Dom Maklerski BDM S.A.

CCC

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 235,4 PLN

02 LISTOPAD 2017, 10:54 CEST

W poprzednich miesiącach CCC było jednym z najlepiej zachowujących się walorów z branży odzieżowej, co wynikało m.in. z silnych wzrostów obrotów i dynamicznej ekspansji sieci. W obecnej rekomendacji zwracamy uwagę na bardzo wysoką bazę przychodową z końcówki ubiegłego roku (zaczynając od października), która naszym zdaniem stwarza pole do wykazania gorszych dynamik niż spółka raportowała w minionych okresach. Uważamy, że słabsze od konsensusu rezultaty 4Q'17, mogą przynieść wyraźne schłodzenie sentymentu do akcji obuwniczego giganta. Również w dłuższej perspektywie czasowej podchodzimy z większą ostrożnością do rezultatów grupy i wskazujemy na szereg ryzyk. Pomimo silnej pozycji biznesowej, grupa musi mierzyć się z utrzymującą się konkurencją, zarówno w kanale stacjonarnym, jak i e-commerce. Obawiamy się także, że przy mocnym rozwoju powierzchni handlowej, problemem mogą stać się koszty stałe (głównie w obszarze wynagrodzeń). W krótkim terminie wyzwaniem może okazać się także nadrobienie niedziel, które mają być wyłączone ze sprzedaży od stycznia'18. Zwracamy też uwagę na istotną premię względem podmiotów o zbliżonym profilu działalności dla mnożnika EV/EBITDA na lata 2017-18 (w przypadku spółki jest to 20,1-16,7x vs 13,0-10,6x dla mediany grupy porównawczej). Decydujemy się podtrzymać zalecenie Redukuj, podnosząc jednocześnie cenę docelową do poziomu 235,4 PLN/akcję.

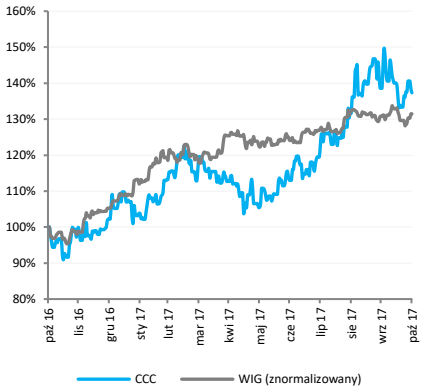
Dane sprzedażowe, które w 3Q'17 prezentowała spółka były bardzo dobre, co przełożyło się na 48% wzrost sprzedaży do 984 mln PLN. Spodziewamy się, że pod lekką presją była pierwsza marża, co naszym zdaniem po części mogło być efektem rosnącego e-commerce, a także wyprzedaży w okresie lipiec-sierpień. Oczekujemy także mocniejszego wzrostu kosztów SG&A, szczególnie w pozycji wynagrodzeń oraz w zakresie marketingu. Tym samym EBITDA powinna wynieść blisko 89 mln PLN, a na poziomie netto estymujemy 49 mln PLN zysku.

Poprzednie miesiące przynosiły bardzo mocne dynamiki sprzedaży. Zwracamy jednak uwagę, że w perspektywie 4Q'17 spółka będzie się mierzyła z bardzo wysoką bazą z ubiegłego roku, co równocześnie może stanowić pole do szeregu rozczarowań. Prognozujemy, że przychody zwiększą się „tylko" o ok. 24% r/r, co byłoby najsłabszym rezultatem od 1Q'16. Przyjmujemy, że taki scenariusz mógłby zmusić CCC do mocniejszych promocji, a tym samym do wypracowania niższej marży brutto. W połączeniu ze wzrostem kosztów okołosklepowych (przyrost powierzchni handlowej + presja ze strony wynagrodzeń), może skutkować zwiększeniem EBITDA do 276,4 mln PLN, czyli o niecałe 17% r/r. Tym samym w całym roku estymujemy osiągnięcie 4,2 mld PLN przychodów i 569,5 mln PLN EBITDA, natomiast w '18 zakładamy ok. 5,3 mld PLN obrotów i 694,4 mln PLN EBITDA (konsensus zakłada obecnie znacznie >700 mln PLN). Zwracamy także uwagę na utrzymującą się silną konkurencję ze strony Zalando oraz pozostałych graczy w kanale tradycyjnym. Dodatkowymi czynnikami ryzyka są presja płacowa oraz zakaz handlu w niedziele (uważamy, że w krótkim terminie może być trudno zniwelować brak 2 dni roboczych w miesiącu).

Wycena końcowa [PLN]	**235,4**
Potencjał do wzrostu / spadku	**-14%**
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	273,0
Kapitalizacja [mln PLN]	11 237,8
Ilość akcji [mln. szt.]	41,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	298,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	206,8
Stopa zwrotu za 3 mc	+10,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	+22,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	+34,4%
Akcjonariat (% głosów):	
Ultro (p. zależny od D. Miłka)	34,9%
Aviva OFE	6,4%
Leszek Gaczorek	6,4%
NN OFE	5,4%
Pozostali	46,9%

Adrian Górniak
adrian.gorniak@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-38
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	2 011,9	2 307,7	3 196,8	4 231,7	5 349,0	6 371,3
EBITDA [mln PLN]	297,9	307,6	446,2	569,5	694,4	824,8
EBIT [mln PLN]	247,3	248,5	376,5	482,9	596,0	720,5
Wynik netto [mln PLN]	422,8	250,6	316,8	363,7	455,8	561,9
P/BV	11,8	10,0	9,4	6,8	5,8	5,1
P/E	26,6	44,8	35,5	30,9	24,7	20,0
EV/EBITDA	39,1	37,7	26,7	20,1	16,7	14,1
EV/EBIT	47,1	46,7	31,6	23,7	19,4	16,1
DPS	1,49	2,80	2,08	2,47	4,42	6,64



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYCENA DCF 4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ 7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA 9
PROGNOZA NA 3Q'17 I KOLEJNE OKRESY 10
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU 15
OTOCZENIE RYNKOWE 16
RYNEK E-COMMERCE 19
PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE 22
PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH 22
ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE 23
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 24

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny CCC dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz analizę porównawczą. Metodzie DCF przypisaliśmy 80% wagi, natomiast metodzie porównawczej 20%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 242,3 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 208,2 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 9 773,1 mln PLN, czyli **235,4 PLN/akcję.**

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN
A	Wycena DCF	9 972,9	242,3
B	Wycena porównawcza	8 568,3	208,2
C = (80%*A + 20%*B)	**Wycena końcowa**	**9 692,0**	**235,4**

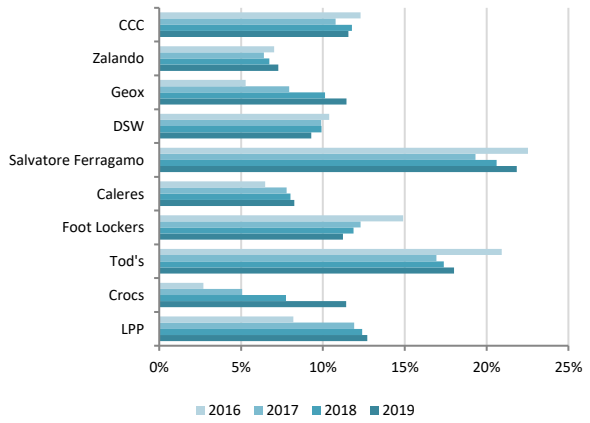
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dane sprzedażowe, które w 3Q'17 prezentowała spółka były bardzo dobre, co przełożyło się na 48% wzrost sprzedaży do 984 mln PLN. Spodziewamy się, że pod lekką presją była pierwsza marża, co naszym zdaniem po części mogło być efektem rosnącego e-commerce, a także wyprzedaży w okresie lipiec-sierpień. Oczekujemy także mocniejszego wzrostu kosztów SG&A, szczególnie w pozycji wynagrodzeń oraz w zakresie marketingu. Tym samym EBITDA powinna wynieść blisko 89 mln PLN, a na poziomie netto estymujemy 49 mln PLN zysku.

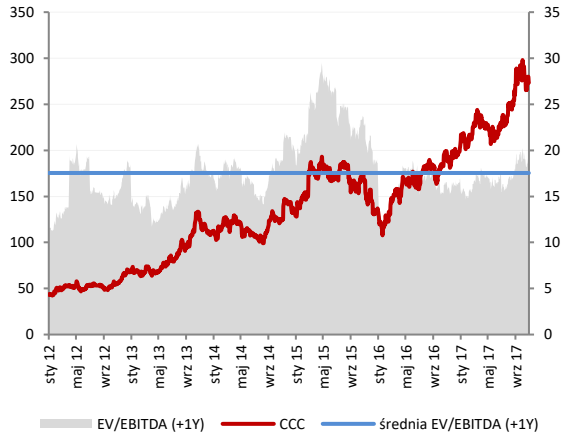
Poprzednie miesiące przynosiły bardzo mocne dynamiki sprzedaży. Zwracamy jednak uwagę, że w perspektywie 4Q'17 spółka będzie się mierzyła z bardzo wysoką bazą z ubiegłego roku, co równocześnie może stanowić pole do szeregu rozczarowań. Prognozujemy, że przychody zwiększą się „tylko" o ok. 24% r/r, co byłoby najsłabszym rezultatem od 1Q'16. Zakładamy, że taki scenariusz mógłby zmusić CCC do mocniejszych promocji, a tym samym do wypracowania niższej marży brutto. W połączeniu ze wzrostem kosztów okołosklepowych (przyrost powierzchni handlowej + presja ze strony wynagrodzeń), może skutkować zwiększeniem EBITDA do 276,4 mln PLN, czyli o niecałe 17% r/r. Tym samym w całym roku estymujemy osiągnięcie 4,2 mld PLN przychodów i 569,5 mln PLN EBITDA, natomiast w '18 zakładamy ok. 5,3 mld PLN obrotów i 694,4 mln PLN EBITDA (oznacza to słabszą niż zakłada konsensus dynamikę wyników). Zwracamy także uwagę na utrzymującą się silną konkurencję ze strony Zalando oraz pozostałych graczy w kanale tradycyjnym. Dodatkowymi czynnikami ryzyka są presja płacowa oraz zakaz handlu w niedziele (uważamy, że w krótkim terminie może być trudno zniwelować brak 2 dni roboczych w miesiącu).

Podsumowując, w bieżącym raporcie zwracamy uwagę na szereg wyzwań, które w naszej ocenie powodują, że obecne oczekiwania względem przyszłych wyników CCC mogą okazać się zbyt wygórowane. Przede wszystkim wskazujemy na bardzo wysoką bazę przychodową, z którą grupa będzie musiała się zmierzyć już w 4Q'17 (spodziewamy się, że odczyt sprzedażowy za październik będzie wyraźnie odbiegał in minus od wcześniejszych miesięcy). Sądzimy również, że w krótkim terminie negatywnie na realizowane obroty będzie wpływał wprowadzany od '18 zakaz handlu w część niedziel (trudne do zrealizowania wydają się oszczędności w obszarze kosztów okołosklepowych). W perspektywie kolejnych okresów czynnikiem ryzyka będą także koszty pracy, które w naszej opinii nie znalazły pełnego odzwierciedlenia w strukturze kosztów. Tym samym dynamika wyników może istotnie wyhamować, co z kolei skutkowałoby pogorszeniem sentymentu do walorów grupy. Warto zauważyć, że CCC jest notowane z premią względem podmiotów o zbliżonym profilu działalności (dla EV/EBITDA 2017-18 jest to 20,1-16,7x vs 13,0-10,6x dla mediany grupy porównawczej). Uwzględniając wymienione czynniki decydujemy się podtrzymać zalecenie Redukuj, wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 235,4 PLN/akcję.

Porównanie marż EBITDA dla grupy porównawczej



Historyczna EV/EBITDA (+1Y)



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:

- W perspektywie ’17 zakładamy wzrost przychodów o ok. 32% r/r do poziomu 4,2 mld PLN, a w ’18 do 5,3 mld PLN (+26% r/r).
- Spodziewamy się, że w roku 2017 marża brutto ze sprzedaży będzie bliska 51,3%, co wynika z presji kursu USD/PLN, silnej konkurencji rynkowej oraz wpływu e-commerce. W kolejnych latach zakładamy, że „stare” CCC będzie utrzymywać rentowność na poziomie ok. 52-53%. Uwzględniając jednocześnie konsolidację eobuwie.pl, szacujemy że pierwsza marża w długim terminie będzie kształtować się w przedziale 50,0-51,0%.
- Przyjmujemy również, że w latach 2017-18 CCC zwiększy powierzchnię handlową odpowiednio do 558-660 tys. mkw. na koniec roku względem 458,6 tys. mkw. na koniec 4Q’16.
- Poniżej prezentujemy główne założenia dla naszego modelu w kolejnych latach.

Główne założenia w ujęciu segmentowym

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Polska detal						
Zmiana przychodu z mkw. r/r	-7,0%	5,9%	6,0%	3,2%	1,3%	1,2%
Powierzchnia EoP [tys. mkw.]	189,0	212,2	250,8	272,5	285,3	295,8
UE detal						
Zmiana przychodu z mkw. r/r	-3,3%	-0,3%	0,8%	4,6%	1,4%	1,3%
Powierzchnia EoP [tys. mkw.]	150,8	207,1	252,4	319,7	382,6	441,2
Franczyza						
Zmiana przychodu z mkw. r/r	16,9%	-3,7%	-5,8%	2,3%	1,1%	1,1%
Powierzchnia EoP [tys. mkw.]	31,2	39,2	54,9	67,5	78,7	88,5
E-commerce						
Zmiana przychodów r/r	-	-	108%	50%	35%	20%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spodziewamy się, że w kolejnych latach CCC wraz z niższą dynamiką wzrostu powierzchni handlowej spółka będzie w stanie zwiększyć % wypłacanego zysku.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Przyjmujemy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19%.
- Wpływ zmiany kursów walutowych na wycenę DCF przedstawiliśmy w osobnej tabeli (patrz: poniżej).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2026 roku na poziomie 2,5%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2026 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 41,2 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 02.11.2017.

Metoda DCF dała wartość spółki CCC na poziomie 9 972,9 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 242,3 PLN.

Wrażliwość wyceny DCF na zmianę kursów walutowych*

-10%	237,5
-5%	240,0
kurs bazowy	**242,3**
5%	244,5
10%	246,6

*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]	4 231,7	5 349,0	6 371,3	7 225,3	8 009,2	8 693,6	9 256,5	9 737,3	10 151,4	10 519,6
EBIT [mln PLN]	482,9	596,0	720,5	833,4	950,8	1 053,0	1 115,4	1 162,7	1 200,9	1 229,7
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	91,8	113,2	136,9	158,3	180,6	200,1	211,9	220,9	228,2	233,7
NOPLAT [mln PLN]	391,2	482,8	583,6	675,0	770,1	853,0	903,5	941,8	972,8	996,1
Amortyzacja [mln PLN]	86,6	98,4	104,3	116,1	125,9	133,7	139,1	142,4	144,4	145,9
CAPEX [mln PLN]	-192,6	-224,7	-229,4	-220,4	-208,2	-191,3	-174,0	-163,6	-160,4	-155,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-209,9	-288,8	-224,1	-175,8	-150,7	-124,8	-93,9	-81,3	-75,4	-62,2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	75,2	67,7	234,5	394,9	537,2	670,6	774,7	839,4	881,4	924,1
DFCF [mln PLN]	74,2	61,8	197,9	308,0	386,1	443,4	470,5	467,7	450,6	433,4
Suma DFCF [mln PLN]	3 293,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	14 727,0			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,5%						
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	6 907,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	10 200,7									
Dług netto [mln PLN]	656,4									
Dywidenda [mln PLN]	101,4									
Środki z emisji [mln PLN]	530,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	**9 972,9**									
Ilość akcji [mln]	41,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**242,3**									

Przychody zmiana r/r	32,4%	26,4%	19,1%	13,4%	10,8%	8,5%	6,5%	5,2%	4,3%	3,6%
EBIT zmiana r/r	28,3%	23,4%	20,9%	15,7%	14,1%	10,8%	5,9%	4,2%	3,3%	2,4%
FCF zmiana r/r	-117,9%	-10,0%	246,3%	68,4%	36,0%	24,8%	15,5%	8,3%	5,0%	4,9%
Marża EBITDA	13,5%	13,0%	12,9%	13,1%	13,4%	13,7%	13,6%	13,4%	13,3%	13,1%
Marża EBIT	11,4%	11,1%	11,3%	11,5%	11,9%	12,1%	12,1%	11,9%	11,8%	11,7%
Marża NOPLAT	9,2%	9,0%	9,2%	9,3%	9,6%	9,8%	9,8%	9,7%	9,6%	9,5%
CAPEX / Przychody	4,6%	4,2%	3,6%	3,1%	2,6%	2,2%	1,9%	1,7%	1,6%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	222,5%	228,4%	219,9%	189,8%	165,3%	143,0%	125,1%	114,9%	111,1%	106,7%
Zmiana KO / Przychody	5,0%	5,4%	3,5%	2,4%	1,9%	1,4%	1,0%	0,8%	0,7%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	20,3%	25,8%	21,9%	20,6%	19,2%	18,2%	16,7%	16,9%	18,2%	16,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	69,5%	80,0%	79,7%	81,7%	83,7%	88,8%	93,4%	97,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	30,5%	20,0%	20,3%	18,3%	16,3%	11,2%	6,6%	3,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,6%	8,1%	8,1%	8,2%	8,3%	8,5%	8,7%	8,9%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,00%	**0,50%**	**1,00%**	**1,50%**	**2,00%**	**2,50%**	**3,00%**	**3,50%**	**4,00%**
beta	**0,7**	239,9	252,1	266,2	282,7	302,2	325,5	354,1	389,8	435,7
	0,8	222,1	232,5	244,3	257,9	273,9	292,7	315,3	342,8	377,3
	0,9	206,5	215,3	225,3	236,8	250,0	265,3	283,5	305,3	332,0
	1,0	192,7	200,3	208,8	218,5	229,5	242,3	257,1	274,7	295,8
	1,1	180,4	186,9	194,3	202,5	211,9	222,5	234,9	249,2	266,2
	1,2	169,3	175,0	181,4	188,5	196,4	205,5	215,8	227,7	241,6
	1,3	159,4	164,4	169,9	176,0	182,9	190,6	199,3	209,3	220,8

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%**	260,2	274,8	291,9	312,0	336,2	365,8	402,7	450,2	513,6
	4,00%	222,1	232,5	244,3	257,9	273,9	292,7	315,3	342,8	377,3
	5,00%	192,7	200,3	208,8	218,5	229,5	242,3	257,1	274,7	295,8
	6,00%	169,3	175,0	181,4	188,5	196,4	205,5	215,8	227,7	241,6
	7,00%	150,4	154,7	159,6	164,9	170,8	177,5	184,9	193,4	203,0
	8,00%	134,7	138,1	141,8	145,9	150,5	155,4	161,0	167,2	174,2
	9,00%	121,5	124,2	127,2	130,4	133,9	137,7	142,0	146,6	151,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	**0,8**	**0,9**	**1,0**	**1,1**	**1,2**	**1,3**	**1,4**	**1,5**
premia za ryzyko	**3,00%**	436,6	409,3	386,0	365,8	348,1	332,5	318,6	306,2	295,0
	4,00%	352,5	329,1	309,5	292,7	278,2	265,5	254,3	244,4	235,5
	5,00%	292,6	272,8	256,3	242,3	230,3	219,9	210,8	202,8	195,7
	6,00%	248,0	231,1	217,2	205,5	195,5	186,9	179,4	172,8	167,0
	7,00%	213,6	199,2	187,3	177,5	169,1	161,9	155,6	150,2	145,3
	8,00%	186,3	174,0	163,9	155,4	148,4	142,3	137,0	132,4	128,4
	9,00%	164,3	153,6	144,9	137,7	131,7	126,5	122,0	118,2	114,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

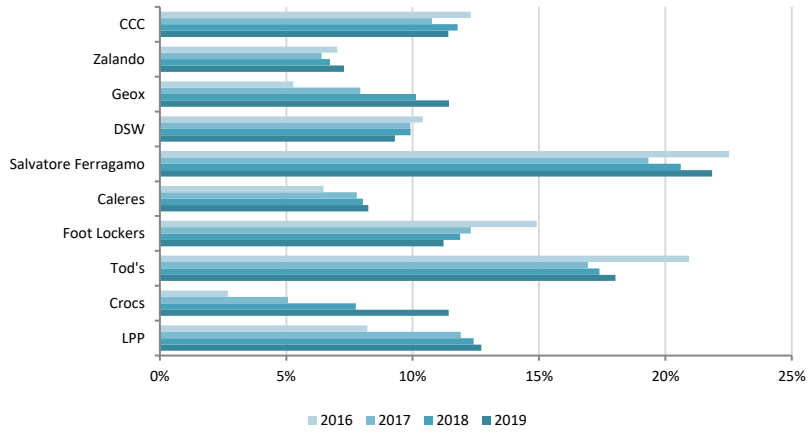
Analiza porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-19 dla wybranych spółek z branży odzieżowej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty zagraniczne oraz LPP (jedyna krajowa spółka poza CCC o zasięgu międzynarodowym). Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena CCC metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **208,2 PLN.**

Wycena porównawcza względem podmiotów o zasięgu międzynarodowym

	P/E			EV/EBITDA		
	2017	**2018**	**2019**	**2017**	**2018**	**2019**
LPP	41,0	31,6	27,5	19,1	15,9	13,6
Zalando	72,5	55,5	42,1	33,8	26,2	19,8
Asos	58,8	47,3	37,9	27,6	21,6	16,8
Tod's	23,7	21,8	19,6	11,3	10,6	9,7
Foot Locker	7,3	7,9	6,8	3,0	3,2	3,3
Caleres	13,2	11,7	11,2	6,1	5,3	4,7
Salvatore Ferragamo	23,4	20,6	17,8	13,3	11,7	10,1
DSW	13,3	12,9	13,2	5,7	5,7	4,9
Geox	50,4	25,5	19,6	13,0	9,7	8,0
Mediana	**23,7**	**21,8**	**19,6**	**13,0**	**10,6**	**9,7**
CCC	30,9	24,7	20,0	20,1	16,7	14,1
Premia/dyskonto vs grupa	*30,4%*	*13,2%*	*2,1%*	*54,7%*	*56,7%*	*45,1%*
Premia/dyskonto vs LPP	*-24,6%*	*-21,9%*	*-27,2%*	*5,0%*	*5,0%*	*3,5%*
Premia/dyskonto vs Zalando	*-57,4%*	*-55,6%*	*-52,5%*	*-40,6%*	*-36,3%*	*-28,8%*
Wycena wg wskaźnika	**209,3**	**241,2**	**267,3**	**174,8**	**171,2**	**185,1**
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		**239,3**			**177,0**	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa [PLN]		**208,2**				

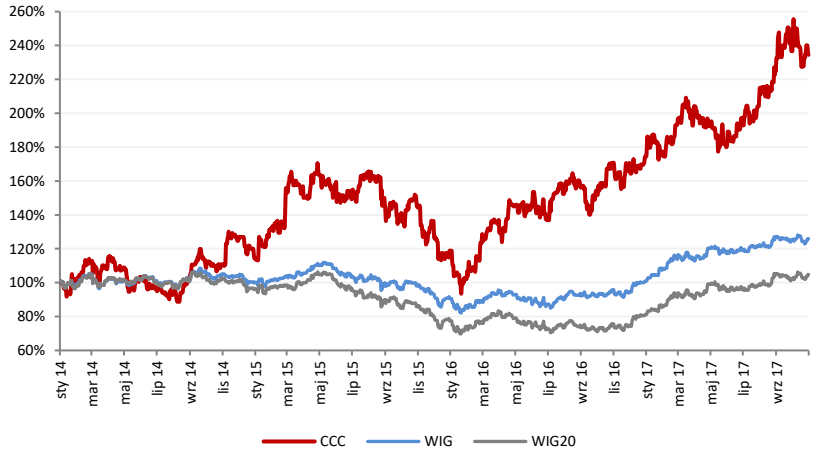
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

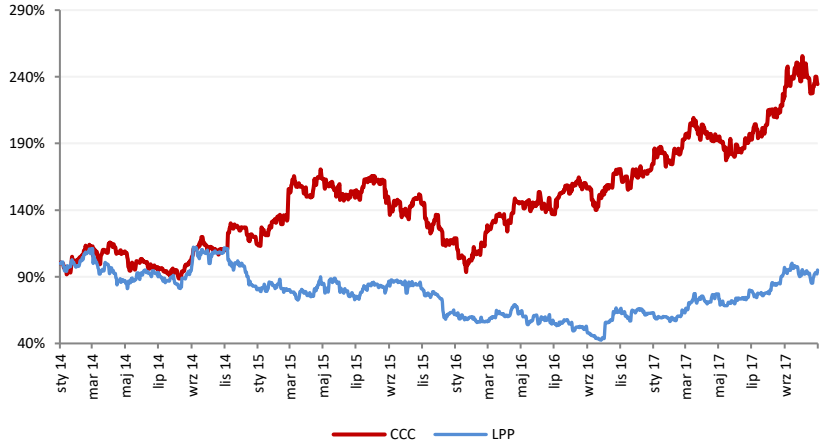
Zachowanie kursu na tle WIG



Od stycznia '16 kurs CCC zaczął gwałtownie zyskiwać, co było pochodną mocnych odczytów sprzedażowych oraz wysokich dynamik EBITDA.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

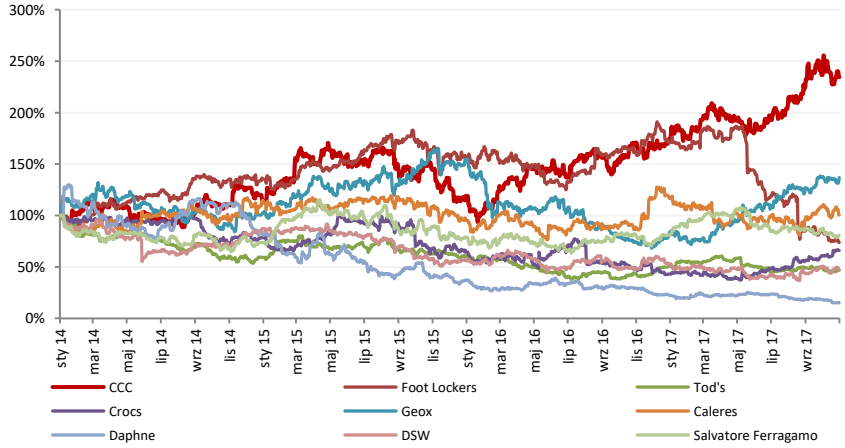
Zachowanie kursu na tle LPP



W minionym roku CCC zaprezentowało znacznie lepsze rezultaty niż LPP, które musiało zmierzyć się z mocną presją na pierwszą marżę oraz słabością flagowej marki.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. , Bloomberg

Zachowanie kursu na tle podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. , Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko rozbudowy sieci**
  Grupa przeprowadza dynamiczną ekspansję swojej sieci, która obejmuje nie tylko rynek Polski, ale również pozostałe kraje, w których CCC prowadzi działalność. W perspektywie '17 zarząd spółki zamierza zwiększyć całkowitą powierzchnię handlową do 540-560 tys. mkw., co implikuje wzrost sieci względem roku 2016 o ok. 19-23%. Zwracamy jednak uwagę, że władze CCC informowały już o wolniejszym tempie otwarć w krajach regionu DACH, co wynika przede wszystkim z małej rozpoznawalności marki oraz mocnej pozycji Deichmanna.

- **Rozwój e-commerce**
  Kanał e-commerce jest obecnie najszybciej rozwijającą się formą sprzedaży (według niektórych analiz w kolejnych latach dwucyfrowa dynamika zostanie utrzymana). Dlatego też CCC od dłuższego czasu zamierzała rozszerzyć swoją działalność o sklep internetowy. W 3Q'15 spółka zdecydowała się na zakup eobuwie.pl, które jest uzupełnieniem modelu biznesowego grupy. Zwracamy jednocześnie uwagę, że rynek e-commerce jest mocno konkurencyjny, co powoduje dużą presję na realizowane marże (głównie ze strony Zalando), co w długim terminie może negatywnie wpływać na wyniki grupy.

- **Podatek od sieci wielkopowierzchniowych**
  Jednym z postulatów wyborczych PiS było wprowadzenie podatku od sklepów, 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 (zawieszony co najmniej do 1 stycznia 2019 roku). Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 22.

- **Zakaz handlu w niedzielę**
  Sejmowa komisja przyjęła projekt zgodnie z którym od 01.01.18 handel będzie możliwy tylko w 2. i 4. niedzielę miesiąca. Uważamy, że zakaz może 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 CCC. Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 23.

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

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

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

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

PROGNOZA NA 3Q'17 I KOLEJNE OKRESY

Dane sprzedażowe, które w 3Q'17 prezentowała spółka były bardzo dobre, co przełożyło się na 48% wzrost sprzedaży do 984 mln PLN. Spodziewamy się, że pod lekką presją była pierwsza marża, co naszym zdaniem po części mogło być efektem rosnącego e-commerce, a także wyprzedaży w okresie lipiec-sierpień. Oczekujemy także mocniejszego wzrostu kosztów SG&A, szczególnie w pozycji wynagrodzeń oraz w zakresie marketingu. Tym samym EBITDA powinna wynieść blisko 89 mln PLN, a na poziomie netto estymujemy 49 mln PLN zysku.

Prognozy wyników na 3Q'17

	3Q'16	3Q'17P	zmiana r/r	1-3Q'16	1-3Q'17P	zmiana r/r
Przychody	664,7	983,5	48,0%	2 064,2	2 829,0	37,0%
Wynik brutto na sprzedaży	339,3	493,4	45,4%	1 075,8	1 427,5	32,7%
EBITDA	46,7	88,6	89,7%	209,1	293,1	40,2%
EBIT	25,2	64,8	157,2%	158,4	229,4	44,8%
Wynik brutto	9,5	60,3	534,6%	137,2	193,0	40,7%
Zysk netto	10,2	48,8	378,8%	126,4	164,1	29,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	51,0%	50,2%		52,1%	50,5%	
Marża EBITDA	7,0%	9,0%		10,1%	10,4%	
Marża EBIT	3,8%	6,6%		7,7%	8,1%	
Marża zysku netto	1,5%	5,0%		6,1%	5,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Poprzednie miesiące przynosiły bardzo mocne dynamiki sprzedaży. Zwracamy jednak uwagę, że w perspektywie 4Q'17 spółka będzie się mierzyła z bardzo wysoką bazą z ubiegłego roku, co równocześnie może stanowić pole do szeregu rozczarowań. Prognozujemy, że przychody zwiększą się „tylko" o ok. 24% r/r, co byłoby najsłabszym rezultatem od 1Q'16. Zakładamy, że taki scenariusz mógłby zmusić CCC do mocniejszych promocji, a tym samym do wypracowania niższej marży brutto. W połączeniu ze wzrostem kosztów okołosklepowych (przyrost powierzchni handlowej + presja ze strony wynagrodzeń), może skutkować zwiększeniem EBITDA do 276,4 mln PLN, czyli o niecałe 17% r/r. Tym samym w całym roku estymujemy osiągnięcie 4,2 mld PLN przychodów i 569,5 mln PLN EBITDA, natomiast w '18 zakładamy ok. 5,3 mld PLN obrotów i 694,4 mln PLN EBITDA (oznacza to słabszą niż zakłada konsensus dynamikę wyników). Zwracamy także uwagę na utrzymującą się silną konkurencję ze strony Zalando oraz pozostałych graczy w kanale tradycyjnym. Dodatkowymi czynnikami ryzyka są presja płacowa oraz zakaz handlu w niedziele (uważamy, że w krótkim terminie może być trudno zniwelować 2 dni roboczych w miesiącu).

W kolejnych latach oczekujemy stopniowego wygaszania tempa rozbudowy sieci i skupienia się na utrzymaniu marż i efektywności sieci. W naszym modelu spodziewamy się ustabilizowania rentowności brutto w przedziale 50-51% oraz marży EBIT na poziomie ok. 11%. Przyjmujemy również, że udział Polski w przychodach spadnie do poniżej 50% w '17, a segment e-commerce będzie stopniowo rósł do 20% ogółu generowanej sprzedaży.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	534,6	864,9	664,7	1 132,6	720,4	1 125,1	983,5	1 402,7	917,1	1 446,4	1 248,4	1 737,1	2 011,9	2 307,7	3 196,8	4 231,7	5 349,0	6 371,3
Wynik brutto ze sprzedaży	269,4	467,1	339,3	609,5	350,7	583,4	493,4	741,8	439,9	754,2	612,9	909,5	1 107,4	1 219,5	1 685,3	2 169,3	2 716,4	3 223,9
EBITDA	11,4	151,0	46,7	237,1	3,5	201,0	88,6	276,4	0,3	257,6	101,2	335,3	297,9	307,6	446,2	569,5	694,4	824,8
EBIT	-4,8	138,0	25,2	218,1	-16,1	180,7	64,8	253,5	-23,1	233,6	76,0	309,6	247,3	248,5	376,5	482,9	596,0	720,5
Saldo finansowe	-9,9	4,4	-15,7	-9,2	-18,5	-13,4	-4,5	-7,1	-9,7	-10,9	-5,4	-7,3	-18,4	-22,6	-30,4	-43,6	-33,3	-26,9
Wynik brutto	-14,7	142,4	9,5	208,9	-34,6	167,3	60,3	246,3	-32,8	222,7	70,6	302,3	228,9	226,0	346,1	439,3	562,8	693,7
Wynik netto	-17,8	134,0	10,2	190,4	-37,6	152,9	48,8	199,5	-26,6	180,4	57,2	244,9	422,8	250,6	316,8	363,7	455,8	561,9
marża brutto ze sprzedaży	50,4%	54,0%	51,0%	53,8%	48,7%	51,9%	50,2%	52,9%	48,0%	52,1%	49,1%	52,4%	55,0%	52,8%	52,7%	51,3%	50,8%	50,6%
marża EBITDA	2,1%	17,5%	7,0%	20,9%	0,5%	17,9%	9,0%	19,7%	0,0%	17,8%	8,1%	19,3%	14,8%	13,3%	14,0%	13,5%	13,0%	12,9%
marża EBIT	-	16,0%	3,8%	19,3%	-	16,1%	6,6%	18,1%	-	16,1%	6,1%	17,8%	12,3%	10,8%	11,8%	11,4%	11,1%	11,3%
marża netto	-	15,5%	1,5%	16,8%	-	13,6%	5,0%	14,2%	-	12,5%	4,6%	14,1%	21,0%	10,9%	9,9%	8,6%	8,5%	8,8%

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

Prognozy wyników wg segmentów [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2 015	2 016	2 017P	2 018P	2 019P
Polska DETAL																	
Przychody	285,3	481,8	328,1	594,0	343,4	579,5	461,4	682,6	413,8	698,7	537,0	761,7	1438,4	1689,2	2067,0	2411,3	2603,7
Wynik brutto ze sprzedaży	141,0	254,6	172,7	313,4	165,5	296,2	241,4	357,2	197,5	358,0	274,6	392,0	724,6	881,7	1060,3	1222,1	1313,5
marża brutto ze sprzedaży	*49,4%*	*52,8%*	*52,6%*	*52,8%*	*48,2%*	*51,1%*	*52,3%*	*52,3%*	*47,7%*	*51,2%*	*51,1%*	*51,5%*	*50,4%*	*52,2%*	*51,3%*	*50,7%*	*50,4%*
UE DETAL																	
Przychody	171,2	271,4	221,6	384,7	227,8	352,6	315,4	465,7	284,2	463,0	412,8	607,7	739,6	1048,9	1361,6	1767,6	2223,6
Wynik brutto ze sprzedaży	101,5	163,8	124,8	230,0	129,7	206,0	175,8	276,6	161,1	271,0	227,8	361,5	413,3	620,1	788,1	1021,5	1287,8
marża brutto ze sprzedaży	*59,3%*	*60,4%*	*56,3%*	*59,8%*	*56,9%*	*58,4%*	*55,7%*	*59,4%*	*56,7%*	*58,5%*	*55,2%*	*59,5%*	*55,9%*	*59,1%*	*57,9%*	*57,8%*	*57,9%*
E-commerce																	
Przychody	44,7	64,6	72,7	105,4	110,8	149,1	147,6	189,7	166,2	223,7	221,4	284,6	0,0	287,4	597,2	895,8	1209,3
Wynik brutto ze sprzedaży	17,3	30,2	29,0	46,5	43,8	64,4	58,4	83,1	65,4	96,2	87,2	124,1	0,0	123,0	249,8	372,8	500,9
marża brutto ze sprzedaży	*38,7%*	*46,7%*	*39,9%*	*44,1%*	*39,5%*	*43,2%*	*39,6%*	*43,8%*	*39,3%*	*43,0%*	*39,4%*	*43,6%*	*-*	*42,8%*	*41,8%*	*41,6%*	*41,4%*
Pozostałe																	
Przychody	33,4	42,2	42,2	45,9	38,2	44,8	59,0	64,6	52,9	61,0	77,2	83,0	129,8	163,7	206,6	274,2	334,7
Wynik brutto ze sprzedaży	9,6	15,8	12,8	17,7	11,5	21,3	17,8	24,9	15,9	29,0	23,3	31,9	81,6	55,9	75,5	100,0	121,7
marża brutto ze sprzedaży	*28,7%*	*37,4%*	*30,3%*	*38,6%*	*30,1%*	*47,5%*	*30,2%*	*38,5%*	*30,0%*	*47,4%*	*30,1%*	*38,4%*	*62,8%*	*34,1%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,4%*

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dane operacyjne segmentów

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P
Powierzchnia EoP [tys. mkw]	**314,5**	**323,7**	**341,8**	**371,0**	**388,6**	**405,5**	**426,4**	**458,6**	**471,3**	**488,0**	**529,0**	**558,1**	**577,7**	**597,2**	**628,1**	**659,7**
Polska DETAL	174,2	174,8	180,9	189,0	192,7	197,7	201,6	212,2	214,7	220,8	239,5	250,8	256,0	261,3	266,5	272,5
UE DETAL	118,7	125,1	133,4	150,8	164,9	174,4	190,2	207,1	214,5	221,4	239,5	252,4	265,4	278,3	299,0	319,7
Pozostałe	21,6	23,8	27,4	31,2	31,1	33,4	34,6	39,2	42,1	45,8	50,0	54,9	56,3	57,7	62,6	67,5
Liczba sklepów	**729**	**736**	**751**	**784**	**785**	**809**	**825**	**867**	**873**	**894**	**945**	**983**	**1005**	**1031**	**1068**	**1108**
Polska DETAL	435	426	427	426	415	422	424	436	433	439	464	479	486	493	500	508
UE DETAL	236	247	256	282	300	312	327	349	358	366	387	402	417	432	456	480
Pozostałe	55	59	65	71	67	71	71	77	79	84	90	97	99	101	108	115
Przychód z mkw. [tys. PLN]*	**1,4**	**1,9**	**1,5**	**2,1**	**1,3**	**2,0**	**1,4**	**2,3**	**1,3**	**2,0**	**1,6**	**2,2**	**1,3**	**2,1**	**1,7**	**2,3**
Polska DETAL	1,6	2,3	1,7	2,4	1,5	2,5	1,6	2,9	1,6	2,7	2,0	2,8	1,6	2,7	2,0	2,8
UE DETAL	1,1	1,5	1,3	1,8	1,1	1,6	1,2	1,9	1,1	1,6	1,4	1,9	1,1	1,7	1,4	2,0
Pozostałe	1,0	1,0	1,5	1,4	1,1	1,3	1,2	1,2	0,9	1,0	1,2	1,2	1,0	1,1	1,3	1,3

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *dotyczy tylko sieci sklepów stacjonarnych*

Prognoza ogólna na lata 2017-2026

	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	1 642,6	2 011,9	2 307,7	3 196,8	4 231,7	5 349,0	6 371,3	7 225,3	8 009,2	8 693,6	9 256,5	9 737,3	10 151,4	10 519,6
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	833,3	1 107,4	1 219,5	1 685,3	2 169,3	2 716,4	3 223,9	3 646,8	4 046,4	4 399,7	4 682,6	4 921,9	5 130,1	5 313,2
EBITDA [mln PLN]	213,2	297,9	307,6	446,2	569,5	694,4	824,8	949,5	1 076,7	1 186,7	1 254,5	1 305,2	1 345,4	1 375,7
EBIT [mln PLN]	175,5	247,3	248,5	376,5	482,9	596,0	720,5	833,4	950,8	1 053,0	1 115,4	1 162,7	1 200,9	1 229,7
Saldo finansowe [mln PLN]	-16,0	-18,4	-22,6	-30,4	-43,6	-33,3	-26,9	-19,2	-18,2	-15,6	-12,1	-6,5	-2,9	-2,4
Wynik brutto [mln PLN]	159,5	228,9	226,0	346,1	439,3	562,8	693,7	814,2	932,5	1 037,5	1 103,3	1 156,3	1 198,1	1 227,3
Wynik netto [mln PLN]	132,0	422,8	250,6	316,8	363,7	455,8	561,9	659,5	755,3	840,4	893,7	936,6	970,5	994,2
marża brutto ze sprzedaży	50,7%	55,0%	52,8%	52,7%	51,3%	50,8%	50,6%	50,5%	50,5%	50,6%	50,6%	50,5%	50,5%	50,5%
marża EBITDA	13,0%	14,8%	13,3%	14,0%	13,5%	13,0%	12,9%	13,1%	13,4%	13,7%	13,6%	13,4%	13,3%	13,1%
marża EBIT	10,7%	12,3%	10,8%	11,8%	11,4%	11,1%	11,3%	11,5%	11,9%	12,1%	12,1%	11,9%	11,8%	11,7%
marża netto	8,0%	21,0%	10,9%	9,9%	8,6%	8,5%	8,8%	9,1%	9,4%	9,7%	9,7%	9,6%	9,6%	9,5%
USD/PLN śr.	3,0558	3,2596	3,7164	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.	4,1853	4,1973	4,1817	4,3342	4,3478	4,3367	4,3829	4,3829	4,3829	4,3829	4,3829	4,3829	4,3829	4,3829

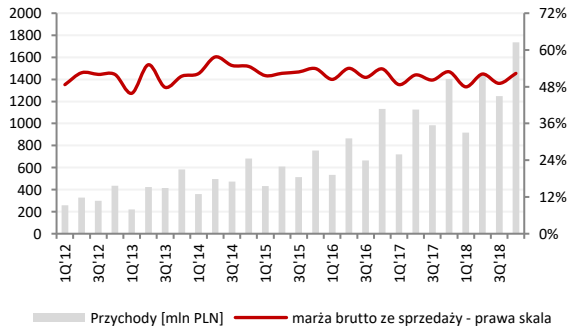
*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *wyniki od roku 2016 uwzględniają wpływ konsolidacji eobuwie.pl*

Prognozy przychodów w rozbiciu na segmenty

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	**1 317,5**	**1 641,5**	**2 006,5**	**2 299,8**	**3 189,2**	**4 232,4**	**5 349,0**	**6 371,3**	**7 225,3**	**8 009,2**	**8 693,6**	**9 256,5**	**9 737,3**	**10 151,4**	**10 519,6**
Polska detal	1 119,0	1 256,1	1 398,9	1 438,4	1 689,2	2 067,0	2 411,3	2 603,7	2 744,7	2 865,9	2 964,8	3 043,5	3 101,3	3 148,8	3 189,4
UE detal	146,8	308,6	526,0	739,6	1 048,9	1 361,6	1 767,6	2 223,6	2 642,3	3 040,5	3 417,9	3 774,9	4 110,8	4 424,6	4 715,4
Pozostałe (hurt)	51,6	76,7	81,7	121,8	163,7	206,6	274,2	334,7	387,0	433,9	475,1	510,5	539,8	562,9	579,5
E-commerce	0,0	0,0	0,0	0,0	287,4	597,2	895,8	1 209,3	1 451,2	1 668,9	1 835,8	1 927,6	1 985,4	2 015,2	2 035,3
Dynamika przychodów		**24,6%**	**22,2%**	**14,6%**	**38,7%**	**32,7%**	**26,4%**	**19,1%**	**13,4%**	**10,8%**	**8,5%**	**6,5%**	**5,2%**	**4,3%**	**3,6%**
Polska detal		12,3%	11,4%	2,8%	17,4%	22,4%	16,7%	8,0%	5,4%	4,4%	3,5%	2,7%	1,9%	1,5%	1,3%
UE detal		110,2%	70,4%	40,6%	41,8%	29,8%	29,8%	25,8%	18,8%	15,1%	12,4%	10,4%	8,9%	7,6%	6,6%
Pozostałe (hurt)		48,7%	6,5%	49,1%	34,4%	26,2%	32,7%	22,1%	15,6%	12,1%	9,5%	7,4%	5,7%	4,3%	2,9%
E-commerce		-	-	-	-	107,8%	50,0%	35,0%	20,0%	15,0%	10,0%	5,0%	3,0%	1,5%	1,0%
Udział w przychodach															
Polska detal	84,9%	76,5%	69,7%	62,5%	53,0%	48,8%	45,1%	40,9%	38,0%	35,8%	34,1%	32,9%	31,8%	31,0%	30,3%
UE detal	11,1%	18,8%	26,2%	32,2%	32,9%	32,2%	33,0%	34,9%	36,6%	38,0%	39,3%	40,8%	42,2%	43,6%	44,8%
Pozostałe (hurt)	3,9%	4,7%	4,1%	5,3%	5,1%	4,9%	5,1%	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
E-commerce	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,0%	14,1%	16,7%	19,0%	20,1%	20,8%	21,1%	20,8%	20,4%	19,9%	19,3%
Detal	96,1%	95,3%	95,9%	94,7%	85,9%	81,0%	78,1%	75,8%	74,6%	73,7%	73,4%	73,7%	74,1%	74,6%	75,1%
Pozostałe (hurt)	3,9%	4,7%	4,1%	5,3%	5,1%	4,9%	5,1%	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
E-commerce	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,0%	14,1%	16,7%	19,0%	20,1%	20,8%	21,1%	20,8%	20,4%	19,9%	19,3%
Powierzchnia eop [tys.mkw.]	**201,6**	**242,8**	**304,2**	**371,0**	**458,6**	**558,1**	**659,7**	**746,5**	**825,4**	**896,4**	**959,4**	**1 014,4**	**1 061,5**	**1 102,8**	**1 137,0**
Polska detal	156,6	154,3	173,0	189,0	212,2	250,8	272,5	285,3	295,8	304,0	310,0	313,8	315,3	316,8	316,8
UE detal	32,3	68,7	110,1	150,8	207,1	252,4	319,7	382,6	441,2	495,5	545,5	591,2	632,5	669,6	702,3
Pozostałe (hurt)	12,7	19,8	21,1	31,2	39,2	54,9	67,5	78,7	88,5	96,9	103,9	109,5	113,7	116,5	117,9
Dynamika rozwoju		**20,4%**	**25,3%**	**22,0%**	**23,6%**	**21,7%**	**18,2%**	**13,2%**	**10,6%**	**8,6%**	**7,0%**	**5,7%**	**4,6%**	**3,9%**	**3,1%**
Polska detal		-1,5%	12,1%	9,3%	12,3%	18,2%	8,7%	4,7%	3,7%	2,8%	2,0%	1,2%	0,5%	0,5%	0,0%
UE detal		112,6%	60,2%	37,0%	37,3%	21,9%	26,6%	19,7%	15,3%	12,3%	10,1%	8,4%	7,0%	5,9%	4,9%
Pozostałe (hurt)		55,7%	6,9%	47,7%	25,8%	39,8%	23,0%	16,6%	12,5%	9,5%	7,2%	5,4%	3,8%	2,5%	1,2%
Udział w powierzchni															
Polska detal	77,7%	63,6%	56,9%	50,9%	46,3%	44,9%	41,3%	38,2%	35,8%	33,9%	32,3%	30,9%	29,7%	28,7%	27,9%
UE detal	16,0%	28,3%	36,2%	40,6%	45,2%	45,2%	48,5%	51,2%	53,4%	55,3%	56,9%	58,3%	59,6%	60,7%	61,8%
Pozostałe (hurt)	6,3%	8,1%	6,9%	8,4%	8,6%	9,8%	10,2%	10,5%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,7%	10,6%	10,4%
Detal	93,7%	91,9%	93,1%	91,6%	91,4%	90,2%	89,8%	89,5%	89,3%	89,2%	89,2%	89,2%	89,3%	89,4%	89,6%
Pozostałe (hurt)	6,3%	8,1%	6,9%	8,4%	8,6%	9,8%	10,2%	10,5%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,7%	10,6%	10,4%

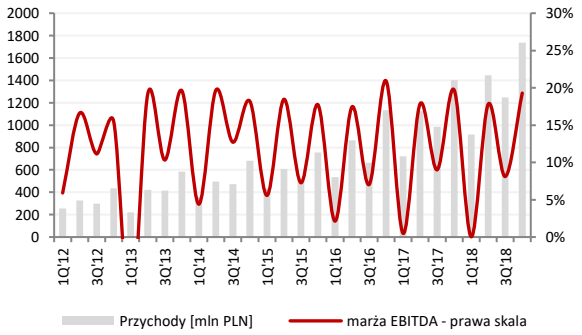
*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *wyniki od roku 2016 uwzględniają wpływ konsolidacji eobuwie.pl*

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto w uj. kwartalnym



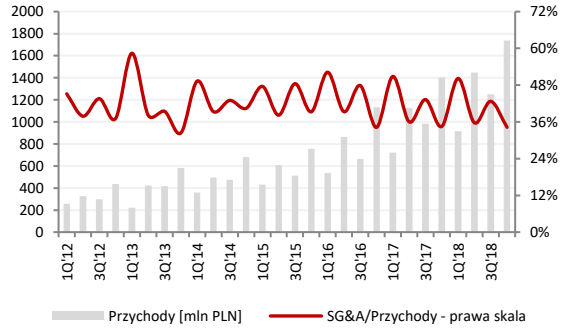
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność EBITDA w uj. kwartalnym



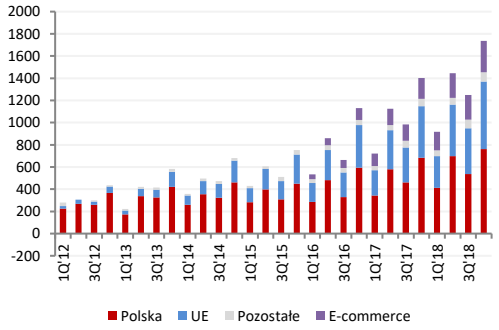
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody (uj. kwartalne)



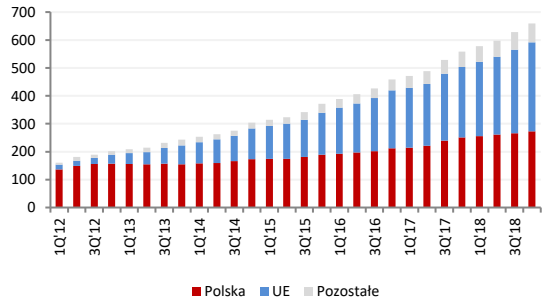
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody wg regionów (uj. kwartalnym)



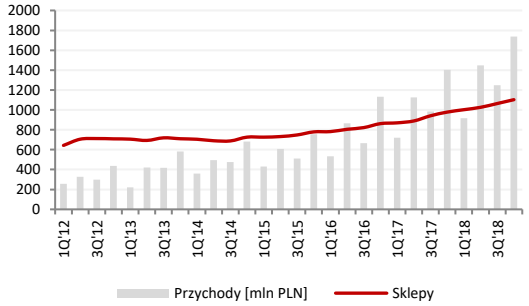
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Powierzchnia sieci wg regionów (uj. kwartalne)



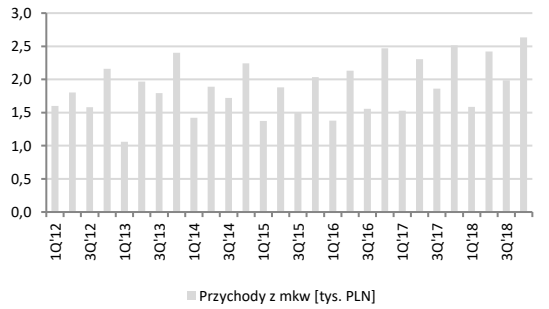
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody na tle sieci (uj. kwartalne)



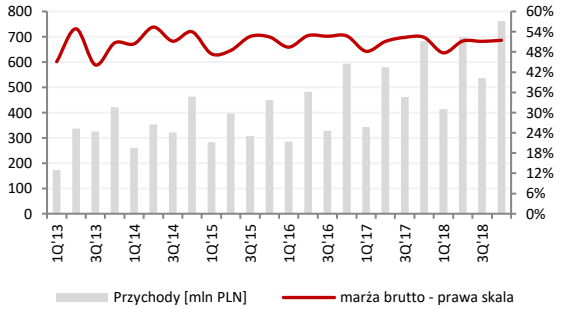
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychód/mkw. (uj. kwartalne)



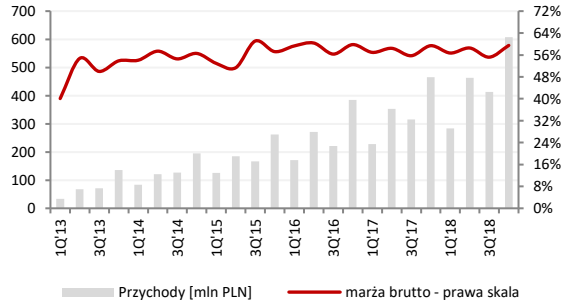
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność dywizji polskiej



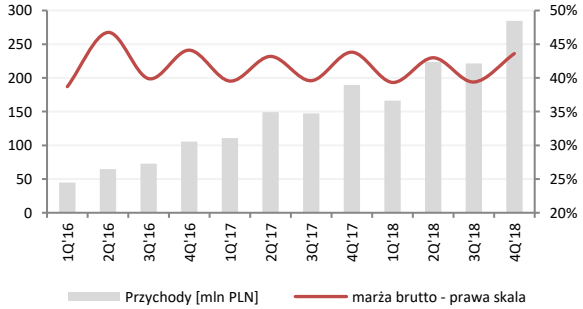
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność dywizji europejskiej



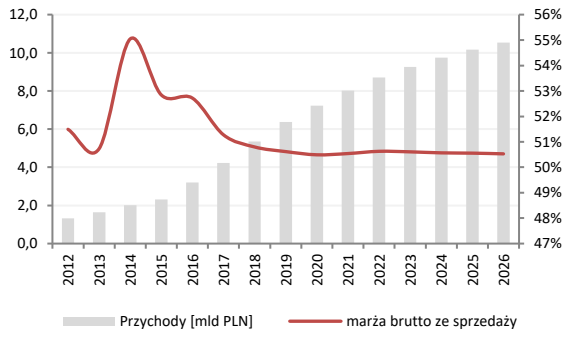
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność e-commerce



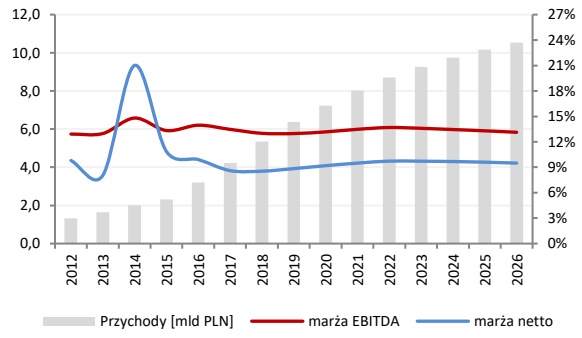
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody i marża brutto ze sprzedaży w latach 2012-26



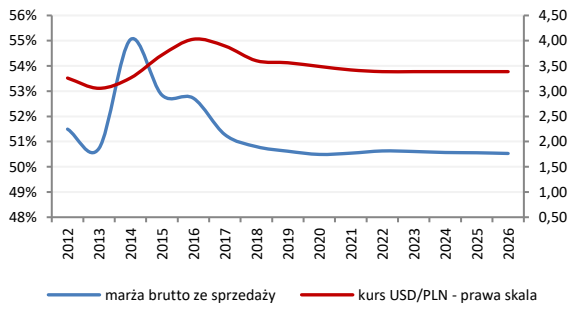
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu rocznym w latach 2012-26



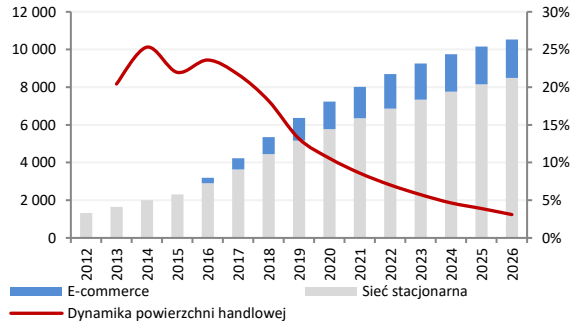
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży a kurs USD/PLN



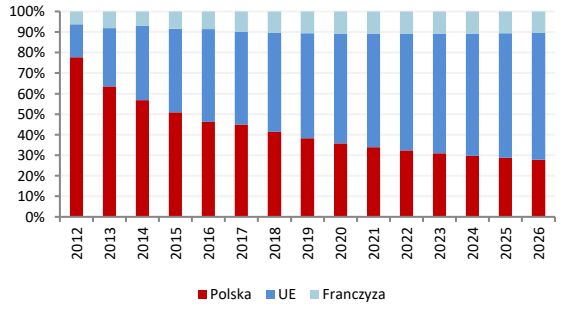
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój powierzchni handlowej vs przychody [mln PLN]



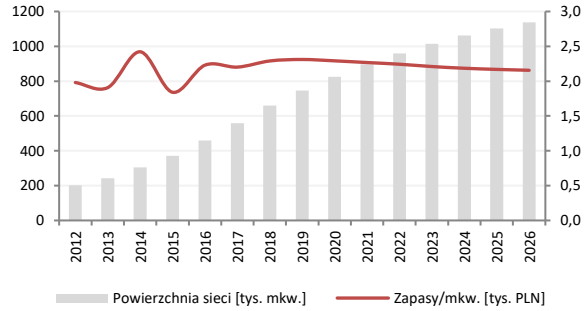
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział regionów w powierzchni handlowej



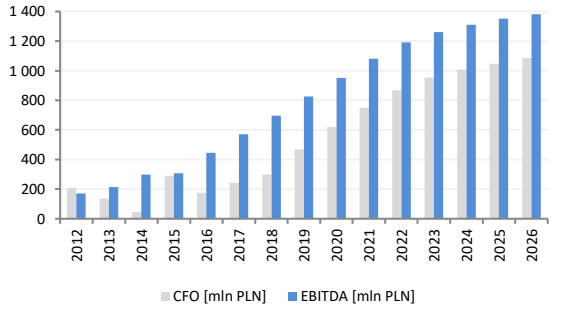
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na mkw.



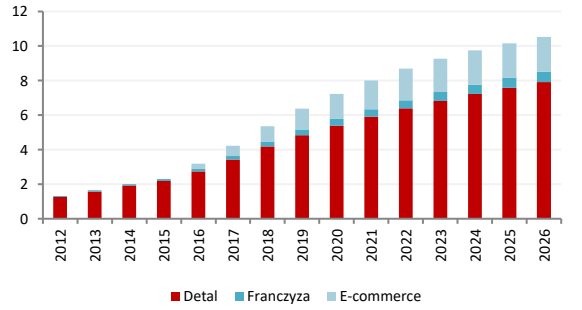
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CFO na tle EBITDA [mln PLN]



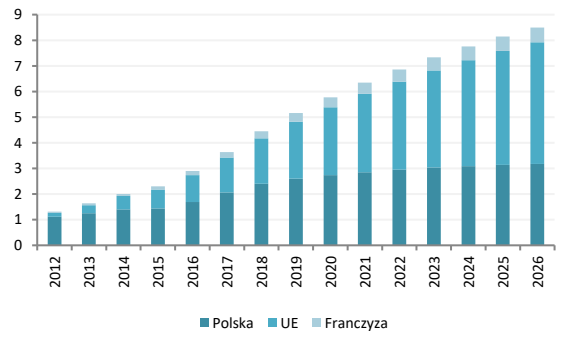
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



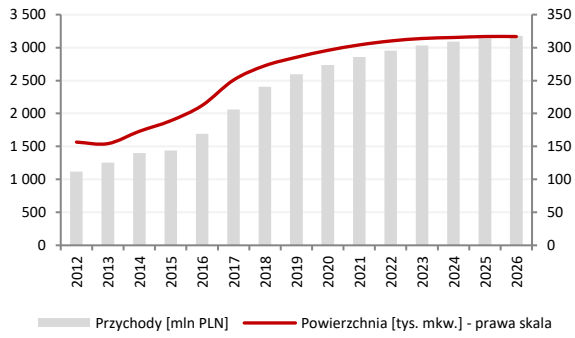
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w ujęciu geograficznym* [mln PLN]



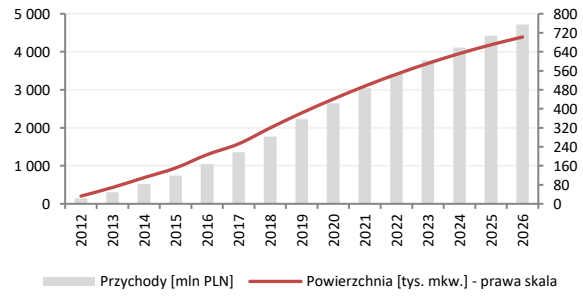
*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *bez eobuwie.pl*

Przychody na terenie Polski na tle przyrostu sieci



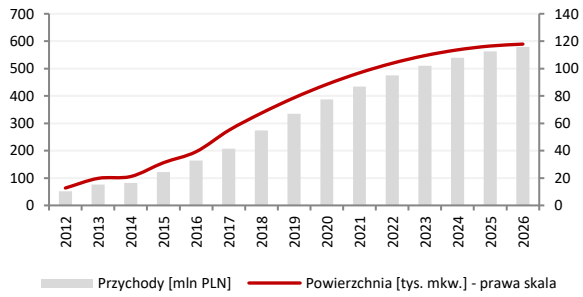
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody na terenie UE na tle przyrostu sieci



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w pozostałych krajach na tle przyrostu sieci



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji z lutego '17 zaktualizowaliśmy kursy walutowe (spółka ma ekspozycję na USD i EUR poprzez zakup towarów oraz płacone czynsze). Obniżyliśmy nasze oczekiwania dotyczące pierwszej marży w kolejnych latach (rosnący udział e-commerce oraz utrzymująca się walkę cenową o klienta) oraz uwzględniliśmy zmiany w kosztach okołosklepowych. Tym samym prognozujemy, że grupa osiągnie w '17 ok. 4,2 mld PLN przychodów oraz 569,5 mln PLN EBITDA.

Zmiana założeń względem raportu z 24 lutego 2017 roku

	2017 stara	2017 nowa	zmiana	2018 stara	2018 nowa	zmiana	2019 stara	2019 nowa	zmiana
Przychody	3 890,7	4 231,7	8,8%	4 561,9	5 349,0	17,3%	5 156,3	6 371,3	23,6%
Wynik brutto ze sprzedaży	2 006,3	2 169,3	8,1%	2 348,9	2 716,4	15,6%	2 661,2	3 223,9	21,1%
EBITDA	508,6	569,5	12,0%	593,3	694,4	17,0%	675,5	824,8	22,1%
EBIT	433,1	482,9	11,5%	511,5	596,0	16,5%	585,5	720,5	23,1%
Wynik brutto	408,4	439,3	7,6%	495,2	562,8	13,6%	572,8	693,7	21,1%
Wynik netto	330,8	363,7	9,9%	401,1	455,8	13,6%	464,0	561,9	21,1%
marża brutto ze sprzedaży	51,6%	51,3%		51,5%	50,8%		51,6%	50,6%	
marża EBITDA	13,1%	13,5%		13,0%	13,0%		13,1%	12,9%	
marża EBIT	11,1%	11,4%		11,2%	11,1%		11,4%	11,3%	
marża netto	8,5%	8,6%		8,8%	8,5%		9,0%	8,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie założeń DM BDM z konsensusem dla ostatnich rekomendacji

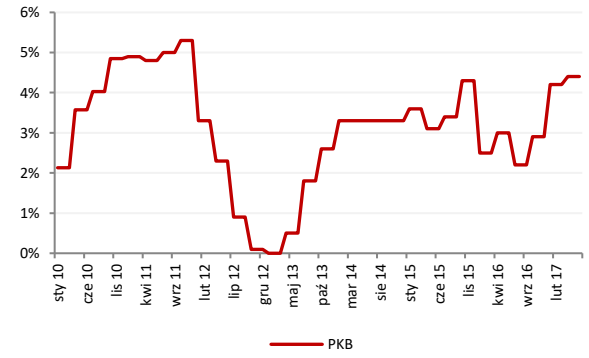
	2017P BDM	2017 Bloomberg	różnica	2018P BDM	2018 Bloomberg	różnica	2019P BDM	2019 Bloomberg	różnica
Przychody	4 232	4 186	-1,1%	5 349	5 226	-2,3%	6 371	6 295	-1,2%
EBITDA	570	580	1,8%	694	739	6,4%	825	919	11,4%
Wynik netto	364	345	-5,1%	456	462	1,4%	562	590	5,0%
marża EBITDA	13,5%	13,9%		13,0%	14,1%		12,9%	14,6%	
marża netto	8,6%	8,2%		8,5%	8,8%		8,8%	9,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

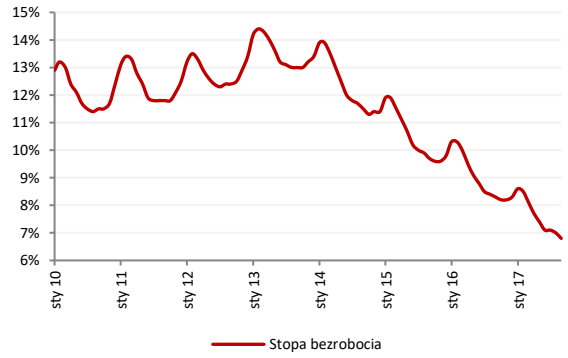
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 9,6% (w sierpniu wyniosła +7,6% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 26,6% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą napędza rządowy program 500+. Na stałe powróciła inflacja, która we wrześniu wyniosła 2,2%. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach utrzymuje się na rekordowo niskim poziomie – we wrześniu spadła do 6,8%%. 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 -0,4% m/m).

PKB



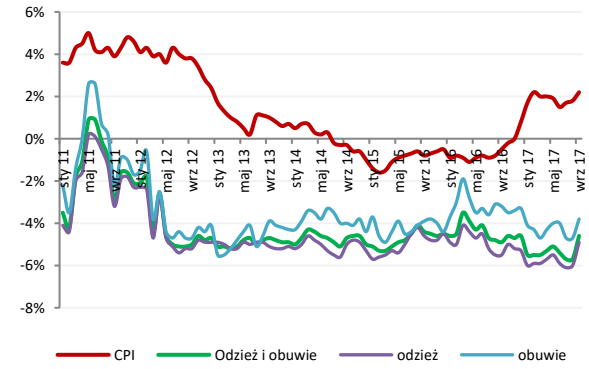
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa bezrobocia



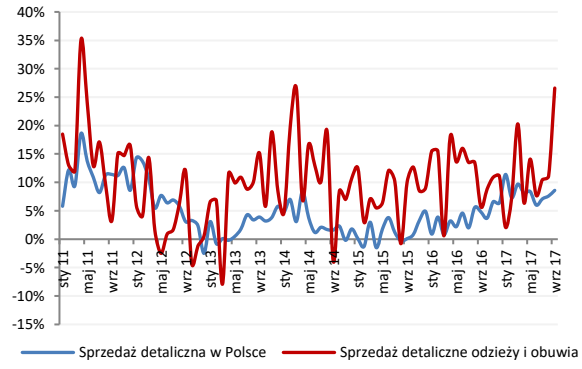
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



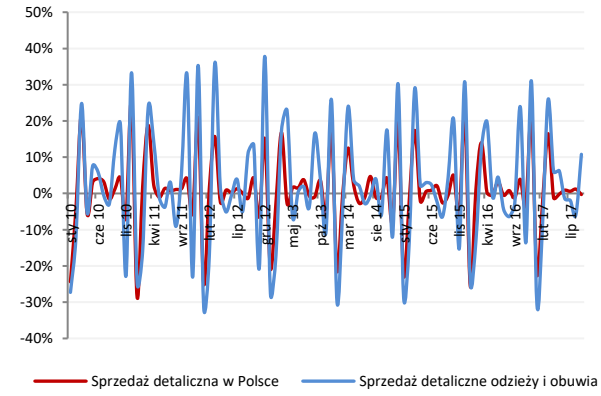
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



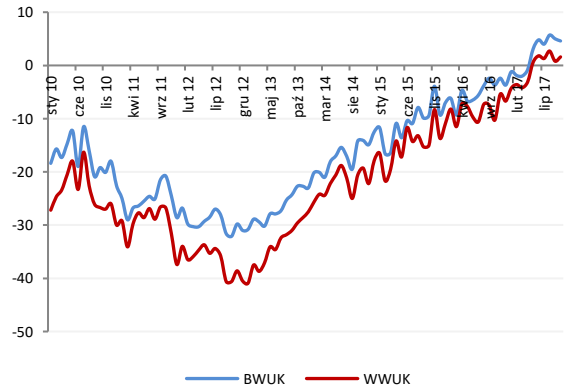
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



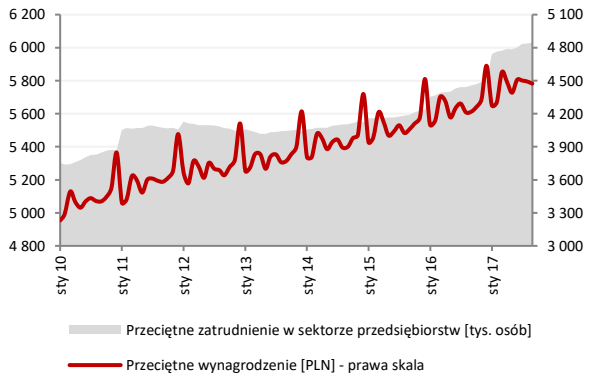
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



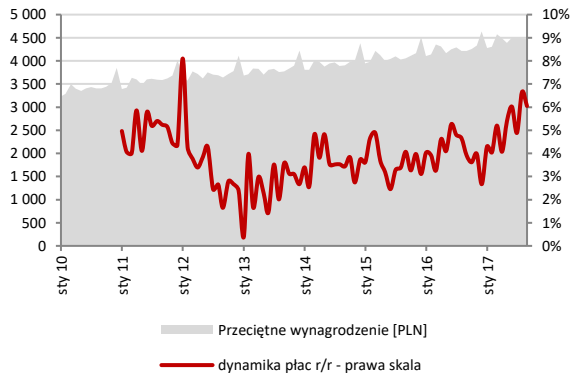
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

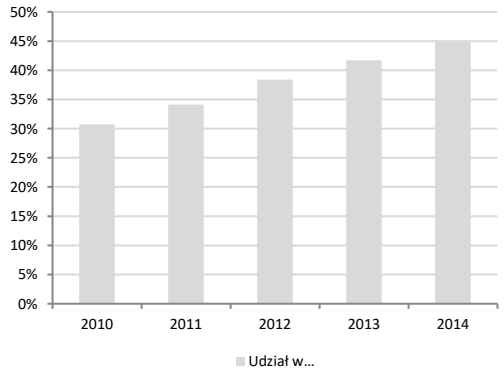
Dynamika płac [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

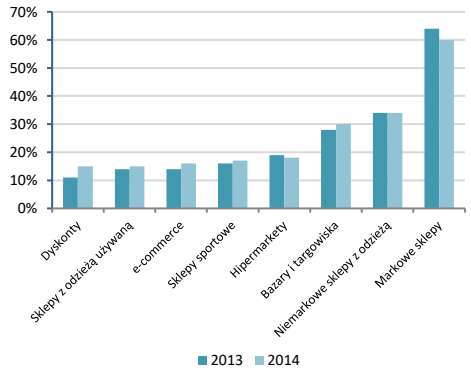
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w ’15 był wart ok. 24,2 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 5,4% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. Jednocześnie 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



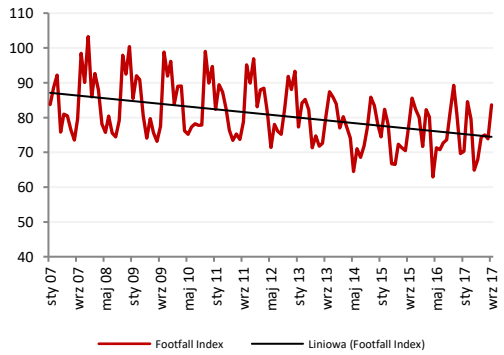
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR Research

Miejsce zakupu odzieży w Polsce w ‘14



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

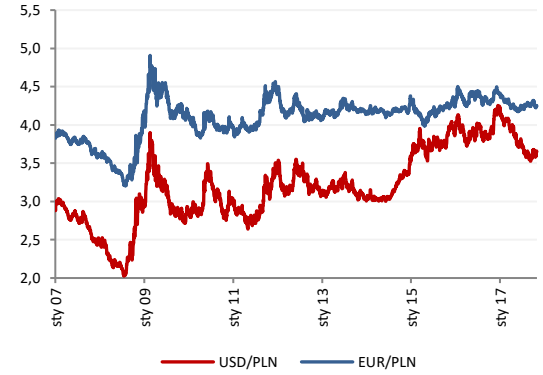
Footfall Index



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

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

Zachowanie kursów EUR/PLN i USD/PLN

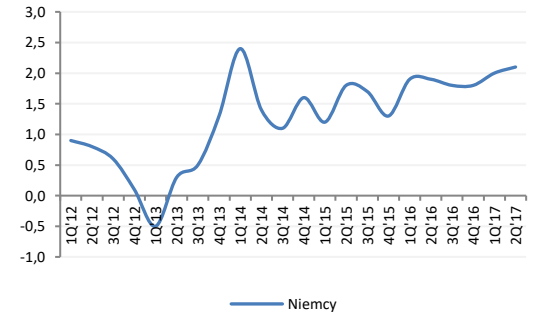


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów USD/RUB i USD/UAH

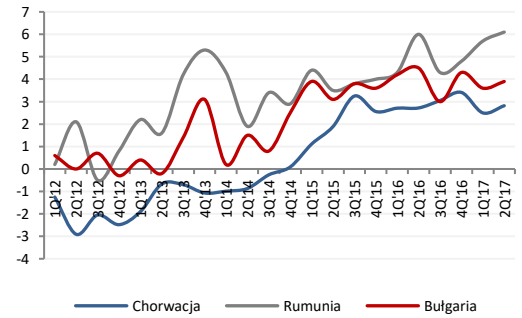
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Niemczech [%]



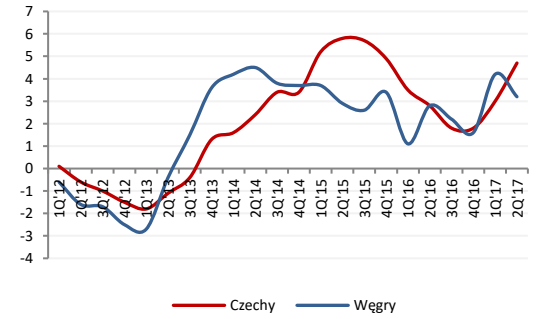
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rumunii, Chorwacji i Bułgarii [%]



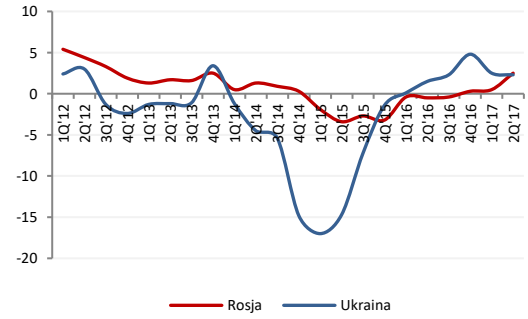
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Czechach i na Węgrzech [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rosji i na Ukrainie [%]



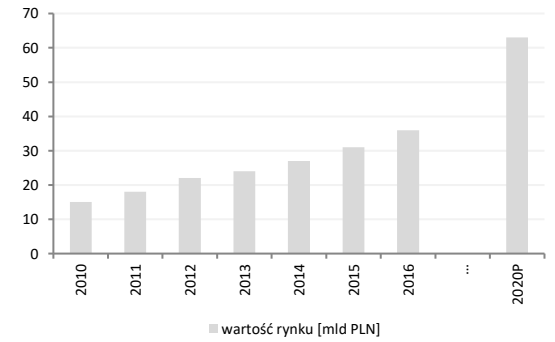
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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).

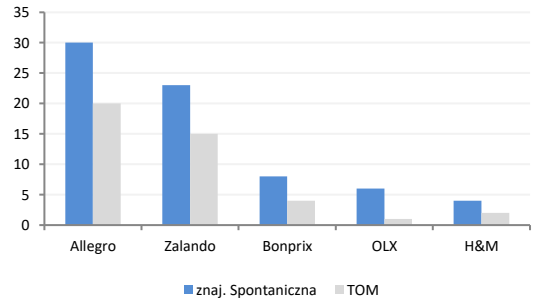
W badaniu przeprowadzonym dla ecommercepolska.pl ok. 48% internautów zadeklarowało, że dokonuje zakupów online (pozostali wskazywali, że wolą obejrzeć produkt przed zakupów oraz że preferują tradycyjne kanały sprzedaży). Co ciekawe, w rodzimych e-sklepach kupuje ok. 47% ankietowanych. Warto zwrócić uwagę, 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]



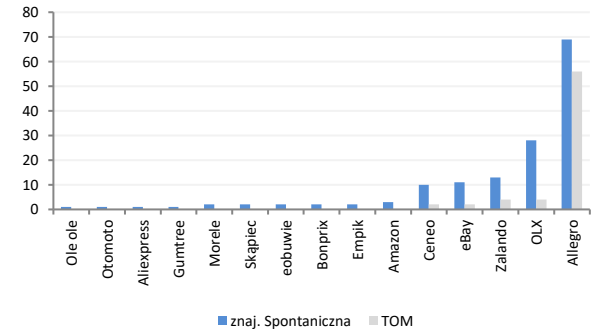
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., portal spozywczy.pl

Znajomość platform sprzedających odzież



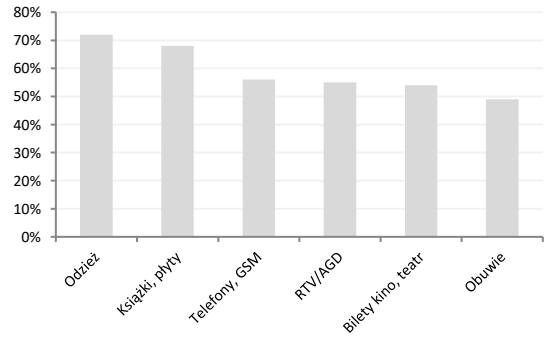
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Znajomość platform sprzedażowych ogółem



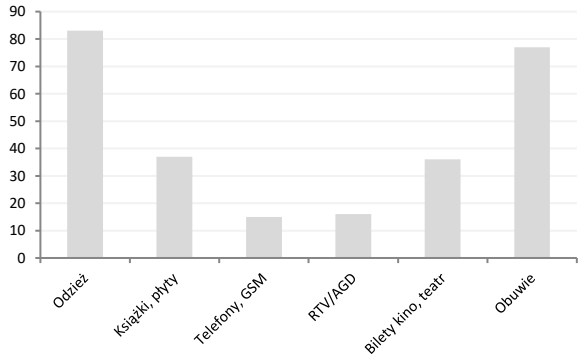
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Koszyk zakupowy



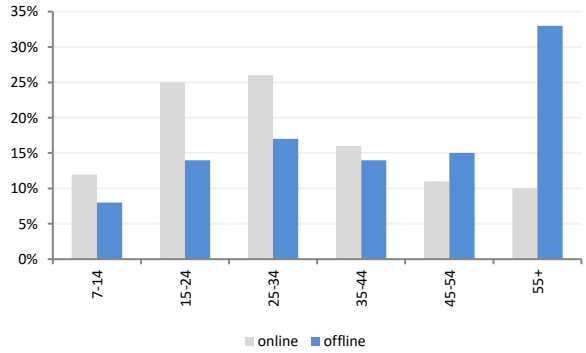
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Paragon miesięczny w wybranych kategoriach zakupowych



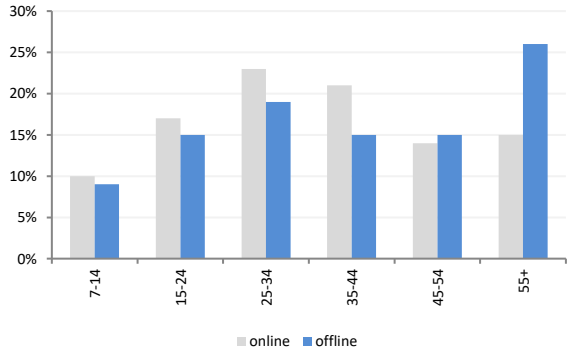
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Struktura wiekowa zakupów - kobiety



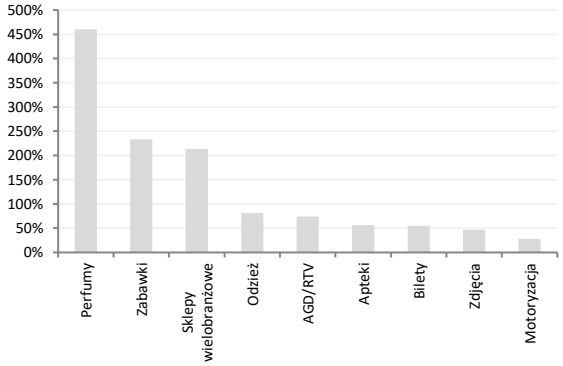
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

Struktura wiekowa zakupów - mężczyźni



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

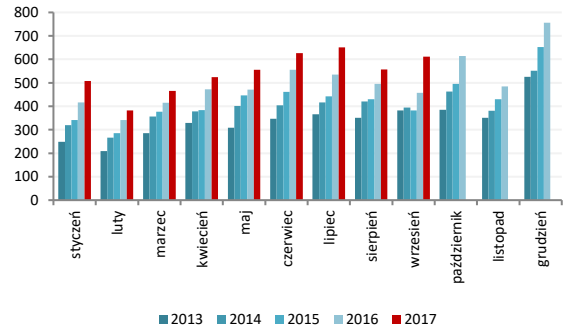
Wzrost popularności segmentów w e-commerce w ciągu ostatnich 5 lat



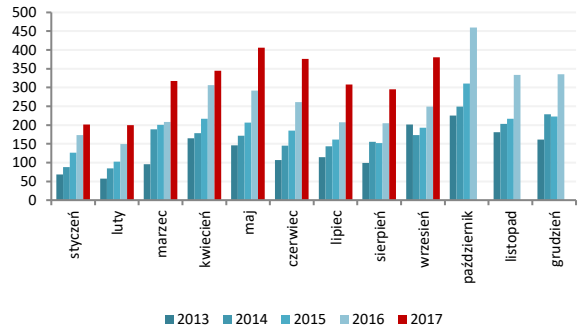
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

Przychody w ujęciu miesięcznym przedstawicieli branży odzieżowej [mln PLN]

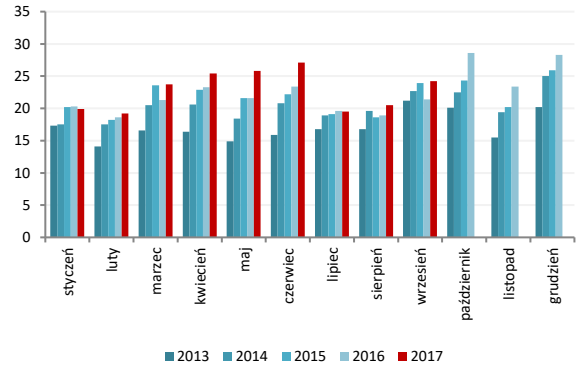
LPP



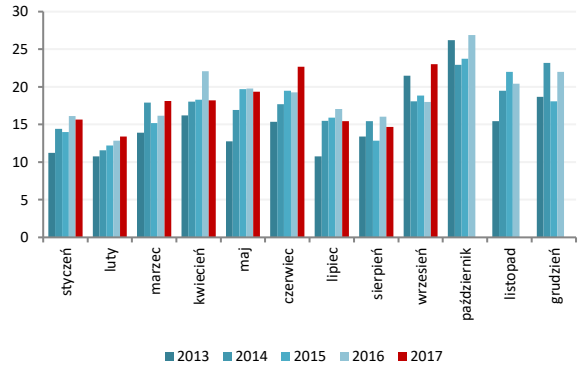
CCC



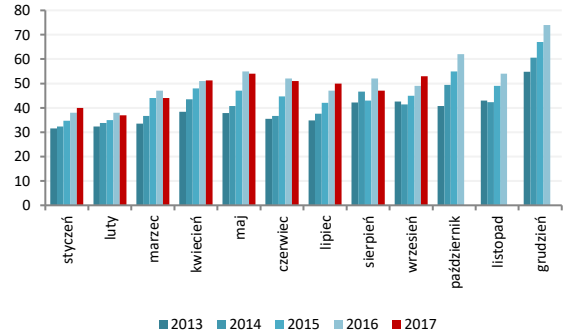
Gino Rossi



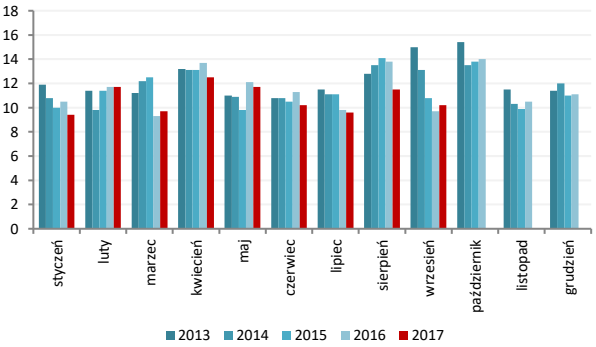
Wojas



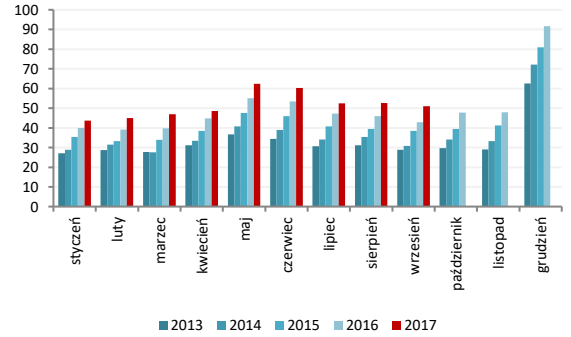
Redan



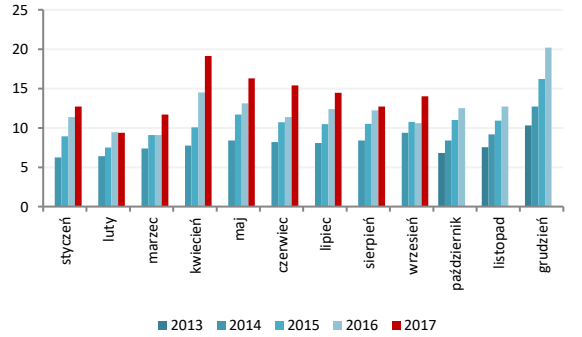
Solar



Vistula



Bytom



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

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’16 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 ’16 sejm przegłosował ustawę o zawieszeniu obowiązywania podatku do 1 stycznia 2018 roku. Obecnie danina jest wstrzymana co najmniej do 1 stycznia ’19.

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% 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. **W ostatnim czasie prace nad ustawą przyspieszyły i Sejmowa Komisja Polityki Społecznej i Rodzinnej przyjęła projekt. Finalnie wybrano koncepcję, w której handel będzie dozwolony w drugą i czwartą niedzielę miesiąca oraz w dwie niedziele poprzedzające Święta Bożego Narodzenia. Według przedstawicieli strony rządowej, zakaz ma być wprowadzony już w styczniu '18.**

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	**798,0**	**898,4**	**1 237,1**	**1 141,1**	**1 267,4**	**1 392,5**	**1 496,7**	**1 579,0**	**1 636,6**	**1 671,5**	**1 692,6**	**1 708,6**	**1 718,4**
WNiP	9,1	7,8	139,2	179,7	159,6	144,5	127,8	109,6	90,3	70,2	49,7	28,8	7,8
RzAT	522,0	570,8	677,2	800,0	946,4	1 086,5	1 207,5	1 307,9	1 384,8	1 439,7	1 481,5	1 518,3	1 549,1
Pozostałe aktywa trwałe	267,0	319,9	420,7	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5
Aktywa obrotowe	**996,3**	**1 110,9**	**1 379,8**	**1 941,7**	**2 252,4**	**2 459,9**	**2 701,7**	**2 827,9**	**3 004,9**	**3 230,3**	**3 312,0**	**3 446,2**	**3 480,3**
Zapasy	736,7	682,6	1 022,6	1 228,6	1 510,2	1 724,3	1 890,2	2 030,5	2 149,8	2 239,1	2 316,6	2 388,6	2 447,8
Należności z tyt. dostaw i usług	95,7	76,0	200,7	265,7	335,8	400,0	453,6	502,8	545,8	581,1	611,3	637,3	660,4
Środki pieniężne	163,9	345,4	142,4	419,9	378,8	308,0	330,3	267,0	281,8	382,4	356,5	392,7	344,4
Pozostałe	0,0	6,9	14,1	27,6	27,6	27,6	27,6	27,6	27,6	27,6	27,6	27,6	27,6
Kapitał własny	**955,8**	**1 120,5**	**1 196,4**	**1 660,5**	**1 934,5**	**2 222,9**	**2 545,3**	**2 904,9**	**3 292,1**	**3 681,6**	**3 903,2**	**4 030,7**	**4 054,4**
Zobowiązania długoterminowe	**258,1**	**335,5**	**422,5**	**726,3**	**726,3**	**296,3**	**296,3**	**296,3**	**296,3**	**296,3**	**296,3**	**296,3**	**296,3**
Zobowiązania oprocentowane	216,0	296,0	366,0	430,0	430,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	42,1	39,5	56,5	296,3	296,3	296,3	296,3	296,3	296,3	296,3	296,3	296,3	296,3
Zobowiązania krótkoterminowe	**580,4**	**553,3**	**998,0**	**696,0**	**859,0**	**1 333,1**	**1 356,8**	**1 205,7**	**1 053,1**	**923,9**	**805,1**	**827,8**	**848,0**
Zobowiązania handlowe	176,3	116,5	177,6	238,6	301,6	355,7	399,4	438,3	475,7	506,5	532,8	555,5	575,7
Zobowiązania oprocentowane	362,0	422,8	432,8	185,1	285,1	705,1	685,1	495,1	305,1	145,1	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	42,1	14,0	387,6	272,3	272,3	272,3	272,3	272,3	272,3	272,3	272,3	272,3	272,3

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	2 011,9	2 307,7	3 196,8	4 231,7	5 349,0	6 371,3	7 225,3	8 009,2	8 693,6	9 256,5	9 737,3	10 151,4	10 519,6
Koszty wytworzenia	904,5	1 088,2	1 511,5	2 062,4	2 632,5	3 147,4	3 578,5	3 962,8	4 293,8	4 573,8	4 815,4	5 021,4	5 206,4
Wynik brutto ze sprzedaży	1 107,4	1 219,5	1 685,3	2 169,3	2 716,4	3 223,9	3 646,8	4 046,4	4 399,7	4 682,6	4 921,9	5 130,1	5 313,2
Koszty sprzedaży	775,2	905,1	1 213,3	1 579,5	1 976,0	2 337,8	2 636,4	2 911,4	3 159,8	3 379,4	3 573,3	3 745,5	3 898,4
Koszty zarządu	76,9	77,7	111,8	101,7	128,3	152,9	162,5	168,1	169,5	169,3	166,4	163,4	164,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-8,0	11,9	16,3	-5,2	-16,0	-12,7	-14,5	-16,0	-17,4	-18,5	-19,5	-20,3	-21,0
EBITDA	**297,9**	**307,6**	**446,2**	**569,5**	**694,4**	**824,8**	**949,5**	**1 076,7**	**1 186,7**	**1 254,5**	**1 305,2**	**1 345,4**	**1 375,7**
EBIT	247,3	248,5	376,5	482,9	596,0	720,5	833,4	950,8	1 053,0	1 115,4	1 162,7	1 200,9	1 229,7
Saldo finansowe	18,4	22,6	30,4	43,6	33,3	26,9	19,2	18,2	15,6	12,1	6,5	2,9	2,4
Wynik brutto	228,9	226,0	346,1	439,3	562,8	693,7	814,2	932,5	1 037,5	1 103,3	1 156,3	1 198,1	1 227,3
Wynik netto	422,8	250,6	316,8	363,7	455,8	561,9	659,5	755,3	840,4	893,7	936,6	970,5	994,2

Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
CF operacyjny	45,3	287,0	174,8	245,7	298,7	468,9	619,0	748,9	864,8	951,0	1004,2	1042,3	1080,3
CF inwestycyjny	-198,2	-112,1	-371,1	-192,8	-224,7	-229,4	-220,4	-208,2	-191,3	-174,0	-163,6	-160,4	-155,7
CF finansowy	173,1	8,5	-1,9	223,6	-115,1	-310,4	-376,3	-603,9	-658,8	-676,3	-866,5	-845,8	-972,8
CF netto	20,1	183,5	-198,2	276,5	-41,1	-70,8	22,3	-63,3	14,8	100,7	-25,9	36,2	-48,2
Środki pieniężne na początek okresu	143,7	161,9	345,4	143,4	419,9	378,8	308,0	330,3	267,0	281,8	382,4	356,5	392,7
Środki pieniężne na koniec okresu	163,9	345,4	147,2	419,9	378,8	308,0	330,3	267,0	281,8	382,4	356,5	392,7	344,4

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	22,5%	14,7%	38,5%	32,4%	26,4%	19,1%	13,4%	10,8%	8,5%	6,5%	5,2%	4,3%	3,6%
EBITDA zmiana r/r	39,8%	3,3%	45,1%	27,6%	21,9%	18,8%	15,1%	13,4%	10,2%	5,7%	4,0%	3,1%	2,3%
EBIT zmiana r/r	40,9%	0,5%	51,5%	28,3%	23,4%	20,9%	15,7%	14,1%	10,8%	5,9%	4,2%	3,3%	2,4%
Wynik netto zmiana r/r	220,2%	-40,7%	26,4%	14,8%	25,3%	23,3%	17,4%	14,5%	11,3%	6,3%	4,8%	3,6%	2,4%
Marża brutto na sprzedaży	55,0%	52,8%	52,7%	51,3%	50,8%	50,6%	50,5%	50,5%	50,6%	50,6%	50,5%	50,5%	50,5%
Marża EBITDA	14,8%	13,3%	14,0%	13,5%	13,0%	12,9%	13,1%	13,4%	13,7%	13,6%	13,4%	13,3%	13,1%
Marża EBIT	12,3%	10,8%	11,8%	11,4%	11,1%	11,3%	11,5%	11,9%	12,1%	12,1%	11,9%	11,8%	11,7%
Marża brutto	11,4%	9,8%	10,8%	10,4%	10,5%	10,9%	11,3%	11,6%	11,9%	11,9%	11,9%	11,8%	11,7%
Marża netto	21,0%	10,9%	9,9%	8,6%	8,5%	8,8%	9,1%	9,4%	9,7%	9,7%	9,6%	9,6%	9,5%
ROE	44,2%	22,4%	26,5%	21,9%	23,6%	25,3%	25,9%	26,0%	25,5%	24,3%	24,0%	24,1%	24,5%
ROA	23,6%	12,5%	12,1%	11,8%	13,0%	14,6%	15,7%	17,1%	18,1%	18,2%	18,7%	18,8%	19,1%
Dług	578,0	718,8	798,8	615,1	715,1	705,1	685,1	495,1	305,1	145,1	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	37,7%	39,1%	40,0%	27,0%	27,0%	24,1%	21,2%	14,6%	8,5%	3,8%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	60,5%	64,2%	66,8%	37,0%	37,0%	31,7%	26,9%	17,0%	9,3%	3,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	9,0%	9,7%	11,3%	10,8%	6,5%	4,5%	2,8%	2,4%	1,9%	1,5%	1,0%	0,7%	0,7%
Dług/Kapitał własny	60,5%	64,2%	66,8%	37,0%	37,0%	31,7%	26,9%	17,0%	9,3%	3,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	414,2	373,4	656,4	195,2	336,3	397,1	354,8	228,1	23,3	-237,3	-356,5	-392,7	-344,4
Dług netto/Kapitał własny	43,3%	33,3%	54,9%	11,8%	17,4%	17,9%	13,9%	7,9%	0,7%	-6,4%	-9,1%	-9,7%	-8,5%
Dług netto/EBITDA	139,0%	121,4%	147,1%	34,3%	48,4%	48,1%	37,4%	21,2%	2,0%	-18,9%	-27,3%	-29,2%	-25,0%
Dług netto/EBIT	167,5%	150,3%	174,3%	40,4%	56,4%	55,1%	42,6%	24,0%	2,2%	-21,3%	-30,7%	-32,7%	-28,0%
EV	11 237,8	11 237,8	11 237,8	11 237,8	11 237,8	11 237,8	11 237,8	11 237,8	11 237,8	11 237,8	11 237,8	11 237,8	11 237,8
Dług/EV	5,1%	6,4%	7,1%	5,5%	6,4%	6,3%	6,1%	4,4%	2,7%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	9,8%	5,3%	12,2%	4,6%	4,2%	3,6%	3,1%	2,6%	2,2%	1,9%	1,7%	1,6%	1,5%
CAPEX/Amortyzacja	389,2%	208,9%	561,5%	222,5%	228,4%	219,9%	189,8%	165,3%	143,0%	125,1%	114,9%	111,1%	106,7%
Amortyzacja/Przychody	2,5%	2,6%	2,2%	2,0%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%
Zmiana KO/Przychody	-13,2%	0,6%	-12,6%	-5,0%	-5,4%	-3,5%	-2,4%	-1,9%	-1,4%	-1,0%	-0,8%	-0,7%	-0,6%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-71,9%	4,7%	-45,4%	-20,3%	-25,8%	-21,9%	-20,6%	-19,2%	-18,2%	-16,7%	-16,9%	-18,2%	-16,9%

Wskaźniki rynkowe	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S	5,6	4,9	3,5	2,7	2,1	1,8	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1
P/E	26,6	44,8	35,5	30,9	24,7	20,0	17,0	14,9	13,4	12,6	12,0	11,6	11,3
P/BV	11,8	10,0	9,4	6,8	5,8	5,1	4,4	3,9	3,4	3,1	2,9	2,8	2,8
P/CE	19,2	18,9	24,5	14,3	13,5	12,9	11,4	11,0	10,0	8,8	8,7	8,2	8,4
EV/EBITDA	39,1	37,7	26,7	20,1	16,7	14,1	12,2	10,6	9,5	8,8	8,3	8,1	7,9
EV/EBIT	47,1	46,7	31,6	23,7	19,4	16,1	13,9	12,1	10,7	9,9	9,4	9,0	8,9
EV/S	5,8	5,0	3,7	2,7	2,2	1,8	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0
BVPS	23,2	27,2	29,1	40,3	47,0	54,0	61,8	70,6	80,0	89,4	94,8	97,9	98,5
EPS	10,3	6,1	7,7	8,8	11,1	13,6	16,0	18,3	20,4	21,7	22,8	23,6	24,2
CEPS	14,3	14,5	11,2	19,0	20,3	21,1	24,0	24,8	27,3	31,0	31,4	33,1	32,5
Dywidenda [mln PLN]	61,4	115,2	85,7	101,5	181,8	273,5	337,1	395,7	453,2	504,2	714,9	842,9	970,5
DPS	1,5	2,8	2,1	2,5	4,4	6,6	8,2	9,6	11,0	12,2	17,4	20,5	23,6
Dyield	0,5%	1,0%	0,8%	0,9%	1,6%	2,4%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	6,4%	7,5%	8,6%
Payout ratio	46,5%	27,2%	34,2%	32,1%	50,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	80,0%	90,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 273,0 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
Redukuj	**235,4**	**Redukuj**	**181,4**	**02.11.2017**	**10:54 CEST**	**273,0**	**64 630**
Redukuj	181,1	Akumuluj	165,4	24.02.2017	11:01 CEST	218,0	59 584
Akumuluj	165,4	---	---	02.12.2015		149,0	47 826

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'17

Kupuj	3	38%
Akumuluj	2	25%
Trzymaj	1	13%
Redukuj	2	25%
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 02.11.2017 roku (10:54 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 07.11.2017 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 02.11.2017 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.