868,0	6 039,6	6 230,6	6 444,3	6 685,1	6 958,5	7 271,6	7 633,7

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%	8 947,7	9 404,8	9 938,8	10 570,6	11 330,0	12 259,9	13 425,1	14 927,6	16 938,8
	4,00%	7 730,5	8 053,8	8 423,7	8 851,0	9 350,4	9 941,6	10 652,6	11 523,9	12 616,7
	5,00%	6 786,6	7 023,0	7 289,2	7 591,4	7 937,3	8 337,0	8 804,3	9 357,9	10 024,1
	6,00%	6 034,2	6 211,8	6 409,3	6 630,2	6 879,2	7 161,8	7 485,4	7 859,6	8 297,2
	7,00%	5 421,4	5 557,6	5 707,6	5 873,6	6 058,3	6 265,0	6 497,9	6 762,4	7 065,4
	8,00%	4 913,2	5 019,6	5 135,7	5 263,1	5 403,4	5 558,7	5 731,5	5 925,0	6 143,1
	9,00%	4 485,4	4 569,8	4 661,2	4 760,7	4 869,4	4 988,6	5 119,9	5 265,3	5 427,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,00%	13 935,4	12 949,0	12 088,0	11 330,0	10 657,7	10 057,3	9 518,1	9 031,1	8 589,2
	4,00%	11 824,8	10 873,2	10 057,3	9 350,4	8 731,9	8 186,5	7 702,0	7 268,8	6 879,2
	5,00%	10 250,2	9 350,4	8 589,2	7 937,3	7 372,7	6 879,2	6 444,3	6 058,3	5 713,3
	6,00%	9 031,1	8 186,5	7 479,5	6 879,2	6 363,5	5 915,7	5 523,5	5 177,3	4 869,4
	7,00%	8 060,1	7 268,8	6 611,9	6 058,3	5 585,5	5 177,3	4 821,4	4 508,6	4 231,5
	8,00%	7 268,8	6 527,1	5 915,7	5 403,4	4 968,2	4 594,0	4 269,2	3 984,6	3 733,4
	9,00%	6 611,9	5 915,7	5 345,2	4 869,4	4 467,0	4 122,3	3 824,0	3 563,5	3 334,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-19 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 33%). Ostateczna wycena LPP metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **7 636,7 PLN.**

Wycena porównawcza względem CCC, H&M i Inditex

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**
CCC	27,5	19,1	15,9	17,2	13,7	11,7
Inditex	28,8	25,4	22,7	16,8	14,7	13,1
H&M	18,2	16,4	14,9	10,4	9,3	8,4
Mediana	**27,5**	**19,1**	**15,9**	**16,8**	**13,7**	**11,7**
LPP	27,9	18,4	16,8	14,4	11,0	9,7
Premia/dyskonto względem grupy	1,7%	-3,8%	5,6%	-13,9%	-19,6%	-16,6%
Premia/dyskonto względem Inditex	-2,8%	-27,8%	-26,2%	-13,9%	-25,3%	-25,5%
Premia/dyskonto względem H&M	53,6%	12,0%	12,6%	39,3%	18,2%	15,9%
Wycena wg wskaźnika	**6 883,6**	**7 278,3**	**6 629,8**	**8 097,3**	**8 627,9**	**8 303,4**
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		**6 930,6**			**8 342,9**	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa [PLN]		**7 636,7**				

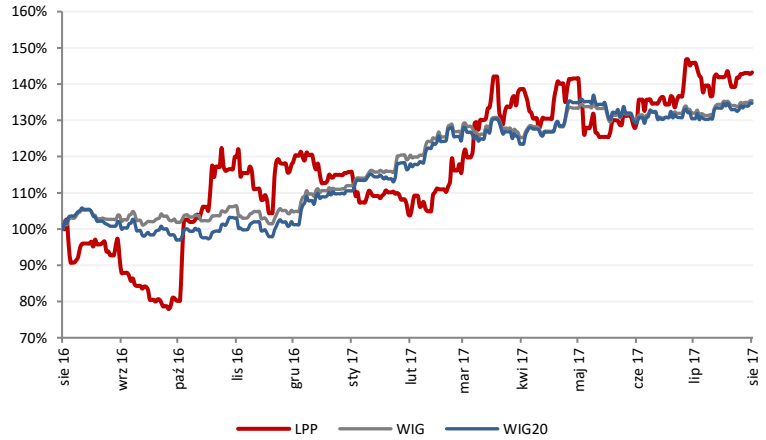
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Mnożniki podmiotów o zasięgu międzynarodowym

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**
CCC	27,5	19,1	15,9	17,2	13,7	11,7
Inditex	28,8	25,4	22,7	16,8	14,7	13,1
H&M	18,2	16,4	14,9	10,4	9,3	8,4
Asos	83,9	64,9	50,9	40,8	31,1	24,5
Next	11,0	11,2	11,0	8,4	8,4	8,2
Marks&Spencer	13,1	12,6	12,2	6,3	6,0	5,9
Urban Outfitters	12,1	11,4	11,5	3,9	3,3	3,8
Burberry	22,6	20,1	18,8	11,8	10,3	9,3
Mediana	**20,4**	**17,7**	**15,4**	**11,1**	**9,8**	**8,9**
LPP	27,9	18,4	16,8	14,4	11,0	9,7
Premia/dyskonto względem grupy	37,1%	3,5%	9,0%	30,2%	12,5%	10,0%
Premia/dyskonto względem Inditex	-2,8%	-27,8%	-26,2%	-13,9%	-25,3%	-25,5%
Premia/dyskonto względem H&M	53,6%	12,0%	12,6%	39,3%	18,2%	15,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

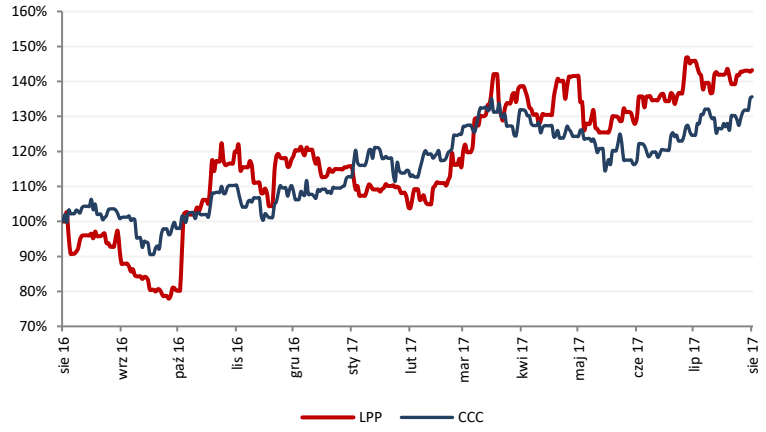
Zachowanie kursu na tle WIG



W perspektywie minionego roku walory LPP radziły sobie podobnie jak szerokie rynek, zyskując ok. 43%. Liczymy, że oczekiwany wzrost wyników grupy przełoży się na kontynuację tego trendu.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

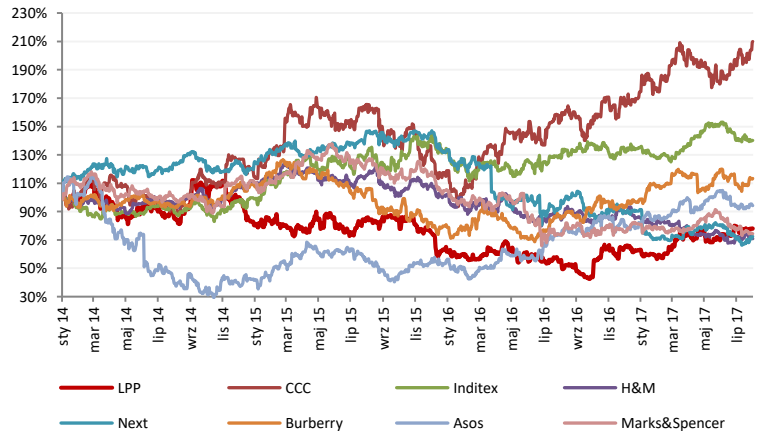
Zachowanie kursu na tle CCC



Na przestrzeni ostatnich 12 miesięcy walory liderów branży poradziły sobie bardzo dobrze, co w naszej ocenie było efektem m.in. wysokich dynamik sprzedaży.

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 30.

- **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. Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 30.

- **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.

PROGNOZY WYNIKÓW ZA 2Q'2017

Okres 2Q'17 powinien przynieść zdecydowany wzrost wyników odzieżowego spółki. Z raportów sprzedażowych wynika, że przychody LPP zwiększyły się o niemal 14% do 1,7 mld PLN. Biorąc pod uwagę zwiększenie powierzchni handlowej o nieco ponad 7%, sugeruje to dodatnie odczyty sprzedaży lfl. Dużą poprawę widać na marży brutto, która podniosła się do 56,7% (powrót do rentowności 60% w sezonie). Oczekujemy, że pomimo dalszego wzrostu kosztów wynagrodzeń (w projekcjach przyjmujemy dynamikę na poziomie >20% r/r/mkw.), spółka istotnie odbuduje wyniki. Estymujemy, że EBITDA w 2Q'17 podniosła się do ok. 288 mln PLN (pierwszy kwartał „in plus" od 2Q'14!), a zysk netto powinien być bliski 195 mln PLN.

Szacunki wyników LPP za 2Q'17 [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	zmiana r/r
Przychody [mln PLN]	1 002,6	1 291,3	1 261,5	1 575,0	1 174,8	1 502,4	1 488,4	1 855,0	1 362,3	1 708,1	13,7%
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	543,4	673,4	663,2	862,8	541,8	749,7	700,6	943,1	620,6	968,2	29,1%
EBITDA [mln PLN]	74,1	192,5	162,6	297,1	-1,0	152,7	72,9	272,0	-35,2	288,3	88,7%
EBIT [mln PLN]	23,7	136,8	106,8	235,4	-63,9	86,5	4,8	201,9	-109,0	218,3	152,5%
Saldo finansowe [mln PLN]	-53,4	21,5	-14,4	-42,0	-5,0	2,4	-8,0	-21,7	-2,5	22,3	820,9%
Wynik netto [mln PLN]	-37,3	136,6	79,7	172,3	-65,6	89,0	-6,5	158,2	-117,0	194,9	119,0%
marża brutto ze sprzedaży	54,2%	52,1%	52,6%	54,8%	46,1%	49,9%	47,1%	50,8%	45,6%	56,7%	
marża EBITDA	7,4%	14,9%	12,9%	18,9%	-	10,2%	4,9%	14,7%	-	16,9%	
marża EBIT	2,4%	10,6%	8,5%	14,9%	-	5,8%	0,3%	10,9%	-	12,8%	
marża netto	-	10,6%	6,3%	10,9%	-	5,9%	-	8,5%	-	11,4%	

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	4Q'16	1Q'17
Przychody wg marki	**750,8**	**991,0**	**1107,5**	**1267,0**	**945,0**	**1185,1**	**1234,2**	**1404,7**	**1002,6**	**1291,3**	**1 261,5**	**1 575,0**	**1 174,8**	**1 502,4**	**1 488,4**	**1 855,0**	**1 362,3**
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	828,0	614,0
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	269,0	189,0
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	245,0	159,0
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	211,0	184,0
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	135,0	112,0
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	5,0	0,0
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	73,0	55,0
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	89,0	49,3
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**	**1 705**	**1 696**
Reserved	346	361	364	386	382	410	413	425	444	426	437	449	448	447	449	461	461
Cropp	298	311	320	337	333	379	357	366	371	382	362	372	375	388	375	379	382
House	258	264	272	292	292	326	301	308	315	330	311	319	322	343	326	330	330
Mohito	170	188	191	219	226	243	246	256	265	268	271	280	281	284	288	290	288
Sinsay	13	36	44	62	77	104	113	129	140	150	157	170	172	179	185	198	198
Tallinder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6	8	8	10	0
Outlet	17	19	22	24	24	26	23	32	32	35	36	37	37	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**	**920,9**	**913,9**
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	509,1	510,7
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	120,5	120,1
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	105,6	102,9
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	99,2	97,8
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	69,8	69,8
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	4,1	0,0
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	12,6	12,6

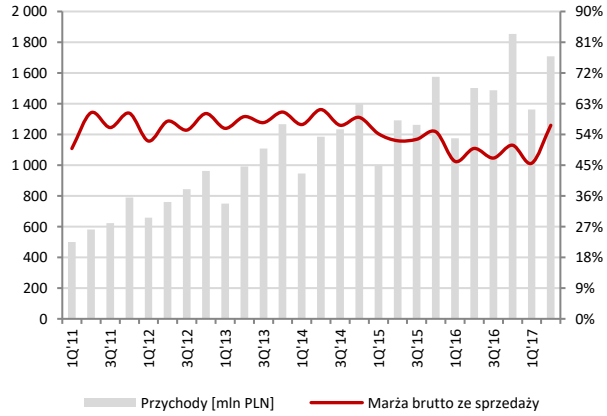
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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	4Q'16	1Q'17
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	1,7	1,2
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	2,3	1,6
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	2,3	1,5
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	2,1	1,9
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	2,0	1,6
Tallinder	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5	0,9	1,0	1,3	0,0
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%	-0,4%	4,0%
Cropp					-12,1%	-9,1%	-8,3%	-7,7%	-9,1%	-8,7%	-8,3%	-2,1%	8,1%	10,8%	6,6%	9,0%	7,9%
House					-3,0%	-6,7%	-9,5%	-1,8%	3,6%	-5,7%	-4,4%	-3,1%	1,6%	7,6%	3,9%	6,3%	5,9%
Mohito					-16,0%	-21,8%	-24,9%	-23,6%	-16,8%	-6,7%	-2,3%	3,3%	17,1%	15,9%	16,1%	14,5%	18,2%
Sinsay					170,7%	-2,7%	-16,8%	-11,9%	-11,8%	-9,0%	-3,6%	-4,2%	17,0%	15,5%	20,9%	9,7%	9,3%
Tallinder					-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

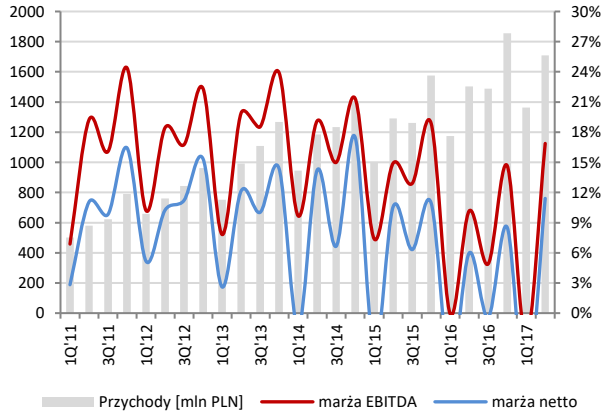
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



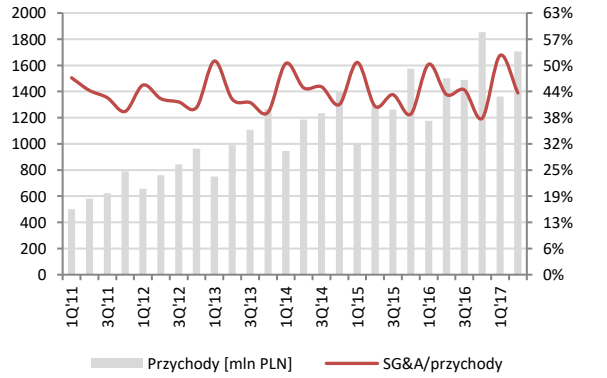
*Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *szacunki własne dla 2Q'17*

Marże EBITDA i netto



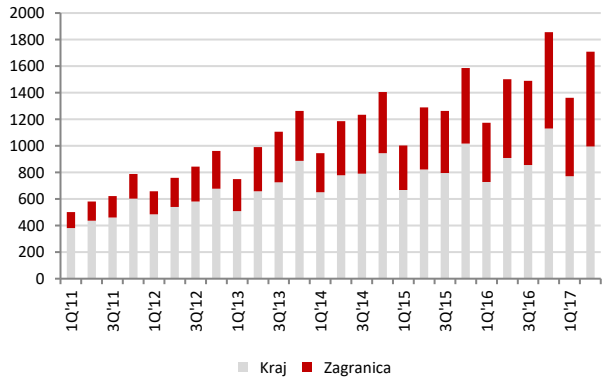
*Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *szacunki własne dla 2Q'17*

SG&A vs przychody [mln PLN]



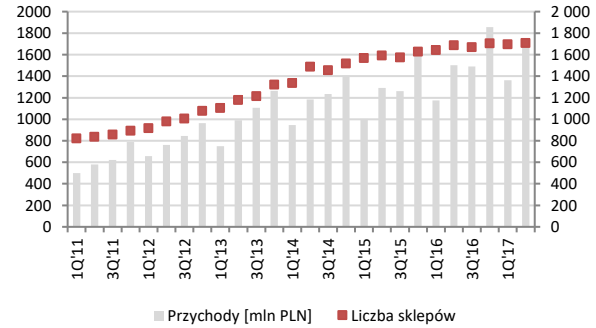
*Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *szacunki własne dla 2Q'17*

Przychody LPP w ujęciu geograficznym [mln PLN]



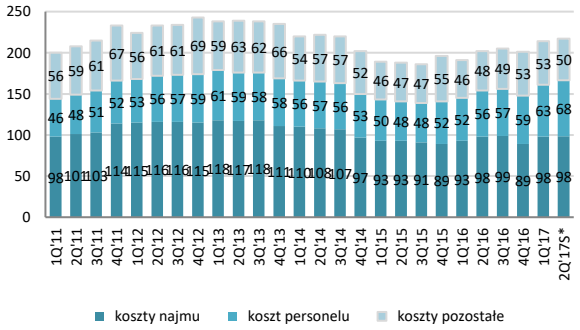
*Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *szacunki własne dla 2Q'17*

Przychody a rozwój sieci



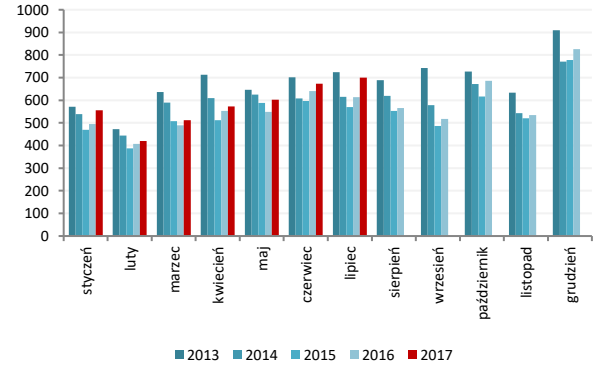
*Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *szacunki własne dla 2Q'17*

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



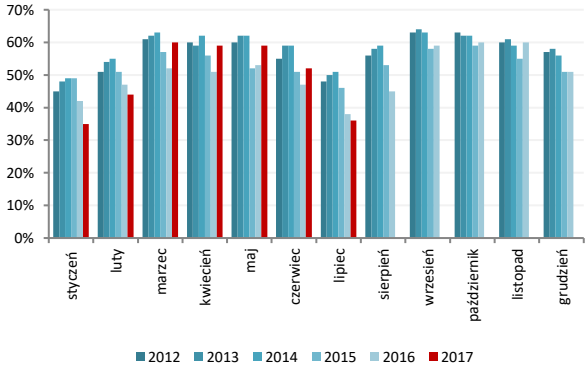
*Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *szacunki własne dla 2Q'17*

Przychody z mkw w ujęciu miesięcznym



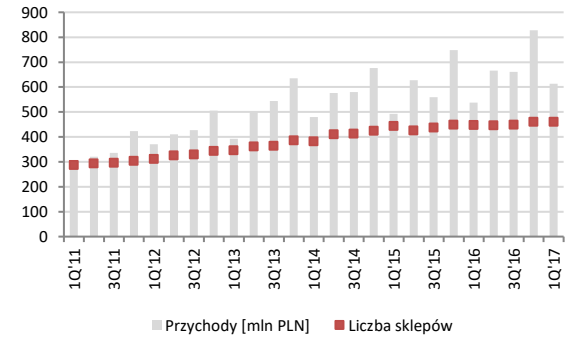
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w ujęciu miesięcznym



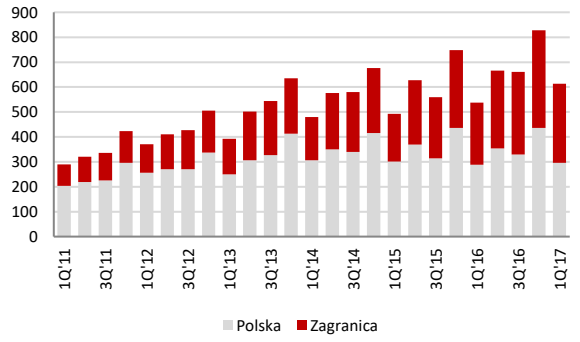
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Reserved



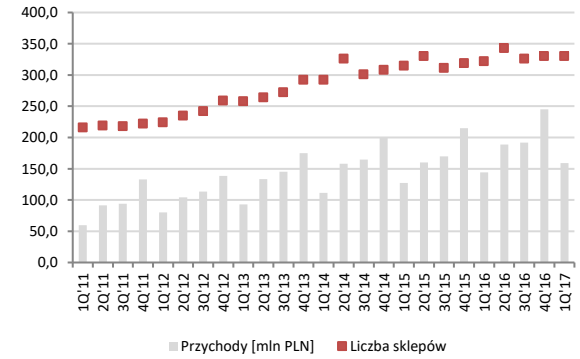
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Reserved w ujęciu geograficznym



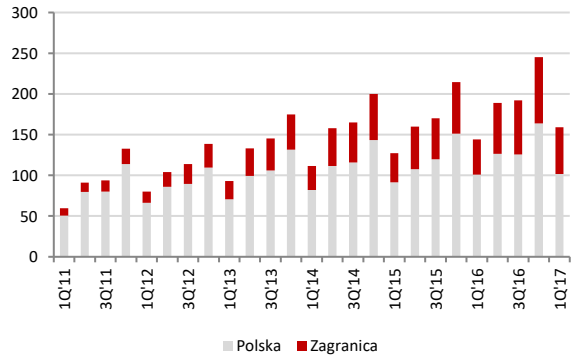
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój House



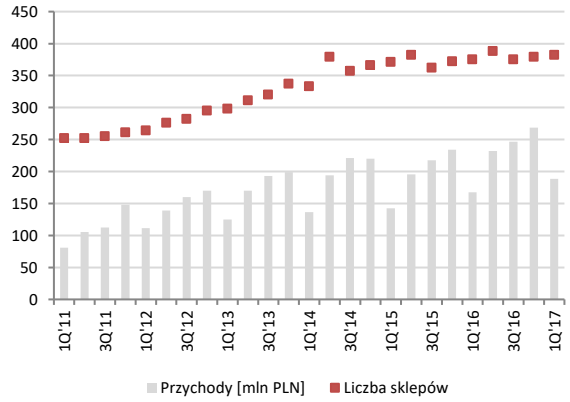
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody House w ujęciu geograficznym



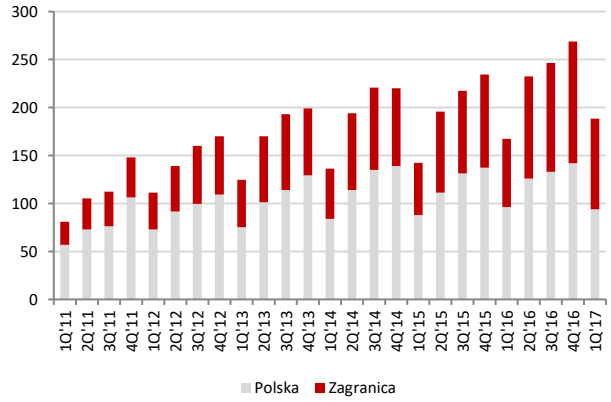
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Cropp



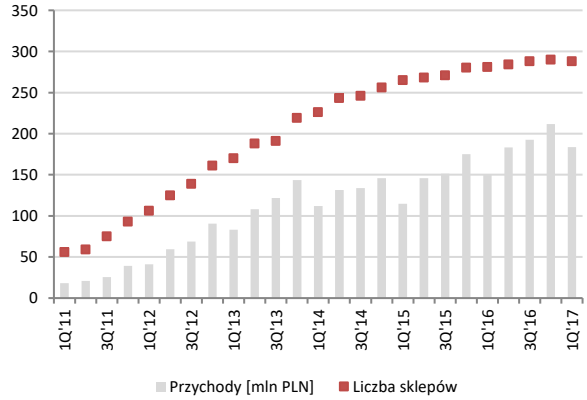
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Cropp w ujęciu geograficznym



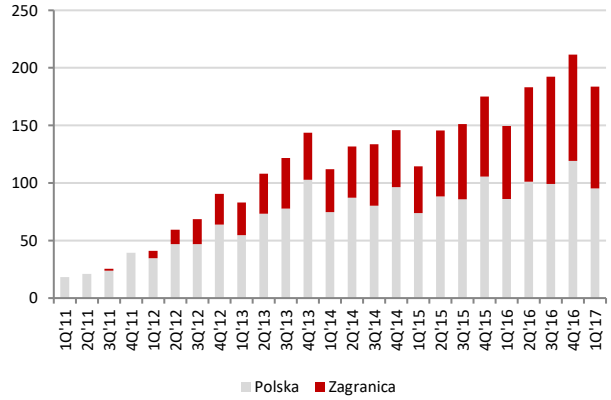
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Mohito



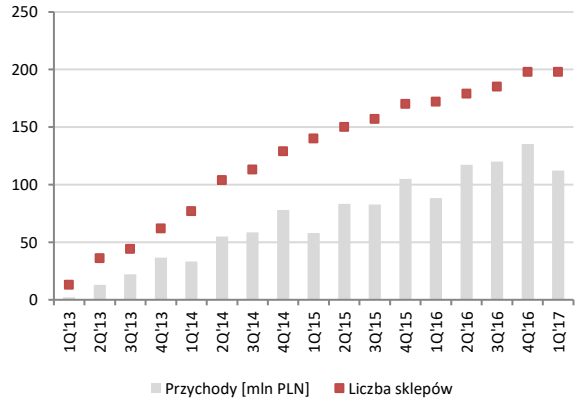
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody Mohito w ujęciu geograficznym



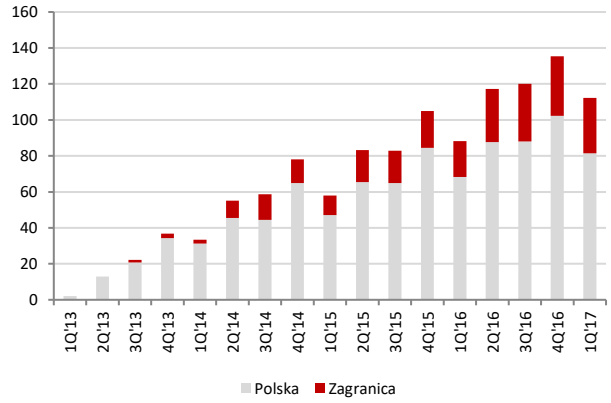
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rozwój Sinsay



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

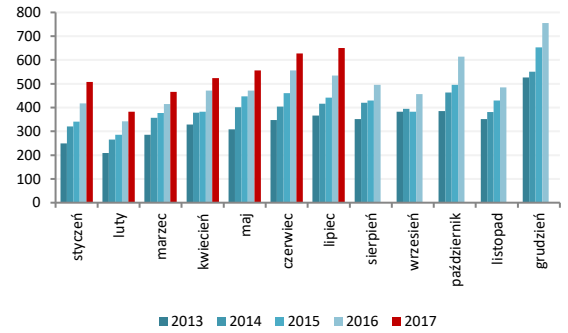
Przychody Sinsay w ujęciu geograficznym



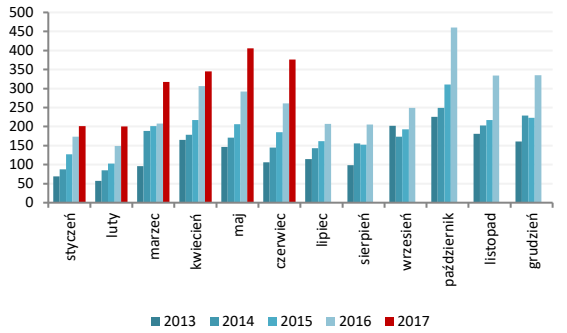
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody w ujęciu miesięcznym przedstawicieli branży odzieżowej [mln PLN]

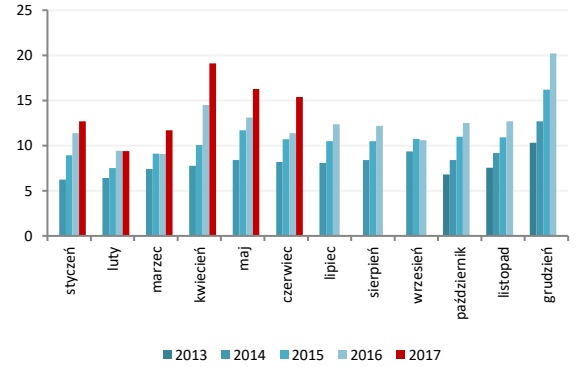
LPP



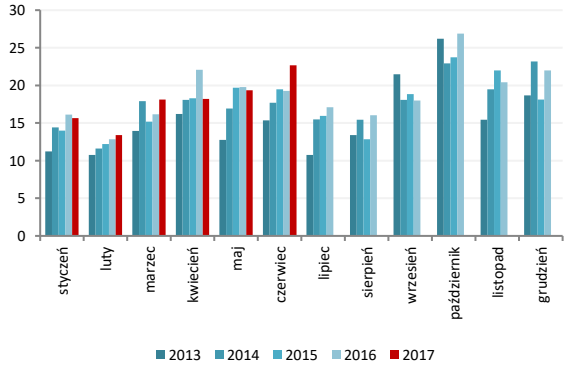
CCC



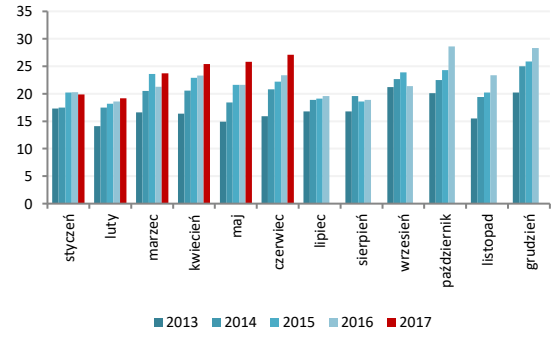
Bytom



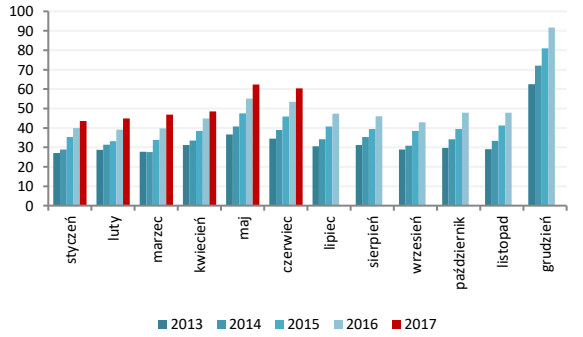
Wojas



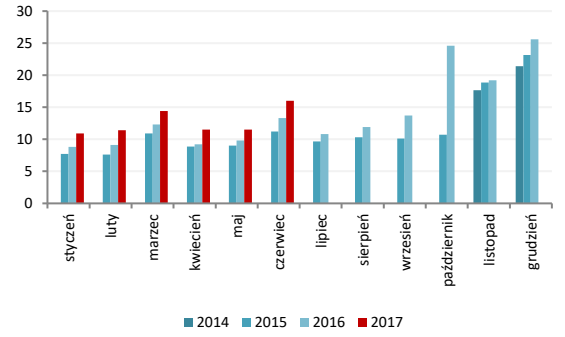
Gino Rossi



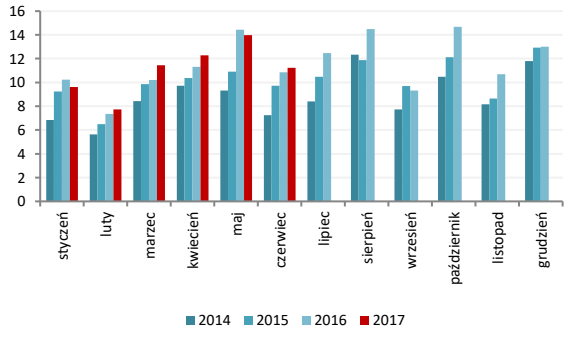
Vistula



Wittchen



CDRL



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

NOWY MODEL ZARZĄDZANIA ZAPASAMI

W 2H'16 LPP wprowadziło zmiany w polityce zarządzania towarem, które mocno odbiły się na wynikach grupy za 4Q'16. Zarząd spółki zdecydował się na dokonanie hurtowej sprzedaży zaległych kolekcji do zewnętrznego odbiorcy o wartości 138 mln PLN (za 26 mln PLN). Warto zauważyć, że gdyby nie to jednorazowe zdarzenie, 4Q'16 zakończyłby się rekordową EBITDA w historii spółki. Poniżej prezentujemy wpływ transakcji na rezultaty finansowe LPP w 4Q'16.

Oczyszczone wyniki LPP w 4Q'16

	4Q'15	4Q'16 rap.	zmiana r/r	4Q'16 adj.	zmiana r/r
Przychody	1 575,0	1 855,0	17,8%	1 829,0	16,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	862,8	943,1	9,3%	1 055,0	22,3%
EBITDA	297,1	272,0	-8,4%	383,9	29,2%
marża brutto ze sprzedaży	54,8%	50,8%		57,7%	
marża EBITDA	18,9%	14,7%		21,0%	
Zapasy	1 320	1 165	-11,7%	1 302	-1,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Na konferencji wynikowej za 4Q'16 zarząd LPP przedstawił główne tezy modelu zarządzania zapasami. Grupa kupuje rocznie towar o wartości ok. 3,0 mld PLN, z czego 3-4% nie zostaje sprzedane, co daje 90-120 mln PLN. Zdaniem spółki ok. 2/3 z tej wartości trafia do outletów, dzięki czemu jest sprzedawane bez odpisów. Pozostała część jest natomiast sprzedawana do odbiorców zewnętrznych, co wiąże się z odpisem na ok. 60% wartości (nowy model zakłada, że w strukturze zapasów nie będzie starszych kolekcji niż 2-letnie).

Władze LPP liczą, że roczny wpływ na pierwszą marżę wyniesie ok. +1 p.p. Dodatkowo detalista zamierza skupić się na maksymalizacji rentowności brutto ze sprzedaży w okresach sprzedaży kolekcji w sezonie regularnym, dzięki czemu realizowane marże mają w tym czasie powrócić do poziomów 60% (wraz z kolekcją SS'17 widać istotną odbudowę rentowności), a mocne wyprzedaże w pozostałych miesiącach mają przełożyć się na spadek kosztów logistyki (mniejsza liczba zwrotów i obniżenie kosztów transportu) i poprawę przepływów pieniężnych (odmrożenie gotówki z zalegających zapasów).

Marża miesięczna*

	styczeń	luty	marzec	kwiecień	maj	czerwiec	lipiec	sierpień	wrzesień	październik	listopad	grudzień
2015	49%	51%	57%	56%	52%	51%	46%	53%	58%	59%	55%	51%
2016	42%	47%	52%	51%	53%	47%	38%	45%	59%	60%	60%	51%
2017	35%	44%	60%	59%	59%	52%	36%					
zmiana r/r												
2016/15	-7%	-4%	-5%	-5%	1%	-4%	-8%	-8%	1%	1%	5%	0%
2107/16	-7%	-3%	8%	8%	6%	5%	-2%					

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *szarym kolorem zaznaczono miesiące, w których działał nowy model zarządzania zapasami*

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Odczyty za 1Q'17 były nie do końca udane, jednak patrząc na wyniki sprzedażowe zaprezentowane w następnych miesiącach z optymizmem podchodzimy do kolejnych okresów. Tak jak pisaliśmy w rozdziale „Szacunki wyników za 2Q'17", w minionym kwartale oczekujemy istotnej odbudowy EBITDA. Liczymy, że również 2H'17 będzie stanowiło kontynuację odbudowy ścieżki wynikowej. Raport sprzedażowy za lipiec jest zgodny z naszymi oczekiwaniami – silne wyprzedaże przełożyły się na mocny wzrost obrotów, a spadek marży był symboliczny. Zakładamy, że nowa kolekcja może pojawić się w sklepach w dużej części już w sierpniu, co mogłoby przełożyć się na poprawę marż i rezultatów. Podsumowując, przyjmujemy, że 2H'17 będzie okresem, który przyniesie silne wzrosty EBITDA (w 3Q'17 ok. 123,4 mln PLN, a w 4Q'17 ok. 493 mln PLN; odpowiednio: +69% r/r i 81% r/r).

Spodziewamy się, że dosyć dobrze powinien radzić sobie rynek rosyjski, który odpowiada za ponad 20% biznesu (w naszych szacunkach przyjmujemy wzrost sprzedaży z mkw. w walucie lokalnej na poziomie 4% w kolejnych kwartałach). Liczymy również, że na rynku polskim odbuduje się marka Reserved. Oczekujemy też pozytywnej kontrybucji młodszych brandów. Grupa zweryfikowała plany rozwoju powierzchni na '17 i zamierza przyspieszyć z rozwojem w Rosji (+20% r/r) oraz spowolnić wzrost w Polsce (tylko 3% r/r). Odbieramy to jako dobry ruch, dzięki któremu spółka może zażegnać problem kanibalizacji we flagowym koncepcie (dalszy rozwój ma się raczej odbywać poprzez zwiększanie powierzchni i realokacji już istniejących placówek, a nie dokładaniu kolejnych sklepów). Cały czas mocno powinien być rozwijany kanał e-commerce – w planach spółki na 1H'17 jest wejście z wszystkim e-sklepami na Litwę, Łotwę oraz Estonię, z kolei w 2H'17 uruchomione mają być rynki rosyjski oraz ukraiński. Dlatego też w perspektywie kolejnych miesięcy z optymizmem patrzymy na zakładaną przez nas ścieżkę wynikową LPP. Estymujemy, że w ujęciu całorocznym zwiększą się do ponad 6,9 mld PLN, przy jednoczesnym wzroście pierwszej marży do 52,5% (podnosimy nasze prognozy, uwzględniając pozytywne odczyty z poprzednich miesięcy). W modelu przyjmujemy, że koszty okołosklepowe w przeliczeniu na mkw. wzrosną o 7,5-8,0% r/r, z czego najmocniej w pozycji płac. Prognozujemy, że EBITDA podniesie się do 869,1 mln PLN, a zysk netto do niemal 461 mln PLN.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2014	2015	2016	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	1002,6	1291,3	1261,5	1575,0	1174,8	1502,4	1488,4	1855,0	1362,3	1708,1	1707,8	2141,7	4 769,1	5 130,4	6 020,6	6 919,9	7 842,8
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	543,4	673,4	663,2	862,8	541,8	749,7	700,6	943,1	620,6	968,2	802,0	1241,4	2 791,9	2 742,8	2 935,3	3 632,2	4 204,0
EBITDA [mln PLN]	74,1	192,5	162,6	297,1	-1,0	152,7	72,9	272,0	-35,2	288,3	123,4	492,7	802,8	726,2	496,7	869,1	1 112,4
EBIT [mln PLN]	23,7	136,8	106,8	235,4	-63,9	86,5	4,8	201,9	-109,0	218,3	51,7	419,3	609,2	502,7	229,3	580,3	822,7
Saldo finansowe [mln PLN]	-53,4	21,5	-14,4	-42,0	-5,0	2,4	-8,0	-21,7	-2,5	22,3	1,5	0,3	-149,3	-88,3	-32,3	21,6	43,3
Wynik netto [mln PLN]	-37,3	136,6	79,7	172,3	-65,6	89,0	-6,5	158,2	-117,0	194,9	43,1	339,9	482,1	351,3	175,1	460,8	701,4
marża brutto ze sprzedaży	54,2%	52,1%	52,6%	54,8%	46,1%	49,9%	47,1%	50,8%	45,6%	56,7%	47,0%	58,0%	58,5%	53,5%	48,8%	52,5%	53,6%
marża EBITDA	7,4%	14,9%	12,9%	18,9%	-0,1%	10,2%	4,9%	14,7%	-2,6%	16,9%	7,2%	23,0%	16,8%	14,2%	8,2%	12,6%	14,2%
marża EBIT	2,4%	10,6%	8,5%	14,9%	-5,4%	5,8%	0,3%	10,9%	-8,0%	12,8%	3,0%	19,6%	12,8%	9,8%	3,8%	8,4%	10,5%
marża netto	-3,7%	10,6%	6,3%	10,9%	-5,6%	5,9%	-0,4%	8,5%	-8,6%	11,4%	2,5%	15,9%	10,1%	6,8%	2,9%	6,7%	8,9%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *szacunki własne DM BDM*

Prognoza ogólna na lata 2017-2026

	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	4 116,3	4 769,1	5 130,3	6 020,6	6 919,9	7 842,8	8 675,6	9 424,7	10 123,9	10 806,2	11 474,7	12 138,1	12 813,0	13 506,4
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	2 409,2	2 791,9	2 742,8	2 935,3	3 632,2	4 204,0	4 678,1	5 089,7	5 527,1	5 929,5	6 284,8	6 636,1	6 992,2	7 357,1
EBITDA [mln PLN]	763,8	802,8	726,8	496,7	869,1	1 112,4	1 236,2	1 343,6	1 498,7	1 623,0	1 707,2	1 790,5	1 877,5	1 968,6
EBIT [mln PLN]	615,6	609,2	503,2	229,3	580,3	822,7	923,3	1 019,0	1 164,8	1 284,0	1 365,5	1 448,3	1 535,6	1 625,7
Saldo finansowe [mln PLN]	-91,8	-149,3	-88,3	-32,3	21,6	43,3	25,6	61,2	64,1	38,3	9,1	10,1	11,6	13,0
Wynik netto [mln PLN]	432,9	482,1	352,0	175,9	460,8	701,4	768,6	875,0	995,4	1 071,1	1 113,4	1 181,3	1 253,2	1 327,3
marża brutto ze sprzedaży	58,5%	58,5%	53,5%	48,8%	52,5%	53,6%	53,9%	54,0%	54,6%	54,9%	54,8%	54,7%	54,6%	54,5%
marża EBITDA	18,6%	16,8%	14,2%	8,2%	12,6%	14,2%	14,2%	14,3%	14,8%	15,0%	14,9%	14,8%	14,7%	14,6%
marża EBIT	15,0%	12,8%	9,8%	3,8%	8,4%	10,5%	10,6%	10,8%	11,5%	11,9%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%
marża netto	10,5%	10,1%	6,9%	2,9%	6,7%	8,9%	8,9%	9,3%	9,8%	9,9%	9,7%	9,7%	9,8%	9,8%
USD/PLN śr.	3,0558	3,2596	3,7701	4,0555	3,8951	3,6023	3,5622	3,4894	3,4202	3,3863	3,3863	3,3863	3,3863	3,3863
EUR/PLN śr.	4,1973	4,1945	4,1839	4,3342	4,3478	4,3367	4,3829	4,3829	4,3829	4,3829	4,3829	4,3829	4,3829	4,3829

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i rozwój wg poszczególnych marek

	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	**4 116,3**	**4 769,1**	**5 130,4**	**6 020,6**	**6 919,9**	**7 842,8**	**8 675,6**	**9 424,7**	**10 123,9**	**10 806,2**	**11 474,7**	**12 138,1**	**12 813,0**	**13 506,4**
Reserved	2 073,9	2 311,1	2 428,6	2 693,1	3 110,7	3 501,6	3 793,3	4 055,7	4 303,0	4 535,3	4 752,2	4 956,9	5 153,1	5 340,6
Cropp	687,0	771,3	788,0	914,7	1 005,5	1 109,8	1 214,9	1 313,5	1 408,5	1 500,4	1 589,3	1 677,0	1 763,6	1 849,2
House	546,3	634,2	671,8	770,0	811,9	890,4	989,4	1 080,8	1 166,2	1 245,7	1 320,5	1 391,9	1 461,3	1 528,8
Mohito	456,4	523,1	584,5	733,0	810,8	876,1	955,9	1 026,9	1 094,2	1 161,0	1 227,0	1 291,8	1 355,2	1 418,9
Sinsay	74,0	225,1	328,4	460,5	581,8	709,6	815,8	910,1	995,1	1 070,9	1 137,3	1 193,9	1 248,8	1 303,7
Tallinder	0,0	0,0	0,0	12,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
e-commerce	26,7	64,7	79,3	173,0	335,7	486,8	632,9	759,4	873,4	1 004,4	1 155,0	1 328,3	1 527,5	1 756,6
Liczba sklepów	**1 320**	**1 516**	**1 627**	**1 705**	**1 743**	**1 863**	**1 970**	**2 064**	**2 150**	**2 225**	**2 292**	**2 351**	**2 410**	**2 463**
Reserved	386	425	449	461	464	494	520	544	566	584	601	616	629	641
Cropp	337	366	372	379	384	403	422	439	455	471	486	500	514	527
House	292	308	319	330	334	358	380	399	416	431	445	457	469	479
Mohito	219	256	280	290	287	302	315	324	334	342	350	357	363	370
Sinsay	62	129	170	198	237	269	297	321	342	360	374	385	398	408
Tallinder	0	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outlety	24	32	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37
Powierzchnia [tys. mkw]	**591,0**	**722,0**	**843,4**	**921,4**	**1 002,4**	**1 088,9**	**1 167,0**	**1 237,5**	**1 302,0**	**1 359,9**	**1 412,4**	**1 460,2**	**1 506,0**	**1 548,1**
Reserved	323,0	390,0	461,3	509,1	567,8	609,5	647,0	681,4	712,7	741,0	766,3	789,8	811,4	831,2
Cropp	91,0	105,0	114,5	120,5	126,0	136,4	146,4	155,5	164,2	172,2	179,8	187,1	194,1	200,8
House	80,0	89,0	99,7	105,6	108,8	120,9	131,9	141,8	150,7	158,6	165,9	172,5	179,0	184,8
Mohito	67,0	83,0	94,4	99,2	100,1	108,0	115,1	121,1	127,1	132,6	138,1	143,1	148,0	152,7
Sinsay	21,0	44,0	59,7	69,8	87,2	101,6	114,1	125,1	134,7	142,8	149,6	155,1	161,0	166,0
Tallinder	0,0	0,0	0,0	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Outlety	9,0	11,0	13,8	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Zmiana liczby sklepów ogółem	243	196	111	78	38	120	107	94	85	75	67	59	59	53
Zmiana powierzchni [tys. mlw]	158,0	131,0	121,4	78,0	81,0	86,5	78,1	70,5	64,5	57,9	52,5	47,8	45,8	42,1
Powierzchnia wg regionu	**591,0**	**722,0**	**843,4**	**921,4**	**1 002,4**	**1 088,9**	**1 167,0**	**1 237,5**	**1 302,0**	**1 359,9**	**1 412,4**	**1 460,2**	**1 506,0**	**1 548,1**
Polska	367,0	414,0	467,1	498,1	507,9	530,2	550,8	569,7	587,1	602,9	617,2	630,1	643,3	655,6
UE	82,0	128,0	184,3	217,1	252,9	287,6	321,1	353,6	385,1	415,6	445,1	473,6	501,3	528,1
Rosja i Ukraina	142,0	180,0	192,0	206,2	241,7	271,2	295,1	314,1	329,8	341,4	350,1	356,5	361,4	364,4

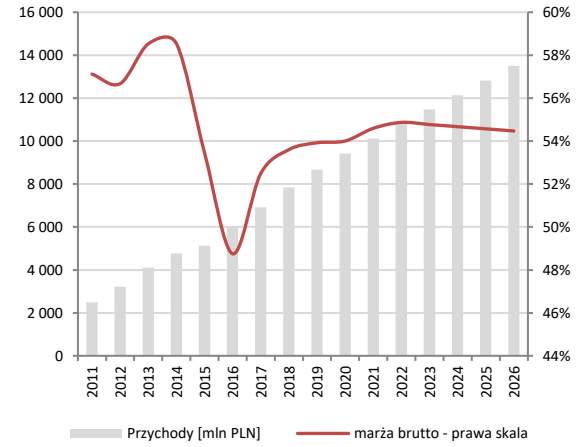
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty SG&A w przeliczeniu na mkw.

	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Koszty na mkw powierzchni własnej na m-c	**237,5**	**216,0**	**189,8**	**199,8**	**215,1**	**221,2**	**227,6**	**231,4**	**234,8**	**238,5**	**242,5**	**246,8**	**251,4**	**256,5**
czynsz [PLN]	116,0	105,5	91,5	94,8	96,4	97,1	100,3	101,9	103,4	105,0	106,8	108,7	110,7	113,0
koszty osobowe [PLN]	59,0	55,5	49,5	56,0	67,3	71,4	72,9	74,1	75,2	76,4	77,6	79,0	80,5	82,1
pozostałe koszty [PLN]	62,5	55,0	48,8	49,0	51,4	52,7	54,3	55,4	56,2	57,1	58,1	59,1	60,2	61,4
Udział														
czynsz	48,8%	48,8%	48,2%	47,4%	44,8%	43,9%	44,1%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%
koszty osobowe	24,8%	25,7%	26,1%	28,0%	31,3%	32,3%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
pozostałe koszty	26,3%	25,5%	25,7%	24,5%	23,9%	23,8%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%
Koszty poza sklepami własnymi na m2	**42,3**	**51,5**	**40,5**	**44,6**	**44,6**	**45,8**	**47,2**	**48,1**	**48,8**	**49,6**	**50,5**	**51,4**	**52,3**	**53,3**
Suma wszystkich kosztów na mkw [PLN]	**279,8**	**267,5**	**230,2**	**244,3**	**259,8**	**266,9**	**274,8**	**279,5**	**283,6**	**288,1**	**292,9**	**298,1**	**303,7**	**309,8**
SG&A na mkw [PLN]	**3 357,6**	**3 210,0**	**2 762,5**	**2 931,8**	**3 117,4**	**3 203,2**	**3 297,7**	**3 354,1**	**3 403,3**	**3 457,4**	**3 515,4**	**3 577,7**	**3 644,1**	**3 717,3**
Koszty sprzedaży	3 062,9	2 906,5	2 536,6	2 703,1	2 855,0	2 933,6	3 020,1	3 071,8	3 116,8	3 166,4	3 219,5	3 276,6	3 337,4	3 404,4
Koszty zarządu	294,7	303,5	225,9	228,8	262,4	269,6	277,6	282,3	286,5	291,0	295,9	301,2	306,7	312,9
Udział w SG&A														
Koszty sprzedaży	91,2%	90,5%	91,8%	92,2%	91,6%	91,6%	91,6%	91,6%	91,6%	91,6%	91,6%	91,6%	91,6%	91,6%
Koszty zarządu	8,8%	9,5%	8,2%	7,8%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Powierzchnia sklepów własnych [tys. mkw]	591,0	722,0	843,4	921,4	1 002,4	1 088,9	1 167,0	1 237,5	1 302,0	1 359,9	1 412,4	1 460,2	1 506,0	1 548,1
Liczba sklepów	1 320	1 516	1 627	1 705	1 743	1 863	1 970	2 064	2 150	2 225	2 292	2 351	2 410	2 463

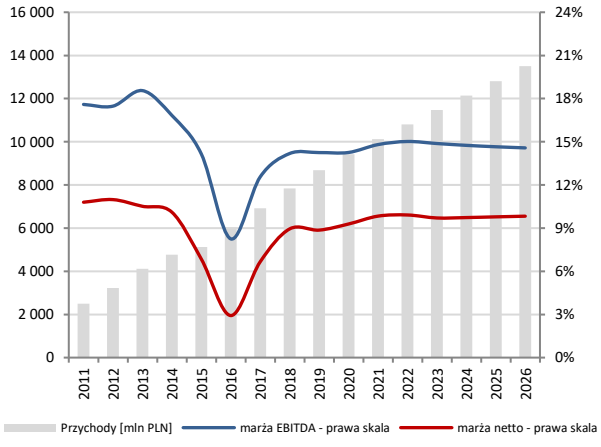
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża brutto ze sprzedaży



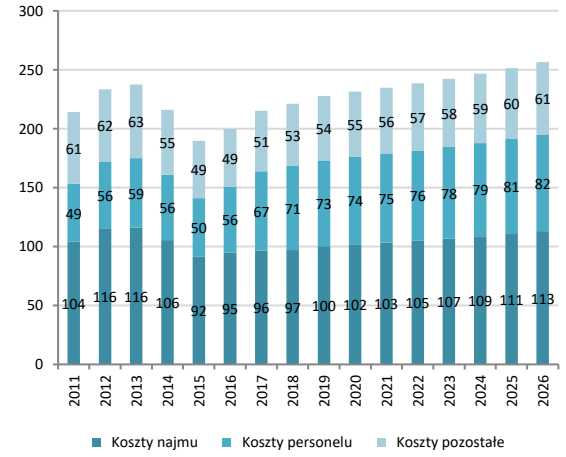
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu rocznym



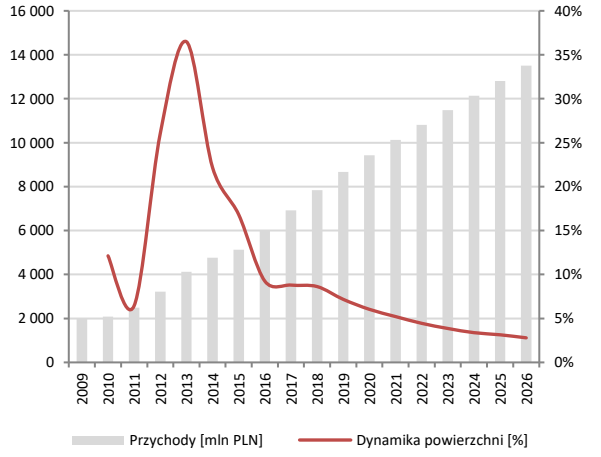
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



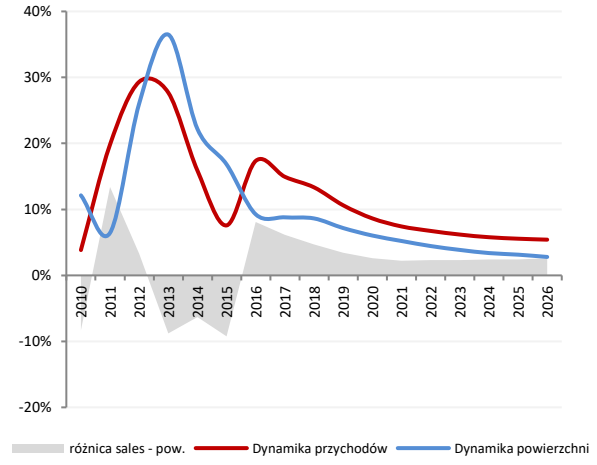
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój powierzchni handlowej vs przychody



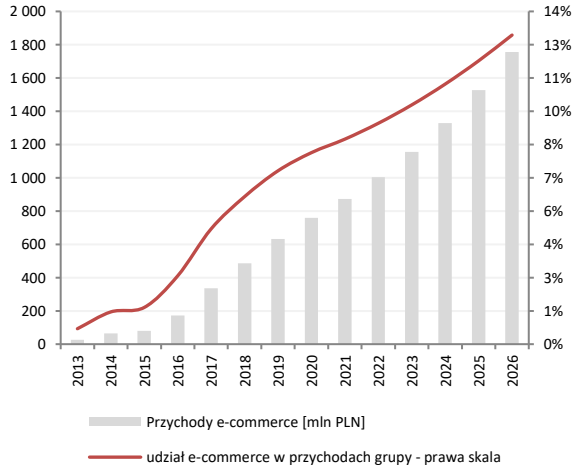
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika sprzedaży na tle wzrostu powierzchni



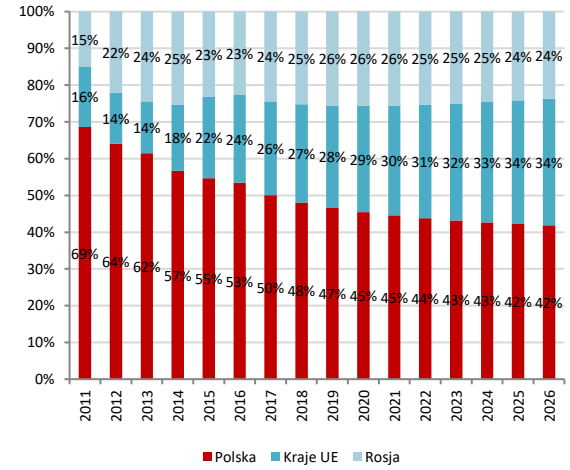
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

E-commerce



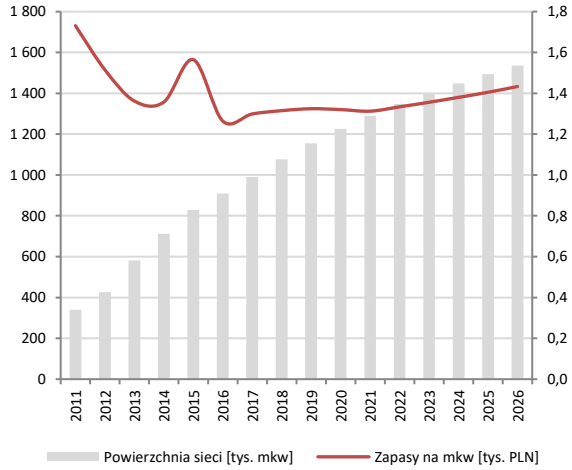
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział regionów w powierzchni handlowej



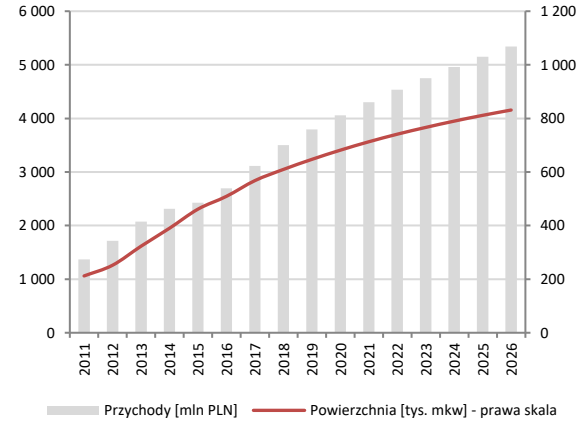
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na mkw.



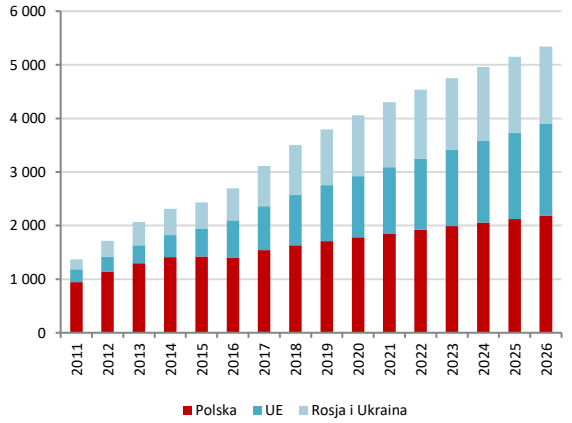
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Reserved



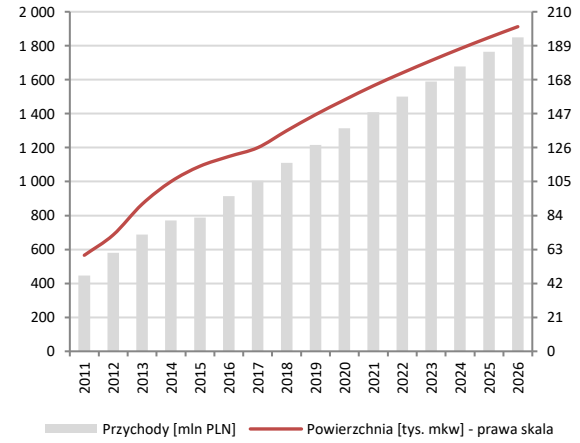
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Reserved – przychody wg regionu [mln PLN]



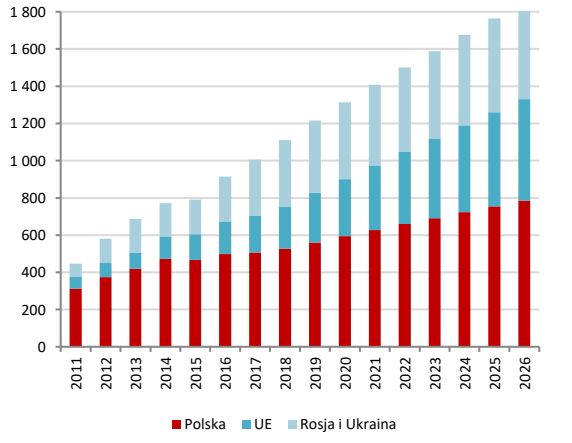
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Cropp



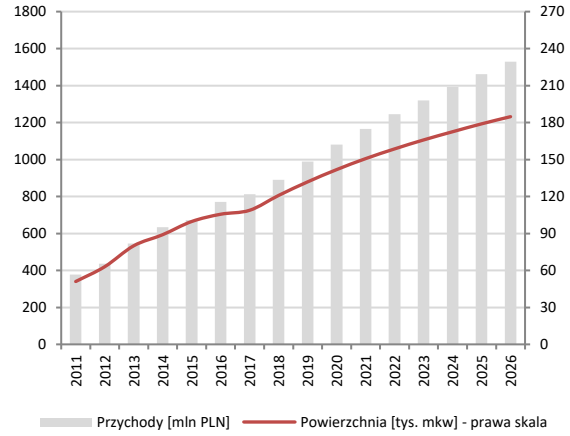
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Cropp – przychody wg regionu [mln PLN]



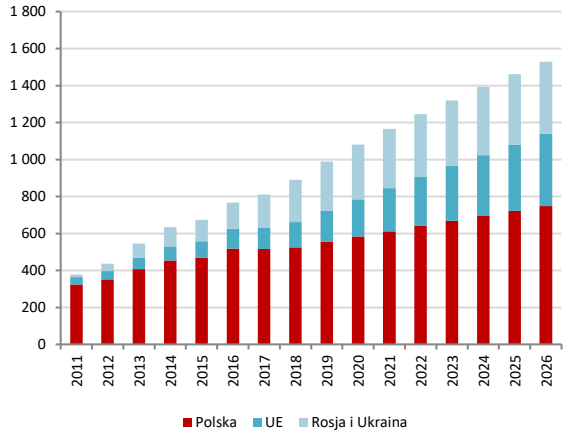
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój House



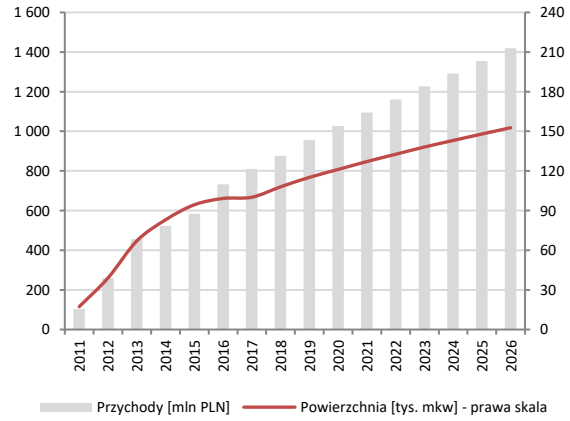
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

House – przychody wg regionu [mln PLN]



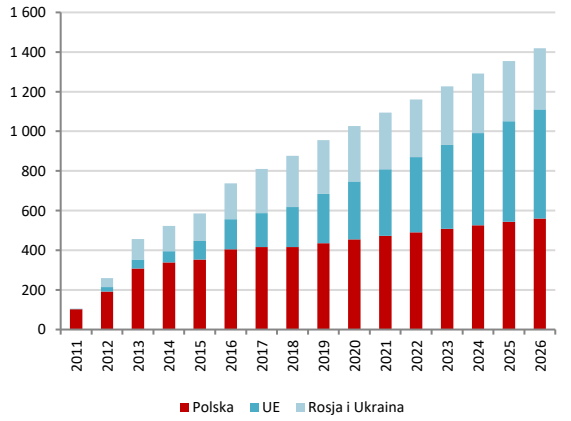
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Mohito



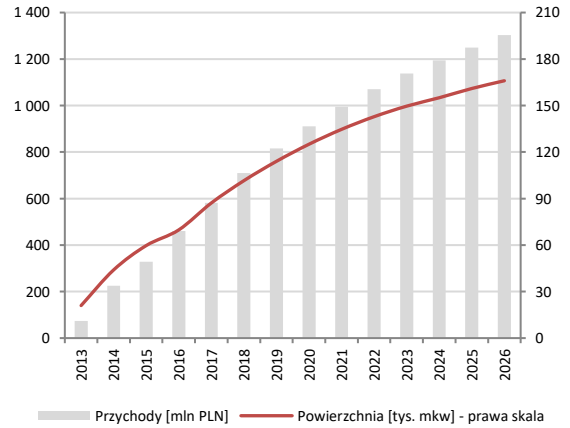
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Mohito – przychody wg regionu [mln PLN]



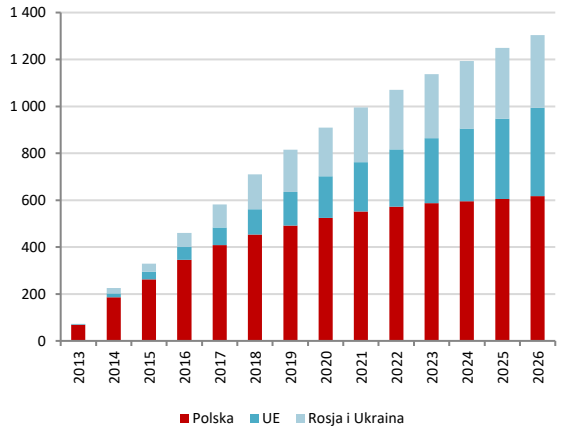
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Sinsay



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sinsay – przychody wg regionu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji z marca'17 zaktualizowaliśmy plany rozwoju sieci (spółka zamierza położyć większy nacisk w ekspansji na rynek rosyjski i istotnie spowolnić rozwój w Polsce). W modelu uwzględniamy także zaktualizowaną politykę zarządzania zapasami, która ma pozwolić na powrót w sezonach sprzedażowych do poziomu marż na poziomie >55%. Zaktualizowaliśmy również kursy walutowe (spółka ma ekspozycję na USD i EUR poprzez zakup towarów oraz płacone czynsze) oraz uwzględniliśmy zmiany w kosztach okołosklepowych. Tym samym prognozujemy, że grupa osiągnie w '17 ok. 6,9 mld PLN przychodów oraz 869,1 mln PLN EBITDA.

Zmiana założeń względem raportu z 2 marca 2017 roku

	2017 stara	2017 nowa	zmiana	2018 stara	2018 nowa	zmiana	2019 stara	2019 nowa	zmiana
Przychody	6 866,3	6 919,9	0,8%	7 643,3	7 842,8	2,6%	8 364,0	8 675,6	3,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	3 570,5	3 632,2	1,7%	3 996,1	4 204,0	5,2%	4 397,5	4 678,1	6,4%
EBITDA	838,3	869,1	3,7%	1 008,1	1 112,4	10,3%	1 125,6	1 236,2	9,8%
EBIT	554,4	580,3	4,7%	708,8	822,7	16,1%	808,7	923,3	14,2%
Wynik brutto	517,1	601,9	16,4%	732,3	866,0	18,3%	860,6	948,9	10,3%
Wynik netto	418,9	460,8	10,0%	593,1	701,4	18,3%	697,1	768,6	10,3%
marża brutto ze sprzedaży	52,0%	52,5%		52,3%	53,6%		52,6%	53,9%	
marża EBITDA	12,2%	12,6%		13,2%	14,2%		13,5%	14,2%	
marża EBIT	8,1%	8,4%		9,3%	10,5%		9,7%	10,6%	
marża netto	6,1%	6,7%		7,8%	8,9%		8,3%	8,9%	

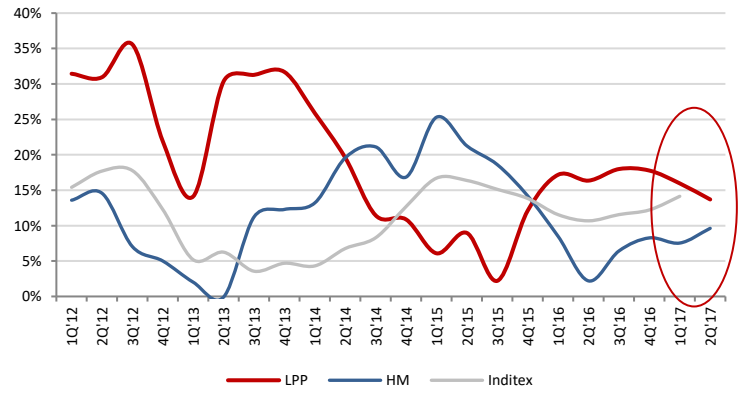
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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).

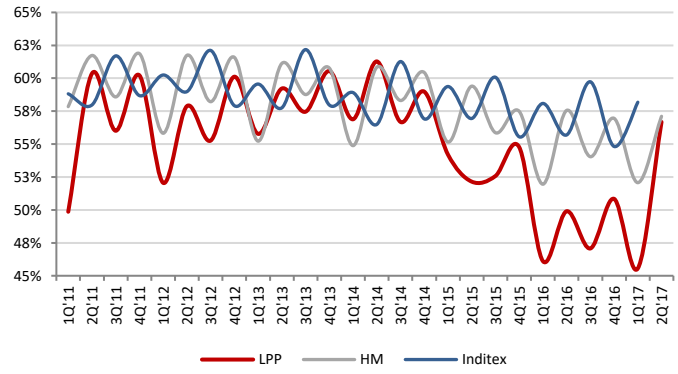
Porównanie LPP na tle Inditex i H&M

Dynamika przychodów r/r



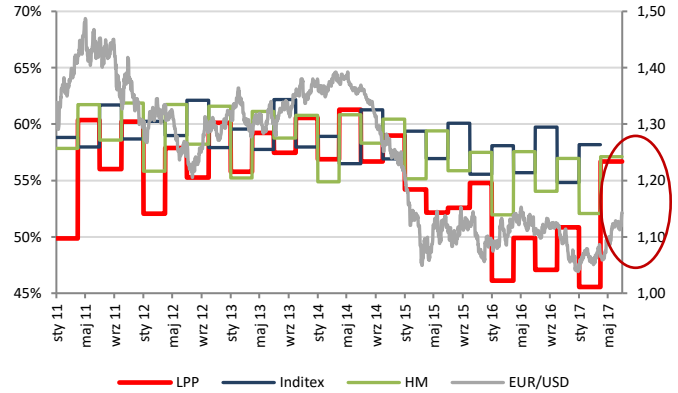
Po niemal dwóch latach coraz niższych dynamik obrotów, przychody w LPP odbiły, co naszym zdaniem jest efektem poprawiającego się otoczenia makro i nowej polityki zarządzania towarem, które…

Rentowność brutto ze sprzedaży



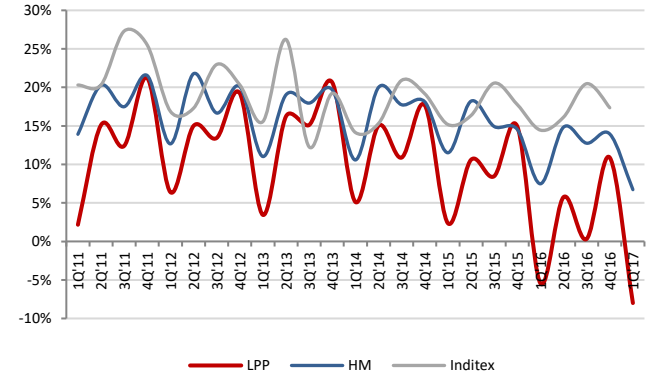
…od 1Q'17 przełożyły się na odbudowę pierwszej marży (w sezonie SS'17 powrócono do 56% marży).

Marża brutto na tle EUR/USD



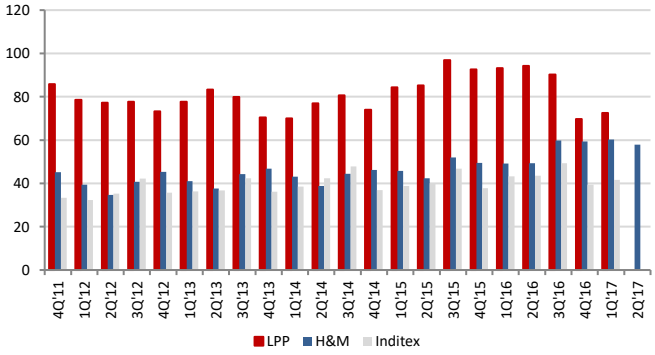
Umocnienie USD względem EUR przekłada się w dużo większym stopniu na rentowność brutto H&M i LPP niż Inditex.

Rentowność EBIT



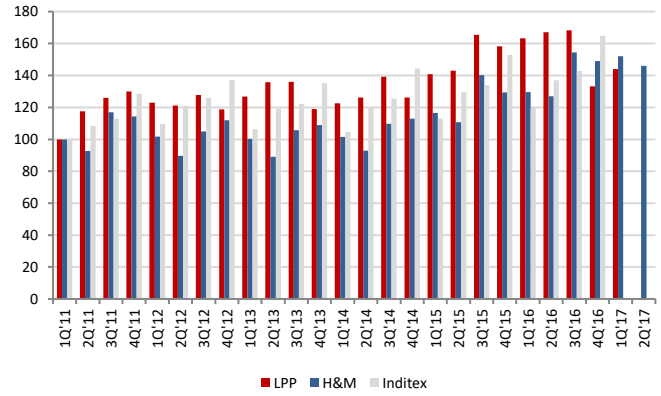
Słabiej na tle pozostałych spółek prezentuje się marża EBIT. Szczególnie mocno było to widać w pierwszym i trzecim kwartale '16, kiedy LPP dokonało mocnych wyprzedaży, tracąc jednocześnie na rentowności brutto. Presję wywierały również koszty płac i najmu.

Rotacja zapasów w dniach



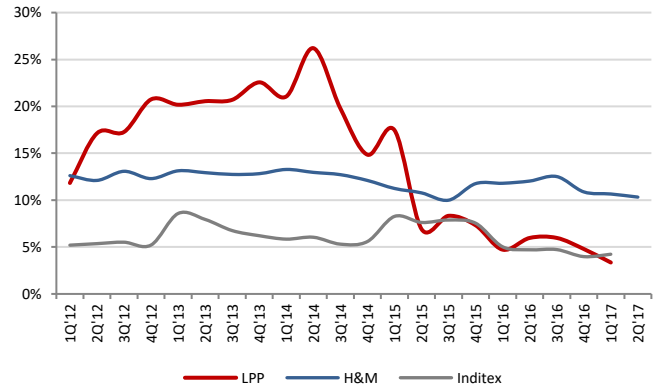
Patrząc na zapasy można zauważyć, że poziom rotacji liczony w dniach był dużo uległ ostatnio skróceniu w przypadku polskiej grupy i zbliżył się do H&M oraz Inditex….

Zapasy na sklep (ujęcie znormalizowane)



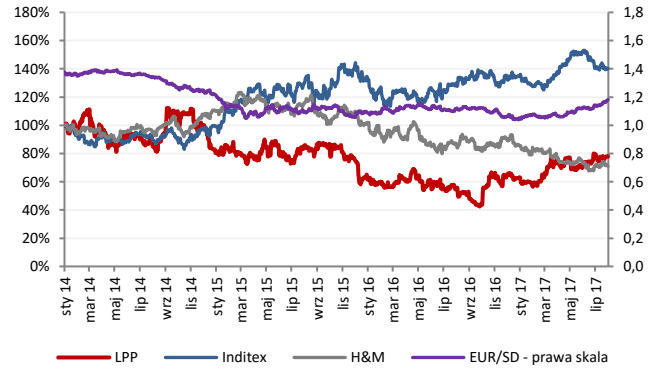
…a po przeliczeniu na sklep poziom zapasów jest do siebie zbliżony.

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 było efektem wolniejszego rozwoju w Rosji oraz mocnego spowolnienia w Polsce (spółka chciała zatrzymać postępującą kanibalizację).

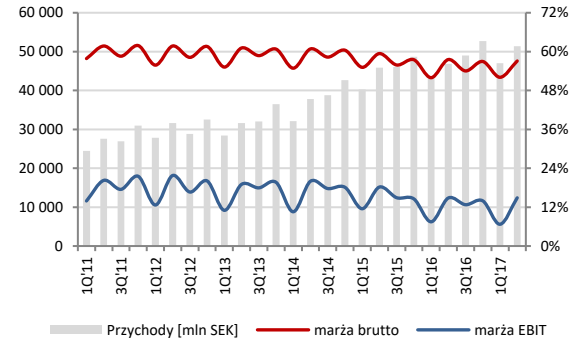
Kurs LPP, H&M i Inditex na tle EUR/USD



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

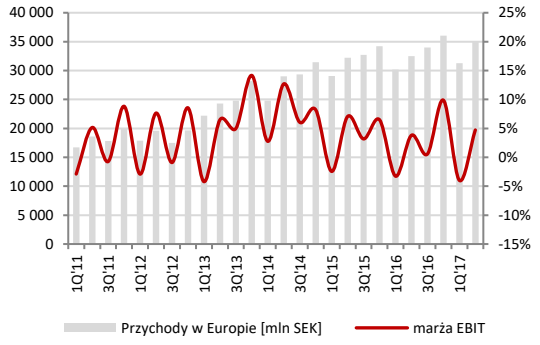
Ogólne spojrzenie na H&M i Inditex

Wyniki ogólne H&M



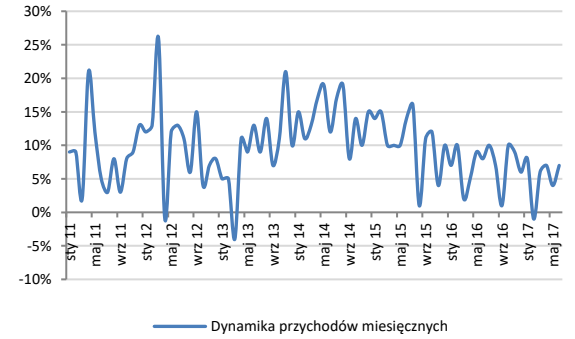
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki H&M w dywizji europejskiej



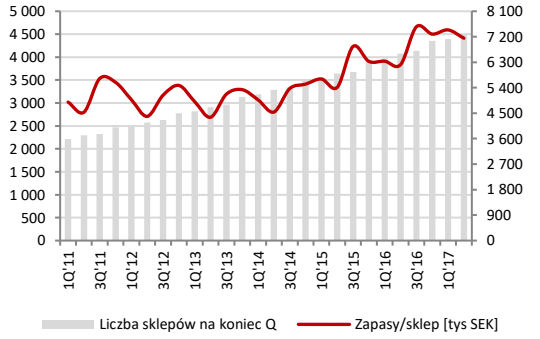
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika miesięcznych przychodów H&M



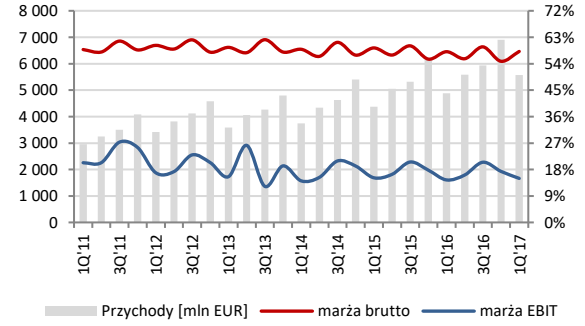
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na sklep [tys. SEK]



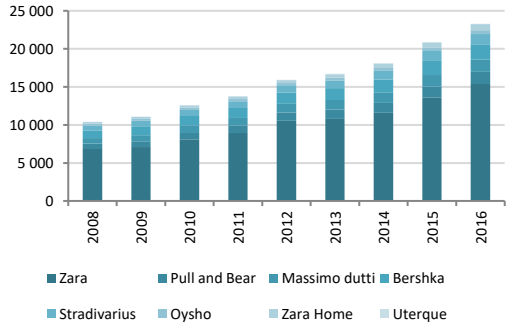
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki ogólne Inditex (cała grupa)



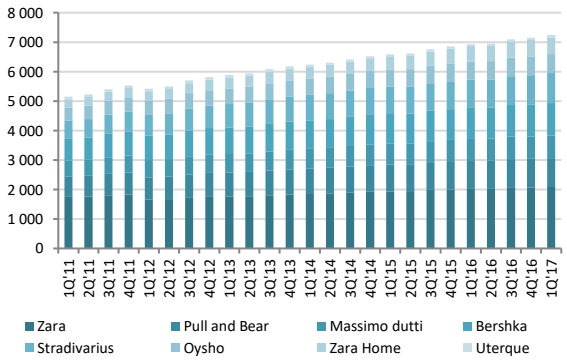
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody wg brandów [mln EUR]



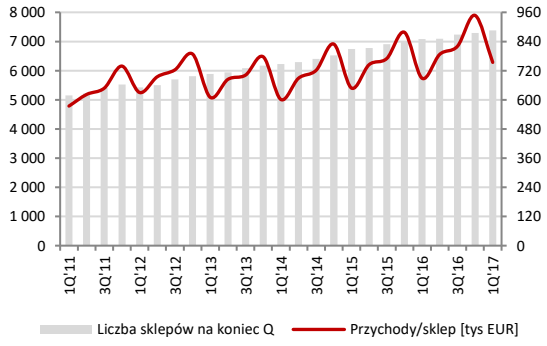
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba sklepów wg marki



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody/sklep [tys. EUR]

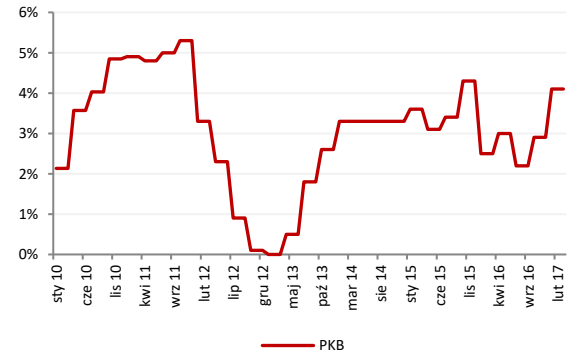


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 6,0% (w maju wyniosła 8,4% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 7,7% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą napędza rządowy program 500+. Na stałe powróciła inflacja, która w czerwcu wyniosła 1,5%. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach utrzymuje się na rekordowo niskim poziomie – w czerwcu wyniosła 7,1%. Według danych GUS, zwiększa się przeciętny poziom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Nieprzerwanie rośnie również średnie wynagrodzenie, które w minionym miesiącu wyniosło ok. 4,5 tys. PLN (wzrost o 6,0% r/r i +2,7% m/m).

PKB



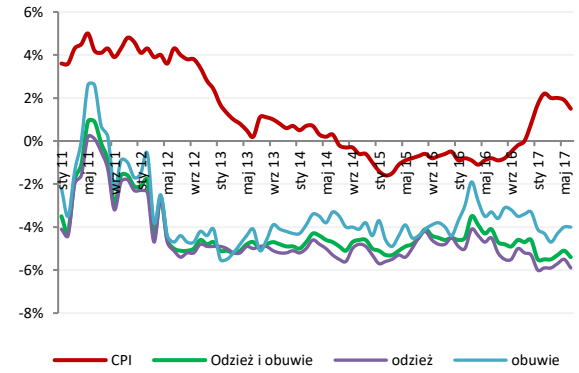
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa bezrobocia



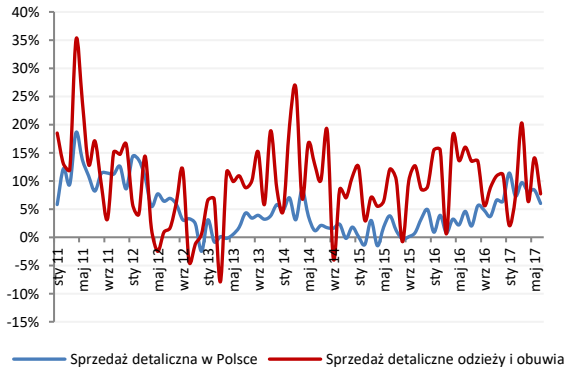
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



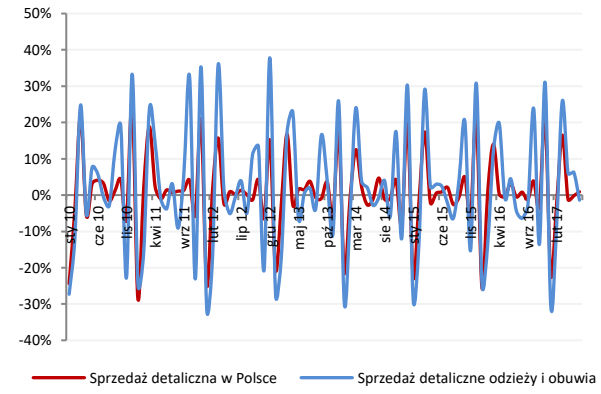
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



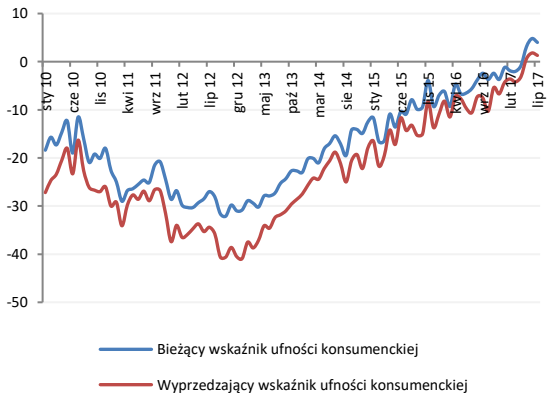
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



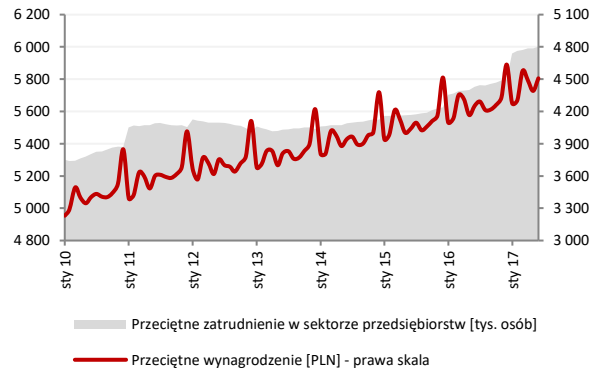
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



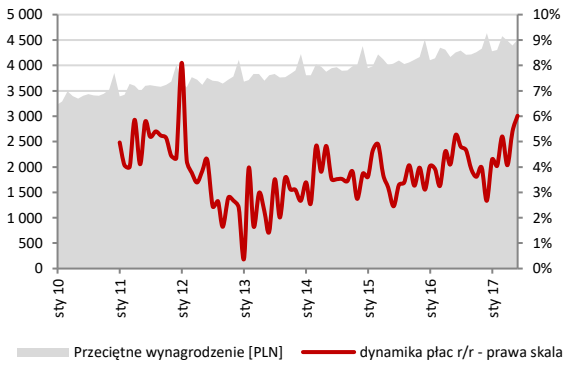
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

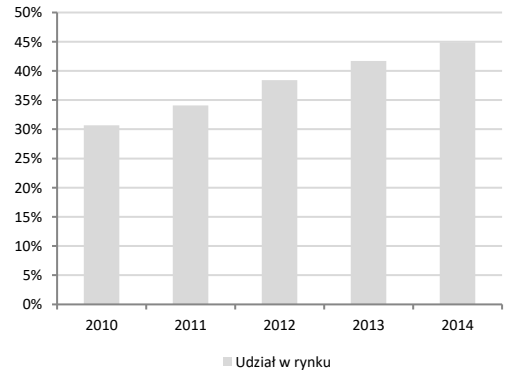
Dynamika płac [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

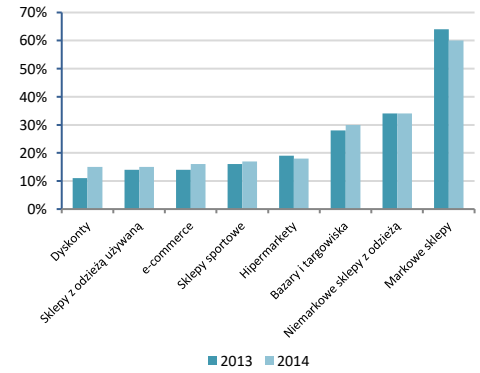
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w ’15 był wart ok. 24,2 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 5,4% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. Jednocześnie 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. Do ciekawych wniosków można dojść obserwując Footfall Index obrazujący natężenie ruchu w galeriach handlowych. Wskaźnik spada nieprzerwanie od 2007 roku, co potwierdza tezę migracji klientów do e-sklepów.

Udział 10 największych detalistów w rynku odzieżowym



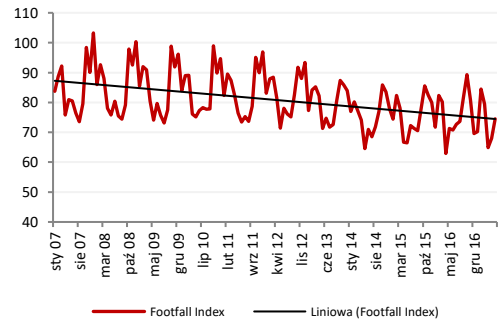
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR Research

Miejsce zakupu odzieży w Polsce w ‘14



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

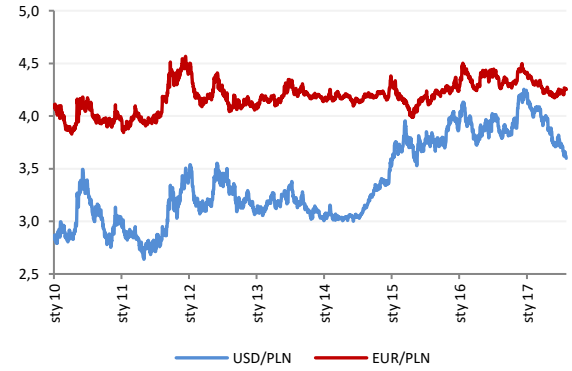
Footfall Index



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., http://uk.shoppertrak.com/trends/

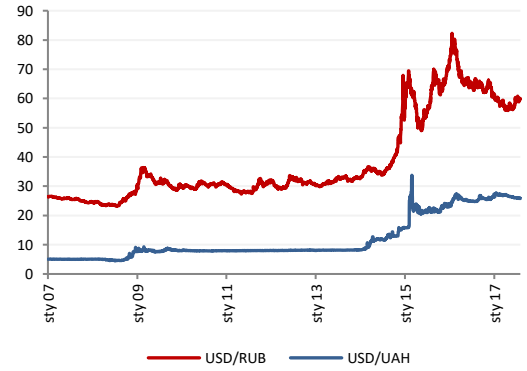
Dla LPP bardzo ważne jest otoczenie makroekonomiczne zagranicą. Jednym z najistotniejszych czynników poza sprzedażą detaliczną, są kursy walutowe, szczególnie USD/PLN. Ostatnie umocnienie dolara bardzo negatywnie odbiło się na marży brutto realizowanej przez spółkę (kilkuprocentowe spadki r/r) oraz na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



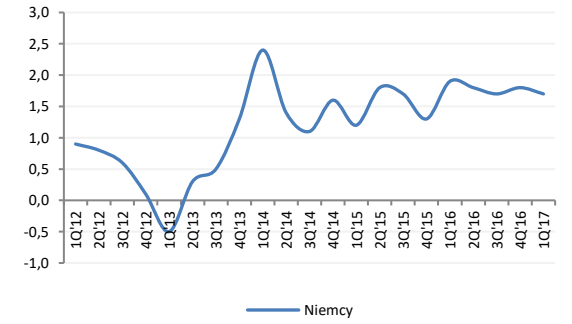
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów USD/RUB i USD/UAH



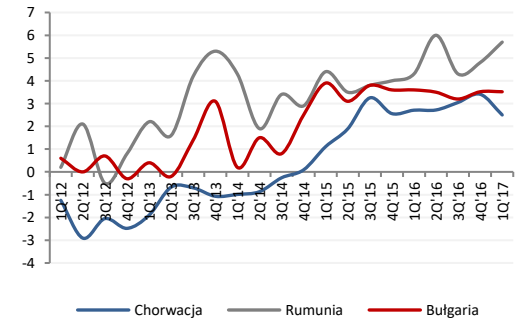
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Niemczech [%]



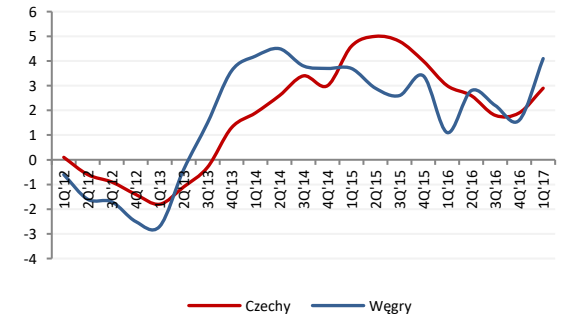
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rumunii, Chorwacji i Bułgarii [%]



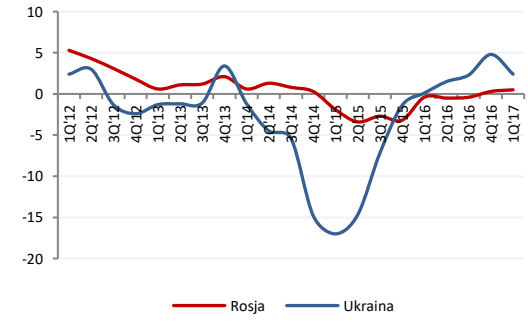
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Czechach i na Węgrzech [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rosji i na Ukrainie [%]



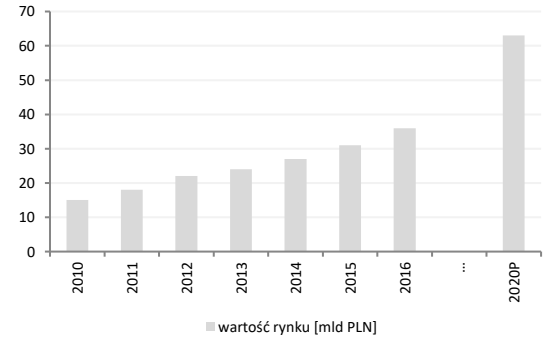
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Rynek e-commerce

Eksperci Sociomatic Labs szacują, że rynek e-commerce w Polsce w ’16 osiągnął wartość ok. 36 mld PLN (z ok. 32 mld PLN), a w perspektywie ’20 ma urosnąć do 63 mld PLN (co ciekawe szacuje się, że 8 największych europejskich rynków ma wartość 156 mld GBP, natomiast sam rynek amerykański jest wart ponad 215 mld GBP). Zgodnie z prognozami firmy liczba sklepów internetowych w Polsce podniosła się do 23,5 tys. (ponad 6x tyle co w ’06), a w ’20 powinna przekroczyć 30 tys. Według wielu analiz w ciągu najbliższych 5 lat udział zakupów realizowanych w e-sklepach ma zwiększyć się do ok. 45% przychodów ze sprzedaży ogółem. Wymienione powyżej tendencje potwierdzają odczyty Eurostat, które wskazują, na istotny wzrost osób kupujących online w okresie 2011-16 (w Wielkiej Brytanii odnotowano wzrost z 71% do 83%, a w Polsce z 30% do 42%; średnia dla wszystkich krajów UE podniosła się z 37% do 55%; najsłabiej na tym tle prezentują się Rumunia i Bułgaria).

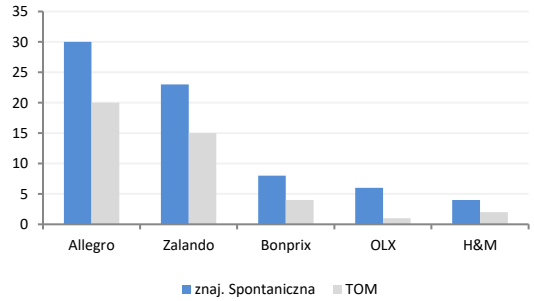
W badaniu przeprowadzonym dla ecommercepolska.pl ok. 48% internautów zadeklarowało, że dokonuje zakupów online (pozostali wskazywali, że wolą obejrzeć produkt przed zakupów oraz że preferują tradycyjne kanały sprzedaży). Co ciekawe, w rodzimych e-sklepach kupuje ok. 47% ankietowanych. Warto zwrócić uwagę, że najbardziej rozpoznawalną platformą jest cały czas Allegro, zarówno w kategorii ogólnej, jak i odzieży (na kolejnych miejscach znalazły się Zalando oraz Bonprix). Z analizy Gemiusa wynika, że statystycznym klientem są osoby w wieku 15-24 lata, z wyższym wykształceniem, mieszkające w ośrodkach liczących powyżej 200 tys. mieszkańców. Według badanych głównymi czynnikami, które motywują ich do zrobienia zakupów w Internecie są „brak konieczności jechania do sklepu”, „wiele dostępnych sposobów dostawy/odbioru” i możliwość bezpłatnej dostawy/zwrotu. Z drugiej strony, wśród czynników, które spowodowałyby wzrost zainteresowania e-handlem wymienia się niższe koszty dostawy, niższe ceny niż w sklepach tradycyjnych oraz kody rabatowe. Polacy najczęściej decydują się na e-zakupy takich kategorii produktowych jak: odzież (72% ankietowanych), książki i płyty (68%) oraz telefony/smartfony (56%). Obuwie nabywa „tylko” 49% e-klientów. Średniomiesięczne wydatki na odzież wynoszą ok. 83 PLN, z kolei na obuwie jest to 77 PLN.

Krajowy rynek e-commerce [mld EUR]



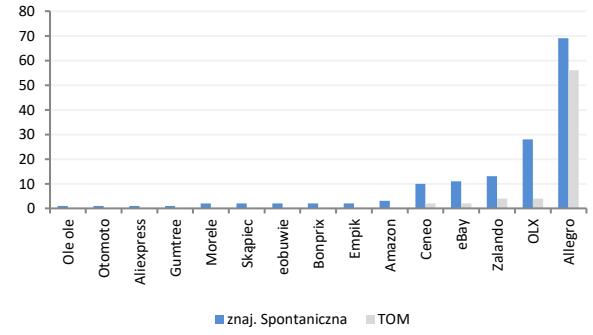
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., portal spozywczy.pl

Znajomość platform sprzedających odzież



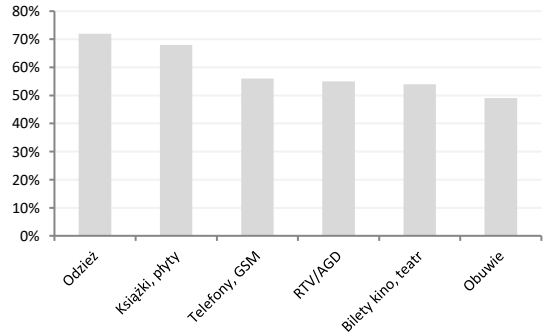
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Znajomość platform sprzedażowych ogółem



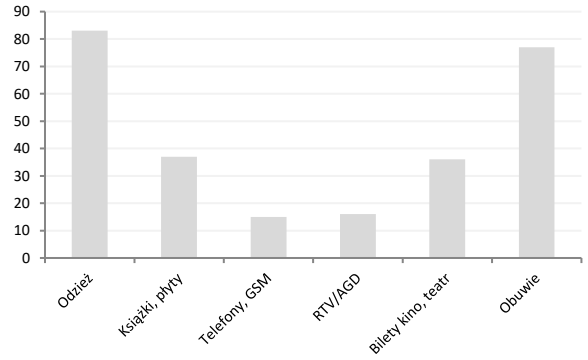
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Koszyk zakupowy



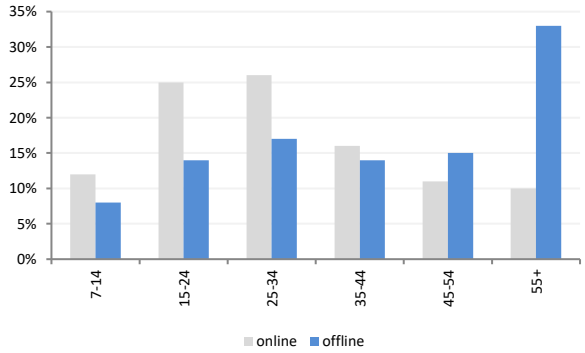
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Paragon miesięczny w wybranych kategoriach zakupowych



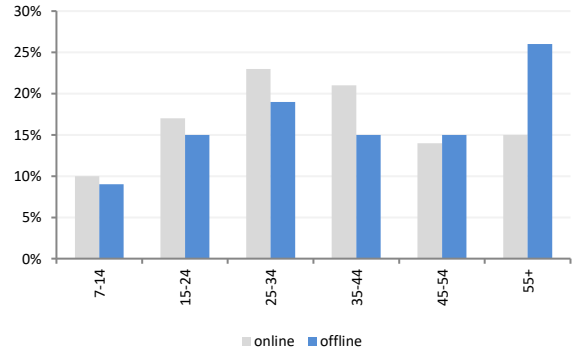
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Struktura wiekowa zakupów - kobiety



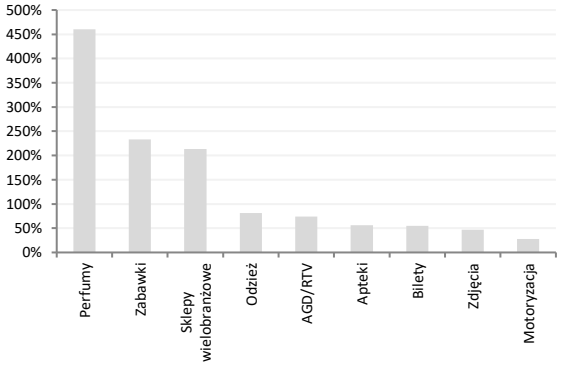
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

Struktura wiekowa zakupów - mężczyźni



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

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



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

PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE

PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH

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.

ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE

Jesienią 2016 roku do sejmu trafił obywatelski projekt ustawy o ograniczeniu handlu w niedziele. Związkowcy „Solidarności" wnioskowali, by zakaz obowiązywał we wszystkie niedziele z nielicznymi wyjątkami w ciągu roku (wyłączone miałyby być okresy przedświąteczne oraz w czasie wyprzedaży sezonowych; przedsiębiorcom, którzy złamaliby zakaz, groziłaby kara dwuletniego więzienia). Z zakazu wyjęte miałyby zostać również stacje benzynowe, apteki, piekarnie, sklepy z dewocjonaliami, kina i restauracje. Zakazem nie byłyby też objęte placówki handlowe, których powierzchnia nie przekracza 25 mkw., usytuowane w obiektach do obsługi pasażerów, kwiaciarnie o powierzchni nieprzekraczającej 50 mkw., gdzie sprzedaż kwiatów stanowi minimum 30 proc. miesięcznego obrotu placówki oraz platformy i portale internetowe sprzedające towary, które nie powstały w wyniku działalności produkcyjnej. Przedstawiciele sejmowej komisji zajmujące się projektem komunikowali, że projekt będzie szeroko konsultowany ze środowiskiem handlowym. Proponowane zmiany w przepisach spotkały się jednak z bardzo mocnym sprzeciwem stowarzyszeń handlowych. W przeprowadzonym przez PIH sondażu, ok. 42% przebadanych sklepikarzy stwierdziło, że prezentowane pomysły przełożą się na spadek sprzedaży. Dodatkowo z raportu przygotowanego przez PWC dla PRCH należy liczyć się ze spadkiem obrotów o 9,6 mld PLN i zmniejszeniem zatrudnienia o ok. 36 tys. miejsc pracy. Organizacje handlowe wskazywały także, że część pomysłów związkowców są wbrew niektórym zapisom w konstytucji – m.in. łamią zasadę równości (art. 32) czy zasadę społecznej gospodarki rynkowe i wolności działalności gospodarczej (art. 20 i 22). Podobne obawy ma część polityków obecnego rządu, który z jednej strony popiera projekt „Solidarności", a z drugiej chcieliby, aby zmiany były mniejsze i następowały stopniowo. Wcześniej przedstawiciele rady ministrów wskazywali, że zakaz handlu mógłby wejść w życiu już z początkiem '18.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	**1 515,4**	**1 797,0**	**1 840,6**	**1 893,6**	**1 991,2**	**2 054,3**	**2 095,6**	**2 122,0**	**2 133,7**	**2 136,8**	**2 134,9**	**2 139,9**	**2 142,2**
RzAT	1 037,4	1 258,8	1 292,9	1 286,6	1 290,7	1 255,2	1 191,8	1 107,1	1 001,5	880,3	747,2	612,7	467,9
Wartości niematerialne	28,7	37,3	43,5	112,2	205,7	304,4	409,0	520,1	637,5	761,7	893,0	1 032,5	1 179,5
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	294,6	285,2	285,2	285,2	285,2	285,2	285,2	285,2	285,2	285,2	285,2
Aktywa obrotowe	**1 416,4**	**1 768,2**	**1 839,9**	**2 531,6**	**2 951,9**	**3 244,7**	**3 374,5**	**3 525,0**	**3 642,8**	**3 733,6**	**3 854,1**	**3 973,7**	**4 101,1**
Zapasy	979,8	1 319,7	1 164,7	1 222,2	1 383,3	1 498,2	1 586,0	1 660,7	1 762,4	1 860,7	1 959,1	2 058,4	2 159,6
Należności z tyt. dostaw i usług	176,3	115,1	165,9	190,6	211,7	231,8	249,2	264,8	279,7	293,8	307,4	321,0	334,6
Środki pieniężne	183,3	224,4	365,8	949,3	1 187,4	1 345,2	1 369,8	1 430,0	1 431,1	1 409,6	1 418,1	1 424,8	1 437,4
Pozostałe aktywa obrotowe	77,0	108,9	143,6	169,5	169,5	169,5	169,5	169,5	169,5	169,5	169,5	169,5	169,5
Aktywa razem	**2 931,9**	**3 565,2**	**3 680,5**	**4 425,2**	**4 943,1**	**5 299,0**	**5 470,0**	**5 647,0**	**5 776,5**	**5 870,4**	**5 989,0**	**6 113,6**	**6 243,3**
Kapitał własny	**1 638,7**	**1 889,7**	**2 135,5**	**2 528,8**	**2 953,8**	**3 231,4**	**3 337,8**	**3 458,2**	**3 533,9**	**3 576,2**	**3 644,1**	**3 716,0**	**3 790,1**
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	**211,1**	**344,1**	**269,3**	**258,3**	**360,8**	**360,8**	**533,3**	**476,2**	**419,1**	**362,0**	**304,9**	**247,8**	**190,7**
Kredyty	204,5	284,3	195,0	181,8	284,3	284,3	456,7	399,6	342,5	285,4	228,4	171,3	114,2
Pozostałe zob. długoterminowe	6,7	59,8	74,3	76,6	76,6	76,6	76,6	76,6	76,6	76,6	76,6	76,6	76,6
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	**1 082,1**	**1 331,3**	**1 275,7**	**1 638,0**	**1 628,5**	**1 706,8**	**1 599,0**	**1 712,6**	**1 823,5**	**1 932,2**	**2 040,0**	**2 149,7**	**2 262,4**
Zob. z tyt. dostaw i usług	623,6	721,4	878,3	1 124,8	1 274,8	1 410,2	1 531,9	1 645,6	1 756,5	1 865,1	1 973,0	2 082,7	2 195,4
Kredyty	378,3	561,1	315,1	446,2	286,6	229,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zob. krótkoterminowe	80,2	48,9	82,3	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0
Pasywa razem	**2 931,9**	**3 565,2**	**3 680,5**	**4 425,2**	**4 943,1**	**5 299,0**	**5 470,0**	**5 647,0**	**5 776,5**	**5 870,4**	**5 989,0**	**6 113,6**	**6 243,3**

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	4 769,1	5 130,4	6 020,6	6 919,9	7 842,8	8 675,6	9 424,7	10 123,9	10 806,2	11 474,7	12 138,1	12 813,0	13 506,4
Koszty wytworzenia	1 977,1	2 387,5	3 085,4	3 287,7	3 638,9	3 997,5	4 335,0	4 596,8	4 876,7	5 189,8	5 502,0	5 820,7	6 149,2
Wynik brutto ze sprzedaży	2 791,9	2 742,8	2 935,3	3 632,2	4 204,0	4 678,1	5 089,7	5 527,1	5 929,5	6 284,8	6 636,1	6 992,2	7 357,1
Koszty sprzedaży	1 944,8	2 012,4	2 404,4	2 766,1	3 067,5	3 406,6	3 693,0	3 957,6	4 214,4	4 462,7	4 706,1	4 949,7	5 198,9
Koszty zarządu	203,0	179,2	203,5	254,2	281,9	313,1	339,4	363,7	387,3	410,2	432,5	454,9	477,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-34,9	-48,5	-98,1	-31,5	-31,8	-35,2	-38,2	-41,0	-43,8	-46,5	-49,2	-51,9	-54,7
EBITDA	802,8	726,2	496,7	869,1	1 112,4	1 236,2	1 343,6	1 498,7	1 623,0	1 707,2	1 790,5	1 877,5	1 968,6
EBIT	609,2	502,7	229,3	580,3	822,7	923,3	1 019,0	1 164,8	1 284,0	1 365,5	1 448,3	1 535,6	1 625,7
Saldo finansowe	-149,3	-88,3	-32,3	21,6	43,3	25,6	61,2	64,1	38,3	9,1	10,1	11,6	13,0
Wynik brutto	459,9	414,4	197,0	601,9	866,0	948,9	1 080,2	1 228,9	1 322,4	1 374,6	1 458,4	1 547,2	1 638,7
Wynik netto	482,1	351,3	175,9	460,8	701,4	768,6	875,0	995,4	1 071,1	1 113,4	1 181,3	1 253,2	1 327,3

Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
CF operacyjny	496,8	253,9	718,2	935,7	959,0	1 081,9	1 216,2	1 352,6	1 404,4	1 451,4	1 519,3	1 592,0	1 668,1
CF inwestycyjny	-480,1	-415,5	-181,4	-401,1	-387,2	-376,1	-365,8	-360,3	-350,8	-344,7	-340,3	-346,9	-345,2
CF finansowy	17,2	201,2	-393,8	49,2	-333,6	-548,1	-825,7	-932,1	-1 052,5	-1 128,2	-1 170,5	-1 238,4	-1 310,3
CF netto	33,9	39,5	143,0	583,8	238,1	157,7	24,6	60,2	1,2	-21,5	8,5	6,7	12,6
Środki pieniężne na początek okresu	149,4	183,5	223,1	365,8	949,3	1 187,4	1 345,2	1 369,8	1 430,0	1 431,1	1 409,6	1 418,1	1 424,8
Środki pieniężne na koniec okresu	183,3	223,1	366,0	949,6	1 187,4	1 345,2	1 369,8	1 430,0	1 431,1	1 409,6	1 418,1	1 424,8	1 437,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	15,9%	7,6%	17,4%	14,9%	13,3%	10,6%	8,6%	7,4%	6,7%	6,2%	5,8%	5,6%	5,4%
EBITDA zmiana r/r	5,1%	-9,5%	-31,6%	75,0%	28,0%	11,1%	8,7%	11,6%	8,3%	5,2%	4,9%	4,9%	4,9%
EBIT zmiana r/r	-1,0%	-17,5%	-54,4%	153,1%	41,8%	12,2%	10,4%	14,3%	10,2%	6,3%	6,1%	6,0%	5,9%
Wynik netto zmiana r/r	11,4%	-27,1%	-49,9%	161,9%	52,2%	9,6%	13,8%	13,8%	7,6%	4,0%	6,1%	6,1%	5,9%
Marża brutto na sprzedaży	58,5%	53,5%	48,8%	52,5%	53,6%	53,9%	54,0%	54,6%	54,9%	54,8%	54,7%	54,6%	54,5%
Marża EBITDA	16,8%	14,2%	8,2%	12,6%	14,2%	14,2%	14,3%	14,8%	15,0%	14,9%	14,8%	14,7%	14,6%
Marża EBIT	12,8%	9,8%	3,8%	8,4%	10,5%	10,6%	10,8%	11,5%	11,9%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%
Marża brutto	9,6%	8,1%	3,3%	8,7%	11,0%	10,9%	11,5%	12,1%	12,2%	12,0%	12,0%	12,1%	12,1%
Marża netto	10,1%	6,8%	2,9%	6,7%	8,9%	8,9%	9,3%	9,8%	9,9%	9,7%	9,7%	9,8%	9,8%
ROE	29,4%	18,6%	8,2%	18,2%	23,7%	23,8%	26,2%	28,8%	30,3%	31,1%	32,4%	33,7%	35,0%
ROA	16,4%	9,9%	4,8%	10,4%	14,2%	14,5%	16,0%	17,6%	18,5%	19,0%	19,7%	20,5%	21,3%
Dług	582,8	845,3	510,1	628,0	570,9	513,8	456,7	399,6	342,5	285,4	228,4	171,3	114,2
D/(D+E)	26,2%	30,9%	19,3%	19,9%	16,2%	13,7%	12,0%	10,4%	8,8%	7,4%	5,9%	4,4%	2,9%
D/E	35,6%	44,7%	23,9%	24,8%	19,3%	15,9%	13,7%	11,6%	9,7%	8,0%	6,3%	4,6%	3,0%
Odsetki/EBIT	25,0%	18,0%	14,7%	-2,2%	-3,7%	-1,0%	-4,2%	-3,9%	-1,5%	0,8%	0,6%	0,5%	0,4%
Dług/Kapitał własny	35,6%	44,7%	23,9%	24,8%	19,3%	15,9%	13,7%	11,6%	9,7%	8,0%	6,3%	4,6%	3,0%
Dług netto	399,5	620,9	144,4	-321,3	-616,6	-831,4	-913,1	-1030,4	-1088,6	-1124,2	-1189,7	-1253,6	-1323,2
Dług netto/Kapitał własny	24,4%	32,9%	6,8%	-12,7%	-20,9%	-25,7%	-27,4%	-29,8%	-30,8%	-31,4%	-32,6%	-33,7%	-34,9%
Dług netto/EBITDA	49,8%	85,5%	29,1%	-37,0%	-55,4%	-67,3%	-68,0%	-68,7%	-67,1%	-65,8%	-66,4%	-66,8%	-67,2%
Dług netto/EBIT	65,6%	123,5%	63,0%	-55,4%	-74,9%	-90,0%	-89,6%	-88,5%	-84,8%	-82,3%	-82,1%	-81,6%	-81,4%
EV	13 237,8	13 459,1	12 982,6	12 516,9	12 221,7	12 006,9	11 925,1	11 807,9	11 749,6	11 714,0	11 648,5	11 584,7	11 515,0
Dług/EV	4,4%	6,3%	3,9%	5,0%	4,7%	4,3%	3,8%	3,4%	2,9%	2,4%	2,0%	1,5%	1,0%
CAPEX/Przychody	11,5%	9,6%	4,5%	5,9%	4,9%	4,3%	3,9%	3,6%	3,2%	3,0%	2,8%	2,7%	2,6%
CAPEX/Amortyzacja	284,3%	219,5%	101,7%	140,9%	133,7%	120,2%	112,7%	107,9%	103,5%	100,9%	99,4%	101,5%	100,7%
Amortyzacja/Przychody	4,1%	4,4%	4,4%	4,2%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,1%	3,0%	2,8%	2,7%	2,5%
Zmiana KO/Przychody	-2,3%	-3,5%	4,3%	2,4%	-0,4%	0,0%	0,2%	0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-17,2%	-50,0%	29,3%	18,3%	-3,5%	0,0%	2,2%	3,3%	-0,8%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,3%

Wskaźniki rynkowe	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S	2,7	2,5	2,1	1,9	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
P/E	26,6	36,5	73,0	27,9	18,3	16,7	14,7	12,9	12,0	11,5	10,9	10,2	9,7
P/BV	7,8	6,8	6,0	5,1	4,3	4,0	3,8	3,7	3,6	3,6	3,5	3,5	3,4
P/CE	19,3	22,3	23,7	9,1	6,8	6,1	5,7	5,3	5,1	5,1	4,9	4,8	4,6
EV/EBITDA	16,5	18,5	26,1	14,4	11,0	9,7	8,9	7,9	7,2	6,9	6,5	6,2	5,8
EV/EBIT	21,7	26,8	56,6	21,6	14,9	13,0	11,7	10,1	9,2	8,6	8,0	7,5	7,1
EV/S	2,8	2,6	2,2	1,8	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
BVPS	890,9	1 027,4	1 161,0	1 374,9	1 605,9	1 756,9	1 814,7	1 880,2	1 921,3	1 944,3	1 981,2	2 020,4	2 060,6
EPS	262,1	191,0	95,7	250,5	381,4	417,9	475,7	541,2	582,3	605,4	642,3	681,4	721,7
CEPS	361,8	313,0	294,5	766,7	1 027,0	1 149,3	1 220,5	1 318,6	1 360,4	1 371,8	1 413,3	1 456,0	1 503,2
Dywidenda [mln PLN]	171,9	58,0	59,9	65,4	276,5	491,0	768,6	875,0	995,4	1 071,1	1 113,4	1 181,3	1 253,2
DPS	93,4	31,5	32,6	35,6	150,3	267,0	417,9	475,7	541,2	582,3	605,4	642,3	681,4
Dyield	1,3%	0,5%	0,5%	0,5%	2,2%	3,8%	6,0%	6,8%	7,8%	8,3%	8,7%	9,2%	9,8%
Payout ratio	39,7%	12,0%	17,1%	37,2%	60,0%	70,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 6 980,0 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/rozrywka, stal/węgiel

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
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

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.górniak@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	**7 817,1**	**Akumuluj**	**6 678,6**	**01.08.2017**	**14:40 CEST**	**6 980**	**62 596**
Akumuluj	6 678,6	Akumuluj	6 381,5	02.03.2017	10:03 CEST	5 888,5	59 646
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 3Q'17

Kupuj	1	17%
Akumuluj	3	50%
Trzymaj	1	17%
Redukuj	1	17%
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 w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

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 01.08.2017 roku (14:40 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 04.08.2017 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 01.08.2017 roku:

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