

poniedziałek, 29 sierpnia 2016 | aktualizacja raportu

LPP: kupuj (podwyższona)

LPP PW; LPPP.WA | Handel, Polska

Światło w tunelu

Przez ostatnie dwa lata spółka działała w trudnym otoczeniu rynkowym (dewaluacja RUB, UAH, aprecjacja USD, wzmożona konkurencja w Polsce) oraz doświadczyła trudności z jakością kolekcji w RESERVED. Uważamy jednak, że pomimo kontynuacji niektórych z powyższych trendów, należy zwrócić uwagę na szansę odwrócenia negatywnego trendu wynikowego na rynku rosyjskim (dwucyfrowe lfi w walucie lokalnej, efekt niskiej bazy na RUBPLN od 3Q'16 oraz sprzyjające otoczenie konkurencyjne). W dłuższej perspektywie (2017 rok) można oczekiwać stopniowej poprawy kolekcji oferowanej przez markę RESERVED, co jest obecnie jednym z priorytetów spółki. Ponadto, należy wziąć pod uwagę znaczne wyhamowanie aprecjacji USDPLN (15,4% R/R na koniec 4Q'15 do 4,8% na koniec 2Q'16), co zmniejszy presję na rentowność sprzedaży w kolejnych kwartałach. Uwzględniając powyższe, oczekujemy stopniowej poprawy wyników od 4Q'16 i istotnego wzrostu rezultatów w 2017 roku. Rewidujemy nasze prognozy dla 2016 roku na poziomie EBIT do 339,8 mln PLN (-32,5% R/R) oraz zysku netto do 260,0 mln PLN (-26,1% R/R). Jednocześnie pozostawiamy nasze prognozy dla 2017 roku na podobnym poziomie oczekując EBIT/zysku netto na poziomie 641,2/494,8 mln PLN (+88,7%/+90,3% R/R). Biorąc powyższe pod uwagę podnosimy naszą rekomendację do kupuj z ceną docelową 5 500 PLN/akcję.

Postępująca poprawa wyników segmentu rosyjskiego

Udział runku rosyjskiego w przychodach Grupy LPP zmniejszył się z 19,1% LTM na koniec 2013 roku do 16,1% LTM w 1Q'16, co było pochodną dewaluacji RUBPLN o 43,8% w podanym okresie. Mniejsza presja konkurencyjna pozwalała spółce poprawiać wskaźnik sprzedaży/mkw. w RUB o około 17% R/R w 4Q'15 oraz 1Q'16. Sprzyjająca baza na RUBPLN od 3Q'16 powinna pozytywnie wpłynąć na sprzedaż segmentu denominowaną w PLN, co doprowadzi do wzrostu rentowności sprzedaży i rentowności EBIT.

Wzrost rentowności sprzedaży w 2017 roku

Oczekujemy, że marża brutto na sprzedaży LPP zmniejszy się o 3,7p.p. R/R do 49,8% w 2016 roku (wyższy spadek niż zakładany przez zarząd LPP). Jednocześnie uważamy, że spółka będzie w stanie poprawić marżę brutto na sprzedaży o 3,5p.p. R/R do 53,3% w 2017 roku, co wynikać powinno z: i) lepszego kursu zakupu kolekcji wiosna-lato'16; ii) dalszej poprawy sprzedaży porównywalnej na zagranicznych rynkach (wyższa rentowność sprzedaży); iii) większej sprzedaży kolekcji realizowanych w pierwszych cenach (poprawa jakości kolekcji); oraz iv) poprawy wyników segmentu rosyjskiego.

Oczekujemy utrzymania się presji na koszty SG&A

W naszych założeniach przyjmujemy, że koszty SG&A/mkw. będą rosły o odpowiednio 5,5%/5,0%/2,5% R/R w latach 2016-18. Oczekujemy, że koszty SG&A/mkw. z jednej strony będą ulegały rozwodnieniu (wzrost średniej powierzchni salonów), natomiast z drugiej strony będą przede wszystkim pod presją rosnących wynagrodzeń.

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	4 769,3	5 130,3	6 006,8	6 903,3	7 746,5
EBITDA	802,8	726,8	589,0	912,4	1 076,2
marża EBITDA	16,8%	14,2%	9,8%	13,2%	13,9%
EBIT	609,1	503,2	339,8	641,2	787,7
Zysk netto	479,5	352,0	260,0	494,8	616,7
DPS	95,0	32,0	48,0	73,8	154,9
P/E	17,2	23,4	31,7	16,6	13,4
P/CE	12,2	14,3	16,2	10,7	9,1
P/BV	5,0	4,4	3,9	3,3	2,9
EV/EBITDA	10,8	12,2	15,4	9,6	8,0
DYield	2,1%	0,7%	1,1%	1,6%	3,4%

Cena bieżąca	4 549,15 PLN
Cena docelowa	5 500,00 PLN
Kapitalizacja	8 348 mln PLN
Free float	5 754 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	20,48 mln PLN

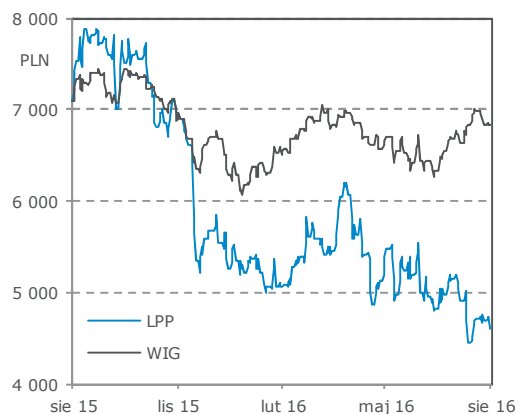
Struktura akcjonariatu

Marek Piechocki	9,6%
Jerzy Lubianiec	9,5%
Forum TFI	10,9%
Pozostali	70,0%

Profil spółki

LPP działa w branży odzieżowej zarządzając pięcioma markami, których produkty są sprzedawane w ponad 1500 salonach zlokalizowanych w Polsce, Rosji, na Ukrainie i w 10 innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

Kurs akcji LPP na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
LPP	5 500	4 900	kupuj	sprzedaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	4 549	5 500	+20,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P	2018P
Przychody	+0,7%	-0,1%	-0,4%
EBITDA	-22,2%	-2,2%	+5,0%
zysk netto	-32,6%	-3,6%	+6,3%

Analitik:

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl

Zmiana założeń vs. poprzedni raport

Rewidujemy założenia z poprzedniego raportu dotyczące wyników spółki ze względu na utrzymującą się presję na rentowność spółki w 2016 roku, brak widocznej poprawy wyników osiąganych przez markę **RESERVED** (zarząd początkowo wskazywał na poprawę w 2016 roku, obecnie wskazuje na 2017 rok) oraz wyższą od zakładanej dynamikę kosztów SG&A/mkw. (presja ze strony kosztów wynagrodzeń). Jednocześnie **podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenia dotyczące poprawy rentowności biznesu oraz efektywności sprzedaży w 2017 roku**. Naszym zdaniem głównymi motorami wzrostu będą: i) **poprawa jakości kolekcji w marce RESERVED** (pozytywny wpływ na sprzedaż oraz większa ilość towaru sprzedana w pierwszej cenie); ii) **efekt wysokiej bazy na USDPLN** (bardziej atrakcyjny kurs zakupu towarów); oraz iii) **ustabilizowanie się kursu RUBPLN** (poprawa efektywności sprzedaży oraz rentowności biznesu rosyjskiego). Obniżamy nasze szacunki marży brutto na sprzedaży o 1,9p.p. R/R do 49,8% w 2016 roku oraz podnosimy prognozy wzrostu rentowności o 0,5p.p. w 2017 roku. Prognozujemy, że wskaźnik SG&A/mkw. wzrośnie o 5,5% do 246 PLN w 2016 roku oraz o 5,0% do 258 PLN w 2017 roku.

Zmiana szacunków vs. poprzedni raport

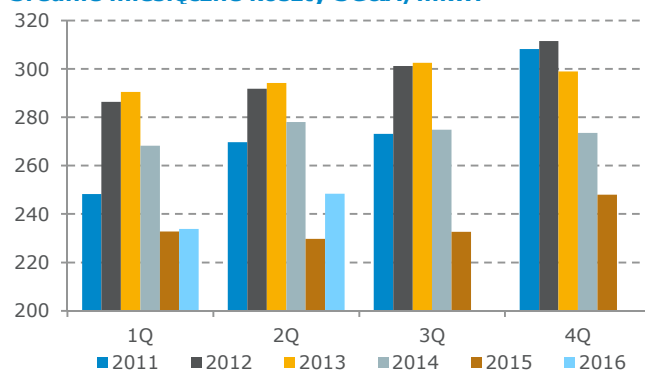
(mln PLN)	2016			2017		
	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
Przychody	5 964,0	6 006,8	+0,7%	6 908,7	6 903,3	-0,1%
MBNS	51,7%	49,8%	-1,9p.p.	52,8%	53,3%	0,5p.p.
EBITDA	757,1	589,0	-22,2%	932,6	912,4	-2,2%
marża	12,7%	9,8%	-2,9p.p.	13,5%	13,2%	-0,3p.p.
EBIT	505,0	339,8	-32,7%	663,3	641,2	-3,3%
Zysk brutto	477,2	315,7	-33,8%	634,9	611,1	-3,8%
Zysk netto	385,7	260,0	-32,6%	513,5	494,8	-3,7%

Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Koszty SG&A pograżyły wyniki spółki za 2Q'16

Według szacunkowych wyników kwartalnych opublikowanych przez spółkę 4 sierpnia, spółka w 2Q'16 wypracowała 151 mln PLN EBITDA oraz 89 mln PLN zysku netto. Wynik na poziomie EBITDA był 13,4% poniżej oczekiwań rynkowych oraz 4,2% poniżej naszych oczekiwań. Za taki stan rzeczy odpowiada znaczny wzrost kosztów SG&A/mkw., który według naszych wyliczeń wyniósł 8,1% R/R w 2Q'16. **Istotne zwiększenie kosztów SG&A wynikało ze wzrostu kosztów wynagrodzeń, wzrostu kosztów czynszów (aprecjacja EURPLN o 6,9% R/R w 2Q'16) oraz efektu niskiej bazy (spółka obniżyła wskaźnik kosztów SG&A/mkw. o 17,4% R/R w 2Q'15).** Dyscyplina kosztowa w 2Q'15 miała związek ze skutecznymi negocjacjami czynszowymi oraz spadkiem kosztów wynagrodzeń (brak premii sprzedażowych ze względu na niską dynamikę sprzedaży R/R w 2Q'15).

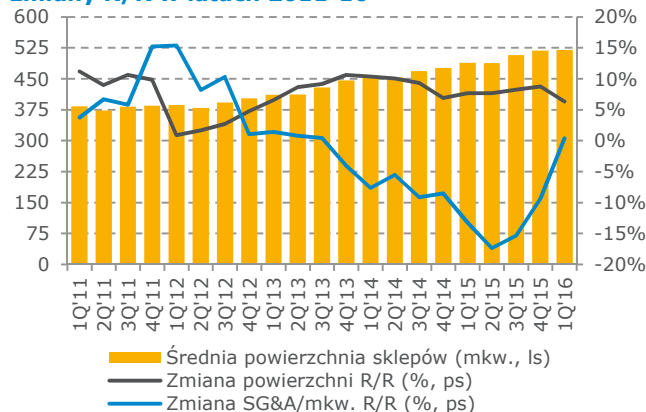
Średnie miesięczne koszty SG&A/mkw.



Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Jednocześnie chcemy zwrócić uwagę, że wpływ na obniżenie wskaźnika kosztów SG&A/mkw. miało zwiększenie średniej powierzchni sklepu spółki z 477 mkw. na koniec 2014 roku do 518 mkw. na koniec 2015 roku oraz 520 mkw. na koniec 1Q'16.

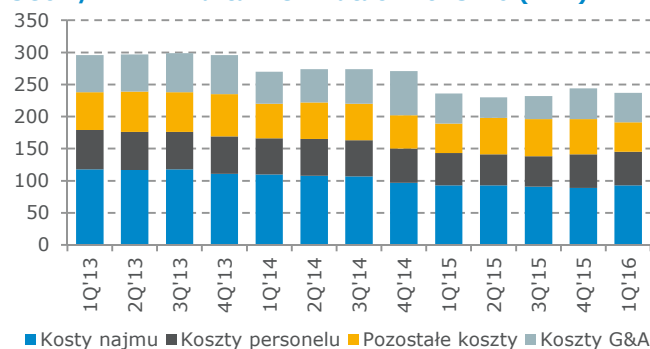
Średnia powierzchnia sklepów oraz dynamika zmiany R/R w latach 2011-16



Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Efekt zwiększenia średniej powierzchni sklepów na przestrzeni ostatnich lat miał wpływ na rozwojowanie kosztów SG&A/mkw., co obrazuje ujemna korelacja między dynamiką wzrostu średniej powierzchni R/R oraz zmianą kosztów SG&A/mkw. R/R. W 2015 roku miało miejsce przyspieszenie tempa spadku wskaźnika kosztów SG&A/mkw. R/R, co było związane z: i) renegocjacją stawek czynszów; ii) oszczędnościami po stronie kosztów wynagrodzeń (brak premii sprzedażowych); oraz iii) niższymi kosztami SG&A rozpoznawanymi na rynkach rosyjskim i ukraińskim (dewaluacja RUB oraz UAH).

Dekompozycja średnich miesięcznych kosztów SG&A/mkw. kwartalnie w latach 2013-16 (PLN)



Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Analizując dynamikę poszczególnych składników kosztów SG&A/mkw., w 1Q'16 zauważalny jest wzrost kosztów personelu o 4% R/R przy utrzymaniu kosztów najmu oraz pozostałych kosztów sklepu płasko R/R. Nieznaczny spadek o 2,1% R/R w 1Q'16 odnotowały koszty G&A. W kolejnych kwartałach oczekujemy, że za wzrost wskaźnika kosztów SG&A/mkw. będą odpowiadały: i) wyższe koszty wynagrodzeń (presja płacowa w Polsce, premie sprzedażowe wynikające z dodatniej sprzedaży porównywalnej); ii) wyższe koszty najmu (aprecjacja EURPLN); oraz iii) wzrost kosztów G&A (niska baza porównywalna oraz inwestycje w zespół projektowy).

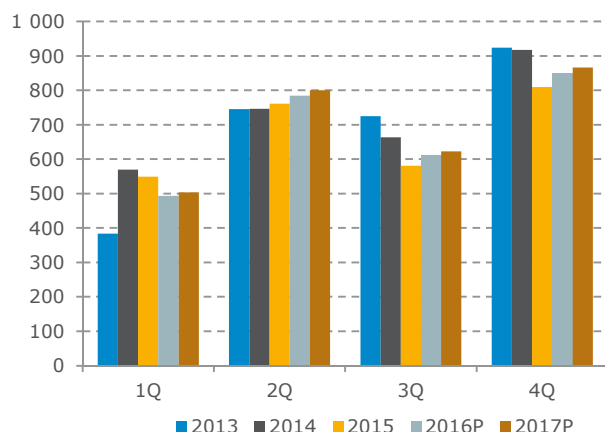
Analiza zmian poszczególnych składników kosztów SG&A/mkw.

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
Koszty najmu	-15,5%	-13,9%	-15,0%	-8,2%	0,0%
Koszty personelu	-10,7%	-15,8%	-16,1%	-1,9%	4,0%
Pozostałe koszty sprzedaży	-14,8%	0,0%	1,8%	5,8%	0,0%
Koszty G&A	-6,0%	-38,5%	-33,3%	-30,4%	-2,1%

Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Biorąc powyższe pod uwagę, uważamy że wzrost wskaźnika kosztów SG&A/mkw. zostanie częściowo złagodzony przez powiększanie średniej wielkości sklepu. W naszych założeniach przyjmujemy wzrost kosztów SG&A/mkw. o 5,5% R/R do 246 PLN w 2016 roku oraz o 5,0% R/R do 258 PLN w 2017 roku.

Średnia miesięczna sprzedaż/mkw. w ujęciu kwartalnym w Polsce w latach 2013-17P (PLN)



Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Roczna dynamika sprzedaży/mkw.

(mln PLN)	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
Polska	-2%	-8%	-15%	-8%	-7%	-5%	-6%	-5%	-3%
Estonia	-4%	-28%	-17%	-21%	-27%	-8%	-11%	+4%	+26%
Łotwa	-2%	-19%	-17%	-19%	-20%	-5%	+4%	+12%	+25%
Czechy	-8%	-14%	-15%	-19%	-14%	+2%	-4%	+9%	+23%
Węgry	+14%	+1%	+2%	-7%	-1%	+16%	-5%	+11%	-1%
Litwa	+8%	-13%	-6%	-8%	-10%	+4%	+0%	+21%	+15%
Ukraina	-20%	-28%	-31%	-15%	-15%	-9%	-8%	-4%	+15%
Rosja	-22%	-19%	-24%	-25%	-25%	-14%	-23%	-3%	+5%
Rumunia	11%	-33%	-46%	-41%	-53%	-10%	-1%	+1%	+48%
Niemcy	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-6,0%	-5,0%	-2,7%
Bułgaria	+10%	-9%	-25%	-28%	-20%	-11%	+5%	+19%	+46%
Słowacja	+15%	+40%	+48%	-12%	-12%	-36%	-40%	+5%	+10%
Grupa LPP	-6,5%	-11,2%	-16,8%	-12,8%	-13,6%	-8,3%	-11,7%	-3,8%	+1,7%

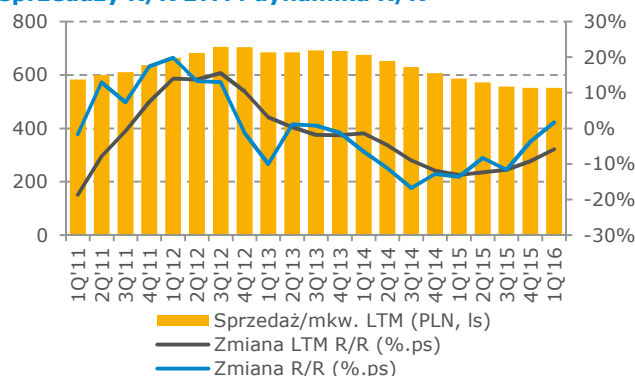
Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Pomimo zakładanego wzrostu sprzedaży/mkw. w latach 2016-17 nie oczekujemy, że wartość tego wskaźnika powróci do poziomów odnotowywanych średniomiesięcznie w latach 2013 oraz 2014. Wynika to bezpośrednio ze zwiększania średniej powierzchni sprzedażowej salonów spółki, co skutkowało i) mniejszą efektywnością sprzedaży/mkw. oraz ii) obniżeniem wskaźnika kosztów SG&A/mkw. **Kombinacja wyżej wymienionych czynników powinna przełożyć się na wzrost EBIT/mkw. na rynku polskim.**

Poprawa sprzedaży porównywalnej w Grupie

Jednym z celów strategicznych zarządu LPP na rok 2016 było zwiększenie sprzedaży porównywalnej w sklepach spółki. Biorąc pod uwagę dane spółki opublikowane do 1Q'16, sprzedaż/mkw. poprawiła się w ujęciu rocznym na wszystkich rynkach oprócz Polski, Węgier oraz Chorwacji. W efekcie sprzedaż/mkw. wyrażona w PLN wzrosła o 1,7% R/R w 1Q'16. **Poprawa wyników była wspierana przez bardzo dobrą sprzedaż realizowaną we wszystkich markach na rynkach zagranicznych.** Poprawa sprzedaży R/R w 1Q'16 wspierana była częściowo przez osłabienie się PLN względem EUR, CZK, HUF, RON, HRK oraz BGN. Negatywnie na wynik denominowany w PLN wpływało dalsze osłabienie się RUBPLN oraz UAHPLN w 1Q'16 (o odpowiednio 12,5% oraz 15,6% R/R).

Średnia miesięczna sprzedaż/mkw. LTM, dynamika sprzedaży R/R LTM i dynamika R/R



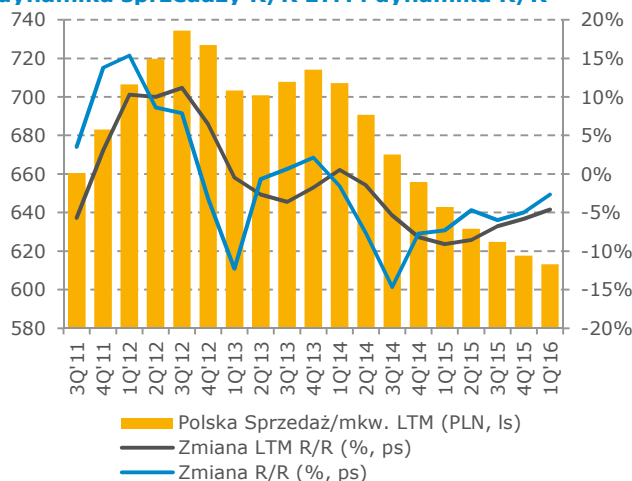
Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Analizując sprzedaż/mkw. LTM zauważalne są wyhamowanie negatywnych tendencji w 1Q'16 oraz poprawa efektywności sprzedaży, w czym pomagają działania spółki mające na celu zwiększenie sprzedaży oraz efekt niskiej bazy.

Sprzedaż/mkw. w Polsce powinna ulec stopniowej poprawie

Problemy spółki ze sprzedażą w Polsce wynikają przede wszystkim ze słabego odbioru kolekcji marki RESERVED (przyczyna słabszych wyników sprzedażowych w latach 2014-15) oraz presji ze strony konkurencji (zaostrzona polityka cenowa przez ZARA). Priorytetem dla spółki jest skoncentrowanie się na poprawie atrakcyjności oferty we flagowej marce w czym powinno pomóc wzmocnienie działu projektowego oraz zwiększenie zakresu kontroli nad procesem produkcji towarów. **Efekty przeprowadzanych zmian powinny pozytywnie wpłynąć na wyniki sprzedażowe publikowane w 2017 roku. Jednocześnie poprawa wskaźnika efektywności sprzedaży/mkw. w kolejnych okresach powinna być wspierana przez ograniczenie tempa ekspansji powierzchni sklepowej oraz efekt niskiej bazy budowanej w latach 2014-15.** Oczekujemy, że sprzedaż/mkw. zmniejszy się o 0,6% R/R do 614 PLN w 2016 roku oraz poprawi się o 1,4% R/R do 622 PLN w 2017 roku.

Średnia miesięczna sprzedaż/mkw. LTM w Polsce, dynamika sprzedaży R/R LTM i dynamika R/R

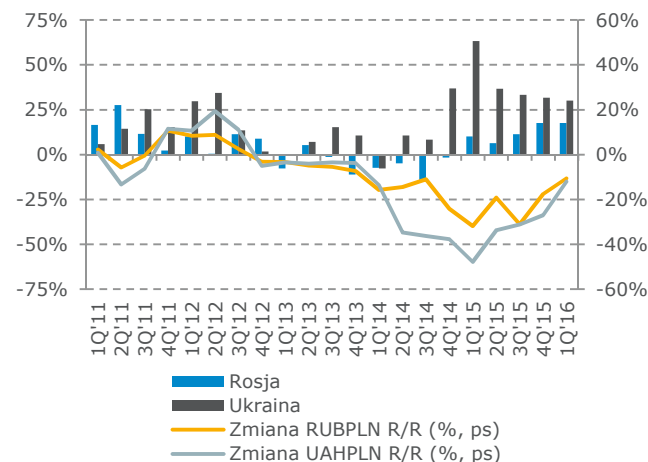


Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Negatywny wpływ dewaluacji RUBPLN oraz UAHPLN powinien słabnąć

Udział runku rosyjskiego w przychodach Grupy LPP zmniejszył się z 19,1% LTM na koniec 2013 roku do 16,1% LTM w 1Q'16, co było pochodną dewaluacji RUBPLN o 43,8% w podanym okresie. Skala spadku udziału rynku ukraińskiego była niższa i wyniosła 0,3p.p. od końca 2013 roku do 3,7% LTM na koniec 1Q'16 (dewaluacja UAHPLN w podanym okresie wyniosła 59%). **LPP na obu rynkach odnotowywało dwucyfrowe wzrosty sprzedaży wyrażonej w walucie lokalnej w okresie 1Q'15-1Q'16.** Za taki stan rzeczy odpowiadało umocnienie się pozycji LPP na rynku rosyjskim (wycofanie wielu konkurencyjnych firm) oraz podwyżki cen przeprowadzone przez markę ZARA.

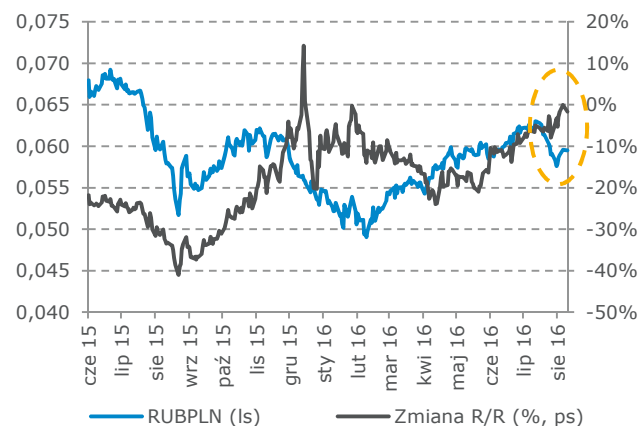
Zmiana średniej miesięcznej sprzedaży/mkw. (LCU) w Rosji oraz na Ukrainie oraz zmiana R/R kursów RUBPLN i UAHPLN



Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Chcielibyśmy zwrócić szczególną uwagę na zachowanie kursu **RUBPLN**, gdzie skala dewaluacji R/R zmniejsza się do około 1,6% R/R w 3Q'16 (dzień 12.08.2016). Z drugiej strony sklepy LPP na rynku rosyjskim odnotowały wzrost sprzedaży wyrażonej w RUB o 17,5% R/R w 1Q'16 vs. 10,1% R/R w 1Q'15. **Utrzymanie podobnej dynamiki poprawy sprzedaży połączone z obniżeniem bazy RUBPLN R/R, powinno przełożyć się na znaczną poprawę wyniku segmentu w 2H'16 wyrażonego w PLN.**

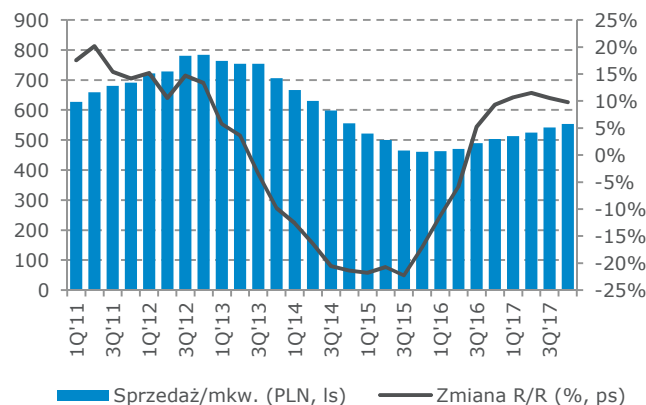
Kurs RUBPLN oraz zmiana R/R



Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Ponadto na **poziom rentowności biznesu rosyjskiego** wpływ powinny mieć: i) znacznie **niższe stawki najmu** niż przed dewaluacją RUB (LPP intensywnie negocjowało stawki najmu w latach 2014-15 wykorzystując trudną sytuację na rynku); ii) **wzrost marży brutto na sprzedaży** (po dewaluacji RUBPLN rentowność sprzedaży denominowana w PLN zmniejszyła się, gdyż koszty zakupu sprzedanych towarów denominowane są w USD) oraz iii) **relatywnie niskie koszty pracy**. Oczekujemy wzrostu sprzedaży/mkw. na rynku rosyjskim o 9,3% do 504 PLN w 2016 roku oraz do 10,3% R/R do 555 PLN w 2017 roku.

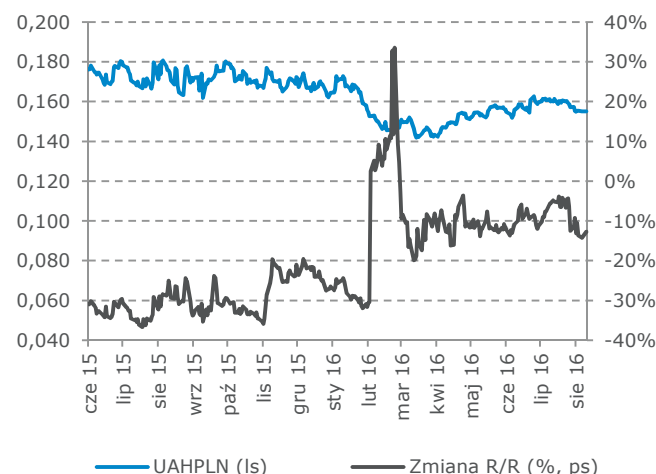
Średnia miesięczna sprzedaż/mkw. LTM w Rosji oraz zmiana R/R w ujęciu kwartalnym w latach 2011-17



Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Szacujemy, że podobny efekt będzie dotyczył rynku ukraińskiego, jednak biorąc pod uwagę sytuację na UAHPLN oczekujemy, że stabilizacja dynamiki R/R może nastąpić w 2017 roku (przy założeniu utrzymania się kursu na poziomie zbliżonym do obecnego).

Kurs UAHPLN oraz zmiana R/R

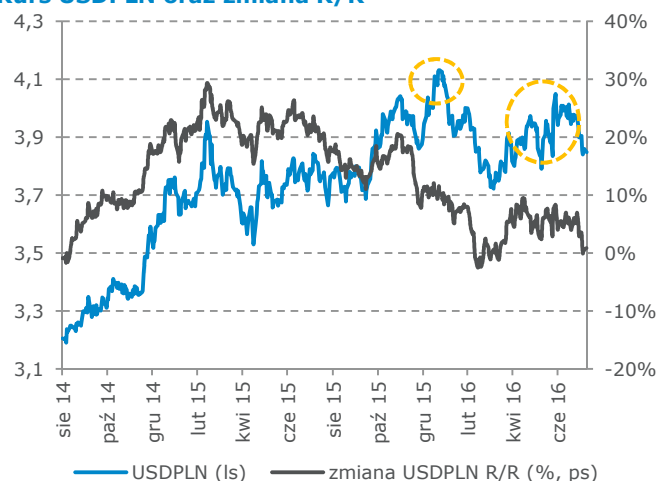


Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Wyhamowanie spadków marży brutto na sprzedaży od 4Q'16

Celem zarządu na 2016 rok było utrzymanie spadku marży brutto na sprzedaży o 2p.p. R/R. Wysokie koszty zakupu towarów w USD, niezadowolająca jakość kolekcji w marce RESERVED oraz wzmożona konkurencja na rynku przyczyniły się do wyższej od oczekiwanej przez zarząd skali spadków. Oczekujemy utrzymania się spadków rentowności w 3Q'16, co wynikać powinno z głębszych wyprzedaży w okresie VII-VIII'16 (niska sprzedaż kolekcji w pierwszych cenach) oraz wprowadzenia nowej polityki wyprzedaży opierającej się na sprzedaży większości towarów przez sklepy własne (ograniczenie roli outletów i kosztów logistyki). **Wyhamowanie spadku marży brutto na sprzedaży powinno pojawić się w 4Q'16, w czym oprócz poprawiającej się jakości kolekcji (większa szansa na sprzedaż towarów w pierwszych cenach) powinien sprzyjać niższy kurs zakupu kolekcji jesień-zima niż w przypadku kolekcji wiosna-lato.**

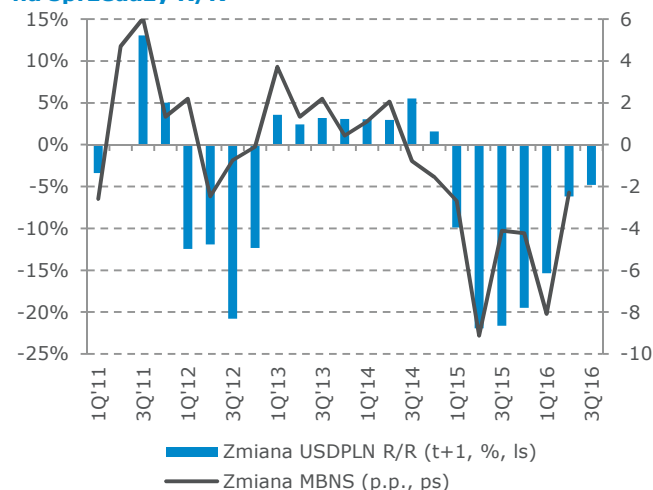
Kurs USDPLN oraz zmiana R/R



Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Jednocześnie na poziom marży pozytywnie powinno wpłynąć stabilizowanie się kursu USDPLN. Spółka kontraktuje zakup kolejnej kolekcji z kilkumiesięcznym wyprzedzeniem. Dla lepszego zobrazowania wpływu zmiany USDPLN na marżę brutto na sprzedaży przesunęliśmy zmianę USDPLN o jeden kwartał do przodu (T+1). **Uwzględniając oczekiwane wyhamowanie spadku marży brutto na sprzedaży w 4Q'16, szacujemy że rentowność sprzedaży obniży się o 3,7p.p. R/R do 49,8% w 2016 roku.**

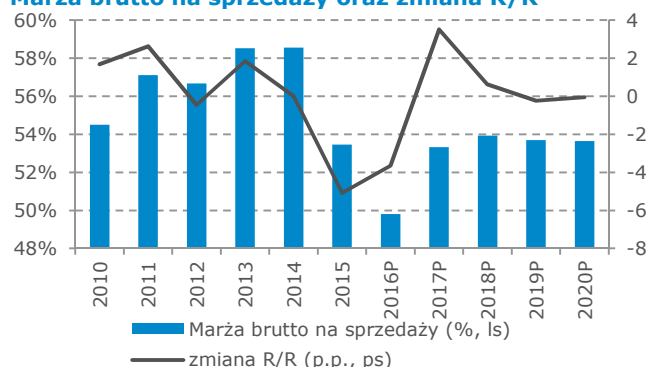
Zmiana kursu USDPLN R/R oraz zmiana marży brutto na sprzedaży R/R



Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Zarząd oczekuje, że całkowite pozytywne efekty poprawy kolekcji w marce RESERVED powinny być widoczne od 1-2Q'17. Oczekujemy, że **uatrakcyjnienie oferty w marce RESERVED powinno przełożyć się na wyższe wolumeny sprzedaży zrealizowane w pierwszej cenie i w efekcie wpłynąć na osiąganą poprawę marży brutto na sprzedaży.** Ponadto, ustabilizowanie się kursu RUBPLN na zbliżonym poziomie R/R, skutkujące istotną poprawą sprzedaży rosyjskich sklepów w PLN, powinno wspierać marżę brutto na sprzedaży osiąganą przez Grupę (COGS są denominowane w USD). **Biorąc powyższe pod uwagę, oczekujemy wzrostu marży brutto na sprzedaży o 3,5p.p. R/R do 53,3% w 2017 roku. (vs. 53,5% w 2015 roku oraz średnio 56,5% w latach 2006-2015).**

Marża brutto na sprzedaży oraz zmiana R/R



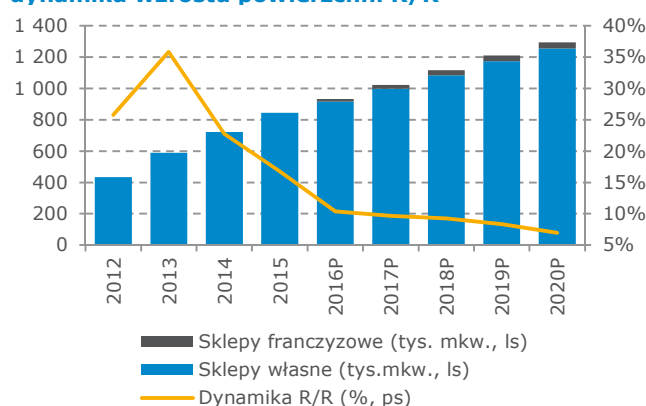
Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Mając na uwadze wzmoczoną konkurencję na rynku polskim (presja na ceny ze strony największych graczy oraz coraz większy udział w sprzedaży kanału internetowego), oczekujemy że marża brutto na sprzedaży LPP ustabilizuje się na średnim poziomie 53,7% w latach 2018-24.

Ograniczone tempo ekspansji powierzchni sprzedażowej

Narastające problemy ze sprzedażą porównywalną spółki skłoniły zarząd LPP do zrewidowania tempa rozwoju do 10,4% R/R, co odpowiadać będzie 931,3 tys. mkw. powierzchni sklepowej na koniec 2016 roku. Skoncentrowanie się na poprawie sprzedaży porównywalnej ma już pierwsze efekty w wynikach Ił za 1H'16 (6% w walutach lokalnych w 2Q'16 oraz 5,2% w 1H'16). **Ograniczenie tempa ekspansji powinno pozytywnie wpłynąć na wzrost wskaźnika średniej sprzedaży/mkw. na rynkach działalności spółki (mniejsze rozwodnienie ze względu mniejszą skalę wzrostu nowej powierzchni).**

Powierzchnia sprzedażowa sklepów LPP oraz dynamika wzrostu powierzchni R/R



Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Obniżamy nasze założenia wzrostu powierzchni, oczekując 8,9% CAGR w latach 2016-20. Zakładane tempo wzrostu jest znacznie niższe niż średnioroczna dynamika ekspansji prezentowana przez spółkę w latach 2011-15 na poziomie 21,3% rocznie. Naszym zdaniem spółka osiągnęła wysokie nasycenie w krajach gdzie dostępne są jej sklepy. Potencjalne przyśpieszenie wzrostu powierzchni sklepowej w przyszłości może wynikać z: i) poprawy wyników sklepów na rynku niemieckim (decyzja o ekspansji do innych krajów Europy Zachodniej); ii) szybszego rozwoju sieci franczyzowej; oraz iii) weryfikacji planów dotyczących ekspansji.

Podatek od sieci handlowych

Zgodnie z nową ustawą, podmioty prowadzące w Polsce sprzedaż detaliczną zostaną opodatkowane specjalną daniną. Podstawą do opodatkowania jest sprzedaż miesięczna netto. Nowa danina będzie pobierana w zależności od miesięcznej sprzedaży netto (17 mln PLN kwota wolna od podatku, 17-170 mln PLN opodatkowane stawką 0,8% oraz nadwyżka ponad 170 mln PLN opodatkowane 1,4%). Podstawa do opodatkowania w LPP będzie liczona łącznie ze sprzedaży wszystkich marek w Polsce (marki nie działają pod jako osobne spółki). Według naszych wyliczeń spółka zapłaci 19,8 mln PLN podatku w 2016 roku (okres IX-XII'16) oraz 39 mln PLN w 2017 roku. Podatek został uwzględniony w naszych prognozach w linii pozostałe koszty operacyjne.

Czynniki ryzyka dla prognoz i wyceny

Aprecjacja RUB oraz UAH względem PLN

Umocnienie się waluty rosyjskiej i ukraińskiej względem polskiej może pozytywnie wpłynąć na sprzedaż generowaną na tych rynkach. Spółka w latach 2014/15 renegotjowała większość umów najmu w Rosji, dzięki czemu sklepy LPP utrzymywały rentowność na tym rynku. Umocnienie się RUB/PLN może wpłynąć na: i) wzrost wartości sprzedaży denominowanej w PLN; ii) wzrost marży brutto na sprzedaży generowanej na rynku rosyjskim (koszty zakupu sprzedanych towarów są denominowane w USD); oraz iii) wzrost kosztów wynagrodzeń oraz pozostałych kosztów sklepów na rynku rosyjskim. Finalny efekt umocnienia się RUB/PLN pozytywnie wpływa na generowany EBIT/mkw. na tym rynku.

Aprecjacja kursu dolara

Spółka importuje sprzedawane towary, rozliczając transakcje w USD. Utrzymujący się wysoki kurs dolara w 2015 r. istotnie wpłynął na marżę brutto na sprzedaży LPP raportowaną w 1H'16. Spółka nie zabezpiecza się przed wahaniami kursu walutowego. Ewentualne dalsze osłabienie się USD względem PLN może wspierać osiąganą przez spółkę rentowność.

Zaostrzenie się wojny cenowej na rynku polskim

LPP działa w trudnym otoczeniu rynkowym, gdzie główni konkurenci decydują się na walkę ceną o klienta (np. obniżenie cenników w ZARA). Jednocześnie coraz istotniejsza staje się presja na sprzedaż sklepów ze strony e-commerce. Zaostrzenie się wojny cenowej może spowodować, że będziemy zmuszeni zrewidować nasze szacunki.

Słaby odbiór kolejnych kolekcji w marce RESERVED

Problemy z efektywnością sprzedaży LPP w ostatnich latach po części wynikały ze słabego odbioru kolekcji oferowanych w sklepach marki RESERVED. Pod koniec 2015 roku poczynione zostały pierwsze kroki mające na celu poprawę jakości oferty marki. Zarząd LPP oczekuje, że pełny efekt poniesionych wysiłków powinien być widoczny przy okazji sprzedaży kolekcji wiosenno-lętnej'17. Zły odbiór nowej kolekcji przekładający się na brak poprawy wskaźnika sprzedaży/mkw. stanowić może ryzyko dla naszej wyceny.

Pogorszenie się sytuacji makroekonomicznej na rynkach Grupy LPP

Gorsze oczekiwania wobec sytuacji gospodarczej na najważniejszych rynkach Grupy LPP (Polska, Rosja), może wpłynąć negatywnie na skłonność do konsumpcji w danych krajach. Obecne trendy wskazują na poprawę konsumpcji na rynku polskim wynikające z poprawy sytuacji na rynku pracy oraz z wprowadzenia programów socjalnych (np. Rodzina 500+). W ostatnich kwartałach sprzedaż/mkw. liczona dla rynków rosyjskiego oraz ukraińskiego rosła dwucyfrowo w walucie lokalnej, co wskazuje na wzmożone wydatki konsumentów.

Nieprowadzenie na rynku niemieckim

Niemcy są największym rynkiem w Europie o bardzo silnej konkurencji. Przed LPP stoi ogromne wyzwanie, żeby przekonać do swoich produktów niemieckiego konsumenta. Wolniejsze niż zakładane tempo wzrostu efektywności sprzedaży/mkw. może stanowić ryzyko do naszej wyceny.

Wprowadzenie restrykcji wobec zagranicznych podmiotów w Rosji

Ewentualne wprowadzenie restrykcji dla podmiotów zagranicznych (w odpowiedzi na sankcje nałożone przez kraje Zachodu) może się negatywnie odbić na prowadzonej działalności spółki na rynku rosyjskim. Oczekujemy, że szansa wystąpienia tego ryzyka jest relatywnie mała.

Nasze prognozy vs. konsensus

Nasze szacunki przychodów dla lat 2016-18 są nieznacznie powyżej oczekiwań rynkowych (odchylenie +1-3%). W 2016 roku oczekujemy niższych niż rynek wyników na poziomie EBIT/EBITDA/zysku netto, co wynika z uwzględnienia najnowszych danych opublikowanych przez spółkę. Nasze prognozy dla kolejnych lat są powyżej oczekiwań rynkowych co z kolei wynika z założenia stopniowej poprawy marży brutto na sprzedaży w 2017 oraz 2018 roku. Jednocześnie zakładamy dynamiczny wzrost kosztów SG&A/mkw., co powinno wynikać z presji na koszty wynagrodzeń.

Oczekiwania Domu Maklerskiego mBanku w porównaniu z konsensem

(mln PLN)	2016P			2017P			2018P		
	mDM	konsensus	różnica	mDM	konsensus	różnica	mDM	konsensus	różnica
Przychody	6 006,8	5 969,0	+1%	6 903,3	6 741,7	+2%	7 746,5	7 611,7	+2%
EBIT	339,8	422,0	-19%	641,2	510,6	+26%	787,7	593,0	+33%
EBITDA	589,0	692,5	-15%	912,4	794,8	+15%	1 076,2	907,3	+19%
Oczyszczony ZN	260,0	338,5	-23%	494,8	426,0	+16%	616,7	536,3	+15%

Wycena

Wartość spółki LPP szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Implikowana cena z metody zdyskontowanych przepływów to 5 200 PLN/akcję, a wartość oszacowana na bazie porównywalnych spółek to 5 200 PLN/akcję. Naszą 9-miesięczną cenę docelową wyznaczamy na poziomie 5 500 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	5 200
Wycena DCF	50%	5 200
cena wynikowa		5 200
cena docelowa za 9 m-cy		5 500

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec sierpnia 2016 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2015 r.
- Zakładamy spadek marży brutto na sprzedaży o 3,7p.p. R/R w 2016 r. oraz poprawę MBNS o 3,5p.p. R/R w 2017 r.
- Zakładamy wzrost CAPEX/mkw. uzależniony od rozwoju powierzchni handlowej na rynku niemieckim, gdzie średni CAPEX/mkw. szacujemy na 3,7 tys. PLN vs. 2,9 tys. PLN średnio dla innych krajów spółki.

- Saldo pozostałych przychodów operacyjnych ustalamy na -0,6% przychodów osiąganych w danym roku (odpowiada to stratom inwentarzowym raportowanym historycznie) oraz powiększamy o zapłacony podatek handlowy.
- W modelu nie uwzględniamy wpływu różnic kursowych na wyniki spółki.
- Do obliczeń przyjmujemy stopę opodatkowania na poziomie 19% w okresie prognozy.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5%.
- Po roku 2025 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2,5%.
- Współczynnik beta przyjmujemy na poziomie 1,0.

Wzrost powierzchni sprzedażowej

(tys. mkw.)	2012	2013	2014P	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Polska	42,0	86,8	48,0	52,4	32,6	29,9	30,1	31,8	26,9
Unia Europejska	4,9	19,7	47,9	53,4	26,6	37,7	40,9	38,1	32,0
Rosja i Ukraina	41,9	48,6	38,0	10,2	19,1	13,7	14,1	19,9	21,9
francja	0,0	0,0	0,0	5,5	9,1	8,7	9,3	3,3	3,6

Źródło: LPP, Dom Maklerski mBanku

Model DCF

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026+
Przychody ze sprzedaży	6 007	6 903	7 746	8 519	9 146	9 709	10 232	10 733	11 236	11 743	
zmiana	17,1%	14,9%	12,2%	10,0%	7,4%	6,2%	5,4%	4,9%	4,7%	4,5%	
EBITDA	589	912	1 076	1 193	1 271	1 334	1 389	1 427	1 480	1 549	
marża EBITDA	9,8%	13,2%	13,9%	14,0%	13,9%	13,7%	13,6%	13,3%	13,2%	13,2%	
Amortyzacja	249,2	271,3	288,5	306,7	319,3	323,1	322,5	319,4	316,6	329,3	
EBIT	340	641	788	887	951	1 011	1 066	1 108	1 163	1 220	
marża EBIT	5,7%	9,3%	10,2%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,3%	10,4%	10,4%	
Opodatkowanie EBIT	59,7	121,8	149,7	168,4	180,8	192,0	202,6	210,5	221,0	231,8	
NOPLAT	280	519	638	718	771	819	864	897	942	988	
CAPEX	-393,9	-358,6	-370,6	-385,7	-347,8	-342,2	-322,1	-309,7	-310,2	-329,3	
Kapitał obrotowy	-274,5	-7,0	-120,4	-127,5	-97,2	-103,8	-86,0	-86,4	-87,9	-92,2	
FCF	-139	425	436	512	645	696	778	821	861	896	918
WACC	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,5%	
współczynnik dyskonta	90,5%	83,5%	77,0%	71,1%	65,5%	60,5%	55,8%	51,4%	47,4%	43,8%	
PV FCF	-125,9	355,0	335,5	363,5	422,7	420,7	433,8	422,2	408,5	392,2	

WACC	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,5%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko kredytowe	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	17,6%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	12,4%	11,3%	9,2%	6,4%	4,6%	3,2%	2,3%	1,6%	1,1%	0,8%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,50%
Wartość rezydualna (TV)	15 410
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	6 744
Zdyskontowane FCF w okresie prognozy	3 428
Wartość firmy (EV)	10 172
Dług netto	621
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firm	9 551
Liczba akcji (mln)	1,84
Wartość firmy na akcję (PLN)	5 200
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa (PLN)	5 500

EV/EBITDA('16) dla ceny docelowej	16,2
P/E('16) dla ceny docelowej	36,7
Udział TV w EV	66%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF po okresie prognozy				
	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC -1,0 p.p.	5 800	6 300	6 800	7 500	8 300
WACC -0,5 p.p.	5 200	5 500	5 900	6 300	6 900
WACC	4 900	5 200	5 500	5 900	6 300
WACC +0,5 p.p.	4 700	4 900	5 200	5 500	5 900
WACC +1,0 p.p.	4 300	4 500	4 700	5 000	5 200

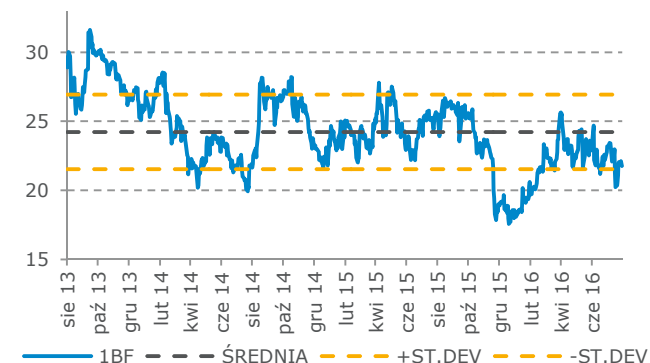
Wycena porównawcza

Wycenę wskaźnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2016-18P. Przykładamy równą wagę do obydwu wskaźników. Grupa porównawcza wzięta do wyceny składa się z trzech spółek (H&M, Inditex, CCC), które prezentują podobny profil do spółki LPP oraz działają na rynku odzieżowym lub obuwniczym. Jednocześnie prezentujemy wskaźnik PEG, który pokazuje, że w wyniku zmian LPP będzie się rozwijało wolniej niż spółki porównywalne (historycznie spółka posiadała dyskonto na tym wskaźniku). Biorąc powyższe pod uwagę oraz uwzględniając problemy z kolekcją w marce RESERVED, przyjmujemy 15% dyskonto w wycenie spółki.

Analiza porównawcza

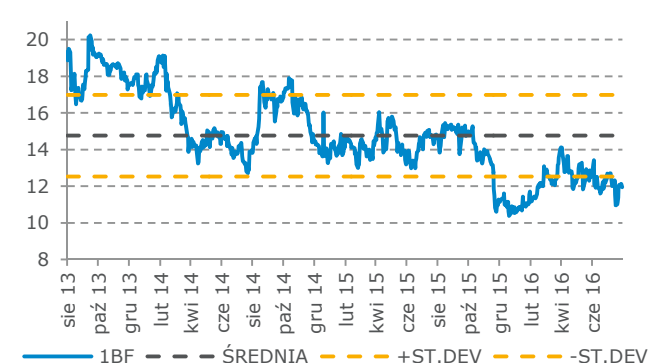
		PEG			P/E			EV/EBITDA		
	cena	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Pozostałe spółki z sektora										
IC COMPANY'S	176	0,3	2,0	0,9	14,8	13,8	12,2	10,7	9,4	8,4
KAPPAHL	44	0,1	1,3	1,7	14,8	13,3	12,5	7,8	7,3	6,8
MARKS & SPENCER	335,9	0,7	-1,0	-5,9	10,1	11,4	11,6	5,6	5,9	5,9
NEXT	5375	12,2	11,4	5,0	12,8	12,6	12,3	9,1	9,2	8,0
HUGO BOSS	56,99	-0,6	1,3	1,3	16,7	14,9	13,5	9,0	8,3	7,7
TOM TAILOR	3,319	0,0	0,1	0,2	11,2	6,2	4,9	4,4	4,0	3,6
GERRY WEBBER	11,16	-0,4	0,1	9,9	29,8	12,1	12,0	9,7	7,1	6,7
Spółki porównawcze										
HENNES & MAURITZ	266,9	-3,4	1,5	1,6	22,2	19,6	17,7	13,1	11,6	10,4
INDITEX	30,9	2,1	3,3	1,9	34,1	31,2	27,4	19,9	18,1	16,1
CCC	186,3	-5,4	0,7	0,7	29,2	22,1	17,7	20,2	16,0	13,1
Minimum		-5,4	0,7	0,7	22,2	19,6	17,7	13,1	11,6	10,4
Maksimum		2,1	3,3	1,9	34,1	31,2	27,4	20,2	18,1	16,1
Mediana		-3,4	1,5	1,6	29,2	22,1	17,7	19,9	16,0	13,1
LPP		-2,0	-1,1	-0,9	31,7	16,6	13,4	15,4	9,6	8,0
(premia / dyskonto)		-	-	-	9%	-25%	-25%	-23%	-40%	-39%
Implikowana wycena										
Mediana		-3,4	1,5	1,6	29,2	22,1	17,7	19,9	16,0	13,1
Waga wskaźnika						50%			50%	
Waga roku					33%	33%	33%	33%	33%	33%
Premia/dyskonto		-15%								
Wartość firmy na akcję (PLN)	5 200									

Wskaźnik 12M Blended Forward P/E



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wskaźnik 12M Blended Forward EV/EBITDA



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rachunek wyników

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	3 223,8	4 116,3	4 769,3	5 130,3	6 006,8	6 903,3	7 746,5
zmiana	29,3%	27,7%	15,9%	7,6%	17,1%	14,9%	12,2%
Koszt własny sprzedaży	1 396,7	1 707,1	1 976,8	2 387,5	3 015,2	3 222,6	3 568,5
Zysk brutto na sprzedaży	1 827,1	2 409,2	2 792,5	2 742,8	2 991,6	3 680,7	4 178,0
marża brutto na sprzedaży	56,7%	58,5%	58,6%	53,5%	49,8%	53,3%	53,9%
Koszty sprzedaży	-1 228,5	-1 604,8	-1 942,9	-2 012,2	-2 435,3	-2 733,3	-3 046,2
Koszty ogólnego zarządu	-132,3	-154,3	-205,4	-178,9	-162,5	-234,5	-260,0
Pozostała działalność operacyjna netto	-11,9	-34,1	-35,0	-48,5	-54,0	-71,7	-84,0
EBIT	454,4	615,9	609,1	503,2	339,8	641,2	787,7
zmiana	32,4%	35,5%	-1,1%	-17,4%	-32,5%	88,7%	22,9%
marża EBIT	14,1%	15,0%	12,8%	9,8%	5,7%	9,3%	10,2%
Wynik na działalności finansowej	-30,3	-91,8	-149,2	-88,3	-24,1	-30,1	-26,1
Zysk brutto	424,1	524,2	459,9	414,9	315,7	611,1	761,6
Podatek dochodowy	-70,2	-91,4	22,0	-62,9	-55,4	-116,1	-144,7
Udziałowcy mniejszościowi	-0,9	-1,9	-2,3	0,0	-0,3	-0,2	-0,2
Zysk netto	353,1	430,9	479,5	352,0	260,0	494,8	616,7
zmiana	31,4%	22,0%	11,3%	-26,6%	-26,1%	90,3%	24,6%
marża	11,0%	10,5%	10,1%	6,9%	4,3%	7,2%	8,0%
Amortyzacja	109,0	148,2	193,7	223,6	249,2	271,3	288,5
EBITDA	563,4	764,1	802,8	726,8	589,0	912,4	1 076,2
zmiana	28,5%	35,6%	5,1%	-9,5%	-19,0%	54,9%	17,9%
marża EBITDA	17,5%	18,6%	16,8%	14,2%	9,8%	13,2%	13,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
EPS	195,1	238,1	264,9	194,5	141,7	269,6	336,0
ROA	19,9%	19,5%	17,7%	10,8%	6,7%	11,3%	13,2%
ROE	33,3%	31,8%	30,6%	20,0%	13,0%	21,6%	23,4%

Bilans

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
AKTYWA	1 932,2	2 491,6	2 933,7	3 565,2	4 209,4	4 552,9	4 788,8
Majątek trwały	909,9	1 231,9	1 516,4	1 797,0	1 954,4	2 041,7	2 123,9
Rzeczowe aktywa trwałe	598,5	896,8	1 038,8	1 258,8	1 413,0	1 500,3	1 582,5
Wartość firmy	183,6	183,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	22,8	29,9	143,5	139,2	141,3	141,3	141,3
Pozostałe	104,9	121,6	124,5	189,5	190,4	190,4	190,4
Majątek obrotowy	1 022,4	1 259,7	1 417,3	1 768,2	2 254,9	2 511,2	2 664,9
Zapasy	656,1	805,0	979,3	1 319,7	1 542,8	1 604,8	1 777,0
Należności	190,4	260,0	223,2	150,3	308,5	344,7	372,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	159,4	149,4	183,5	224,4	307,1	465,1	418,6
Pozostałe	16,5	45,3	31,2	73,7	96,6	96,6	96,6
(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
PASYWA	1 932,2	2 491,6	2 933,7	3 565,2	4 209,4	4 552,9	4 788,8
Kapitał własny	1 211,0	1 496,5	1 638,4	1 889,7	2 106,8	2 466,2	2 798,7
Zobowiązania długoterminowe	131,0	192,3	210,7	344,1	468,7	369,8	294,8
Kredyty i pożyczki	125,1	184,3	204,5	284,3	410,1	311,2	236,1
Pozostałe	5,9	8,0	6,3	59,8	58,6	58,6	58,6
Zobowiązania krótkoterminowe	590,2	802,7	1 084,6	1 331,3	1 633,8	1 716,9	1 695,3
Kredyty i pożyczki	61,0	173,6	378,3	561,1	728,9	693,7	567,1
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	477,8	547,6	618,6	721,4	854,4	972,5	1 077,6
Pozostałe	51,3	81,5	87,7	48,9	50,6	50,6	50,6
Dług	186,2	357,9	582,8	845,3	1 139,0	1 004,9	803,2
Dług netto	26,8	208,5	399,3	620,9	831,8	539,8	384,6
(Dług netto / kapitał własny)	2,2%	13,9%	24,4%	32,9%	39,5%	21,9%	13,7%
(Dług netto / EBITDA)	0,0	0,3	0,5	0,9	1,4	0,6	0,4
BVPS	669,2	826,9	905,2	1 044,0	1 163,9	1 362,5	1 546,2

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przepływy operacyjne	481,3	536,3	492,9	255,3	246,6	786,0	810,1
Zysk brutto	424,1	524,2	459,9	414,4	332,7	611,1	761,6
Podatek zapłacony	-56,4	-92,5	-91,1	-128,0	-81,2	-116,1	-144,7
Amortyzacja	109,0	148,2	193,7	223,6	249,2	271,3	288,5
Kapitał obrotowy	-327,4	-95,7	-118,4	-223,4	-255,3	19,9	-95,1
Pozostałe	332,0	52,1	48,8	-31,3	1,3	-0,2	-0,2
Przepływy inwestycyjne	-260,7	-518,2	-476,0	-415,5	-375,4	-358,6	-370,6
CAPEX	-288,4	-541,9	-550,6	-490,6	-393,9	-358,6	-370,6
Pozostałe	27,6	23,6	74,6	75,1	18,5	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-178,1	-0,6	17,2	201,2	212,9	-269,4	-486,0
Kredyty i pożyczki	4,3	219,5	204,0	364,8	314,4	-134,0	-201,7
Dywidenda	-141,7	-155,3	-171,9	-58,0	-88,0	-135,4	-284,3
Pozostałe	-40,7	-64,9	-14,9	-105,7	-13,5	0,0	0,0
Zmiana stanu środków na koniec okresu	42,4	17,5	34,2	40,9	84,1	158,0	-46,5
Środki pieniężne na koniec okresu	159,4	149,4	183,5	224,4	307,1	465,1	418,6
DPS (PLN)	78,3	85,8	95,0	32,0	48,0	73,8	154,9
FCF	184,7	-59,3	158,8	-15,6	-139,1	425,0	435,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	8,9%	13,2%	11,5%	9,6%	6,6%	5,2%	4,8%

Wskaźniki rynkowe

	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
P/E	23,3	19,1	17,2	23,4	31,7	16,6	13,4
P/CE	17,8	14,2	12,2	14,3	16,2	10,7	9,1
P/BV	6,8	5,5	5,0	4,4	3,9	3,3	2,9
P/S	2,6	2,0	1,7	1,6	1,4	1,2	1,1
FCF/EV	2,2%	-0,7%	1,8%	-0,2%	-1,5%	4,8%	5,1%
EV/EBITDA	14,7	11,1	10,8	12,2	15,4	9,6	8,0
EV/EBIT	18,2	13,7	14,2	17,6	26,7	13,7	10,9
EV/S	2,6	2,1	1,8	1,7	1,5	1,3	1,1
DYield	1,7%	1,9%	2,1%	0,7%	1,1%	1,6%	3,4%
Cena (PLN)	4 549	4 549	4 549	4 549	4 549	4 549	4 549
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
MC (mln PLN)	8 232	8 232	8 234	8 234	8 234	8 234	8 234
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	2,5	3,2	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	8 262	8 444	8 637	8 855	9 066	8 774	8 619

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki LPP

rekomendacja	redukuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5410,50
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 47 44
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl