

3 grudnia 2010

Raport analityczny


**Handel**  
Polska

<b>2010 P/E*</b>	<b>23,6x</b>
<b>2011 P/E*</b>	<b>17,1x</b>
<b>2010 EV/EBITDA*</b>	<b>12,0x</b>
<b>2011 EV/EBITDA*</b>	<b>10,3x</b>

\* mediana dla spółek odzieżowych GPW

# Handel

## 4Q'10 dobrym zwiastunem na rok 2011

Spółki detaliczne handlujące odzieżą i obuwiem są wyceniane po PE 17,1x i EV/EBITDA 10,3x na 2011. Koniec roku to najlepszy czas dla detalu, który realizuje w 4Q większość sprzedaży i wyniku netto. 2010 rok ze względu na spowolnienie w handlu i zdarzenia jednorazowe nie był dla detalistów łatwy. Jednak ostatnie wyniki sprzedaży podawane przez spółki z sektora potwierdzają, że ujemne dynamiki w sprzedaży się skończyły. Lepszej sprzedaży w końcówce roku sprzyjają warunki pogodowe oraz efekt niskiej bazy. W całym 2009 roku dynamiki LFL były ujemne, ale ujemne i dwucyfrowe były właśnie w 4Q, stąd niska baza. Przez słabą 1H 2010 efekt niskiej bazy przełoży się na 2011. **Rozpoczynamy rekomendacje na LPP z Akumuluj i na NG2 z Trzymaj.**

	Cena (PLN)*	9M TP (PLN)	Zmiana (%)
LPP	2 140	2 300	7,5%
NG2	62,5	62,7	0,0%

\* ceny zamknięcia z 2 grudnia 2010

### Wyceny najwyższe w roku...

Od początku roku akcje LPP i NG2 zachowywały się lepiej niż WIG. YTD zmiana LPP wynosi 30,5%, NG2 23,9% a WIG 14,0%. Obie spółki odbiły najpierw na początku roku po ogłoszeniu wyników za 4Q 2009 i ostatnio po bardzo dobrych wynikach ze sprzedaży za październik.

	YTD	1M
LPP	23,9%	1,0%
NG2	30,5%	10,4%
WIG	14,0%	-0,2%

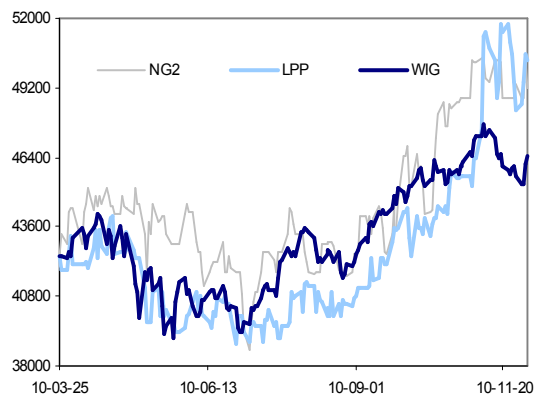
### ...jednak LPP może jeszcze pozytywnie zaskoczyć...

Po dobrych danych o sprzedaży za listopad (+16% r/r) spodziewamy się bardzo dobrej końcówki roku. Przy zbliżonych dynamikach w sklepach w grudniu spółka zrealizuje konsensus zysku netto na 2010. W 2011 spodziewamy się wzrostów sprzedaży wynikających z niskiej bazy. Dzięki kontynuowanej dyscyplinie kosztowej spodziewamy się wzrostu rentowności. LPP jest wyceniane z 4% premią do spółek z branży notowanych na GPW po PE 17,2x na 2011 i EV/EBITDA 9,8x na 2011. Przy sprzyjających warunkach, czyli wyższej sprzedaży/m2 w 2011 spółka dzięki zrestrukturyzowanym kosztom może przenieść wzrosty sprzedaży na wynik netto.

### ...w NG2 nie spodziewamy się wzrostu konsensusu

Po bardzo dobrych wynikach sprzedaży za listopad (+35%) nie spodziewamy się wzrostu konsensusu. Spółka przed wynikami grudnia ma już około 126 mln PLN zysku netto. Grudzień nie dodaje zwykle wiele do wyniku, więc można stwierdzić, że NG2 2010 rok ma już za sobą. Przez następne dwa lata spółka planuje dynamiczny rozwój i powiększanie udziału rynkowego. Plan 150 mln PLN zysku netto na 2010 jest realny, ale nieznacznie powyżej naszych oczekiwań. Mimo ponad 15% dynamiki wyniku netto w 2011 spółka jest już wyceniana przy PE 16,4x i z 15% premią do rynku po EV/EBITDA 11,6x na 2011. Dlatego nie widzimy powodu do wyższej wyceny i rekomendujemy Trzymaj.

LPP, NG2 na tle WIG



### Wskaźniki spółek -sektor krajowy i zagraniczny

Spółki krajowe historycznie zawsze były wyceniane z premią do spółek zagranicznych, premia po PE i EV/EBITDA to odpowiednio około 23% i 56%.

	P/E	P/E	EV/	EV/	EPS
	2010P	2011P	EBITDA	EBITDA	2011/2010
	2010P	2011P	2010P	2011P	
LPP	24,2	17,2	12,8	9,8	40,8%
NG2	19,0	16,4	15,2	11,6	15,4%
Konsensus bloomberg					
LPP	23,8	17,9	12,9	10,8	34,7%
NG2	19,9	16,3	15,0	11,8	22,2%
Detal GPW	23,6	17,1	12,0	10,3	34,3%
Detal zagranica	19,4	13,7	7,1	7,2	16,6%
GPW premia/dyskonto	22%	25%	68%	44%	

**Gabriela Borowska**

(48 22) 697 47 36

gabriela.borowska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

## Rynek

2009 rok nie był dobry dla detalistów handlujących odzieżą i obuwiem. Spowolnienie gospodarcze odbiło się na sprzedaży/m<sup>2</sup>, a zmienność kursów walutowych zmniejszyła rentowności spółek na każdym poziomie rachunku wyników. Stały 2009 rok spółki lepiej zarządzane wykorzystały na restrukturyzację i czyszczenie sieci sprzedaży z nierentownych lokalizacji, spółki ze słabszym bilansem na walkę o przetrwanie.

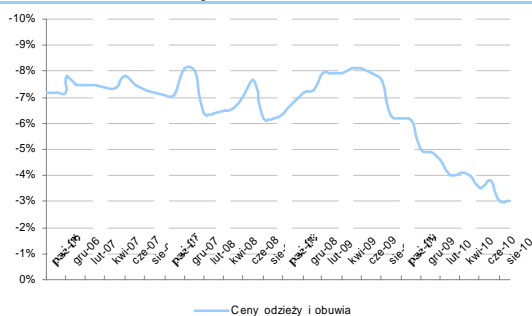
W 1H 2010 sprzedaż pogorszyła żałoba narodowa i powódzie w kraju. 3Q 2010 nie przyniósł jeszcze dodatniej dynamiki LFL, ale od września już widać odbicie w sprzedaży. Ze względu na niską bazę dynamiki na sprzedaży w sklepach porównywalnych LFL są już dodatnie i spodziewamy się dobrego 4Q. Sprzedaż za listopad dla obu spółek była bardzo dobra. LPP zwiększyło przychody o 16% rok do roku, NG2 o 35% (w tym uwzględnione są już podwyżki cen kolekcji jesień-zima). Wyceny branży odzież i obuwiu wzrosły po dobrych danych sprzedażowych za październik w oczekiwaniu na dobry cały 4Q 2010 i dlatego mimo iż spodziewamy się poprawy w obu spółkach, wyceny są zbliżone z rynkowymi.

### Makro

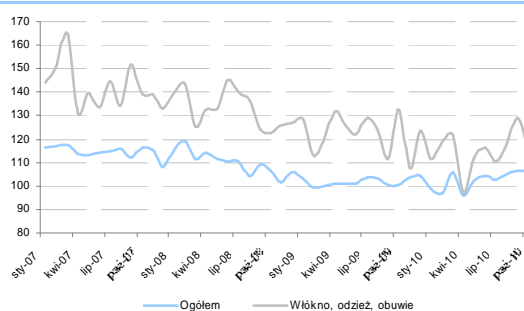
Sprzedaż detaliczna za październik wzrosła 9,0% r/r. Wzrost w cenach stałych wyniósł 6,4%, sprzedaż odzieży i obuwiu zwiększyła się o 16,0% r/r.

W całym 2009 sprzedaż detaliczna wyniosła 582,8 mld PLN, z tego 4,5% przypadało na włókno, odzież i obuwiu, czyli około 26,2 mld PLN rocznie. Polacy wydają przeciętnie miesięcznie około 50 PLN na odzież i obuwiu. Historycznie udział tych wydatków w wydatkach ogółem gospodarstw domowych był w miarę stały: 5,0-5,7% całości, jednak po uwzględnieniu zmian wydatków ogółem można stwierdzić, że w 2009 roku przeciętne gospodarstwo domowe przeznaczało na te cele tyle samo co w 2008 roku, co było widoczne w wynikach detalistów.

### Zmiana cen odzieży i obuwiu rok do roku

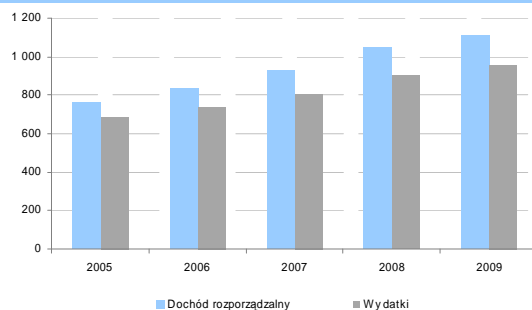


### Sprzedaż detaliczna

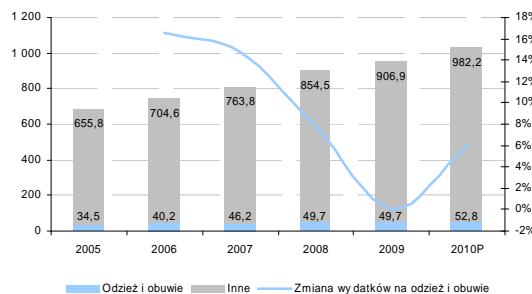


Źródło: NG2 SA, DI BRE

### Miesięczne dochody i wydatki gospodarstw domowych w PLN



### Miesięczne wydatki gospodarstw domowych w PLN



Źródło: NG2 SA, DI BRE

## LPP a CCC - scenariusze

Teoretycznie NG2 i LPP działają na podobnym rynku i mają zbliżone modele biznesowe, w praktyce różnią się znacznie. NG2 działa na dużo mniej konkurencyjnym rynku, posiada 12% udział rynkowy, podczas gdy drugi największy gracz – Deichmann jest o połowę mniejszy. LPP musi konkurować z globalnymi liderami, rynek odzieży jest dużo bardziej rozdrobniony, przez co ma mniejszą możliwość przeczucia zmian cen i kursu walutowego na ostatecznego klienta. Sprzedaż CCC wykazuje dodatnie dynamiki na sklepach porównywalnych w okresach spowolnienia (wyłączając jednorazowe zdarzenia, takie jak żałoba narodowa i powódzie w 1H 2010) dzięki towarom przeznaczonym dla klienta z mniejszym budżetem.

### Sprzedaż w sektorze w 2011

W przypadku dalej utrzymującego się spowolnienia sprzedaży lepiej powinno radzić sobie NG2, które sprzedaje towary z niższej półki cenowej. Dodatkowo brak konkurencji i sprzedaż około 15 mln par butów rocznie pozwalają na zwiększanie wolumenów nawet w okresie spowolnienia. LPP musiałoby walczyć ceną, co w konfrontacji z liderami rynku miałooby negatywny wpływ na rentowność. Wzrosty na sprzedaży w sklepach porównywalnych lepiej wpłyną na wyniki LPP, które dzięki oszczędnościom i restrukturyzacji kosztów powinno pokazać lepsze rentowności na poziomie operacyjnym.

### Zmienne kursy walut

Na rentowność obu spółek wpływa kurs USDPLN i EURPLN. Kierunek zmian kursu nie jest kluczowy, najważniejsza jest zmienność kursów w krótkim okresie. Duża zmienność jak w 2009 roku wpływa negatywnie na rentowność na poziomie marży brutto na sprzedaży (USDPLN – spółki zaopatrują się głównie w Chinach i rozliczają w USD) i na poziomie wyniku operacyjnego (EURPLN – spółki płacą czynsze w EUR) dla obu spółek. Dodatkowo słaby dolar pomaga w utrzymaniu rentowności przy rosnących kosztach produkcji w Chinach.

### Wysokie koszty surowców i robocizny

Wysokie koszty surowców jak np. bawełna, i coraz większa presja w Chinach na koszty wynagrodzeń wpływają na rentowność brutto na sprzedaży. O ile LPP ma możliwość powolnego przeniesienia części produkcji do innych krajów, (Chiny to obecnie około 70% zaopatrzenia; kilka lat temu przy IPO spółki udział był ponad 90%) o tyle obuwie syntetyczne, które sprzedaje NG2 można produkować tylko w Chinach. Z kolei rynek na którym działa LPP jest bardziej konkurencyjny i spółka ma mniejsze możliwości operowania ceną i przenoszeniem wyższych cen zakupu na wyższe ceny sprzedaży. NG2 z sukcesem podniosło ceny we wrześniu. W 2011 spółka również zamierza przeczucić wyższe koszty produkcji na klienta. Sprzedając obuwie w średniej cenie 50-60 PLN za parę wzrost ceny o 10% nie powinien wpływać na wolumeny, tym bardziej, że konkurencji w tym segmencie cenowym brakuje.

### Perspektywy w długim terminie

Obie spółki wyhamują wzrost powierzchni w przyszłym roku ze względu na niższą podaż nowoczesnej powierzchni handlowej. Celem NG2 jest zdobycie 20% udziału w rynku w 2012 roku, przy 12% udziale obecnie. Naszym zdaniem w długim okresie lepiej przedstawia się strategia LPP. Spółka już jest obecna na największych rynkach w regionie (Rosja, Ukraina) i spodziewamy się, że właśnie tam będzie najwięcej nowej powierzchni w kolejnych latach. NG2 dopiero planuje ekspansję do Rosji i na Ukrainę poprzez sklepy franczyzowe.

## LPP a CCC – wyniki

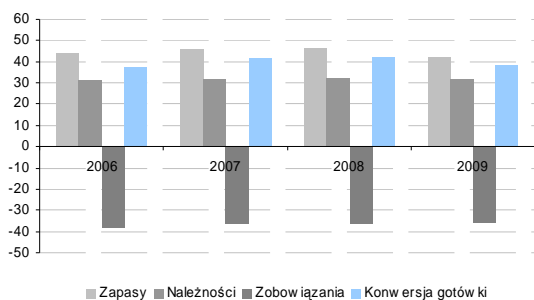
Wskaźnikowo obie spółki są podobne. Wycena LPP i NG2 to około 17x PE na 2011. Tańszy po wskaźniku EV/EBITDA na 2011 jest LPP z wyceną 9,8x przy NG2 z wyceną 11,6x.

	LPP				NG2			
	2008	2009	2010P	2011P	2008	2009	2010P	2011P
<b>Przychody</b>	<b>1 623</b>	<b>2 003</b>	<b>2 062</b>	<b>2 394</b>	<b>754</b>	<b>922</b>	<b>1 028</b>	<b>1 199</b>
Średnia powierzchnia w roku	183	255	305	340	120	141	156	166
Sprzedaż/m2	738	655	564	586	526	543	551	602
<b>Rentowność brutto</b>	<b>59,5%</b>	<b>52,8%</b>	<b>55,4%</b>	<b>56,5%</b>	<b>53,7%</b>	<b>52,2%</b>	<b>54,6%</b>	<b>55,1%</b>
Koszty sprzedaży i zarządu (KSZ)	731	863	923	1 061	275	375	416	472
KSZ/m2	332	282	252	260	191	221	223	237
<b>KSZ/sprzedaż</b>	<b>45%</b>	<b>43%</b>	<b>45%</b>	<b>44%</b>	<b>36%</b>	<b>41%</b>	<b>40%</b>	<b>39%</b>
Rotacja zapasów	104	59	78	78	112	96	98	98
Rotacja należności	23	17	21	21	30	15	35	35
Rotacja zobowiązań	63	44	68	68	41	35	45	45
<b>Konwersja gotówki</b>	<b>64</b>	<b>32</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>100</b>	<b>76</b>	<b>87</b>	<b>87</b>
<b>FCF/EBITDA</b>	<b>-42%</b>	<b>77%</b>	<b>17%</b>	<b>42%</b>	<b>-2%</b>	<b>2%</b>	<b>-1%</b>	<b>1%</b>
PE	22,4	35,8	24,2	17,2	23,4	28,8	19,0	16,4
EV/EBITDA	15,0	14,3	12,8	9,8	17,2	19,4	15,2	11,6
FCF/EV	-3%	5%	1%	4%	-2%	2%	-1%	1%

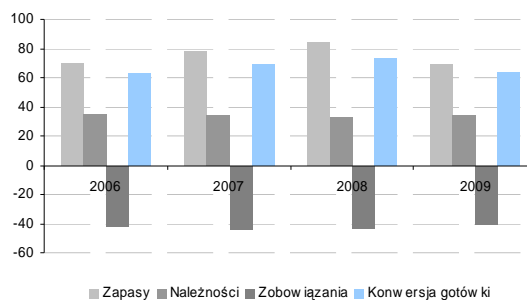
Źródło: LPP SA, NG2 SA, DI BRE

Główna różnica we wskaźnikach obu spółek jest widoczna w innym zarządzaniu kapitałem obrotowym. LPP zrestrukturyzowało zapasy i od 2009 roku wskaźnik konwersji gotówki w dniach jest tu lepszy niż dla rynku odzieżowego. NG2 historycznie zawsze generowało słabszy przepływ operacyjny, co wiązało się z dłuższym okresem rotacji zapasów i szybszą spłatą zobowiązań.

### Kapitał obrotowy w dniach dla rynku odzieży i obuwia



### Kapitał obrotowy w dniach dla rynku obuwia



Źródło: Bloomberg, DI BRE

3 grudnia 2010

**Raport analityczny**
**Handel**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>2 140 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>2 300 PLN</b>
Kapitalizacja	3 746 mln PLN
Free float	1 480 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,42 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Grangefond Limited. Londyn	20,00%
Monistor Limited (Cypr)	11,47%
Jerzy Lubianiec	10,00%
Marek Piechocki	10,00%
Aviva OFE	9,02%
Pozostali	39,51%

**Prezentacja sektora**

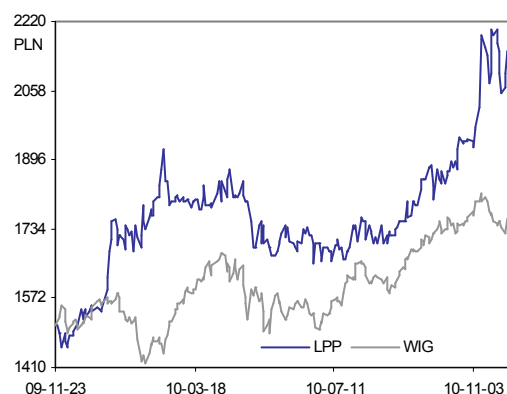
Sektor detaliczny odzieży i obuwia przechodzi w ostatnich dwóch latach okres spowolnienia. Spodziewamy się odbicia w sektorze w najbliższym czasie, bardziej w efekcie niskiej bazy lat poprzednich niż w wyniku ogólnej poprawy koniunktury w handlu.

**Profil spółki**

LPP jest typowym detalistą odzieżowym działającym w regionie Europy Centralnej i Wschodniej. Spółka działa poprzez cztery marki odzieżowe. Na koniec 3Q 2010 LPP posiadało 890 sklepów na powierzchni w sumie 307 tys. m<sup>2</sup>.

**Ważne daty**

1-3.12 - publikacja przychodów ze sprzedaży za listopad 2010

**Kurs akcji LPP na tle WIG****Gabriela Borowska**

(48 22) 697 47 36

Gabriela.borowska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# LPP

LPPP.WA; LPP PW

## Akumuluj

(Nowa)

### Niska baza polepszy wyniki

**4Q jest zwykle najlepszym pod względem sprzedaży i rentowności kwartałem dla spółek detalicznych. LPP generuje w 4Q średnio 70% rocznego zysku netto, spodziewamy się, że tym razem będzie podobnie. Sprzedaż w październiku i listopadzie była bardzo dobra (+15% r/r) i takiej dynamiki spodziewamy się w grudniu. O ile 2010 jest już w cenie akcji, to 2011 może jeszcze pozytywnie zaskoczyć. W całym 4Q 2010 wzrosty sprzedaży wspomaga niska baza z 4Q 2009. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji od Akumuluj z ceną docelową 2 300 PLN.**

**2010 zależy od 4Q**

4Q 2007 był dla branży rekordowy pod względem sprzedaży/m<sup>2</sup>. 4Q 2008 był bardzo dobry sprzedażowo i słaby jeżeli chodzi o rentowność, detaliści mieli duże zapasy, które ze względu na dekonunkturę wyprzedawali już w 4Q na niskich marżach. 4Q 2009 był dla LPP dokładnie odwrotny, spółka miała mniej zapasu i zrealizowała słabszą sprzedaż/m<sup>2</sup>. Było mniej wyprzedazy, dzięki czemu udało się zrealizować rekordową marżę. Spodziewamy się, że w tym roku sytuacja będzie podobna. Mniejszy zapas pozwoli na wygenerowanie wysokiej marży. W 4Q nie spodziewamy się również wysokiej rentowności jak rok temu ze względu na kursy walutowe.

**Efektywność sieci**

LPP od końca 2009 roku utrzymuje dyscyplinę kosztową. W 2009 roku koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w przeliczeniu na średni m<sup>2</sup> powierzchni zmniejszyły się o 15% przy jednoczesnym spadku przychodów na m<sup>2</sup> o 11% i to w warunkach dużej zmienności USD/PLN i EUR/PLN. Obniżka części kosztów ma charakter trwały, co pozwoli na generowanie wyższego wyniku operacyjnego przy wzroście sprzedaży/m<sup>2</sup>.

**Coraz lepsze przepływy gotówkowe**

Spółka generuje coraz lepsze przepływy gotówkowe. Na koniec 2009 zapasy w przeliczeniu na m<sup>2</sup> powierzchni zostały zmniejszone o połowę. Dzięki temu LPP wygenerowało gotówkę przeznaczoną po raz pierwszy w historii spółki na wypłatę dywidendy (DY 2,3%).

**Wycena**

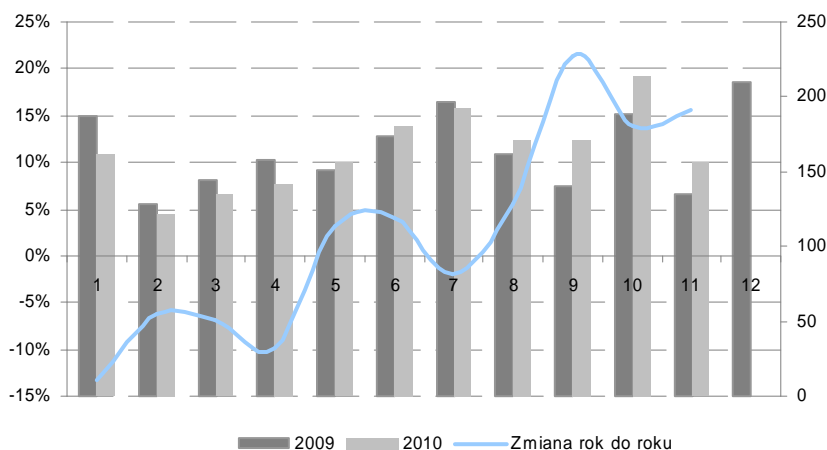
LPP jest liderem w branży i będzie rozwijała sieć w tempie min. 10% rocznie. Nakłady inwestycyjne w tym roku są pokrywane z amortyzacji. Spółka zrestrukturyzowała koszty (spadek średniego kosztu m<sup>2</sup> w 3Q 2010 o 3% r/r i 25% w 3Q 2009) oraz dług (80% długu finansowego jest długoterminowe). To, plus generowanie najwyższego przepływu operacyjnego ze spółek z branży zasługuje naszym zdaniem na premię.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 623,0	2 003,1	2 062,3	2 393,8	2 756,4
EBIT	214,8	181,3	215,8	292,9	340,0
marża EBIT	13,2%	9,0%	10,5%	12,2%	12,3%
EBITDA	281,1	277,4	311,4	398,1	448,5
Zysk netto	167,5	104,7	154,5	217,4	258,2
DPS	0,0	0,0	49,1	71,4	100,5
P/E	22,4	35,8	24,2	17,2	14,5
P/CE	16,0	18,6	15,0	11,6	10,2
P/BV	6,6	5,5	5,6	4,9	4,5
EV/EBITDA	15,0	14,3	12,8	9,8	8,6
DYield	0,0%	0,0%	2,3%	3,3%	4,7%

## Podsumowanie

Sprzedaż w październiku i listopadzie była dobra (+15%) i tylko potwierdziła dobry 4Q 2010. Listopad to trzeci kolejny miesiąc bez spadku dynamiki LFL w tym roku, co zapowiada dobry cały 4Q 2010. Niższa rentowność brutto raportowana w wynikach miesięcznych była wcześniej zapowiadana przez Zarząd, spółka sprzedaje teraz towary zakupione przy wyższym kursie USD/PLN, a rentowność w całym 4Q 2009 była rekordowa.

### Miesięczne przychody ze sprzedaży (mln PLN)



Źródło: LPP SA

LPP jest obecnie wyceniana podobnie do reszty rynku, mediana dla spółek detalicznych w Polsce to P/E 23x na 2010 i P/E 17x na 2011. Naszym zdaniem spółka powinna być wyceniana z premią do detalistów z GPW ze względu na: (i) skalę działania, (ii) Zarząd, (iii) oszczędności kosztowe poczynione w 2009 roku, (iv) wyższe generowane przepływy operacyjne.

- i. LPP dzięki znanym markom i dużej sieci sprzedaży jest w grupie głównych najemców w centrach handlowych. Zarządzający takich obiektów chcą mieć w ofercie marki LPP ponieważ te przyciągają klientów przez co zwiększa się liczba odwiedzających. Dzięki temu spółka może negocjować warunki najmu powierzchni i procent nakładów na swoje sklepy ponoszonych przez inwestora. Ostatecznie LPP im jest większe tym taniej się rozwija.
- ii. Bez wątplenia kolejnym źródłem premii w wycenie powinien być Zarząd, który nie raz udowodnił, że potrafi szybko reagować na zmiany zachodzące na rynku. Dobrym przykładem jest restrukturyzowanie tuż przed kryzysem krótkoterminowego zadłużenia spółki poprzez emisję trzyletnich obligacji zamiennych na akcje. Ponadto, w 2009 roku zredukowano o połowę okres rotacji zapasów, co pozwoliło na wygenerowanie większego poziomu gotówki operacyjnej i w efekcie: wypłatę dywidendy po raz pierwszy w historii spółki.
- iii. Oszczędności kosztowe zrealizowane w 2009 roku wpłyną na rentowność w kolejnych latach. W 2010 roku ze względu na spadek sprzedaży/m<sup>2</sup> ten wpływ nie będzie aż tak widoczny jednak spodziewamy się, że wzrost sprzedaży/m<sup>2</sup> w kolejnych latach silnie wpłynie na wzrost zysku operacyjnego. LPP przy spadających przychodach/m<sup>2</sup> obniżyło koszty sprzedaży i ogólnego zarządu/m<sup>2</sup> w warunkach zmiennego kursu EUR/PLN. Częściowo świadczy to o braku efektywności kosztowej w poprzednich okresach, ale restrukturyzacja przyniosła dobre rezultaty, które powinny przynieść poprawę marży w kolejnych latach.
- iv. LPP spośród spółek porównywalnych notowanych na GPW generuje najwyższe operacyjne przepływy pieniężne. Spółka najlepiej zarządza kapitałem obrotowym i to również powinno być premiowane w wycenie. W tabeli poniżej uwzględniliśmy spółki generujące dodatnie CFO.

**Przepływy gotówkowe spółek z branży notowanych na GPW**

CFO/Zysk netto	2007	2008	2009	Średnia
LPP	1,3	1,2	3,0	1,8
CCC	0,6	0,4	1,5	0,9
EMF	1,9	0,3	1,3	1,1

CFO/EBIT	2007	2008	2009	Średnia
LPP	1,0	0,9	1,8	1,2
CCC	0,5	0,3	1,2	0,7
EMF	1,4	0,4	0,9	0,9

CFO/EBITDA	2007	2008	2009	Średnia
LPP	0,8	0,7	1,1	0,9
CCC	0,4	0,3	1,0	0,6
EMF	1,0	0,1	0,4	0,5

Źródło: Spółki

**Wyniki Q3 2010**

Wyniki 3Q 2010 były lepsze od konsensusu na poziomie wyniku operacyjnego i zysku netto. 3Q nie dodaje zwykle wiele do rocznego wyniku netto. Przychody ze sprzedaży zwiększyły się o 7,6% dzięki mniejszym ujemnym dynamikom sprzedaży na sklepach porównywalnych w 3Q 2010 w porównaniu do 3Q 2009. LFL wynosiły odpowiednio -3,4% w porównaniu do -16,2% w 3Q 2009 roku. Poprawa marży brutto na sprzedaży o 5,3 p.p. wynikała z lepszej relacji USDPLN rok do roku. W 3Q 2009 spółka miała niskie marże przez kurs walutowy oraz brak sprzedaży kolekcji jesień-zima we wrześniu ze względu na ciepłe temperatury. W tym roku sprzedaż za wrzesień była lepsza i to też poprawiło rentowność brutto na sprzedaży. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu zwiększyły się o 14,9% przy wzroście powierzchni handlowej o 18,2%, co świadczy o dalszej dyscyplinie kosztowej. Na wynik netto tak samo jak w 3Q 2009 wpływ miały ujemne różnice kursowe. W 3Q 2009 wynik obciążała również wysoka efektywna stopa podatkowa, spółka wykazała w rachunku wyników podatek w kwocie 3,1 mln PLN (taki sam jak w 3Q 2010) przy 5,6x mniejszym wyniku brutto.

**Wyniki kwartalne**

(mln PLN)	3Q 2010	3Q 2009	Zmiana	1-3Q 2010	1-3Q 2009	Zmiana
Przychody	543,4	505,0	7,6%	1 449,5	1 458,9	-0,6%
Wynik brutto na sprzedaży	271,6	225,4	20,5%	762,3	702,2	8,6%
% marża brutto na sprzedaży	50,0%	44,6%	5,3 p.p.	52,6%	48,1%	4,5 p.p.
Koszty sprzedaży i ogólne	235,0	204,5	14,9%	674,2	639,7	5,4%
Wynik na sprzedaży	36,6	20,9	74,7%	88,2	62,5	41,0%
% marża sprzedaży	6,7%	4,1%	2,6 p.p.	6,1%	4,3%	1,8 p.p.
Wynik operacyjny	36,8	21,1	74,1%	85,0	58,2	46,1%
% marża operacyjna	6,8%	4,2%	2,6 p.p.	5,9%	4,0%	1,9 p.p.
Wynik netto	16,7	0,5	-	49,8	22,8	118,6%
% marża netto	3,1%	0,1%	3 p.p.	3,4%	1,6%	1,9 p.p.

Źródło: LPP SA, DI BRE

Narastająco po 3Q 2010 spółka ma 49,8 mln PLN zysku netto. Sprzedaż miesięczna za październik była wyższa rok do roku o 14%. Wynik bardzo dobry biorąc pod uwagę, że sprzedaż miesięczna w 2009 roku była wysoka. Za listopad LFL były już dodatnie.

## Profil spółki

LPP zajmuje się projektowaniem i dystrybucją odzieży w Polsce i krajach Europy Centralnej i Wschodniej. Spółka sprzedaje towary poprzez 5 sieci sklepów: Reserved, Cropp, House, Mohito i Esotiq. Spółka sprzedaje głównie odzież, uzupełnieniem asortymentu jest obuwie, torby oraz akcesoria.

Projekty odzieży LPP sporządzane są w biurach projektowych w Gdańsku (Reserved, Cropp, Esotiq) i Krakowie (House, Mohito). Projekty przekazywane są do działu zakupów, który zleca produkcję poszczególnych wyrobów, nawiązując w tym celu współpracę z zakładami produkcyjnymi w Polsce i poza jej granicami. Lokowanie produkcji w Chinach przebiega bądź bezpośrednio z kraju, bądź za pośrednictwem biura handlowego znajdującego się w Szanghaju.

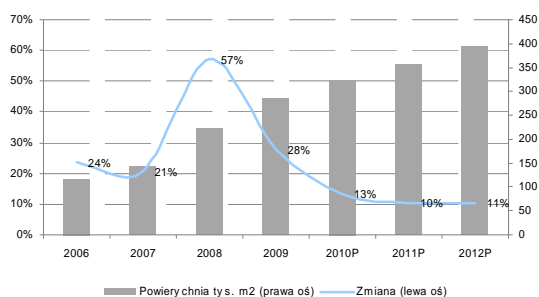
## Struktura sprzedaży

Na sieć sprzedaży LPP składało się na koniec 3Q 2010 w sumie 890 salonów o powierzchni 307 tys. m<sup>2</sup> działających w 11 krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Około 68% całkowitej powierzchni sprzedaży znajduje się w Polsce, 13% w Rosji i na Ukrainie, 7% to Czechy i Słowacja i 7% to kraje bałtyckie. Pozostała powierzchnia (około 5% udziału w powierzchni całkowitej) znajduje się w Rumunii, Bułgarii i na Węgrzech.

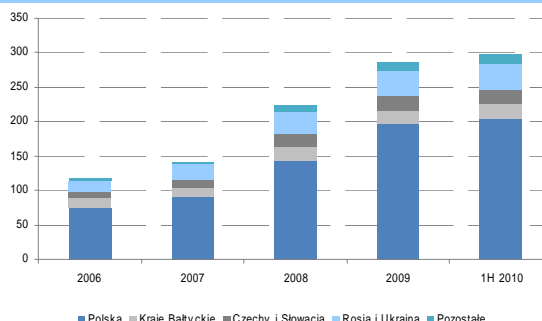
Z roku na rok LPP powiększa swoją powierzchnię sprzedaży w tempie dwucyfrowym. W przyszłym roku rozwój sieci może być spowolniony przez małą podaż powierzchni handlowej, jednak naszym zdaniem w długim okresie, przy poziomach generowanej gotówki oraz mając coraz lepszą pozycję na rynku spółka nie pozwoli sobie na mniejsze tempo rozwoju niż 10% rocznie, co znaczy, że spółka będzie musiała rozwijać się głównie poza Polską.

Coraz mniej powierzchni będzie otwierane w kraju, więcej poza granicami ze względu na nasycenie polskiego rynku odzieży jak również z powodu braku nowej nowoczesnej powierzchni handlowej. Przynajmniej w ciągu najbliższych dwóch lat brak jest nowych inwestycji w centra handlowe. Aktualny geograficzny podział sprzedaży znajduje się na wykresie poniżej.

### Rozwój sieci



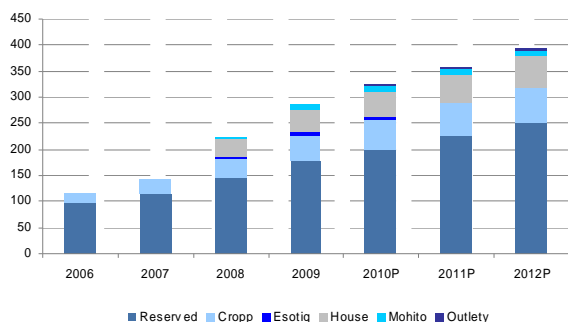
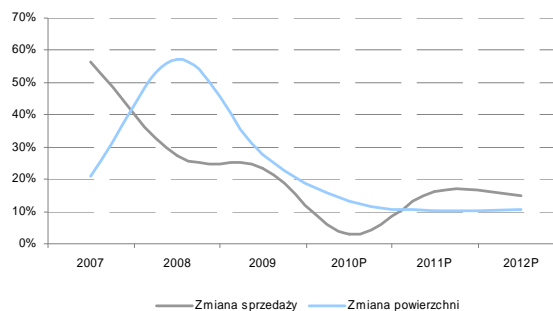
### Geograficzny podział powierzchni (tys. m<sup>2</sup>)



Źródło: LPP SA, DI BRE

W podziale sieci sprzedaży na marki dominuje Reserved z udziałem ponad 60% w całej powierzchni, dwie kolejne marki Cropp i House mają odpowiednio 18% i 15% udział w powierzchni sieci. W kolejnych latach ten podział powinien pozostać na zbliżonym poziomie.

W 2007 roku u większości detalistów sprzedaż rosła szybciej niż powierzchnia sprzedaży. Była to sytuacja idealna, ale od 2008 roku trend się zmienił i teraz branża musi radzić sobie z ujemną dynamiką sprzedaży na powierzchni porównywalnej (LFL). Sieć LPP powinna już od 2011 roku pokazywać dodatnie dynamiki sprzedaży ze względu chociażby na efekt niskiej bazy (najbardziej pożądane przez detalistów, jest aby na wykresie linia zmiany sprzedaży była jak najwyżej nad linią zmiany powierzchni). W kolejnych latach spodziewamy się wzrostu sprzedaży/m<sup>2</sup> na poziomie średnio około 2,5%.

**Rozwój powierzchni w podziale na marki**

**Efektywność sieci**


Źródło: LPP SA, DI BRE

Spadki sprzedaży na m2 w spółce były znaczne w ostatnich latach. W naszym scenariuszu w kolejnym roku spółka zwiększy wynik netto do ponad 200 mln PLN. W zależności od scenariusza rynkowego: wzrost sprzedaży lub płaska sprzedaż, oraz zwiększenie bądź zmniejszenie marży, spółka może w skrajnych scenariuszach wygenerować od 100-320 mln PLN zysku netto.

W uproszczeniu przychody i koszty na średni w roku m2 powierzchni sprzedaży są przedstawione w tabeli poniżej w kolumnach 1-4. Zakładając (kolumna A), że średnia sprzedaż/m2 w 2011 będzie na poziomie średnim z lat 2007-2010 (+16% r/r) i rentowność brutto na sprzedaży pozostanie na tym samym poziomie, zysk brutto na sprzedaży wyniesie 368 PLN/m2. Przy takim wzroście przychodów koszty sprzedaży na m2 też wzrosną, ale w mniejszym tempie (czynsz, koszty zarządu itp. się nie zmieniają) do około 285 PLN/m2. Zmiana przychodów pozwoli na zrealizowanie średniego na m2 wyniku operacyjnego na poziomie 83,7 PLN/m2. W porównaniu do zakładanego przez nas wariantu (wzrost sprzedaży/m2 o 4% i EBIT/m2 71,7 PLN) to wynik operacyjny byłby lepszy o 18%. Przy tych samych planowanych kosztach finansowych wynik netto wzrośnie do 259 mln PLN, co dałoby PE 14,5x na 2011 zamiast prognozowane przez nas PE 17,0x.

**Wyniki LPP – scenariusze sprzedaży/m2 i rentowności brutto**

Scenariusze					Średnia sprzedaż/m2 z 2007-2010	Średnia sprzedaż/m2 i max rentowność 2007-2010	Średnia sprzedaż/m2 i min rentowność 2007-2010	Płaska sprzedaż, średnia rentowność	Minimalna sprzedaż i rentowność
	2008	2009	2010P	2011P	2011P	2011P	2011P	2011P	2011P
<b>Dane na m2</b>									
Średnia sprzedaż/m2	737,9	654,5	563,9	586,4	652,1	652,1	652,1	563,9	563,9
Zmiana %		-11%	-14%	4%	16%	16%	16%	0%	0%
Powierzchnia na koniec roku (tys. m2)	224,1	286,0	323,6	356,8	356,8	356,8	356,8	356,8	356,8
Powierzchnia średnia w roku	183,3	255,0	304,8	340,2	340,2	340,2	340,2	340,2	340,2
<b>Rentowność brutto na sprzedaży</b>	<b>59,5%</b>	<b>52,8%</b>	<b>55,4%</b>	<b>56,5%</b>	<b>56,5%</b>	<b>59,5%</b>	<b>52,8%</b>	<b>56,5%</b>	<b>52,8%</b>
Wynik brutto na sprzedaży	438,8	345,7	312,2	331,6	368,7	387,8	344,4	318,8	297,8
<b>Koszty/m2</b>	<b>332,2</b>	<b>281,8</b>	<b>252,4</b>	<b>259,8</b>	<b>285,0</b>	<b>285,0</b>	<b>285,0</b>	<b>259,8</b>	<b>259,8</b>
Zmiana %		-15%	-10%	3%	13%	13%	13%	3%	0%
EBIT/m2	106,6	63,8	59,9	71,7	83,7	102,8	59,4	59,0	38,0
Marża EBIT %	14%	10%	11%	12%	13%	16%	9%	10%	7%
EBIT mln PLN	234,3	195,3	219,0	292,9	341,8	419,4	242,5	240,9	155,0
Wynik na działalności finansowej	-1,5	-42,0	-20,6	-18,0	-18,0	-18,0	-18,0	-18,0	-18,0
Wynik netto skorygowany	186,2	122,6	158,7	219,9	259,1	321,1	179,6	178,3	109,6
<b>PE 2011 dla scenariuszy</b>				<b>17,0</b>	<b>14,5</b>	<b>11,7</b>	<b>20,9</b>	<b>21,0</b>	<b>34,2</b>

Źródło: LPP SA, DI BRE

**Sezonowość**

Sezonowość sprzedaży jest zjawiskiem dotyczącym całości rynku odzieżowego. I tak np. w drugim kwartale związanym z regularną sprzedażą kolekcji wiosenno – letniej, uzyskiwana jest

wyższa niż w pierwszym kwartale marża brutto na sprzedaży. Najwyższą rentownością i sprzedażą charakteryzuje się czwarty kwartał, kiedy sprzedawana jest kolekcja zimowa.

## Rentowność

### Brak infrastruktury hamuje dywersyfikację produkcji

LPP produkuje na Dalekim Wschodzie. W ciągu kilku ostatnich lat udało się zdywersyfikować zamówienia i obecnie około 70% towarów kupowanych jest w Chinach, pozostałe kraje to: Polska, Indie i Bangladesz. Przenoszenie zleceń z Chin do innych krajów Azji nie jest proste, ze względu na brak infrastruktury. Z kolei np. Wietnam i Tajlandia są głównym producentem dla spółek amerykańskich, które zamawiają znacznie większe partie produkcji i ceny tam nie byłyby konkurencyjne.

### USDPLN i wyprzedaże, czyli marże brutto na sprzedaży

Na rentowność brutto na sprzedaży wpływają dwa podstawowe czynniki: (i) kurs walutowy, (ii) wyprzedaże.

Pochodzenie produkcji determinuje marżę brutto na sprzedaży w spółce. Wszelkie składowe jak np. ceny surowców, bawełny itp. wpływają na ostateczną cenę produktu jednak w ostatecznym rachunku decyduje waluta, w tym przede wszystkim kurs USD. Nie bez znaczenia pozostaje również kurs CNY do innych walut.

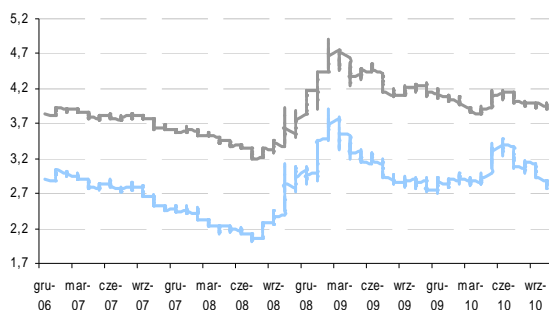
Na wysokość rentowności brutto na sprzedaży wpływa również intensywność prowadzonych wyprzedaży kolekcji. Zależy to od (i) ilości zapasu oraz od (ii) zachowania konkurencji.

Naszym zdaniem w długim terminie, spółka jest w stanie przy stabilnym kursie USD uzyskiwać marżę brutto na poziomie 58%. Nasza konserwatywna prognoza zakłada 56,5% po 2010 roku.

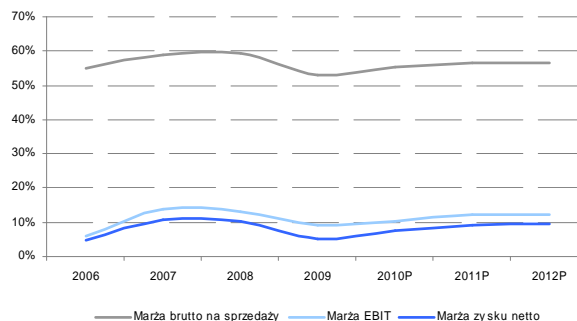
### EURPLN, czyli marża zysku operacyjnego

Kurs EURPLN kształtuje wynik na działalności operacyjnej. Ponad 35% kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu stanowią czynsze, które w Polsce i poza granicami są denominowane w EUR. W obu przypadkach: rentowności brutto na sprzedaży, na którą wpływa USDPLN oraz rentowności operacyjnej, na którą wpływa EURPLN nie do końca liczy się kierunek zmian kursu, najistotniejsza jest jego stabilność. Duże wahania kursów w krótkim okresie negatywnie wpływają na rentowność, jak to było w 2009 roku.

EUR/PLN, USD/PLN 2007-2010



Rentowność



Źródło: NBP, LPP, DI BRE

## Bilans

### Zadłużenie

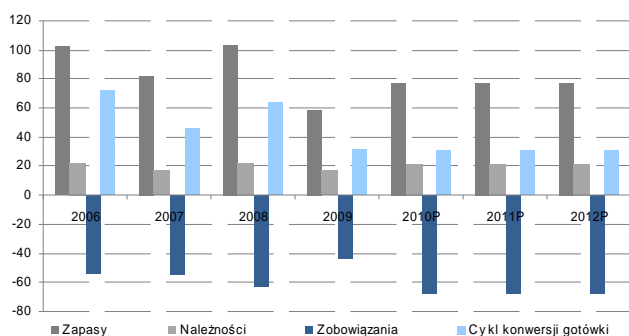
Krótkoterminowy dług finansowy spółki został w 2009 roku zamieniony na trzyletnie obligacje zamienne na akcje. W sumie na koniec 3Q 2010 dług finansowy stanowił niecałe 30% pasywów, dług netto około 17% pasywów. Gotówka wygenerowana w 2009 roku pozwoliła na pierwszą wypłatę dywidendy (86 mln PLN w październiku 2010).

### Kapitał obrotowy

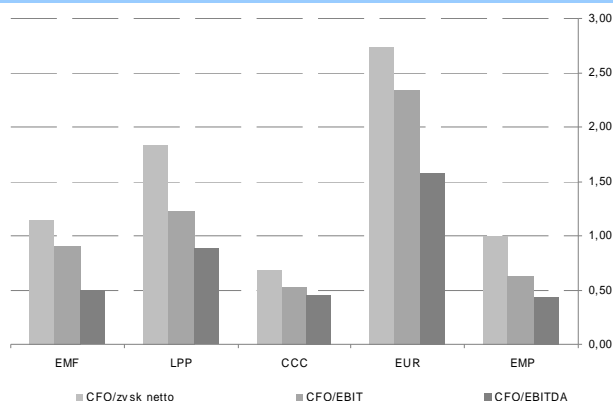
LPP coraz lepiej zarządza kapitałem obrotowym. Stan zapasów na m<sup>2</sup> powierzchni w 2009 roku zmniejszył się o połowę z 2,1 tys. PLN/m<sup>2</sup> do 1,1 tys. PLN/m<sup>2</sup>, stąd wygenerowane w 2009 roku wyższe przepływy gotówki. Naszym zdaniem zbliżony do 2009 roku poziom zapasów na m<sup>2</sup> powierzchni powinien się utrzymywać. W prognozach ostrożnie zakładamy podobne poziomy rotacji zapasów w kolejnych latach, uważamy jednak, że wskaźnik ten będzie się jeszcze skracał w wyniku wzrostu sprzedaży/m<sup>2</sup>.

Zobowiązania handlowe utrzymują się w LPP na stabilnym poziomie i nie spodziewamy się tutaj większych zmian.

### Rotacja kapitału obrotowego w dniach



### Średnie (2007-2009) przepływy gotówkowe na tle branży

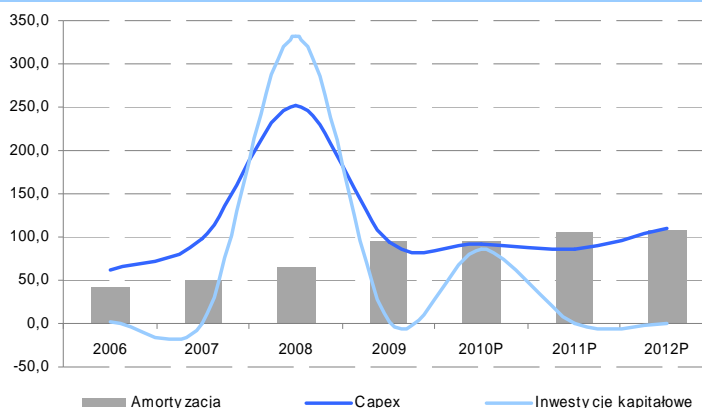


Źródło: NG2 SA, sprawozdania spółek, DI BRE

### Nakłady inwestycyjne

Do tej pory spółka poczyniła dwie istotne inwestycje: (i) nakłady na centrum dystrybucyjne oraz (ii) inwestycję kapitałową – nabycie spółki Artman SA. Obie miały miejsce w 2008 roku.

### Amortyzacja i wydatki inwestycyjne (mln PLN)



Źródło: LPP, DI BRE

LPP zamierza rozwijać się organicznie głównie ze względu na brak ciekawych marek do przejęcia. W tym roku po raz pierwszy nakłady inwestycyjne mają być niższe od amortyzacji i prognozujemy, że ze względu na małą podaż nowoczesnej powierzchni handlowej w przyszłym roku będzie podobnie. W sumie w 2011 ma zostać dodane około 36 tys. m<sup>2</sup> nowej powierzchni, spółka planuje wydać na to do 65 mln PLN (średni capex 1,8 tys. PLN/m<sup>2</sup>).

Dzięki zmniejszeniu stanu zapasów magazyny są wykorzystane w około 20%. Nie prognozujemy większych inwestycji w logistykę, ewentualne inwestycje w infrastrukturę magazynową mieszczą się w prognozowanych przez nas nakładach odtworzeniowych.

### Porównanie do rynku

Na rynku odzieżowym jest obecnie dwóch głównych liderów, których można potraktować jak wzorcowych detalistów: hiszpański Inditex (Zara, Stradivarius itd., symbol ITX) oraz szwedzki Hennes&Mauritz (sklepy H&M, symbol HMB). Obie spółki konkurują z LPP w regionie CEE. Pomijając fakt, że obaj detalisci mają sieć sprzedaży około 9x większą niż LPP a sprzedaż 20x większą, to jednak porównując wskaźniki benchmarków i LPP można stwierdzić, że poza jednym są bardzo zbliżone.

Tym jednym wskaźnikiem jest sprzedaż/m<sup>2</sup>, która jest mniejsza w przypadku LPP, co nie dziwi biorąc pod uwagę, że (i) w dalszym ciągu prawie 70% sprzedaży pochodzi z rynku polskiego

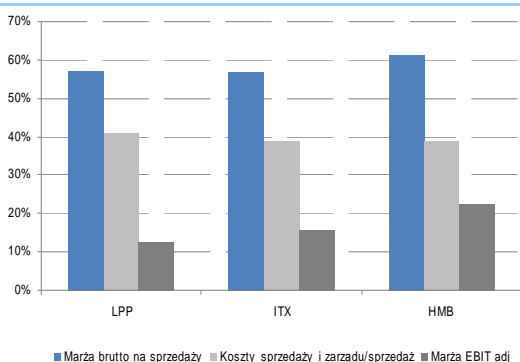
oraz (ii) że H&M i Zara są bardziej znane. Średnia sprzedaż/m<sup>2</sup> w kraju jest około 50% wyższa niż średnia sprzedaż/m<sup>2</sup> poza granicami i to jest również czynnik, który będzie wpływał na wartość spółki w kolejnych latach.

W porównaniu do liderów warto zwrócić uwagę na dwie kwestie: (i) rentowność oraz (ii) kapitał obrotowy.

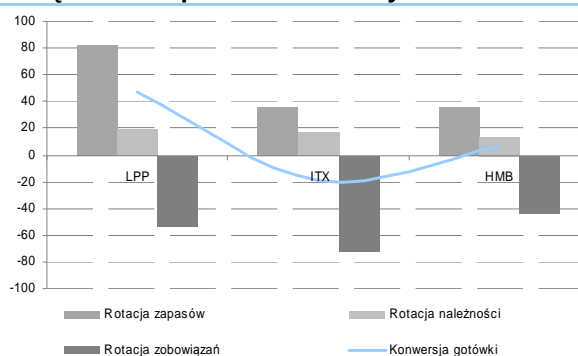
Jeśli chodzi o rentowność, to wskaźniki LPP są porównywalne z liderami. ITX ma niższą marżę brutto na sprzedaży, jednak spółka część produkcji lokuje w północnej Afryce i w Europie, gdzie płaci więcej niż na Dalekim Wschodzie. Biorąc pod uwagę dużo mniejszą skalę, LPP radzi sobie z rentownością brutto na sprzedaży. Przez wyższe koszty sprzedaży i ogólnego zarządu marża zysku operacyjnego jest niższa o około 3 p.p. od ITX i aż 10 p.p. od HMB. LPP już istotnie zrestrukturyzowała koszty i w kolejnych latach spodziewamy się wyższej marży EBIT jednak nie zakładamy, że doścignie w tych wskaźnikach benchmarki (nie bez istotnego zwiększenia sprzedaży/m<sup>2</sup>).

Kapitał obrotowy różni się w LPP od liderów rynku głównie rotacją zapasów. Rotacja należności jest zbliżona ale i nieistotna dla detalisty, rotacja zobowiązań jest różna dla samych benchmarków. Mimo iż LPP zmniejszyło zapasy/m<sup>2</sup> o około 50% w 2009 roku i prognozowana przez nas rotacja jest na poziomie około 78 dni, to w dalszym ciągu jest to 2x więcej niż w ITX i HMB. Naszym zdaniem, jedyna możliwość na poprawę tego wskaźnika po istotnej zmianie zapasów w ciągu ostatniego roku, to zwiększenie sprzedaży/m<sup>2</sup>.

## Rentowność



## Zarządzanie kapitałem obrotowym w dniach



Źródło: Sprawozdania spółek, DI BRE

\* wszystkie wskaźniki wyliczone na podstawie średnich z lat 2007-2009

## Wycena

W oparciu o model DCF i metodę porównawczą wyceniamy 1 akcję LPP 2 300 PLN.

Podsumowanie	Wagi	PLN
Wycena DCF	50%	2 239
Wycena porównawcza	50%	2 004
Cena wynikowa		2 121
Cena docelowa za 9 m-cy		2 300

### Założenia wyceny DCF

- Stopa wzrostu po okresie prognozy 2,5%.
- Stopa wolna od ryzyka 5,9% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Beta 1,0.
- Zakładamy, że spółka będzie rozwijać powierzchnię sprzedaży w tempie około 10% rocznie w okresie prognozy, przy czym więcej nowej powierzchni będzie otwierane poza Polską.
- Podział sprzedaży na marki zachowujemy na poziomie zbliżonym z 2010.
- Zakładamy, że sprzedaż/m<sup>2</sup> w sklepach zagranicznych będzie rosła szybciej niż sprzedaż w sklepach krajowych.

**Analiza porównawcza LPP**

Spółki krajowe	P/E			EV/EBITDA		
	2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
NG2 SA	19,9	16,3	13,4	15,0	11,8	10,1
VISTULA GROUP SA	23,5	14,1	10,1	10,0	8,2	7,1
NFI EMPIK MEDIA & FASHION SA	24,6	20,0	15,5	11,0	9,9	8,3
Maksimum	24,6	20,0	15,5	15,0	11,8	10,1
Minimum	19,9	14,1	10,1	10,0	8,2	7,1
<b>Mediana</b>	<b>23,5</b>	<b>16,3</b>	<b>13,4</b>	<b>11,0</b>	<b>9,9</b>	<b>8,3</b>
LPP	24,2	17,2	14,5	12,8	9,8	8,6
(premia / dyskonto)	3,19%	5,45%	8,38%	15,68%	-1,22%	3,31%
<b>Implikowana wycena</b>						
Mediana	23,5	16,3	13,4	11,0	9,9	8,3
Waga wskaźnika	50,00%			50,00%		
Waga roku	33,30%	33,30%	33,30%	33,30%	33,30%	33,30%
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>2 004</b>					

Spółki zagraniczne	P/E			EV/EBITDA		
	2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	20,6	19,5	17,1	13,1	12,3	10,9
INDITEX	29,7	22,6	20,3	15,4	12,1	11,0
GEOX SPA	17,4	19,2	16,3	6,8	7,2	6,3
BENETTON GROUP SPA	7,8	7,9	7,2	5,3	5,2	4,9
NEXT PLC	11,3	9,5	8,9	6,5	6,1	5,9
ESPRIT HOLDINGS LTD	10,9	11,8	10,3	7,0	7,4	6,3
IC COMPANY S A/S	22,3	17,4	13,7	12,6	9,8	8,1
KAPPAHL AB	9,8	9,8	8,1	7,1	6,8	6,1
LIFESTYLE INTL HLDGS LTD	27,5	23,9	21,8	20,2	17,6	15,4
MACY'S INC	19,4	13,0	11,6	6,7	5,8	5,7
MARKS & SPENCER GROUP PLC	13,3	11,7	10,9	6,9	6,4	5,9
BROWN SHOE COMPANY INC	38,1	13,7	10,7	8,2	6,6	5,6
FOOT LOCKER INC	35,0	18,2	16,0	10,0	7,2	6,5
Maksimum	38,1	23,9	21,8	20,2	17,6	15,4
Minimum	7,8	7,9	7,2	5,3	5,2	4,9
<b>Mediana</b>	<b>19,4</b>	<b>13,7</b>	<b>11,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	<b>6,3</b>
LPP	24,2	17,2	14,5	12,8	9,8	8,6
(premia / dyskonto)	24,81%	25,93%	25,30%	79,81%	36,71%	36,74%
<b>Implikowana wycena</b>						
Mediana	19,4	13,7	11,6	7,1	7,2	6,3
Waga wskaźnika		50,00%			50,00%	
Waga roku	33,30%	33,30%	33,30%	33,30%	33,30%	33,30%
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>1 537</b>					



## Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 394</b>	<b>2 756</b>	<b>3 076</b>	<b>3 418</b>	<b>3 759</b>	<b>4 101</b>	<b>4 467</b>	<b>4 872</b>	<b>5 329</b>	<b>5 795</b>	<b>5 939,7</b>
<i>zmiana</i>	16,07%	15,14%	11,59%	11,11%	10,00%	9,10%	8,92%	9,05%	9,38%	8,75%	2,50%
<b>EBITDA</b>	<b>398,1</b>	<b>448,5</b>	<b>487,6</b>	<b>532,6</b>	<b>578,4</b>	<b>623,8</b>	<b>672,4</b>	<b>727,6</b>	<b>790,9</b>	<b>854,1</b>	<b>886,9</b>
<i>marża EBITDA</i>	16,63%	16,27%	15,85%	15,58%	15,39%	15,21%	15,05%	14,94%	14,84%	14,74%	14,93%
Amortyzacja	105,2	108,5	109,3	112,4	115,4	118,5	122,5	128,3	136,2	143,3	0,0
<b>EBIT</b>	<b>292,9</b>	<b>340,0</b>	<b>378,3</b>	<b>420,2</b>	<b>463,0</b>	<b>505,3</b>	<b>549,9</b>	<b>599,3</b>	<b>654,7</b>	<b>710,8</b>	<b>728,6</b>
<i>marża EBIT</i>	12,23%	12,34%	12,30%	12,30%	12,32%	12,32%	12,31%	12,30%	12,29%	12,27%	12,27%
Opodatkowanie EBIT	61,2	71,0	79,1	87,8	96,7	105,6	114,9	125,2	136,8	148,5	152,2
<b>NOPLAT</b>	<b>231,7</b>	<b>269,0</b>	<b>299,3</b>	<b>332,4</b>	<b>366,2</b>	<b>399,7</b>	<b>435,0</b>	<b>474,1</b>	<b>517,9</b>	<b>562,3</b>	<b>576,4</b>
CAPEX	-85,8	-110,6	-118,4	-124,2	-127,5	-130,2	-143,8	-154,4	-170,4	-158,3	-158,3
Kapitał obrotowy	-27,8	-30,4	-26,8	-28,6	-28,6	-28,7	-30,7	-33,9	-38,3	-39,1	-40,0
Inwestycje kapitałowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FCF</b>	<b>223,4</b>	<b>236,5</b>	<b>263,4</b>	<b>292,0</b>	<b>325,5</b>	<b>359,4</b>	<b>383,1</b>	<b>414,2</b>	<b>445,4</b>	<b>508,2</b>	<b>536,3</b>
WACC	10,65%	10,77%	10,89%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%
<i>współczynnik dyskonta</i>	81,11%	73,23%	66,04%	59,54%	53,69%	48,42%	43,66%	39,37%	35,50%	35,50%	35,50%
PV FCF	200,5	191,8	192,9	192,8	193,8	192,9	185,5	180,8	175,3	180,4	
<b>WACC</b>	<b>10,53%</b>	<b>10,65%</b>	<b>10,77%</b>	<b>10,89%</b>	<b>10,90%</b>	<b>10,90%</b>	<b>10,90%</b>	<b>10,90%</b>	<b>10,90%</b>	<b>10,90%</b>	<b>10,90%</b>
Koszt długu	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%
Stopa wolna od ryzyka	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%
Premia za ryzyko	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Efektywna stopa podatkowa	20,89%	20,89%	20,89%	20,89%	20,89%	20,89%	20,89%	20,89%	20,89%	20,89%	20,89%
Dług netto / EV	3,85%	2,61%	1,41%	0,09%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Koszt kapitału własnego	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,0	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%	<b>Analiza wrażliwości</b>					
Wartość rezydualna (TV)					6 384,9	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)					2 266,4	<b>0,00%</b>	<b>1,00%</b>	<b>2,50%</b>	<b>3,00%</b>	<b>5,00%</b>	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy					1 886,7	Beta=0,8	2 202	2 337	2 608	2 725	3 429
Wartość firmy (EV)					4 153,1	Beta=0,9	2 182	2 411	2 509	3 078	3 038
Dług netto					234,1	Beta=1	2 043	2 239	<b>2 321</b>	2 788	2 751
Udziałowcy mniejszościowi					0,0	Beta=1,1	1 918	2 087	2 156	2 543	2 509
Wartość firmy					3 919,0	Beta=1,2	1 729	1 806	1 951	2 011	2 334
Liczba akcji (mln)					1,8						
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>					<b>2 239,1</b>						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego					8,18%						
<b>Cena docelowa</b>					<b>2 422,1</b>						
EV/EBITDA('11) dla ceny docelowej					11,2						
P/E('11) dla ceny docelowej					19,5						
Udział TV w EV					55%						

**Rachunek wyników**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 274,3</b>	<b>1 623,0</b>	<b>2 003,1</b>	<b>2 062,3</b>	<b>2 393,8</b>	<b>2 756,4</b>	<b>3 075,7</b>
<i>zmiana</i>	56,33%	27,36%	23,42%	2,96%	16,07%	15,14%	11,59%
Koszt własny sprzedaży	521,4	658,0	945,2	920,4	1 040,2	1 198,2	1 337,3
Zysk brutto na sprzedaży	753,0	965,0	1 057,9	1 141,9	1 353,6	1 558,1	1 738,4
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	59,09%	59,46%	52,81%	55,37%	56,54%	56,53%	56,52%
Koszty sprzedaży i zarządu	567,5	730,7	862,5	923,0	1 060,7	1 218,1	1 360,1
Pozostała działalność operacyjna netto	-10,2	-19,6	-14,1	-3,1	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>175,3</b>	<b>214,8</b>	<b>181,3</b>	<b>215,8</b>	<b>292,9</b>	<b>340,0</b>	<b>378,3</b>
<i>zmiana</i>	254,69%	22,54%	-15,60%	19,06%	35,70%	16,09%	11,27%
<i>marża EBIT</i>	13,75%	13,23%	9,05%	10,47%	12,23%	12,34%	12,30%
Wynik na działalności finansowej	-9,4	-1,5	-42,0	-20,6	-18,0	-13,7	-9,9
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>165,8</b>	<b>213,2</b>	<b>139,3</b>	<b>195,3</b>	<b>274,9</b>	<b>326,3</b>	<b>368,4</b>
Podatek dochodowy	31,1	45,7	34,5	40,8	57,4	68,2	77,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>134,7</b>	<b>167,5</b>	<b>104,7</b>	<b>154,5</b>	<b>217,4</b>	<b>258,2</b>	<b>291,4</b>
<i>zmiana</i>	242,67%	24,31%	-37,48%	47,50%	40,76%	18,73%	12,89%
<i>marża</i>	10,57%	10,32%	5,23%	7,49%	9,08%	9,37%	9,47%
Amortyzacja	49,7	66,4	96,1	95,6	105,2	108,5	109,3
<b>EBITDA</b>	<b>225,0</b>	<b>281,1</b>	<b>277,4</b>	<b>311,4</b>	<b>398,1</b>	<b>448,5</b>	<b>487,6</b>
<i>zmiana</i>	147,60%	24,94%	-1,32%	12,26%	27,83%	12,66%	8,72%
<i>marża EBITDA</i>	17,66%	17,32%	13,85%	15,10%	16,63%	16,27%	15,85%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
EPS	79,1	99,0	60,7	88,3	124,2	147,5	166,5
CEPS	108,3	138,2	116,3	142,9	184,3	209,5	228,9
ROA	19,33%	11,74%	7,69%	10,69%	14,20%	15,81%	16,76%
ROE	33,22%	29,63%	15,27%	23,20%	28,68%	30,72%	31,58%

**Bilans**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>AKTYWA</b>	<b>697,2</b>	<b>1 426,2</b>	<b>1 361,6</b>	<b>1 444,9</b>	<b>1 531,3</b>	<b>1 632,5</b>	<b>1 738,9</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>288,0</b>	<b>766,7</b>	<b>740,0</b>	<b>728,5</b>	<b>709,0</b>	<b>711,2</b>	<b>720,3</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	258,3	469,1	442,1	435,0	415,5	417,7	426,8
Wartości niematerialne i prawne	12,2	14,0	12,8	11,7	11,7	11,7	11,7
Wartość firmy	0,0	261,1	261,1	261,1	261,1	261,1	261,1
Należności długoterminowe	3,6	1,8	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Pozostałe aktywa trwałe	13,9	20,8	22,9	19,7	19,7	19,7	19,7
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>409,1</b>	<b>659,5</b>	<b>621,6</b>	<b>716,5</b>	<b>822,2</b>	<b>921,3</b>	<b>1 018,6</b>
Zapasy	289,5	462,6	322,8	438,1	508,6	585,6	653,4
Należności krótkoterminowe	60,8	100,9	93,4	119,4	138,6	159,6	178,1
Rozliczenia międzyokresowe	5,3	6,1	7,9	7,7	7,7	7,7	7,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	53,4	89,8	197,5	151,2	167,4	168,5	179,4

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>PASYWA</b>	<b>697,2</b>	<b>1 426,2</b>	<b>1 361,6</b>	<b>1 444,9</b>	<b>1 531,3</b>	<b>1 632,5</b>	<b>1 738,9</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>405,7</b>	<b>565,2</b>	<b>685,6</b>	<b>665,7</b>	<b>758,2</b>	<b>840,4</b>	<b>922,9</b>
Kapitał akcyjny	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Pozostałe kapitały własne	402,3	561,7	682,1	662,2	754,7	836,9	919,4
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>33,4</b>	<b>322,3</b>	<b>347,7</b>	<b>309,6</b>	<b>262,1</b>	<b>51,5</b>	<b>3,9</b>
Pożyczki i kredyty	27,9	306,1	342,8	305,7	258,1	47,5	0,0
Pozostałe	5,5	16,2	4,9	3,9	3,9	3,9	3,9
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>258,1</b>	<b>538,7</b>	<b>328,3</b>	<b>469,6</b>	<b>511,0</b>	<b>740,6</b>	<b>812,1</b>
Pożyczki i kredyty	57,0	247,0	81,9	79,6	59,2	221,2	233,1
Zobowiązania handlowe	190,3	279,1	240,1	384,8	446,6	514,2	573,8
Rozliczenia międzyokresowe	1,8	3,9	3,0	2,1	2,1	2,1	2,1
Pozostałe	9,0	8,7	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1
Dług	84,9	553,1	424,7	385,3	317,4	268,8	233,1
Dług netto	31,5	463,2	227,2	234,1	150,0	100,3	53,7
(Dług netto / Kapitał własny)	7,75%	81,95%	33,15%	35,16%	19,78%	11,94%	5,82%
(Dług netto / EBITDA)	0,1	1,6	0,8	0,8	0,4	0,2	0,1
BVPS	238,1	334,1	397,1	380,4	433,2	480,1	527,3

**Przepływy pieniądze**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>173,0</b>	<b>195,4</b>	<b>318,1</b>	<b>172,1</b>	<b>312,9</b>	<b>349,9</b>	<b>383,9</b>
Zysk netto	134,7	167,5	104,7	154,5	217,4	258,2	291,4
Amortyzacja	49,7	66,4	96,1	95,6	105,2	108,5	109,3
Kapitał obrotowy	-42,4	-67,3	128,3	-75,9	-27,8	-30,4	-26,8
Pozostałe	30,9	28,9	-11,0	-2,0	18,0	13,7	9,9
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-96,6</b>	<b>-577,2</b>	<b>-71,2</b>	<b>-158,4</b>	<b>-85,8</b>	<b>-110,6</b>	<b>-118,4</b>
CAPEX	-98,3	-252,9	-94,8	-91,8	-85,8	-110,6	-118,4
Inwestycje kapitałowe	-0,8	-331,8	-1,6	-86,2	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	2,5	7,4	25,2	19,5	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-53,5</b>	<b>418,2</b>	<b>-139,3</b>	<b>-148,4</b>	<b>-211,0</b>	<b>-238,2</b>	<b>-254,5</b>
Emisja akcji	0,0	37,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-53,5	430,5	-138,8	-62,1	-86,0	-62,3	-45,6
Dywidenda (buy-back)	0,0	-48,7	0,0	-86,0	-125,0	-175,9	-208,9
Pozostałe	0,0	-0,5	-0,5	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>22,9</b>	<b>36,4</b>	<b>107,7</b>	<b>-134,6</b>	<b>16,2</b>	<b>1,1</b>	<b>11,0</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	53,4	89,8	197,5	62,9	79,0	80,1	91,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	49,1	71,4	100,5	119,4
FCF	18,2	-118,2	214,4	53,0	167,8	176,6	200,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	7,72%	15,58%	4,73%	4,45%	3,58%	4,01%	3,85%

**Wskaźniki rynkowe**

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	27,8	22,4	35,8	24,2	17,2	14,5	12,9
P/CE	20,3	16,0	18,6	15,0	11,6	10,2	9,3
P/BV	9,2	6,6	5,5	5,6	4,9	4,5	4,1
P/S	2,9	2,3	1,9	1,8	1,6	1,4	1,2
FCF/EV	0,48%	-2,81%	5,40%	1,33%	4,31%	4,59%	5,27%
EV/EBITDA	16,8	15,0	14,3	12,8	9,8	8,6	7,8
EV/EBIT	21,5	19,6	21,9	18,4	13,3	11,3	10,0
EV/S	3,0	2,6	2,0	1,9	1,6	1,4	1,2
DYield	0,00%	0,00%	0,00%	2,30%	3,34%	4,70%	5,58%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>2 140,0</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
MC (mln PLN)	3 645,5	3 620,6	3 694,7	3 745,6	3 745,6	3 745,6	3 745,6
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	3 676,9	4 083,8	3 922,0	3 979,7	3 895,6	3 845,9	3 799,3

3 grudnia 2010

Raport analityczny


**Handel**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>62,5 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>62,7 PLN</b>
Kapitalizacja	2 400 mln PLN
Free float	746 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,39 mln PLN

#### Struktura akcjonariatu

Dariusz Miłek	40,00%
PP IM	8,52%
Leszek Gaczorek	7,84%
ING OFE	6,45%
PKO TFI	6,12%
Pozostali	31,07%

#### Prezentacja sektora

Sektor detaliczny odzieży i obuwniczy przechodził w ostatnich dwóch latach okres spowolnienia. Spodziewamy się odbicia w sektorze w najbliższym czasie, bardziej w efekcie niskiej bazy lat poprzednich niż w wyniku ogólnej poprawy koniunktury w handlu.

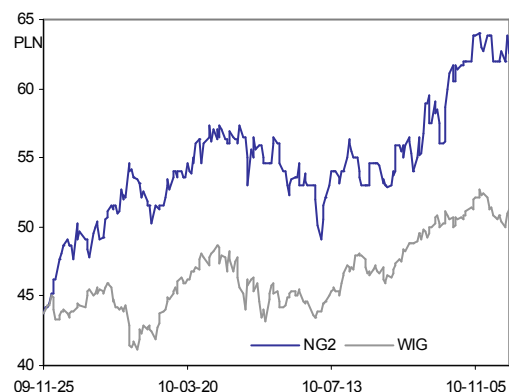
#### Profil spółki

NG2 prowadzi sklepy obuwnicze w Polsce i w Czechach. W sumie na koniec 3Q 2010 spółka miała 705 salonów, z czego ponad 80% to salony własne, pozostałe, to sklepy franczyzowe. NG2 jest największą spółką na krajowym rynku obuwniczym zarówno pod względem liczby prowadzonych sklepów jak i wolumenu sprzedanych par obuwniczych.

#### Ważne daty

1-3.12.20 - Publikacja przychodów ze sprzedaży za listopad 2010

#### Kurs akcji NG2 na tle WIG



#### Gabriela Borowska

(48 22) 697 47 36

gabriela.borowska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# NG2

CCCC.WA; CCC PW

# Trzymaj

(Nowa)

## Brak zaskoczeń powinien być premiowany

NG2 jest liderem na krajowym rynku obuwniczym. Spółka obecnie porządkuje sieć sprzedaży i prowadzi inwestycje w logistykę i IT, co powinno polepszyć rentowność i wspierać wzrost sprzedaży w kolejnych latach. Sektor obuwniczy jest inwestycją defensywną i przy słabym rynku detalicznym nie notuje takich spadków jak branża odzieżowa, co znaczy, że spółka generuje lepsze dynamiki sprzedaży w czasach słabej koniunktury niż detaliści odzieżowi. NG2 jest przy naszej prognozie wyceniane po PE 16,4x na 2011 - około 4% poniżej mediany sektora. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji od Trzymaj z ceną docelową 62,7 PLN.

#### 2010 nie spodziewamy się wzrostu konsensusu

NG2 w tym tygodniu podała wyniki sprzedażowe za listopad, po których miała już około 126 mln PLN zysku netto. Wynik w grudniu zwykle nie dodaje do zysku rocznego, więc nie spodziewamy się już wzrostu konsensusu na 2010 rok. Spółka na początku roku zapowiadała 120 mln PLN netto i mimo, że pomogła transakcja jednorazowa w 2Q 2010 (18 mln PLN), to właściwie wykonała zapowiedzi.

#### Dynamiczny rozwój w 2011-2012...

Celem na 2011-2012 jest uzyskanie około 25% dynamiki przychodów przy zachowaniu rentowności netto na poziomie 11%. NG2 chce z obecnego 12% udziału przejść na 20% w 2012 roku. Plany sprzedażowe oceniamy na trudne do zrealizowania, natomiast wyniki netto są do wykonania. Sprzedaż będzie wspierana przez obecnie prowadzone inwestycje w centrum logistyczne i nowy system IT. W tym roku spółka skupia się bardziej na selekcji istniejących lokalizacji niż na nowych otwarciach, a zamykanie nierentownych lokalizacji i zamiana pomiędzy markami wspierają rentowność.

#### ... i brak planów na kolejne lata

Problemem naszym zdaniem jest brak strategii na późniejsze lata. Przy tak wysokim udziale rynkowym nasycenie sklepami w kraju nie pozwoli już na rozwój w dwucyfrowym tempie. Przy okazji ostatnich wyników Zarząd poinformował o planach ekspansji w Rosji i na Ukrainie. Spółka chce otwierać tam sklepy franczyzowe i pod koniec roku ma podać więcej szczegółów.

#### Wycena poniżej rynku

NG2 jest wyceniane po P/E 16,4 na 2011, około 4% poniżej rynku, ale z 14% premią do spółek detalicznych po EV/EBITDA. Z jednej strony NG2 za defensywną branżą i brak konkurencji należy się premia, z drugiej niższe przepływy gotówkowe powinny być dyskontowane w cenie akcji.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	754,3	922,4	1 028,4	1 199,0	1 356,5
EBIT	131,9	108,2	141,4	189,1	222,7
marża EBIT	17,5%	11,7%	13,8%	15,8%	16,4%
EBITDA	144,9	126,5	163,0	213,2	252,6
Zysk netto	102,5	83,5	126,5	146,0	174,8
DPS	0,00	1,00	1,01	1,52	2,89
P/E	23,4	28,8	19,0	16,4	13,7
P/CE	20,8	23,6	16,2	14,1	11,7
P/BV	8,1	7,1	6,1	5,0	4,4
EV/EBITDA	17,2	19,4	15,2	11,6	9,7
DYield	0,0%	1,6%	1,6%	2,4%	4,6%

## Podsumowanie

NG2 jest idealnym detalistą na czasy słabszej koniunktury i ograniczonych wydatków konsumentów. Obuwie jest towarem defensywnym, a produkty ze średniej i niższej półki cenowej świetnie pasują do spowolnienia w handlu. Potwierdzają to dodatnie dynamiki sprzedaży na sklepach porównywalnych np. w 2009 roku, kiedy większość detalistów z branży doświadczyła spadki.

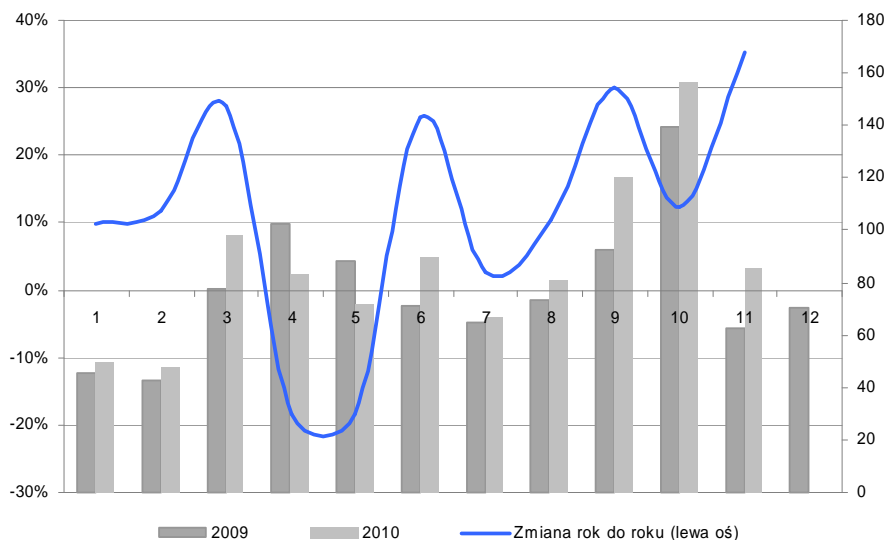
NG2 sprzedaje rocznie około 15 mln par obuwia po średniej cenie 50-60 PLN za parę. Obecny udział w rynku szacowany jest na około 12% (wartościowo i wolumenowo), drugi największy gracz – Deichmann jest o około połowę mniejszy. Niższa konkurencja stawia spółkę na wygodniejszej pozycji niż detalistów odzieżowych, gdzie rynek jest pełen silnych zagranicznych marek.

NG2 wyceniana jest obecnie po PE 16,4x na 2011, co daje poziom nieznacznie poniżej rynku oraz EV/EBITDA 11,6x na 2011, co daje poziom 14% powyżej mediany spółek detalicznych z GPW. Naszym zdaniem NG2 powinna być w warunkach spowolnienia w handlu wyceniana z premią do innych graczy ze względu na: (i) defensywny model biznesowy, (ii) silny bilans, spółka może się zadłużać, wypłacać dywidendę i inwestować w rozwój, (iii) dodatnie LFL oraz (iv) brak konkurencji na lokalnym rynku obuwniczym (w przeciwieństwie do rynku odzieżowego, który jest bardzo rozdrobniony). Z drugiej strony należy pamiętać o niskich przepływach operacyjnych generowanych przez NG2, przez które spółce należy się dyskonto.

Jesteśmy tuż przed wynikami 4Q 2010, czyli przed najlepszym okresem w roku dla spółek detalicznych. Naszym zdaniem wyniki NG2 będą zbliżone do oczekiwań rynku i dobre (spółka zwykle nie zaskakuje inwestorów, może to powinno zasługiwać na premię?). Część sprzedaży i zysku stracona w 1H 2010 (żałoba narodowa, powódzie) jest nie do odrobienia, lecz mimo to spółka zrealizuje zapowiadane na początku roku 120 mln PLN zysku netto.

Dane o sprzedaży miesięcznej są znane, spółka raportowała spadki przychodów w kwietniu i maju, kiedy przez żałobę narodową centra handlowe były zamknięte przez dwa weekendy (kwiecień) oraz miały miejsce liczne powódzie (maj). W 4Q spodziewamy się około 18% wzrostu dynamiki sprzedaży rok do roku.

### Miesięczne przychody ze sprzedaży (mln PLN)



Źródło: NG2 SA

### Cel 20% udziału w rynku

Celem na kolejne 2 lata jest uzyskanie 20% udziału w rynku przy obecnych 12%. Wartość rynku obuwniczego szacowana jest na 8,0 mld PLN (130 mln par). 20% udział oznaczałby przychody w 2012 na poziomie około 1,6 mld PLN. Przy 1,0 mld PLN, które spółka zamierza przekroczyć w tym roku cel zostałby osiągnięty, gdyby przychody ze sprzedaży rosły ponad 26% rocznie przez następne dwa lata. Naszym zdaniem zadanie jest ambitne i nie do wykonania.

NG2 zamierza przy tym utrzymać wysokie marże i zwroty z kapitału własnego. Planowana przez Zarząd rentowność netto na poziomie 11% w 2012 roku jest do osiągnięcia tym bardziej, że w tym roku spółka skupia się bardziej na zamykaniu nierentownych lokalizacji, mniej na ekspansji, którą ogranicza niższa podaż powierzchni handlowych. Z kolei wysokie stopy zwrotu z kapitału własnego mają być utrzymane dzięki ekspansji finansowanej przez banki i wypłatom dywidendy.

### Nowe rynki

Rozwój organiczny NG2 jest trochę wymuszony przez rynek, spółka ma największą sieć sprzedaży w Polsce i twierdzi, że na rynku brakuje atrakcyjnych celów inwestycyjnych. Swoimi sklepami wkrótce nasyci krajowy rynek obuwia i musi myśleć o dalszej ekspansji. Ostatnio Zarząd poinformował, że zamierza współpracować z partnerami franczyzowymi w Rosji i na Ukrainie. Naszym zdaniem Rosja i Ukraina, to najbardziej atrakcyjne rynki w regionie dla branży odzieżowej i obuwniczej. Obserwując wyniki odzieżowej spółki LPP widać, że tylko tam sprzedaż w ostatnim okresie zaczęła się poprawiać. Są to też jedyne rynki, gdzie można realizować większą skalę działania. Ze względu na ryzyko i doświadczenia z rynku czeskiego NG2 jest zainteresowane czystym modelem franczyzowym, spółka nie będzie otwierała tam własnych sklepów. Zarząd twierdzi, że pierwsze sklepy franczyzowe w Rosji i na Ukrainie mogą być otwarte do wiosny 2011 roku.

### Inwestycja w centrum logistyczne

Z pewnością w zwiększaniu sprzedaży, głównie dzięki lepszej logistyce może pomóc nowe centrum dystrybucyjne, obecnie w budowie. Inwestycja wyniesie około 120,0 mln PLN, zakończenie planowane jest na 2011 rok, ewentualne oszczędności wynikające z redukcji zatrudnienia, oraz z pozbycia się obecnie wynajmowanych magazynów powinny być widoczne od 2012 roku. Naszym zdaniem najistotniejsze jest tutaj usprawnienie zarządzania towarami. Już w 2008 roku spółka miała problem z wykonaniem sprzedaży i prognoz, ponieważ zapychała się logistyka, nowe centrum dystrybucyjne ma być jednym z najnowocześniejszych w Polsce i powinno usprawnić sprzedaż.

### Wyniki Q3 2010

W 3Q 2010 NG2 wygenerowało 16,7% wyższe przychody rok do roku, poprawiając przy tym rentowność brutto na sprzedaży o 2,7 pp. Wyższa rentowność brutto na sprzedaży wynikała z mniejszych wyprzedaży w okresie lipiec-sierpień oraz podwyższenia cen sprzedaży nowej kolekcji we wrześniu. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły o 21,7%, częściowo wynikało to z zaksięgowanych w 3Q 2010 kosztów programu motywacyjnego, częściowo z prowadzonej kampanii reklamowej i wizerunkowej. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło w 3Q 2010 -0,5 mln PLN w porównaniu do -9,2 mln PLN w 3Q 2009, dzięki czemu marża zysku operacyjnego była rok do roku wyższa o 4,9 pp. W kapitale obrotowym największą uwagę zwracają wysokie należności, większe o 25,3% rok do roku. NG2 zapłaciło zaliczki na dostawy w 4Q 2010 i to osłabiło wygenerowane operacyjne przepływy pieniężne.

### Wyniki kwartalne

(mln PLN)	3Q 2010	3Q 2009	Zmiana	1-3Q 2010	1-3Q 2009	Zmiana
Przychody	267,9	229,6	16,7%	708,2	651,8	8,6%
Wynik brutto na sprzedaży	142,5	115,8	23,0%	383,8	331,3	15,9%
% marża brutto na sprzedaży	53,2%	50,4%	2,7p.p.	54,2%	50,8%	3,4p.p.
Koszty sprzedaży i ogólne	110,7	91,0	21,7%	303,7	269,5	12,7%
Wynik na sprzedaży	31,7	24,8	28,0%	80,2	61,8	29,7%
% marża sprzedaży	11,8%	10,8%	1p.p.	11,3%	9,5%	1,8p.p.
Wynik operacyjny	31,2	15,6	100,2%	79,0	62,3	26,8%
% marża operacyjna	11,6%	6,8%	4,9p.p.	11,2%	9,6%	1,6p.p.
Wynik netto	23,3	11,1	110,9%	76,1	46,6	63,4%
% marża netto	8,7%	4,8%	80,7%	10,7%	7,1%	50,4%

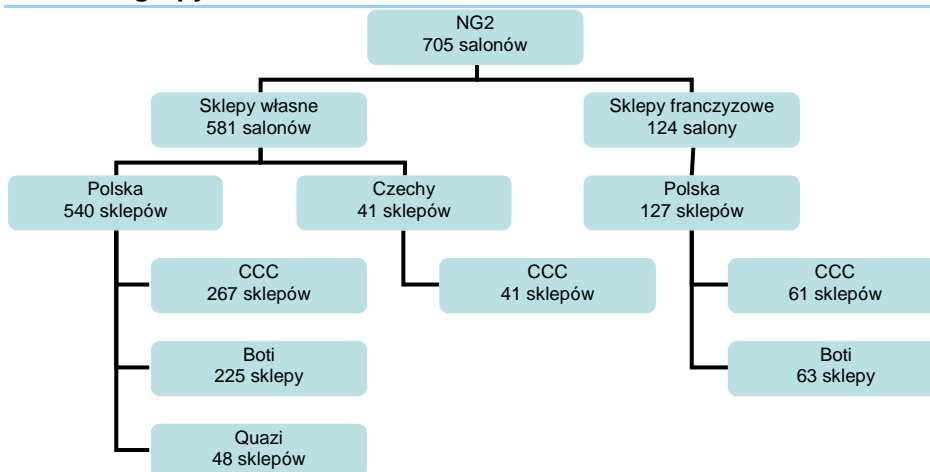
Źródło: NG2 SA, DI BRE

Narastająco po 3Q 2010 spółka ma już 76,1 mln PLN zysku netto. Sprzedaż miesięczna za październik była wyższa rok do roku o 12,4%, sprzedaż w sklepach porównywalnych zmniejszyła się o około 5%. Wynik bardzo dobry biorąc pod uwagę, że sprzedaż miesięczna w 2009 roku była rekordowa. Spodziewamy się, że zgodnie z oczekiwaniami Zarządu i rynku rok 2010 zakończy się na poziomie około 120,0 mln PLN.

## Profil spółki

Grupa NG2 sprzedaje obuwie w Polsce i Czechach przez sieć sklepów własnych i franczyzowych. Sprzedaż odbywa się w trzech kanałach dystrybucji: (i) CCC (349 salonów), (ii) Boti (288 salonów) i (iii) Quazi (48 salonów). Na koniec 3Q 2010 82% wszystkich sklepów to sklepy własne NG2, pozostałe salony działały na zasadzie franczyzy. 664 sklepy ze wszystkich 705 działało na terenie kraju, 41 sklepów w Czechach.

### Struktura grupy NG2

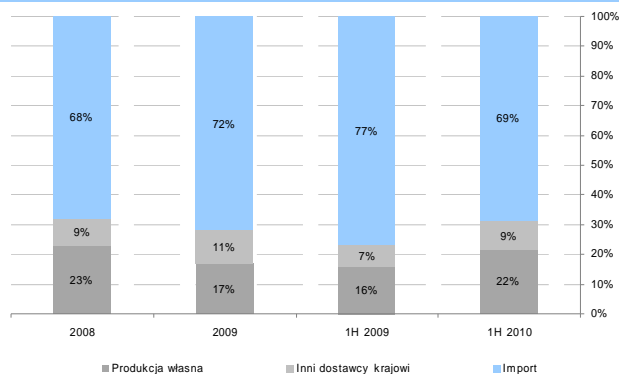


Źródło: NG2 SA.

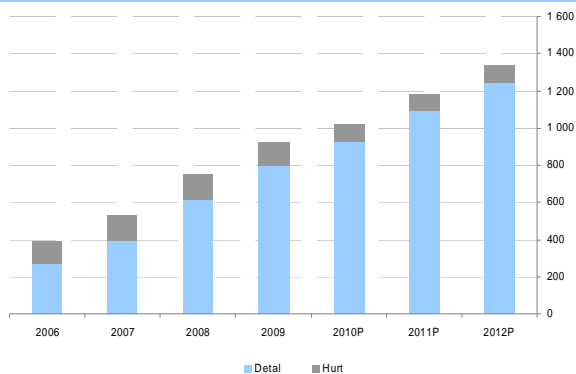
Spółka systematycznie zwiększa udział powierzchni własnej w całej sieci sprzedaży, co jest spójne ze strategią grupy. NG2 w przeciwieństwie do większości detalistów wykorzystwała spowolnienie w sprzedaży detalicznej na przyjmowanie placówek franczyzowych i wcielanie ich do własnej sieci sprzedaży.

NG2 nie projektuje obuwia, zamawia wybrane modele. Większość towarów importowane jest z Chin, jest to przede wszystkim syntetyczne obuwie damskie. Część kolekcji jest produkowana we własnej fabryce w Polsce – skórzane obuwie damskie. Skórzana kolekcja męska zamawiana jest w Indiach. Spółce nie będzie łatwo zdywersyfikować źródeł zaopatrzenia ze względu na brak infrastruktury w innych azjatyckich krajach.

### Struktura terytorialna zakupów



### Udział hurtu i detalu w przychodach (mln PLN)



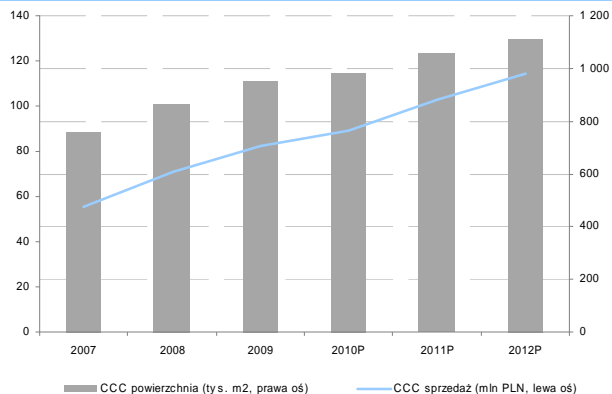
Źródło: NG2 SA, DI BRE

### Struktura sprzedaży

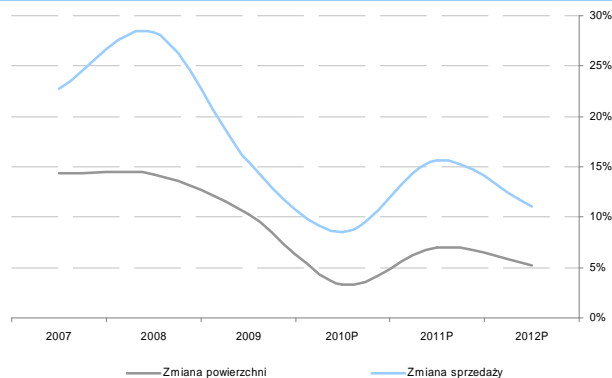
Dzięki przejmowaniu salonów franczyzowych sprzedaż detaliczna dochodzi już blisko do 90% całej sprzedaży NG2, realizowana jest w placówkach własnych CCC, Boti i Quazi w Polsce i w salonach własnych CCC w Czechach. Działalność hurtowa dotyczy głównie sprzedaży do odbiorców prowadzących placówki franczyzowe CCC i Boti. Wcześniej spółka informowała o strategii otwarcia 1000 sklepów w Polsce i 70 w Czechach. W 2010 roku NG2 planuje otworzyć około 61 nowych sklepów (41 uwzględniając zamknięcia).

CCC (średnia półka cenowa) to największa sieć sprzedaży należąca do spółki. W sumie w Polsce i Czechach było na koniec 3Q 2010 - 371 sklepów własnych i franczyzowych CCC. Spółka nie zamierza otwierać nowych salonów franczyzowych w tej sieci, może też zamykać, przejmować lub zamieniać lokalizacje franczyzowe na Boti. CCC pracuje nad zmianą postrzegania marki na rynku czeskim, co powinno się przełożyć na wzrost sprzedaży/m2. Od początku roku sprzedaż w salonach porównywalnych CCC w Polsce i Czechach spadła odpowiednio o 4,6% i 3,0%. Mniejsze LFL w kraju są wynikiem dwucyfrowych spadków sprzedaży z kwietnia i maja spowodowanych żałobą narodową i powodzią.

### Rozwój sieci CCC



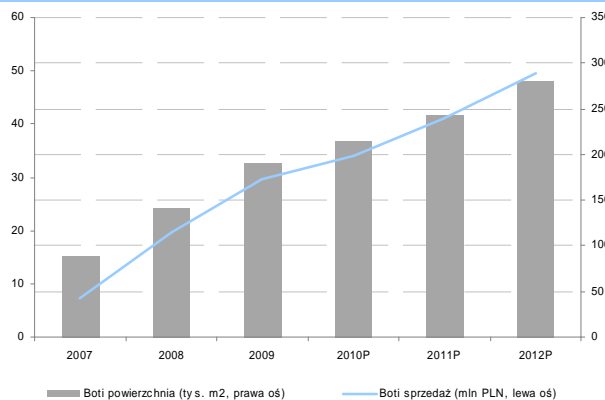
### Efektywność sieci CCC



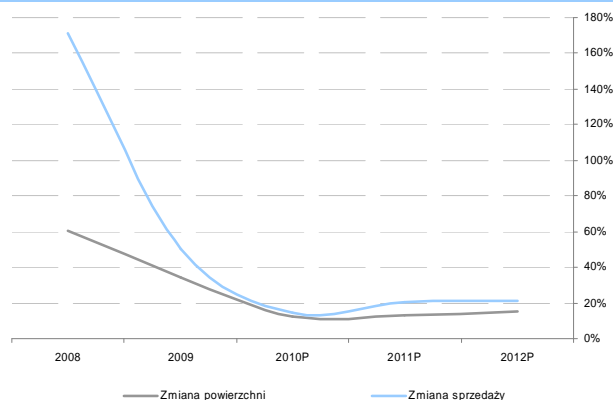
Źródło: NG2 SA, DI BRE

Drugą największą siecią sprzedaży w spółce jest Boti (najniższa półka cenowa). Początkowo Boti miało konkurować z bazarami, teraz sklepy otwierane są również w centrach handlowych. W sumie sieć liczyła na koniec 3Q 2010 - 288 sklepów własnych i franczyzowych Boti. Spółka zamierza otwierać większe sklepy, do tej pory było to około 120 m2 na sklep, teraz format sklepów ma mieć około 150-170 m2 powierzchni. Narastająco od początku roku sieć Boti miała LFL na poziomie -6,7% na co tak samo jak w przypadku polskiej części CCC wpływ miały kwiecień i maj 2010.

### Rozwój sieci Boti



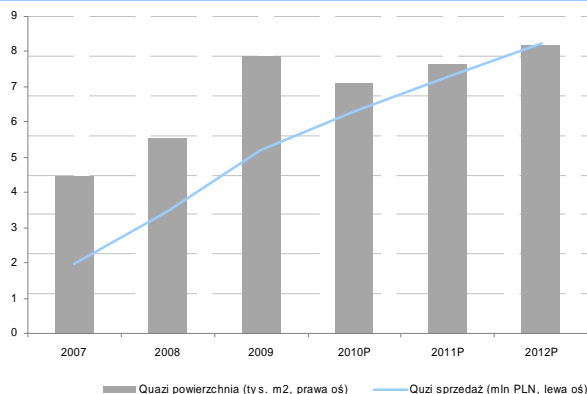
### Efektywność sieci Boti



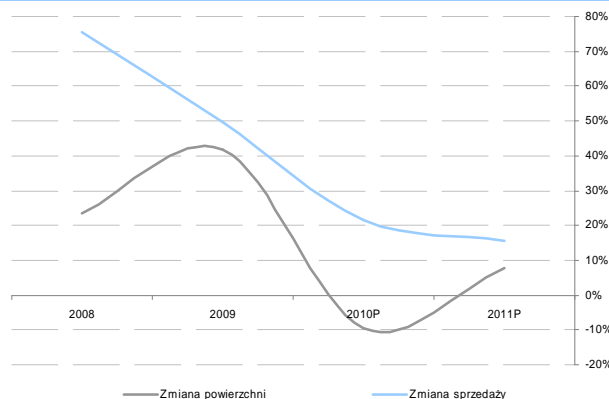
Źródło: NG2 SA, DI BRE

Quazi to sieć oferująca obuwie w cenach wyższych niż w sieci CCC. Początkowo sieć miała sprzedawać drogie obuwie z Włoch, jednak ponieważ ani sprzedaż/m2 ani rentowność brutto na sprzedaży nie były zadowalające, do tego dochodził wysoki udział reklamacji postanowiono zmienić koncept na tańszy. W Quazi sprzedawane jest obuwie skórzane i syntetyki, od momentu zmiany konceptu sprzedaż/m2 oraz rentowność w sieci rośnie. Średnia cena pary obuwia w Quazi spadła o 14% w 2009, podczas gdy w pozostałych sieciach ceny wzrosły o około 10%. Spółka zamierza zmniejszyć format sklepów z początkowo otwieranych 170 m2 do 120 m2. Ze względu właśnie na zmianę konceptu i niską bazę z 2009 roku sieć Quazi narastająco w 2010 roku wygenerowała dodatnie LFL na poziomie 9,0% na koniec października 2010.

### Rozwój sieci Quazi



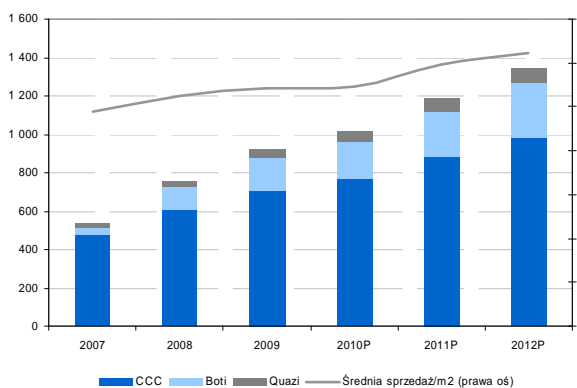
### Efektywność sieci Quazi



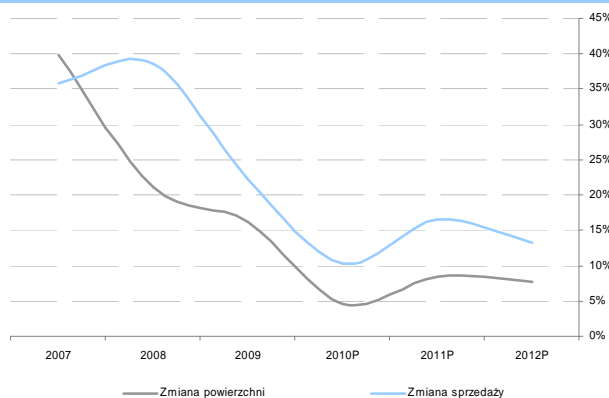
Źródło: NG2 SA, DI BRE

Idealna sytuacja dla detalisty to taka, kiedy sprzedaż rośnie szybciej niż sieć. Na wykresie jest to rok 2008. Spowolnienie w sprzedaży detalicznej dotknęło też NG2, jednak mniej niż inne spółki z branży. Zakładamy, że po słabym (głównie w wyniku zdarzeń nadzwyczajnych) 2010 roku sieć powinna znowu pokazywać wzrosty na sprzedaży/m2.

### Podział sprzedaży NG2



### Efektywność sieci

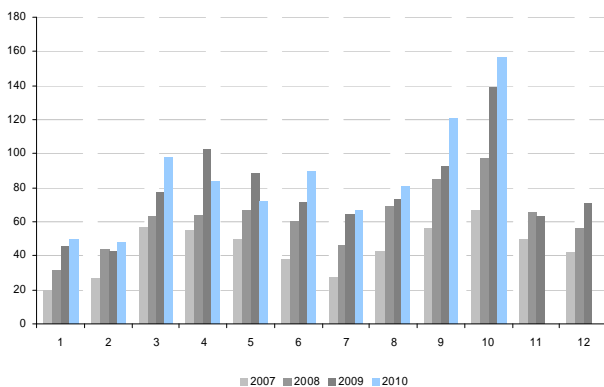


Źródło: NG2 SA, DI BRE

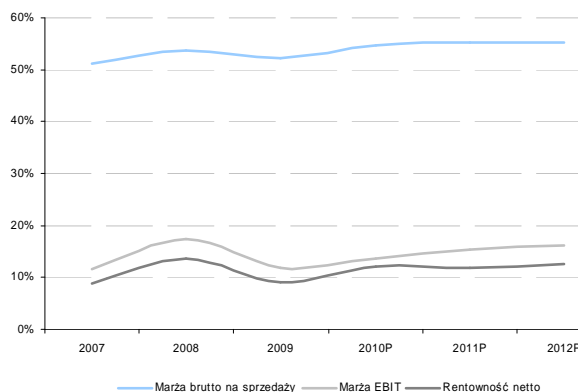
### Sezonowość

Sezonowość w sprzedaży jest zjawiskiem dotyczącym całości rynku odzieżowego i obuwniczego. W drugim kwartale związanym z regularną sprzedażą kolekcji wiosenno – letniej, uzyskiwana jest wyższa niż w pierwszym kwartale marża brutto na sprzedaży. Najwyższą rentownością i sprzedażą charakteryzuje się czwarty kwartał, kiedy sprzedawana jest kolekcja zimowa (tu wiele zależy od pogody w najważniejszych sprzedażowo miesiącach roku: wrzesień-październik). Sprzedaż obuwia mocno uzależniona jest od warunków pogodowych, które mogą zaburzyć sezonowość.

### Sezonowość (sprzedaż miesięczna mln PLN)



### Rentowność



Źródło: NG2 SA, DI BRE

## Rentowność

### Brak alternatywnych kierunków importu

NG2 nie ma możliwości zdywersyfikowania importu. Większość obuwia sprzedawanego przez spółkę to syntetyki, których produkcja koncentruje się głównie w Chinach, nie ma możliwości jej przeniesienia, ze względu na brak infrastruktury w innych krajach. Na rentowność zatem będzie wpływała sytuacja gospodarcza w Chinach. Istotne jest to, że NG2 ma możliwość przeniesienia ceny kupowanego towaru na ostateczną cenę dla klienta. Spółka jest liderem na rynku, sprzedaje obuwie w średniej cenie 55 PLN za parę i zwiększenie ceny o 10% nie powinno być przez konsumenta zauważone. Już we wrześniu spółka podniosła ceny kolekcji.

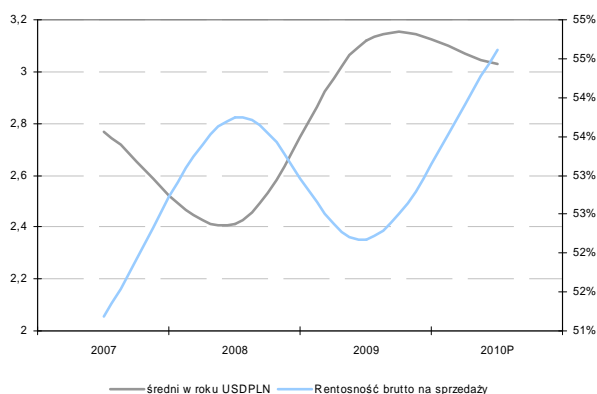
### USDPLN i wyprzedaże, czyli marże brutto na sprzedaży

Większość towarów sprzedawanych przez spółkę pochodzi z Chin, zakupy rozliczane są w USD (towary kupowane w Indiach są rozliczane w EUR) i kurs USDPLN a raczej jego zmienność ma największy wpływ na marżę brutto na sprzedaży. Zachowanie waluty chińskiej do głównych walut światowych również wpływa na warunki importu. Nie bez znaczenia jest poziom wyprzedaży i zachowanie w tej kwestii konkurencji, czyli głównie spółki Deichmann. Uogólniając (wykres) słabsza złotówka do dolara skutkuje w niższej marży brutto na sprzedaży i odwrotnie.

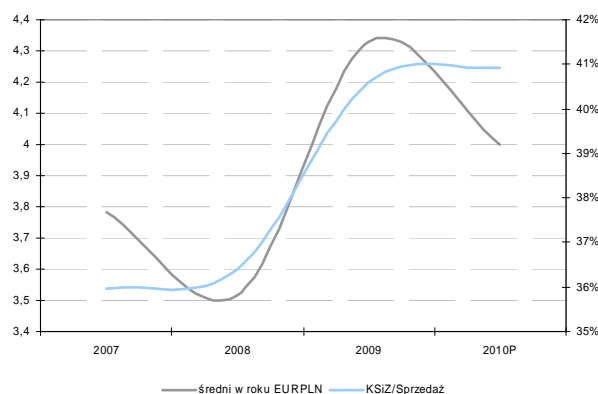
### EURPLN, czyli marża zysku operacyjnego

Czynsze w galeriach handlowych są denominowane w EUR, kurs walutowy jest tu zmienną, na którą spółka nie ma wpływu, a która kształtuje ostateczny wynik na działalności operacyjnej. W sumie kosztów sprzedaży poszczególnych sieci sklepów czynsze stanowią odpowiednio około 40% w Boti (nadal część czynszów w sieci jest w złotówkach), 50% w CCC i 50% w Quazi. Wyższy kurs EURPLN zwiększy koszty sprzedaży/m<sup>2</sup> i pogorszy rentowność zysku operacyjnego.

USDPLN i marże brutto na sprzedaży



EURPLN i koszty sprzedaży i zarządu



Źródło: NG2 SA, NBP, DI BRE

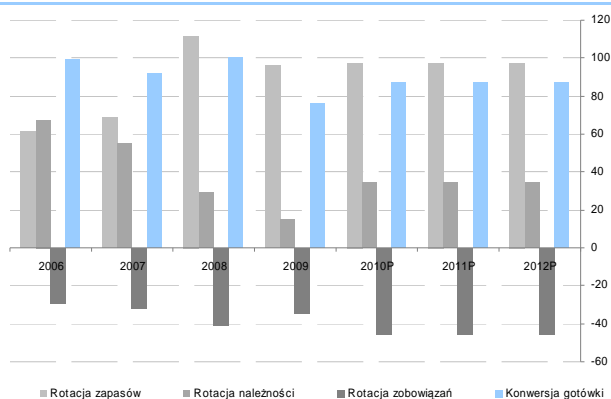
## Bilans

Zadłużenie spółki kapitałem obcym jest na bezpiecznym poziomie, dług odsetkowy stanowił na koniec 3Q 2010 24% pasywów i 1,0x prognozowanego poziomu EBITDA na 2010 rok. Zarząd twierdzi, że będzie rozwijał spółkę finansując działalność kredytem bankowym a wygenerowana gotówka będzie wypłacana w dywidendzie. W naszych prognozach zakładamy coraz większą dywidendę, mimo to prognozowany dług odsetkowy nie przekracza prognozowanego poziomu EBITDA.

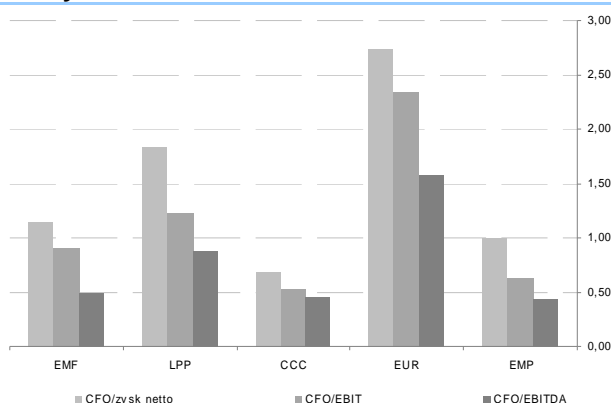
### Kapitał obrotowy

NG2 ma wskaźniki obrotu zapasami i należnościami zbliżone do branży, różnica między spółką i pozostałymi polega na spłacie zobowiązań, która jest 2x szybsza niż w przypadku LPP i stąd przepływy gotówkowe generowane przez spółkę są niższe. NG2 generuje operacyjne przepływy na poziomie niższym od zysku netto, wyjątkiem był rok 2009, kiedy spółka miała za mało zapasów i poprzez wyprzedanie towaru zrealizowała większe przepływy. Taka sytuacja nie była korzystna dla sprzedaży i naszym zdaniem nie powinna się powtórzyć. Jeśli któryś ze wskaźników mógłby ulec tu poprawie, to rotacja zapasów. Około 100 dni dla detalu to w porównaniu do liderów rynku za dużo, zapewne pomoże tu inwestycja w nowe centrum logistyczne. Jeśli chodzi o zobowiązania, to naszym zdaniem NG2 nie ma takiej siły przetargowej, żeby wynegocjować lepsze warunki płatności i tu raczej nie powinno być zmian.

### Rotacja kapitału obrotowego w dniach



### Średnie (2007-2009) przepływy gotówkowe na tle branży



Źródło: sprawozdania spółek, DI BRE

### Nakłady inwestycyjne

NG2 rozpoczęła w 2010 roku inwestycję w budowę centrum logistycznego w Polkowicach. Szacowana wartość inwestycji wynosi 120,0 mln PLN (wydatki kwalifikowane to 97 mln PLN). Część inwestycji w kwocie 38,0 mln PLN będzie finansowana ze środków UE, część w kwocie 30,0 mln PLN z kredytu bankowego. Dodatkowo spółka zamierza zainwestować w nowy system IT około 7,0 mln PLN.

Poza tymi inwestycjami zakładamy, że w 2010 roku spółka otworzy w sumie ponad 10 tys. m2 nowej powierzchni, w 2011 roku około 14,2 tys. m2 nowej powierzchni (13,4 tys. m2 netto). Mniejsza liczba nowych placówek w 2010 roku, niż to było przez Zarząd zapowiadane spowodowana jest opóźnieniami w oddawaniu nowych projektów do użytkowania i większą selektywnością w doborze lokalizacji.

### Założenia programu motywacyjnego

W 2010 roku w spółce uruchomiony został program motywacyjny, w ramach którego uczestnicy (przyszły Zarząd i kierownictwo spółki) będą mogli objąć akcje serii E. Prawo to może zostać zrealizowane, jeżeli skumulowany zysk netto w latach 2010-2012 wyniesie nie mniej niż 450 mln PLN. Koszty programu motywacyjnego wynoszą kwartalnie około 1,5 mln PLN.

## Wycena

W oparciu o model DCF i metodę porównawczą wyceniamy 1 akcję NG2 na 62,7 PLN.

Podsumowanie	Wagi	PLN
Wycena DCF	50%	57,0
Wycena porównawcza	50%	58,9
Cena wynikowa		58,0
Cena docelowa za 9 m-cy		62,7

### Założenia wyceny DCF

- Stopa wzrostu po okresie prognozy 2,5%.
- Stopa wolna od ryzyka 5,9% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Beta 1,0.
- Zakładamy, że spółka będzie rozwijać powierzchnię sprzedaży w tempie około 5,8% rocznie w okresie prognozy.

**Analiza porównawcza NG2**

Spółki krajowe	P/E			EV/EBITDA		
	2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
LPP SA	23,8	17,9	14,8	12,9	10,8	9,3
VISTULA GROUP SA	23,5	14,1	10,1	10,0	8,2	7,1
NFI EMPIK MEDIA & FASHION SA	24,6	20,0	15,5	11,0	9,9	8,3
Maksimum	24,6	20,0	15,5	12,9	10,8	9,3
Minimum	23,5	14,1	10,1	10,0	8,2	7,1
<b>Mediana</b>	<b>23,8</b>	<b>17,9</b>	<b>14,8</b>	<b>11,0</b>	<b>9,9</b>	<b>8,3</b>
CCC	19,0	16,4	13,7	15,2	11,6	9,7
(premia / dyskonto)	-20,13%	-8,33%	-7,26%	37,96%	17,41%	16,78%
<b>Implikowana wycena</b>						
Mediana	23,8	17,9	14,8	11,0	9,9	8,3
Waga wskaźnika		50,00%			50,00%	
Waga roku	33,30%	33,30%	33,30%	33,30%	33,30%	33,30%
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>58,9</b>					

Spółki zagraniczne	P/E			EV/EBITDA		
	2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	20,6	19,5	17,1	13,1	12,3	10,9
INDITEX	29,7	22,6	20,3	15,4	12,1	11,0
GEOX SPA	17,4	19,2	16,3	6,8	7,2	6,3
BENETTON GROUP SPA	7,8	7,9	7,2	5,3	5,2	4,9
NEXT PLC	11,3	9,5	8,9	6,5	6,1	5,9
ESPRIT HOLDINGS LTD	10,9	11,8	10,3	7,0	7,4	6,3
IC COMPANY S A/S	22,3	17,4	13,7	12,6	9,8	8,1
KAPPAHL AB	9,8	9,8	8,1	7,1	6,8	6,1
LIFESTYLE INTL HLDGS LTD	27,5	23,9	21,8	20,2	17,6	15,4
MACY'S INC	19,4	13,0	11,6	6,7	5,8	5,7
MARKS & SPENCER GROUP PLC	13,3	11,7	10,9	6,9	6,4	5,9
BROWN SHOE COMPANY INC	38,1	13,7	10,7	8,2	6,6	5,6
FOOT LOCKER INC	35,0	18,2	16,0	10,0	7,2	6,5
Maksimum	38,1	23,9	21,8	20,2	17,6	15,4
Minimum	7,8	7,9	7,2	5,3	5,2	4,9
<b>Mediana</b>	<b>19,4</b>	<b>13,7</b>	<b>11,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	<b>6,3</b>
CCC	19,0	16,4	13,7	15,2	11,6	9,7
(premia / dyskonto)	-2,35%	20,19%	18,58%	114,44%	62,49%	54,56%
<b>Implikowana wycena</b>						
Mediana	19,4	13,7	11,6	7,1	7,2	6,3
Waga wskaźnika		50,00%			50,00%	
Waga roku	33,30%	33,30%	33,30%	33,30%	33,30%	33,30%
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>51,6</b>					



## Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 199</b>	<b>1 356</b>	<b>1 488</b>	<b>1 628</b>	<b>1 776</b>	<b>1 922</b>	<b>2 063</b>	<b>2 205</b>	<b>2 349</b>	<b>2 498</b>	<b>2 560</b>
<i>zmiana</i>	16,59%	13,13%	9,68%	9,44%	9,09%	8,18%	7,38%	6,88%	6,50%	6,35%	2,50%
<b>EBITDA</b>	<b>213,2</b>	<b>252,6</b>	<b>276,3</b>	<b>300,9</b>	<b>324,8</b>	<b>348,5</b>	<b>370,0</b>	<b>393,0</b>	<b>416,5</b>	<b>441,2</b>	<b>452,5</b>
<i>marża EBITDA</i>	17,78%	18,62%	18,57%	18,48%	18,28%	18,13%	17,93%	17,82%	17,73%	17,66%	17,67%
Amortyzacja	24,1	30,0	31,6	33,2	32,9	32,7	31,0	30,9	30,9	31,1	33,6
<b>EBIT*</b>	<b>189,1</b>	<b>221,3</b>	<b>243,3</b>	<b>266,4</b>	<b>290,5</b>	<b>314,4</b>	<b>337,6</b>	<b>360,7</b>	<b>384,2</b>	<b>408,7</b>	<b>418,9</b>
<i>marża EBIT</i>	15,77%	16,32%	16,36%	16,36%	16,36%	16,36%	16,36%	16,36%	16,36%	16,36%	16,36%
Opodatkowanie EBIT	36,8	42,9	47,0	51,4	56,0	60,6	65,0	69,3	73,8	78,5	79,6
<b>NOPLAT</b>	<b>152,4</b>	<b>178,5</b>	<b>196,3</b>	<b>214,9</b>	<b>234,5</b>	<b>253,9</b>	<b>272,7</b>	<b>291,4</b>	<b>310,4</b>	<b>330,2</b>	<b>339,3</b>
CAPEX	-67,6	-23,4	-25,5	-28,5	-30,0	-28,9	-29,9	-30,1	-31,8	-33,6	-33,6
Kapitał obrotowy	-40,8	-37,7	-31,4	-33,6	-35,4	-34,8	-33,9	-34,0	-34,3	-35,7	-36,6
Inwestycje kapitałowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FCF</b>	<b>68,0</b>	<b>147,4</b>	<b>170,9</b>	<b>186,0</b>	<b>202,0</b>	<b>222,9</b>	<b>239,9</b>	<b>258,2</b>	<b>275,1</b>	<b>292,1</b>	<b>302,7</b>
WACC	10,74%	10,80%	10,83%	10,87%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%
<i>współczynnik dyskonta</i>	89,47%	80,75%	72,85%	65,71%	59,26%	53,43%	48,18%	43,44%	39,17%	35,32%	35,32%
PV FCF	60,9	119,0	124,5	122,3	119,7	119,1	115,6	112,2	107,8	103,2	

<b>WACC</b>	<b>10,74%</b>	<b>10,80%</b>	<b>10,83%</b>	<b>10,87%</b>	<b>10,90%</b>	<b>10,90%</b>	<b>10,90%</b>	<b>10,90%</b>	<b>10,90%</b>	<b>10,90%</b>
Koszt długu	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%
Stopa wolna od ryzyka	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%
Premia za ryzyko	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Efektywna stopa podatkowa	19,44%	19,37%	19,33%	19,30%	19,28%	19,26%	19,24%	19,22%	19,21%	19,20%
Dług netto / EV	3,23%	1,99%	1,34%	0,69%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Koszt kapitału własnego	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
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%	<b>Analiza wrażliwości</b>					
Wartość rezydualna (TV)	3 603,9	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 273,0	<b>1,00%</b>	<b>2,00%</b>	<b>2,50%</b>	<b>3,00%</b>	<b>4,00%</b>	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 001,0	Beta=0,8	59,4	63,7	66,4	69,3	76,8
Wartość firmy (EV)	2 274,0	Beta=0,9	55,5	59,2	61,4	63,9	70,0
Dług netto	83,6	Beta=1	52,0	55,2	57,0	59,1	64,2
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	Beta=1,1	48,9	51,6	53,2	55,0	59,3
Wartość firmy	2 190,4	Beta=1,2	46,1	48,4	49,8	51,3	54,9
Liczba akcji (mln)	2,50%						
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>57,0</b>						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,18%						
<b>Cena docelowa</b>	<b>61,7</b>						

EV/EBITDA(*11) dla ceny docelowej	11,5	11,5
P/E(*11) dla ceny docelowej	16,2	16,2
Udział TV w EV	56%	56%

\*oczyszczony

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>544,5</b>	<b>754,3</b>	<b>922,4</b>	<b>1 028,4</b>	<b>1 199,0</b>	<b>1 356,5</b>	<b>1 487,8</b>
<i>zmiana</i>	35,83%	38,53%	22,29%	11,49%	16,59%	13,13%	9,68%
Koszt własny sprzedaży	265,8	348,9	441,2	466,6	538,2	607,1	664,9
Zysk brutto na sprzedaży	278,7	405,3	481,2	561,8	660,9	749,4	822,9
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	51,18%	53,74%	52,17%	54,63%	55,12%	55,25%	55,31%
Koszty sprzedaży i zarządu	195,9	274,6	374,6	416,3	471,7	528,1	579,6
Pozostała działalność operacyjna netto	-19,6	1,2	1,5	-4,1	0,0	1,4	1,4
<b>EBIT</b>	<b>63,2</b>	<b>131,9</b>	<b>108,2</b>	<b>141,4</b>	<b>189,1</b>	<b>222,7</b>	<b>244,7</b>
<i>zmiana</i>	1,72%	108,58%	-18,01%	30,74%	33,75%	17,73%	9,89%
<i>marża EBIT</i>	11,62%	17,49%	11,73%	13,75%	15,77%	16,42%	16,45%
Wynik na działalności finansowej	-5,0	-9,7	-8,5	-9,4	-7,9	-5,9	-5,3
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>58,3</b>	<b>122,2</b>	<b>99,7</b>	<b>132,0</b>	<b>181,2</b>	<b>216,8</b>	<b>239,4</b>
Podatek dochodowy	10,6	19,7	16,1	5,5	35,2	42,0	46,3
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>47,7</b>	<b>102,5</b>	<b>83,5</b>	<b>126,5</b>	<b>146,0</b>	<b>174,8</b>	<b>193,1</b>
<i>zmiana</i>	-10,46%	115,01%	-18,55%	51,59%	15,38%	19,74%	10,51%
<i>marża</i>	8,75%	13,58%	9,05%	12,30%	12,17%	12,88%	12,98%
Amortyzacja	9,1	13,0	18,3	21,6	24,1	30,0	31,6
<b>EBITDA</b>	<b>72,4</b>	<b>144,9</b>	<b>126,5</b>	<b>163,0</b>	<b>213,2</b>	<b>252,6</b>	<b>276,3</b>
<i>zmiana</i>	7,31%	100,25%	-12,72%	28,82%	30,85%	18,48%	9,35%
<i>marża EBITDA</i>	13,29%	19,22%	13,71%	15,85%	17,78%	18,62%	18,57%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4
EPS	1,2	2,7	2,2	3,3	3,8	4,6	5,0
CEPS	1,5	3,0	2,7	3,9	4,4	5,3	5,9
ROA	14,59%	20,84%	15,14%	18,24%	18,22%	20,36%	21,34%
ROE	24,71%	34,71%	24,53%	32,11%	30,30%	32,04%	32,83%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>326,6</b>	<b>491,6</b>	<b>551,1</b>	<b>693,5</b>	<b>801,3</b>	<b>858,3</b>	<b>905,3</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>131,1</b>	<b>184,5</b>	<b>209,9</b>	<b>272,7</b>	<b>316,2</b>	<b>309,6</b>	<b>303,5</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	127,1	177,2	202,6	243,3	279,8	274,6	269,9
Wartości niematerialne i prawne	0,3	1,3	1,1	0,9	7,9	6,5	5,1
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pozostałe aktywa trwałe	3,5	5,9	6,1	28,3	28,3	28,3	28,3
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>195,4</b>	<b>307,1</b>	<b>341,2</b>	<b>420,8</b>	<b>485,1</b>	<b>548,7</b>	<b>601,7</b>
Zapasy	102,3	230,5	242,7	275,5	321,2	363,4	398,6
Należności krótkoterminowe	82,3	61,3	37,6	98,7	115,1	130,2	142,8
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	10,9	15,4	60,9	46,7	48,8	55,1	60,4
<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>326,6</b>	<b>491,6</b>	<b>551,1</b>	<b>693,5</b>	<b>801,3</b>	<b>858,3</b>	<b>905,3</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>192,8</b>	<b>295,2</b>	<b>340,2</b>	<b>393,9</b>	<b>481,7</b>	<b>545,5</b>	<b>588,4</b>
Kapitał akcyjny	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Pozostałe kapitały własne	189,0	291,3	336,4	390,1	477,9	541,7	584,5
<b>Rezerwy</b>	<b>4,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>0,2</b>	<b>13,7</b>	<b>81,2</b>	<b>35,2</b>	<b>32,0</b>	<b>25,6</b>	<b>19,2</b>
Pożyczki i kredyty	0,0	12,5	80,0	35,0	31,8	25,5	19,1
Pozostałe	0,2	1,2	1,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>129,2</b>	<b>180,6</b>	<b>127,9</b>	<b>223,4</b>	<b>246,6</b>	<b>247,4</b>	<b>259,3</b>
Pożyczki i kredyty	81,8	95,9	40,0	95,3	97,2	78,5	74,0
Zobowiązania handlowe	47,4	84,7	88,0	128,1	149,3	168,9	185,3
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	38,8	38,8	37,4	36,1
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	81,8	108,4	120,0	130,3	129,1	104,0	93,1
Dług netto	70,9	93,0	59,1	83,6	80,2	48,8	32,7
(Dług netto / Kapitał własny)	36,77%	31,52%	17,37%	21,23%	16,65%	8,95%	5,56%
(Dług netto / EBITDA)	1,0	0,6	0,5	0,5	0,4	0,2	0,1
BVPS	5,0	7,7	8,9	10,3	12,5	14,2	15,3



## Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>30,5</b>	<b>43,6</b>	<b>124,7</b>	<b>96,2</b>	<b>137,2</b>	<b>171,6</b>	<b>197,2</b>
Zysk netto	47,7	102,5	83,6	126,5	146,0	174,8	193,1
Amortyzacja	9,1	13,0	18,3	21,6	24,1	30,0	31,6
Kapitał obrotowy	-27,1	-82,4	21,7	-72,8	-40,8	-37,7	-31,4
Pozostałe	0,8	10,5	1,0	20,9	7,9	4,6	3,9
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-49,2</b>	<b>-57,7</b>	<b>-44,8</b>	<b>-70,2</b>	<b>-67,6</b>	<b>-23,4</b>	<b>-25,5</b>
CAPEX	-38,8	-58,1	-46,4	-70,8	-67,6	-23,4	-25,5
Inwestycje kapitałowe	-10,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,2	0,4	1,5	0,6	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>20,7</b>	<b>18,6</b>	<b>-34,3</b>	<b>-40,2</b>	<b>-67,4</b>	<b>-142,0</b>	<b>-166,4</b>
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	59,2	18,7	4,3	-1,3	-9,2	-31,0	-16,1
Dywidenda (buy-back)	-38,4	0,0	-38,4	-38,8	-58,2	-110,9	-150,3
Pozostałe	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>2,0</b>	<b>4,5</b>	<b>45,5</b>	<b>-14,2</b>	<b>2,2</b>	<b>6,3</b>	<b>5,3</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	10,9	15,4	60,9	46,7	48,8	55,1	60,4
DPS (PLN)	1,0	0,0	1,0	1,0	1,5	2,9	3,9
FCF	-18,1	-44,5	61,4	-22,7	33,9	110,5	131,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	7,12%	7,70%	5,03%	6,89%	5,64%	1,72%	1,72%

## Wskaźniki

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	50,4	23,4	28,8	19,0	16,4	13,7	12,4
P/CE	42,3	20,8	23,6	16,2	14,1	11,7	10,7
P/BV	12,4	8,1	7,1	6,1	5,0	4,4	4,1
P/S	4,4	3,2	2,6	2,3	2,0	1,8	1,6
FCF/EV	-0,73%	-1,79%	2,50%	-0,91%	1,37%	4,51%	5,39%
EV/EBITDA	34,1	17,2	19,4	15,2	11,6	9,7	8,8
EV/EBIT	39,1	18,9	22,7	17,6	13,1	11,0	9,9
EV/S	4,5	3,3	2,7	2,4	2,1	1,8	1,6
DYield	1,60%	0,00%	1,60%	1,62%	2,42%	4,62%	6,26%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>62,5</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4
MC (mln PLN)	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	2 470,9	2 493,0	2 459,1	2 483,6	2 480,2	2 448,8	2 432,7



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

#### Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

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

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

#### Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

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

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

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

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

#### Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

#### „Prywatny Makler”

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

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor Departamentu Sprzedaży  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 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.

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.

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

Raport nie został przekazany do emitentów przed jego publikacją.

DI BRE Banku, 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 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.

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.

**DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej LPP i NG2 S.A.**