



analityk: Michał Krajczewski, CFA

data sporządzenia: 11.08.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln PLN)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. PLN)	P/E	P/BV
26,30	159,2	34,44%	12,5	13,6	2,15

REKOMENDACJA KUPUJ Z CENĄ DOCELOWĄ 35,90 PLN (+36,5%)

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)	2Q '17	2Q '16	r/r	2Q '17	2Q '17 - prognoza BM BGZ BNP	różnica
Przychody	50,6	47,6	6,2%	50,6	53,1	-4,8%
EBITDA	8,0	6,2	29,8%	8,0	7,2	10,7%
<i>marża EBITDA</i>	<i>15,8%</i>	<i>12,9%</i>		<i>15,8%</i>	<i>621,1%</i>	
EBIT	6,9	5,4	29,3%	6,9	6,2	11,7%
<i>marża EBIT</i>	<i>13,7%</i>	<i>11,3%</i>		<i>13,7%</i>	<i>11,7%</i>	
Zysk netto	2,3	4,9	-54,0%	2,3	5,6	-59,4%
<i>marża netto</i>	<i>4,5%</i>	<i>10,4%</i>		<i>4,5%</i>	<i>10,5%</i>	

Komentarz do wyników

Wyniki oceniamy umiarkowanie pozytywnie - spółka znacząco poprawiła rentowność i pokazała 30% wzrost EBITDA. Spadek zysku netto wynika z wyceny kontraktów terminowych (spadek kursu USD/PLN), co rzutowało na prawie 5 mln PLN różnicy w saldzie kosztów finansowych r/r.

- Przychody wzrosły o 6,2% r/r, co było najwolniejszym tempem od 1Q'15. Zgodnie z raportami miesięcznymi na rynku polskim sprzedaż była wyższa o 2,6% r/r, a e-commerce w kraju zanotowało +6,7% obrotu.
- Zarząd sygnalizował wcześniej, iż z uwagi na zmniejszenie poziomu zapasów w roku ubiegłym, Spółka nie będzie już musiała dokonywać dużych wyprzedaży i skupi się na poprawie rentowności.
- W ujęciu segmentowym w raporcie, sprzedaż w kraju była o 3,0% wyższa, a sprzedaż za granicą była o 19,7% większa.
- Szacujemy, iż marża brutto na sprzedaży zwiększyła się w 2Q'17 o prawie 3,0 pkt. proc. - jest to trend zgodny z obserwowanym w 4Q'16 i 1Q'17 (poprawa o ponad 2,0 pkt. proc.); równocześnie nieco powyżej naszych prognoz (+1,9 pkt. proc.)
- Pozytywnie oceniamy spowolnienie wzrostu kosztów usług obcych (+8,8% r/r vs +10,2% w 1Q'17 i +16,2% w 2016 r.) oraz kosztów wynagrodzeń (+3,2% r/r vs +20,0% r/r w 1Q'17 i +20,7% r/r w 2016 r.) - prognozowaliśmy obydwie pozycje kosztowe o 1 mln PLN wyżej w 2Q'17
- Negatywnym zaskoczeniem, nie ujętym w naszych szacunkach z kwietnia było saldo kosztów finansowych, które w 2Q wyniosło - 4,2 mln PLN wobec +0,8 mln PLN przed rokiem. Powodem wyższych kosztów była wycena kontraktów terminowych zabezpieczających kurs USD/PLN.
- W efekcie zysk netto okazał się o 54% r/r niższy.
- Cash flow operacyjny w 2Q'17 to +8,6 mln PLN wobec +12,8 mln PLN w 2Q'16 (lekki wzrost zapasów, mniejszy r/r wzrost zobowiązań). Poziom zapasów to 64,7 mln PLN vs 63,6 mln PLN po 1Q'17 i 66,4 mln PLN po 2Q'16.

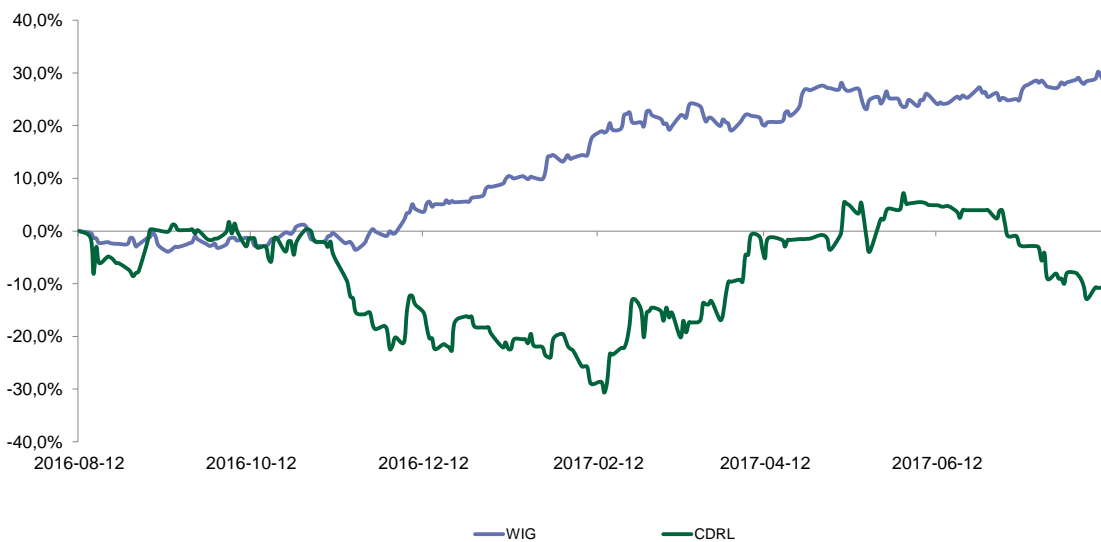


CDRL

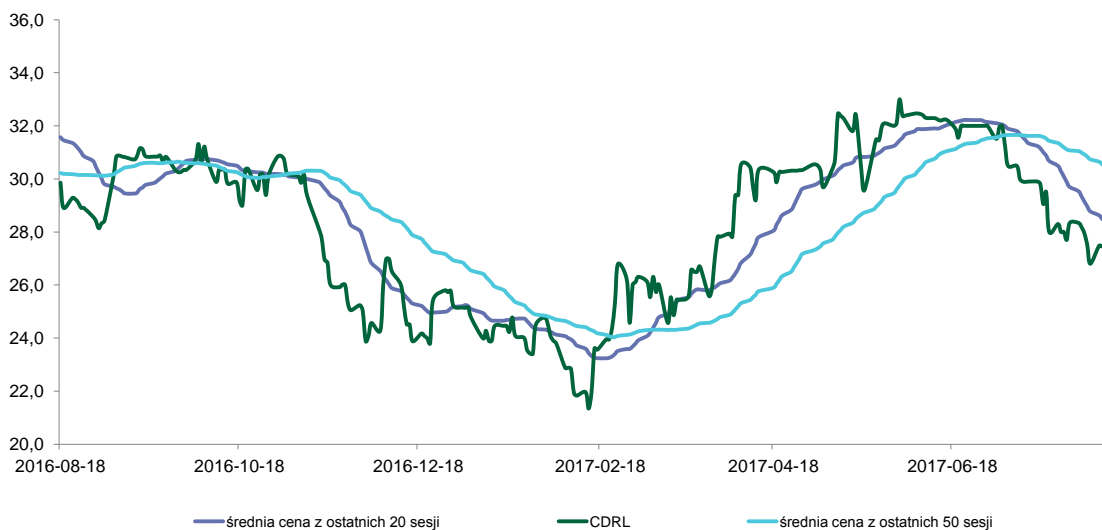
Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

Podtrzymujemy pozytywną ocenę Spółki - przedstawione wyniki nie zmieniają naszych argumentów inwestycyjnych. Pomimo obniżki zysku netto o połowę wynikającą z wyceny kontraktów terminowych, trend spadkowy kursu USD/PLN jest korzystny dla marży CDRL (prawie całość zakupu towaru w USD), co powinno być widoczne w 4Q'17. Trend poprawy rentowności powinien więc zostać utrzymany w 2H'17, co w połączeniu ze spadającą dynamiką kosztów wynagrodzeń i usług obcych (efekt uruchomienia nowego centrum logistycznego), powinno sprzyjać dalszej poprawie EBITDA - prognozujemy 25,9 mln PLN wyniku na tym poziomie w 2017 r. (+17,5% r/r), co przekłada się na $EV/EBITDA'17 = 7,0x$ (mediana 10x dla sektora; 9,0x po wyłączeniu CCC i LPP).

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
Adrian Kutnik	22 507 52 92	adrian.kutnik@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórnygo telefon adres email

Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@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

	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 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ 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 BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ 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 BGZ 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](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static%20informations%20wersja%20PL.pdf)