



analitik: Michał Krajczewski, CFA

data sporządzenia: 12.05.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln PLN)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. PLN)	P/E	P/BV
30,30	183,5	34,44%	19,7	12,8	2,75

REKOMENDACJA KUPUJ Z CENĄ DOCELOWĄ 35,90 PLN (+18,5%)

CDRL zajmuje się projektowaniem, produkcją oraz dystrybucją odzieży i obuwia dla niemowląt, dzieci oraz młodzieży pod marką Coccodrillo. Na koniec 2016 r. Spółka posiadała 244 sklepy w Polsce, 137 sklepów na terenie krajów UE oraz 106 placówek poza UE. CDRL posiada również własny sklep internetowy. (EKD 46.42).

Wyniki kwartalne (mln PLN)	1Q '17	1Q '16	r/r	1Q '17	1Q '17 - prognoza BM BGŻ BNP	różnica
Przychody	50,4	45,2	11,7%	50,4	49,1	2,7%
EBITDA	3,9	4,1	-6,6%	3,9	4,3	-10,2%
<i>marża EBITDA</i>	<i>7,7%</i>	<i>9,2%</i>		<i>7,7%</i>	<i>8,8%</i>	
EBIT	2,9	3,4	-16,3%	2,9	3,4	-15,5%
<i>marża EBIT</i>	<i>5,7%</i>	<i>7,5%</i>		<i>5,7%</i>	<i>6,9%</i>	
Zysk netto	1,2	0,9	35,9%	1,2	0,7	59,7%
<i>marża netto</i>	<i>2,3%</i>	<i>1,9%</i>		<i>2,3%</i>	<i>1,5%</i>	

Komentarz do wyników

Wyniki oceniamy neutralnie - choć na poziomie operacyjnym były one nieznacznie poniżej naszych prognoz, to był rezultat nieco gorszego niż przyjęliśmy (o 0,7 mln PLN) salda z pozostałej działalności operacyjnej.

- Sprzedaż na rynku polskim wyniosła 28,9 mln PLN (+4,2% r/r), przy +8% dynamice powierzchni, co było zgodne z miesięcznymi raportami i naszymi oczekiwaniami
- Sprzedaż w EU to 9,5 mln PLN (+21,6% r/r) przy +22% r/r powierzchni, zgodnie z oczekiwaniami
- Sprzedaż eksportowa to 8,0 mln PLN (+25,4% r/r), co było o 1 mln PLN powyższej naszej prognozy. Zarząd dostrzega pozytywny wpływ rozwoju sprzedaży w Kazachstanie oraz Rosji i oczekuje dobrej koniunktury na wschodzie w dalszej części roku
- Sprzedaż e-commerce wyniosła 3,7 mln PLN (+24,8% r/r), czyli zgodnie z miesięcznymi raportami. Wartość ta była jednak poniżej oczekiwań Zarządu, gdyż cel na cały rok to +50% r/r.
- Wśród kosztów zwracamy uwagę na dalszy wysoki wzrost kosztów wynagrodzeń (+20,0% r/r do 6,5 mln PLN), który był powyżej naszej prognozy (+14,0%). Zgodnie z komentarzem Zarządu była to pochodna przesunięcia rozliczenia i wypłaty rocznych bonusów na styczeń i luty. W dalszej części roku tempo wzrostu kosztów wynagrodzeń ma być bliższe 10% r/r.
- Zgodnie z zapowiedziami, wyraźnie poprawiona została marża brutto na sprzedaży sklepów na rynku polskim (+3,3 pkt. proc. do 54,2%). W efekcie wynik na sprzedaży wyniósł 3,1 mln PLN (+31,1% r/r) w 1Q'17.
- Saldo z pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -0,2 mln PLN w porównaniu do zakładanego przez nas +0,5 mln PLN oraz +1,1 mln PLN przed rokiem.
- Z uwagi na powyższe EBITDA spadła o 6,6% r/r do 3,9 mln PLN. Wzrost amortyzacji o prawie 40% r/r spowodowany oddaniem nowego centrum logistycznego przyczynił się do szybszego spadku EBIT (-16,3% r/r).
- Pozytywnie na zysk netto działało z kolei saldo z działalności finansowej, które w 1Q'17 wyniosło -1,4 mln PLN wobec -2,4 mln PLN przed rokiem i -2,4 mln PLN naszej prognozy.
- Cash flow operacyjny w 1Q'17 to -7,5 mln PLN wobec -6,5 mln PLN w 1Q'16 (różnica na należnościach). Poziom zapasów to 63,6 mln PLN vs 62,5 mln PLN po 4Q'16 i 68,3 mln PLN po 1Q'16.



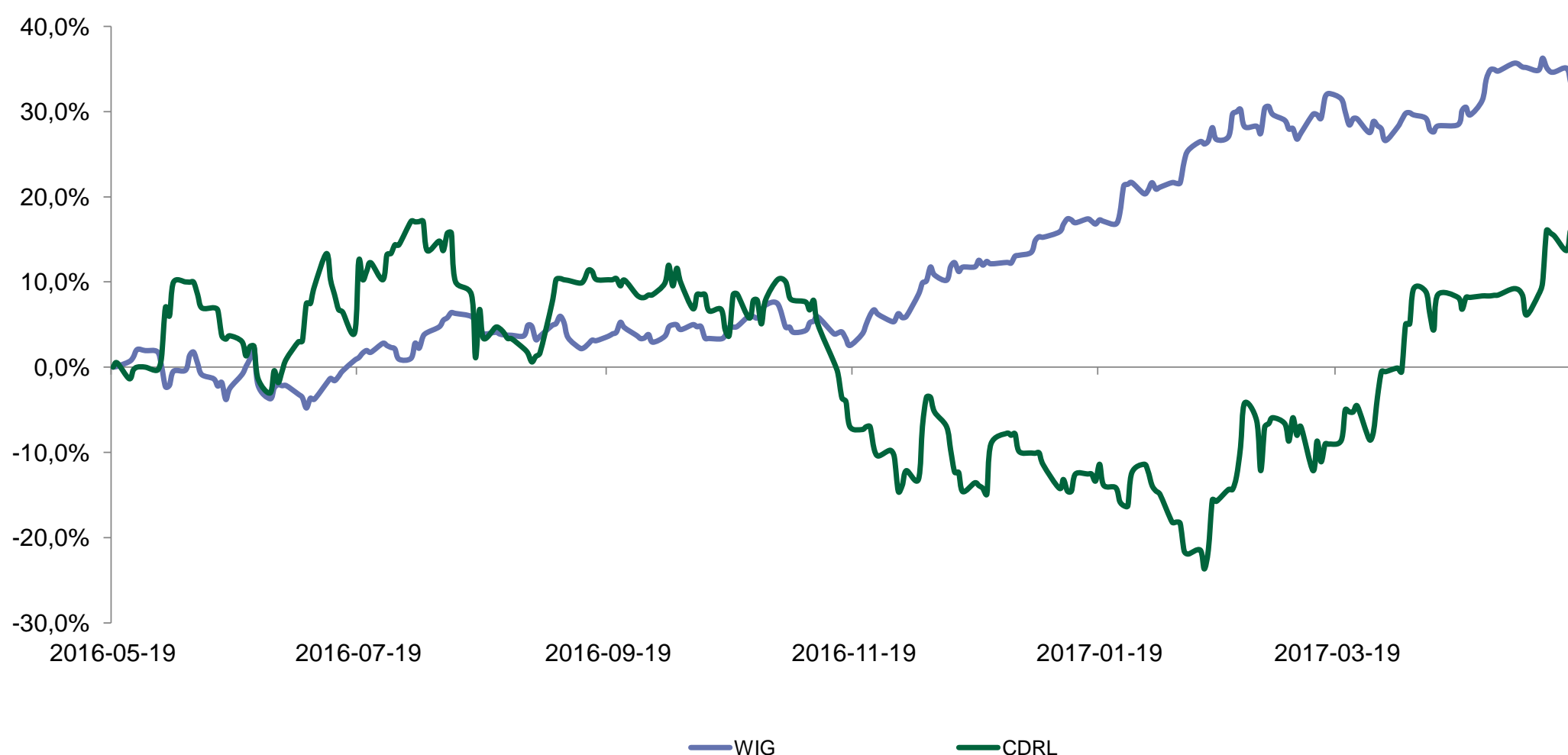
CDRL

Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

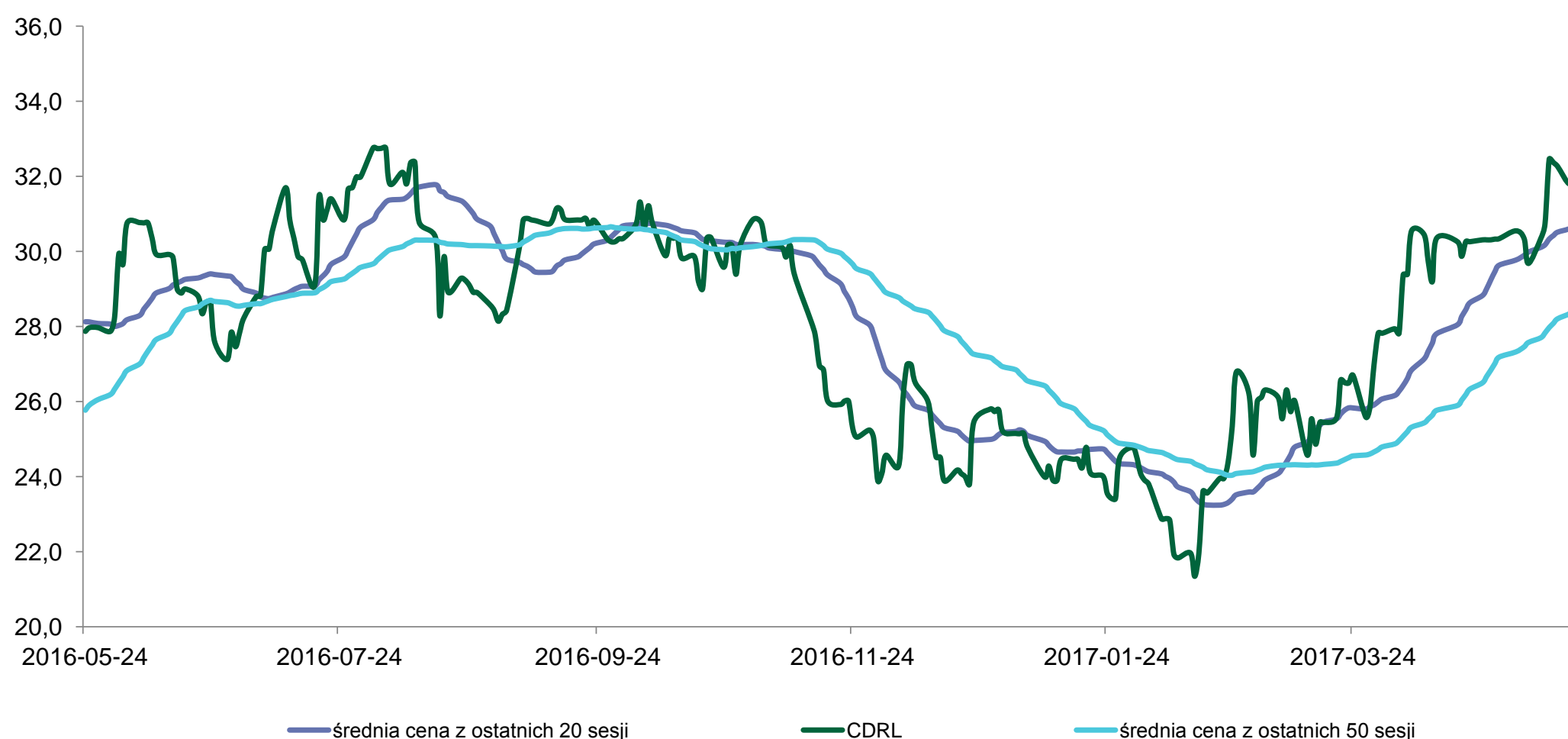
Podtrzymujemy pozytywną ocenę Spółki - przedstawione wyniki nie zmieniają naszych argumentów inwestycyjnych. Zarząd zamierza zintensyfikować prace nad sprzedażą internetową, przy czym dostrzega ryzyko nieco wolniejszego wzrostu niż +50% r/r. Spółka wydała nieco mniej na marketing internetowy w porównaniu do założeń, a obecnie prowadzone są analizy dotychczasowych działań i ich optymalizacja, po czym Spółka może zwiększyć nakłady. Do końca 2Q'17 planowane jest otwarcie sklepu internetowego na Ukrainie, a w 2H'17 w Rumunii. Zarząd pozytywnie ocenia działalność e-commerce w Czechach i pracuje nad uzyskaniem rentowności e-commerce w Niemczech, któremu ciążyą wysokie koszty marketingu i jeszcze niska rozpoznawalność marki.

Spółka podtrzymała plany otwarcie sklepów w Polsce (+2,5% r/r powierzchnia) i w UE (+14,3% powierzchnia), a także w eksporcie (+20 placówek, +19% r/r). Podtrzymane zostały także plany poprawy marży brutto na sprzedaży w Polsce w kolejnych kwartałach oraz plany niższych o 50% r/r wydatków inwestycyjnych (ok. 5 mln PLN)

CDRL vs WIG



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	telefon	adres email
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórnego	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	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 566 97 04	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 566 97 23	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

bm**BGZ**.net

Zlecenia na GPW i New Connect

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

eIPO.bm**BGZ**

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 księgową) – 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
BVPS – (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 (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji jest poniżej 0%.

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 odnoszenie 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.

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>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf