

**Handel**

Polska

LPP

LPP PW; LPPP.WA

Akumuluj

(Niezmieniona)

Gabriela Borowska
(48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl

Bardzo dobre wyniki, powyżej prognoz**Obecna cena: 2 139 PLN; Cena docelowa: 2 300 PLN**

Przychody w 3Q 2011 były wyższe o około 14% r/r, co wynikało ze wzrostu sieci (8,5% bez uwzględniania Esotiq) oraz dodatnich LFL na poziomie 9,7%. Największa dynamika sprzedaży przypadła w 3Q 2011 na Bułgarię, Łotwę i Ukrainę. Procentowa marża brutto na sprzedaży była wyższa od zrealizowanej w 3Q 2010 o 6p.p. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły o 13% r/r. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu na średni m2 powierzchni (SGA/m2) wyniosły 274 PLN wobec prognozowanych przez nas 278 PLN. Saldo pozostałej działalności operacyjnej zmniejszyło EBIT o 6,2 mln PLN (prognozowaliśmy -5,0 mln PLN). Głównie w wyniku trochę wyższej od prognozowanej sprzedaży i niższych SGA/m2 wynik z działalności operacyjnej był o 9,3% wyższy od naszych prognoz i o 11,2% wyższy od konsensusu rynkowego. Na poziomie netto wynik był wyższy o prawie 13% od naszych szacunków i konsensusu w czym pomogły dodatkowo (poza działalnością operacyjną z EBIT) przychody finansowe w kwocie 3,9 mln PLN, głównie wynikające z dodatnich różnic kursowych (saldo różnic 2,9 mln PLN). Przepływy z działalności operacyjnej były ujemne i wyniosły 51,0 mln PLN (wobec -5,7 mln PLN rok wcześniej) na co wpłynął spadek zobowiązań handlowych o 80 mln PLN q/q, ale również zwiększenie zapasów. Spółka wypłaciła też w 3Q 2011 dywidendę, co zmniejszyło poziom gotówki o kolejne 134 mln PLN. Ostatecznie dług netto na koniec 3Q 2011 wyniósł 348,6 mln PLN wobec 154,5 mln PLN na koniec poprzedniego kwartału (245,7 mln PLN na koniec 3Q 2010). Wyniki oceniamy na bardzo dobre, zwracamy uwagę na: (i) niższe od prognozowanych koszty sprzedaży i zarządu, (ii) zwiększenie zapasów i spadek zobowiązań, które miały wpływ na ujemne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, (iii) wypłata dywidendy wpłynęła na zwiększenie długu netto.

Wyniki 3Q 2011

(mln PLN)	Wyniki r/r			Prognozy DI BRE		Konsensus	
	IIIQ2011	IIIQ2010	zmiana	IIIQ2011P	zmiana	IIIQ2011P	zmiana
Przychody	622,2	543,4	14,5%	613,9	1,4%	614,0	1,3%
EBITDA	100,0	60,2	66,2%	96,2	4,0%	93,3	7,2%
marża	16,1%	11,1%	-	15,7%	-	15,2%	-
EBIT	77,2	36,8	109,6%	70,6	9,3%	69,4	11,2%
Zysk brutto	75,3	19,9	-	65,8	-	-	-
Zysk netto	61,1	16,7	-	54,3	12,5%	54,1	13,0%

Źródło: LPP SA, DI BRE, PAP

Sprzedaż

Sprzedaż za 3Q 2011 była raportowana przed wynikami. Geograficznie najważniejsze dla wzrostu sprzedaży były dynamiki w Polsce i w Rosji, które odpowiadają za 11,5% z 14,5% wzrostu sprzedaży. W kategoriach sprzedaży na średni m2 powierzchni najwyższe były dynamiki q/q w mniejszych krajach (m.in. Czechy i Ukraina, które wygenerowały ponad 30% dynamiki), podczas gdy dynamika w Polsce i Rosji była jednocyfrowa. Było to celowe działanie Zarządu, spółka nie wspierała sprzedaży wyprzedzającymi, dzięki czemu wygenerowała na tych rynkach wyższą rentowność brutto na sprzedaży. Polska i Rosja były odpowiedzialne za 90% przychodów spółki wobec 87% w 3Q 2010.

Wynik operacyjny i netto powyżej prognoz dzięki wyższej sprzedaży, niższym kosztom ogólnym, dodatnim saldům różnic kursowych

Niższe wyprzedzaże wpłynęły na wyższą marżę brutto na sprzedaży. Niższe od naszych prognoz były koszty sprzedaży ogólnego zarządu na średni m2 powierzchni (274 PLN wobec prognozy 278 PLN), co wspierało wynik operacyjny. Przekroczenie naszych prognoz EBIT wynikało z wyższej od raportowanej co miesiąc sprzedaży za 3Q 2011 i niższych kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. Pozostała działalność operacyjna zmniejszyła EBIT o 6,2 mln PLN i wynikała głównie z niedoborów i strat w środkach obrotowych. Saldo działalności finansowej -1,9 mln PLN (-17,0 mln PLN w 3Q 2010) wpłynęło na wynik netto lepszy od prognoz ze względu na saldo różnic kursowych, które zwiększyło wynik brutto o 2,8 mln PLN.

Przepływy pieniężne niższe przez zapasy i wypłatę dywidendy

Przepływy z działalności operacyjnej były ujemne i wyniosły 51,0 mln PLN wobec -5,7 mln PLN w 3Q 2010. Negatywny wpływ na przepływy miało zwiększenie stanu zapasów (zapasy na m2 powierzchni zwiększyły się o 23% r/r). Spółka postanowiła dotawarować przede wszystkim sklepy zagraniczne, co miało swoje odzwierciedlenie m.in. w dynamikach sprzedaży za październik. Spłata zobowiązań handlowych obniżyła przepływy o kolejne 80,7 mln PLN. Po wypłacie dywidendy w 3Q 2011 (135,0 mln PLN) dług netto na koniec kwartału zwiększył się do 348,6 mln PLN (154,5 mln PLN na koniec poprzedniego kwartału).

Plany na 2012: więcej powierzchni, logistyka i nowa marka

W 2012 LPP zamierza powrócić do dynamiki wzrostu sieci sprzed dwóch ostatnich lat (w 2010 i 2011 powierzchnia sprzedaży zwiększyła się o odpowiednio 13% i 8%). W planach obecnie jest wzrost powierzchni o 16% r/r w 2012, ale spółka nie wyklucza przekroczenia tych planów jeśli dostępna będzie powierzchnia pod nowe lokalizacje. Ponad 50% nowej powierzchni ma być otwarte w Rosji i na Ukrainie, dynamiki powierzchni na tych rynkach wyniosą 47%. Drugim pod względem ekspansji krajem pozostanie Polska, gdzie otwarte będzie 42% z nowej powierzchni w 2012 (dynamika 10% r/r). W sumie wydatki inwestycyjne w 2012 mają wynieść około 120 mln PLN.

LPP zamierza dokonać zmian w logistyce towarów do sklepów. Sklepy zagraniczne w Rosji mają być z czasem zaopatrywane z Chin, co ma usprawnić zatowarowanie sklepów w najważniejszych sezonach w roku.

LPP pracuje również nad uruchomieniem nowej marki. Zgodnie ze schematem spółki miałyby to być marka: masowa i tania. Marka ma być skierowana do młodych dziewcząt. Pierwsze sklepy, a jednorazowo spółka chce otworzyć kilkanaście lokalizacji będą otwarte w 1H 2013.

Powierzchnia sprzedaży

(tys. m2)	IIIQ2011	IIIQ2010	zmiana
Powierzchnia tys. m2 (bez Esotiq)	326,3	300,7	8,5%
Średnia powierzchnia w okresie	323,1	303,5	6,5%

Źródło: LPP SA, DI BRE

Dane na m2

	IIIQ2011	IIIQ2010	zmiana
Sprzedaż/średni m2	642	597	8%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu/m2 PLN	274	258	6%
Zapasy/m2 PLN	1 697	1 377	23%

Źródło: LPP SA, DI BRE

Podział geograficzny przychodów

(mln PLN)	1Q 2011	1Q 2010	zmiana	2Q 2011	2Q 2010	zmiana	3Q 2011	3Q 2010	zmiana
Polska	372,3	322,8	15,4%	429,5	361,7	18,7%	448,0	401,2	11,7%
Estonia	6,4	5,6	15,4%	9,7	7,5	28,5%	11,3	9,6	18,2%
Łotwa	5,4	3,6	49,4%	6,6	5,4	22,4%	8,4	6,5	29,2%
Czechy	20,7	17,4	19,2%	23,9	19,3	23,7%	23,7	20,7	14,4%
Węgry	4,0	3,4	20,2%	5,0	3,8	29,3%	4,6	3,9	17,6%
Litwa	9,2	7,5	22,9%	10,3	8,5	21,0%	13,5	10,8	25,3%
Ukraina	10,9	6,9	58,3%	11,9	9,3	27,7%	14,6	11,3	29,2%
Rosja	62,4	48,9	27,7%	72,3	56,0	29,0%	84,9	69,4	22,2%
Rumunia	4,5	5,4	-16,6%	5,9	5,1	15,8%	5,4	4,9	11,3%
Bułgaria	2,0	1,0	94,4%	2,8	2,1	34,6%	4,5	2,2	110,3%
Słowacja	2,5	2,1	19,9%	2,8	2,8	-0,5%	3,3	2,9	11,6%
Razem	500,5	424,5	17,9%	580,5	481,6	20,5%	622,2	543,4	14,5%

Źródło: LPP SA, DI BRE

Podział przychodów na marki

(mln PLN)	1Q 2011	1Q 2010	zmiana	2Q 2011	2Q 2010	zmiana	3Q 2011	3Q 2010	zmiana
Reserved	289,7	223,4	29,7%	320,2	246,6	29,8%	334,3	295,7	13,1%
Cropp	81,1	78,9	2,8%	105,2	98,3	7,0%	112,6	95,9	17,4%
House	59,7	56,7	5,2%	93,3	69,9	33,4%	94,0	73,4	28,1%
Mohito	18,2	12,7	42,9%	21,8	14,4	50,9%	25,4	14,7	72,8%
Esotiq	0,0	8,8	-100,0%	0,0	9,9	-100,0%	0,0	11,6	-100,0%
Pozostałe	51,8	44,0	17,8%	40,0	42,4	-5,8%	55,9	52,1	7,3%
Razem	500,5	424,5	17,9%	580,5	481,6	20,5%	622,2	543,4	14,5%

Źródło: LPP SA, DI BRE

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.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

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 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

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. 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 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

DI BRE Banku 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.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.