

czwartek, 6 czerwca 2019 | aktualizacja raportu

## CCC: trzymaj (obniżona)

CCC PW; CCCP.WA | Handel, Polska

### Wyboista droga w 2019 roku

Spółka negatywnie zaskoczyła w 1Q'19 bardzo wysoką dynamiką kosztów, pogarszając wynik EBITDA r/r pomimo wygenerowania bardzo wysokiej dynamiki sprzedaży r/r (sprzedaż w marcu +86% r/r). W okresie kwiecień-maj CCC zaraportowało niską dynamikę sprzedaży Grupy, odnotowując istotne spadki sprzedaży/mkw. w sieci stacjonarnej CCC. Naszym zdaniem problemem niskiej sprzedaży jest zbyt wolny wzrost oferty produktowej, który nie nadążył za zwiększającą się powierzchnią salonów Spółki oraz dalszy spadkowy trend w odwiedzalności galerii handlowych. Negatywny wpływ na sprzedaż został spotęgowany przez niekorzystne warunki pogodowe. Dodawanie marek obcych oraz coraz wyższy udział e-commerce powinny ograniczyć tempo wzrostu marży brutto na sprzedaży r/r w 2019 roku. Po stronie kosztowej wpływ ma (1) konsolidacja KVAG, Gino Rossi oraz DeeZee i (2) dodatkowe koszty związane z marketingiem i sponsoringiem grupy kolarskiej CCC Team. Wysoka baza kosztowa powinna się utrzymywać w kolejnych kwartałach, a procesy integracji biznesów oraz dalszego rozbudowywania oferty produktowej powinny potrwać przynajmniej do końca 2019 r. Potencjalnej poprawy rezultatów r/r i efektów synergii oczekujemy w 2H'19. Uwzględniając powyższe, rewidujemy naszą prognozę EBITDA (bez IFRS 16) z 764 mln PLN do 421 mln PLN w 2019 r. oraz z 910 mln PLN do 623 mln PLN w 2020 r. Obniżamy rekomendację do trzymaj z ceną docelową 161 PLN.

### Pogarszająca się sprzedaż/mkw.

Biorąc pod uwagę ostatnie 17 miesięcy (od początku 2018 roku) CCC poprawiło sprzedaż/mkw. w detalicznej sieci sprzedaży r/r jedynie w 4 okresach. Naszym zdaniem za pogorszenie wskaźnika odpowiadają: brak odpowiedniej oferty nadążającej za powiększającymi się salonami sprzedaży, wprowadzenie ograniczenia handlu w niedziele, spadająca odwiedzalność sklepów oraz niesprzyjające warunki pogodowe. Proces powiększania oferty przez spółkę jest w toku (akwizycja GRI, DeeZee, dystrybucja marek obcych), jednak pozytywnych efektów tych działań oczekivalibyśmy w 2020.

### Baza kosztowa obciążeniem dla wyników

Koszty G&A w 1Q'19 wzrosły prawie o 100% r/r do 72 mln PLN. Szacujemy, że częściowo spółka rozliczyła koszty doradztwa, jednak gros kosztów zostało dodanych wraz z konsolidacją KVAG. Naszym zdaniem restrukturyzacja kosztowa biznesu szwajcarskiego potrwa przynajmniej do 2020 roku. Koszty sprzedaży były obciążone konsolidacją Gino Rossi (biznes do restrukturyzacji), konsolidacją DeeZee (przejściowa strata ze względu na nakłady na marketing) oraz sponsoring grupy CCC Team (szacujemy roczny koszt na poziomie 60 mln PLN).

### Słabe wyniki 2Q'19

Biorąc pod uwagę bardzo słabe wyniki sprzedażowe spółki w okresie kwiecień-maj, wysoką bazę na marży brutto na sprzedaży i wysoką bazę kosztową, wstępnie oczekujemy 1 575 mln PLN sprzedaży oraz spadku oczyszczzonego EBIT z 167 mln PLN w 2Q'18 do 119 mln PLN w 2Q'19.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 194,0	4 725,8	5 969,2	6 914,3	8 020,2
EBITDA	499,1	422,9	420,8	623,0	626,9
marża EBITDA	11,9%	8,9%	7,1%	9,0%	7,8%
EBIT	404,5	372,3	259,2	444,9	442,2
Zysk netto	286,9	225,9	122,8	266,9	302,1
P/E	22,0	28,0	51,5	23,7	20,9
P/CE	16,7	17,6	21,3	14,2	13,0
P/BV	5,7	6,2	5,7	4,9	4,6
EV/EBITDA	13,6	16,8	17,8	12,0	12,0
DPS	2,5	2,3	0,5	2,0	2,0
DYield	1,60%	1,50%	0,31%	1,30%	1,30%

Cena bieżąca	153,80 PLN
Cena docelowa	161,00 PLN
Kapitalizacja	6,2 mld PLN
Free float	3,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	52,1 mln PLN

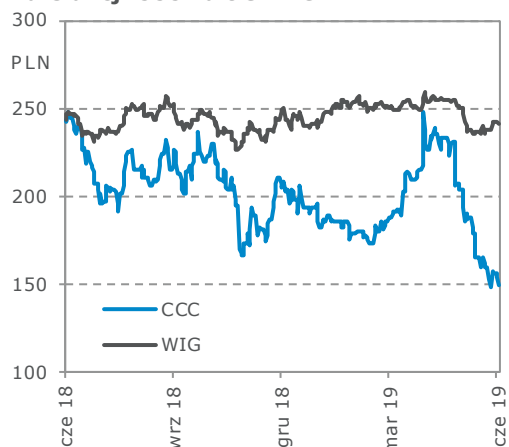
### Struktura akcjonariatu

ULTRO S.A. (podmiot zależny od Dariusza Miłki)	26,86 %
Leszek Gaczorek	4,86%
Aviva OFE	7,23%
NN OFE	8,33%
Pozostali	52,72%

### Profil spółki

CCC jest największym producentem i dystrybutorem obuwia w Polsce, CEE, Europie Zachodniej i na Bliskim Wschodzie. Produkty spółki są sprzedawane w około 1150 sklepach własnych oraz około 30 placówkach franczyzowych. CCC było aktywne na rynku M&A w ostatnich latach nabywając eobuwie.pl (2016), KVAG (2018), DeeZee (2018) oraz Gino Rossi (2019). Po nieudanej ekspansji zagranicznej CCC sprzedało CCC Niemcy (2019 rok) w zamian za około 31% udziałów w Grupie HR.

### Kurs akcji CCC na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
CCC	161,00	275,00	trzymaj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
CCC	153,80	161,00	+4,7%

Zmiana prognoz od	2019P	2020P	2021P
Przychody	-0,5%	-0,3%	-14,4%
EBITDA	-44,9%	-31,5%	-42,1%
EBITDA skor.	-44,9%	-31,5%	-25,0%
zysk netto	-73,6%	-52,4%	-55,4%

### Analitik:

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)

**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 księgową  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**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  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgową) – 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

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

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

**KUPOJ** – 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić 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.

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.

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. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 6 czerwca 2019 o godzinie 8:39.  
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 czerwca 2019 o godzinie 8:39.

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

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

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Powielanie, 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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:  
[http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**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.

**Rekomendacje dotyczące spółki CCC wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05	2018-06-06
data wydania					
cena docelowa (PLN)	275,00	291,00	288,00	272,00	295,00
kurs z dnia rekomendacji	217,00	178,80	204,60	173,60	242,80

## Dom Maklerski mBanku

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

### Departament Analiz

**Kamil Kliszcz**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

**Aleksandra Szklarczyk**  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Poniatowski**  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

**Mikołaj Lemańczyk**  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
finanse

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)