



Dom Maklerski BDM S.A.

LPP

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(POPRZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 8 203,3 PLN

12 LUTEGO 2018, 14:08 CEST

W perspektywie roku walory LPP były jednym z najlepszych wskazań z branży odzieżowej, a stopa zwrotu wyniosła niemal 80%. Od czasu publikacji naszej ostatniej rekomendacji z 7 listopada, kurs akcji spółki zyskał ok. 7% (momentami przekraczając 10 tys. PLN), co w naszej ocenie w dużej mierze wynikało z osłabienia USD. W bieżącym raporcie podnosimy cenę docelową do 8 203,3 PLN/walor, jednak decydujemy się zmienić zalecenie z Trzymaj na Redukuj. W krótkiej perspektywie wskazujemy na bardzo wysokie oczekiwania względem wyników 4Q'17. Spodziewamy się, że m.in. z racji wzrostu kosztów okołosklepowych, pozytywne odczyty miesięcznej sprzedaży nie przyniosą oczekiwanej przez konsensus poprawy EBITDA (mediana EBITDA dla 4Q'17 wynosi ok. 485 mln PLN vs prognozowane przez nas 429 mln PLN; -12% różnicy), co tym samym może przełożyć się osłabienie sentymentu do walorów grupy. W dłuższym okresie ciężko jest nam znaleźć argumenty, które miałyby stać się bodźcem do kontynuacji wzrostu wyceny spółki. Uważamy, że większość pozytywnych czynników jest już w znacznej mierze uwzględnione w cenie. Dostrzegamy raczej szereg wyzwań, takich jak wprowadzany w marcu zakaz handlu w niedziele, wymagająca sytuację na rynku pracy, ograniczony potencjał do dwucyfrowego przyrostu powierzchni handlowej czy presję ze strony innych graczy (zwracamy uwagę na H&M, który w minionych kwartałach borykał się ze słabszą sprzedażą).

Szacunkowe przychody ze sprzedaży spółki w 4Q'17 były bliskie 2,15 mld PLN, co przy wzroście powierzchni handlowej o ok. 9% r/r sugeruje pozytywne odczyty lfi. Poprawiła się też marża brutto ze sprzedaży – LPP zanotowało wzrost do 58,1% (+7,3 p.p. r/r; należy jednak pamiętać, że w grudniu'16 doszło do hurtowego zbycia starych zapasów, co obniżyło raportowane rezultaty o ok. 100 mln PLN). Spodziewamy się, że z racji utrzymującej się silnej presji ze strony kosztów wynagrodzeń, wzrostu e-commerce (i związanej z tym logistyki) oraz kosztów nowych otwarć, mocno podniosły się koszty okołosklepowe. Dlatego też szacujemy, że EBITDA spółki wyniosła 429,1 mln PLN (+58% r/r; po oczyszczeniu o ubiegłoroczny one-off „tylko” +15% r/r). Zwracamy jednocześnie uwagę, że nasze estymacje są znacznie poniżej obecnego konsensusu (-12% na poziomie EBITDA), co w przypadku realizacji przyjętych założeń stwarza duże pole do rozczarowania inwestorów.

Spółka weszła w 2018 rok z atrakcyjnymi poziomami USD/PLN, które teoretycznie powinny wspierać realizowane marże i osiągane wyniki w okresach sprzedaży nowych kolekcji. Podkreślamy jednak, że na rynku panuje mocna konkurencja między detalistami. Wskazujemy tu m.in. na borykający się z problemami w ostatnim czasie H&M. Spodziewamy się, że LPP zwiększy powierzchnię handlową do ok. 1,1 mln mkw. Na poziomie kosztów okołosklepowych przyjmujemy mocny wzrost kosztów wynagrodzeń (zakładamy +9% r/r) – z jednej strony mamy presję związaną z podwyżką płacy minimalnej, a z drugiej niskie bezrobocie, co wzmacnia wymagania pracowników. Rosnąca tendencja powinna też objąć pozostałe koszty, co tłumaczymy rozbudową centrali i rosnącym e-commerce (m.in. w obszarze logistyki). Podsumowując, szacujemy że spółka osiągnie w '18 ok. 8 mld PLN przychodów oraz 1,1 mld PLN EBITDA (+30% r/r).

Wycena końcowa [PLN]	8 203,3
Potencjał do wzrostu / spadku	-12,4%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	9 365,0
Kapitalizacja [mln PLN]	17 225,0
Ilość akcji [mln szt.]	1,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	10 170,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	7 526,9
Stopa zwrotu za 3 mc	+14,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	+23,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	+48,6%
Akcjonariat (% akcji):	
Forum TFI	10,9%
Marek Piechocki	9,5%
Jerzy Lubianiec	9,5%
NN OFE	7,0%
Aviva OFE	6,9%
PZU OFE	5,6%
Pozostali	50,6%

Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

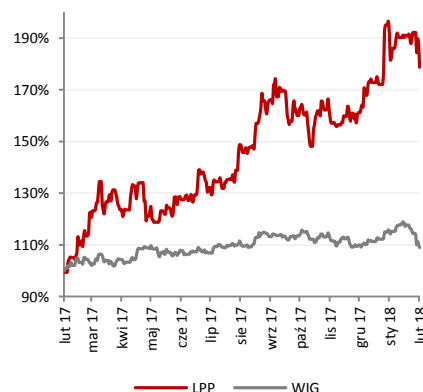
tel. (0-32) 208-14-38

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	7 026,3	8 001,1	8 982,0
EBITDA [mln PLN]	802,8	726,2	496,7	850,7	1 101,9	1 315,6
EBIT [mln PLN]	609,2	502,7	229,3	556,6	779,7	985,7
Wynik brutto [mln PLN]	459,9	414,4	197,0	564,4	794,5	1 025,0
Wynik netto adj. [mln PLN]	369,1	351,3	175,9	426,8	643,5	830,3
P/BV	10,5	9,1	8,1	7,0	6,0	5,3
P/E	46,7	49,0	97,9	40,4	26,8	20,7
EV/EBITDA	22,0	24,6	35,0	19,8	15,0	12,4
EV/EBIT	28,9	35,5	75,7	30,2	21,2	16,5
DPS	93,4	31,5	32,6	35,6	139,2	244,9

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	9
SZACUNKI WYNIKÓW ZA 4Q'2017.....	10
NOWY MODEL ZARZĄDZANIA ZAPASAMI	12
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	13
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU	17
LPP NA TLE H&M I INDITEX	18
OTOCZENIE RYNKOWE	22
RYNEK E-COMMERCE	25
PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE.....	28
PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH.....	28
ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE	29
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....	30

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 8 384,2 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 7 931,8 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 15 088,2 mln PLN, czyli **8 203,3 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

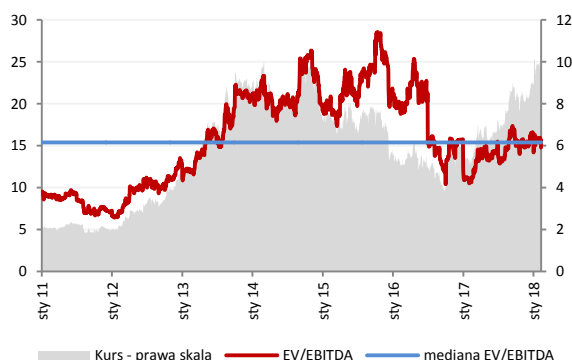
		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	15 421,1	8 384,2	-10,5%
B	Wycena porównawcza	14 588,9	7 931,8	-15,3%
C = (60%*A + 40%*B)		15 088,2	8 203,3	-12,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

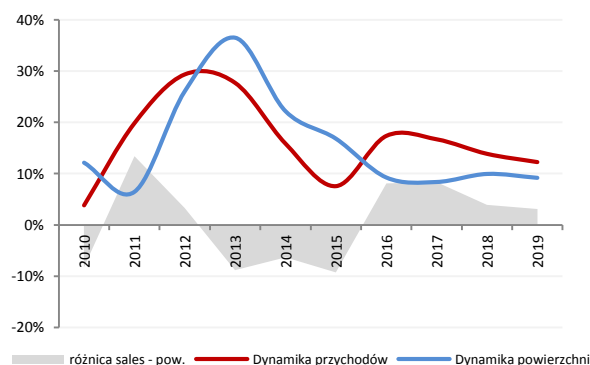
Szacunkowe przychody ze sprzedaży spółki w 4Q'17 były bliskie 2,15 mld PLN, co przy wzroście powierzchni handlowej o ok. 9% r/r sugeruje pozytywne odczyty lfi. Poprawiła się też marża brutto ze sprzedaży – LPP zanotowało wzrost do 58,1% (+7,3 p.p. r/r; należy jednak pamiętać, że w grudniu'16 doszło do hurtowego zbycia starych zapasów, co obniżyło raportowane rezultaty o ok. 100 mln PLN). Spodziewamy się, że z racji utrzymującej się silnej presji ze strony kosztów wynagrodzeń, wzrostu e-commerce (i związanej z tym logistyki) oraz kosztów nowych otwarć, mocno podniosły się koszty okołosklepowe. Dlatego też szacujemy, że EBITDA spółki wyniosła 429,1 mln PLN (+58% r/r; po oczyszczeniu o ubiegłoroczny one-off „tylko” +15% r/r). Zwracamy jednocześnie uwagę, że nasze estymacje są znacznie poniżej obecnego konsensusu (-12% na poziomie EBITDA), co w przypadku realizacji przyjętych założeń stwarza duże pole do rozczarowania inwestorów. W perspektywie '18 liczymy na ok. 8 mld PLN przychodów oraz 1,1 mld PLN EBITDA (+30% r/r).

Minione kwartały przyniosły oczekiwaną silną odbudowę rezultatów, co zdecydowanie rozbudziło oczekiwania względem LPP i wyników 4Q'17. Uważamy jednak, że rezultaty jakie pokaże spółka okażą się znacznie słabsze od konsensusu, co może przełożyć się na osłabienie sentymentu względem grupy. W dłuższej perspektywie ciężko jest nam znaleźć bodźce, które dodatkowo miałyby stymulować, i tak już wymagającą, wycenę detalisty. W '18 należy oczekiwać istotnego wyhamowania dynamik zysków, które mogą być dodatkowo tłumione przez rosnące koszty (m.in. wynagrodzenia i logistykę). W naszej ocenie istnieje szeroki wachlarz ryzyk, z którymi LPP będzie musiało się mierzyć w nadchodzących okresach. Z bieżącej perspektywy małoatrakcyjna wydaje nam się także wycena mnożnikowa dla EV/EBITDA (obecnie wyprzedzająca EV/EBITDA +1Y znajduje się na poziomie długoterminowej mediany tego wskaźnika). Mając na względzie wymienione czynniki, wydajemy zalecenie „Redukuj”, ustalając cenę docelową na poziomie 8 203,3 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 bliska 53% (utrzymujemy założenia po bardzo dobrych odczytach realizowanych w okresach sprzedaży kolekcji „w sezonie”). W kolejnych latach zakładamy, że LPP będzie w stanie powrócić do rentowności na poziomie ok. 53-54% (długoterminowa średnia historyczna wynosi ok. 56%).
- Przyjmujemy również, że w latach 2017-18 LPP zwiększy powierzchnię handlową do 1 097,6 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

		1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	//	2015	2016	2017P	2018P	2019P	>2019P
Polska	Reserved	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%		-9,2%	-9,2%	8,3%	4,1%	1,2%	1,1%
	Cropp	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%		-7,5%	0,3%	4,3%	1,2%	1,2%	1,1%
	House	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%		-2,6%	3,2%	-1,5%	2,6%	1,2%	1,1%
	Mohito	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%		-7,4%	6,7%	6,1%	2,7%	1,2%	1,1%
	Sinsay	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%		-6,1%	9,7%	9,8%	2,7%	1,2%	1,1%
UE	Reserved	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%		-11,1%	2,5%	9,2%	1,7%	1,3%	1,3%
	Cropp	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%		-8,1%	14,2%	9,2%	4,6%	1,3%	1,3%
	House	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%		-1,1%	2,8%	-0,5%	4,8%	1,3%	1,3%
	Mohito	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%		11,2%	21,4%	2,5%	4,8%	1,3%	1,3%
	Sinsay	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%		10,5%	15,0%	5,6%	8,9%	1,3%	1,3%
Rosja	Reserved	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%		16,8%	4,6%	-0,6%	6,1%	1,2%	1,2%
	Cropp	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%		24,3%	18,4%	3,3%	6,9%	1,2%	1,2%
	House	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%		22,2%	8,9%	-3,7%	6,9%	1,2%	1,2%
	Mohito	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%		32,1%	26,8%	0,9%	5,0%	1,2%	1,2%
	Sinsay	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%		4,2%	27,1%	-2,4%	14,8%	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 2018-26 przyjmujemy efektywną stawkę 19% (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Wpływ zmiany kursów walutowych na EBIT przedstawiliśmy w osobnej tabeli (patrz: poniżej).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2027 roku na poziomie 2,0%.
- Dług netto uwzględnia prognozowany stan bilansowy na koniec 2017 roku.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2027 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 1,8 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 12.02.2018 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki LPP na poziomie 15 421,1 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 8 384,2 PLN.

Wrażliwość EBIT na zmianę kursów walutowych*

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
-10%	161,0	382,8	551,2	579,9	610,8	653,2	696,8	742,6	791,4	843,2
-5%	58,3	139,9	203,9	215,0	226,8	242,8	259,1	276,2	294,3	313,4
kurs bazowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+5%	-61,1	-148,4	-219,0	-231,2	-244,3	-261,8	-279,6	-298,1	-317,6	-338,0
+10%	-199,0	-418,1	-729,0	-771,0	-815,7	-875,0	-935,1	-997,2	-1 062,1	-1 130,1

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

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	8 001,1	8 982,0	9 900,9	10 753,8	11 595,3	12 458,7	13 331,5	14 231,4	15 167,9	16 147,4
EBIT [mln PLN]	779,7	985,7	1 081,8	1 170,0	1 262,9	1 354,2	1 448,3	1 548,1	1 653,2	1 766,1
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	148,1	187,3	205,5	222,3	239,9	257,3	275,2	294,1	314,1	335,6
NOPLAT [mln PLN]	631,5	798,4	876,2	947,7	1 022,9	1 096,9	1 173,2	1 254,0	1 339,1	1 430,6
Amortyzacja [mln PLN]	322,3	329,9	358,0	373,6	385,2	390,4	392,6	392,4	392,7	391,8
CAPEX [mln PLN]	-427,3	-450,9	-435,2	-424,7	-410,6	-400,2	-391,7	-393,9	-388,3	-392,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	13,8	24,6	25,7	30,7	-9,0	-9,2	-9,3	-9,6	-10,0	-10,5
FCF [mln PLN]	540,3	702,0	824,7	927,4	988,5	1 077,9	1 164,8	1 242,9	1 333,5	1 419,8
DFCF [mln PLN]	500,6	596,7	643,2	663,6	648,9	649,1	643,5	630,0	620,1	605,7
Suma DFCF [mln PLN]	6 201,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	20 692,8				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%					
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	8 828,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	15 029,4									
Dług netto 2017P [mln PLN]	-391,7									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	15 421,1									
Ilość akcji [tys.]	1,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	8 384,2									

Przychody zmiana r/r	13,9%	12,3%	10,2%	8,6%	7,8%	7,4%	7,0%	6,7%	6,6%	6,5%
EBIT zmiana r/r	40,1%	26,4%	9,7%	8,2%	7,9%	7,2%	7,0%	6,9%	6,8%	6,8%
FCF zmiana r/r	10,1%	29,9%	17,5%	12,5%	6,6%	9,0%	8,1%	6,7%	7,3%	6,5%
Marża EBITDA	13,8%	14,6%	14,5%	14,4%	14,2%	14,0%	13,8%	13,6%	13,5%	13,4%
Marża EBIT	9,7%	11,0%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Marża NOPLAT	7,9%	8,9%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,9%
CAPEX / Przychody	5,3%	5,0%	4,4%	3,9%	3,5%	3,2%	2,9%	2,8%	2,6%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	132,6%	136,7%	121,6%	113,7%	106,6%	102,5%	99,8%	100,4%	98,9%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-1,4%	-2,5%	-2,8%	-3,6%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
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	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
	0,7	8 889,1	9 275,8	9 722,1	10 242,7	7 482,4	11 596,3	12 498,6	13 626,6	15 076,9
	0,8	8 270,0	8 594,7	8 965,8	9 394,1	9 893,6	10 484,1	11 192,5	12 058,5	13 140,9
	0,9	7 726,0	8 001,0	8 312,7	8 668,9	9 079,9	9 559,3	10 126,0	10 806,0	11 637,1
	1,0	7 244,5	7 479,1	7 743,1	8 042,3	8 384,2	8 778,8	9 239,1	9 783,1	10 435,9
	1,1	6 815,5	7 017,1	7 242,4	7 495,8	7 783,1	8 111,4	8 490,3	8 932,2	9 454,5
	1,2	6 431,1	6 605,3	6 798,9	7 015,3	7 258,7	7 534,6	7 849,9	8 213,7	8 638,1
	1,3	6 084,8	6 236,2	6 403,6	6 589,6	6 797,4	7 031,2	7 296,2	7 599,0	7 948,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
premia za ryzyko		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
	3,00%	9 599,5	10 064,6	10 607,2	11 248,5	12 018,0	12 958,6	14 134,3	15 645,9	17 661,3
	4,00%	8 270,0	8 594,7	8 965,8	9 394,1	9 893,6	10 484,1	11 192,5	12 058,5	13 140,9
	5,00%	7 244,5	7 479,1	7 743,1	8 042,3	8 384,2	8 778,8	9 239,1	9 783,1	10 435,9
	6,00%	6 431,1	6 605,3	6 798,9	7 015,3	7 258,7	7 534,6	7 849,9	8 213,7	8 638,1
	7,00%	5 771,5	5 903,7	6 049,2	6 210,0	6 388,6	6 588,3	6 812,9	7 067,4	7 358,4
	8,00%	5 226,9	5 329,1	5 440,6	5 562,7	5 697,0	5 845,5	6 010,4	6 194,8	6 402,2
	9,00%	4 770,4	4 850,6	4 937,5	5 031,9	5 134,9	5 247,8	5 371,9	5 509,1	5 661,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3,00%	14 828,6	13 762,7	12 834,1	12 018,0	11 295,4	10 651,1	10 073,2	9 552,1	9 079,9
	4,00%	12 550,6	11 526,9	10 651,1	9 893,6	9 232,3	8 650,0	8 133,6	7 672,6	7 258,7
	5,00%	10 857,9	9 893,6	9 079,9	8 384,2	7 783,1	7 258,7	6 797,4	6 388,6	6 024,0
	6,00%	9 552,1	8 650,0	7 896,7	7 258,7	6 711,7	6 237,9	5 823,7	5 458,7	5 134,9
	7,00%	8 515,1	7 672,6	6 975,1	6 388,6	5 889,1	5 458,7	5 084,5	4 756,2	4 466,1
	8,00%	7 672,6	6 885,1	6 237,9	5 697,0	5 238,7	4 845,8	4 505,5	4 208,1	3 946,2
	9,00%	6 975,1	6 237,9	5 635,6	5 134,9	4 712,6	4 351,9	4 040,6	3 769,5	3 531,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-19 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 50%). Ostateczna wycena LPP metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **7 931,8 PLN**.

Wycena porównawcza względem CCC, H&M i Inditex

	P/E		EV/EBITDA	
	2018	2019	2018	2019
CCC	23,7	19,2	16,0	13,6
Inditex	21,3	19,1	11,9	10,6
H&M	11,7	10,7	6,5	5,9
Mediana	21,3	19,1	11,9	10,6
LPP	26,8	20,7	15,0	12,4
Premia/dyskonto vs grupa	25,5%	8,4%	25,9%	16,5%
Premia/dyskonto względem Inditex	25,5%	8,4%	25,9%	16,5%
Premia/dyskonto względem H&M	128,8%	94,1%	129,8%	108,0%
Wycena wg wskaźnika	7 462,7	8 636,0	7 514,9	8 113,6
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	8 049,3		7 814,2	
Waga wskaźnika	50%		50%	
Wycena końcowa [PLN]	7 931,8			

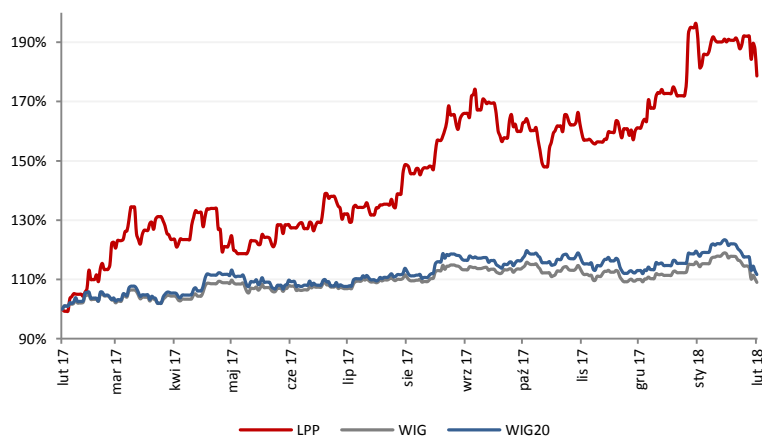
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Mnożniki podmiotów o zasięgu międzynarodowym

	P/E		EV/EBITDA	
	2018	2019	2018	2019
CCC	23,7	19,2	16,0	13,6
Inditex	21,3	19,1	11,9	10,6
H&M	11,7	10,7	6,5	5,9
Asos	49,1	39,3	22,4	17,5
NExT	11,4	11,3	8,6	8,5
Marks & Spencer	11,4	11,3	5,5	5,3
Urban Outfitters	15,3	15,5	4,8	5,0
Burberry Group	21,4	20,0	11,0	10,0
Mediana	18,3	17,3	9,8	9,2
LPP	26,8	20,7	15,0	12,4
Premia/dyskonto	46,1%	19,8%	53,0%	34,1%
Premia/dyskonto względem Inditex	25,5%	8,4%	25,9%	16,5%
Premia/dyskonto względem H&M	128,8%	94,1%	129,8%	108,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

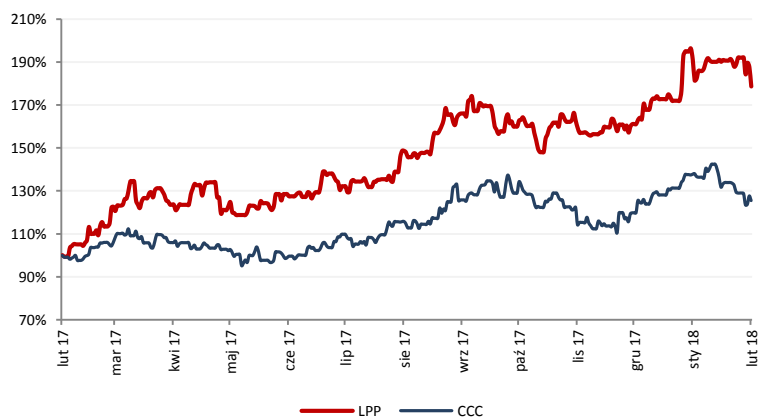
Zachowanie kursu na tle WIG



W perspektywie minionego roku walory LPP radziły sobie znacznie lepiej niż szeroki rynek, zyskując niemal 80%.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

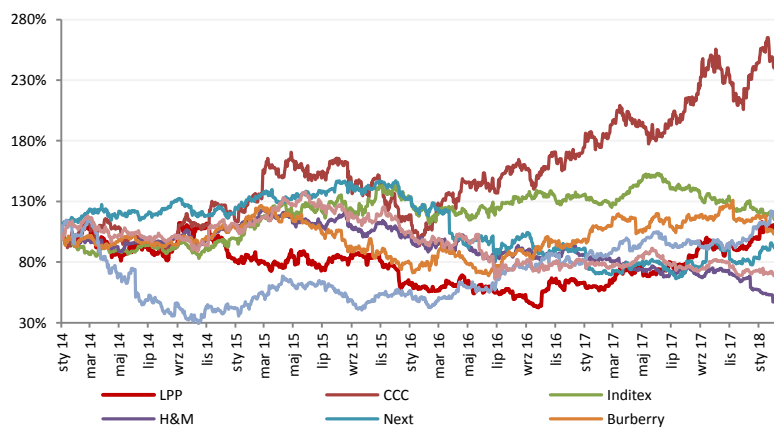
Zachowanie kursu na tle CCC



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 (zawieszony co najmniej do 1 stycznia 2019 roku). Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 28.

▪ 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 LPP. Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 29.

▪ 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.

SZACUNKI WYNIKÓW ZA 4Q'2017

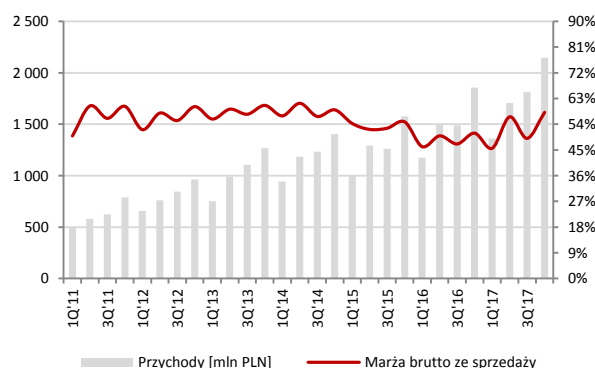
Zgodnie z miesięcznymi raportami sprzedażowymi, 4Q'17 był udanym okresem w wykonaniu odzieżowego giganta. Szacunkowe przychody ze sprzedaży były bliskie 2,15 mld PLN, co przy wzroście powierzchni handlowej o ok. 9% r/r sugeruje pozytywne odczyty lfl. Poprawiła się też marża brutto ze sprzedaży – LPP zanotowało wzrost do 58,1% (+7,3 p.p. r/r; należy jednak pamiętać, że w grudniu'16 doszło do hurtowego zbycia starych zapasów, co obniżyło raportowane rezultaty o ok. 100 mln PLN). Spodziewamy się, że z racji utrzymującej się silnej presji ze strony kosztów wynagrodzeń, wzrostu e-commerce (i związanej z tym logistyki) oraz kosztów nowych otwarć, mocno podniosły się koszty okołosklepowe. Dlatego też szacujemy, że EBITDA spółki wyniosła 429,1 mln PLN (+58% r/r; po oczyszczeniu o ubiegłoroczny one-off „tylko” +15% r/r). Zwracamy jednocześnie uwagę, że nasze estymacje są znacznie poniżej obecnego konsensusu (-12% na poziomie EBITDA), co w przypadku realizacji przyjętych założeń stwarza duże pole do rozczarowania inwestorów.

Szacunki wyników LPP za 4Q'17 [mln PLN]

	4Q'16	4Q'17P BDM	zmiana r/r	4Q'17 kons. Bloomberg	Odchylenie	//	2016	2017P BDM	zmiana r/r
Przychody	1 855,0	2 145,7	15,7%	2 137,0	0,4%		6 020,6	7 026,3	16,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	943,1	1 247,2	32,2%	1 247,3	0,0%		2 935,3	3 720,8	26,8%
EBITDA	272,0	429,1	57,7%	484,7	-11,5%		496,7	850,7	71,3%
EBIT	201,9	354,9	75,8%	408,8	-13,2%		229,3	556,6	142,8%
Wynik brutto	180,3	352,6	95,6%	-	-		197,0	564,4	186,6%
Wynik netto	158,2	285,6	80,5%	322,0	-11,3%		175,9	426,8	142,6%
marża brutto ze sprzedaży	50,8%	58,1%		58,4%			48,8%	53,0%	
marża EBITDA	14,7%	20,0%		22,7%			8,2%	12,1%	
marża EBIT	10,9%	16,5%		19,1%			3,8%	7,9%	
marża netto	8,5%	13,3%		15,1%			2,9%	6,1%	

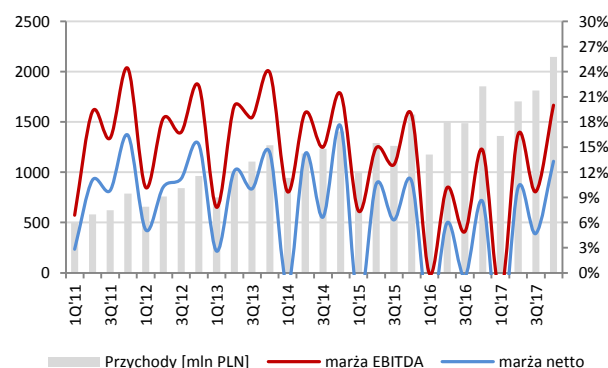
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto



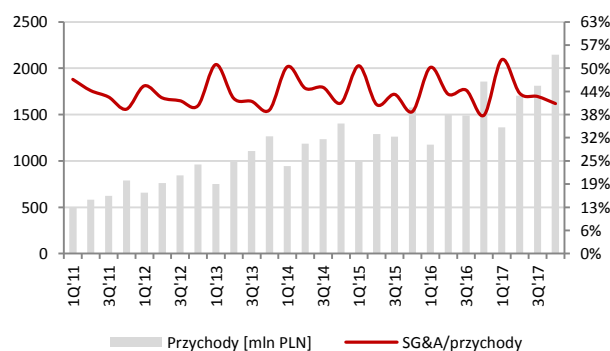
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *szacunki dla 4Q'17

Marże EBITDA i netto



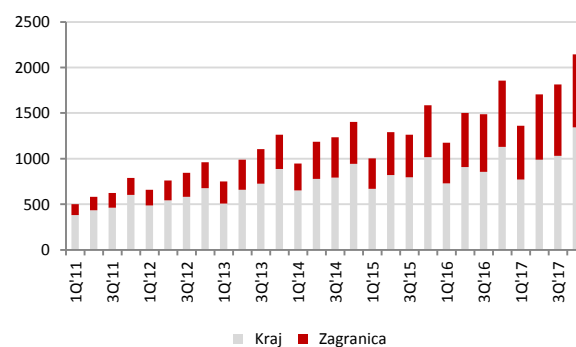
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *szacunki dla 4Q'17

SG&A vs przychody [mln PLN]



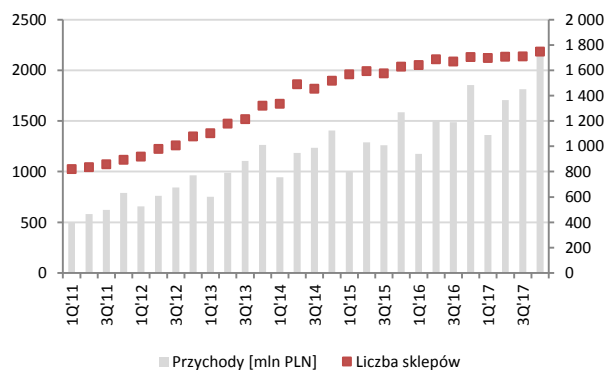
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; szacunki dla 4Q'17

Przychody LPP w ujęciu geograficznym [mln PLN]



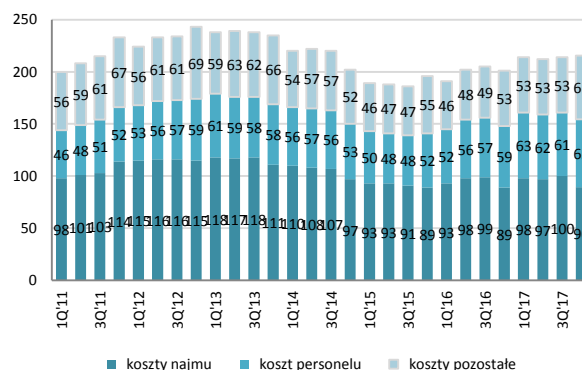
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; * szacunki własne dla 4Q'17

Przychody a rozwój sieci



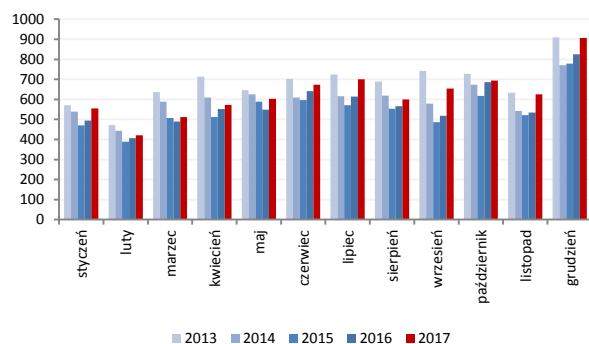
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *szacunki własne dla 4Q'17

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



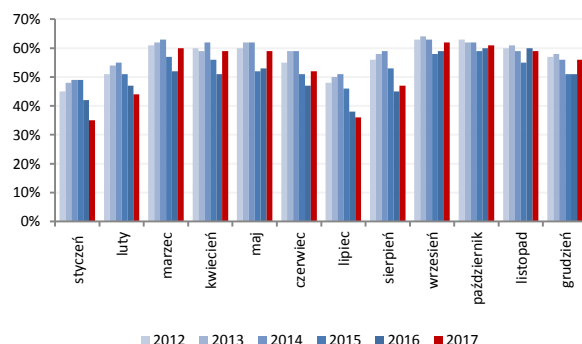
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *szacunki własne dla 4Q'17

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

NOWY MODEL ZARZĄDZANIA ZAPASAMI

W 2H'16 LPP wprowadziło zmiany w polityce zarządzania towarami, 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%	47%	62%	61%	59%	56%
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%	2%	3%	1%	-1%	5%

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

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Spółka weszła w 2018 rok z atrakcyjnymi poziomami USD/PLN, które teoretycznie powinny wspierać realizowane marże i osiągane wyniki w okresach sprzedaży nowych kolekcji. Dlatego też w modelu przyjmujemy, że w '18 rentowność brutto wyniesie nieco ponad 54% (poprawa o ponad 1 p.p. r/r). Zwracamy jednak uwagę, że na rynku panuje mocna konkurencja między detalistami. Wskazujemy tu m.in. na borykający się z problemami w ostatnim czasie H&M. Dostrzegamy ryzyko, że szwedzki gigant odzieżowy może psuć rynek poprzez intensywne akcje promocyjne, o ile nie dojdzie do odbudowy jego obrotów. Z ciekawością patrzymy na okresy wyprzedażowe, w trakcie których mają być prowadzone mocne wyprzedaże zgodnie z bieżącą polityką zarządzania towarami. Spodziewamy się, że LPP zwiększy powierzchnię handlową do ok. 1,1 mln mkw., co przy założeniu pozytywnych odczytów sprzedażowych z mkw. może pozwolić na osiągnięcie ok. 8 mld PLN przychodów (w tym ponad 8% udział e-commerce). Na poziomie kosztów okołosklepowych przyjmujemy symboliczny wzrost czynszów/mkw. Mocno do góry powinny z kolei pójść koszty wynagrodzeń (zakładamy +9% r/r) – z jednej strony mamy presję związaną z podwyżką płacy minimalnej, a z drugiej niskie bezrobocie, co wzmacnia wymagania pracowników. Rosnąca tendencja powinna też objąć pozostałe koszty, co tłumaczymy rozbudową centrali i rosnącym e-commerce (m.in. w obszarze logistyki). Podsumowując, szacujemy że spółka osiągnie w '18 ok. 8 mld PLN przychodów oraz 1,1 mld PLN EBITDA (+30% r/r).

We wrześniu LPP zaprezentowało strategię na kolejne lata. Zakłada ona m.in. wchodzenie na min. 1 nowy rynek co roku (z bieżącej perspektywy nie dostrzegamy jednak kraju, który gwarantował potencjał do skokowego zwiększenia skali) oraz dalsze dynamiczne wzrosty e-commerce (przede wszystkim dzięki uruchomieniu e-sklepów w krajach dawnego ZSRR). Przy zachowaniu stabilnego poziomu kursów walutowych marża brutto ma utrzymywać się na poziomie ok. 53%.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	1174,8	1502,4	1488,4	1855,0	1362,3	1705,4	1812,8	2145,7	1500,1	1936,9	2082,8	2481,3	5 130,4	6 020,6	7 026,3	8 001,1	8 982,0
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	541,8	749,7	700,6	943,1	620,6	964,4	888,7	1247,2	684,8	1154,4	1033,8	1482,1	2 742,8	2 935,3	3 720,8	4 355,1	4 880,7
EBITDA [mln PLN]	-1,0	152,7	72,9	272,0	-35,2	281,2	175,5	429,1	-39,7	379,7	217,9	544,1	726,2	496,7	850,7	1 101,9	1 315,6
EBIT [mln PLN]	-63,9	86,5	4,8	201,9	-109,0	207,6	103,1	354,9	-118,7	299,7	136,8	461,8	502,7	229,3	556,6	779,7	985,7
Saldo finansowe [mln PLN]	-5,0	2,4	-8,0	-21,7	-2,5	1,4	11,2	-2,3	0,6	3,8	4,6	5,8	-88,3	-32,3	7,8	14,8	39,3
Wynik netto [mln PLN]	-65,6	89,0	-6,5	158,2	-117,0	173,2	85,1	285,6	-95,7	245,9	114,6	378,7	351,3	175,1	426,8	643,5	830,3
marża brutto ze sprzedaży	46,1%	49,9%	47,1%	50,8%	45,6%	56,5%	49,0%	58,1%	45,7%	59,6%	49,6%	59,7%	53,5%	48,8%	53,0%	54,4%	54,3%
marża EBITDA	-0,1%	10,2%	4,9%	14,7%	-2,6%	16,5%	9,7%	20,0%	-2,6%	19,6%	10,5%	21,9%	14,2%	8,2%	12,1%	13,8%	14,6%
marża EBIT	-5,4%	5,8%	0,3%	10,9%	-8,0%	12,2%	5,7%	16,5%	-7,9%	15,5%	6,6%	18,6%	9,8%	3,8%	7,9%	9,7%	11,0%
marża netto	-5,6%	5,9%	-0,4%	8,5%	-8,6%	10,2%	4,7%	13,3%	-6,4%	12,7%	5,5%	15,3%	6,8%	2,9%	6,1%	8,0%	9,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2017-2027

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	4 769,1	5 130,4	6 020,6	7 026,3	8 001,1	8 982,0	9 900,9	10 753,8	11 595,3	12 458,7	13 331,5	14 231,4	15 167,9	16 147,4
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	2 791,9	2 742,8	2 935,3	3 720,8	4 355,1	4 880,7	5 372,1	5 826,7	6 278,3	6 733,4	7 191,8	7 663,0	8 152,1	8 662,4
EBITDA [mln PLN]	802,8	726,2	496,7	850,7	1 101,9	1 315,6	1 439,7	1 543,7	1 648,0	1 744,6	1 841,0	1 940,5	2 046,0	2 157,9
EBIT [mln PLN]	609,2	502,7	229,3	556,6	779,7	985,7	1 081,8	1 170,0	1 262,9	1 354,2	1 448,3	1 548,1	1 653,2	1 766,1
Saldo finansowe [mln PLN]	-149,3	-88,3	-32,3	7,8	14,8	39,3	68,3	63,5	35,9	20,1	21,0	22,4	23,8	25,4
Wynik netto [mln PLN]	482,1	351,3	175,9	426,8	643,5	830,3	931,6	999,1	1 052,0	1 113,2	1 190,2	1 272,1	1 358,4	1 451,1
marża brutto ze sprzedaży	58,5%	53,5%	48,8%	53,0%	54,4%	54,3%	54,3%	54,2%	54,1%	54,0%	53,9%	53,8%	53,7%	53,6%
marża EBITDA	16,8%	14,2%	8,2%	12,1%	13,8%	14,6%	14,5%	14,4%	14,2%	14,0%	13,8%	13,6%	13,5%	13,4%
marża EBIT	12,8%	9,8%	3,8%	7,9%	9,7%	11,0%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
marża netto	10,1%	6,8%	2,9%	6,1%	8,0%	9,2%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%
USD/PLN śr.	3,2596	3,7701	4,0555	3,8329	3,4362	3,3425	3,2529	3,1760	3,1391	3,1391	3,1391	3,1391	3,1391	3,1391
EUR/PLN śr.	4,1945	4,1839	4,3342	4,2909	4,2169	4,2571	4,2571	4,2571	4,2571	4,2571	4,2571	4,2571	4,2571	4,2571

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i rozwój wg poszczególnych marek

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	4 769,1	5 130,4	6 020,6	7 026,3	8 001,1	8 982,0	9 900,9	10 753,8	11 595,3	12 458,7	13 331,5	14 231,4	15 167,9	16 147,4
Reserved	2 311,1	2 428,6	2 693,1	3 194,5	3 568,2	3 956,5	4 312,5	4 653,8	4 990,2	5 323,0	5 644,6	5 957,8	6 262,8	6 562,3
Cropp	771,3	788,0	914,7	1 027,6	1 083,4	1 154,7	1 226,2	1 295,2	1 365,4	1 437,4	1 508,5	1 578,8	1 648,3	1 717,1
House	634,2	671,8	770,0	799,5	850,8	921,2	999,9	1 073,6	1 144,8	1 214,9	1 282,3	1 348,0	1 412,2	1 474,7
Mohito	523,1	584,5	733,0	814,9	854,2	914,2	982,2	1 045,7	1 110,0	1 175,3	1 238,8	1 300,5	1 361,8	1 422,8
Sinsay	225,1	328,4	460,5	584,8	714,5	832,3	937,0	1 032,0	1 119,4	1 199,5	1 270,0	1 339,2	1 408,9	1 475,3
Tallinder	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	0,0
e-commerce	64,7	79,3	173,0	353,2	671,0	939,4	1 174,2	1 379,7	1 586,7	1 824,7	2 098,4	2 413,1	2 775,1	3 191,4
Liczba sklepów	1 516	1 627	1 703	1 746	1 840	1 947	2 042	2 128	2 203	2 270	2 330	2 389	2 442	2 494
Reserved	425	449	461	468	498	524	548	570	588	605	620	633	645	657
Cropp	366	372	379	381	396	415	432	448	464	479	493	507	520	534
House	308	319	330	335	345	367	387	404	419	433	445	458	469	479
Mohito	256	280	290	294	301	314	323	333	341	349	356	362	369	375
Sinsay	129	170	198	232	264	292	316	337	355	369	380	393	403	413
Tallinder	0	0	9	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outlety	32	37	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36
Powierzchnia [tys. mkw]	722,0	843,4	921,4	998,4	1 097,6	1 198,3	1 290,0	1 374,5	1 451,3	1 521,7	1 586,5	1 648,5	1 706,0	1 761,2
Reserved	390,0	461,3	509,1	561,7	625,6	684,1	738,4	788,6	834,8	877,3	917,0	954,2	988,9	1 022,2
Cropp	105,0	114,5	120,5	126,9	134,1	142,4	149,9	157,1	163,6	169,8	175,8	181,4	186,9	192,1
House	89,0	99,7	105,6	110,7	117,8	128,9	138,9	148,0	156,0	163,3	170,0	176,5	182,4	188,1
Mohito	83,0	94,4	99,2	103,6	108,3	116,8	123,8	130,7	136,9	142,9	148,3	153,6	158,6	163,5
Sinsay	44,0	59,7	69,8	83,9	100,3	114,6	127,4	138,6	148,4	156,8	163,7	171,1	177,5	183,7
Tallinder	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	0,0
Outlety	11,0	13,8	12,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6
Zmiana liczby sklepów ogółem	196	111	76	43	94	107	95	86	75	67	60	59	53	52
Zmiana powierzchni [tys. mkw]	131,0	121,4	78,0	77,1	99,2	100,7	91,7	84,5	76,8	70,4	64,8	62,0	57,5	55,3
Powierzchnia wg regionu	722,0	843,4	921,4	998,4	1 097,6	1 198,3	1 290,0	1 374,5	1 451,3	1 521,7	1 586,5	1 648,5	1 706,0	1 761,2
Polska	414,0	467,1	498,1	513,8	536,2	556,9	576,0	593,4	609,3	623,6	636,5	649,9	662,2	673,9
UE	128,0	184,3	217,1	237,8	290,7	343,9	395,2	444,7	492,5	538,6	583,2	626,2	667,7	707,8
Rosja i Ukraina	180,0	192,0	206,2	246,9	270,7	297,5	318,9	336,4	349,5	359,4	366,8	372,5	376,1	379,6

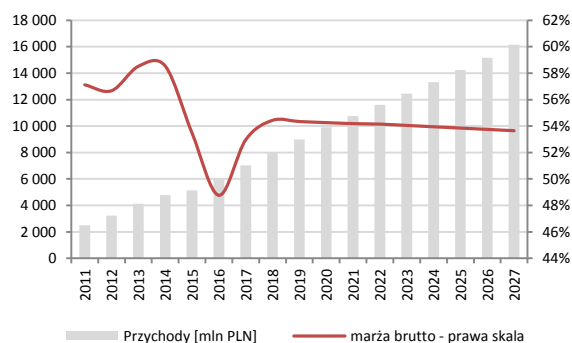
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty SG&A w przeliczeniu na mkw.

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Koszty na mkw powierzchni własnej na m-c	216,0	189,8	199,8	213,8	220,5	226,1	229,4	232,2	235,4	239,7	244,5	249,8	255,7	262,3
czynsz [PLN]	105,5	91,5	94,8	96,1	96,0	99,0	100,4	101,7	103,1	105,0	107,1	109,4	112,0	114,8
koszty osobowe [PLN]	55,5	49,5	56,0	62,7	68,4	69,8	70,8	71,7	72,7	74,0	75,5	77,1	79,0	81,0
pozostałe koszty [PLN]	55,0	48,8	49,0	55,0	56,1	57,3	58,1	58,8	59,6	60,7	61,9	63,3	64,8	66,4
Udział														
czynsz	48,8%	48,2%	47,4%	45,0%	43,6%	43,8%	43,8%	43,8%	43,8%	43,8%	43,8%	43,8%	43,8%	43,8%
koszty osobowe	25,7%	26,1%	28,0%	29,3%	31,0%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%
pozostałe koszty	25,5%	25,7%	24,5%	25,7%	25,4%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%
Koszty poza sklepami własnymi na m2	51,5	40,5	44,6	54,3	59,1	54,7	56,0	57,1	58,3	59,8	61,3	63,0	64,9	66,9
Suma wszystkich kosztów na mkw [PLN]	267,5	230,2	244,3	268,2	279,6	280,8	285,4	289,3	293,8	299,5	305,8	312,8	320,6	329,2
SG&A na mkw [PLN]	3 210,0	2 762,5	2 931,8	3 218,1	3 355,2	3 369,4	3 424,5	3 471,0	3 525,1	3 593,5	3 669,9	3 754,0	3 847,6	3 950,1
Koszty sprzedaży	2 906,5	2 536,6	2 703,1	2 910,6	3 003,5	3 016,3	3 065,7	3 107,3	3 155,7	3 216,9	3 285,3	3 360,6	3 444,4	3 536,1
Koszty zarządu	303,5	225,9	228,8	307,6	351,6	353,1	358,9	363,8	369,4	376,6	384,6	393,4	403,2	414,0
Udział w SG&A														
Koszty sprzedaży	90,5%	91,8%	92,2%	90,4%	89,5%	89,5%	89,5%	89,5%	89,5%	89,5%	89,5%	89,5%	89,5%	89,5%
Koszty zarządu	9,5%	8,2%	7,8%	9,6%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Powierzchnia sklepów własnych [tys. mkw]	722,0	843,4	921,4	998,4	1 097,6	1 198,3	1 290,0	1 374,5	1 451,3	1 521,7	1 586,5	1 648,5	1 706,0	1 761,2
Liczba sklepów	1 516	1 627	1 703	1 746	1 840	1 947	2 042	2 128	2 203	2 270	2 330	2 389	2 442	2 494

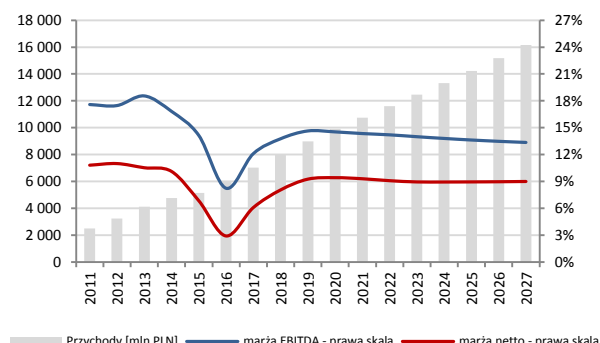
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża brutto ze sprzedaży



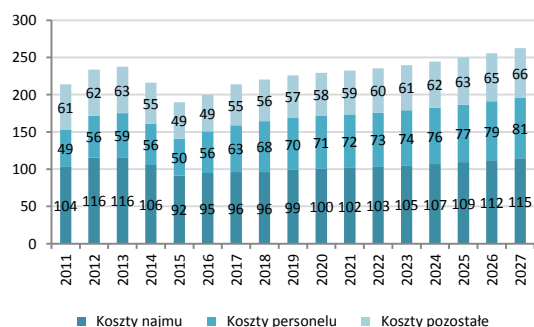
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu rocznym



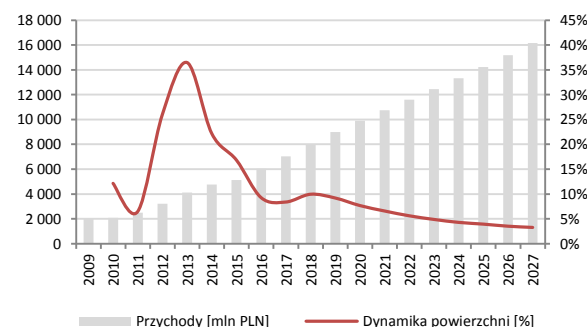
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



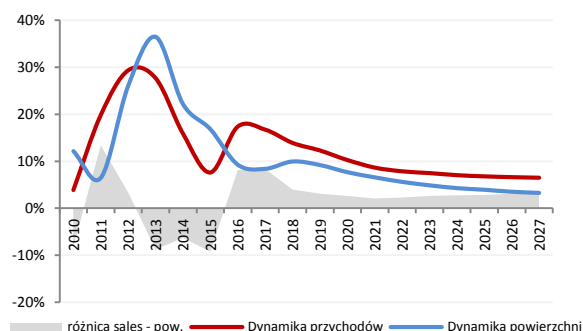
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój powierzchni handlowej vs przychody



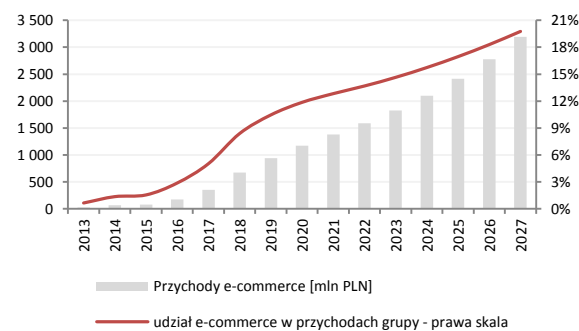
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika sprzedaży na tle wzrostu powierzchni



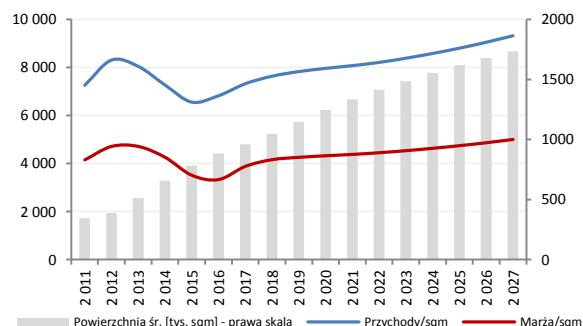
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

E-commerce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychód i marża na mkw. [tys. PLN]



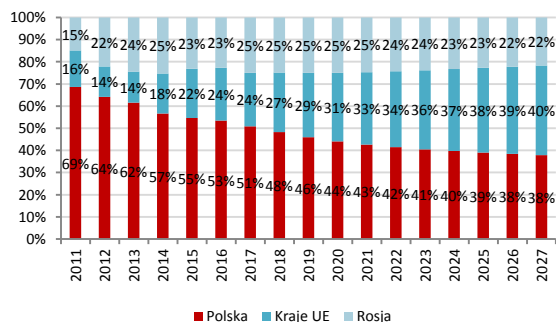
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CF Operacyjny na tle EBITDA [mln PLN]



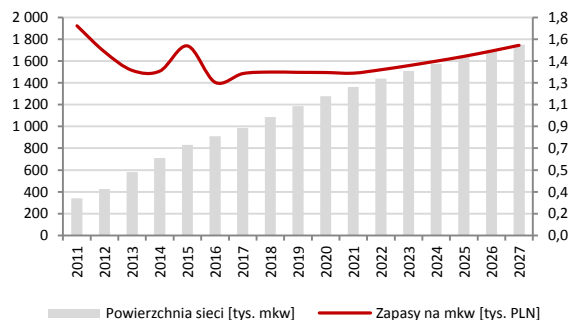
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział regionów w powierzchni handlowej



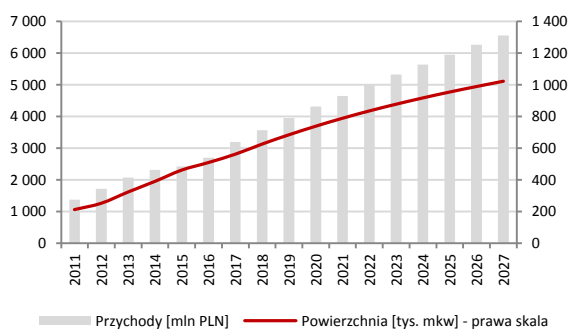
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na mkw.



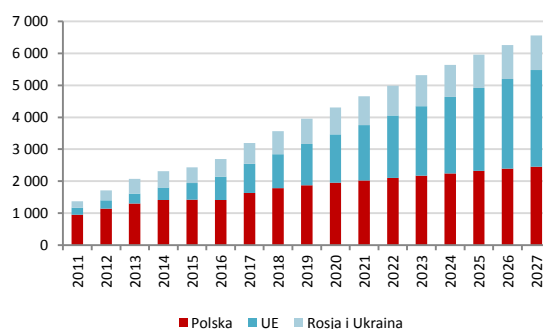
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Reserved



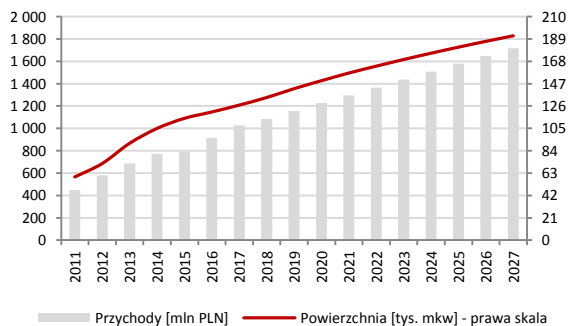
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Reserved – przychody wg regionu [mln PLN]



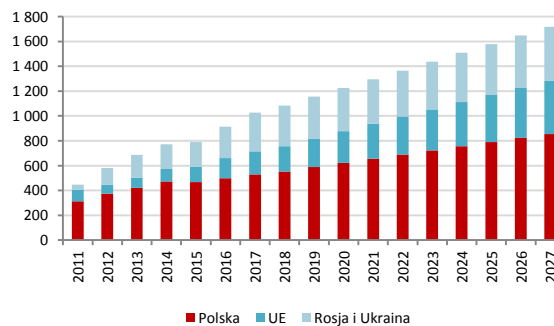
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Cropp



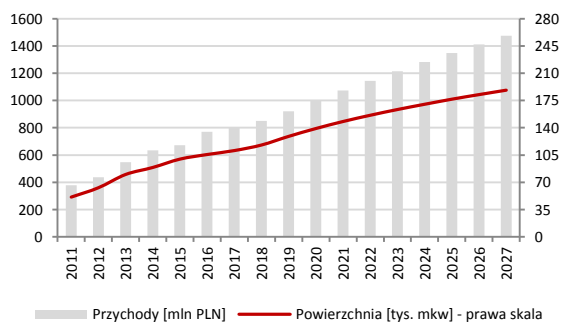
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Cropp – przychody wg regionu [mln PLN]



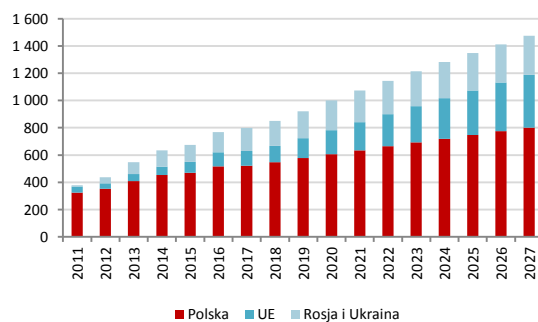
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój House



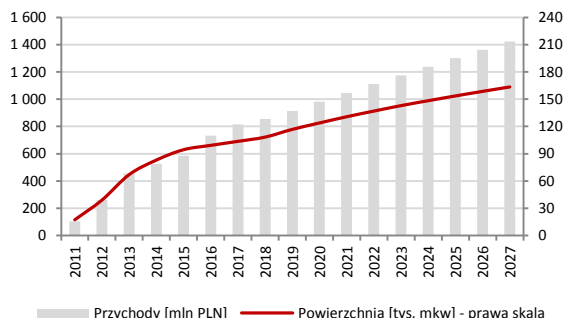
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

House – przychody wg regionu [mln PLN]



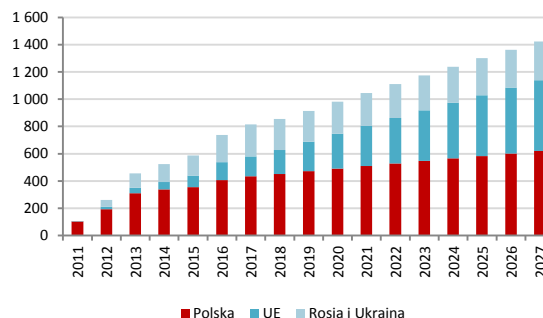
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój Mohito



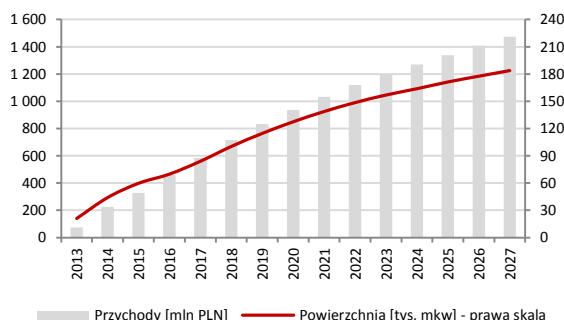
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Mohito – przychody wg regionu [mln PLN]



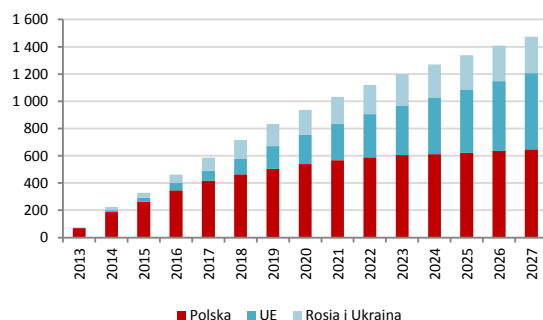
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 listopada'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 marży 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. 7,0 mld PLN przychodów oraz 850,7 mln PLN EBITDA.

Zmiana założeń względem raportu z 7 listopada 2017 roku

	2017 stara	2017 nowa	zmiana	2018 stara	2018 nowa	zmiana	2019 stara	2019 nowa	zmiana
Przychody	6 966,6	7 026,3	0,9%	7 948,5	8 001,1	0,7%	8 896,3	8 982,0	1,0%
Wynik brutto ze sprzedaży	3 693,5	3 720,8	0,7%	4 257,7	4 355,1	2,3%	4 755,0	4 880,7	2,6%
EBITDA	903,2	850,7	-5,8%	1 074,4	1 101,9	2,6%	1 251,9	1 315,6	5,1%
EBIT	613,2	556,6	-9,2%	774,2	779,7	0,7%	941,8	985,7	4,7%
Wynik brutto	608,0	564,4	-7,2%	758,9	794,5	4,7%	981,8	1 025,0	4,4%
Wynik netto	462,3	426,8	-7,7%	614,7	643,5	4,7%	795,3	830,3	4,4%
marża brutto ze sprzedaży	53,0%	53,0%		53,6%	54,4%		53,4%	54,3%	
marża EBITDA	13,0%	12,1%		13,5%	13,8%		14,1%	14,6%	
marża EBIT	8,8%	7,9%		9,7%	9,7%		10,6%	11,0%	
marża netto	6,6%	6,1%		7,7%	8,0%		8,9%	9,2%	

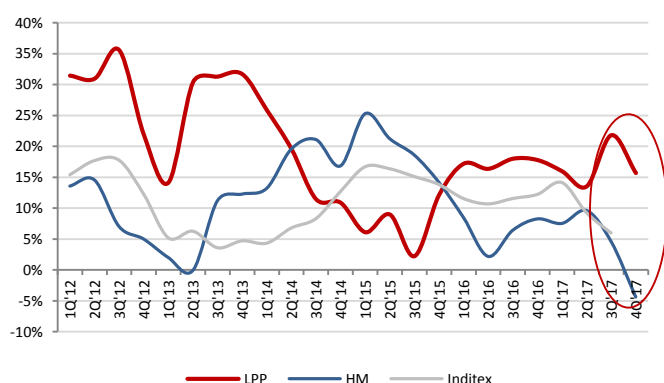
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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).

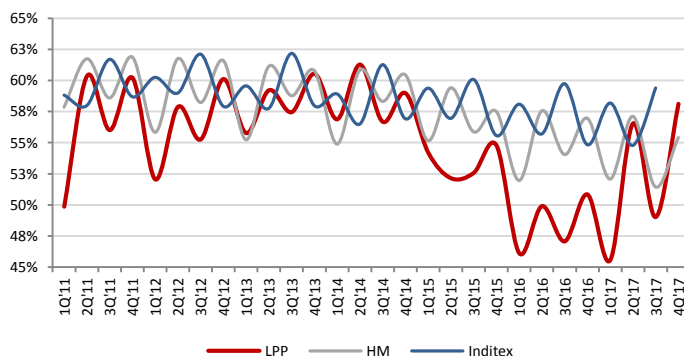
Porównanie LPP na tle Inditex i H&M

Dynamika przychodów r/r



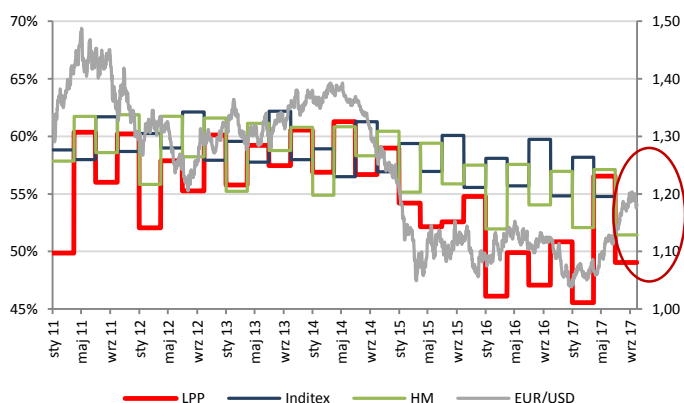
Po niemal dwóch latach coraz niższych dynamik obrotów, przychody w LPP odbiły, co naszym zdaniem jest efektem pozytywnego otoczenia makro, słabości H&M i nowej polityki zarządzania towarem, które...

Rentowność brutto ze sprzedaży



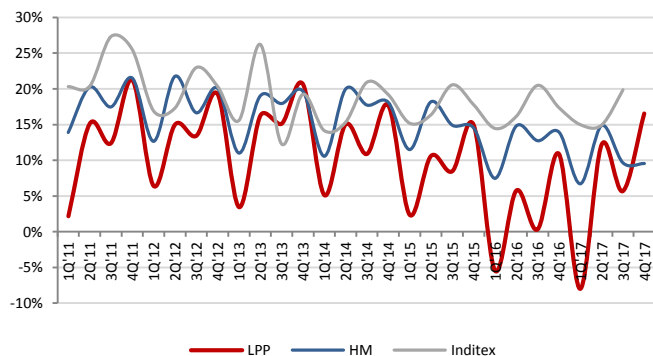
...od 1Q'17 przełożyły się na odbudowę pierwszej marży (w sezonie SS'17 powrócono do 56% marży; odczyty za AW'17 na poziomie 60%).

Marża brutto na tle EUR/USD



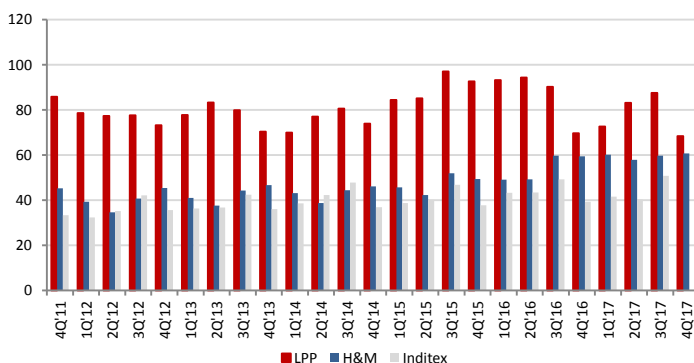
Umocnienie USD względem EUR przekłada się w dużo większym stopniu na rentowność brutto H&M i LPP niż Inditex.

Rentowność EBIT



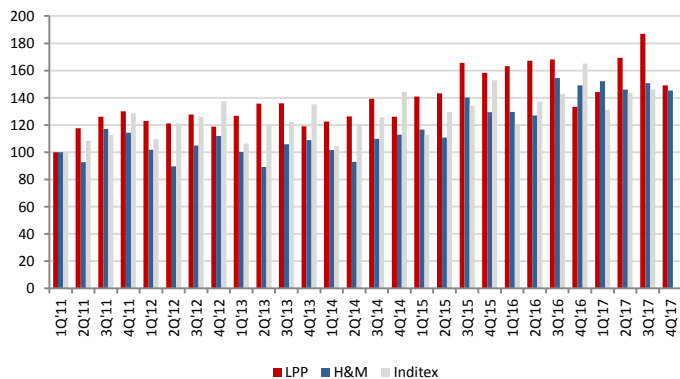
Słabiej na tle pozostałych spółek prezentuje się marża EBIT. Szczególnie mocno było to widać w pierwszym i trzecim kwartale '16, kiedy LPP dokonało mocnych wyprzedaży, tracąc jednocześnie na rentowności brutto. Presję wywierały również koszty płac i najmu.

Rotacja zapasów w dniach



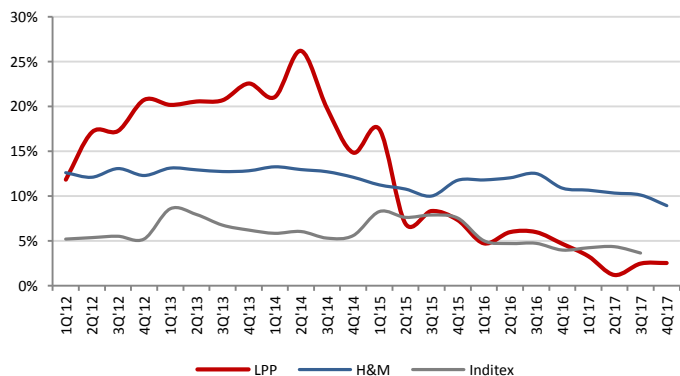
Patrząc na zapasy można zauważyć, że poziom rotacji liczony w dniach ponownie jest dłuższy niż u globalnej konkurencji....

Zapasy na sklep (ujęcie znormalizowane)



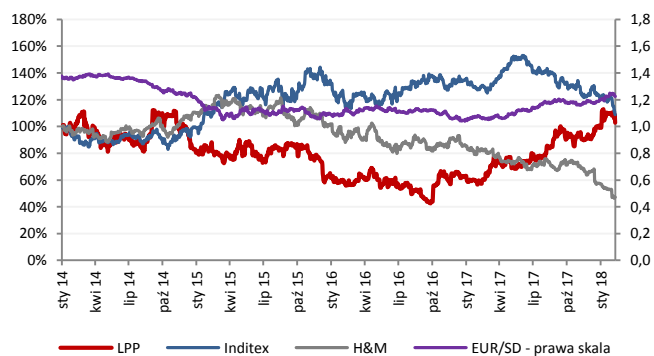
...podobnie jak po przeliczeniu na sklep.

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).

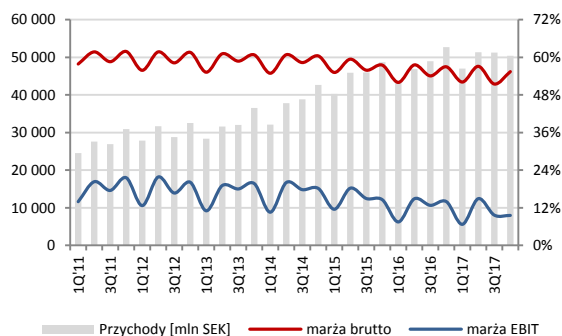
Kurs LPP, H&M i Inditex na tle EUR/USD



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

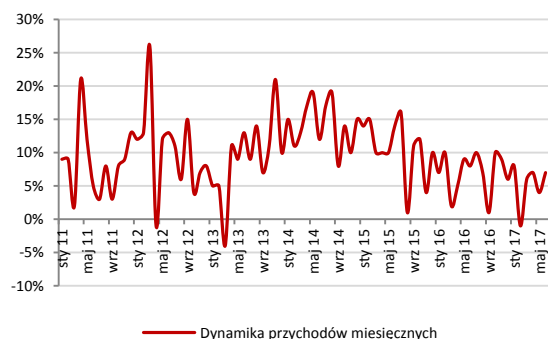
Ogólne spojrzenie na H&M i Inditex

Wyniki ogólne H&M



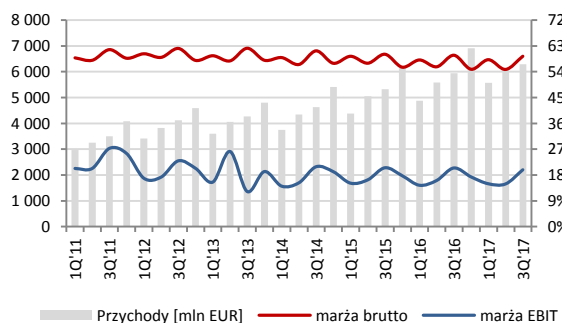
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika miesięcznych przychodów H&M



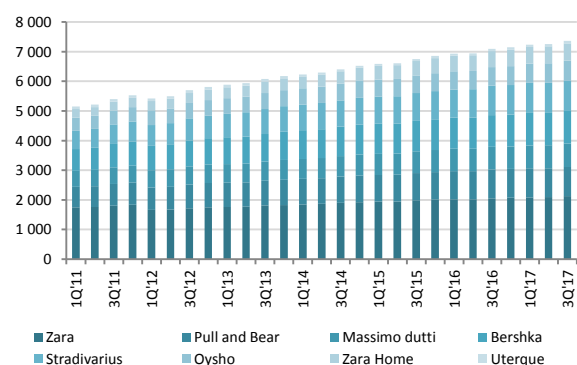
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki ogólne Inditex (cała grupa)



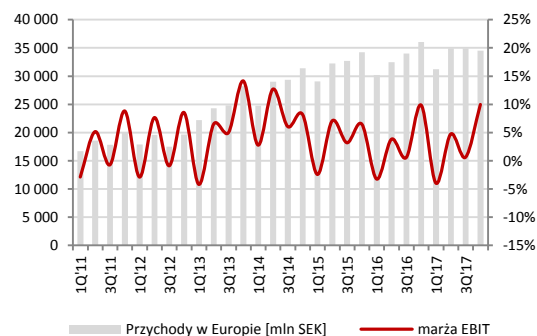
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba sklepów wg marki



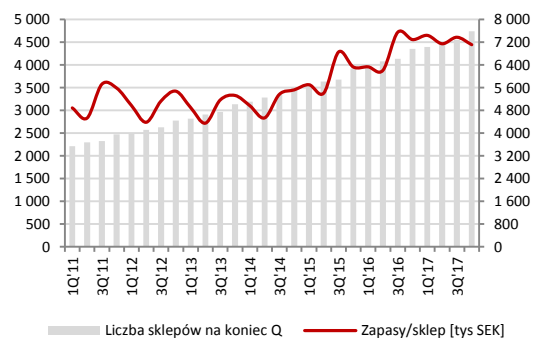
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki H&M w dywizji europejskiej



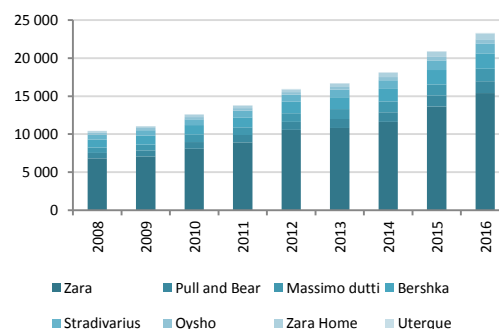
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na sklep [tys. SEK]



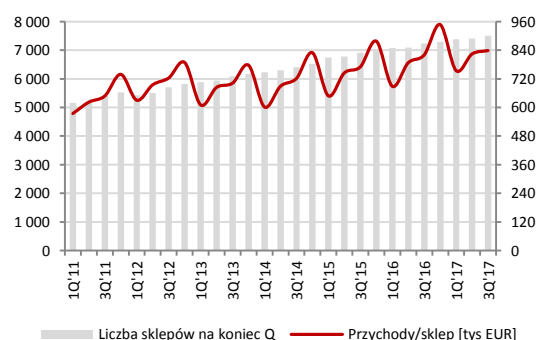
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody wg brandów [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody/sklep [tys. EUR]

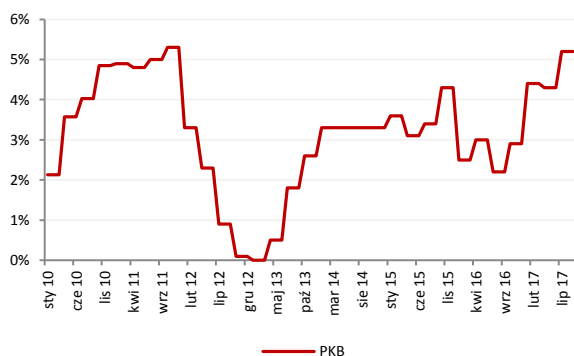


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

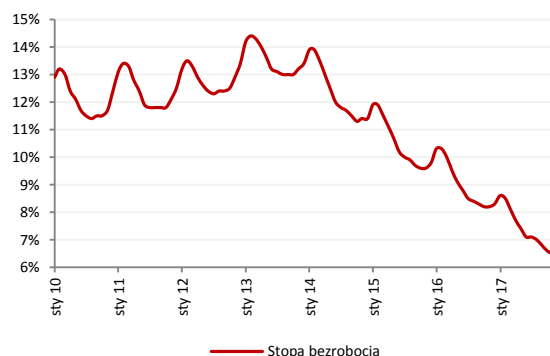
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 6,0% (w listopadzie wyniosła +10,2% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii odzież i obuwanie zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 18,6% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą napędza rządowy program 500+. Na stałe powróciła inflacja, która w grudniu wyniosła 2,1%. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach utrzymuje się na rekordowo niskim poziomie – we wrześniu spadła do 6,6%. Według danych GUS, zwiększa się przeciętny poziom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Nieprzerwanie rośnie również średnie wynagrodzenie, które w minionym miesiącu wyniosło ok. 5,0 tys. PLN (wzrost o 7,3% r/r +7,9% m/m).

PKB



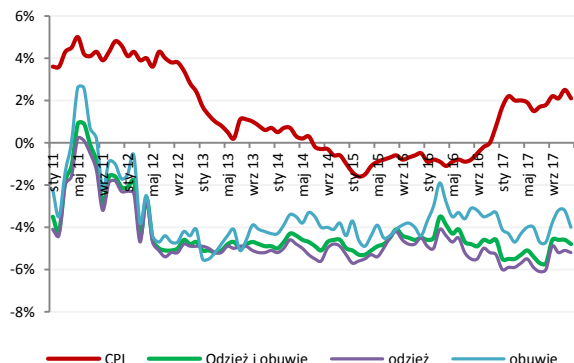
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa bezrobocia



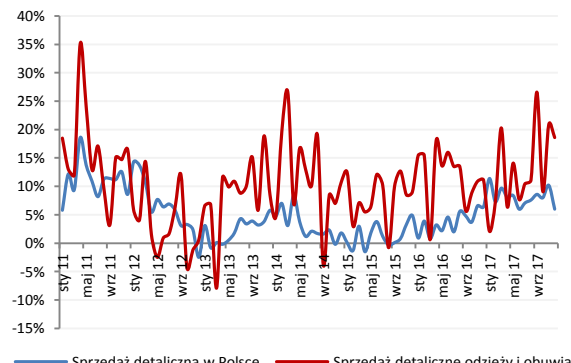
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



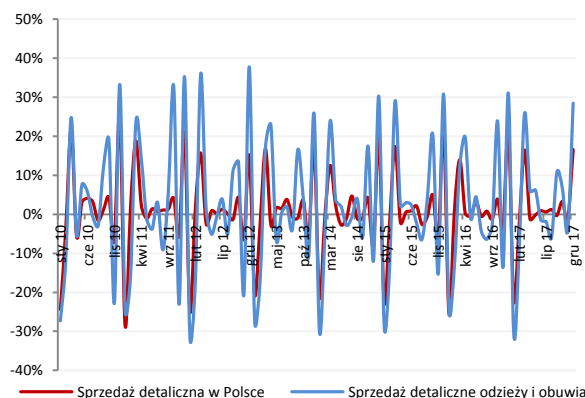
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



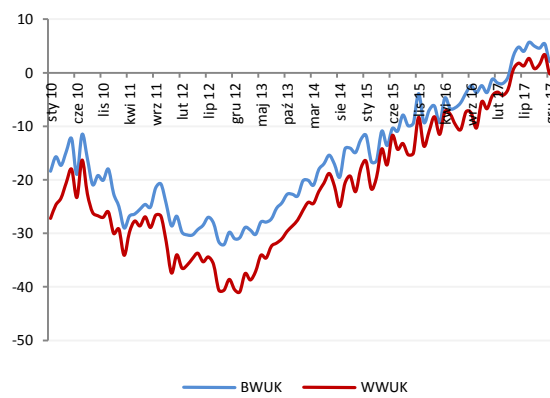
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej m/m



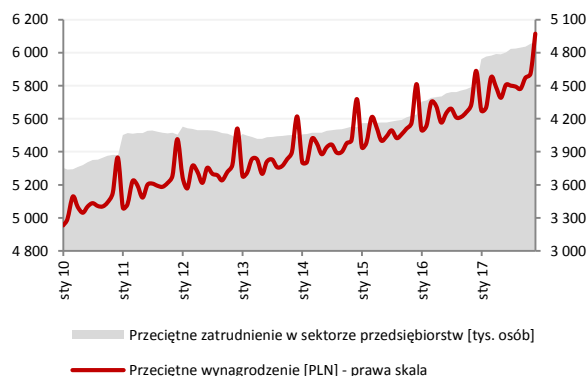
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



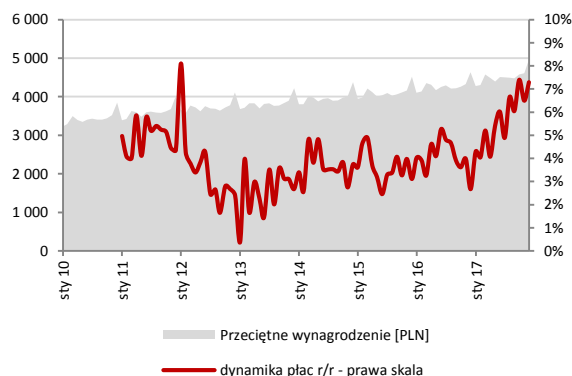
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

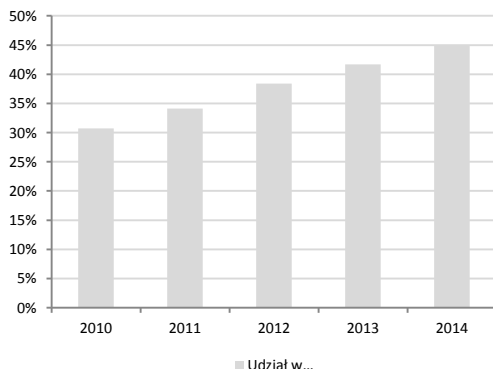
Dynamika płac [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

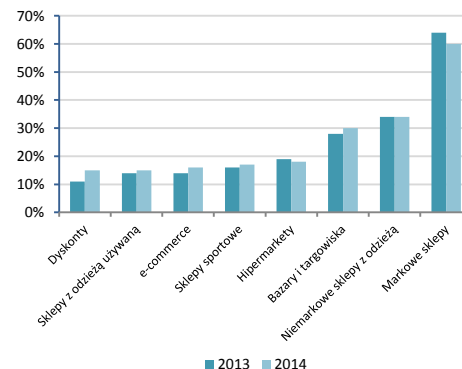
Według szacunków PMR rynek odzieżowy w '15 był wart ok. 24,2 mld PLN, co stanowiło wzrost o ok. 5,4% r/r. Rynek modowy cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. Jednocześnie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

Udział 10 największych detalistów w rynku odzieżowym



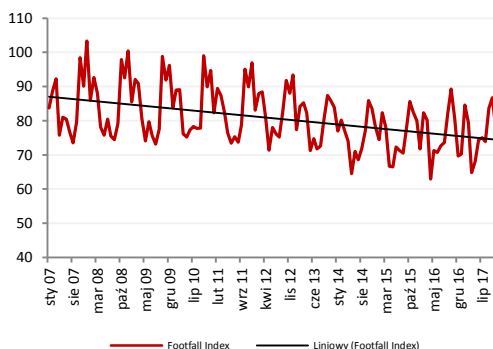
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR Research

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/>

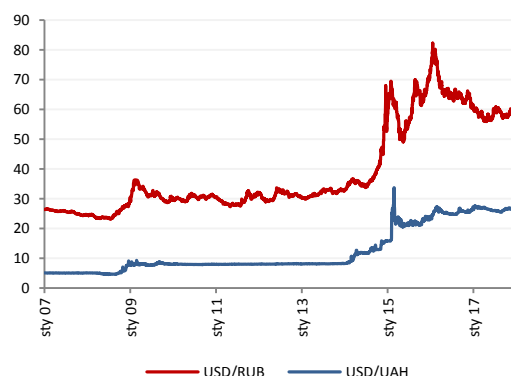
Dla LPP bardzo ważne jest otoczenie makroekonomiczne zagranicą. Jednym z najistotniejszych czynników poza sprzedażą detaliczną, są kursy walutowe, szczególnie USD/PLN. Ostatnie umocnienie dolara bardzo negatywnie odbija się na marży brutto realizowanej przez spółkę (kilkuprocentowe spadki r/r). Na wyniki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



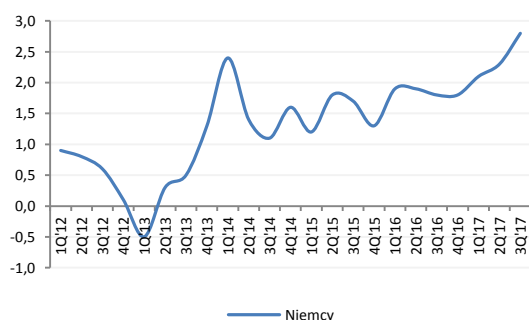
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów USD/RUB i USD/UAH



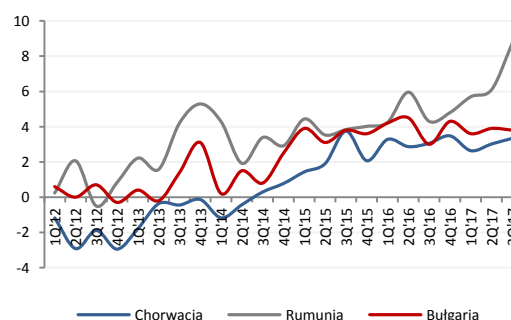
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Niemczech [%]



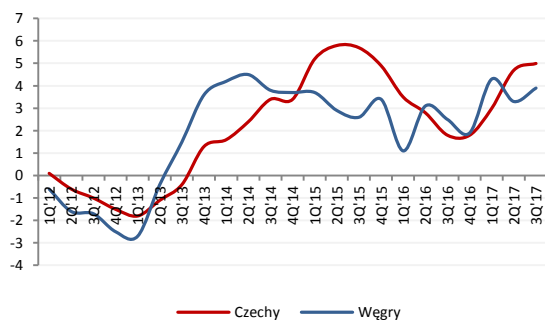
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rumunii, Chorwacji i Bułgarii [%]



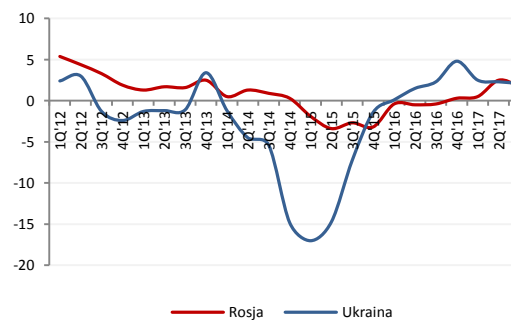
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Czechach i na Węgrzech [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rosji i na Ukrainie [%]



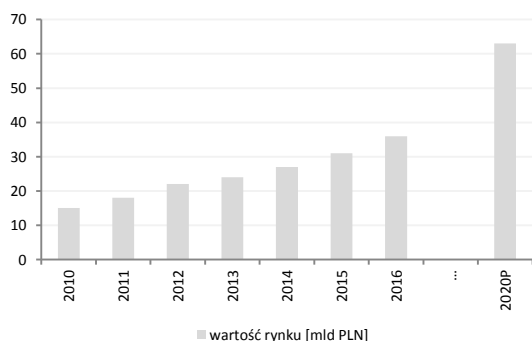
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Rynek e-commerce

Eksperti 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%; najslabiej na tym tle prezentują się Rumunia i Bułgaria).

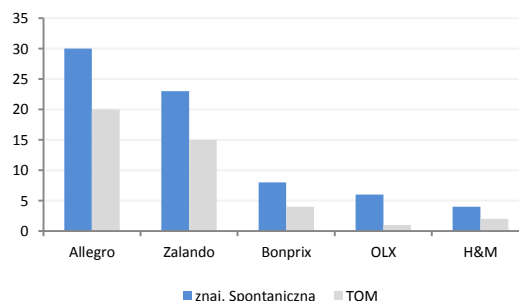
W badaniu przeprowadzonym dla ecommercepolska.pl ok. 48% internautów zadeklarowało, że dokonuje zakupów online (pozostali wskazywali, że wolą obejrzeć produkt przed zakupem oraz że preferują tradycyjne kanały sprzedaży). Co ciekawe, w rodzimych e-sklepach kupuje ok. 47% ankietowanych. Warto zwrócić uwagę,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



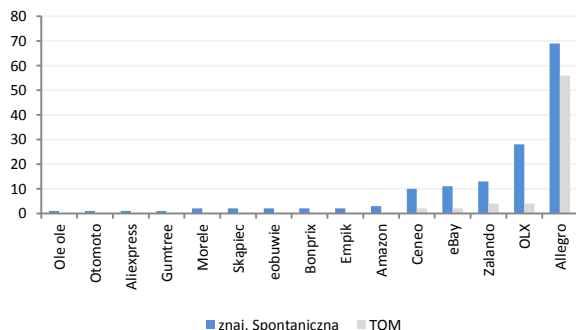
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., portal spozywczy.pl

Znajomość platform sprzedających odzież



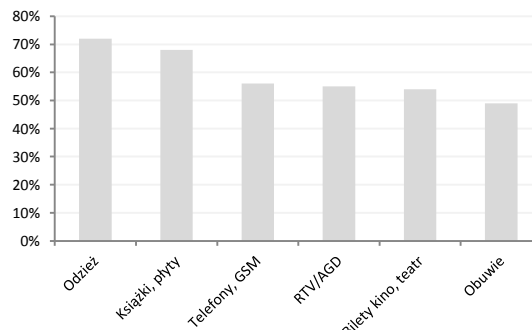
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Znajomość platform sprzedażowych ogółem



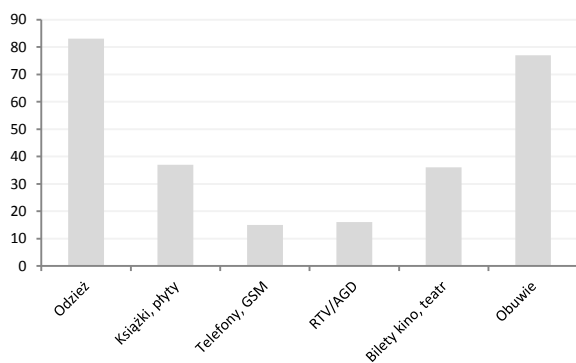
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Koszyk zakupowy



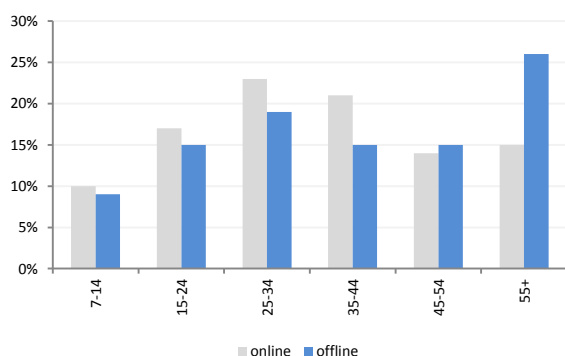
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Paragon miesięczny w wybranych kategoriach zakupowych



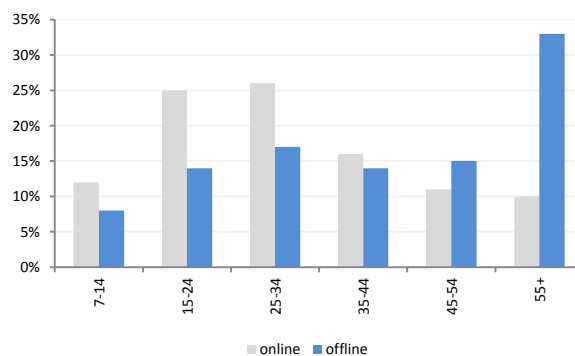
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Struktura wiekowa zakupów - mężczyźni



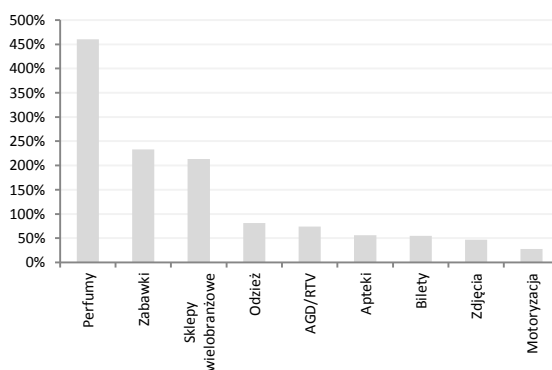
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

Struktura wiekowa zakupów - kobiety



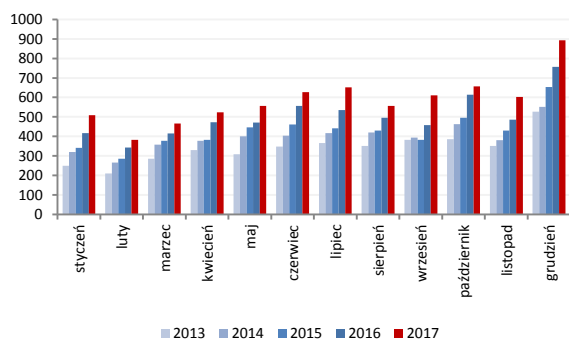
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

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

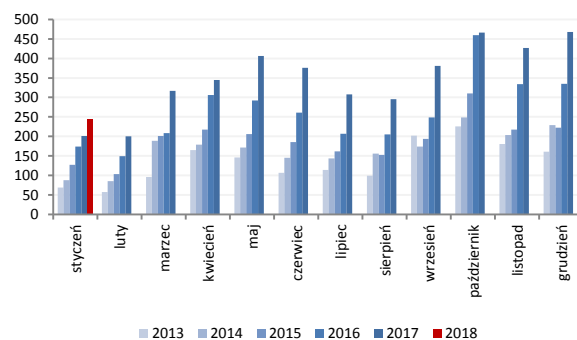


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

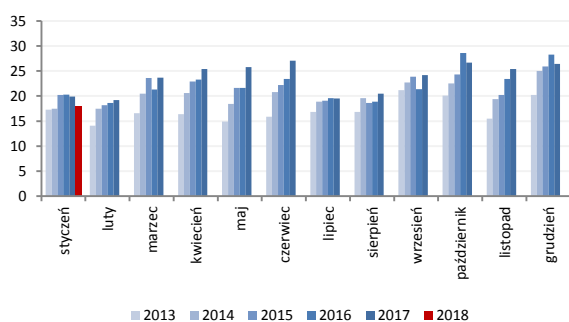
**Przychody w ujęciu miesięcznym przedstawicieli branży odzieżowej [mln PLN]
LPP**



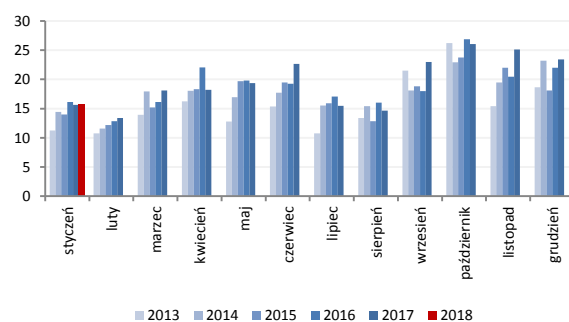
CCC



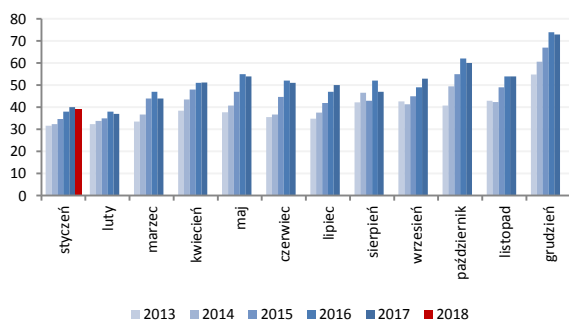
Gino Rossi



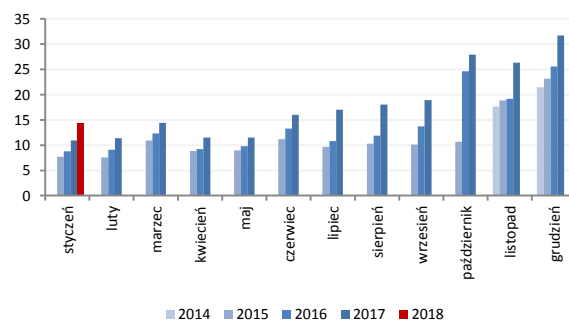
Wojas



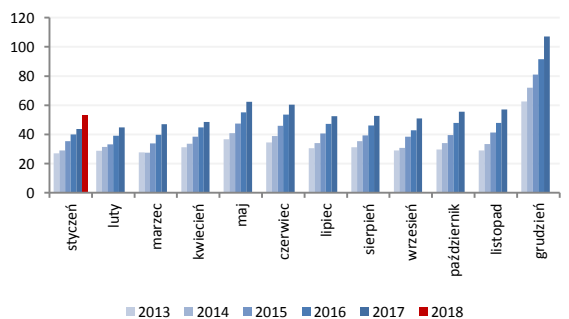
Redan



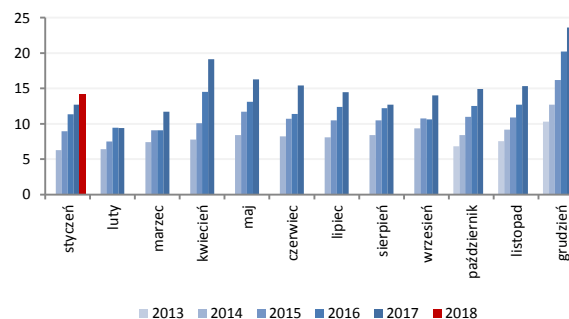
Wittchen



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 miałyby obliczać, pobierać i wpłacać właściciele 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 września 2016 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

Stawka podatku	Obrót miesięczny [mln PLN]		
	0-17	17-170	>170
	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 zapowiedziało 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, kwaciarnie 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 rynkowej 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 chciałoby, aby zmiany były mniejsze i następowały stopniowo. **W ostatnim czasie prace nad ustawą przyspieszyły. Finalnie wybrano koncepcję, w której handel będzie dozwolony w drugą i czwartą niedzielę miesiąca oraz w dwie niedziele poprzedzające Święta Bożego Narodzenia. Zakaz będzie obowiązywał od 1 marca 2018 roku, natomiast w 2019 i 2020 roku ma objąć „brakujące” niedziele.**

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	1 797,0	1 840,6	1 932,1	2 037,1	2 158,2	2 235,4	2 286,4	2 311,8	2 321,6	2 320,6	2 322,1	2 317,7	2 318,0
RzAT	1 258,8	1 292,9	1 346,6	1 360,9	1 379,7	1 353,0	1 296,4	1 210,8	1 105,2	984,0	858,9	722,4	583,8
Wartości niematerialne	37,3	43,5	81,2	172,0	274,2	378,2	485,8	596,8	712,1	832,3	959,0	1 091,1	1 229,9
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	291,3	294,6	294,7	294,7	294,7	294,7	294,7	294,7	294,7	294,7	294,7	294,7	294,7
Aktywa obrotowe	1 768,2	1 839,9	2 047,8	2 513,0	2 953,3	3 146,7	3 319,7	3 501,1	3 710,0	3 946,7	4 190,4	4 450,7	4 720,2
Zapasy	1 319,7	1 164,7	1 334,0	1 480,6	1 613,5	1 735,3	1 841,5	1 985,6	2 133,5	2 282,9	2 437,0	2 597,4	2 765,2
Należności z tyt. dostaw i usług	115,1	165,9	193,6	216,0	240,0	261,8	281,3	300,1	319,0	337,7	356,5	375,7	395,5
Środki pieniężne	224,4	365,8	391,7	687,9	971,2	1 021,0	1 068,2	1 086,7	1 128,9	1 197,5	1 268,3	1 349,0	1 431,0
Pozostałe aktywa obrotowe	108,9	143,6	128,6	128,6	128,6	128,6	128,6	128,6	128,6	128,6	128,6	128,6	128,6
Aktywa razem	3 565,2	3 680,5	3 979,9	4 550,1	5 111,4	5 382,1	5 606,1	5 812,9	6 031,6	6 267,3	6 512,5	6 768,5	7 038,2
Kapitał własny	1 889,7	2 135,5	2 469,7	2 857,1	3 236,9	3 338,2	3 405,7	3 458,6	3 519,8	3 596,8	3 678,7	3 765,0	3 857,7
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	344,1	269,3	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4
Kredyty	284,3	195,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zob. długoterminowe	59,8	74,3	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	1 331,3	1 275,7	1 431,8	1 614,6	1 796,1	1 965,4	2 121,9	2 275,8	2 433,3	2 592,1	2 755,4	2 925,0	3 102,1
Zob. z tyt. dostaw i usług	721,4	878,3	1 317,7	1 500,6	1 682,0	1 851,4	2 007,9	2 161,7	2 319,3	2 478,0	2 641,3	2 811,0	2 988,0
Kredyty	561,1	315,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zob. krótkoterminowe	48,9	82,3	114,1	114,1	114,1	114,1	114,1	114,1	114,1	114,1	114,1	114,1	114,1
Pasywa razem	3 565,2	3 680,5	3 979,9	4 550,1	5 111,4	5 382,1	5 606,1	5 812,9	6 031,6	6 267,3	6 512,5	6 768,5	7 038,2
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	5 130,4	6 020,6	7 026,3	8 001,1	8 982,0	9 900,9	10 753,8	11 595,3	12 458,7	13 331,5	14 231,4	15 167,9	16 147,4
Koszty wytworzenia	2 387,5	3 085,4	3 305,4	3 645,9	4 101,3	4 528,7	4 927,2	5 316,9	5 725,3	6 139,7	6 568,4	7 015,8	7 485,0
Wynik brutto ze sprzedaży	2 742,8	2 935,3	3 720,8	4 355,1	4 880,7	5 372,1	5 826,7	6 278,3	6 733,4	7 191,8	7 663,0	8 152,1	8 662,4
Koszty sprzedaży	2 012,4	2 404,4	2 816,6	3 179,3	3 462,7	3 814,2	4 139,7	4 458,7	4 782,0	5 105,7	5 435,8	5 777,1	6 130,2
Koszty zarządu	179,2	203,5	297,6	372,2	405,4	446,5	484,6	522,0	559,8	597,7	636,3	676,3	717,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-48,5	-98,1	-50,0	-24,0	-26,9	-29,7	-32,3	-34,8	-37,4	-40,0	-42,7	-45,5	-48,4
EBITDA	726,2	496,7	850,7	1 101,9	1 315,6	1 439,7	1 543,7	1 648,0	1 744,6	1 841,0	1 940,5	2 046,0	2 157,9
EBIT	502,7	229,3	556,6	779,7	985,7	1 081,8	1 170,0	1 262,9	1 354,2	1 448,3	1 548,1	1 653,2	1 766,1
Saldo finansowe	-88,3	-32,3	7,8	14,8	39,3	68,3	63,5	35,9	20,1	21,0	22,4	23,8	25,4
Wynik brutto	414,4	197,0	564,4	794,5	1 025,0	1 150,1	1 233,5	1 298,8	1 374,3	1 469,3	1 570,5	1 677,0	1 791,5
Wynik netto	351,3	175,9	426,8	643,5	830,3	931,6	999,1	1 052,0	1 113,2	1 190,2	1 272,1	1 358,4	1 451,1
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
CF operacyjny	253,9	718,2	1 031,1	979,6	1 184,7	1 315,3	1 403,5	1 428,2	1 494,4	1 573,5	1 654,8	1 741,1	1 832,4
CF inwestycyjny	-415,5	-181,4	-443,0	-427,3	-450,9	-435,2	-424,7	-410,6	-400,2	-391,7	-393,9	-388,3	-392,0
CF finansowy	201,2	-393,8	-561,9	-256,1	-450,5	-830,3	-931,6	-999,1	-1 052,0	-1 113,2	-1 190,2	-1 272,1	-1 358,4
CF netto	39,5	143,0	26,3	296,2	283,3	49,8	47,2	18,5	42,2	68,6	70,8	80,7	82,0
Środki pieniężne na początek okresu	183,5	223,1	365,8	391,7	687,9	971,2	1 021,0	1 068,2	1 086,7	1 128,9	1 197,5	1 268,3	1 349,0
Środki pieniężne na koniec okresu	223,1	366,0	392,0	687,9	971,2	1 021,0	1 068,2	1 086,7	1 128,9	1 197,5	1 268,3	1 349,0	1 431,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	7,6%	17,4%	16,7%	13,9%	12,3%	10,2%	8,6%	7,8%	7,4%	7,0%	6,7%	6,6%	6,5%
EBITDA zmiana r/r	-9,5%	-31,6%	71,3%	29,5%	19,4%	9,4%	7,2%	6,8%	5,9%	5,5%	5,4%	5,4%	5,5%
EBIT zmiana r/r	-17,5%	-54,4%	142,8%	40,1%	26,4%	9,7%	8,2%	7,9%	7,2%	7,0%	6,9%	6,8%	6,8%
Wynik netto zmiana r/r	-27,1%	-49,9%	142,6%	50,8%	29,0%	12,2%	7,3%	5,3%	5,8%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%
Marża brutto na sprzedaży	53,5%	48,8%	53,0%	54,4%	54,3%	54,3%	54,2%	54,1%	54,0%	53,9%	53,8%	53,7%	53,6%
Marża EBITDA	14,2%	8,2%	12,1%	13,8%	14,6%	14,5%	14,4%	14,2%	14,0%	13,8%	13,6%	13,5%	13,4%
Marża EBIT	9,8%	3,8%	7,9%	9,7%	11,0%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Marża brutto	8,1%	3,3%	8,0%	9,9%	11,4%	11,6%	11,5%	11,2%	11,0%	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%
Marża netto	6,8%	2,9%	6,1%	8,0%	9,2%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%
ROE	18,6%	8,2%	17,3%	22,5%	25,7%	27,9%	29,3%	30,4%	31,6%	33,1%	34,6%	36,1%	37,6%
ROA	9,9%	4,8%	10,7%	14,1%	16,2%	17,3%	17,8%	18,1%	18,5%	19,0%	19,5%	20,1%	20,6%
Dług	845,3	510,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	30,9%	19,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	44,7%	23,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	18,0%	14,7%	2,8%	-1,4%	-2,6%	-4,5%	-3,7%	-1,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Dług/Kapitał własny	44,7%	23,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	620,9	144,4	-391,7	-687,9	-971,2	-1021,0	-1068,2	-1086,7	-1128,9	-1197,5	-1268,3	-1349,0	-1431,0
Dług netto/Kapitał własny	32,9%	6,8%	-15,9%	-24,1%	-30,0%	-30,6%	-31,4%	-31,4%	-32,1%	-33,3%	-34,5%	-35,8%	-37,1%
Dług netto/EBITDA	85,5%	29,1%	-46,0%	-62,4%	-73,8%	-70,9%	-69,2%	-65,9%	-64,7%	-65,0%	-65,4%	-65,9%	-66,3%
Dług netto/EBIT	123,5%	63,0%	-70,4%	-88,2%	-98,5%	-94,4%	-91,3%	-86,1%	-83,4%	-82,7%	-81,9%	-81,6%	-81,0%
EV	17 845,8	17 369,4	16 833,3	16 537,1	16 253,7	16 204,0	16 156,7	16 138,2	16 096,0	16 027,5	15 956,7	15 876,0	15 794,0
Dług/EV	4,7%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	9,6%	4,5%	6,7%	5,3%	5,0%	4,4%	3,9%	3,5%	3,2%	2,9%	2,8%	2,6%	2,4%
CAPEX/Amortyzacja	219,5%	101,7%	160,6%	132,6%	136,7%	121,6%	113,7%	106,6%	102,5%	99,8%	100,4%	98,9%	100,1%
Amortyzacja/Przychody	4,4%	4,4%	4,2%	4,0%	3,7%	3,6%	3,5%	3,3%	3,1%	2,9%	2,8%	2,6%	2,4%
Zmiana KO/Przychody	-3,5%	4,3%	3,5%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-50,0%	29,3%	24,1%	1,4%	2,5%	2,8%	3,6%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S	3,4	2,9	2,5	2,2	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1
P/E	49,0	97,9	40,4	26,8	20,7	18,5	17,2	16,4	15,5	14,5	13,5	12,7	11,9
P/BV	9,1	8,1	7,0	6,0	5,3	5,2	5,1	5,0	4,9	4,8	4,7	4,6	4,5
P/CE	29,9	31,8	21,0	12,9	9,6	8,8	8,3	8,1	7,7	7,2	6,8	6,4	6,0
EV/EBITDA	24,6	35,0	19,8	15,0	12,4	11,3	10,5	9,8	9,2	8,7	8,2	7,8	7,3
EV/EBIT	35,5	75,7	30,2	21,2	16,5	15,0	13,8	12,8	11,9	11,1	10,3	9,6	8,9
EV/S	3,5	2,9	2,4	2,1	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0
BVPS	1 027,4	1 161,0	1 342,7	1 553,4	1 759,9	1 814,9	1 851,7	1 880,4	1 913,7	1 955,5	2 000,1	2 047,0	2 097,4
EPS	191,0	95,7	232,1	349,9	451,4	506,5	543,2	572,0	605,2	647,1	691,6	738,5	789,0
CEPS	313,0	294,5	445,0	723,9	979,5	1 061,6	1 124,0	1 162,8	1 219,0	1 298,1	1 381,2	1 472,0	1 567,0
Dywidenda [mln PLN]	58,0	59,9	65,5	256,1	450,5	830,3	931,6	999,1	1 052,0	1 113,2	1 190,2	1 272,1	1 358,4
DPS	31,5	32,6	35,6	139,2	244,9	451,4	506,5	543,2	572,0	605,2	647,1	691,6	738,5
Dyield	0,3%	0,3%	0,4%	1,5%	2,6%	4,8%	5,4%	5,8%	6,1%	6,5%	6,9%	7,4%	7,9%
Payout ratio	12,0%	17,1%	37,2%	60,0%	70,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 9 365,0 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, banki/finanse, media/rozrywka, węgiel/stal](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[materiały budowlane, budownictwo, paliwa](#)

Krzysztof Brymora

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.brymora@bdm.pl
[chemia, przemysł drzewny](#)

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
[deweloperzy, handel](#)

Marek Jurzec

Młodszy analityk rynku akcji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: marek.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 na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	8 203,3	Trzymaj	8 055,7	12.02.2018	14:08 CEST	9 365,0	61 953
Trzymaj	8 055,7	Akumuluj	7 817,1	07.11.2017	10:03 CEST	8 450,0	64 566
Akumuluj	7 817,1	Akumuluj	6 678,6	01.08.2017	14:40 CEST	6 980,0	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

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
 P/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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	6	86%	6	86%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	14%	1	14%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

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 został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 jakkolwiek 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 12.02.2018 roku (14:08 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 15.02.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości 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.

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 12.02.2018 roku:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.