

CCC, LPP, Vistula

handel detaliczny

	rekomendacja	cena	cena docelowa
CCC	akumuluj	154	172.1
LPP	neutralnie	5 730	5 430
Vistula	kupuj	3.12	3.94

Dolar straszy coraz mniej

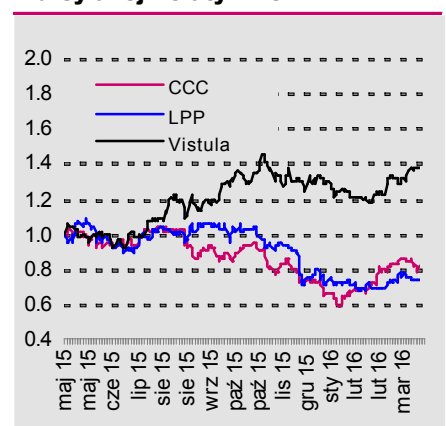
Rekordowo niskie bezrobocie, rosnące płace (+3.9% r/r w lutym), które powinny jeszcze przyspieszyć sugerują, że koniunktura w sprzedaży detalicznej pozostanie w tym roku bardzo dobra. Także wskaźniki ufności konsumentów są najwyższe od 2008 roku. Głównym problemem dla spółek detalicznych (będących importerami) był przede wszystkim rosnący kurs USD/PLN. Sądzymy, że aktualnie następuje kulminacja wpływu tego czynnika w wynikach (USD/PLN spadł od szczytu w styczniu o 8%) i od III-IV kw. przestanie on już obniżać marże.

Naszym top-pickiem w sektorze pozostaje **Vistula Group**. Spółka pokazuje cały czas solidne wyniki sprzedaży (+16% r/r od początku roku), a marża brutto powinna spaść w 2016 r. tylko ok. 1%. Zysk netto powinien wzrosnąć, m.in. dzięki brakowi ujemnych różnic kursowych (3.8 mln PLN), które były w ub. r. Oczekujemy wzrostu zysku netto do 35.6 mln PLN, podnosimy wycenę z 3.40 do 3.94 PLN oraz utrzymujemy rekomendację kupuj.

Zarząd **CCC** zapowiada przyrost sieci w 2016 r. o 100 tys. m² (+26.5% r/r). Wprawdzie tak jak w przeszłości bywało, okaże się on zapewne wyraźnie niższy, to i tak będzie to powyżej 20% przyrostu, czyli znacznie więcej niż u innych spółek detalicznych. Znakomicie rozwija się przejęte eobuwie.pl, która ma zwiększyć przychody o 75% (na początku roku rośnie blisko 100%), a EBITDA powinna wynieść ok. 40 mln PLN. Prognozujemy skorygowany o aktywo podatkowe zysk netto na ten rok 274.3 mln PLN, co daje C/Z 21.4. Podnosimy naszą wycenę do 172.1 PLN oraz rekomendację z neutralnie do akumuluj.

Uważamy, że **LPP** najgorsze ma za sobą. Spółka zaczęła pokazywać dodatnie LFL, a wzrost sprzedaży w I kw. b.r. o 17% jest najwyższy od 7 kwartałów. Problemem są cały czas spadające marże (w I kw. -5.5 p.p), w kolejnych okresach wskaźnik ten powinien być jednak lepszy. Uważamy również, że tegoroczny przyrost sieci o 11% to minimum tego co spółka może pokazywać (szansa m.in. w przyspieszeniu w Rosji, gdzie widać powolną poprawę w gospodarce). Niemniej jednak spółka jest notowana na poziomie C/Z na ten rok 26.9. Dlatego nasza wycena 5430 PLN daje rekomendację neutralnie.

Kursy akcji relatywnie



Marcin Palenik, CFA
+48 22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
CCC													
2015 *	2 307.7	248.6	307.7	187.6	6.5	8.1	29.2	31.3	5.2	2.0%	25.1	20.3	22.4
2016p *	3 241.2	350.2	414.8	274.3	8.3	10.0	34.4	21.4	4.4	2.0%	17.8	15.1	24.2
2017p *	4 003.5	432.6	510.8	328.8	9.8	11.8	41.3	17.9	3.7	2.1%	14.4	12.2	23.7
LPP													
2015	5130.3	503.1	726.7	352.0	198	323	1062	29.8	5.5	1.8%	22.1	15.3	18.6
2016p	6035.7	509.4	780.6	390.1	219	371	1245	26.9	4.7	2.0%	21.8	14.2	17.6
2017p	6795.3	636.3	913.5	486.0	273	429	1478	21.6	3.9	2.1%	17.5	12.2	18.5
Vistula													
2015	517.7	46.9	59.4	28.2	0.16	0.23	2.6	19.2	1.2	0.0%	13.7	10.8	6.2
2016p	604.2	53.2	66.9	35.6	0.20	0.28	2.8	15.2	1.1	0.0%	12.1	9.6	7.2
2017p	678.0	59.9	73.9	42.1	0.24	0.32	3.08	12.9	1.0	0.0%	10.7	8.7	7.9

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN, *zysk netto skorygowany o aktywo podatkowe

Informacje dotyczące powiązań Millennium DM ze spółką, będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19.X.2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

CCC

Zapowiedź rekordowego przyrostu sieci

Na rok 2016 spółka planuje najszybszy w historii przyrost powierzchni sklepów. Sieć ma się powiększyć o min. 100 tys. m² (26.5% r/r), z czego 23 tys. m² w Polsce, a 77 tys. m² w sieci zagranicznej. Poza Polską największa koncentracja wzrostu ma być w Niemczech, Austrii i Rumunii. W 2015 r. przyrost wyniósł 71.6 tys. m² (+24.2%) mimo że spółka na początku 2015 zapowiadała wzrost o 90 tys. m². Spółka więc nie osiągnęła zapowiadanego przyrostu, podobnie jak we wcześniejszych latach. Zarząd twierdzi, że wynikało to z dużych likwidacji (18 tys. m²), co nie powtórzy się w tym roku. Na podstawie ostatnich lat można by założyć, że powierzchnia wzrośnie o ok. 20% mniej niż spółka zapowiada, co by oznaczało wzrost o 80 tys. m². Ponieważ jednak CCC wyraźnie podkreśla, że przyrost będzie nie mniejszy niż 100 tys. m² sądzimy, że będzie to bliżej 90 tys. m². Taki wynik byłby i tak rekordowy.

Ostatnie 2 lata dla firm obuwniczych nie były najlepsze m.in. ze względu na anomalie pogodowe (choć to być może nowy, normalny stan), szczególnie brak prawdziwej zimy w grudniu. W ostatnim roku zniknęły z polskiego rynku sieci: Ambra, Cetro Fashion oraz Bata. Widać więc, że rynek obuwniczy w Polsce jest wymagający, a mniejsze i słabsze sieci nie nadążają za liderami. W Polsce poza CCC z 420 sklepami oraz Deichmannem (ok. 250 sklepów) nie ma istotnych graczy, którzy by planowali podbijać rynek. Sądzimy, że zgodnie z zapowiedziami spółki cały czas istnieje potencjał do wzrostu powierzchni CCC w Polsce o ok. 10-12% w 2016 r. (prognoza spółki 11.9%), przy czym dynamika powinna wyraźnie spadać w kolejnych latach.

Nowe rynki na razie w stratach

Spółka oczekuje poprawy w sieciach zagranicznych. Nowe rynki (głównie Niemcy i Austria) wygenerowały ok. 40 mln PLN straty w roku ubiegłym. Zarząd oczekuje, że do końca 2017 r. zostanie osiągnięty w tych sieciach break even. Biorąc pod uwagę, że historycznie zarząd był nadmiernie optymistyczny sądzimy, że w 2017 r. sklepy w Niemczech i Austrii nadal będą generować stratę (10-20 mln PLN). Średnia sprzedaż na 1m² w Niemczech wyniosła w 2015 r. 96 EUR, czyli zaledwie 58% tego co spółka generuje we własnych sklepach w Polsce. Co więcej średnia sprzedaż na 1 m² spadła ze 114 EUR w 2014 r. W pierwszych trzech miesiącach 2016 r. wskaźnik ten spadł o kolejne 10% r/r (choć LFL są dodatnie). Lepiej sytuacja wygląda w Austrii gdzie w 2015 sprzedaż na 1 m² wyniosła 118 EUR, choć również tutaj spadła (ze 155 EUR rok wcześniej). W I kw. tego roku sprzedaż na 1 m² w Austrii spadła o kolejne 12% r/r (tu jednak również LFL nieznacznie powyżej zera).

Patrząc na samą Austrię można ocenić, że ten kraj ma większe szanse na powodzenie. Z 5 sklepów, które były otwarte na początku ekspansji w 2013 roku, 4 są trwale rentowne. Nie jest to duża próbka, jednak jeśli dodać fakt dotyczący krzywej uczenia się, sądzimy, że można być optymistą w wypadku tego rynku. W Niemczech rentownych jest ok. 9 z 51 sklepów. Spółka oczekuje na rok 2016 zwiększenia sprzedaży LFL na rynku niemieckim i austriackim o odpowiednio 15% i 10% (w porównaniu z 6% LFL w Polsce). Początek roku wskazuje, że nie będzie to jednak łatwe.

Szybki rozwój w e-commerce

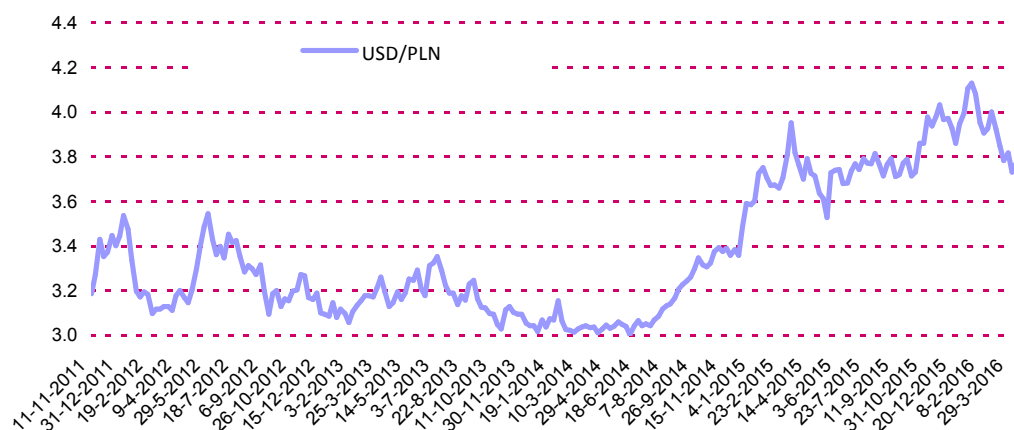
Spółka oczekuje wzrostu sprzedaży w kanale online o 75%. To by oznaczało, że internet dawałby grupie w tym roku ok. 7-8% przychodów. Zakup Eobuwie.pl był naszym zdaniem bardzo dobrym posunięciem strategicznym. Uważamy, że w przyszłości w sprzedaży detalicznej będą wygrywać gracze, którzy będą umieli łączyć siłę Internetu z zaletami fizycznych punktów sprzedaży. Najlepiej świadczy o tym fakt, że duzi gracze Internetowi (np. Zalando) tworzą sklepy stacjonarne mające funkcje "show roomów".

Zakup spółki za 12x EBITDA przy tak dużych dynamikach uważamy za okazjny w szczególności, że wierzymy w część synergii o których mówi spółka (odbioru i zwroty w punktach CCC, reklama strony eobiuwie.pl w sieci CCC). Dodatkowo eobuwie.pl jest liderem rynkowym w swoim segmencie przez co zasługuje na dodatkową premię. Spółka eobuwie.pl wygenerowała w 2015 r. 26.3 mln PLN EBITDA przy sprzedaży ponad 160 mln PLN. Spółka oczekuje 75% wzrostu przychodów w tym roku, choć dynamiki na początku roku są zbliżone do 100%. Co więcej marża EBITDA jest istotnie wyższe niż rok wcześniej i zbliżona do 20%. Lepsza marża to efekt zakupów za gotówkę dzięki finansowaniu z CCC oraz większa siła negocjacyjna dzięki dużemu akcjonariuszowi. Sądzymy, że w tym roku spółka internetowa ma szansę dodać do wyników grupy ok. 40 mln PLN EBITDA.

Prawdopodobne przesilenie na kursie USD/PLN

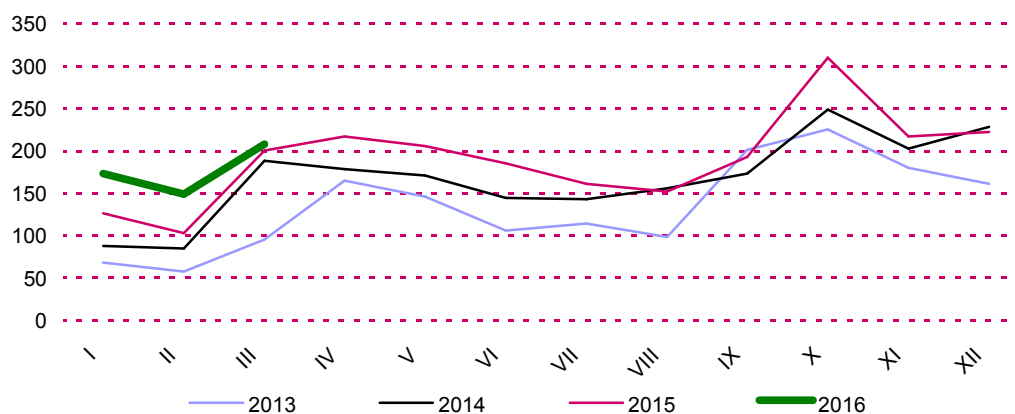
Według spółki nawet wysoki, ale stabilny kurs USD/PLN jest do przeniesienia na klienta. Sądzymy, że konkurencja na rynku obuwniczym jest mniejsza niż np. na rynku odzieży i rzeczywiście problem marż mocno dotykający LPP jest dużo mniejszy w przypadku CCC. Sądzymy również, że w ostatnich miesiącach mieliśmy kulminację wzrostu kursu USD/PLN. Widać wyraźnie, że długoterminowy kurs EUR/USD nie ma już więcej siły spadać, a EUR/PLN wzrósł do 4.5 po lekkiej panice spowodowanej kontrowersyjnymi działaniami nowego rządu. Uważamy, że rośnie szansa, że zmiany USD/PLN w kolejnych miesiącach będą korzystne dla importerów z Dalekiego Wschodu.

Kursu USD/PLN powrócił do poziomu sprzed roku



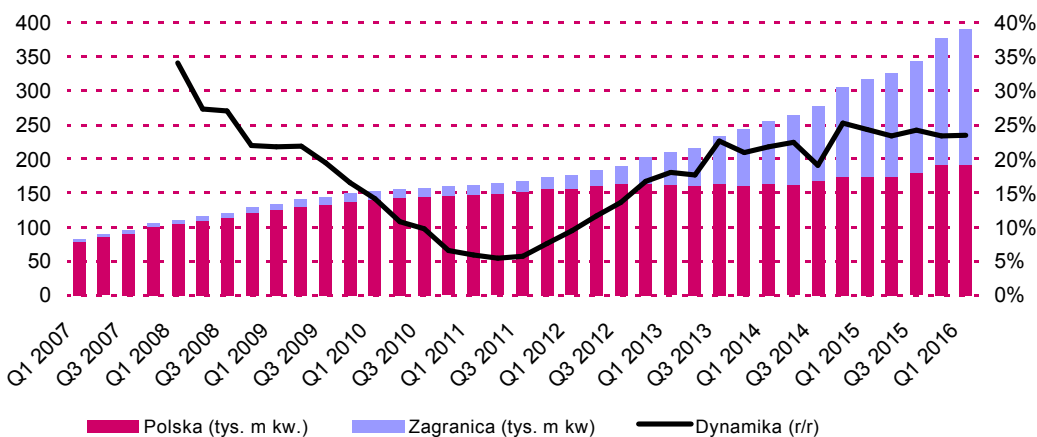
Źródło: Bloomberg

Miesięczne przychody ze sprzedaży CCC



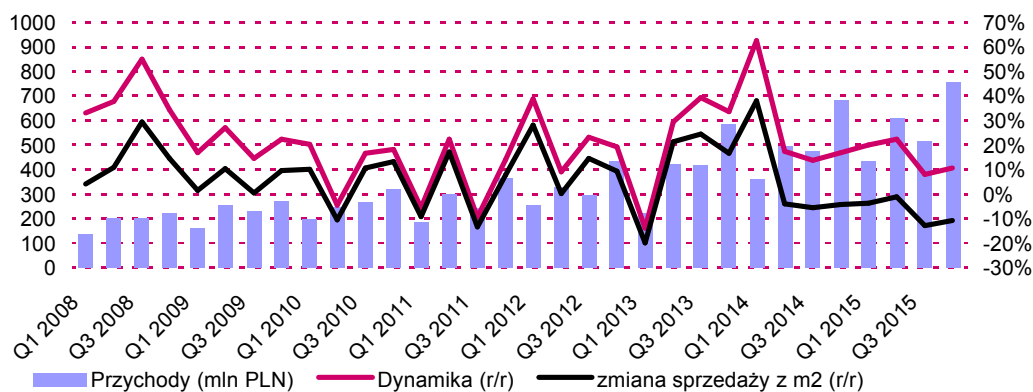
Źródło: CCC SA

Łączna powierzchnia sieci sprzedaży w poszczególnych kwartałach



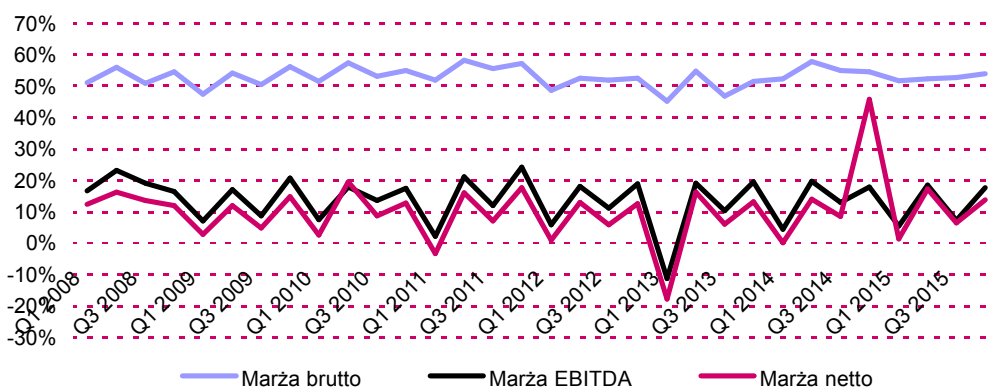
Źródło: CCC S.A.

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r



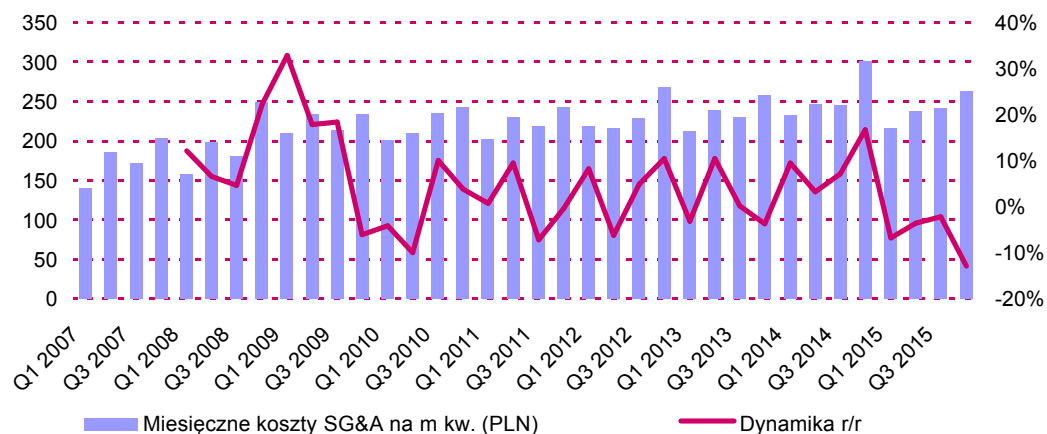
Źródło: CCC S.A.

Marże brutto, EBITDA i netto w poszczególnych kwartałach



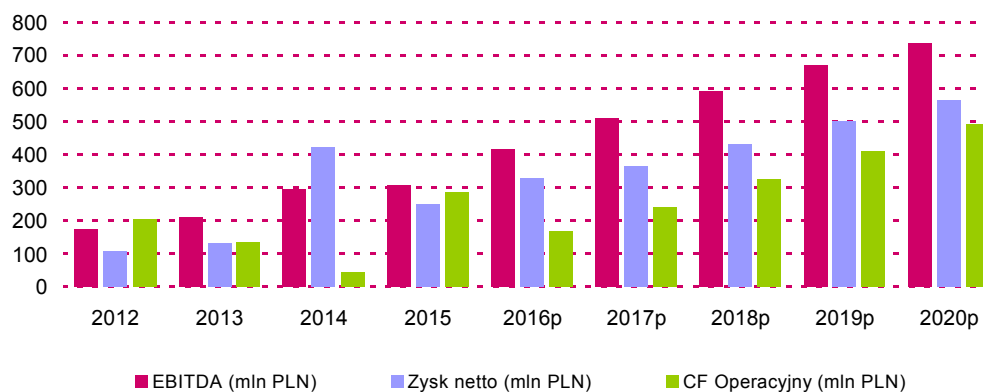
Źródło: CCC S.A.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w przeliczeniu na m2



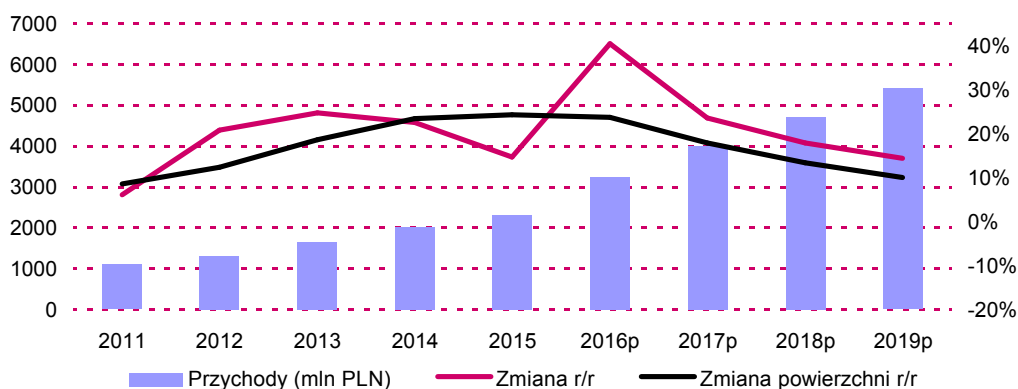
Źródło: CCC S.A.

Prognoza zysków i cash flow



Źródło: CCC S.A., Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognoza przychodów i rozwój powierzchni sieci



Źródło: CCC S.A., Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena CCC

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych spółek detalicznych oraz CCC. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 7464 mln PLN, czyli 194.4 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 5754 mln PLN (149.8 PLN na akcję). Obu metodom przypisaliśmy wagę po 50% i uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 6609 mln PLN, czyli 172.1 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację akumuluj.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	7464	194.4
Wycena porównawcza	5754	149.8
Wycena spółki CCC SA	6609	172.1

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2016-2025,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2023 roku na poziomie 2.9%,
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0
- ❑ Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2023 na 3.0%,
- ❑ Założyliśmy wzrost powierzchni sieci sklepów w latach 2016 i 2017 odpowiednio o 90 i 83 tys. m², a następnie spadającą dynamikę rozwoju z 13.3% w roku 2018 do 5.5% w roku 2025
- ❑ Założyliśmy wzrost sprzedaży z m² powierzchni sklepów o 2% rocznie
- ❑ Założyliśmy spadek marży brutto biznesu stacjonarnego do 52.4% w roku 2016 (-1.5 p.p. r/r) i utrzymanie na tym poziomie w długim terminie
- ❑ Oczekujemy wyniku EBITDA spółki eobuwie.pl na poziomie 42 mln PLN w 2016 r., wzrostu o 30% w 2017 r., 20% w 2018 r., 15% w 2019 r. oraz 10% w latach kolejnych

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	>2025
Sprzedaż	3241	4003	4719	5397	6005	6586	7224	7898	8583	9277	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	284	350	413	472	526	576	632	690	750	811	
Amortyzacja	65	78	84	88	90	90	91	92	93	94	
Inwestycje	-398	-156	-140	-121	-102	-109	-116	-113	-109	-105	
Zmiana kap.obrotowego	-224	-202	-190	-180	-161	-154	-169	-179	-182	-184	
FCF	-274	70	168	260	352	403	438	491	553	615	14680
Zmiana FCF	-		138%	55.2%	35.6%	14.5%	8.5%	12.2%	12.5%	11.4%	3.0%
Dług/Kapitał	6.2%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
Stopa wolna od ryzyka	1.4%	1.4%	1.5%	1.7%	1.9%	2.2%	2.3%	2.5%	2.6%	2.8%	2.9%
Premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt długu	2.4%	2.4%	2.5%	2.7%	2.9%	3.2%	3.3%	3.5%	3.6%	3.8%	3.9%
Koszt kapitału	6.4%	6.4%	6.5%	6.7%	6.9%	7.2%	7.3%	7.5%	7.6%	7.8%	7.9%
WACC	6.1%	5.9%	6.0%	6.2%	6.4%	6.6%	6.8%	6.9%	7.1%	7.2%	7.3%
PV (FCF)	-230	56	125	181	228	242	243	251	260	267	6378
Wartość DCF (mln PLN)	8003	w tym wartość rezydualna				6378					
dług netto	-373										
wartość udz. Mniejsz.	-166										
Wycena DCF (mln PLN)	7464										
Liczba akcji (mln)	38.4										
Wycena 1 akcji (PLN)	194.4										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny spółki CCC na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	
stopa R_r rezydualna	3.5%	116	130	148	174	213	279	414
	4.0%	111	123	139	161	193	243	336
	2.9%	123	140	162	194.4	247	344	588
	5.0%	103	112	125	141	163	195	247
	5.5%	99	108	119	133	152	178	219

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 194.4 PLN.

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy spółki zagraniczne działające w branży detalicznej oraz LPP i Vistula Group. Wartość spółki CCC oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza do spółek detalicznych

Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
LPP SA	LPP	13.4	11.7	10.8	18.9	15.9	14.3	26.0	20.0	17.8
VISTULA GROUP SA	VST	9.6	8.7	8.3	12.1	10.7	10.0	15.2	12.9	11.6
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	HMB	13.2	11.7	10.5	16.5	14.7	13.4	22.1	19.7	18.0
INDITEX	ITX	17.7	15.8	14.2	22.4	19.9	17.8	30.6	27.2	24.3
MARKS & SPENCER GROUP PLC	MKS	6.9	6.6	6.3	11.8	11.1	10.6	13.1	12.4	11.6
URBAN OUTFITTERS INC	URBN	8.0	7.6	7.1	11.4	10.8	9.8	20.0	19.0	17.8
Mediana		11.4	10.2	9.4	14.3	12.9	12.0	21.1	19.4	17.8
Dług netto										
Wyniki spółki (mln PLN)	-373	415	511	594	350	433	510	320	377	437
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)										
		4352	4824	5196	4635	5221	5745	6748	7296	7765
Wycena		5 754								
Wycena na 1 akcję		149.8								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki CCC na 149.8 PLN.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
przychody netto	2 011.9	2 307.7	3 241.2	4 003.5	4 719.4	5 397.2
Koszty sprzedanych towarów	904.5	1 064.5	1 578.4	1 951.8	2 301.8	2 635.4
zysk brutto na sprzedaży	1 107.4	1 243.2	1 662.8	2 051.7	2 417.6	2 761.8
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	852.1	1 006.5	1 327.4	1 636.4	1 927.7	2 200.2
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-8.0	11.9	14.7	17.3	19.6	21.6
EBITDA	297.9	307.7	414.8	510.8	593.7	671.3
EBIT	247.3	248.6	350.2	432.6	509.6	583.2
saldo finansowe	-18.4	-22.6	-13.5	-23.1	-23.3	-20.7
zysk przed opodatkowaniem	228.9	226.0	336.7	409.5	486.3	562.5
podatek dochodowy	193.9	24.6	-8.0	-21.8	-36.4	-50.9
zysk mniejszości	0.0	0.0	-8.5	-11.1	-13.3	-15.9
zysk netto	422.8	250.6	320.2	376.6	436.6	495.7
EPS	11.0	6.5	8.3	9.8	11.4	12.9

Bilans (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
aktywa trwałe	798.1	898.4	1 226.1	1 294.9	1 340.6	1 363.2
wartości niematerialne i prawne	9.1	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
rzeczowe aktywa trwałe	522.0	570.8	898.5	967.3	1 013.0	1 035.6
inwestycje długoterminowe i rmk	267.0	309.8	309.8	309.8	309.8	309.8
aktywa obrotowe	996.2	1 110.9	1 068.4	1 307.4	1 625.3	2 022.1
zapasy	736.7	682.6	926.3	1 144.2	1 348.8	1 542.5
należności	95.7	82.9	116.4	143.8	169.5	193.9
inwestycje krótkoterminowe	163.8	345.4	25.6	19.4	107.0	285.8
aktywa razem	1 794.3	2 009.3	2 294.4	2 602.3	2 966.0	3 385.4
kapitał własny	955.8	1 120.4	1 321.6	1 586.4	1 909.6	2 290.7
zobowiązania i rezerwy	838.5	888.9	972.8	1 015.9	1 056.4	1 094.7
zobowiązania długoterminowe	216.0	296.0	296.0	296.0	296.0	296.0
zobowiązania krótkoterminowe	580.4	553.3	637.2	680.3	720.8	759.1
pasywa razem	1 794.3	2 009.3	2 294.4	2 602.3	2 966.0	3 385.4
BVPS	24.9	29.2	34.4	41.3	49.7	59.7

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
wynik netto	422.8	250.6	320.2	376.6	436.6	495.7
amortyzacja	50.6	59.1	64.6	78.2	84.2	88.1
zmiana kapitału obrotowego	-215.8	11.5	-224.5	-202.2	-189.9	-179.7
gotówka z działalności operacyjnej	45.3	287.0	160.4	263.7	344.2	420.0
inwestycje (capex)	-195.5	-123.4	-398.0	-156.0	-139.6	-120.9
gotówka z działalności inwestycyjnej	-198.2	-112.1	-392.3	-147.0	-129.9	-110.7
wypłata dywidendy	-61.4	-115.2	-119.0	-122.9	-126.7	-130.6
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
zmiana zadłużenia	249.9	140.8	31.2	0.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	188.4	25.6	-87.8	-122.9	-125.7	-128.6
zmiana gotówki netto	35.5	200.5	-319.8	-6.2	88.6	180.7
DPS	1.60	3.00	3.10	3.20	3.30	3.40
CEPS	12.3	8.1	10.0	11.8	13.6	15.2
FCFPS	-5.0	4.5	-5.2	4.7	8.1	11.4

Wskaźniki (%)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
zmiana sprzedaży	22.4%	14.7%	40.5%	23.5%	17.9%	14.4%
zmiana EBITDA	43.6%	3.3%	34.8%	23.1%	16.2%	13.1%
zmiana EBIT	45.6%	0.5%	40.9%	23.5%	17.8%	14.4%
zmiana zysku netto	234.6%	-40.7%	27.8%	17.6%	15.9%	13.5%
marża EBITDA	14.8%	13.3%	12.8%	12.8%	12.6%	12.4%
marża EBIT	12.3%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
marża netto	21.0%	10.9%	9.9%	9.4%	9.3%	9.2%
sprzedaż/aktywa (x)	1.1	1.1	1.4	1.5	1.6	1.6
dług / kapitał (x)	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2
odsetki / EBIT	-7.4%	-9.1%	-3.9%	-5.3%	-4.6%	-3.5%
stopa podatkowa	84.7%	10.9%	-2.4%	-5.3%	-7.5%	-9.0%
ROE	44.2%	22.4%	24.2%	23.7%	22.9%	21.6%
ROA	23.6%	12.5%	14.0%	14.5%	14.7%	14.6%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-414.2	-373.4	-724.4	-730.6	-643.0	-464.2

Źródło: prognozy Millennium DM

LPP

Przyrost sieci najniższy od 2011

LPP chce w tym roku powiększyć powierzchnię wszystkich sieci o 11-13% (czyli min. o 90 tys. m²). Jest to najniższa dynamika od 2011 roku (gdy wyniosła 7%). W krajach UE zakładany wzrost powierzchni to 17%, w Rosji i na Ukrainie 10% oraz 6% w Polsce. Na Bliskim Wschodzie, który ma na razie marginalne znaczenie przyrost ma wynieść 9.8 tys. m². LPP chce wejść do nowych krajów: Białoruś, Kazachstan, ZEA. Nie będą to wprawdzie zbyt znaczące rynki (w sumie z ok. 37 mln ludności), jednak widać, że spółka cały czas znajduje nowe możliwości rozwoju.

Przyrost w Rosji o 10% należy traktować jako odbicie od minimalnego poziomu w 2015 r. (przyrost o 7.5%). Również tylko na tym rynku spółka podniosła swoje oczekiwania w porównaniu z prognozą pokazaną w listopadzie 2015. Zarząd cały czas podkreśla, że jest zadowolony z LFL w Rosji pomimo kryzysu gospodarczego w tym kraju. Sądzymy, że rosyjska gospodarka najgorsze ma za sobą, dlatego rośnie szansa, że rozwój powierzchni sieci w przyszłości będzie mógł jeszcze przyspieszyć. Uważamy, że wprawdzie powrót do dynamik 30-40% w Rosji i na Ukrainie nie jest możliwy, to 20-25% w 2017 r. jest realne w scenariuszu normalizacji politycznej.

W 2015 r. grupa LPP otworzyła pierwsze sklepy franczyzowe w 4 krajach na Bliskim Wschodzie. Teoretycznie potencjał tych krajów jest znaczący - ich PKB jest 3x większe niż Polski. Jednak plan spółki na całym Bliskim Wschodzie w ciągu 6 lat to zaledwie 30 sklepów RESERVED oraz po 20 MOHITO i SiNSAY (czyli szacunkowo 60 tys. m²). Widać więc, że zarząd raczej ostrożnie podchodzi do możliwości szybkiego wzrostu. Dużo większym potencjalnie dla spółki rynkiem są Niemcy. Sądzymy jednak, że sprzedaż w tym kraju nie spełnia oczekiwań, gdyż po otwarciu 8 sklepów w 2015 r., na ten rok planowane są tylko 4 otwarcia. Sklepy w Niemczech przynoszą straty, a break even w tym kraju to według zarządu perspektywa jeszcze ok. 4-5 lat.

Podsumowując, LPP ma cały czas problem z szybkim rozwojem po ograniczeniu dynamiki ekspansji w Rosji 2 lata temu. Ponieważ działania te były w pewnym sensie wymuszone, spółka zwolniła tempo do 11-13% w tym roku. Zarząd kilkakrotnie zmniejszał tempo rozwoju sieci w ostatnich 2 latach, jednak uważamy, że tegoroczne plany są już zbliżone do minimalnych. Widzimy pewien potencjał do przyspieszenia w kolejnym roku, choć będzie to wzrost zbliżony do 15%, a nie okolic 20%.

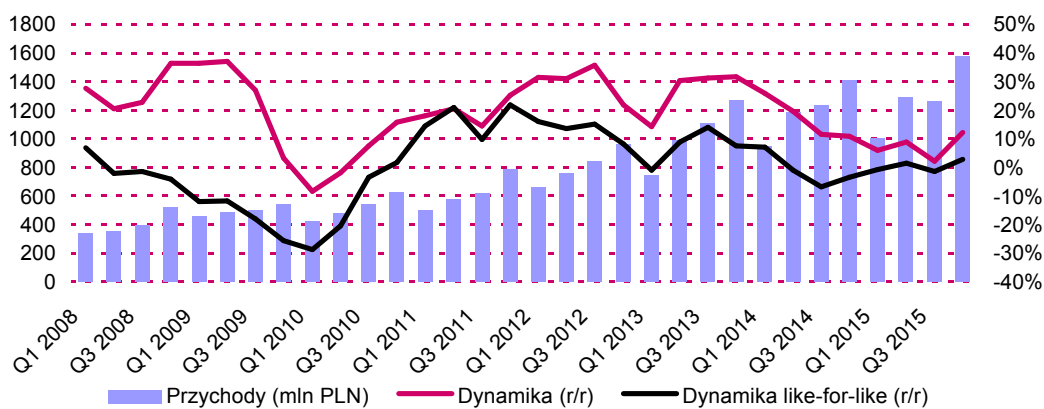
Cel płaskiej marży bardzo optymistyczny

Jednym z celów zarządu na 2016 r. jest płaska marża brutto r/r. Trudno aktualnie uznać ten cel za realistyczny. W okresie styczeń-marzec marża brutto spadła o 5 p.p. Spółka cały czas widzi presję na marże ze strony konkurencji, a na kosztach odbija się wysoki USD/PLN. Sądzymy jednak, że USD/PLN osiągnął już swój szczyt i w kolejnych miesiącach presja na marże będzie mniejsza. Naszym zdaniem w kolejnych kwartałach marża może być już tylko nieznacznie mniejsza patrząc r/r, a w IV kw. powinna przestać już spadać. W całym 2016 r. trudno oczekiwać, że marża nie spadnie - oczekujemy, że będzie niższa o 1 p.p. r/r i wyniesie 52.5%. Byłby to najniższy poziom marży w historii (niższy od kryzysowego roku 2009, gdy marża wyniosła 52.8%). Zarząd podkreśla możliwości renegocjacji z dostawcami po dewaluacji juana (lepsze warunki mają być osiągnięte dzięki bardziej długofalowej współpracy z mniejszą ilością producentów). Jednak bardziej będzie chodziło o podniesienie jakości niż obniżkę ceny. Równocześnie zarząd nie widzi możliwości podwyżki cen dla własnych towarów.

Poprawa sprzedaży w sklepach porównywalnych

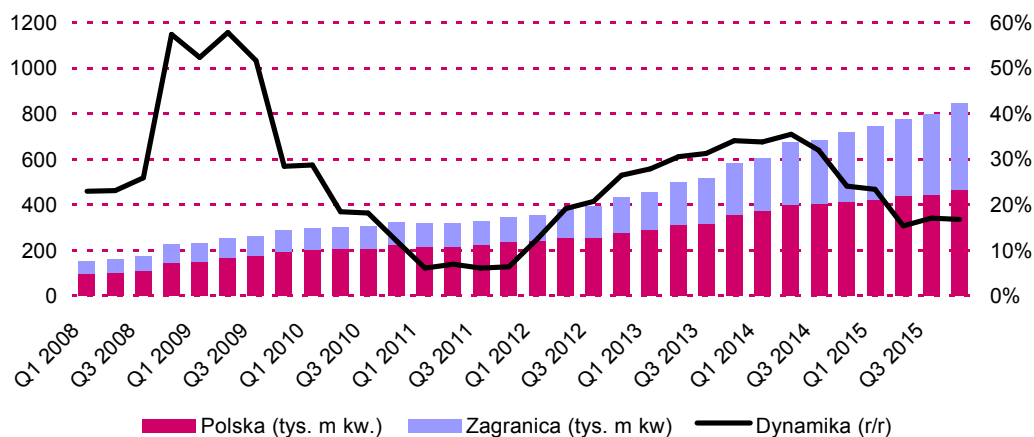
Ważniejszym celem od marży jest według spółki poprawa sprzedaży LFL. Spółka chce to osiągnąć przez wzrost liczby modeli (większe zróżnicowanie), poprawę jakości oraz poszerzenie grup klientów. Głównym zagrożeniem jest cały czas spadający traffic w Polsce, co wg nas jest efektem zjawiska kanibalizacji jak również pogorszenia się trafficu w galeriach handlowych w ogóle. Spółka chce, aby wzrost sprzedaży grupy był w 2016 powyżej wzrostu powierzchni, co będzie wymagało wyraźnie dodatnich LFL. W I kw. sprzedaż wzrosła o 17% podczas gdy powierzchnia na koniec kwartału wzrosła o 14% (a średnio w kwartale 15.5%). Był to więc pierwszy kwartał od 2013 r. gdy sprzedaż rosła szybciej niż powierzchnia. Sądzymy, że pod względem sprzedaży na m² spółka ma szanse osiągnąć swoje cele i pokazać w 2016 r. dodatnią dynamikę. Biorąc pod uwagę odbicie się od dna gospodarki rosyjskiej oraz optymizm konsumenta w Polsce, pod względem LFL spółka pokaże w tym roku wyraźną poprawę. Oczekujemy, że poziom LFL dla grupy wyniesie ok. 3%.

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r



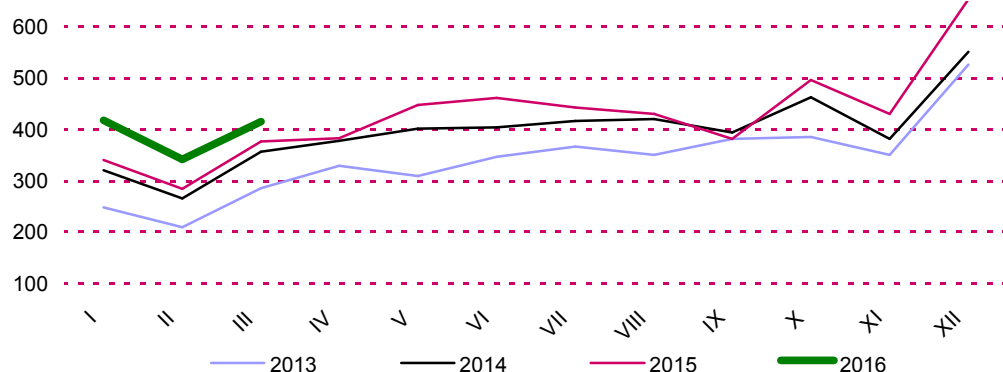
Źródło: LPP S.A.

Łączna powierzchnia sieci sprzedaży w poszczególnych kwartałach



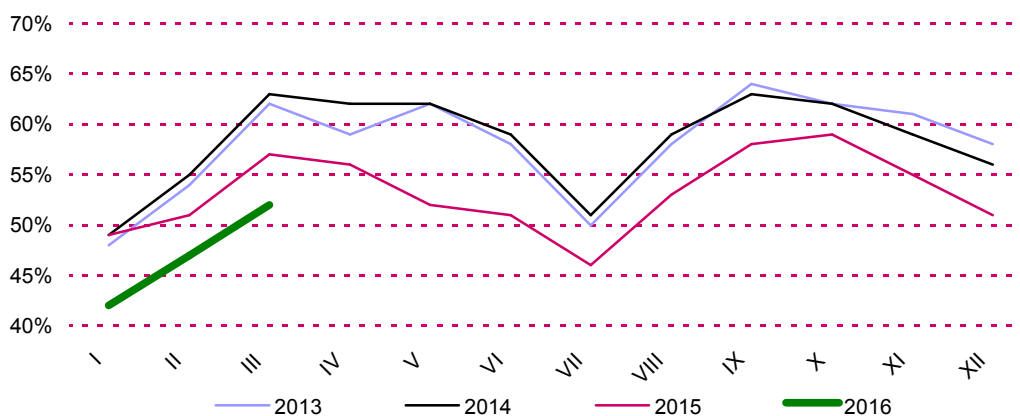
Źródło: LPP S.A.

Miesięczne przychody ze sprzedaży LPP



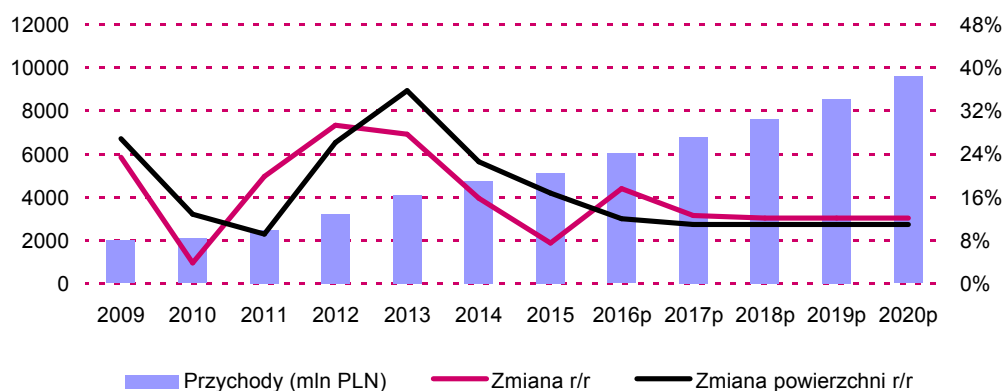
Źródło: LPP SA

Miesięczna marża brutto ze sprzedaży LPP



Źródło: LPP SA

Prognoza przychodów i rozwój powierzchni



Źródło: LPP SA, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena LPP

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych spółek detalicznych oraz CCC i Vistula Group. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 11434 mln PLN, czyli 6321 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 8212 mln PLN (4539 PLN na akcję). Obu metodom przypisaliśmy wagę po 50% i uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 9823 mln PLN, czyli 5430 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy dla akcji spółki rekomendację neutralnie.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	11434	6321
Wycena porównawcza	8212	4539
Wycena spółki LPP SA	9823	5430

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2016-2025,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2025 roku na poziomie 2.9%,
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0
- ❑ Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2025 na 3.0%,
- ❑ Założyliśmy wzrost powierzchni sieci sklepów w roku 2016 o 12% (zgodnie z prognozą zarządu), a następnie 11% w latach kolejnych
- ❑ Założyliśmy wzrost sprzedaży z m² powierzchni sklepów o 1% rocznie
- ❑ Założyliśmy marżę brutto w roku 2016 na poziomie 52.5% (-1 p.p. r/r) i jej odbicie do 54% w 2017 i 55% w 2018 r., a następnie utrzymanie na tym poziomie w długim terminie

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	>2025	
Sprzedaż	6036	6795	7618	8541	9575	10735	12035	13492	15126	16958		
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%		
EBIT (1-T)	413	515	628	740	839	953	1086	1223	1376	1548		
Amortyzacja	271	277	284	299	317	340	366	399	439	486		
Inwestycje	-374	-384	-427	-461	-497	-536	-595	-661	-733	-814		
Zmiana kap.obrotowego	-132	-111	-120	-135	-151	-170	-190	-213	-239	-268		
FCF	177	297	365	443	507	587	667	748	843	953	21226	
Zmiana FCF		68%	23%	21.2%	14.6%	15.8%	13.6%	12.2%	12.7%	13.0%	3.0%	
Dług/Kapitał	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	
Stopa wolna od ryzyka	1.4%	1.4%	1.5%	1.7%	1.9%	2.2%	2.3%	2.5%	2.6%	2.8%	2.9%	
Premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
Koszt długu	2.4%	2.4%	2.5%	2.7%	2.9%	3.2%	3.3%	3.5%	3.6%	3.8%	3.9%	
Koszt kapitału	6.4%	6.4%	6.5%	6.7%	6.9%	7.2%	7.3%	7.5%	7.6%	7.8%	7.9%	
WACC	6.1%	6.2%	6.3%	6.5%	6.7%	6.9%	7.1%	7.2%	7.4%	7.5%	7.6%	
PV (FCF)	148	234	269	304	323	344	361	372	385	400	8914	
Wartość DCF (mln PLN)	12055	w tym wartość rezydualna					8914					
(Dług) Gotówka netto	-621											
Wycena DCF (mln PLN)	11434											
Liczba akcji (mln)	1.81											
Wycena 1 akcji (PLN)	6 321											

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny spółki LPP na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	
stopa R_r rezydualna	3.5%	4082	4484	5016	5752	6836	8592	11925
	4.0%	3929	4286	4750	5375	6266	7635	10010
	2.9%	4294	4766	5405	6321	7742	10246	15837
	5.0%	3671	3958	4319	4788	5421	6324	7712
	5.5%	3560	3820	4143	4555	5100	5855	6969

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 6321 PLN.

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy spółki polskie i zagraniczne działające w branży detalicznej. Wartość spółki LPP oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E

Wycena porównawcza do spółek detalicznych

Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
CCC SA	CCC	19.1	14.4	12.0	24.6	18.0	14.7	20.6	17.2	17.6
VISTULA GROUP SA	VST	9.6	8.7	8.3	12.1	10.7	10.0	15.2	12.9	11.6
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	HMB	13.2	12.2	10.9	16.1	15.0	13.4	21.6	20.2	18.2
INDITEX	ITX	18.3	16.4	14.7	23.3	20.7	18.4	31.3	27.8	24.8
MARKS & SPENCER GROUP PLC	MKS	6.6	6.3	6.0	11.2	10.6	10.1	12.4	11.7	10.9
URBAN OUTFITTERS INC	URBN	5.2	5.0	4.6	7.4	7.0	6.4	13.8	13.0	12.2
Mediana		11.4	10.4	9.6	14.1	12.8	11.7	17.9	15.1	14.9
Dług netto										
Wyniki spółki (mln PLN)	-406	781	914	1060	509	636	776	390	486	603
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)										
		8489	9125	9735	6778	7766	8705	6991	7355	8961
Wycena		8 212								
Wycena na 1 akcję		4539								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki LPP na 4539 PLN.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2018p
przychody netto	4 769.0	5 130.3	6 035.7	6 795.3	7 618.2	8 540.8
Koszty sprzedanych towarów	1 977.1	2 387.5	2 869.2	3 162.4	3 469.1	3 846.5
zysk brutto na sprzedaży	2 791.9	2 742.8	3 166.5	3 633.0	4 149.1	4 694.3
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	2 147.7	2 191.2	2 603.8	2 938.0	3 309.0	3 709.7
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-34.9	-48.5	-53.4	-58.7	-64.6	-71.0
EBITDA	803.0	726.7	780.6	913.5	1 059.6	1 212.1
EBIT	609.3	503.1	509.4	636.3	775.5	913.5
saldo finansowe	-149.2	-88.2	-39.3	-36.3	-31.1	-24.7
zysk przed opodatkowaniem	460.1	414.9	470.0	600.0	744.4	888.8
podatek dochodowy	22.2	-62.9	-79.9	-114.0	-141.4	-168.9
zysk netto	482.3	352.0	390.1	486.0	603.0	719.9
EPS	270.8	197.7	219.1	272.9	338.6	404.3

Bilans (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2018p
aktywa trwałe	1 515.4	1 795.8	1 834.3	1 877.2	1 956.2	2 055.4
wartości niematerialne i prawne	315.2	324.5	324.5	324.5	324.5	324.5
rzeczowe aktywa trwałe	1 037.4	1 258.7	1 286.5	1 318.3	1 385.6	1 472.5
inwestycje długoterminowe i rmk	162.8	212.6	223.2	234.4	246.1	258.4
aktywa obrotowe	1 416.5	1 765.9	2 180.7	2 660.1	3 222.2	3 887.4
zapasy	979.8	1 317.6	1 550.2	1 745.3	1 956.6	2 193.6
należności	233.9	151.5	178.2	200.7	225.0	252.2
inwestycje krótkoterminowe	183.5	224.4	376.3	634.3	956.8	1 353.6
rozliczenia międzyokresowe	19.3	72.4	76.0	79.8	83.8	88.0
aktywa razem	2 931.9	3 561.7	4 015.0	4 537.3	5 178.4	5 942.8
kapitał własny	1 638.7	1 890.5	2 216.8	2 632.6	3 158.4	3 793.4
zobowiązania	1 293.2	1 671.3	1 798.2	1 904.7	2 020.1	2 149.4
zobowiązania długoterminowe	211.1	284.3	284.3	284.3	284.3	284.3
zobowiązania krótkoterminowe	1 082.1	1 387.0	1 513.9	1 620.4	1 735.8	1 865.1
pasywa razem	2 931.9	3 561.8	4 015.0	4 537.3	5 178.4	5 942.8
BVPS	920.2	1 061.6	1 244.8	1 478.3	1 773.6	2 130.2

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2018p
wynik netto	482.3	352.0	390.1	486.0	603.0	719.9
amortyzacja	193.7	223.6	271.2	277.2	284.1	298.6
zmiana kapitału obrotowego	-57.4	-240.1	-132.3	-111.0	-120.3	-134.9
gotówka z działalności operacyjnej	496.8	285.0	514.8	637.2	751.0	867.2
inwestycje (capex)	-563.7	-489.2	-374.5	-384.5	-426.7	-460.9
gotówka z działalności inwestycyjnej	-475.9	-413.8	-299.1	-309.1	-351.3	-385.5
wypłata dywidendy	-169.6	-58.0	-63.8	-70.2	-77.2	-84.9
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
zmiana zadłużenia	186.8	227.9	0.0	0.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	17.2	169.9	-63.8	-70.2	-76.2	-82.9
zmiana gotówki netto	38.1	41.1	151.9	258.0	323.5	398.8
DPS	93.6	103.0	113.3	124.6	137.1	150.8
CEPS	379.6	323.2	371.4	428.6	498.1	572.0
FCFPS	720.2	609.4	648.0	776.0	900.6	1 020.9

Wskaźniki (%)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2018p
zmiana sprzedaży	15.9%	7.6%	17.6%	12.6%	12.1%	12.1%
zmiana EBITDA	5.3%	-9.5%	7.4%	17.0%	16.0%	14.4%
zmiana EBIT	-0.9%	-17.4%	1.2%	24.9%	21.9%	17.8%
zmiana zysku netto	11.8%	-27.0%	10.8%	24.6%	24.1%	19.4%
marża EBITDA	16.8%	14.2%	12.9%	13.4%	13.9%	14.2%
marża EBIT	12.8%	9.8%	8.4%	9.4%	10.2%	10.7%
marża netto	10.1%	6.9%	6.5%	7.2%	7.9%	8.4%
sprzedaż/aktywa (x)	1.6	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4
dług / kapitał (x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	-0.2
odsetki / EBIT	3.9%	3.9%	6.6%	5.3%	4.4%	3.7%
stopa podatkowa	4.8%	-15.2%	-17.0%	-19.0%	-19.0%	-19.0%
ROE	29.4%	18.6%	17.6%	18.5%	19.1%	19.0%
ROA	16.5%	9.9%	9.7%	10.7%	11.6%	12.1%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-405.8	-621.0	-469.1	-211.1	111.4	508.2

Źródło: prognozy Millennium DM

Vistula Group

Plan 10% wzrostu powierzchni

Spółka planuje przyrost powierzchni w 2016 r. o 10%, czyli 2.8 tys. m². Sieć sprzedaży W.KRUK ma się powiększyć o 1.0 tys. m² (+13.5%) natomiast segment odzieżowy o ok. 1.8 tys. m² (+8.7% r/r). Sieć detaliczna rozwija się coraz bardziej przez sieć franczyzową w części odzieżowej (25 sklepów z całkowitego przyrostu 35 sklepów). Zarząd przygotowuje również podobną franczyzę w segmencie jubilerskim. Po ok. 10% przyroście powierzchni w 2016, analogiczny wzrost jest planowany na rok 2017. Zarząd uważa, że potencjał możliwości rozwojowych będzie się powoli wyczerpywał, choć spółka będzie rozwijać franszyzę w mniejszych miastach (gdzie ryzyko niepowodzenia jest już większe). Kolejnym znaczącym krokiem strategicznym (po 2018 r.) może być wejście w sprzedaż zagraniczną, jednak na razie brak konkretnych planów.

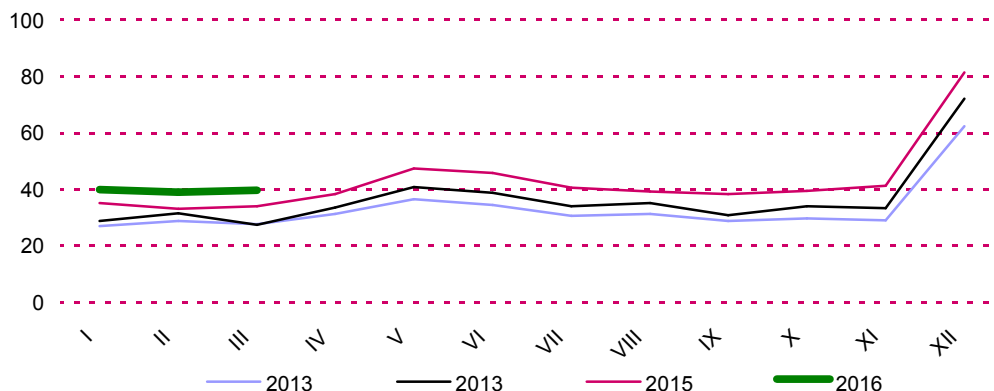
Kolejny rok kilkunastu procent wzrostu

Grupa Vistula rozwijała się w 2015 r. najszybciej od 2008 roku. Przyrost powierzchni na koniec roku wyniósł 7.7%, a przychody wzrosły o 16.8%. Widać wyraźnie, że spółka jest na fali wznoszącej po wyjściu w 2014 r. z udanej fazy restrukturyzacji. Uważamy, że po dogłębnym przejrzeniu swoich aktywów oraz restrukturyzacji długów spółka powinna pokazać przynajmniej 3-4 lata kilkunastoprocentowych wzrostów. Dlatego oczekujemy, że również 2016 będzie bardzo dobry pod względem sprzedażowym. Wskazuje na to początek roku - za pierwsze 3 miesiące Vistula Group pokazała wzrost przychodów ze sprzedaży 16.0%, z czego detaliczna część odzieżowa rosła o 18.4%, a część jubilerska o 20.6% (spadała sprzedaż hurtowa). Oczekujemy, że w całym roku wzrost przychodów wyniesie 16.7%.

Dług pod kontrolą, kolejny rok poprawy wyników

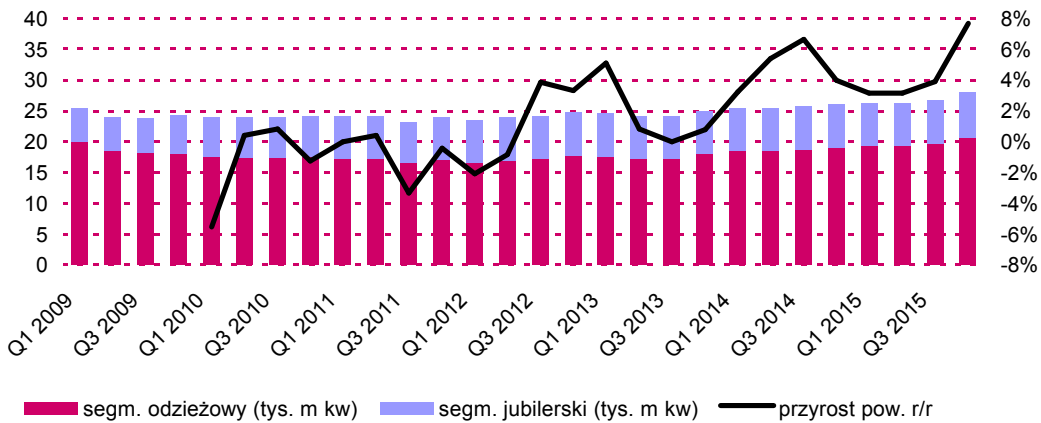
Na koniec 2015 r. spółka miała 100 mln PLN długu netto, czyli 1.7x EBITDA. Jest to poziom, który można zdecydowanie uznać za bezpieczny. Dlatego sądzimy, że zarząd całkowicie zrezygnuje z planów emisji akcji W.KRUK, aby finansować szybszy rozwój części jubilerskiej. W programie opcji menadżerskich zarząd ma postawiony cel na roku 2016 na poziomie 55.0 mln PLN EBITDA oraz 29.0 mln PLN zysku netto. Ponieważ cel ten praktycznie został osiągnięty w roku ubiegłym, nie jest on żadną wskazówką dla prognozowania tegorocznych wyników. Według naszych prognoz EBITDA w tym roku wyniesie 66.9 mln PLN (+12.6% r/r), natomiast zysk netto 35.6 mln PLN (+26.4% r/r). Oczekujemy, że przychody w tym roku wzrosną o 16.7%, a marża brutto spadnie o 1 p.p. W 2016 r. ma być kolejnym rokiem poprawy marki Deni Cler, która po raz pierwszy po latach strat wygenerowała 1 mln PLN zysku netto, jednak potencjał już nie jest zbyt duży (w przyszłości zarząd mówił o 5% rentowności tej marki co dawałoby 2 mln PLN zysku).

Miesięczne przychody ze sprzedaży Vistula Group



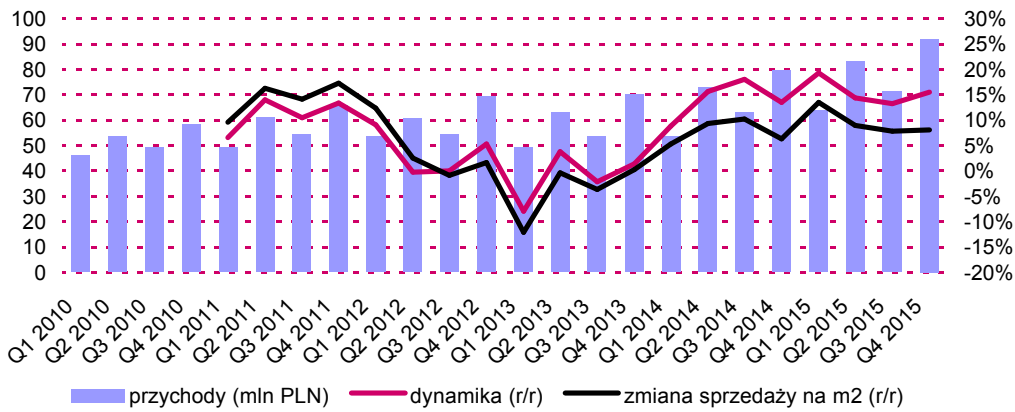
Źródło: Vistula Group SA

Łączna powierzchnia sieci sprzedaży w poszczególnych kwartałach



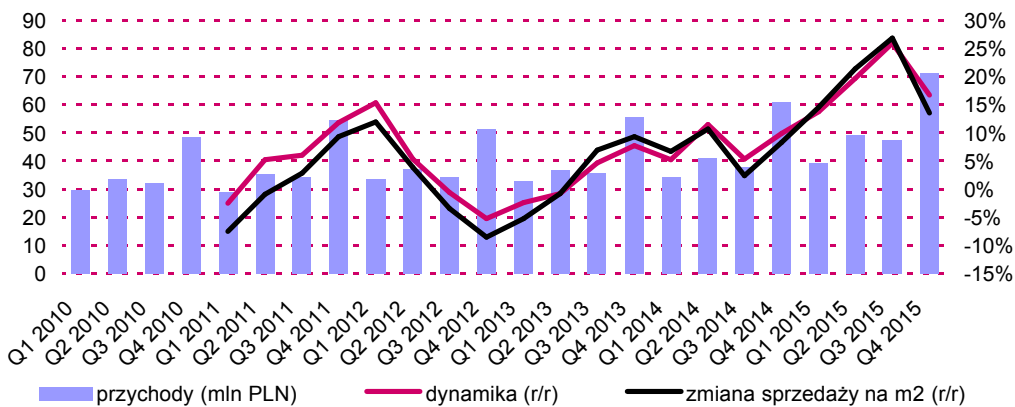
Źródło: Vistula Group S.A.

Przychody i dynamiki w (segmencie odzieżowym)



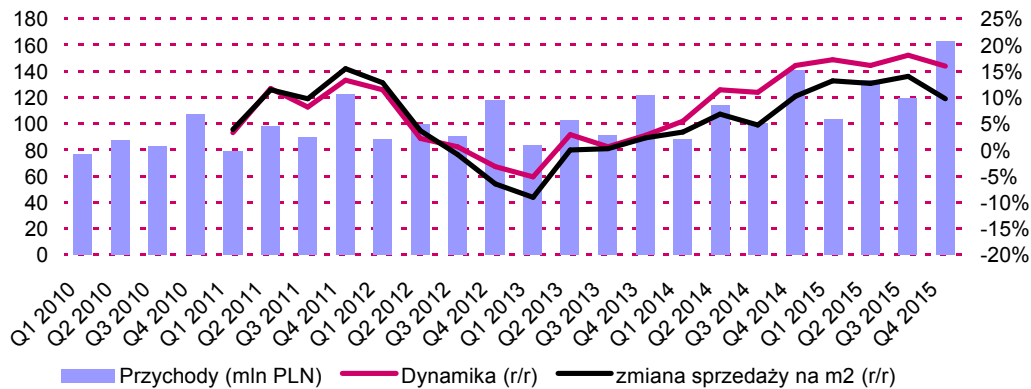
Źródło: Vistula Group S.A.

Przychody i dynamiki w (segmencie jubilerskim)



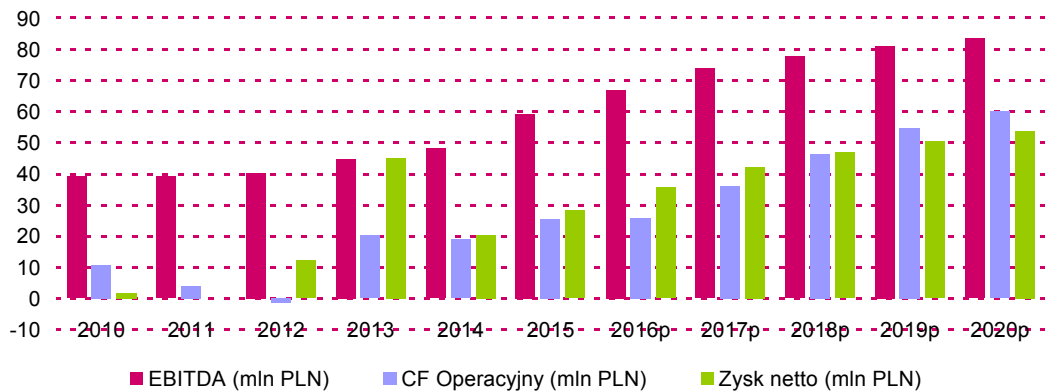
Źródło: Vistula Group S.A.

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r



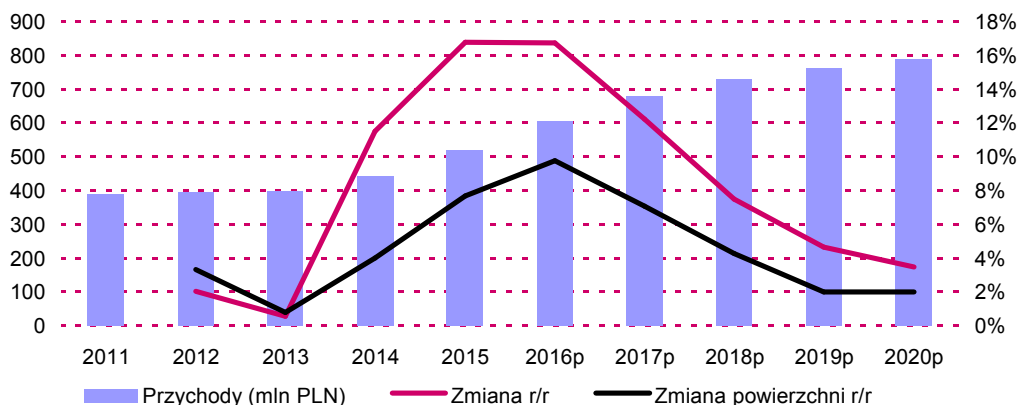
Źródło: Vistula Group SA

Prognoza wyników



Źródło: Vistula Group S.A., Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognoza przychodów i rozwoju powierzchni sieci



Źródło: Vistula Group S.A., Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena spółki Vistula

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem polskich i zagranicznych spółek z branży handlu detalicznego. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 674 mln PLN, czyli 3.88 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 696 mln PLN (4.00 PLN na akcję). Przypisaliśmy wagę metodzie DCF oraz metodzie porównawczej po 50% i uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 685 mln PLN, czyli 3.94 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną naszą rekomendujemy kupowanie akcji Vistula.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	674	3.88
Wycena porównawcza	696	4.00
Wycena spółki Vistula SA	685	3.94

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2016-2025,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2024 roku na poziomie 2.9%,
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0
- ❑ Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2024 na 2.0%,
- ❑ W segmencie odzieżowym założyliśmy przyrost powierzchni o 1.8 tys. m² w 2016 (do 22.4 tys. m² na koniec roku) oraz o 1.3 tys. m² w 2017 r. W roku 2018 zakładamy przyrost o 4% rocznie, a w kolejnych latach o 2%
- ❑ W segmencie odzieżowym szacujemy wzrost sprzedaży na m² w 2016 r. o 5.0% w 2016 r. o 3% w 2017 r. oraz o 1% w latach kolejnych
- ❑ W segmencie odzieżowym założyliśmy marżę brutto na 52.4% w 2016 r. (-1 p.p.) oraz utrzymanie tego poziomu w latach kolejnych
- ❑ W segmencie jubilerskim założyliśmy przyrost powierzchni o 1.0 tys. m² w 2016 (do 8.4 tys. m² na koniec roku), o 0.8 tys. m² w 2017, o 0.5 tys. m² w 2018 r. (5%) oraz 2% w latach kolejnych
- ❑ W segmencie jubilerskim założyliśmy wzrost sprzedaży na m² w 2016 r. o 6%, w 2017 r. o 3% oraz o 2% w latach kolejnych
- ❑ W segmencie jubilerskim założyliśmy marżę brutto na 52.4% (-1 p.p. r/r) oraz utrzymanie tego poziomu w latach kolejnych

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	>2025	
Sprzedaż	604	678	729	763	789	816	845	874	904	936		
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%		
EBIT (1-T)	43.1	48.5	52.3	54.8	56.7	58.8	60.8	63.0	65.3	67.6		
Amortyzacja	14	14	13	13	13	13	13	13	13	13		
Inwestycje	-15	-11	-14	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13		
Zmiana kap.obrotowego	-24	-20	-14	-9	-7	-7	-8	-8	-8	-9		
FCF	18	32	38	46	50	51	53	55	57	59	1138	
Zmiana FCF		74%	19%	21.4%	8.3%	3.7%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%	2.0%	
Dług/Kapitał	29%	30%	28%	25%	23%	21%	19%	18%	16%	15%	15%	
Stopa wolna od ryzyka	1.4%	1.4%	1.5%	1.7%	1.9%	2.2%	2.3%	2.5%	2.6%	2.8%	2.9%	
Premia kredytowa	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
Koszt długu	3.4%	3.4%	3.5%	3.7%	3.9%	4.2%	4.3%	4.5%	4.6%	4.8%	4.9%	
Koszt kapitału	6.4%	6.4%	6.5%	6.7%	6.9%	7.2%	7.3%	7.5%	7.6%	7.8%	7.9%	
WACC	5.3%	5.3%	5.5%	5.8%	6.1%	6.4%	6.6%	6.8%	7.0%	7.2%	7.3%	
PV (FCF)	16	26	29	33	33	31	30	28	27	26	496	
Wartość DCF (mln PLN)	774	w tym wartość rezydualna					496					
dług netto	-100											
Wycena DCF (mln PLN)	674											
Liczba akcji (mln)	173.9											
Wycena 1 akcji (PLN)	3.88											

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny akcji spółki Vistula na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	
stopa R_f rezydualna	3.5%	3.04	3.19	3.38	3.59	3.84	4.14	4.52
	4.0%	2.91	3.05	3.21	3.39	3.61	3.86	4.17
	2.9%	3.21	3.40	3.62	3.88	4.19	4.57	5.06
	5.0%	2.71	2.82	2.94	3.08	3.24	3.43	3.65
	5.5%	2.62	2.72	2.83	2.95	3.09	3.26	3.44

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 3.88 PLN.

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy spółki polskie i zagraniczne działające w branży handlu detalicznego. Wartość spółki Vistula oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza do spółek detalicznych

Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
LPP SA	LPP	13.5	11.2	9.7	20.8	15.8	13.1	25.5	19.4	15.9
CCC SA	CCC	15.1	12.2	10.5	17.8	14.4	12.3	21.5	16.1	13.6
GINO ROSSI SA	GRI	9.7	8.6	7.8	13.5	11.8	10.3	19.6	14.3	11.7
BYTOM SA	BTM	13.5	10.2	10.2	16.4	12.0	10.1	17.2	14.4	14.4
PERRY ELLIS INTERNATIONAL	PERY	7.2	6.2	5.5				10.3	9.1	7.7
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	HMB	13.2	11.7	10.5	16.5	14.7	13.4	22.1	19.7	18.0
INDITEX	ITX	17.7	15.8	14.2	22.4	19.9	17.8	30.6	27.2	24.3
MARKS & SPENCER GROUP PLC	MKS	6.9	6.6	6.3	11.8	11.1	10.6	13.1	12.4	11.6
URBAN OUTFITTERS INC	URBN	8.0	7.6	7.1	11.4	10.8	9.8	20.0	19.0	17.8
Mediana		13.2	10.2	9.7	16.5	13.2	11.4	20.0	16.1	14.4
Dług netto										
Wyniki spółki (mln PLN)	-100	67	74	78	53	60	65	36	42	47
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)										
		781	652	655	776	690	638	713	678	676
Wycena		696								
Wycena na 1 akcję		4.00								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki na 4.00 PLN.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
przychody netto	443.4	517.7	604.2	678.0	728.8	762.7
Koszty sprzedanych towarów	205.7	241.4	287.8	322.9	347.1	363.3
zysk brutto na sprzedaży	237.7	276.3	316.4	355.1	381.7	399.4
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	201.5	226.9	260.8	292.5	314.2	328.7
saldo pozostałej działalności operacyjnej	0.6	-2.5	-2.4	-2.7	-2.9	-3.1
EBITDA	48.1	59.4	66.9	73.9	77.8	81.1
EBIT	36.8	46.9	53.2	59.9	64.5	67.6
saldo finansowe	-11.3	-11.2	-9.2	-7.9	-6.7	-5.3
zysk przed opodatkowaniem	25.5	35.7	44.0	52.0	57.9	62.3
podatek dochodowy	-5.2	-7.5	-8.4	-9.9	-11.0	-11.8
zysk netto	20.3	28.2	35.6	42.1	46.9	50.5
EPS	0.12	0.16	0.20	0.24	0.27	0.29

Bilans (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
aktywa trwałe	420.2	424.6	425.9	422.7	423.4	423.3
wartości niematerialne i prawne	357.7	357.8	357.8	357.8	357.8	357.8
rzeczowe aktywa trwałe	52.0	57.0	58.3	55.1	55.8	55.7
inwestycje długoterminowe i rmk	12.4	9.3	9.8	9.8	9.8	9.8
aktywa obrotowe	225.1	272.7	331.2	382.5	430.4	480.2
zapasy	196.1	240.6	280.8	315.1	338.7	354.5
należności	14.5	15.2	17.7	19.9	21.4	22.4
inwestycje krótkoterminowe	13.2	15.5	31.3	46.1	69.0	101.9
aktywa razem	645.3	697.3	757.1	805.2	853.9	903.4
kapitał własny	430.6	458.5	494.1	536.3	583.2	633.7
zobowiązania i rezerwy	214.7	238.8	263.0	268.9	270.7	269.8
zobowiązania długoterminowe	109.6	101.1	106.1	95.6	86.2	77.7
zobowiązania krótkoterminowe	105.1	137.7	156.9	173.3	184.5	192.1
pasywa razem	645.3	697.3	757.1	805.2	853.9	903.4
BVPS	2.5	2.6	2.8	3.1	3.4	3.6

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
wynik netto	20.3	28.2	35.6	42.1	46.9	50.5
amortyzacja	11.3	12.5	13.7	14.0	13.2	13.4
zmiana kapitału obrotowego	-11.9	-12.3	-23.5	-20.1	-13.8	-9.2
gotówka z działalności operacyjnej	18.8	25.7	25.8	36.1	46.3	54.7
inwestycje (capex)	-12.7	-14.4	-15.0	-10.8	-14.0	-13.2
gotówka z działalności inwestycyjnej	-12.3	-12.6	-15.0	-10.8	-14.0	-13.2
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-12.1	-9.4	5.0	-10.5	-9.4	-8.5
gotówka z działalności finansowej	-11.6	-10.7	5.0	-10.5	-9.4	-8.5
zmiana gotówki netto	-5.0	2.4	15.8	14.8	22.9	33.0
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CEPS	0.18	0.23	0.28	0.32	0.35	0.37
FCFPS	0.21	0.29	0.26	0.35	0.40	0.46

Wskaźniki (%)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
zmiana sprzedaży	11.5%	16.8%	16.7%	12.2%	7.5%	4.7%
zmiana EBITDA	7.1%	23.4%	12.6%	10.5%	5.3%	4.2%
zmiana EBIT	9.4%	27.5%	13.4%	12.6%	7.8%	4.8%
zmiana zysku netto	-55.0%	39.0%	26.4%	18.2%	11.3%	7.7%
marża EBITDA	10.9%	11.5%	11.1%	10.9%	10.7%	10.6%
marża EBIT	8.3%	9.1%	8.8%	8.8%	8.9%	8.9%
marża netto	4.6%	5.4%	5.9%	6.2%	6.4%	6.6%
sprzedaż/aktywa (x)	0.69	0.74	0.80	0.84	0.85	0.84
dług / kapitał (x)	0.21	0.18	0.15	0.11	0.05	-0.02
odsetki / EBIT	-30.8%	-23.9%	-17.3%	-13.1%	-10.3%	-7.8%
stopa podatkowa	-20.3%	-21.0%	-19.0%	-19.0%	-19.0%	-19.0%
ROE	4.7%	6.2%	7.2%	7.9%	8.0%	8.0%
ROA	3.1%	4.0%	4.7%	5.2%	5.5%	5.6%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-111.7	-100.0	-89.2	-63.9	-31.6	9.8

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Marcin Palenik, CFA
+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Maciej Krefta
+22 598 26 88
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Sebastian Siemiątkowski
+48 22 598 26 05
sebastian.siemiatkowski@millenniumdm.pl

Artur Topczewski
+48 22 598 26 59
artur.topczewski@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse

Analityk
branża spożywcza, handel

Analityk
energetyka i deweloperzy

Analityk funduszy

Analityk funduszy

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec
+22 598 26 90
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Marek Pszczółkowski
+22 598 26 60
marek.pszczolkowski@millenniumdm.pl

Marcin Czerwonka
+22 598 26 70
marcin.czerwonka@millenniumdm.pl

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +48 22 598 26 99 Tel. +48 22 598 26 00

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepsze niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, Eurotel, Dekpol, GKS Katowice, Lokum Deweloper, Zamet Industry, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, KGHM, PZU, GKS Katowice, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zamet Industry. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję współoferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółki: Lokum Deweloper, od której otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy mógł zawierać umowy ze spółkami Getin Noble Bank S.A., Getin Holding S.A. oraz Idea Bank S.A. w zakresie bankowości inwestycyjnej. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być Klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Domu Maklerskiego S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A. a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieistotne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stop procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
CCC	neutralnie	21 sty 16	109.0	116.5
CCC	neutralnie	5 mar 15	186.0	171.9
LPP	neutralnie	21 sty 16	5300	5050
LPP	redukuj	5 mar 15	7050	6105
Vistula	kupuj	21 sty 16	2.72	3.60
Vistula	kupuj	1 paź 15	2.85	3.63

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w I kwartale 2016 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	6	26%
Akumuluj	6	26%
Neutralnie	10	43%
Redukuj	1	4%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A.

świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj	0	0%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora

