



CCC: NEUTRALNIE

Cena docelowa: 176,63 PLN

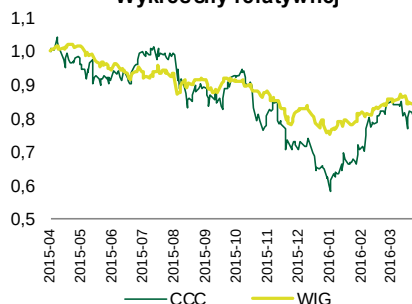
LPP: SPRZEDAŻ

Cena docelowa: 5028,22 PLN

CCC

Kurs (19/04/16) (PLN)	169,10
Wycena metodą DCF (50%)	167,81
Wycena porównawcza (25%)	109,43
Wycena porównawcza skor. o wzrost (25%)	261,45
Cena docelowa	176,63
Liczba akcji (mln szt.)	38,4
Kapitalizacja (mln PLN)	6 493,4
EV (mln PLN)	6 866,9

Wykres siły relatywnej



Poprzednie zalecenia:

KUPUJ, Cena docelowa: 189,81 PLN z dnia 04.11.2015

KUPUJ, Cena docelowa: 227,45 PLN z dnia 31.07.2015

CCC - Pozytywne zmiany już w cenach

Czynniki wzrostu:

1. **Akwizycja e-obuwie:** na uwagę zasługuje wycena 9,2x EV/EBITDA'15 e-obuwia względem 22,4x dla CCC. Wyniki e-obuwia w 2015, jak i w 1Q'16 były lepsze od oczekiwań Zarządu. Inwestycja w logistykę, rozpoczęcie sprzedaży na kolejnych rynkach zagranicznych oraz realizacja synergii pomiędzy spółkami umożliwił utrzymanie w wysokich dynamikach wyników e-obuwie w całym 2016 r.

2. **Wysokie tempo rozwoju w Europie Środkowej:** 2016 r. ma być okresem największej w historii Spółki liczby otwartych - zgodnie z naszymi prognozami w br. przybędzie 106,2 tys. m² nowej powierzchni handlowej. Tym samym CCC umocni swoją pozycję lidera w regionie.

3. **Odbicie dynamik sprzedaży lfl:** niska baza z 2H'15 oraz planowane działania Spółki (m.in. większa kampania marketingowa, wprowadzenie nowych marek butów, współpraca z e-obuwie) mają przełożyć się na uzyskanie dodatkowych wyników sprzedaży lfl. Zgodnie z planami Zarządu ma to być +8% w Polsce, +6% w pozostałych krajach Europy Środkowej, +15% w Niemczech oraz +10% w Austrii.

4. **Silne wyniki w 2016 r.:** wpływ wyżej opisanych wydarzeń przełożył się na uzyskanie przez Spółkę 3 189 mln PLN przychodów (+38,2% r/r). Oczekujemy utrzymania marży EBITDA na ubiegłorocznym poziomie (13,2%) i wypracowanie 420,7 mln PLN w wyniku EBITDA (+36,8% r/r).

Czynniki ryzyka:

1. **Termin osiągnięcia rentowności w Austrii oraz Niemczech:** obecnie CCC oczekuje przekroczenia break-even w 2016 r. na rynku austriackim oraz w 2017 r. na rynku niemieckim. Ze względu na wysokie tempo otwarcia nowych sklepów, średnia sprzedaż na m² nadal spadała w 1Q'16. Brak zakładanej przez Zarząd poprawy dynamiki sprzedaży może wpłynąć na gorsze wyniki Spółki na wymienionych rynkach.

2. **Wrażliwość na warunki pogodowe:** sprzedaż butów jest znacznie bardziej narażona na anomalie pogodowe, niż handel ubraniami. Odbiegająca od sezonowego wzorca pogoda może wpłynąć na znaczne obniżenie sprzedaży Spółki.

3. **Inwestycje w e-obuwie i kapitał obrotowy oznaczają wzrost zadłużenia:** oczekujemy, iż łączne wydatki na przejęcie oraz inwestycje wyniosą 409 mln PLN w br. Dodatkowo Spółka przeznaczy ponad 262 mln PLN na kapitał obrotowy. Z tego tytułu dług netto/EBITDA wzrośnie do ponad 2x, a CCC może obniżyć poziom wypłacanej dywidendy (prognozujemy 2,6 PLN na akcję).

Biorąc pod uwagę znaczny wzrost kursu CCC od początku roku (+21,7%) uważamy, iż rynek zdyskontował spodziewaną w br. poprawę wyników. **Obniżamy naszą rekomendację do NEUTRALNIE wyznaczając cenę docelową w wysokości 176,63 PLN.**

LPP

Kurs (19/04/16) (PLN)	6 223,90
Wycena metodą DCF (50%)	4 922,81
Wycena porównawcza (25%)	4 033,50
Wycena porównawcza skor. o wzrost (25%)	6 233,75
Cena docelowa	5 028,22
Liczba akcji (mln szt.)	1,8
Kapitalizacja (mln PLN)	11 396,0
EV (mln PLN)	12 016,8

Wykres siły relatywnej



Poprzednie zalecenia:

SPRZEDAŻ, Cena docelowa: 6124,27 PLN z dnia 04.11.2015

NEUTRALNIE, Cena docelowa: 7676,39 PLN z dnia 31.07.2015

LPP - Poprawa wolniejsza od oczekiwań

Czynniki wzrostu:

1. **Działania na celu poprawy sprzedaży:** Zarząd planuje w br. osiągnięcie dynamiki sprzedaży powyżej tempa wzrostu powierzchni. Uważamy ten cel za realny biorąc pod uwagę działania mające na celu poprawę jakości kolekcji, szczególnie w Reserved.

2. **Stabilizacja kursu USD/PLN:** umocnienie złotego od połowy stycznia oznacza stabilny poziom kursu w ujęciu r/r, co przełoży się na zatrzymanie spadku marży brutto na sprzedaży począwszy od kolekcji jesień-zima'16.

3. **Stopniowa dywersyfikacja rynków:** LPP w bieżącym roku uruchomi działalność franczyzową na Białorusi i Kazachstanie. W rejonie Bliskiego Wschodu nowym krajem będą Zjednoczone Emiraty Arabskie. Spółka otwiera także nowe sklepy w Niemczech, przyspiesza rozwój na Węgrzech i Rumunii oraz chce utrzymać 10% tempo wzrostu powierzchni handlowej w Rosji.

Czynniki ryzyka:

1. **Rentowność w 2016 r. poniżej oczekiwań:** pomimo coraz mniejszego, negatywnego wpływu kursu USD/PLN, oczekujemy, iż LPP nie zdoła zrealizować celu utrzymania marży brutto na sprzedaży na ubiegłorocznym poziomie. Przyczyną jest głębszy spadek marży realizowanej na obecnej kolekcji wiosna-lato.

2. **Wzrost kosztów SG&A na m²:** oczekujemy 2,3% wzrostu kosztów własnych sklepów w przeliczeniu na m² w br. - dynamika wzrostu wynagrodzeń powinna przekroczyć oczekiwaną redukcję kosztów najmu. W 2016 r. zwiększą się również koszty Zarządu, co będzie pochodną zwiększonego zatrudnienia w działach projektowych, inwestycji w nową siedzibę oraz wyższej amortyzacji z uwagi na poczynione inwestycje w logistykę.

3. **Coraz mniej skuteczny model biznesowy:** LPP, pomimo ekspansji na nowe rynki, ponad 60% sprzedaży uzyskuje w Polsce, gdzie ma do czynienia z najsilniejszą w regionie konkurencją. Tempo rozwoju w Niemczech jest wolniejsze od oczekiwań, zauważamy także niewielką obecność Spółki w kanale sprzedaży on-line. Przełomem dla biznesu nie będzie również naszym zdaniem uruchomienie marki Tallinder.

4. **Premia w notowaniach względem peers:** LPP jest obecnie wyceniane średnio 50% powyżej wskaźników dla spółek porównywalnych. Biorąc pod uwagę korektę o tempo poprawy w wynikach, Spółka jest notowana na poziomie mediany (w CCC jest to 30% dyskonto).

Uwzględniając wymienione ryzyka w naszych prognozach, ponownie wydajemy **rekomendację SPRZEDAŻ z ceną docelową 5028,22 PLN.**

Analitik: Michał Krajczewski

tel. (0-22) 507 5291

e-mail: michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl

Informacje nt ujawniania konfliktu interesów, o których mowa w § 9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku znajdują się na ostatniej stronie niniejszej publikacji



Spis treści

CCC – aktualizacja prognoz	3
LPP – aktualizacja prognoz	8
Wycena	13
Wycena - CCC	14
Wycena - LPP	16
Wycena CCC i LPP na tle polskich spółek	18
Czynniki ryzyka.....	19
Tabele i prognozy - CCC.....	20
Tabele i prognozy - LPP.....	24



CCC – aktualizacja prognoz

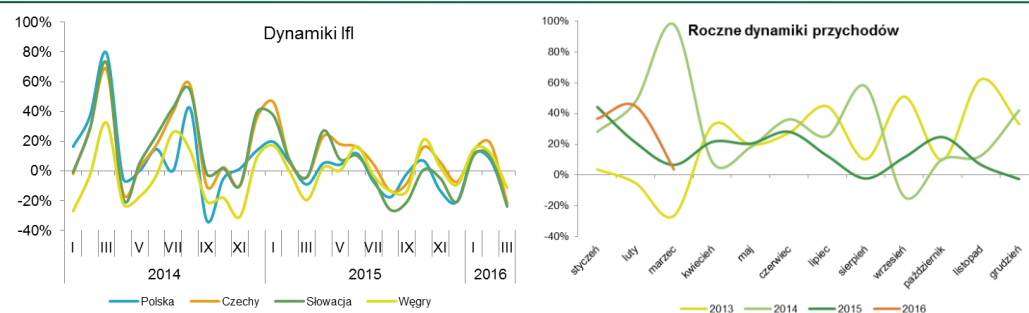
Tab. Kwartalne wyniki finansowe CCC

	1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015	1Q '16 P	2Q '16 P	3Q '16 P	4Q '16 P	2016
Przychody ze sprzedaży	431,9	608,0	512,4	755,4	2 307,7	532,7	844,8	726,8	1084,9	3 189,2
dynamika r/r	20,1%	22,5%	8,1%	11,2%	14,9%	23,3%	38,9%	41,9%	43,6%	38,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	223,0	342,2	270,7	407,4	1 243,2	261,0	422,7	406,8	578,6	1 669,1
dynamika r/r	18,6%	19,5%	3,9%	9,7%	12,4%	17,1%	23,5%	50,3%	42,0%	34,3%
marża brutto ze sprzedaży	51,6%	56,3%	52,8%	53,9%	53,9%	49,0%	50,0%	56,0%	53,3%	52,3%
EBITDA	24,1	112,3	37,3	134,0	307,6	16,7	131,5	66,2	206,3	420,7
dynamika r/r	52,0%	15,0%	-38,2%	9,6%	3,9%	-30,6%	17,1%	77,7%	54,0%	36,8%
marża EBITDA	5,6%	18,5%	7,3%	17,7%	13,3%	3,1%	15,6%	9,1%	19,0%	13,2%
EBIT	10,4	95,5	24,3	118,3	248,5	-2,5	112,2	47,0	187,1	343,8
dynamika r/r	106,1%	9,6%	-53,4%	19,7%	2,2%	-124,2%	17,5%	93,1%	58,1%	38,3%
marża EBIT	2,4%	15,7%	4,7%	15,7%	10,8%	-0,5%	13,3%	6,5%	17,2%	10,8%
Zysk netto	6,4	105,1	33,8	105,2	250,6	-4,9	84,6	31,7	145,2	256,5
dynamika r/r	1440,6%	50,7%	-15,9%	-66,1%	-40,4%	-176,3%	-19,6%	-6,3%	38,0%	2,4%
marża netto	1,5%	17,3%	6,6%	13,9%	10,9%	-0,9%	10,0%	4,4%	13,4%	8,0%

Źródło: Spółka, prognozy BM BGŻ BNP

Po bardzo dobrym styczniu i lutym, kiedy CCC zanotowało odpowiednio 36,6% oraz 44,8% wzrost przychodów, marzec był znacznie słabym miesiącem z jedynie 3,6% dynamiką sprzedaży r/r. Ze względu na przesunięcie Świąt Wielkanocnych w stosunku do ubiegłego roku, kiedy wypadały one na początku kwietnia, sprzedaż detaliczna w marcu była o 8,7% r/r niższa. Jednakże biorąc pod uwagę tempo przyrostu nowej powierzchni, dynamiki lfl w Polsce, Czechach i na Słowacji obniżyły się w omawianym miesiącu o ponad 20%, a na Węgrzech o 11,5%. Narastająco, w 1Q'16 w wymienionych krajach, dynamiki sprzedaży lfl wyniosły odpowiednio -5,1%; -1,6%; -5,9% oraz +2,9%. W części detalicznej biznesu oczekujemy, iż w Polsce, CCC uzyskało 283,5 mln PLN przychodów w 1Q'16 (-0,1% r/r). W pozostałych krajach prognozujemy 171,2 mln PLN (+38,7% r/r).

Wyk. Sprzedaż LFL na najważniejszych rynkach (wykres prawy) oraz miesięczne dynamiki łącznej sprzedaży Spółki (wykres lewy)



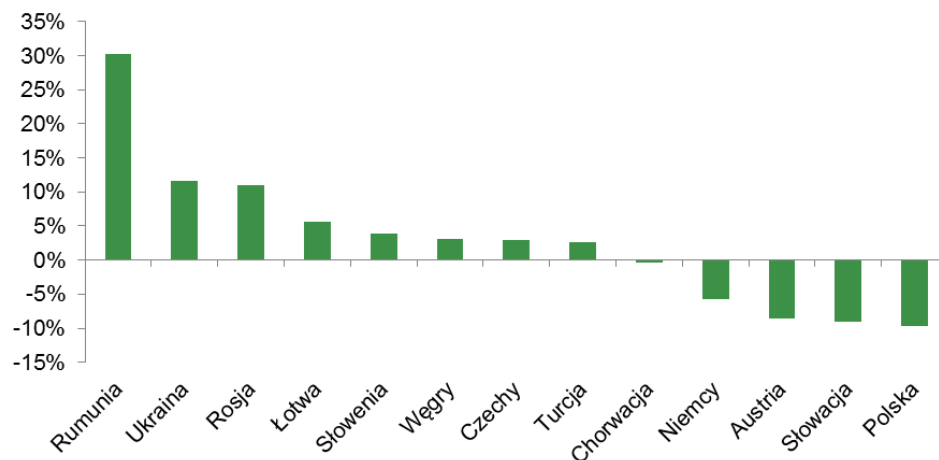
Źródło: CCC

O wiele lepiej w 1Q'16 radziła sobie część franczyzowa CCC. Korzystniejsze warunki pogodowe (ciepły marzec) pozytywnie przełożyły się na sprzedaż w Rumunii – w PLN na m² zwiększona została ona o 30,2% r/r. Pomimo kryzysu gospodarczego i deprecjacji walut lokalnych, dodatnie dynamiki przychodów w PLN na m² zanotowały również sklepy w Rosji i na Ukrainie.

Od 15 stycznia br. CCC rozpoczęło konsolidację przejętej spółki e-obuwie. Zgodnie z informacjami podawanymi przez Zarząd, e-obuwie uzyskało ok. 54 mln PLN przychodów w 1Q'16 (+101% r/r), z czego CCC konsolidowało 46 mln PLN. Łącznie, zgodnie z miesięcznymi raportami, oczekujemy, iż CCC osiągnęło 532,7 mln PLN sprzedaży w 1Q'16 (+23,3% r/r), przy wzroście powierzchni handlowej do 390,4 tys. m² (+23,4% r/r). Implikuje to minimalny spadek (ok. -0,04% r/r) średniej sprzedaży na m².



Wyk. Dynamika przychodów na m² w PLN w 1Q'16



Źródło: CCC

W minionym kwartale nadal utrzymywał się negatywny wpływ wyższego kursu USD/PLN na marżę brutto na sprzedaży. Dodatkowo konsolidacja e-obuwia, które charakteryzuje się ok. 35% marżą brutto na sprzedaży, również zmniejsza rentowność Grupy. Oczekujemy, iż skonsolidowana marża na wspomnianym poziomie w 1Q'16 wyniesie 49,0% (-2,6 pkt. proc.), przy czym rentowność sklepów stacjonarnych (detal+franczyza, bez e-obuwia) to 50,3% (-1,3 pkt. proc.).

Coraz szybsze tempo otwarć sklepów w Austrii oraz Niemczech, wyższy kurs EUR/PLN oraz widoczna presja płacowa przyczynią się do zwiększenia udziału kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w przychodach w „starym” CCC z 47,9% do 50,9%. W przeliczeniu na m² koszty SG&A zwiększyły się o ok. 1,3% r/r. Akwizycja e-obuwia pozytywnie wpłynie na rentowność operacyjną, ponieważ udział kosztów SG&A do przychodów wynosi ok. 20%. Prognozujemy, iż Grupa CCC zanotuje 16,7 mln PLN EBITDA (-30,6% r/r) oraz minimalną stratę EBIT w wysokości -2,5 mln PLN. Pomimo niewielkich, dodatnich różnic kursowych, Grupa powinna zakończyć kwartał również ze stratą na poziomie netto (-4,9 mln PLN), przy założeniu 19% stawki efektywnego podatku dochodowego. Osiągnięcie straty netto w pierwszym kwartale jest zgodne z oczekiwaniami Zarządu, przedstawionymi w wywiadzie dla „Parkietu” z dnia 18 kwietnia.

Zgodnie z informacjami Zarządu, niska baza z kwietnia ubiegłego roku (Święta Wielkanocne) oraz ocieplenie pogody przełożyły się na bardzo dobrą sprzedaż CCC na początku bieżącego miesiąca, dzięki czemu dynamiki przychodów Iłl narastająco od stycznia do połowy kwietnia są dodatnie na wszystkich rynkach, na których działa CCC. Przy braku negatywnych zdarzeń (szczególnie pogodowych) Zarząd Spółki oczekuje poprawy sprzedaży o ok. 900 – 1 000 mln PLN w 2016 r. Założeniem takiego wzrostu jest uzyskanie w bieżącym roku dynamik Iłl przychodów rzędu +8% w Polsce, +6% w pozostałych krajach Europy Środkowej, +15% w Niemczech oraz +10% w Austrii. Dodatkowo, plany dla e-obuwia zakładają 75% dynamikę wzrostu obrotu. Po bardzo dobrym 1Q'16, dla e-obuwia prognozujemy prawie 80%-owe tempo poprawy przychodów. Szybki rozwój przejętej spółki wspierany będzie przez inwestycję w nowy, w pełni zautomatyzowany magazyn, który będzie oddany do użytku pod koniec czerwca. Planowany CAPEX w CCC to ok. 140 mln PLN, z czego 35 mln PLN przeznaczane jest na logistykę w e-obuwie. Łącznie z wydatkiem na przejęcie spółki, wydatki inwestycyjne CCC w 2016 r. prognozujemy na poziomie 409,3 mln PLN. W br. e-obuwie otworzy działalność w Bułgarii i na Litwie, po tym jak na początku roku rozpoczęto sprzedaż na Ukrainie. W „stacjonarnej” części CCC, zgodnie z planami Zarządu, oczekujemy otwarcia co najmniej 100 tys. m² nowej powierzchni (+106 tys m² w naszych prognozach). W celu wzbogacenia oferty, od kolekcji jesień-zima'16, w największych sklepach w Polsce rozpoczęła zostanie sprzedaż butów Adidas i Nike. Ponadto CCC wprowadzi markę damską But-S oraz Quazi (buty skórzane, obie marki pozycjonowane wyżej względem Lasockiego). Sprzedaż powinna być wspierana również przez większe (o kilkanaście mln PLN) niż w ubiegłym roku nakłady marketingowe, a także



coraz lepszą realizację synergii pomiędzy sklepami stacjonarnymi, a e-obuwiem. Łącznie, oczekujemy, iż CCC zwiększy swoje przychody w 2016 r. do 3 197 mln PLN (+889 mln PLN r/r).

Na początku kwietnia, sprzedaż nowej kolekcji wiosna-lato odbywała się przy marży brutto na sprzedaży o 1 pkt. proc. niższej r/r. Uważamy, iż jest to dobre przybliżenie dla prognozy rentowności sklepów w 2Q'16. Spółka zapowiada dostosowanie cen kolekcji jesień-zima'16 do obecnych poziomów USD/PLN, co powinno przełożyć się na utrzymanie marży brutto na sprzedaży na stałym poziomie r/r dla wspomnianej kolekcji. Jednakże biorąc pod uwagę negatywny wpływ e-obuwia, oczekujemy 1,5 pkt. proc. niższej marży brutto na sprzedaży w 2016 r. Prognozujemy, iż koszty SG&A będą rosły wolniej (+31,5% r/r), niż przychody (+38,5% r/r), a ich udział w sprzedaży powinien spaść z 43,6% do 41,4%. Wyższe nakłady na marketing zrównoważone będą oszczędnościami w logistyce CCC, natomiast presja na płace zneutralizowana będzie przez niższe koszty czynszów. W wolniejszym tempie niż w ubiegłym roku powinny zwiększać się koszty zarządu (brak kosztów programu motywacyjnego oraz mniejszy wzrost zatrudnienia). Pozytywnie kontrybuować będzie również e-obuwiem, gdzie udział kosztów SG&A do przychodów wynosi ok. 20%. W rezultacie EBITDA w 2016 r. powinna wynieść 427,2 mln PLN (+38,9%), a wynik EBIT 350,3 mln PLN (+40,9% r/r). Pomimo dodatnich różnic kursowych w 1Q'16, spodziewamy się, iż koszty finansowe będą wyższe r/r ze względu na zaciągnięcie zadłużenia koniecznego do sfinansowania akwizycji e-obuwia. Przy założeniu 19% stawki efektywnego podatku dochodowego, prognozujemy zysk netto w wysokości 257,7 mln PLN. Jeżeli chodzi o nakłady na kapitał obrotowy, oczekujemy lekkiej poprawy rotacji należności i zobowiązań z tytułu przejęcia e-obuwia. Niewielki wzrost zanotować powinna rotacja zapasów ze względu na ich niski poziom pod koniec 2015 r., rozwój logistyki w e-obuwiu oraz rozszerzeniu oferty całej Grupy CCC.

Tab. Prognozy wyników dla poszczególnych segmentów CCC

		1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015	1Q '16 P	2Q '16 P	3Q '16 P	4Q '16 P	2016
Polska - detal	Przychody ze sprzedaży	283,7	397,6	307,3	449,8	1 438,4	283,5	460,7	367,6	559,9	1 671,7
	dynamika r/r	8,8%	12,5%	-4,5%	-2,8%	2,8%	-0,1%	15,9%	19,6%	24,5%	16,2%
	Powierzchnia	174,2	174,8	180,9	192,8	192,8	192,6	197,2	204,6	223,7	223,7
	dynamika r/r	10,2%	9,4%	8,5%	11,4%	11,4%	10,6%	12,8%	13,1%	16,0%	16,0%
	Sprzedaż na m2	1,63	2,27	1,70	2,33	7,46	1,47	2,34	1,80	2,50	7,47
	EBITDA	31,5	88,7	28,3	112,3	260,8	17,8	91,5	36,2	141,6	287,1
	dynamika r/r	64,3%	6,7%	-43,3%	-10,6%	-6,1%	-43,6%	3,1%	28,3%	26,1%	10,1%
	marża EBITDA	11,1%	22,3%	9,2%	25,0%	18,1%	6,3%	19,9%	9,9%	25,3%	17,2%
		1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015	1Q '16 P	2Q '16 P	3Q '16 P	4Q '16 P	2016
UE - detal	Przychody ze sprzedaży	127,7	186,8	167,9	265,1	747,5	171,2	280,6	262,2	403,8	1 117,8
	dynamika r/r	50,8%	53,3%	31,4%	34,3%	40,6%	38,7%	46,9%	46,7%	43,9%	49,5%
	Powierzchnia	120,5	126,9	135,2	153,0	153,0	166,4	185,6	197,6	219,3	219,3
	dynamika r/r	57,6%	49,0%	47,8%	38,0%	38,0%	38,7%	46,9%	46,7%	43,9%	43,3%
	Sprzedaż na m2	1,06	1,47	1,24	1,73	4,9	1,03	1,51	1,33	1,84	509,7%
	EBITDA	-12,4	12,7	2,2	26,3	28,8	-17,5	20,4	9,9	46,4	59,2
	dynamika r/r	136,5%	29,1%	-54,9%	-16,8%	-29,4%	43,8%	58,2%	265,5%	77,1%	105,4%
	marża EBITDA	-9,7%	6,8%	1,3%	9,9%	3,9%	-10,2%	7,3%	3,8%	11,5%	5,3%
		1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015	1Q '16 P	2Q '16 P	3Q '16 P	4Q '16 P	2016
Franczyza (UE, WNIP)	Przychody ze sprzedaży	20,4	23,6	34,8	20,4	99,2	32,1	33,5	42,0	26,4	133,9
	dynamika r/r	44,0%	19,1%	43,9%	-6,7%	24,0%	57,4%	41,7%	20,6%	29,5%	35,0%
	Powierzchnia	21,6	23,8	27,4	30,0	30,0	31,0	33,2	34,7	40,2	40,2
	dynamika r/r	9,4%	26,2%	48,3%	42,7%	42,7%	43,8%	39,8%	26,7%	34,1%	34,1%
	Sprzedaż na m2	0,94	0,99	1,27	0,68	330,7%	1,03	1,01	1,21	0,66	333,0%
	EBITDA	4,2	10,6	8,1	4,5	27,5	7,4	11,2	9,7	5,8	34,1
	dynamika r/r	119,8%	156,5%	119,1%	37,7%	110,8%	75,7%	5,2%	18,6%	29,5%	24,0%
	marża EBITDA	20,8%	44,9%	23,4%	22,0%	27,7%	23,2%	33,3%	23,0%	22,0%	25,4%
		1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015	1Q '16 P	2Q '16 P	3Q '16 P	4Q '16 P	2016
e-obuwiem	Przychody ze sprzedaży					148,0	46,0	70,0	55,0	94,8	265,8
	dynamika r/r										79,6%
	Zysk brutto ze sprzedaży						16,1	24,5	19,3	33,2	93,0
	marża brutto ze sprzedaży						35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
	koszty SG&A						9,2	14,0	11,0	19,0	53,2
	udział w przychodach						20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
	EBITDA					26,3	7,2	10,8	9,1	15,1	42,1
	dynamika r/r										59,9%
	marża EBITDA						15,5%	15,4%	16,6%	15,9%	15,8%
	EBIT						6,9	10,5	8,3	14,2	39,8
	dynamika r/r										-
	marża EBIT						15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%

Źródło: Spółka, prognozy BM BGŻ BNP; *jest to wynik konsolidowany przez CCC w 1Q'16



Tab. Zmiana prognoz CCC w kolejnych latach

	2016			2017			2018		
	Poprzednie	Aktualne	zmiana	Poprzednie	Aktualne	zmiana	Poprzednie	Aktualne	zmiana
Przychody ze sprzedaży	2 949,1	3 189,2	8,1%	3 568,1	3 818,3	7,0%	4 178,4	4 471,8	7,0%
dynamika r/r	27,8%	38,2%		21,0%	19,7%		17,1%	17,1%	
Powierzchnia w tys m2	480,4	483,2	0,6%	564,0	550,6	-2,4%	637,3	616,1	-3,3%
dynamika r/r	27,4%	28,2%		17,4%	14,0%		13,0%	11,9%	
Zysk brutto ze sprzedaży	1 575,0	1 669,1	6,0%	1 915,0	1 998,7	4,4%	2 255,9	2 335,3	3,5%
dynamika r/r	26,7%	34,3%		21,6%	19,7%		17,8%	16,8%	
marża brutto ze sprzedaży	53,4%	52,34%	-1,07%	53,7%	52,34%	-1,33%	54,0%	52,22%	-1,77%
koszty SGA	1 202,3	1 323,3	10,1%	1 435,1	1 571,9	9,5%	1 652,3	1 824,9	10,4%
dynamika r/r	19,4%	31,5%		19,4%	18,8%		15,1%	16,1%	
udział w przychodach	40,8%	41,49%	0,72%	40,2%	41,17%	0,95%	39,5%	40,81%	1,26%
EBITDA	445,1	420,7	-5,5%	567,9	518,2	-8,7%	705,5	612,8	-13,1%
dynamika r/r	44,7%	36,8%		27,6%	23,2%		24,2%	18,2%	
marża EBITDA	15,1%	13,19%	-1,90%	15,9%	13,57%	-2,34%	16,9%	13,70%	-3,18%
EBIT	362,6	343,8	-5,2%	469,8	428,8	-8,7%	593,5	512,4	-13,7%
dynamika r/r	45,9%	38,3%		29,6%	24,7%		26,3%	19,5%	
marża EBIT	12,3%	10,78%	-1,52%	13,2%	11,23%	-1,94%	14,2%	11,46%	-2,74%
Zysk netto	272,0	256,5	-5,7%	358,9	324,8	-9,5%	459,8	393,2	-14,5%
dynamika r/r	8,5%	2,4%		31,9%	26,6%		28,1%	21,1%	
marża netto	9,2%	8,04%	-1,18%	10,1%	8,51%	-1,55%	11,0%	8,79%	-2,21%

Źródło: Sprawozdania Spółki, BM BGŻ BNP

Aktualizujemy prognozy na kolejne lata ujmując wpływ akwizycji e-obuwia oraz nieco niższej, od wcześniej oczekiwanej, rentowności w części detalicznej CCC. W przypadku e-obuwia zakładamy utrzymanie w długim terminie obecnych parametrów, czyli: 35% marży brutto na sprzedaży, 20% udziału kosztów SG&A w przychodach oraz rentowności EBITDA powyżej 15%. Zgodnie z celami CCC, zakładamy również wypracowanie ponad 500 mln PLN obrotu w horyzoncie 2018 r. W prognozach przyjmujemy również, iż CCC wykona opcję wykupu akcjonariuszy mniejszościowych e-obuwie w 2019 r., na co przeznaczy ok. 230 mln PLN. Ze względu na niepewność, co do ostatecznej formuły podatku od sprzedaży detalicznej, nie uwzględniamy go w prognozie. Zarząd CCC szacuje jednak, iż w wersji z kilkoma programami podatkowymi, w 2016 r. obciążenie nową daniną może wynieść ok. 6,5 mln PLN. Biorąc pod uwagę cały 2017 r. szacujemy, iż może to być ok. 15 mln PLN.



Tab. Prognozy finansowe CCC w rozbiu na segmenty

		2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Polska - detal	Przychody ze sprzedaży	1 438,4	1 671,7	1 803,1	1 915,0	1 992,9	2 063,7	2 113,6	2 164,7	2 217,0	2 270,5	2 325,2
	dynamika r/r	2,8%	16,2%	7,9%	6,2%	4,1%	3,6%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
	Powierzchnia	192,8	223,7	236,5	246,3	251,3	256,3	259,9	263,6	267,3	271,0	274,8
	dynamika r/r	11,4%	16,0%	5,7%	4,1%	2,0%	2,0%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
	Sprzedaż na m2	7,46	7,47	7,62	7,78	7,93	8,05	8,13	8,21	8,29	8,38	8,46
	EBITDA	260,8	287,1	303,4	322,8	340,1	348,7	349,8	350,6	351,1	351,4	351,4
	dynamika r/r	-6,1%	10,1%	5,7%	6,4%	5,4%	2,5%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%
	marża EBITDA	18,1%	17,2%	16,8%	16,9%	17,1%	16,9%	16,5%	16,2%	15,8%	15,5%	15,1%

		2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
UE - detal	Przychody ze sprzedaży	747,5	1 117,8	1 429,5	1 778,2	2 073,3	2 360,4	2 645,9	2 927,6	3 200,5	3 438,4	3 615,1
	dynamika r/r	50,1%	49,5%	27,9%	24,4%	16,6%	13,9%	12,1%	10,6%	9,3%	7,4%	5,1%
	Powierzchnia	153,0	219,3	259,7	302,2	330,9	356,0	380,5	404,8	429,6	450,4	465,7
	dynamika r/r	38,0%	43,3%	18,4%	16,4%	9,5%	7,6%	6,9%	6,4%	6,1%	4,8%	3,4%
	Sprzedaż na m2	4,89	5,10	5,51	5,89	6,27	6,63	6,95	7,23	7,45	7,63	7,76
	EBITDA	28,8	59,2	95,7	134,4	169,5	212,3	254,4	294,4	327,4	359,3	386,6
	dynamika r/r	-29,4%	105,4%	61,6%	40,4%	26,1%	25,3%	19,8%	15,7%	11,2%	9,7%	7,6%
	marża EBITDA	3,9%	5,3%	6,7%	7,6%	8,2%	9,0%	9,6%	10,1%	10,2%	10,4%	10,7%

		2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Franczyza (UE - WNIP)	Przychody ze sprzedaży	99,2	133,9	197,0	265,4	339,6	413,0	465,9	519,2	571,8	622,6	666,1
	dynamika r/r	24,0%	35,0%	47,1%	34,8%	27,9%	21,6%	12,8%	11,4%	10,1%	8,9%	7,0%
	Powierzchnia	30,0	40,2	54,5	67,7	80,7	92,3	98,8	105,3	111,7	118,2	123,7
	dynamika r/r	42,7%	34,1%	35,4%	24,3%	19,2%	14,3%	7,0%	6,6%	6,2%	5,8%	4,6%
	Sprzedaż na m2	3,31	3,33	3,62	3,92	4,21	4,47	4,72	4,93	5,12	5,27	5,38
	EBITDA	27,5	33,8	49,6	67,3	86,0	104,4	117,8	131,4	144,7	157,7	168,6
	dynamika r/r	110,8%	23,1%	46,7%	35,8%	27,8%	21,4%	12,9%	11,5%	10,2%	9,0%	6,9%
	marża EBITDA	27,7%	25,2%	25,2%	25,4%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%

		2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
eobuwie	Przychody ze sprzedaży	148,0	273,8	388,8	513,2	636,4	738,2	826,8	892,9	946,5	984,4	1 013,9
	dynamika r/r	108,5%	85,0%	42,0%	32,0%	24,0%	16,0%	12,0%	8,0%	6,0%	4,0%	3,0%
	Zysk brutto ze sprzedaży	51,8	95,8	136,1	179,6	222,7	258,4	289,4	312,5	331,3	344,5	354,9
	marża brutto ze sprzedaży	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
	koszty SGA	26,0	53,2	78,0	103,0	128,0	148,0	166,0	179,0	190,0	198,0	204,0
	udział w przychodach	17,5%	19,4%	20,1%	20,1%	20,1%	20,0%	20,1%	20,0%	20,1%	20,1%	20,1%
	EBITDA	26,3	44,9	62,1	80,7	98,9	114,6	127,7	138,0	145,8	151,1	155,6
	dynamika r/r	135,1%	70,5%	38,3%	30,0%	22,5%	15,9%	11,4%	8,0%	5,7%	3,7%	2,9%
	marża EBITDA	17,8%	16,4%	16,0%	15,7%	15,5%	15,5%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,3%
	EBIT	25,8	42,6	58,1	76,6	94,7	110,4	123,4	133,5	141,3	146,5	150,9
	dynamika r/r	141,4%	65,0%	36,2%	31,9%	23,6%	16,5%	11,8%	8,2%	5,8%	3,7%	3,0%
	marża EBIT	17,5%	15,6%	14,9%	14,9%	14,9%	15,0%	14,9%	15,0%	14,9%	14,9%	14,9%

		2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Razem	Przychody ze sprzedaży	2 307,7	3 189,2	3 818,3	4 471,8	5 042,2	5 575,3	6 052,2	6 504,5	6 935,8	7 315,8	7 620,3
	dynamika r/r	14,9%	38,2%	19,7%	17,1%	12,8%	10,6%	8,6%	7,5%	6,6%	5,5%	4,2%
	Powierzchnia (tys. m ²)	376,9	483,2	550,6	616,1	662,9	704,6	739,2	773,7	808,6	839,6	864,2
	dynamika r/r	23,5%	28,2%	14,0%	11,9%	7,6%	6,3%	4,9%	4,7%	4,5%	3,8%	2,9%
	Sprzedaż na m ²	6,12	6,60	6,93	7,26	7,61	7,91	8,19	8,41	8,58	8,71	8,82
	Zysk brutto ze sprzedaży	1 243,2	1 669,1	1 998,7	2 335,3	2 624,3	2 893,3	3 138,1	3 373,6	3 599,8	3 799,8	3 959,1
	dynamika r/r	12,4%	34,3%	19,7%	16,8%	12,4%	10,3%	8,5%	7,5%	6,7%	5,6%	4,2%
	Koszty SG&A	1006,5	1323,3	1571,9	1824,9	2032,2	2222,9	2405,3	2583,6	2762,7	2919,5	3042,5
	dynamika r/r	17,9%	31,5%	18,8%	16,1%	11,4%	9,4%	8,2%	7,4%	6,9%	5,7%	4,2%
	udział w przychodach	43,6%	41,5%	41,2%	40,8%	40,3%	39,9%	39,7%	39,7%	39,8%	39,9%	39,9%
	EBITDA	307,6	420,7	518,2	612,8	702,3	788,0	857,7	922,4	977,4	1028,1	1070,9
	dynamika r/r	3,9%	36,8%	23,2%	18,2%	14,6%	12,2%	8,8%	7,5%	6,0%	5,2%	4,2%
	marża EBITDA	13,3%	13,2%	13,6%	13,7%	13,9%	14,1%	14,2%	14,2%	14,1%	14,1%	14,1%
	EBIT	248,5	343,8	428,8	512,4	594,2	672,6	735,1	792,4	839,5	882,9	919,2
	dynamika r/r	45,2%	2,2%	38,3%	24,7%	19,5%	16,0%	13,2%	9,3%	7,8%	6,0%	5,2%
	marża EBIT	10,8%	10,8%	11,2%	11,5%	11,8%	12,1%	12,1%	12,2%	12,1%	12,1%	12,1%
	Zysk netto	250,6	256,5	324,8	393,2	456,6	523,4	578,3	626,9	667,5	704,9	734,5
	dynamika r/r	235,7%	-40,4%	2,4%	26,6%	21,1%	16,1%	14,6%	10,5%	8,4%	6,5%	5,6%
	marża netto	10,9%	8,0%	8,5%	8,8%	9,1%	9,4%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%

Źródło: Spółka, prognozy BM BGŻ BNP



LPP – aktualizacja prognoz

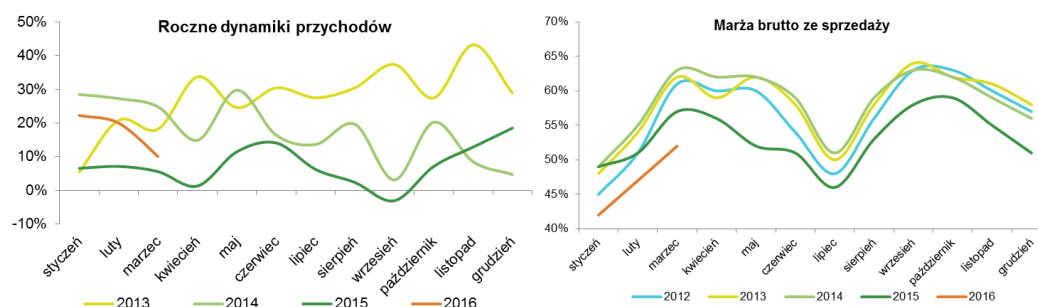
Tab. Kwartalne wyniki finansowe LPP

	1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015	1Q '16 P	2Q '16 P	3Q '16 P	4Q '16 P	2016
Przychody ze sprzedaży	1 002,6	1 291,3	1 261,5	1 575,0	5 130,3	1 175,6	1 433,6	1 412,0	1 739,4	5 760,6
dynamika r/r	6,1%	9,0%	2,2%	12,1%	7,6%	17,3%	11,0%	11,9%	10,4%	12,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	543,4	673,4	663,2	862,8	2 742,8	566,7	704,6	742,4	952,8	2 966,5
dynamika r/r	1,1%	-7,3%	-5,2%	4,1%	-1,8%	4,3%	4,6%	11,9%	10,4%	8,2%
marża brutto ze sprzedaży	54,2%	52,1%	52,6%	54,8%	53,5%	48,2%	49,1%	52,6%	54,8%	51,5%
EBITDA	74,1	192,5	162,6	297,6	726,8	33,3	165,0	181,7	321,6	701,6
dynamika r/r	-19,0%	-15,0%	-12,1%	-0,8%	-9,5%	-55,1%	-14,3%	11,8%	8,1%	-3,5%
marża EBITDA	7,4%	14,9%	12,9%	18,9%	14,2%	2,8%	11,5%	12,9%	18,5%	12,2%
EBIT	23,7	136,8	106,8	235,9	503,2	-25,0	102,2	119,8	252,4	449,5
dynamika r/r	-51,0%	-23,2%	-20,5%	-5,0%	-17,4%	-205,3%	-25,3%	12,2%	7,0%	-10,7%
marża EBIT	2,4%	10,6%	8,5%	15,0%	9,8%	-2,1%	7,1%	8,5%	14,5%	7,8%
Zysk netto	-37,3	136,6	79,7	173,0	352,0	-11,6	76,8	91,1	198,4	354,7
dynamika r/r	161,7%	-18,9%	-2,8%	-29,6%	-26,9%	-68,8%	-43,8%	14,2%	14,7%	0,7%
marża netto	-3,7%	10,6%	6,3%	11,0%	6,9%	-1,0%	5,4%	6,5%	11,4%	6,2%

Źródło: Spółka, prognozy BM BGŻ BNP

Zgodnie z miesięcznymi raportami Spółki, w pierwszym kwartale oczekujemy 1 175,6 mln PLN przychodów ze sprzedaży (+17,3% r/r), przy wzroście powierzchni handlowej do 854,0 tys. m² (+14,5% r/r). W przeliczeniu na m², w minionym kwartale LPP zanotowało, pierwszy raz od 3Q'13, dodatnią dynamikę sprzedaży (+1,4% r/r). Zgodnie z komentarzem Zarządu było to rezultatem licznych wyprzedaży w okresie styczeń-luty, dzięki czemu roczne dynamiki obrotu w tych miesiącach sięgnęły ponad 20%. W marcu Spółka przeprowadziła mniejszą liczbę wyprzedaży w stosunku do ubiegłego roku, co wraz z przesunięciem Świąt Wielkanocnych skutkowało spowolnieniem tempa wzrostu przychodów do +10,1% r/r.

Wyk. Miesięczne dane LPP

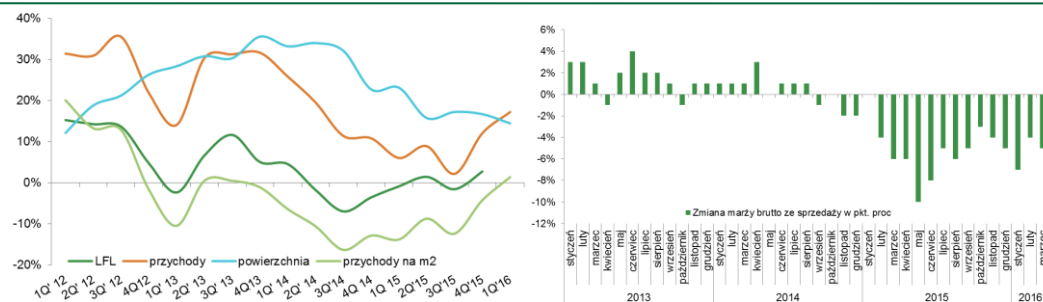


Źródło: LPP, BM BGŻ BNP

Wyższy kurs USD/PLN przełożył się, zgodnie z raportami miesięcznymi, na spadek marży brutto na sprzedaży o ok. 6,0 pkt. proc. w ujęciu r/r. Ze względu na wysoką konkurencję na rynku polskim, LPP nie widzi możliwości przełożenia na ceny umocnienia kursu dolara względem złotego. Oczekujemy minimalnego wzrostu w ujęciu r/r (+0,6%) kosztów sklepów własnych, które w 1Q'16 powinny wynieść 190 PLN/mc. Ze względu na stosunkowo wysokie tempo poprawy przychodów, udział kosztów SG&A w przychodach obniży się w 1Q'16 do 49,7% z 51,1% rok wcześniej. Nie będzie to jednak wystarczające do obrony wyniku operacyjnego: przy -7,3 mln PLN salda z pozostałej działalności operacyjnej (poziom ubiegłoroczny), EBITDA zmniejszy się o 55,1% do 33,3 mln PLN, a LPP zanotuje stratę na poziomie operacyjnym w wysokości 24,9 mln PLN (wobec 23,7 mln PLN zysku w 1Q'15). Wynik netto poprawią w 1Q'16 dodatnie różnice kursowe – oczekujemy +10,6 mln PLN z tytułu salda działalności finansowej. W efekcie, strata netto powinna wynieść -11,6 mln PLN wobec -37,3 mln PLN przed rokiem, przy czym w 1Q'15 LPP zanotowało 49,6 mln PLN ujemnych różnic kursowych.



Wyk. Dynamiki przychodów i powierzchni handlowej (wykres prawy) oraz zmiana marży brutto ze sprzedaży r/r (wykres lewy)



Źródło: LPP, BM BGŻ BNP

Tab. Porównanie celów Spółki i założeń BM BGŻ BNP na 2016 r.

	Cele LPP na 2016	Prognozy BM BGŻ BNP
Powierzchnia na 2016	933,3	936,3
<i>dynamika r/r</i>	11-13%	+11% r/r
- powierzchnia w Polsce	494,1	494,3
- powierzchnia w EU	210,5	210,3
- powierzchnia w CIS	214,0	214,1
Sprzedaż w 2016	powyżej dynamiki powierzchni	+12,3% r/r
Marża brutto ze sprzedaży	utrzymanie r/r	-2 pkt proc
Koszty sklepów/m2	lekki wzrost r/r	+2,3% r/r
CAPEX - 2016 w mln PLN	370,0	378,1
Zapasy na m2	stabilnie r/r	+1,8% r/r

Źródło: Spółka, prognozy BM BGŻ BNP

Głównym celem, jaki stawia sobie Zarząd Spółki na 2016 r. jest zwiększenie sprzedaży w tempie powyżej wzrostu powierzchni handlowej. W bieżącym roku Zarząd oczekuje wzrostu powierzchni w przedziale +11-13% r/r, przy czym ze względu na nasycenie rynku polskiego oraz opóźnienia w otwarciach centrów handlowych na Bliskim Wschodzie, bardziej prawdopodobne jest osiągnięcie dolnego przedziału. Oznaczałoby to uzyskanie co najmniej

11% dynamiki sprzedaży (prognozujemy +12,3% r/r). Działania mające na celu poprawę obrotów to zwiększenie o 50% liczby modeli w Reserved od kolekcji wiosna-lato'16, przy czym wzrost liczby w danym sklepie zależy będzie od jego powierzchni oraz od rotacji towaru. Równocześnie Spółka stawia na większą różnorodność modeli – rozszerzone będą kolekcje dla dzieci, sportowe albo biznesowe. Po ubiegłorocznych problemach w działach projektowych, zatrudniono większą liczbę projektantów i zwiększono kontrolę procesu produkcyjnego bezpośrednio w azjatyckich fabrykach. Korzystnie na sprzedaż w Niemczech przełożyć powinno się lepsze zaopatrowanie salonów w droższą odzież. Kontynuowany ma być rozwój franczyzy na Bliskim Wschodzie, gdzie w opinii Zarządu sklepy mają potencjał do osiągnięcia 2 razy większej sprzedaży na m² niż w Polsce. Pod koniec roku uruchomiona ma być także franczyza na Białorusi i Kazachstanie. W segmencie on-line, Spółka otworzyła w 1Q'16 sklep Reserved na Węgrzech, a do końca bieżącego roku w obszarze CEE/SEE uruchomiona ma zostać sprzedaż internetowa kolejnych dwóch marek LPP. Nie przewidujemy natomiast większego wpływu nowej marki Tallinder na osiągane w Polsce przychody – choć otwarcia przebiegają zgodnie z planem, to zgodnie z komentarzami Zarządu sprzedaż w pierwszych miesiącach nie jest satysfakcjonująca. Biorąc pod uwagę coraz mniejszy, negatywny wpływ deprecjacji rubla i hrywny na sprzedaż w kierunku wschodnim oraz pozytywne warunki dla konsumpcji w Polsce (program 500+, spadek bezrobocia i wzrost płac), uważamy, iż LPP powinno zrealizować plany sprzedażowe w 2016 r.

Z drugiej strony oczekujemy, iż Spółka nie zdoła wypełnić celu utrzymania marży brutto ze sprzedaży na ubiegłorocznym poziomie (53,5%). Pomimo niskiej bazy, którą obserwujemy od lutego'15, spadek rentowności dla kolekcji wiosna-lato'16 nadal postępuje, a wyniki w marcu i na początku kwietnia okazały się poniżej oczekiwań Zarządu. Ze względu na podobny kurs USD/PLN w stosunku do ubiegłego roku, kolekcja jesień-zima'16 powinna mieć już zbliżoną r/r marżę. Spółka, szczególnie na rynku polskim, nie widzi natomiast



możliwości podwyżki cen towarów, ze względu na silną konkurencję. W efekcie w 2016 r. prognozujemy spadek marży brutto ze sprzedaży o 2 pkt. proc. do 51,5%. Udział kosztów SG&A w przychodach powinien być minimalnie wyższy r/r (+0,1 pkt. proc.) i wynieść 42,9%. Zarząd spodziewa się niewielkiego, jednocyfrowego wzrostu kosztów własnych sklepów w przeliczeniu na m² – dynamika wzrostu wynagrodzeń powinna przekroczyć oczekiwaną redukcję kosztów najmu. W 2016 r. zwiększą się również koszty Zarządu, co będzie pochodną zwiększonego zatrudnienia w działach projektowych, inwestycji w nową siedzibę oraz wyższej amortyzacji z uwagi na poczynione inwestycje w logistykę. Oczekujemy więc, iż EBITDA w bieżącym roku wyniesie 716,8 mln PLN (-1,4% r/r), a EBIT zmniejszy się o 10,7% do 449,5 mln PLN. Przy saldzie z działalności finansowej w wysokości -11,6 mln PLN i efektywnej stawce podatku dochodowego rzędu 19%, oczekujemy, iż zysk netto osiągnie poziom 354,7 mln PLN (+0,7% r/r). Planowany w 2016 r. CAPEX to ok. 370 mln PLN (prognozujemy poziom 378 mln PLN), z czego ok. 290 mln PLN przeznaczone będzie na otwarcia sklepów. Pozostała część przeznaczona będzie na budowę nowej siedziby w Gdańsku (60 mln PLN w 2016 r. oraz podobna wartość w 2017 r.) oraz na inwestycje odtworzeniowe i w systemy IT (ok. 20 mln PLN). W przypadku kapitału obrotowego spodziewamy się stabilizacji poziomu zapasów na m² (+1,8% r/r) po ich mocnym wzroście w ubiegłym roku z uwagi na wzrost kursu USD/PLN.

Tab. Prognozy wyników dla poszczególnych segmentów LPP

		1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015	1Q '16 P	2Q '16 P	3Q '16 P	4Q '16 P	2016
Polska	Przychody ze sprzedaży	654,8	804,5	773,3	995,0	3 227,7	721,0	860,8	834,9	1057,7	3 474,4
	dynamika r/r	4,0%	5,5%	3,6%	5,7%	4,8%	10,1%	7,0%	8,0%	6,3%	7,6%
	Powierzchnia	423,5	443,5	443,9	465,0	465,0	466,3	474,6	474,5	494,3	494,3
	dynamika r/r	12,5%	10,6%	11,0%	12,4%	12,4%	10,1%	7,0%	6,9%	6,3%	6,3%
	Sprzedaż na m ²	1,55	1,81	1,74	2,14	6,94	1,55	1,81	1,76	2,14	7,03
		1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015	1Q '16 P	2Q '16 P	3Q '16 P	4Q '16 P	2016
UE	Przychody ze sprzedaży	140,0	197,6	210,6	307,3	855,5	194,5	247,0	252,6	364,7	1 058,8
	dynamika r/r	38,7%	44,7%	24,8%	51,5%	40,4%	39,0%	25,0%	19,9%	18,7%	23,8%
	Powierzchnia	139,6	147,7	161,7	179,0	179,0	179,6	184,7	184,7	210,3	210,3
	dynamika r/r	73,7%	46,4%	49,8%	39,2%	477,9%	28,7%	25,0%	14,2%	17,5%	17,5%
	Sprzedaż na m ²	1,00	1,34	1,30	1,72	4,78	1,08	1,34	1,37	1,73	5,03
		1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015	1Q '16 P	2Q '16 P	3Q '16 P	4Q '16 P	2016
WNIP	Przychody ze sprzedaży	204,3	283,5	272,2	264,7	1 024,6	244,9	314,4	314,3	295,1	1 168,7
	dynamika r/r	-4,7%	-0,8%	-14,7%	1,4%	-5,2%	19,9%	10,9%	15,5%	11,5%	14,1%
	Powierzchnia	181,2	183,2	187,7	193,9	193,9	201,1	201,2	206,5	214,1	214,1
	dynamika r/r	21,7%	7,6%	8,4%	7,5%	0,0%	11,0%	9,8%	10,0%	10,4%	10,4%
	Sprzedaż na m ²	1,13	1,55	1,45	1,36	5,28	1,22	1,56	1,52	1,38	5,46
		1Q '15	2Q '15	3Q '15	4Q '15	2015	1Q '16 P	2Q '16 P	3Q '16 P	4Q '16 P	2016
Franczyza	Przychody ze sprzedaży	3,5	5,6	5,4	8,1	22,6	15,2	11,3	10,2	21,9	58,7
	dynamika r/r	-	-	-	-	-	334,7%	102,4%	87,7%	172,2%	159,7%
	Powierzchnia	1,5	3,9	5,5	5,5	5,5	7,0	8,5	11,5	17,5	17,5
	dynamika r/r	-	-	-	-	-	354,6%	117,5%	108,7%	219,2%	219,2%
	Sprzedaż na m ²	2,28	1,44	0,99	1,47	4,11	2,18	1,34	0,89	1,25	3,35

Źródło: Spółka, prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Zmiana prognoz LPP w kolejnych latach

	2016			2017			2018		
	Poprzednie	Aktualne	zmiana	Poprzednie	Aktualne	zmiana	Poprzednie	Aktualne	zmiana
Przychody ze sprzedaży	5675,4	5760,6	1,5%	6 376,7	6 369,6	-0,1%	7 218,7	6 943,0	-3,8%
dynamika r/r	10,6%	12,3%		12,4%	10,6%		13,2%	9,0%	
Powierzchnia w tys m ²	960,1	936,3	-2,5%	1 083,6	1 035,3	-4,5%	1 216,4	1 128,7	-7,2%
dynamika r/r	13,8%	11,0%		12,9%	10,6%		12,3%	9,0%	
Zysk brutto ze sprzedaży	3093,1	2966,5	-4,1%	3507,2	3312,2	-5,6%	4006,4	3679,8	-8,2%
dynamika r/r	12,8%	8,2%		13,4%	11,7%		14,2%	11,1%	
marża brutto ze sprzedaży	54,5%	51,50%	-3,00%	55,0%	52,00%	-3,00%	55,5%	53,00%	-2,50%
koszty SGA	2491,0	2468,6	-0,9%	2792,2	2744,1	-1,7%	3140,9	3679,8	17,2%
dynamika r/r	13,7%	12,7%		12,1%	11,2%		12,5%	34,1%	
udział w przychodach	43,9%	42,85%	-1,04%	43,8%	43,08%	-0,71%	43,5%	53,00%	9,49%
EBITDA	838,1	716,8	-14,5%	986,5	813,2	-17,6%	1176,4	943,9	-19,8%
dynamika r/r	15,3%	-1,4%		17,7%	13,4%		19,2%	16,1%	
marża EBITDA	14,8%	12,44%	-2,32%	15,5%	12,77%	-2,70%	16,3%	13,59%	-2,70%
EBIT	570,4	449,5	-21,2%	683,2	519,6	-23,9%	833,6	621,8	-25,4%
dynamika r/r	13,3%	-10,7%		19,8%	15,6%		22,0%	19,7%	
marża EBIT	10,1%	7,80%	-2,25%	10,7%	8,16%	-2,56%	11,5%	8,96%	-2,59%
Zysk netto	416,3	354,7	-14,8%	523,9	404,0	-22,9%	662,7	486,5	-26,6%
dynamika r/r	18,3%	0,7%		25,8%	13,9%		26,5%	20,4%	
marża netto	7,3%	6,16%	-1,18%	8,2%	6,34%	-1,87%	9,2%	7,01%	-2,17%

Źródło: Sprawozdania Spółki, BM BGŻ BNP

Obniżamy prognozy na kolejne lata w związku z rozczarowującymi wynikami za 2015 r. oraz brakiem wyraźniejszej poprawy, szczególnie w obszarze rentowności, w 2016 r. W kolejnych latach nie oczekujemy odbicia gospodarczego w Rosji i na Ukrainie. Równocześnie plany rozwoju w krajach arabskich, otworzenie franczyzy na Białorusi i w Kazachstanie oraz ekspansja w Niemczech i na Bałkanach, naszym zdaniem, nie będą w stanie nadrobić słabości rynku polskiego oraz rosyjskiego. Tempo wzrostu sprzedaży w Niemczech jest wolniejsze od oczekiwań Zarządu, nowa marka, czyli Tallinder, także nie będzie naszym zdaniem, przełomem dla biznesu LPP. Uważamy iż Spółka zbyt wolno rozwija się w segmencie e-commerce, co stawia LPP w niekorzystnej sytuacji względem konkurencji. Dodatkowo Zarząd nie dostrzega możliwości znaczącej poprawy marży na rynku polskim ze względu na silną konkurencję. Wyższa marża brutto na sprzedaży w kolejnych latach jest pochodną zwiększania udziału sprzedaży poza Polską. W 2015 r. Spółka w większości wyczerpała również potencjał ograniczenia kosztów sklepów własnych, co prowadzić będzie do wzrostu udziału kosztów SG&A w przychodach.



Tab. Prognozy finansowe LPP w rozbiciu na segmenty

		2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Polska	Przychody ze sprzedaży	3 227,7	3 474,4	3 719,7	3 897,5	4 024,5	4 115,3	4 197,9	4 282,1	4 368,1	4 455,8	4 545,2
	dynamika r/r	4,8%	7,6%	7,1%	4,8%	3,3%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
	Powierzchnia (tys. m ²)	465,0	494,3	524,0	545,0	561,3	572,5	581,1	589,8	598,7	607,7	616,8
	dynamika r/r	12,4%	6,3%	6,0%	4,0%	3,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
	Sprzedaż na m ²	6,94	7,03	7,10	7,15	7,17	7,19	7,22	7,26	7,30	7,33	7,37
UE	Przychody ze sprzedaży	855,5	1 058,8	1 240,5	1 440,8	1 644,4	1 858,3	2 085,4	2 316,9	2 550,7	2 782,3	3 006,8
	dynamika r/r	40,4%	23,8%	17,2%	16,2%	14,1%	13,0%	12,2%	11,1%	10,1%	9,1%	8,1%
	Powierzchnia (tys. m ²)	179,0	210,3	244,0	280,6	317,0	355,1	394,1	433,6	472,6	510,4	546,1
	dynamika r/r	40,4%	23,8%	17,2%	16,2%	14,1%	13,0%	12,2%	11,1%	10,1%	9,1%	8,1%
	Sprzedaż na m ²	4,78	5,03	5,08	5,14	5,19	5,23	5,29	5,34	5,40	5,45	5,51
WNIP	Przychody ze sprzedaży	1 024,6	1 168,7	1 311,3	1 471,3	1 634,6	1 790,7	1 943,6	2 090,0	2 226,5	2 349,5	2 467,0
	dynamika r/r	-5,2%	14,1%	12,2%	12,2%	11,1%	9,5%	8,5%	7,5%	6,5%	5,5%	5,0%
	Powierzchnia (tys. m ²)	193,9	214,1	235,5	259,1	285,0	310,6	335,5	359,0	380,5	399,5	419,5
	dynamika r/r	7,5%	10,4%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%
	Sprzedaż na m ²	5,28	5,46	5,57	5,68	5,74	5,76	5,79	5,82	5,85	5,88	5,88
Francja	Przychody ze sprzedaży	22,6	58,7	123,1	171,6	222,1	274,5	328,9	385,3	443,9	504,7	567,7
	dynamika r/r	-	159,7%	109,7%	39,5%	29,4%	23,6%	19,8%	17,2%	15,2%	13,7%	12,5%
	Powierzchnia (tys. m ²)	5,5	17,5	31,8	44,1	56,3	68,6	80,8	93,1	105,4	117,6	129,9
	dynamika r/r	-	219,2%	81,4%	38,6%	27,8%	21,8%	17,9%	15,2%	13,2%	11,6%	10,4%
	Sprzedaż na m ²	4,11	3,35	3,87	3,90	3,94	4,00	4,07	4,14	4,21	4,29	4,37
Razem	Przychody ze sprzedaży	5 130,3	5 760,6	6 369,6	6 943,0	7 473,6	7 972,3	8 474,5	8 977,7	9 476,5	9 963,0	10 440,3
	dynamika r/r	7,6%	12,3%	10,6%	9,0%	7,6%	6,7%	6,3%	5,9%	5,6%	5,1%	4,8%
	Powierzchnia (tys. m ²)	843,5	936,3	1035,3	1128,7	1219,7	1306,8	1391,6	1475,5	1557,1	1635,2	1712,3
	dynamika r/r	16,7%	11,0%	10,6%	9,0%	8,1%	7,1%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%	4,7%
	Sprzedaż na m ²	6,08	6,15	6,15	6,15	6,13	6,10	6,09	6,08	6,09	6,09	6,10
	Zysk brutto ze sprzedaży	2 742,8	2 966,5	3 312,2	3 679,8	4 035,7	4 384,8	4 661,0	4 937,8	5 212,1	5 479,7	5 742,2
	dynamika r/r	-1,8%	8,2%	11,7%	11,1%	9,7%	8,6%	6,3%	5,9%	5,6%	5,1%	4,8%
	Koszty SG&A	2191,1	2468,6	2744,1	3009,6	3257,3	3481,1	3697,1	3909,9	4119,8	4323,7	4523,8
	dynamika r/r	2,0%	12,7%	11,2%	9,7%	8,2%	6,9%	6,2%	5,8%	5,4%	4,9%	4,6%
	Udział kosztów SG&A w przychodach	42,7%	42,9%	43,1%	43,3%	43,6%	43,7%	43,6%	43,6%	43,5%	43,4%	43,3%
	EBITDA	726,8	716,8	813,2	943,9	1081,3	1236,4	1326,5	1421,0	1516,1	1610,3	1703,6
	dynamika r/r	-9,5%	-1,4%	13,4%	16,1%	14,6%	14,3%	7,3%	7,1%	6,7%	6,2%	5,8%
	marża EBITDA	14,2%	12,4%	12,8%	13,6%	14,5%	15,5%	15,7%	15,8%	16,0%	16,2%	16,3%
	EBIT	503,2	449,5	519,6	621,8	729,9	855,2	915,4	979,4	1043,8	1107,6	1169,9
	dynamika r/r	-17,4%	-10,7%	15,6%	19,7%	17,4%	17,2%	7,0%	7,0%	6,6%	6,1%	5,6%
	marża EBIT	9,8%	7,8%	8,2%	9,0%	9,8%	10,7%	10,8%	10,9%	11,0%	11,1%	11,2%
	Zysk netto	352,0	354,7	404,0	486,5	575,0	677,8	728,2	781,3	834,6	887,2	939,4
	dynamika r/r	-26,9%	0,7%	13,9%	20,4%	18,2%	17,9%	7,4%	7,3%	6,8%	6,3%	5,9%
	marża netto	6,9%	6,2%	6,3%	7,0%	7,7%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%

Źródło: Spółka, prognozy BM BGŻ BNP



Wycena

Wycenę Spółek sporządzono za pomocą:

- metody opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (Free Cash Flow to Firm) FCFF;
- metody porównawczej.

Metoda oparta na zdyskontowanych przepływach pieniężnych jest jedną z najbardziej popularnych metod wyceny przedsiębiorstw. Według metody opartej na przepływach pieniężnych, wartość Spółek jest równa sumie (zdyskontowanych odpowiednim ważonym kosztem kapitału) przepływów pieniężnych, pomniejszonej o wartość długu netto.

Wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych zostały sporządzone przy zachowaniu następujących założeń:

- w wycenie CCC uwzględniamy akwizycję spółki e-obuwie, przy założeniu realizacji opcji wykupu pozostałych udziałów w 2019 r.
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 3,0 %, premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- nominalny koszt kapitału obcego przyjmujemy na poziomie 5%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na podstawie relewarowanej bety (czyli uwzględniającej stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych) przy wskaźniku wyjściowym równym 1;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
- efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o plany inwestycyjne Spółek; dla ostatniego roku prognozy przyjmujemy wydatki inwestycyjne na poziomie amortyzacji;
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- wartość kapitału własnego w estymacji WACC jest wartością rynkową (szacowaną w wycenie DCF);
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 19.04.2016 r.

Ze względu na wzrostowy profil Spółek przyjęliśmy w ramach metody porównawczej dwa podejścia. W standardowym podejściu metoda porównawcza przedstawia Spółki na tle popularnych mnożników wyznaczonych dla podmiotów z grupy porównawczej. Wartość Spółek szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych dla akcjonariuszy większościowych, długu netto oraz udziałów mniejszościowych spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych, długu netto spółki oraz udziałów mniejszościowych do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na konsensusie analityków dla spółek zagranicznych o podobnym profilu działalności w latach 2016-2018 r. **Ze względu na znacznie szybszą stopę wzrostu wyników rekomendowanych Spółek do wyceny użyliśmy także metody porównawczej skorygowanej o oczekiwaną stopę wzrostu.** W tym celu podzieliliśmy wybrane wskaźniki (EV/EBIT, EV/EBITDA oraz P/E) przez prognozowaną stopę wzrostu odpowiednio wyniku EBIT, EBITDA oraz netto w okresie 2016-2018 r. Tak otrzymane wskaźniki umożliwiają porównanie wyceny rynkowej danej spółki w odniesieniu do oczekiwanej poprawy wyników w kolejnych latach.

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą FCFF oraz metodą porównawczą, przy ustaleniu 50% wagi dla metody FCFF oraz po 25% dla każdej z metod porównawczych. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji CCC jest bliska obecnej wartości rynkowej, a cena jednej akcji LPP jest niższa od wartości rynkowej. Ostatecznie, wydajemy zalecenie NEUTRALNIE dla akcji CCC z ceną docelową 176,63 PLN oraz zalecamy SPRZEDAŻ dla akcji LPP z ceną docelową 5028,22 PLN.

Tab. Podsumowanie wycen

udział	metoda wyceny	CCC	LPP
50%	metoda DCF	167,81	4922,81
	<i>porównanie do akt. ceny</i>	-1%	-21%
25%	metoda porównawcza	109,43	4033,50
	<i>porównanie do akt. ceny</i>	-35%	-35%
25%	metoda porównawcza kor. o wzrost	261,45	6233,75
	<i>porównanie do akt. ceny</i>	55%	0%
100%	wycena akcji	176,63	5028,22
	obecna cena akcji	169,10	6223,90
	potencjał wzrostu	4,5%	-19,2%

Źródło: BM BGŻ BNP,



Wycena - CCC

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	3 189,2	3 818,3	4 471,8	5 042,2	5 575,3	6 052,2	6 504,5	6 935,8	7 315,8	7 620,3
Powierzchnia na koniec roku (tys. m ²)	483,2	550,6	616,1	662,9	704,6	739,2	773,7	808,6	839,6	864,2
EBIT	343,8	428,8	512,4	594,2	672,6	735,1	792,4	839,5	882,9	919,2
Efektowna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	278,5	347,3	415,1	481,3	544,8	595,4	641,8	680,0	715,1	744,6
Amortyzacja	76,9	89,5	100,3	108,1	115,4	122,6	130,1	137,9	145,2	151,7
CAPEX	409,3	106,4	109,2	333,9	115,2	122,4	129,9	137,7	145,0	151,5
Inwestycje w kapitał obrotowy	262,5	125,1	127,5	91,4	87,3	86,9	90,6	95,7	90,1	80,6
FCFF	-316,4	205,2	278,6	164,1	457,6	508,7	551,4	584,5	625,2	664,1
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
Koszt kapitału własnego	11,7%	11,1%	10,5%	10,5%	10,0%	9,6%	9,4%	9,2%	9,0%	9,0%
Koszt długu	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
% kapitału własnego	58,5%	63,6%	68,9%	69,1%	74,4%	80,2%	83,7%	86,7%	89,5%	90,2%
% długu	41,5%	36,4%	31,1%	30,9%	25,6%	19,8%	16,3%	13,3%	10,5%	9,8%
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Suma DFCF	2095,3									
Wartość rezydualna (TV)	10420,7									
Zdyskontowana TV	4722,1									
Wartość działalności operacyjnej	6 817,4									
Dług netto	373,4									
Wartość kapitału własnego	6444,0									
Liczba akcji (mln szt.)	38,4									
Wartość 1 akcji	167,81									

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	7,5%	151,41	159,56	168,97	179,94	192,90
	8,0%	150,89	159,01	168,39	179,32	192,25
	8,5%	150,37	158,47	167,81	178,71	191,59
	9,0%	149,86	157,93	167,24	178,10	190,94
	9,5%	149,34	157,39	166,67	177,50	190,30
		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Beta	1,27	151,38	159,53	168,93	179,90	192,86
	1,42	150,87	159,00	168,37	179,30	192,23
	1,57	150,37	158,47	167,81	178,71	191,59
	1,72	149,88	157,95	167,26	178,13	190,97
	1,87	149,38	157,43	166,71	177,55	190,35

Źródło: BM BGŻ BNP

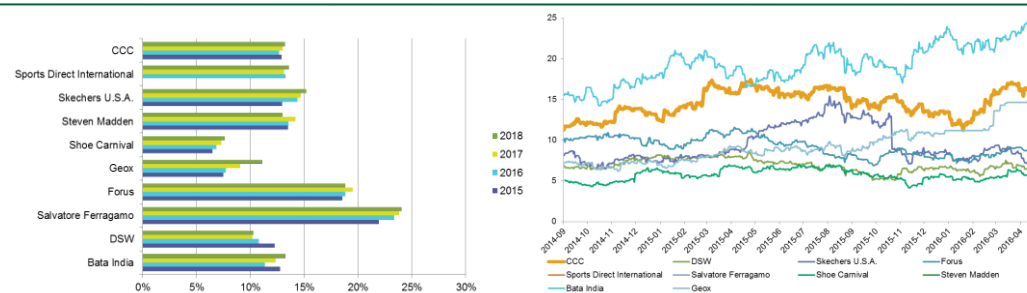


Tab. Wycena metodą porównawczą

Kapitalizacja (EUR)	2016 P	EVEBIT		2016 P	EVEBITDA		2016 P	P/E		2016 P	CAGR (2015-2017)		
		2017 P	2018 P		2017 P	2018 P		2017 P	2018 P		EBIT	EBITDA	Zysk netto
Spółki zagraniczne													
BATA INDIA LTD	944	33,6	26,0	21,4	25,3	20,4	16,6	41,8	35,4	28,3	26%	23%	22%
DSW INC-CL A	1 844	9,0	8,6	8,3	6,5	6,3	5,9	17,2	16,0	14,6	4%	5%	4%
FERRAGAMO SPA	3 673	13,1	12,1	11,3	10,7	9,9	9,3	19,2	17,7	16,3	7%	7%	9%
FORUS	687	12,1	11,0	10,0	9,8	8,9	8,9	16,1	14,5	15,0	10%	5%	3%
GEOX SPA	732	22,3	14,3	9,1	10,1	8,0	6,1	47,1	23,3	14,5	57%	29%	78%
SHOE CARNIVAL	462	10,4	9,1	8,0	6,8	6,1	5,5	18,9	16,2	14,2	14%	11%	13%
STEVEN MADDEN	2 001	11,3	9,5	-	10,6	9,6	10,4	18,1	16,1	15,6	-	1%	2%
SKECHERS USA-A	4 065	8,7	7,0	6,2	8,0	6,8	5,8	14,1	11,7	9,8	19%	17%	18%
SPORTS DIRECT IN	2 994	7,3	6,8	6,2	5,8	5,5	5,1	10,8	10,3	9,5	9%	6%	8%
MEDIANA	1 844	11,3	9,5	8,7	9,8	8,0	6,1	18,1	16,1	14,6	12,0%	6,9%	8,8%
CCC	20,0	16,1	13,4	16,4	13,3	11,2	25,4	20,1	16,6	22%	21%	24%	
Premia/dyskonto*	77,6%	68,8%	54,9%	66,6%	66,2%	85,5%	40,1%	24,3%	13,1%	84,9%	198,6%	171,6%	

Źródło: Bloomberg, BM BGŻ BNP, *wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej

Wyk. Marża EBITDA (wyk. lewy) oraz prognozowany wskaźnik EV/EBITDA dla spółek porównywalnych (wyk. prawy)



Źródło: Bloomberg, opracowanie BM BGŻ BNP

Tab. Wycena metodą porównawczą skorygowaną o stopę wzrostu

	Kapitalizacja (EUR)	2016 P	EV/EBIT/CAGR		EV/EBITDA/CAGR			P/E/CAGR		
			2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P
Spółki zagraniczne										
BATA INDIA LTD	944	131,8	101,9	83,6	108,1	87,3	71,0	193,9	164,5	131,2
DSW INC-CL A	1 844	208,0	197,6	191,1	128,5	123,7	116,3	418,0	388,2	356,4
FERRAGAMO SPA	3 673	175,1	161,9	151,6	153,8	143,2	134,5	218,7	202,0	185,5
FORUS	687	120,8	109,3	99,8	199,5	180,5	181,3	474,3	424,6	441,7
GEOX SPA	732	39,3	25,2	16,0	34,6	27,3	20,7	60,1	29,8	18,5
SHOE CARNIVAL	462	74,8	65,6	57,7	63,5	56,9	51,8	140,5	120,2	105,9
STEVEN MADDEN	2 001	-	-	-	1021,8	925,9	1001,0	1123,1	999,3	967,3
SKECHERS USA-A	4 065	46,0	37,2	32,6	46,4	39,3	33,7	78,0	64,9	54,5
SPORTS DIRECT IN	2 994	83,2	77,2	70,3	91,6	86,4	81,1	140,3	133,4	123,1
MEDIANA	1 844	102,0	89,6	77,0	108,1	87,3	81,1	193,9	164,5	131,2
CCC		90,7	72,7	60,8	79,1	64,2	54,3	106,7	84,2	69,6
Premia/dyskonto*		-11,1%	-18,8%	-20,9%	-26,8%	-26,4%	-33,0%	-45,0%	-48,8%	-47,0%
Wycena 1 akcji (PLN)	261,45									

Źródło: Bloomberg, BM BGŻ BNP, *wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej



Wycena - LPP

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	5 760,6	6 369,6	6 943,0	7 473,6	7 972,3	8 474,5	8 977,7	9 476,5	9 963,0	10 440,3
Powierzchnia na koniec roku (tys. m ²)	936,3	1 035,3	1 128,7	1 219,7	1 306,8	1 391,6	1 475,5	1 557,1	1 635,2	1 712,3
EBIT	449,5	519,6	621,8	729,9	855,2	915,4	979,4	1 043,8	1 107,6	1 169,9
Efektowna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	364,1	420,9	503,6	591,2	692,7	741,5	793,3	845,5	897,1	947,6
Amortyzacja	267,3	293,5	322,1	351,4	381,2	411,1	441,6	472,3	502,7	533,7
CAPEX	378,1	408,2	383,2	386,6	385,7	388,3	395,0	397,9	396,7	533,7
Inwestycje w kapitał obrotowy	97,0	94,1	90,8	93,6	92,6	89,8	89,6	87,9	84,8	85,6
FCFF	156,3	212,2	351,7	462,5	595,6	674,5	750,3	831,9	918,3	862,0
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Koszt kapitału własnego	10,2%	10,1%	10,0%	9,8%	9,7%	9,6%	9,5%	9,4%	9,3%	9,2%
Koszt długu	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
% kapitału własnego	72,7%	74,1%	75,3%	76,8%	78,5%	79,9%	81,2%	82,7%	84,1%	85,7%
% długu	27,3%	25,9%	24,7%	23,2%	21,5%	20,1%	18,8%	17,3%	15,9%	14,3%
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Suma DFCF	3 506,1									
Wartość rezydualna (TV)	13 525,5									
Zdyskontowana TV	6 129,1									
Wartość działalności operacyjnej	9 635,1									
Dług netto	620,9									
Wartość kapitału własnego	9 014,3									
Liczba akcji (mln szt.)	1,8									
Wartość 1 akcji	4922,81									

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

wzrost FCFF w nieskończoność						
WACC		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	7,5%	4 479	4 701	4 957	5 256	5 609
	8,0%	4 464	4 685	4 940	5 238	5 589
	8,5%	4 448	4 669	4 923	5 219	5 570
	9,0%	4 433	4 652	4 906	5 202	5 551
	9,5%	4 417	4 636	4 889	5 184	5 532
wzrost FCFF w nieskończoność						
Beta		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	1,00	4 486	4 708	4 964	5 263	5 616
	1,15	4 467	4 688	4 943	5 241	5 593
	1,30	4 448	4 669	4 923	5 219	5 570
	1,45	4 430	4 649	4 902	5 198	5 547
	1,60	4 411	4 630	4 882	5 177	5 525

Źródło: BM BGŻ BNP

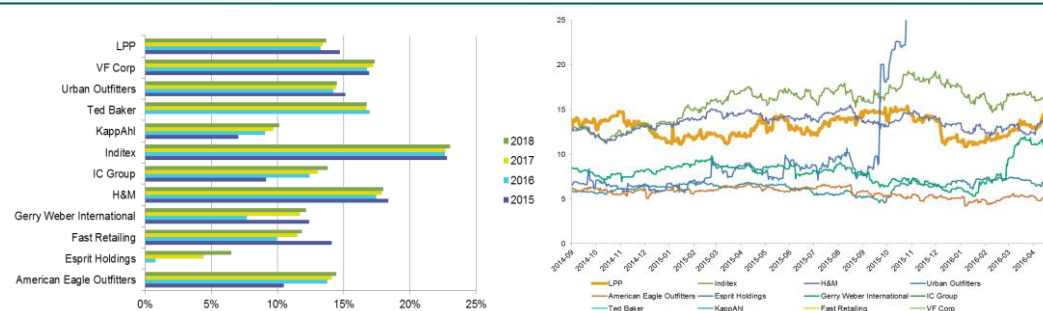


Tab. Wycena metodą porównawczą

	Kapitalizacja (EUR)		EVEBIT		EVEBITDA			P/E			CAGR (2015-2017)		
			2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P	EBIT	EBITDA	Zysk netto
Spółki zagraniczne													
AMER EAGLE OUTF	2 555	7,8	7,4	7,0	5,4	5,1	4,9	14,8	13,2	12,2	6%	5%	7%
ESPRIT HLDGS	1 513	-	288,2	14,8	63,3	11,1	6,8	-	380,0	26,3	-	204%	-
FAST RETAILING	25 546	19,6	14,1	11,6	15,4	12,1	10,7	51,1	28,9	24,7	30%	20%	47%
GERRY WEBER INTI	587	54,3	11,7	10,9	11,5	7,3	7,0	31,8	12,5	12,8	123%	28%	172%
HENNES & MAURİ-B	54 873	18,2	16,1	14,5	14,2	12,5	11,3	23,8	21,2	19,4	12%	12%	11%
IC GROUP A/S	482	12,3	11,1	9,8	10,3	9,3	8,3	15,5	14,5	12,8	12%	12%	10%
INDİTEX	91 848	23,3	21,1	18,7	18,3	16,6	14,8	31,7	28,6	25,4	12%	11%	12%
KAPPAHL AB	275	9,9	9,0	8,2	6,8	6,3	5,9	12,8	11,2	10,4	9%	8%	11%
TED BAKER PLC	1 410	19,7	17,3	14,9	15,4	13,8	12,2	25,7	22,5	19,5	15%	12%	17%
URBAN OUTFITTER	3 216	9,9	9,4	8,7	7,0	6,6	6,3	17,9	15,5	14,0	7%	6%	7%
VF CORP	24 111	15,1	13,5	12,5	13,0	11,8	10,8	19,9	17,6	15,4	10%	10%	11%
MEDIANA	2 555	16,7	13,5	11,6	13,0	11,1	8,3	21,9	17,6	15,4	11,9%	11,7%	11,3%
LPP		26,7	23,1	19,3	16,8	14,8	12,7	32,1	28,2	23,4	18%	15%	17%
Premia/dyskonto*		60,6%	71,9%	66,0%	28,5%	33,6%	53,7%	46,9%	60,4%	52,1%	48,6%	25,7%	51,4%
Wycena 1 akcji (PLN)	4033,5												

Źródło: Bloomberg, BM BGŻ BNP, *wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej

Wyk. Marża EBITDA (wyk. lewy) oraz prognozowany wskaźnik EV/EBITDA dla spółek porównywalnych (wyk. prawy)



Źródło: Bloomberg, opracowanie BM BGŻ BNP

Tab. Wycena metodą porównawczą skorygowaną o stopę wzrostu

	Kapitalizacja (EUR)		EV/EBIT/CAGR			EV/EBITDA/CAGR			P/E/CAGR		
			2016 P	2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P
Spółki zagraniczne											
AMER EAGLE OUTF	2 555	139,2	132,8	124,9	105,3	99,8	95,2	222,3	198,7	184,4	
ESPRIT HLDGS	1 513	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
FAST RETAILING	25 546	66,0	47,5	39,3	76,4	60,0	52,8	109,5	62,0	53,0	
GERRY WEBER INTL	587	44,0	9,5	8,8	41,0	26,0	25,0	18,5	7,3	7,4	
HENNES & MAURI-B	54 873	150,5	133,0	119,8	116,8	103,0	92,8	212,7	189,2	173,0	
IC GROUP A/S	482	101,4	91,2	80,6	88,1	79,4	70,6	152,5	143,1	125,8	
INDITEX	91 848	200,2	181,3	160,7	163,0	147,6	131,8	272,7	246,5	218,9	
KAPPAHL AB	275	104,6	94,9	87,3	87,8	81,1	75,6	119,1	105,0	97,3	
TED BAKER PLC	1 410	-	-	-	-	-	-	151,1	132,2	114,6	
URBAN OUTFITTER	3 216	142,3	134,0	124,3	120,1	113,5	107,3	249,2	215,9	195,4	
VF CORP	24 111	150,3	133,9	124,1	131,0	118,7	108,4	174,7	154,3	135,2	
MEDIANA	2 555	139,2	132,8	119,8	105,3	99,8	92,8	163,6	148,7	130,5	
LPP		151,8	131,3	109,7	113,6	100,2	86,3	187,7	164,8	136,8	
Premia/dyskonto*		9,0%	-1,2%	-8,4%	7,9%	0,4%	-7,0%	14,7%	10,8%	4,9%	
Wycena 1 akcji (PLN)	6 233,75										

Źródło: Bloomberg, BM BGŻ BNP, *wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej



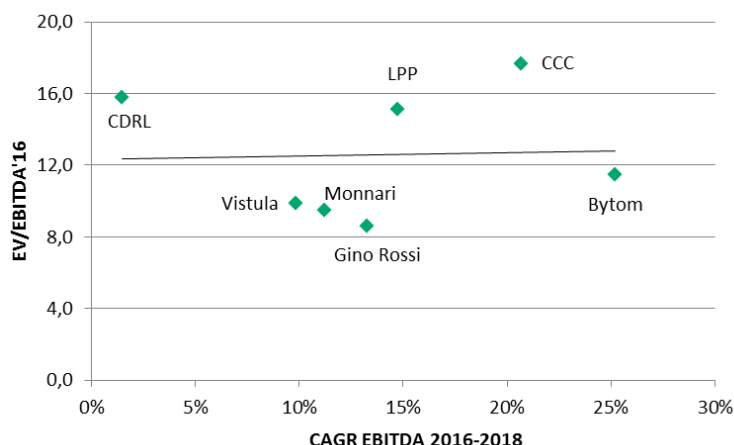
Wycena CCC i LPP na tle polskich spółek

Tab. Wycena metodą porównawczą

	Kapitalizacja (EUR)		EV/EBIT		EV/EBITDA			P/E			CAGR (2015-2017)		
			2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P	EBIT	EBITDA	Zysk netto
Spółki polskie													
LPP	2 658	23,4	18,5	17,0	15,1	13,3	11,9	26,3	22,6	20,3	18%	15%	17%
CCC SA	1 516	22,0	17,6	14,8	17,7	14,2	12,1	26,5	19,9	16,7	22%	21%	24%
MONNARI	106	10,6	9,1	8,5	9,5	8,1	7,7	14,3	12,3	10,8	12%	11%	11%
VISTULA	126	12,3	11,0	10,3	9,9	9,0	8,2	15,0	13,1	11,9	10%	10%	17%
BYTOM SA	54	12,9	11,1	8,2	11,5	10,0	7,3	17,0	13,1	10,9	25%	25%	26%
GINOROSI	33	11,9	10,9	9,1	8,6	7,9	6,7	13,2	10,8	9,0	14%	13%	17%
CDRL SA	43	32,6	34,1	30,7	15,8	16,2	15,3	12,7	10,9	9,5	3%	1%	9%
WOJAS	18	13,4	12,9	-	7,9	7,6	-	18,8	20,3	20,6	-	-	-
MEDIANA	54	12,9	11,1	9,7	9,9	9,0	7,9	15,0	13,1	10,9	13,1%	12,2%	16,7%

W wycenie porównawczej nie bierzemy pod uwagę pozostałych spółek z branży modowej notowanych na GPW. Chociaż są one najbliższe CCC oraz LPP pod względem geograficznym, to uważamy, że z powodu kilkukrotnie mniejszej kapitalizacji i płynności akcji, nie stanowią one stosownej grupy porównawczej. CCC oraz LPP dzięki ekspansji zagranicznej wykazują szybszy rozwój od pozostałych spółek, przez co notowane są ze znaczną premią wobec grupy. Jednakże porównując na poniższym wykresie tempo wzrostu EBITDA i wskaźnik EV/EBITDA możemy zauważyć pewne przeszacowanie akcji CDRL oraz niedoszacowanie akcji Bytomia.

Wyk. Porównanie wyceny EV/EBITDA i oczekiwanego wzrostu EBITDA dla polskich spółek odzieżowych



Źródło: Bloomberg, prognozy dla CCC i LPP za BM BGŻ BNP



Czynniki ryzyka

1. **Ryzyko makroekonomiczne** – częstotliwość odwiedzania centrów handlowych i wielkość wydatków w sklepach zależą od zamożności i nastrojów konsumentów, która są ściśle skorelowane ze stanem gospodarki. W Polsce i Europie Środkowej obserwujemy obecnie poprawę wskaźników makroekonomicznych, a szczególnie konsumpcja gospodarstw domowych w naszym kraju notuje wzrosty. Na skutek sankcji i spadków cen ropy w 2015 r. spodziewana jest silna recesja na rynku rosyjskim. Konflikt na Wschodzie jest także przyczyną kryzysu gospodarczego na Ukrainie.
2. **Ryzyko walutowe** – Spółki zamawiają większość swoich produktów w USD (ok. 90% dla LPP i ok. 48% dla CCC) i w EUR (ok. 5% dla LPP i ok. 20% dla CCC). Równocześnie coraz istotniejszą rolę w sprzedaży pełnią rynki zagraniczne, a przychody realizowane są w walutach lokalnych (m.in. EUR, RUB). Wahania kursów walutowych, a głównie dolara, stanowią więc znaczny wpływ na osiąganą marżę i wyniki Spółek.
3. **Ryzyko związane z dostawami i projektowaniem kolekcji**– nietrafienie z kolekcją w gusta klientów przełoży się na spadek zainteresowania ofertą sklepów i mniejszą sprzedażą Spółek. Ryzykiem jest także długi cykl produkcji (nawet do 9 miesięcy od rozpoczęcia prac nad projektem do dostawy), który wpływa na mniejszą elastyczność zmiany kolekcji w trakcie sezonu.
4. **Ryzyko związane z otwarciem sklepów w nowych krajach** – zarówno CCC, jak i LPP przyspieszyły ekspansję w nowych obszarach geograficznych, z czym wiąże się ryzyko odmiennych preferencji konsumenckich, braku dobrej znajomości rynku lub ryzykiem ograniczeń prawnych wynikających z uregulowań lokalnych, co może zwiększać koszty rozwoju, obniżając wyniki Spółki.
5. **Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży i pogodą** – na rynku odzieżowym widać sezonowość sprzedaży, a najważniejszymi miesiącami są marzec i październik (dla CCC) oraz październik i grudzień (dla LPP). W przypadku niekorzystnej aury w tych okresach (generalnie zbyt szybka lub zbyt późna zmiana pór roku), realizowana sprzedaż może być poniżej oczekiwań.
6. **Ryzyko związane z konkurencją** – zarówno rynek odzieży, jak i obuwniczy cechuje się niskimi barierami wejścia przez co jest mocno konkurencyjny i rozdrobniony. CCC i LPP muszą mierzyć się zarówno ze światowymi koncernami (np. Deichmann, Inditex), sklepami dyskontowymi i lokalnymi podmiotami. Zagrożeniem jest także coraz popularniejsza sprzedaż w kanale e-commerce.



Tabele i prognozy - CCC

Tab. Bilans - CCC

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
AKTYWA	978,1	1 119,7	1 794,2	2 009,3	2 393,6	2 559,1	2 748,2	3 054,3
Aktywa trwałe	387,4	430,2	812,5	898,4	1 230,8	1 247,8	1 256,7	1 482,5
Wartości niematerialne i prawne	7,8	9,2	9,3	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Rzeczowe aktywa trwałe	354,9	397,3	520,9	570,8	639,8	656,7	665,7	665,7
Pozostałe	24,7	23,8	282,3	319,9	583,3	583,3	583,2	809,0
Aktywa obrotowe	590,7	689,5	981,7	1 110,9	1 162,7	1 311,3	1 491,5	1 571,8
Zapasy	399,2	463,0	741,3	682,6	974,5	1 113,4	1 255,3	1 359,2
Należności krótkoterminowe	59,7	77,8	78,0	76,0	87,4	104,6	122,5	138,1
Środki pieniężne	125,7	143,7	161,9	345,4	94,0	86,4	106,8	67,7
PASYWA	978,1	1 119,7	1 794,2	2 009,3	2 393,6	2 559,1	2 748,2	3 054,3
Kapitał własny	528,7	591,9	952,2	1 120,5	1 276,8	1 473,3	1 704,1	1 901,2
Kapitał akcyjny	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Kapitał zapasowy	74,6	74,6	74,6	74,6	74,6	74,6	74,6	74,6
Zysk skumulowany	451,6	513,3	871,6	1 006,9	1 163,2	1 359,8	1 590,6	1 787,6
Zobowiązania i rezerwy	449,4	527,9	842,0	888,9	1 116,8	1 085,8	1 044,0	1 153,2
Zobowiązania długoterminowe	124,1	193,3	256,9	335,5	695,5	633,5	559,5	640,5
w tym dług odsetkowy	88,0	158,0	216,0	296,0	656,0	594,0	520,0	601,0
Zobowiązania krótkoterminowe	325,3	334,6	585,1	553,3	421,2	452,3	484,5	512,6
w tym dług odsetkowy	200,6	169,8	362,0	422,8	250,0	250,0	250,0	250,0

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Rachunek zysków i strat - CCC

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	1 317,5	1 643,1	2 009,1	2 307,7	3 189,2	3 818,3	4 471,8	5 042,2
<i>zmiana r/r</i>	20,7%	24,7%	22,3%	14,9%	38,2%	19,7%	17,1%	12,8%
Zysk ze sprzedaży	678,4	836,7	1 106,2	1 243,2	1 669,1	1 998,7	2 335,3	2 624,3
<i>marża na sprzedaży</i>	51,5%	50,9%	55,1%	53,9%	52,3%	52,3%	52,2%	52,0%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	527,7	652,3	853,6	1006,5	1323,3	1571,9	1824,9	2032,2
<i>udział w przychodach</i>	40,1%	39,7%	42,5%	43,6%	41,5%	41,2%	40,8%	40,3%
EBIT	141,3	167,5	243,2	248,5	343,8	428,8	512,4	594,2
EBITDA	180,3	203,4	295,9	307,6	420,7	518,2	612,8	702,3
<i>marża operacyjna</i>	10,7%	10,2%	12,1%	10,8%	10,8%	11,2%	11,5%	11,8%
Saldo z działalności finansowej	-15,0	-16,2	-18,1	-22,6	-27,1	-27,8	-27,0	-30,5
Zysk (strata) brutto	126,3	151,3	225,1	226,0	316,7	401,0	485,5	563,7
<i>marża brutto</i>	9,6%	9,2%	11,2%	9,8%	9,9%	10,5%	10,9%	11,2%
Podatek dochodowy	-20,0	-26,1	195,2	24,6	-60,2	-76,2	-92,2	-107,1
Zysk (strata) netto	106,3	125,2	420,36	250,6	256,5	324,8	393,2	456,6
<i>marża netto</i>	8,1%	7,6%	20,9%	10,9%	8,0%	8,5%	8,8%	9,1%

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP

**Tab. Rachunek przepływów pieniężnych - CCC**

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przepływy z działalności operacyjnej	207,4	145,4	54,0	287,0	88,1	306,2	383,1	490,3
Zysk brutto	126,3	151,3	225,1	226,0	316,7	401,0	485,5	563,7
Amortyzacja	39,0	35,9	52,7	59,1	76,9	89,5	100,3	108,1
Zmiana kapitału obrotowego	-74,6	42,9	252,6	4,1	262,5	125,1	127,5	91,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-51,2	-92,6	-205,2	-112,1	-409,3	-106,4	-109,2	-333,9
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-56,0	-99,4	-206,2	-123,4	-409,3	-106,4	-109,2	-333,9
Przepływy z działalności finansowej	-65,5	-34,7	169,3	8,5	69,9	-207,3	-253,5	-195,6
Dywidenda	-61,4	-61,4	-61,4	-115,2	-100,2	-128,3	-162,4	-259,5
Splata kredytów netto	-9,9	-39,2	-40,2	-140,8	-187,2	62,0	74,0	-291,0
Odsetki	-14,0	-12,4	-18,8	-17,1	-17,1	-17,1	-17,1	-17,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	90,8	18,0	18,2	183,5	-251,4	-7,6	20,4	-39,2
Środki pieniężne:								
na początek okresu	34,9	125,7	143,7	161,9	345,4	94,0	86,4	106,8
na koniec okresu	125,7	143,7	161,9	345,4	94,0	86,4	106,8	67,7

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Wskaźniki finansowe - CCC

	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
EPS	2,77	3,26	10,95	6,53	6,68	8,46	10,24	11,89
DPS	1,60	1,60	1,60	3,00	2,61	3,34	4,23	6,76
Dividend yield	0,9%	0,9%	0,9%	1,8%	1,5%	2,0%	2,5%	4,0%
BVPS	13,8	15,4	24,8	29,2	33,2	38,4	44,4	49,5
P/E	61,3	52,0	15,50	26,00	25,40	20,1	16,57	14,27
P/BV	12,3	11,0	6,8	5,8	5,1	4,4	3,8	3,4
P/S	4,95	3,97	3,24	2,82	2,04	1,71	1,46	1,29
P/CE	44,9	40,4	13,8	21,0	19,5	15,7	13,2	11,5
EV/EBIT	48,7	41,1	28,33	27,72	20,04	16,1	13,45	11,60
EV/EBITDA	38,2	33,9	23,28	22,40	16,38	13,3	11,24	9,81
EV/S	5,2	4,2	3,4	3,0	2,2	1,8	1,5	1,4

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP

	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
rentow ność na sprzedaży	51,5%	50,9%	55,1%	53,9%	52,3%	52,3%	52,2%	52,0%
rentow ność EBITDA	13,7%	12,4%	14,7%	13,3%	13,2%	13,6%	13,7%	13,9%
rentow ność EBIT	10,7%	10,2%	12,1%	10,8%	10,8%	11,2%	11,5%	11,8%
rentow ność netto	8,1%	7,6%	20,9%	10,9%	8,0%	8,5%	8,8%	9,1%
ROA	10,9%	11,2%	23,4%	12,5%	10,7%	12,7%	14,3%	14,9%
ROE	20,1%	21,2%	44,1%	22,4%	20,1%	22,0%	23,1%	24,0%
dynamika przychodów	20,7%	24,7%	22,3%	14,9%	38,2%	19,7%	17,1%	12,8%
dynamika EBITDA	-1,6%	12,8%	45,5%	3,9%	36,8%	23,2%	18,2%	14,6%
dynamika EBIT	-11,1%	18,5%	45,2%	2,2%	38,3%	24,7%	19,5%	16,0%
dynamika EPS	-13,4%	17,8%	235,7%	-40,4%	2,4%	26,6%	21,1%	16,1%
dług/aktyw a	29,5%	29,3%	32,2%	35,8%	37,9%	33,0%	28,0%	27,9%
dług/kapitał w lasny	54,6%	55,4%	60,7%	64,2%	71,0%	57,3%	45,2%	44,8%
dług/EBITDA	1,6	1,6	2,0	2,3	2,2	1,6	1,3	1,2
EBIT/odsetki	10,4	13,5	12,9	14,6	20,1	25,1	30,0	34,8
plynność bieżąca	1,8	2,1	1,7	2,0	2,8	2,9	3,1	3,1
plynność szybka	0,6	0,7	0,4	0,8	0,4	0,4	0,5	0,4
plynność gotów kow a	0,39	0,43	0,28	0,62	0,22	0,19	0,22	0,13
rotacja zapasów (dni)	110,6	102,9	134,7	108,0	111,5	106,4	102,5	98,4
rotacja należności (dni)	16,5	17,3	14,2	12,0	10,0	10,0	10,0	10,0
rotacja zobow iazań (dni)	32,2	34,5	32,9	18,4	18,0	18,0	18,0	18,0
cykl rotacji gotów ki (dni)	94,9	85,6	115,9	101,6	103,5	98,4	94,5	90,4
WACC	9,5%	11,4%	9,1%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
ROIC	14,8%	16,6%	21,4%	13,2%	15,1%	15,9%	17,9%	19,5%
EVA (mln)	41,0	42,2	113,5	71,2	122,1	161,7	218,1	271,0
FCFF (mln)	172,0	29,3	-209,1	132,9	-316,4	205,2	278,6	164,1

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tabele i prognozy - LPP

Tab. Bilans - LPP

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
AKTYWA	1 932,2	2 491,6	2 933,7	3 561,8	3 807,2	4 147,5	4 500,4	4 814,2
Aktywa trwałe	909,9	1 231,9	1 516,4	1 795,8	1 906,5	2 021,2	2 082,3	2 117,5
Wartości niematerialne i prawne	17,6	20,1	28,8	37,3	37,3	37,3	37,3	37,3
Rzeczowe aktywa trwałe	598,5	896,8	1 038,8	1 258,7	1 369,5	1 484,1	1 545,2	1 580,4
Pozostałe	293,8	315,0	448,8	499,7	499,7	499,7	499,7	499,7
Aktywa obrotowe	1 022,4	1 259,7	1 417,3	1 766,0	1 900,4	2 126,1	2 417,8	2 696,5
Zapasy	656,1	805,0	979,3	1 317,6	1 488,7	1 654,3	1 812,6	1 968,5
Należności krótkoterminowe	130,4	163,3	176,9	116,4	130,7	144,5	157,5	169,5
Środki pieniężne	159,4	149,4	183,5	224,4	173,5	219,7	340,2	450,9
PASYWA	1 932,2	2 491,6	2 933,7	3 561,8	3 807,2	4 147,5	4 500,4	4 814,2
Kapitał własny	1 211,0	1 496,5	1 638,4	1 890,5	2 104,3	2 331,0	2 575,1	2 809,5
Kapitał podstawowy	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Kapitał zapasowy	657,0	860,4	1 092,2	1 323,7	1 323,7	1 323,7	1 323,7	1 323,7
Zysk skumulowany	365,0	447,1	531,9	600,1	813,9	1 040,6	1 284,7	1 519,1
Zobowiązania i rezerwy	721,2	995,1	1 295,3	1 671,4	1 702,9	1 816,5	1 925,3	2 004,7
Zobowiązania długoterminowe	131,0	192,3	210,7	342,3	465,4	483,7	492,1	482,1
w tym dług odsetkowy	125,1	184,3	204,5	284,3	407,4	425,7	434,0	424,0
Zobowiązania krótkoterminowe	590,2	802,7	1 084,6	1 329,1	1 237,5	1 332,8	1 433,2	1 522,6
w tym dług odsetkowy	61,0	173,6	378,3	561,1	381,1	391,1	411,1	426,1

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Rachunek zysków i strat - LPP

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	3 223,8	4 116,3	4 769,3	5 130,3	5 760,6	6 369,6	6 943,0	7 473,6
<i>zmiana r/r</i>	29,3%	27,7%	15,9%	7,6%	12,3%	10,6%	9,0%	7,6%
Zysk ze sprzedaży	1 827,1	2 409,2	2 792,5	2 742,8	2 966,5	3 312,2	3 679,8	4 035,7
<i>marża na sprzedaży</i>	56,7%	58,5%	58,6%	53,5%	51,5%	52,0%	53,0%	54,0%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	1360,8	1759,2	2148,3	2191,1	2468,6	2744,1	3009,6	3257,3
<i>udział w przychodach</i>	42,2%	42,7%	45,0%	42,7%	42,9%	43,1%	43,3%	43,6%
EBIT	454,4	615,6	609,1	503,2	449,5	519,6	621,8	729,9
EBITDA	563,4	763,8	802,8	726,8	716,8	813,2	943,9	1081,3
<i>marża operacyjna</i>	14,1%	15,0%	12,8%	9,8%	7,8%	8,2%	9,0%	9,8%
Saldo z działalności finansowej	-30,3	-91,8	-149,2	-88,3	-11,6	-20,8	-21,2	-20,1
Zysk (strata) brutto	424,1	523,9	459,9	414,9	437,9	498,8	600,6	709,8
<i>marża brutto</i>	13,2%	12,7%	9,6%	8,1%	7,6%	7,8%	8,7%	9,5%
Podatek dochodowy	-70,2	-91,0	22,0	-62,9	-83,2	-94,8	-114,1	-134,9
Zysk (strata) netto	354,0	432,9	481,9	352,0	354,7	404,0	486,5	575,0
<i>marża netto</i>	11,0%	10,5%	10,1%	6,9%	6,2%	6,3%	7,0%	7,7%

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Rachunek przepływów pieniężnych - LPP

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2018P
Przepływy z działalności operacyjnej	481,3	508,8	492,9	284,8	536,6	624,6	739,2	853,2
Zysk brutto	424,1	523,9	459,9	414,9	437,9	498,8	600,6	709,8
Amortyzacja	109,0	148,2	193,7	223,6	267,3	293,5	322,1	351,4
Zmiana kapitału obrotowego	-22,8	112,0	117,0	177,1	97,0	94,1	90,8	93,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-260,7	-518,2	-476,0	-413,9	-378,1	-408,2	-383,2	-386,6
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-288,4	-541,9	-550,5	-489,0	-378,1	-408,2	-383,2	-386,6
Przepływy z działalności finansowej	-178,1	-0,6	17,2	169,9	-209,3	-170,2	-235,5	-356,0
Dywidenda	-141,7	-155,3	-171,9	-58,0	-140,8	-177,3	-242,4	-340,6
Splata kredytów netto	-246,5	56,9	-28,3	-28,4	-5,0	21,0	39,0	47,4
Odsetki	-17,9	-12,5	-14,8	-18,5	-11,6	-21,1	-21,5	-20,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	42,4	-10,0	34,2	40,9	-50,7	46,3	120,5	110,6
Środki pieniężne:								
na początek okresu	117,0	159,4	149,4	183,3	224,2	173,5	219,7	340,2
na koniec okresu	159,4	149,4	183,3	224,2	173,5	219,7	340,2	450,9

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Wskaźniki finansowe - LPP

	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
EPS	193,31	236,39	263,15	192,25	193,69	220,65	265,69	314,00
DPS	77,39	84,79	93,86	31,67	76,90	96,84	132,39	185,98
Dividend yield	1,2%	1,4%	1,5%	0,5%	1,2%	1,6%	2,1%	3,0%
BVPS	661,4	817,3	894,8	1032,4	1149,2	1273,0	1406,3	1534,3
P/E	32,2	26,3	23,6	32,3	32,1	28,2	23,4	19,8
P/BV	9,4	7,6	6,9	6,0	5,4	4,9	4,4	4,1
P/S	3,53	2,76	2,39	2,22	1,98	1,79	1,64	1,52
P/CE	24,6	19,6	16,8	19,8	18,3	16,3	14,1	12,3
EV/EBIT	26,4	19,5	19,70	23,85	26,70	23,1	19,30	16,44
EV/EBITDA	21,3	15,7	14,95	16,51	16,74	14,8	12,71	11,10
EV/S	3,7	2,9	2,5	2,3	2,1	1,9	1,7	1,6

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP

	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
rentow ność na sprzedaży	56,7%	58,5%	58,6%	53,5%	51,5%	52,0%	53,0%	54,0%
rentow ność EBITDA	17,5%	18,6%	16,8%	14,2%	12,4%	12,8%	13,6%	14,5%
rentow ność EBIT	14,1%	15,0%	12,8%	9,8%	7,8%	8,2%	9,0%	9,8%
rentow ność netto	11,0%	10,5%	10,1%	6,9%	6,2%	6,3%	7,0%	7,7%
ROA	18,3%	17,4%	16,4%	9,9%	9,3%	9,7%	10,8%	11,9%
ROE	29,2%	28,9%	29,4%	18,6%	16,9%	17,3%	18,9%	20,5%
dynamika przychodów	29,3%	27,7%	15,9%	7,6%	12,3%	10,6%	9,0%	7,6%
dynamika EBITDA	28,5%	35,6%	5,1%	-9,5%	-1,4%	13,4%	16,1%	14,6%
dynamika EBIT	32,4%	35,5%	-1,1%	-17,4%	-10,7%	15,6%	19,7%	17,4%
dynamika EPS	31,5%	22,3%	11,3%	-26,9%	0,7%	13,9%	20,4%	18,2%
dług/aktyw a	9,6%	14,4%	19,9%	23,7%	20,7%	19,7%	18,8%	17,7%
dług/kapitał własny	15,4%	23,9%	35,6%	44,7%	37,5%	35,0%	32,8%	30,3%
dług/EBITDA	0,3	0,5	0,7	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
EBIT/odsetki	28,7	59,0	44,6	27,4	38,7	24,6	29,0	35,8
płynność bieżąca	1,7	1,6	1,3	1,3	1,5	1,6	1,7	1,8
płynność szybka	0,6	0,6	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5
płynność gotów kow a	0,27	0,19	0,17	0,17	0,14	0,16	0,24	0,30
rotacja zapasów (dni)	74,3	71,4	75,0	93,7	94,3	94,8	95,3	96,1
rotacja należności (dni)	14,8	14,5	13,5	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
rotacja zobow iazań (dni)	54,1	48,6	47,3	51,2	51,2	51,2	51,2	51,2
cykl rotacji gotów ki (dni)	34,9	37,3	41,2	50,9	51,4	51,9	52,4	53,2
WACC	9,7%	9,9%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
ROIC	33,1%	35,7%	26,6%	18,4%	13,3%	14,6%	16,0%	17,3%
EVA (mln)	259,8	360,1	334,6	218,8	131,5	175,0	236,1	300,5
FCFF (mln)	211,5	-7,1	19,5	-34,9	156,3	212,2	351,7	462,5

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



BGZ BNP PARIBAS BIURO MAKLERSKIE

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	telefon	adres email
Jerzy Nikorowski	22 507 52 71	jerzy.nikorowski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Michał Krajczewski	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	k.choromanski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 329 43 24	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne



Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>



Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgowa) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVVK – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A. , a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji. Rekomendowane Spółki mogą być składnikami portfela inwestycyjnego autora rekomendacji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>