

wtorek, 15 grudnia 2015 | aktualizacja raportu

CCC: kupuj (podwyższona)

CCC PW; CCCP.WA | Handel, Polska

Perspektywy wzrostu nie są w cenie

Niesprzyjające warunki pogodowe i kolejny rok słabej sprzedaży kolekcji jesień-zima wywiera istotną presję na cenę akcji spółki. Naszym zdaniem obecna wycena nie dyskontuje jednak w pełni planowanych wzrostów powierzchni sieci sprzedażowej spółki w latach 2015-17 oraz akwizycji Eobuwie.pl (największego podmiotu sprzedającego obuwie online w Polsce). Uważamy, że w latach 2015-17 spółka zwiększy powierzchnię sklepów o 247,3 tys. (+21,9% CAGR 2015-17), co stanowi 92,3% założeń strategii na lata 2015-17. Zakładamy wzrost przychodów o 35,2% R/R do 3 162 mln PLN w 2016 roku, na co składa się 225 mln PLN z tytułu konsolidacji Eobuwie.pl oraz 597,6 mln PLN wzrostu sprzedaży w podstawowym biznesie CCC. Oczekujemy zbilansowania negatywnego wpływu wzrostu kursu USDPLN oraz konsolidacji Eobuwie.pl (biznes generuje niższą rentowność sprzedaży niż CCC) na rentowność sprzedaży przez wypracowanie lepszej marży r/r na sprzedaży kolekcji jesień-zima w 2016 roku. W naszych założeniach uwzględniliśmy wydłużenie procesu dochodzenia do rentowności EBIT sklepów działających na rynku niemieckim i austriackim (zakładamy że nastąpi to odpowiednio w latach 2020 oraz 2018). Do wyceny CCC włączamy wartość netto spółki Eobuwie.pl, którą szacujemy na 509,4 mln PLN (14,0 PLN/akcję). Biorąc pod uwagę powyższe czynniki zalecamy kupowanie walorów CCC z ceną docelową 159 PLN/akcję.

Zakup Eobuwie.pl dodaje do wyceny 14,0 PLN/akcję

Szacujemy, że CCC zapłaci za 74,99% udziałów w kapitale akcyjnym Eobuwie.pl 206,5 mln PLN w 2016 roku (przy założeniu 23,5 mln PLN EBITDA'15). Szacujemy, że platforma internetowa będzie poprawiała sprzedaż w tempie 39,8% CAGR 2016-18P do 410 mln PLN w 2018 roku (9,1% udziału w sprzedaży Grupy CCC). Jednocześnie oczekujemy stopniowej erozji marży EBITDA z 15,7% w 2015 do 12,7% w 2017 roku, w wyniku wyższych kosztów wynikających z ekspansji zagranicznej biznesu.

Wzrost dynamiki wyników w 2016 roku

Oczekujemy, że wzrost przychodów CCC w 2016 roku będzie wspierany przez efekt niskiej bazy z 2015 roku, dalszy dynamiczny wzrost powierzchni oraz przejęcie Eobuwie.pl. Uwzględniając utrzymanie relatywnie stabilnej marży brutto na sprzedaży (wzrost o 0,2p.p. R/R do 52,5%) oraz wyższe koszty SG&A/mkw. o 4,4% R/R, EBIT powinien powiększyć się o 33% R/R do 343,8 mln PLN w 2016 roku. Prognozowany oczyszczony zysk netto powinien wynieść 236,8 mln PLN w 2016 vs. 200,1 mln PLN w 2015. Oczekujemy, że kontynuacja realizacji strategii rozwoju sieci w kolejnych latach przełoży się na 21,1% CAGR 2016-18P oczyszczonego zysku netto.

Austria i Niemcy potencjalnym ryzykiem dla wyceny

Największym ryzykiem do naszych szacunków jest brak poprawy wyników sklepów działających na rynku niemieckim i austriackim. Może to wpłynąć na: wolniejszy od zakładanego wzrost powierzchni sklepowej na tych rynkach oraz na wydłużenie procesu dochodzenia do rentowności na poziomie EBIT sklepów w tych krajach.

(mln PLN)	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	1 643,1	2 009,1	2 339,1	3 161,7	3 818,0
EBITDA	203,4	295,9	315,9	412,9	494,3
marża EBITDA	12,4%	14,7%	13,5%	13,1%	12,9%
EBIT	167,5	243,2	258,5	343,8	414,7
Zysk netto	125,2	420,4	266,5	311,0	363,5
DPS	1,6	1,6	3,0	1,5	1,5
P/E	40,5	23,7	25,3	21,4	17,5
P/CE	31,5	19,0	19,7	16,6	13,7
P/BV	8,6	5,3	5,1	3,8	3,1
EV/EBITDA	25,8	18,5	17,7	14,7	12,1
DYield	1,21%	1,21%	2,27%	1,14%	1,14%

Cena bieżąca	132,00 PLN
Cena docelowa	159,00 PLN
Kapitalizacja	5 376 mln PLN
Free float	2 584 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	18,7 mln PLN

Struktura akcjonariatu

ULTRO S.A.	26,95%
Aviva OFE	8,18%
Leszek Gaczorek	7,06%
Pozostali	57,81%

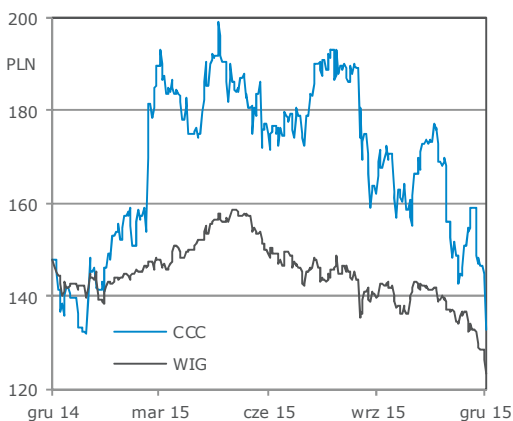
Strategia dotycząca sektora

Sektor detaliczny ma przed sobą trudny rok 2016, gdzie umocnienie się USD będzie wywierało presję na koszty zakupu towarów. Ponadto coraz większe znaczenie kanału internetowego oraz zaostrzająca się konkurencja na rynku może negatywnie wpływać na generowaną sprzedaż oraz rentowność spółek z sektora obuwniczego. W trudnym otoczeniu najlepiej będą sobie radziły spółki duże, odpowiednio zarządzane, które potrafią dostosować się do wymagających warunków rynkowych i kontynuować przyjętą strategię rozwoju.

Profil spółki

CCC jest największym producentem i dystrybutorem obuwia w Polsce. Produkty spółki są sprzedawane w ponad 700 sklepach własnych oraz około 70 placówkach franczyzowych. W 2013 roku spółka otworzyła pierwsze sklepy CCC na rynku niemieckim oraz austriackim. Obecnie sklepy własne spółki są zlokalizowane w 16 krajach.

Kurs akcji CCC na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
CCC	159,00	158,00	kupuj	sprzedaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
CCC	132,00	159,00	+20,5%

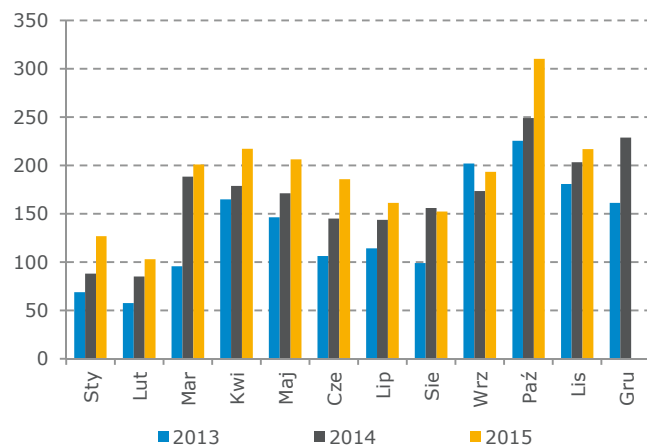
Analitik:

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

Wyniki 3Q'15

Spółka zaraportowała 8,1% R/R wzrostu sprzedaży do 512,4 mln PLN w 3Q'15, podczas gdy powierzchnia sprzedażowa sklepów CCC wzrosła o 24,5%. Niska dynamika sprzedaży wynikała przede wszystkim z niesprzyjających warunków pogodowych (wysokie temperatury w sierpniu i w drugiej połowie września) oraz akcje wyprzedażowe. Wyższe koszty zakupu rozliczane w USD wpłynęły w głównej mierze na obniżenie marży brutto na sprzedaży o 2,1p.p. R/R do 52,8% w 3Q'15. Pomimo poprawy wskaźnika średniomiesięcznych kosztów SG&A/mkw. o 4,5% R/R do 258,1 PLN, spadek przychodów oraz obniżenie rentowności negatywnie wpłynęły na zaraportowanie o 53,4% R/R niższego EBIT na poziomie 24,3 mln PLN. EBITDA obniżyła się o 38,2% R/R do 37,3 mln PLN w 3Q'15.

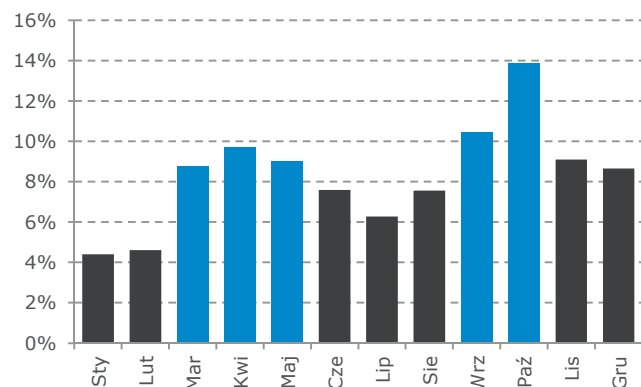
Sprzedaż miesięczna CCC w latach 2013-15 (mln PLN)



Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Oprócz spadku rentowności w związku ze wzrostem kursu USD/PLN, najważniejszym czynnikiem mającym wpływ na poziom wyników w 3Q'15 była niska sprzedaż we wrześniu. Biorąc pod uwagę sezonowość sprzedaży, wrzesień oraz październik są najważniejszymi miesiącami dla CCC. W miesiącach tych, produkty z kolekcji jesień-zima sprzedawane są w pełnych cenach, co przekłada się na wysoką wartość oraz rentowność sprzedaży.

Sezonowość sprzedaży CCC (średnia dla lat 2006-14)

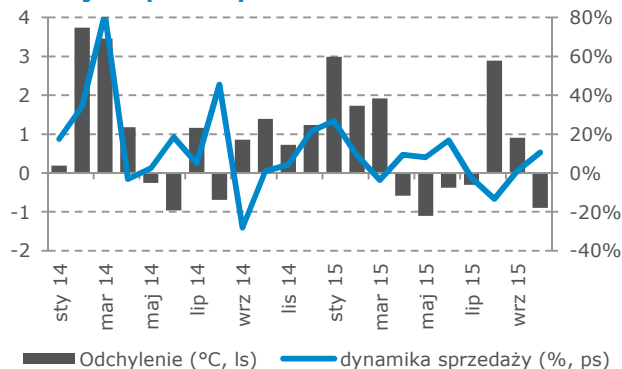


Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Negatywny wpływ pogody na wyniki

Wysoka temperatura w miesiącach IX-XI'15 oraz niskie opady przekładają się istotnie na realizowaną przez spółkę sprzedaż. W listopadzie przychody ze sprzedaży wzrosły o 6,5% R/R, znacznie wolniej niż tempo wzrostu powierzchni (+23,2% R/R). Wynik ten oceniamy negatywnie, nie widząc w nim pozytywnego wpływu efektu niskiej bazy (+12,6% R/R w XI'14). W I-XI'15 spółka wypracowała 16,4% R/R wzrostu przychodów do 2 073,5 mln PLN.

Dynamika sprzedaży CCC w Polsce vs. odchylenie miesięcznych odczytów temperatury w Polsce od średniej temperatury dla lat 2002-15



Źródło: Bloomberg, CCC, Dom Maklerski mBanku

Biorąc pod uwagę kontynuację niekorzystnych dla sprzedaży warunków atmosferycznych oraz efekt wysokiej bazy w grudniu oczekujemy, że sprzedaż spółki wzrośnie o 16,4% R/R do 2 339,1 mln PLN w 2015 roku (zakładamy wzrost sprzedaży o 10% R/R w grudniu'15). Na konferencji wynikowej za 3Q'15 zarząd szacował, że wzrost sprzedaży CCC wyniesie 23-26% R/R w 2015 roku.

Zmiana założeń vs. poprzedni raport

Rewidujemy założenia z poprzedniego raportu dotyczące wyników spółki ze względu na gorszą sprzedaż kolekcji jesienno-zimowej. Jednocześnie uwzględniamy negatywny wpływ na marżę brutto na sprzedaży silnego USD oraz niskiej sprzedaży w miesiącach IX-XI'15. Uwzględniliśmy również gorszą od oczekiwań efektywność sprzedaży na rynku niemieckim i austriackim, rewidując założenie dotyczące osiągnięcia przez spółkę rentowności EBIT na tych rynkach do odpowiednio 2018 roku dla rynku austriackiego oraz 2020 dla rynku niemieckiego. W efekcie, w nowych założeniach zakładamy: o 8,1% niższe przychody na poziomie 2 339,1 mln PLN w 2015 roku (+16,4% R/R), o 16,8% niższy zysk EBITDA na poziomie 315,9 mln w 2015 roku PLN (+6,7% R/R) oraz o 21,5% niższy zysk netto na poziomie 265 mln PLN w 2015 roku (-37% R/R).

Zmiana szacunków vs. poprzedni raport

(mln PLN)	2015		zmiana	2016		zmiana
	stara	nowa		stara	nowa	
Przychody	2 544,1	2 339,1	-8,1%	3 184,5	3 161,7	-0,7%
MBNS	53,6%	52,3%	-1,33p.p.	53,0%	52,5%	-0,46p.p.
EBITDA	379,8	315,9	-16,8%	470,6	427,3	-9,2%
marża	14,9%	13,5%	-1,42p.p.	14,8%	13,5%	-1,26p.p.
EBIT	330,4	258,5	-21,7%	414,5	343,8	-17,1%
Zysk brutto	295,6	230,7	-22,0%	386,6	292,3	-24,4%
Zysk netto	339,7	266,5	-21,5%	415,2	311,0	-25,1%

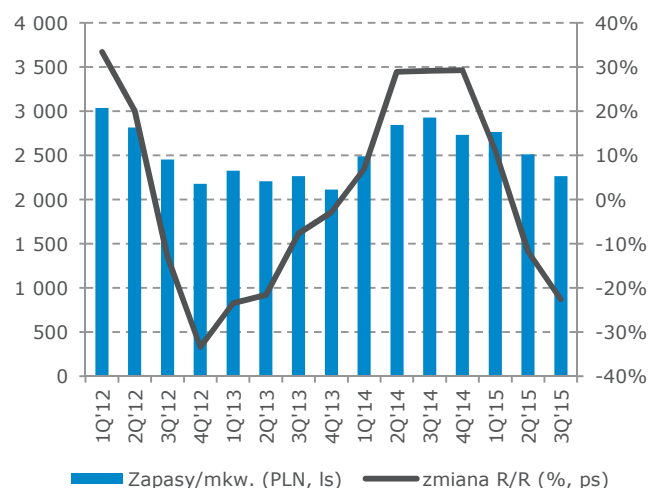
Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Wyprzedaże możliwe w grudniu

Relatywnie słaba sprzedaż w najważniejszych dla spółki miesiącach sprzedażowych kolekcji jesienno-zimowej może wpłynąć na decyzję zarządu o wprowadzeniu wyprzedaży towarów w grudniu 2015 oraz styczniu/lutym 2016.

Zarząd zadeklarował, że nie planuje przechowywania kolekcji jesień-zima'15 do kolejnego sezonu (część z aktualnie sprzedawanych butów została przechowana z poprzedniego sezonu). Pozostawiony towar został zakupiony po niższym kursie USDPLN, co w połączeniu z wyższą ceną wyjściową w sezonie jesień-zima'15 przekłada się na zwiększenie możliwości zarządu CCC w zakresie planowania akcji wyprzedażowych. Spółka znacząco obniżyła wskaźnik zapasów/mkw. na koniec 3Q'15 (-23,2% R/R do 2 093 PLN), co w głównej mierze wynika z faktu, że około 50% produktów gotowych w zapasach stanowiła kolekcja przechowana z zeszłego sezonu (towary zakupione po niższym kursie USDPLN), a przeciętna powierzchnia sklepu CCC zwiększyła się o 14,4% R/R do 457,5 mkw. na koniec 3Q'15.

Zapasy/mkw. kwartalnie w latach 2012-15



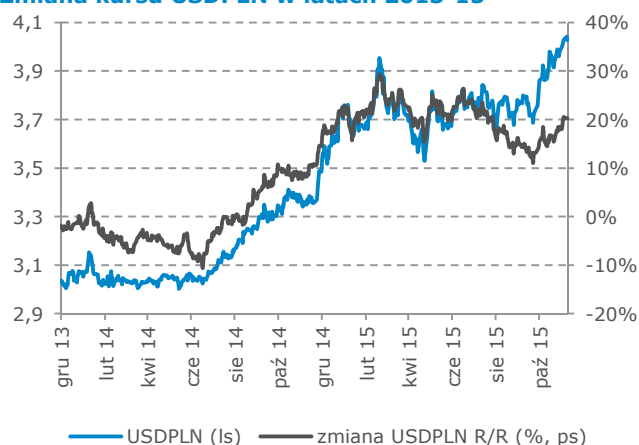
Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Według komentarza zarządu, sprzedaż jesiennej części kolekcji jest zadowalająca. Niepokojąca natomiast jest sprzedaż butów zimowych, na które nie ma popytu ze względu na niesprzyjające warunki pogodowe. Uważamy, że w wyniku przeprowadzanych wyprzedaży, marża brutto na sprzedaży obniży się o 2,5p.p. R/R do 52,2% w 4Q'15. Zakładany spadek jest o 0,5p.p. większy niż szacunki zarządu oraz 0,4p.p. poniżej spadku rentowności zanotowanej w 9M'15. W całym roku 2015 spółka powinna zaraportować spadek marży brutto na sprzedaży o 2,8p.p. R/R do 52,3%.

Umiarkowane odbicie marży brutto na sprzedaży CCC w 2016 roku

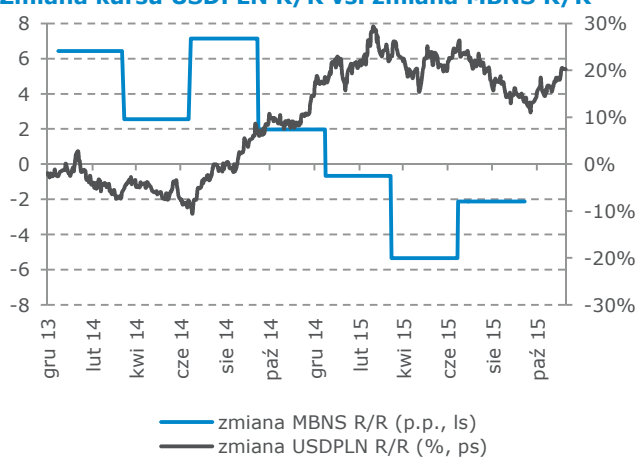
Ostatnie wzrosty kursu USDPLN oraz przebicie bariery 4 PLN może negatywnie oddziaływać na osiąganą rentowność spółki w 2016 roku (przy założeniu utrzymania kursu na podobnym poziomie w kolejnych kwartałach). Ze względu na fakt, że spółka rozlicza 50% kosztów zakupu towarów w USD, wzrost kursu może wywołać pewną presję na marżę brutto na sprzedaży w 1H'16.

Zmiana kursu USDPLN w latach 2013-15



Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

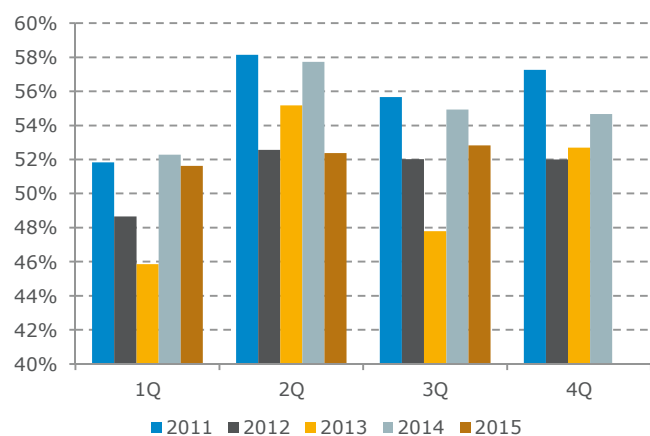
Zmiana kursu USDPLN R/R vs. zmiana MBNS R/R



Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Spółka dokonała już zakupu części kolekcji wiosna-lato'16, a większość płatności zostanie dokonanych do końca 2015 roku. 14 grudnia kurs USDPLN był na poziomie o 18% R/R wyższym. Negatywny wpływ aprecjacji kursu USD na osiąganą rentowność sprzedaży był zauważalny w 2-3Q'15.

Marża brutto na sprzedaży CCC w latach 2011-15



Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

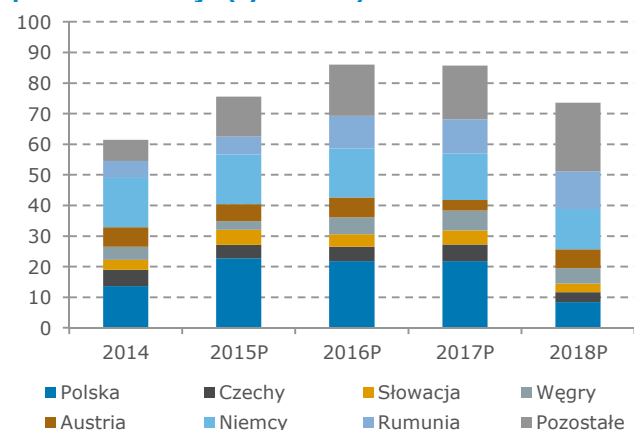
Z drugiej strony należy zwrócić uwagę, że w latach 2014-15 jesienno-zimowy sezon sprzedażowy nie był udany ze względu na niesprzyjające warunki pogodowe. Przy założeniu, że w 4Q'16 roku będą występowały normalne warunki pogodowe, rentowność na sprzedaży powinna ulec poprawie R/R w 2H'16 (dla wyniku spółki najważniejszy

jest 4Q i sprzedaż kolekcji jesienno-zimowej w miesiącach wrzesień-październik). Biorąc powyższe pod uwagę oraz potencjalną presję na marżę brutto na sprzedaży na początku roku (wyprzedaż kolekcji jesień-zima'15), szacujemy że rentowność sprzedaży w biznesie CCC podwyższy się 1,2p.p. R/R do 53,5% (1,8p.p. powyżej 10-letniej średniej marży brutto na sprzedaży CCC). Po uwzględnieniu działalności Eobuwie.pl, dla której zakładamy rentowność sprzedaży na poziomie 40%, marża brutto na sprzedaży dla całej Grupy powinna utrzymać się na poziomie 52,5% w 2016 roku (+0,2p.p. R/R)

Nowa strategia ekspansji i jej realizacja

Wraz z publikacją wyników za 4Q'14, zarząd spółki zaprezentował strategię rozwoju sieci sprzedażowej na lata 2015-17. Zgodnie z jej założeniami planuje otworzyć 500 sklepów o powierzchni 288 tys. mkw. w latach 2015-17. Plan otworzyć zakłada skoncentrowanie się na rozwoju w dwóch regionach: Europie Środkowej (378 sklepów o powierzchni 192 tys. mkw. brutto) oraz Niemczech i Austrii (122 sklepy o powierzchni 76 tys. mkw. brutto). W ciągu 9M'15 spółka otworzyła 38,2 tys. mkw. netto powierzchni sprzedażowej. Szacujemy, że gros otwarcia skoncentruje się w 4Q'15, pozwalając CCC zakończyć 2015 rok z otwarciem netto na poziomie 75,6 tys. mkw. netto **(+24,8% R/R)**. Ze względu na gorsze od oczekiwań wyniki na rynkach niemieckim i austriackim oraz coraz większe nasycenie sklepami rynku polskiego, oczekujemy że spółka otworzy 268 tys. mkw. w latach 2015-17, co stanowi 92,2% założeń strategii. Szacujemy, że w latach 2016-17, spółka otworzy odpowiednio odpowiednio 86 tys. mkw. **(+22,6% R/R)** oraz 85,7 tys. mkw. **(+18,4% R/R)**.

Struktura otwarć nowej powierzchni brutto w podziale na kraje (tys. mkw.)



Źródło: CCC, GUS, Dom Maklerski mBanku

Uwzględniając nasze szacunki wzrostu powierzchni sprzedażowej, uważamy że strategia rozwoju dla regionu CEE zostanie zrealizowana w 96%, a dla Austrii i Niemiec w 83%. Uważamy, że po 2017 roku fundamentem dalszego wzrostu powierzchni sprzedażowej spółki będą rynki zagraniczne, a w szczególności Niemcy, Austria (przy założeniu poprawy wyników sklepów działających na tych rynkach) oraz Rumunia. Ze względu na zmniejszenie dynamiki rozwoju sklepów na rynku polskim po 2017 roku, szacujemy że dynamika nowej powierzchni ulegnie ograniczeniu do 10,7% CAGR w 2018-21 vs. 21,9% CAGR 2015-17.

Nowa powierzchnia sprzedażowa i zakładany stopień realizacji strategii na lata 2015-17

(tys. mkw.)	2014	2015P	2016P	2017P
Polska	13,7	22,7	21,8	21,8
Czechy	5,4	4,4	4,7	5,4
Słowacja	3,2	5,0	4,1	4,6
Węgry	4,2	2,8	5,5	6,5
Rumunia	5,6	5,9	10,7	11,1
Pozostałe	6,9	13,0	16,7	17,6
Austria	6,4	5,5	6,5	3,5
Niemcy	16,1	16,3	16,0	15,2

Stopień zrealizowania strategii na lata 2015-17

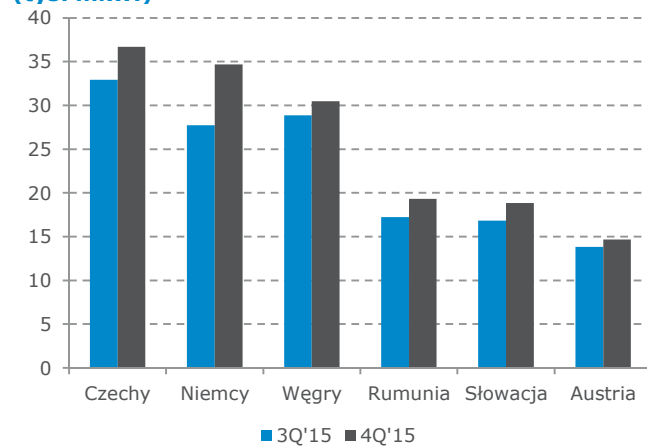
CEE	28%	61%	96%
AT & DE	29%	58%	83%

Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Możliwa dalsza rewizja strategii ekspansji na rynku niemieckim

Zarząd CCC postanowił przesunąć część nowych otwarć na rynku niemieckim na 2016 rok, uzasadniając swoją decyzję chęcią utrzymania odpowiedniego poziomu rentowności na poziomie Grupy CCC, która mogłaby być zaburzona przez słabsze od oczekiwań wyniki sklepów w Niemczech (w pierwotnym założeniu zarządu, strata na rynku niemieckim i austriackim powinna być bilansowana przez zysk generowany na rynkach czeskim, słowackim i węgierskim). Według wstępnych szacunków zarządu przesunięcie części otwarć na 2016 rok przełoży się na 26 tys. mkw. nowej powierzchni sklepowej w Niemczech (+75% R/R; przy założeniu, że sklepy na tym rynku będą miały powierzchnię 34,7 tys. mkw. na koniec 4Q'15).

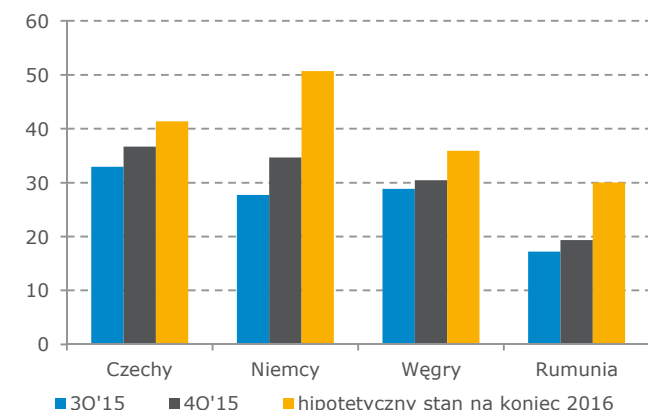
Powierzchnia sprzedażowa w podziale na kraje (tys. mkw.)



Źródło: CCC, GUS, Dom Maklerski mBanku

Powierzchnia sprzedażowa na rynku niemieckim wyniosła 27,7 tys. mkw. na koniec 3Q'15, co sprawia że ten kraj jest trzecim największym zagranicznym rynkiem spółki. Według naszych szacunków, na koniec 2015 roku rynek niemiecki powinien uplasować się za Polską i Czechami w kategorii powierzchni.

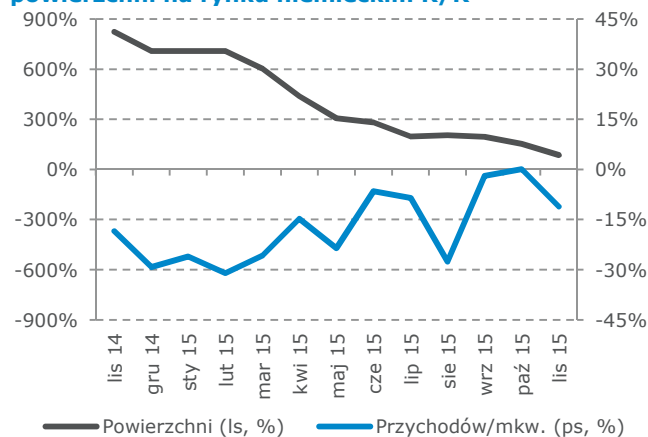
Powierzchnia sprzedażowa na najważniejszych rynkach CCC wraz z szacunkami powierzchni na 2016 rok (tys. mkw.)



Źródło: CCC, GUS, Dom Maklerski mBanku

Średni spadek sprzedaży/mkw. na rynku niemieckim wyniósł 15,9% R/R w okresie I-XI'15. W tym okresie sprzedaż/mkw. realizowana w Niemczech stanowiła średnio 72% efektywności sprzedaży w Polsce. Należy zaznaczyć, że na rynku niemieckim sklepy posiadały średnio o 61% większą powierzchnię, niż placówki własne na rynku polskim w okresie I-XI'15. Na poziom wskaźnika sprzedaży/mkw. dla rynku niemieckiego istotny wpływ miało wysokie tempo wzrostu nowej powierzchni. Wraz ze zmniejszaniem się dynamiki wskaźnik ten zmniejszał skalę spadku. Jednak nadal problemem spółki na tym rynku jest niska odwiedzalność sklepów przez klientów.

Dynamika sprzedaży/mkw. R/R vs. dynamika nowej powierzchni na rynku niemieckim R/R



Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Zarząd uzasadniał przesunięcie otwarcia 11 sklepów w Niemczech w 2015 roku koniecznością utrzymania odpowiedniej rentowności na poziomie Grupy. Według naszych szacunków biznes niemiecki powinien poprawić sprzedaż/mkw. o 36% do około 140 EUR/mkw., aby osiągnąć rentowność na poziomie EBIT (przy założeniu marży brutto na sprzedaży 57% wyższej o 4,8p.p. niż rentowność sprzedaży Grupy CCC w 9M'15). Zakładając marżę brutto na sprzedaży 57% oraz średnie miesięczne koszty SG&A/mkw. 334 PLN na rynku niemieckim w 2015 roku, wyliczona strata EBIT wynosi 26,8 mln PLN. Przyjmując dla 2016 roku wzrost powierzchni o 75% R/R, poprawę sprzedaży/mkw. o 15% oraz wzrost kosztów SG&A/mkw. o 5% R/R (wyższe koszty logistyki, premie sprzedażowe i nakłady marketingowe) oraz ten sam poziom marży brutto na sprzedaży, strata EBIT wyniosłaby 46 mln PLN.

Analiza wrażliwości EBIT/mkw. w zależności od marży brutto na sprzedaży oraz zrealizowanej sprzedaży/mkw.

Sprzedaż/mkw. (EUR)	Marża brutto na sprzedaży (%)				
	55%	56%	57%	58%	59%
110	-19,5	-18,4	-17,3	-16,2	-15,1
120	-14,0	-12,8	-11,6	-10,4	-9,2
130	-8,5	-7,2	-5,9	-4,6	-3,3
140	-3,0	-1,6	-0,2	1,2	2,6
150	2,5	4,0	5,5	7,0	8,5

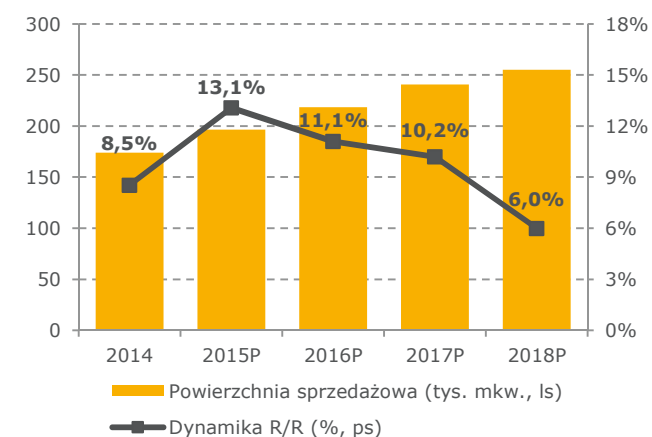
Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Biorąc pod uwagę powyższe wyliczenia, oczekujemy rewizji planów ekspansji powierzchni sprzedażowej w Niemczech również w 2016 roku. Oczekujemy, że tempo wzrostu powierzchni na rynku niemieckim wyniesie 31,3 tys. mkw. w latach 2016-17 (+46,1% R/R w 2016 oraz +30% R/R w 2017). Jednocześnie uważamy, że coraz większa sieć sprzedaży przełoży się na zwiększenie rozpoznawalności marki w Niemczech i będzie wspierała proces dochodzenia sklepów spółki do rentowności. W naszych założeniach przyjmujemy, że biznes niemiecki osiągnie rentowność na poziomie EBIT w 2020 roku. Zmniejszenie dynamiki otwarcia nowej powierzchni oraz zmiany wprowadzone w zakresie ekspozycji towarów, będą pozytywnie oddziaływały na poziom wskaźnika przychodów/mkw. w przyszłych okresach.

Coraz większy efekt kanibalizacji w Polsce?

Naszym zdaniem sieć sklepów CCC zbliża się do punktu nasycenia na polskim rynku. Na koniec 3Q'15 spółka posiadała w Polsce 365 sklepów własnych CCC (405 lokalizacji wliczając sklepy agencyjne). Dalszy wzrost sieci sprzedaży może wiązać się z nasileniem problemu kanibalizacji sprzedaży sklepów.

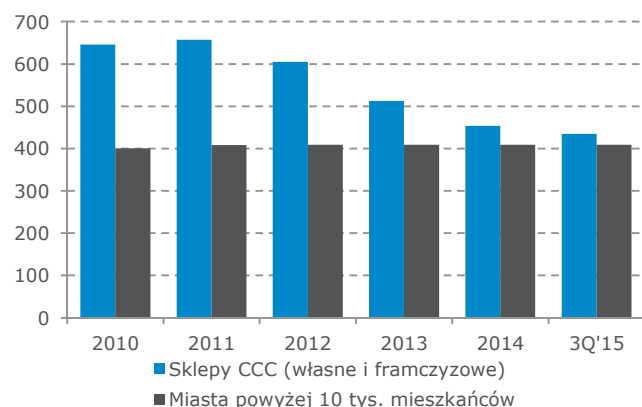
Powierzchnia sprzedażowa w Polsce i dynamika przyrostu powierzchni w latach 2014-18P



Źródło: CCC, GUS, Dom Maklerski mBanku

Problem ten od pewnego czasu dotyczy LPP, które na koniec 3Q'15 posiadało łącznie 993 sklepów w ramach pięciu marek na rynku polskim, w tym m.in.: 235 placówek Reserved, 212 placówek Cropp Town, 205 placówek House oraz 160 placówek Mohito. Pomimo faktu, że konkurencja na polskim rynku obuwniczym jest mniejsza niż na rynku odzieżowym, uważamy że problem kanibalizacji sklepów może zyskiwać na istotności w przypadku CCC.

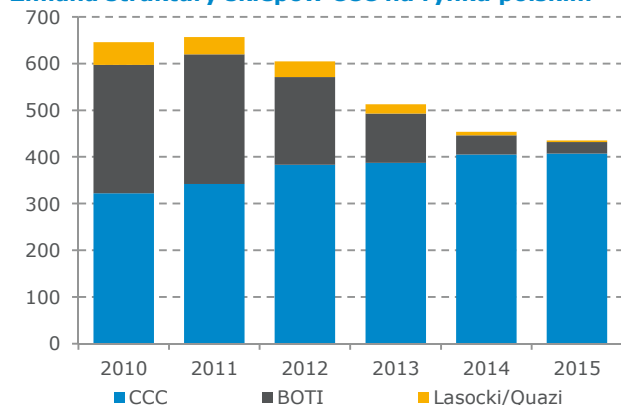
Sklepy spółki na rynku polskim vs. liczba miast z liczbą ludności powyżej 10 tys. mieszkańców



Źródło: CCC, GUS, Dom Maklerski mBanku

Z zebranych danych wynika, że w latach 2010-2015 ilość sklepów spółki na rynku polskim była wyższa niż liczba miast z liczbą mieszkańców powyżej 10 tys. mieszkańców. Spadek liczby placówek CCC w latach 2010-15 wynikał z faktu, że zarząd spółki zdecydował o zamknięciu większości placówek Boti, Quazi oraz Lasocki (w tym czasie ilość sklepów CCC systematycznie rosła).

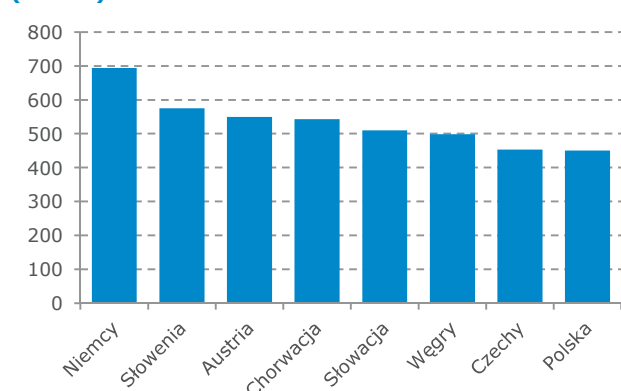
Zmiana struktury sklepów CCC na rynku polskim



Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Średnia powierzchnia sklepów CCC na rynku polskim wyniosła na koniec 2013/2014/XI'15 odpowiednio 375/412/451 mkw. (+10,1% wzrost 2013/14 oraz +9,3% w latach 2014/XI'15). Oznacza to, że duża część nowej powierzchni na rynku polskim pochodziła z powiększeń istniejących sklepów.

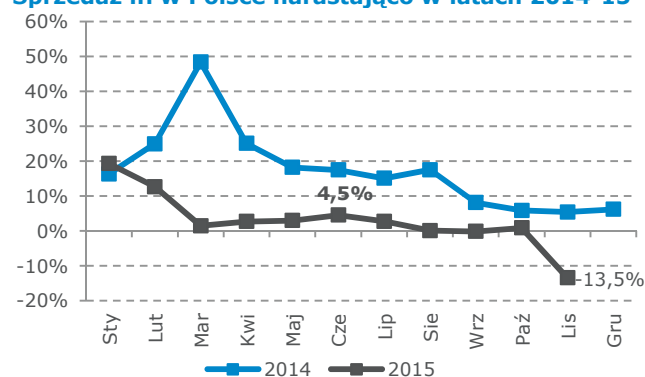
Średnia powierzchnia sklepów CCC na koniec XI'15 (m kw.)



Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Niska średnia powierzchnia sklepów w Polsce wynika przede wszystkim z dużego nasycenia rynku placówkami CCC. Z kolei wysoki poziom tego wskaźnika dla rynku niemieckiego wynika ze zlokalizowania placówek w największych i najważniejszych pod względem sprzedaży miastach. Naszym zdaniem średnia powierzchnia sklepu w Polsce może docelowo dążyć do 500 mkw., co przełożyłoby się na średni wzrost powierzchni w tempie 10,4% CAGR w latach 2016-17 (nominalny wzrost o 37 tys. mkw.). Po osiągnięciu tego pułapu widzimy ograniczony potencjał do wzrostu powierzchni. Pokrywa się to z szacunkami zarządu określającymi potencjał do wzrostu powierzchni sprzedażowej o 10-11% w Polsce w ciągu najbliższych dwóch lat.

Sprzedaż lfl w Polsce narastająco w latach 2014-15



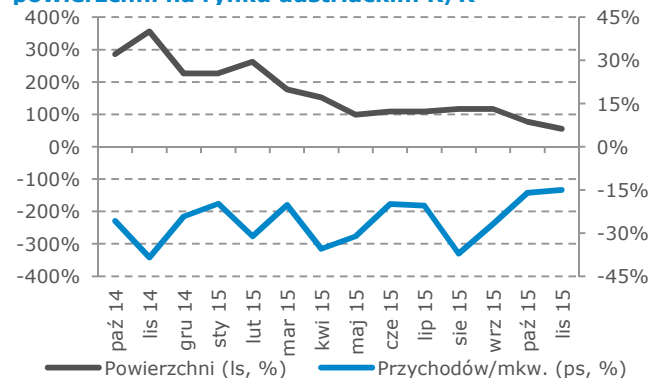
Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Biorąc pod uwagę przeciwstawne czynniki jak: rosnący efekt kanibalizacji sklepów na rynku polskim, poszerzanie oferowanego asortymentu, większą siłę nabywczą konsumentów oraz normalną sprzedaż kolekcji jesienno-zimowej (zakładamy normalne warunki pogodowe), szacujemy spadek sprzedaży/mkw. o 2% R/R w 2016 roku.

Ujemna dynamika sprzedaży/mkw. R/R na rynku austriackim

Od początku roku sprzedaż/mkw. na rynku austriackim zmniejszyła się średnio o 24,7% R/R. Częściowo jest to efekt wysokiej dynamiki otwarć sklepów na tym rynku, jednak nie widać istotnego przełożenia zmniejszenia tempa ekspansji na ten wskaźnik. Ze względu na gorsze od oczekiwań wyniki biznesu austriackiego, zarząd CCC zrewidował swoje oczekiwania dotyczące osiągnięcia rentowności EBIT na 2017 rok.

Dynamika sprzedaży/mkw. R/R vs. dynamika nowej powierzchni na rynku austriackim R/R



Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Brak efektywności sprzedaży/mkw. skłania nas do przyjęcia bardziej konserwatywnej postawy od oczekiwań zarządu CCC szacując osiągnięcie rentowności EBIT przez biznes austriacki w 2018 roku. Według naszych wyliczeń, aby osiągnąć próg rentowności na poziomie EBIT, spółka powinna poprawić średnioroczną sprzedaż/mkw. o 35% do poziomu około 157 EUR (przy założeniu 57% marży brutto na sprzedaży).

Dynamika sprzedaży/mkw. R/R vs. dynamika nowej powierzchni na rynku austriackim R/R

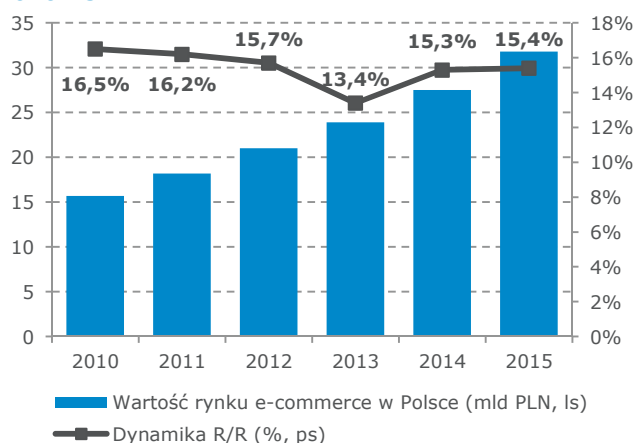
Sprzedaż/mkw. (EUR)	Marża brutto na sprzedaży (%)				
	55%	56%	57%	58%	59%
100	-32,0	-31,0	-30,0	-29,0	-28,0
115	-23,5	-22,3	-21,2	-20,0	-18,9
130	-14,9	-13,6	-12,3	-11,0	-9,7
145	-6,4	-4,9	-3,5	-2,0	-0,5
160	2,2	3,8	5,4	7,0	8,6

Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Przejęcie Eobuwie.pl

Podążając za trendami rynkowymi, gdzie coraz większe znaczenie zyskuje internetowy kanał sprzedaży kosztem tradycyjnego kanału sprzedaży, zarząd CCC podjął decyzję o przejęciu platformy Eobuwie.pl. Rynek e-commerce rozwija się bardzo dynamicznie w Polsce. Według szacunków PMR, wartość tego rynku wzrosła o 15,4% R/R do 31,8 mld PLN w 2015 roku, a w ciągu następnych 5 lat będzie rósł w tempie 14,9% CAGR 2016-20P. Agencja PMR szacuje, że w 2015 roku sprzedaż detaliczna w kanale internetowym stanowiła 5% wartości całego rynku detalicznego w Polsce. Udział ten ma wzrosnąć do około 10% w roku 2020.

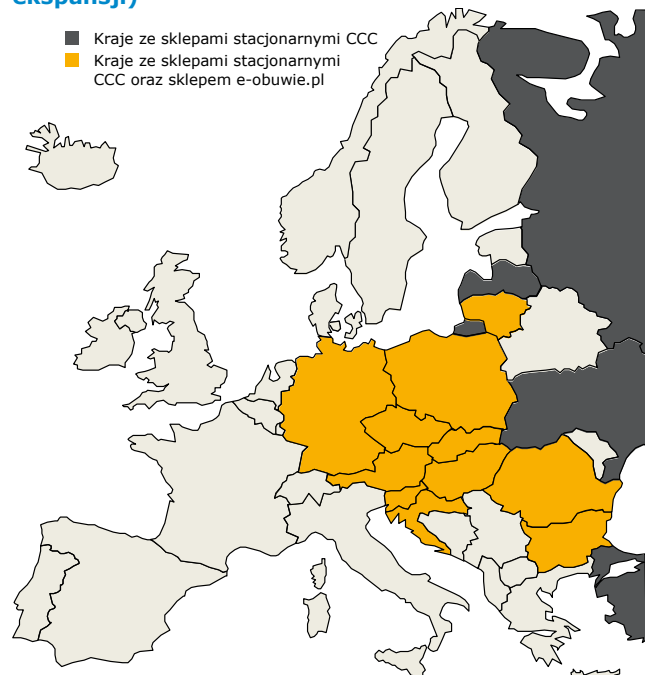
Wartość rynku e-commerce w Polsce w latach 2010-15P



Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Eobuwie.pl jest największym podmiotem wśród polskich sklepów internetowych zajmujących się sprzedażą obuwia (udział rynkowy sklepu to około 16%). Platforma zajmuje się sprzedażą detaliczną średniej oraz wysokiej jakości markowego obuwia i akcesoriów w formule multibrand (w portfolio znajdują się produkty ponad 330 marek). Eobuwie.pl posiada swoje sklepy internetowe w Polsce, w Czechach, na Słowacji, w Rumunii, w Niemczech i na Węgrzech. Do końca roku zostanie otwarty sklep na Litwie. Dalsze plany ekspansji zakładają otwarcie sklepów internetowych w Austrii, w Bułgarii, na Słowenii oraz w Chorwacji.

Sklepy CCC oraz Eobuwie.pl (uwzględnione plany ekspansji)

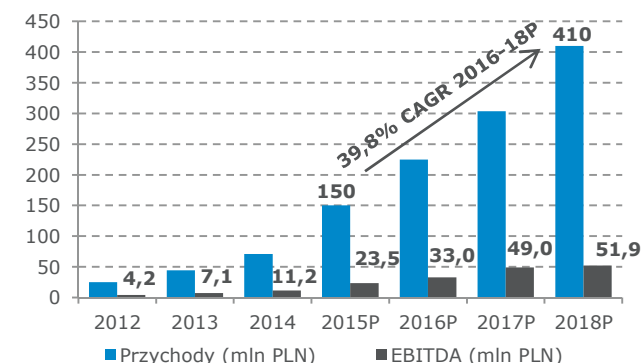


Źródło: CCC, Eobuwie.pl, Dom Maklerski mBanku

Plany ekspansji obejmujące umacnianie pozycji w regionie CEE pokrywają się ze strategią CCC. Przejęcie biznesu internetowego daje CCC ekspozycję na jeden z najszybciej rosnących kanałów sprzedaży oraz urozmaica ofertę spółki. Uzupełnianie dwóch biznesów wpłynie na powstanie synergii kosztowych w ramach Grupy.

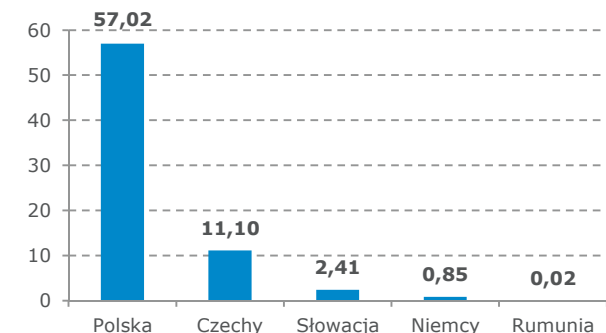
CCC zobowiązało się zapłacić za Eobuwie.pl w dwóch ratach. W pierwszej transzy CCC kupi 74,99% akcji za 130 mln PLN (płatne w 1Q'15) oraz dopłaci kwotę będącą iloczynem nadwyżki wyniku EBITDA'15 spółki ponad 15 mln PLN, liczby 12 oraz 74,99%. Szacujemy, że spółka wypracuje 23,5 mln PLN EBITDA w 2015 roku, co przełoży się na 76,5 mln PLN dopłaty w 2Q'15. Druga transza płatności obejmuje 25,01% kapitału akcyjnego Eobuwie.pl i będzie iloczynem wyniku EBITDA'18, liczby 12 oraz 25,01% (płatne w 2Q'19). Szacujemy, że przy 51,9 mln PLN EBITDA w 2019 roku CCC zapłaci 155,9 mln PLN za pozostałą część kapitału akcyjnego Eobuwie.pl. Przejmowany podmiot będzie zarządzany przez dotychczasowych właścicieli, a zarząd CCC nie zamierza zmieniać modelu biznesowego spółki. Ponadto CCC zobowiązało się do udzielenia 35 mln PLN pożyczki do Eobuwie.pl na budowę nowoczesnego centrum logistycznego mającego możliwość obsłużenia zamówień na roczne obroty rzędu 1 mld PLN. Centrum logistyczne zostanie wybudowane w SSE, co upoważni Eobuwie.pl do utworzenia aktywa podatkowego w wysokości 6 mln PLN.

Eobuwie.pl: Przychody oraz EBITDA w latach 2012-18P



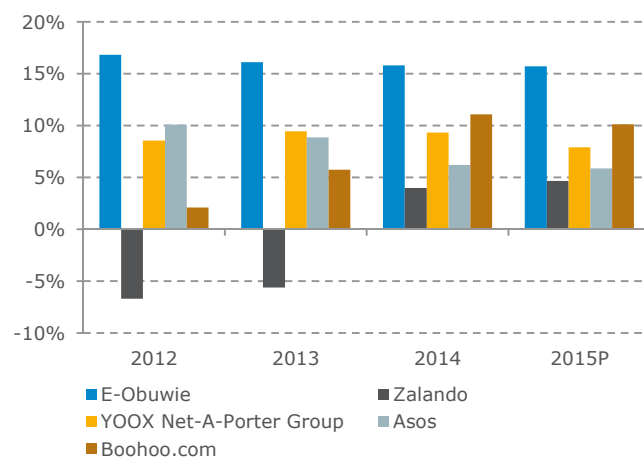
Oczekujemy, że w 2015 roku spółka wypracuje 150 mln PLN przychodów (+114% R/R). Po 1H'15 spółka Eobuwie.pl wypracowała 71,4 mln PLN przychodów (powyżej całorocznej sprzedaży w 2014 roku na poziomie 70 mln PLN). Spółka dynamicznie rozwija swoją działalność w regionie CEE, co w połączeniu z siecią sprzedaży CCC i szeroko zakrojonym marketingiem powinno przełożyć się na wysoką dynamikę przychodów. Pozytywnie na sprzedaż powinna wpływać znacznie większa średnia wartość paragonu w Eobuwie.pl w 1H'15 (294 PLN) niż analogiczna wartość w sklepach CCC (65 PLN). Ponadto uważamy, że rynki na których spółka prowadzi działalność mają jeszcze duży potencjał rozwoju ze względu na dynamiczny rozwój rynku e-commerce i wczesną fazę rozwoju tych sklepów. Szacujemy, że przychody Eobuwie.pl powinny rosnąć w tempie 39,8% CAGR 2016-18P (tempo znacznie powyżej szacowanego wzrostu rynku e-commerce), osiągając poziom 410 mln PLN w 2018 roku.

Przychody Eobuwie.pl w podziale na kraje w 1H'15 (mln PLN)



Potencjalne efekty synergii wynikające z połączenia dwóch podmiotów mogą pojawić się przede wszystkim w sferze ogólnych usług związanych z prowadzeniem biznesu oraz w kosztach logistyki (obniżenie stawek za wysyłanie paczek oraz udostępnienie opcji odbioru towaru w sklepach stacjonarnych CCC). Szacujemy, że korzyści wynikające z synergii nie zbilansują kosztów związanych z dynamicznym rozwojem biznesu w regionie CEE. Eobuwie.pl oferuje swoim klientom prawo do darmowego zwrotu towarów w ciągu 30 dni od daty zakupu. W 1H'15 udział Polski w sprzedaży stanowił 79,9% i będzie spadał w przyszłych okresach na rzecz krajów zagranicznych. Naszym zdaniem będzie się to wiązało z wyższymi kosztami przesyłek z krajów zagranicznych (wszystkie zwroty są dokonywane do centrum logistycznego w Zielonej Górze). Szacujemy, że stosunkowo wysoka marża Eobuwie.pl będzie w średnim terminie dążyła do poziomów osiąganych przez zagranicznych konkurentów.

Marża EBITDA podmiotów na rynku e-commerce (%)



Oczekujemy stopniowego obniżania się marży EBITDA spółki z 15,7% w 2015 roku do 12,7% w 2019 roku. Naszym zdaniem Eobuwie.pl będzie jednak w stanie utrzymać wyższą rentowność niż u konkurencji w średnim terminie, ze względu na mniejsze zwroty w obrocie obuwiem niż w przypadku ubrań oraz potencjalne synergii kosztowe z CCC. Spółki wzięte do analizy to Zalando (działająca na rynku europejskim platforma e-commerce oferująca odzież, obuwie i akcesoria), Yoox net-a-porter Group (platforma e-commerce dystrybuująca luksusową odzież włoskiego producenta), Asos PLC (globalna, modowa, internetowa spółka ukierunkowana na klientów w wieku pomiędzy 20-30 lat, oferująca własne i markowe produkty na wielu rynkach na świecie), Boohoo.com (spółka sprzedaje na całym świecie damską i męską odzież).

Biorąc pod uwagę prognozowane wyniki spółki Eobuwie.pl, szacujemy jej wartość netto na 509,4 mln PLN, co stanowi 14 PLN/akcję CCC (wycena zamieszczona w modelu na stronie 9 raportu). Według naszych szacunków PV transakcji zakupu 100% udziału w kapitale własnym Eobuwie.pl wynosi 7,4 PLN/akcję.

Wpływ podatku od handlu detalicznego na wycenę spółki

Do czasu wydania raportu nie zostały podane ostateczne kryteria oraz struktura podatku handlowego. Zgodnie z wypowiedziami polityków partii PiS, nowa danina powinna być uzależniona od obrotu sklepów. W projekcie ustawy wyszczególniono liniową stawkę podatku 2% oraz stawkę progresywną od 0,5% do 2%. Zgodnie z komentarzem polityków bardziej prawdopodobne jest wprowadzenie liniowej stawki podatku i taką opcję przyjęliśmy w naszych wyliczeniach. Przychody generowane na rynku polskim stanowiły około 64% w 9M'15. Implikując te założenia podatku handlowego do naszych prognoz obrotów generowanych w Polsce w okresie prognozy, szacujemy negatywny wpływ nowej daniny na **13,7 PLN/akcję** (przy założeniu braku przenoszenia podatku na klienta). Naszym zdaniem jest wysokie prawdopodobieństwo, że spółka przenieśli większość z nowej daniny na końcowego odbiorcę, dlatego też nie uwzględniamy wpływu nowej daniny w wycenie spółki.

Czynniki ryzyka dla prognoz i wyceny

Czynnik pogodowy

Sprzedaż obuwia jest znacznie bardziej uzależniona od czynników pogodowych niż sprzedaż odzieży. Wszelkie anomalie pogodowe znacząco potrafią wpłynąć na wyniki sprzedażowe spółki, co ma odzwierciedlenie w okresach historycznych. Mniejsza sprzedaż prowadzi do podwyższenia się poziomu zapasów/mkw., co z kolei może prowadzić do większych wyprzedaży w przyszłych okresach.

Ryzyko pogorszenia marży w wyniku intensywnych wyprzedaży

Słaba sprzedaż w miesiącach IX-XI'15 stwarza ryzyko intensywnych wyprzedaży w kolejnych miesiącach w celu sprzedania większości towarów z kolekcji jesień-zima 2015. Zgodnie z zapowiedzią zarządu, spółka nie będzie przechowywała pozostałości kolekcji do kolejnego sezonu.

Apresiasi kursu dolara

Spółka importuje dużą część sprzedawanych produktów, rozliczając transakcje w dolarze. Umocnienie się USD prowadzi więc do podwyższenia COGS, co wywiera presję na generowaną marżę brutto na sprzedaży. Ekspozycja CCC na USD to około 50% kosztów zakupu. Większość płatności za towary jest dokonywana w formie przedpłat 4-5 miesięcy przed faktycznym momentem sprzedaży tych towarów w sklepach spółki. W poprzednich okresach spółka reagowała na wyższe koszty zakupu dostosowaniem cen oferowanych produktów, przez co była w stanie znacznie ograniczyć spadek rentowności sprzedaży. Proces podnoszenia cen zajmuje zazwyczaj okres kilku miesięcy, w trakcie których marża brutto na sprzedaży może być pod presją. W 2015 roku wysoka konkurencja na rynku przejawiająca się częstymi akcjami wyprzedażowymi negatywnie wpłynęła na możliwość podnoszenia cen przez spółkę.

Niepowodzenie na rynku niemieckim

Spółka intensywnie rozwija swoją sieć sprzedaży na rynku niemieckim, który w przyszłości może się stać drugim najważniejszym biznesem spółki. Z racji rozmiarów tego rynku i dużej ilości podmiotów, może pojawić się ryzyko mniejszej od oczekiwanej efektywności sprzedaży sklepów z mkw. W 2015 roku spółka odnotowuje spadek efektywności sprzedaży/mkw. na rynku niemieckim. W związku z gorszymi od oczekiwań wynikami sklepów w Niemczech, zarząd CCC zdecydował się przenieść część otwarcie sklepów na 2016 rok. Kontynuacja negatywnych trendów w efektywności sprzedaży/mkw. w 2016 roku może przełożyć się na ograniczenie tempa ekspansji na tym rynku i rewizję założeń strategii.

Pogorszenie się sytuacji makroekonomicznej na rynkach Grupy CCC

Gorsze oczekiwania wobec sytuacji gospodarczej na rynkach, gdzie CCC prowadzi działalność, może przełożyć się na mniejszą skłonność do konsumpcji i obniżenie przychodów spółki w danych krajach.

Nasze prognozy vs. konsensus

Nasze szacunki przychodów dla roku 2015 są niższe od oczekiwań rynkowych o 5%, co wynika przede wszystkim z uwzględnienia gorszych wyników sprzedażowych spółki w okresie jesiennym. W kolejnych okresach wyższe przychody mogą wynikać z uwzględnienia sprzedaży generowanej przez Eobuwie.pl. Niższe szacunki EBIT wynikają przede wszystkim z niższej oczekiwanej marży brutto na sprzedaży oraz z szacunków wyższych kosztów SG&A/mkw. w związku ze wzrostem kosztów wynagrodzeń oraz kontynuacją ekspansji na rynku niemieckim i austriackim (znacznie wyższe koszty SG&A/mkw. ponoszone na tych rynkach). Z kolei zwiększenie różnicy pomiędzy naszymi szacunkami a oczekiwaniami rynkowymi na linii zysku netto może być tłumaczone faktem, że część z szacunków rynkowych zebranych przez Bloomberg uwzględnia jednorazowe rozpoznanie aktywa podatkowego (nasze wartości są oczyszczone).

Oczekiwania Domu Maklerskiego mBanku w porównaniu z konsensem

(mln PLN)	2015P			2016P			2017P		
	mDM	konsensus	różnica	mDM	konsensus	różnica	mDM	konsensus	różnica
Przychody	2 339,1	2 463,3	-5,0%	3 161,7	3 107,8	1,7%	3 818	3 740	2,1%
EBIT	258,5	292,6	-11,6%	343,8	379,0	-9,3%	415	447	-7,2%
EBITDA	315,9	354,1	-10,8%	427,3	456,2	-6,3%	508	539	-5,6%
Zysk netto	266,5	255,7	4,2%	311,0	311,3	-0,1%	364	370	-1,7%
Oczyszczony ZN	200,1	255,7	-21,7%	236,8	311,3	-23,9%	289	370	-21,8%

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena

Wartość spółki CCC szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Dodatkowo uwzględniamy wycenę przejętej spółki Eobuwie.pl (DCF oraz wycena porównawcza). Implikowana cena Grupy CCC z metody zdyskontowanych przepływów to 161 PLN/akcję, a wartość oszacowana na bazie porównywalnych spółek to 139 PLN/akcję. Cenę docelową wyznaczamy na 159 PLN/akcję.

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na 14 grudnia 2015 roku. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2014 roku skorygowany o wypłaconą w tym roku dywidendę (115,2 mln PLN).
- Zakładamy wzrost marży brutto na sprzedaży w podstawowej działalności CCC o 1p.p. R/R w 2016 roku, zostanie zniwelowany przez konsolidację sklepu Eobuwie.pl, który generuje niższą rentowność. Prognozowana marża brutto na sprzedaży w 2016 roku to 52,5%. Oczekujemy utrzymania się średniej rentowności sprzedaży Grupy CCC na poziomie 52,3% w okresie prognozy.
- Oczekujemy, że w roku 2016 spółka CCC przeznaczy na zakup Eobuwie.pl 206,5 mln PLN (wyliczona kwota dodatkowej płatności uzależnionej od wyniku EBITDA to 76,5 mln PLN).
- Wartość netto spółki Eobuwie.pl w kwocie 509,4 mln PLN została uwzględniona w wycenie CCC.

Powierzchnia sprzedażowa

(tys. mkw.)	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
CCC	161,4	174,2	201,6	243,9	305,3	380,9	466,9	552,6	626,2

Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	139
Wycena DCF	50%	161
cena wynikowa		150
cena docelowa za 9 m-cy		159

- W nakładach inwestycyjnych Eobuwie.pl uwzględniliśmy płatności dokonywane przez CCC za ten podmiot (206,5 mln PLN w 2016 oraz 155,9 mln PLN w 2019).
- Zakładamy wydatki inwestycyjne na poziomie 163,6 mln PLN w 2016 roku (oczyszczone o płatność za Eobuwie.pl) oraz 174,9 mln PLN w roku 2017.
- Saldo pozostałej działalności operacyjnej szacujemy na poziomie -0,5% generowanej sprzedaży, co odzwierciedla niedobory i straty w towarze.
- Do obliczeń podatku przyjmujemy stopę opodatkowania na poziomie 19% w okresie prognozy.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Po roku 2023 zakładamy wzrost FCF na poziomie 3,0%.
- Współczynnik beta przyjmujemy na poziomie 1,0.

Eobuwie.pl: Model DCF

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	
Przychody ze sprzedaży	225,0	303,8	410,1	451,1	496,2	545,8	600,4	660,4	726,5	
zmiana	50,0%	35,0%	35,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
EBITDA	33,0	41,5	51,9	57,1	62,8	69,1	76,0	83,7	92,0	
marża EBITDA	14,7%	13,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	
Amortyzacja	2,1	2,7	2,8	3,0	3,1	3,4	3,6	3,9	4,2	
EBIT	30,9	38,8	49,1	54,2	59,7	65,8	72,4	79,8	87,8	
marża EBIT	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Opodatkowanie EBIT	5,9	7,4	9,3	10,3	11,3	12,5	13,8	15,2	16,7	
NOPLAT	25,0	31,5	39,8	43,9	48,4	53,3	58,7	64,6	71,1	
CAPEX	243,6	2,7	2,8	158,9	3,1	3,4	3,6	3,9	4,2	
Kapitał obrotowy	7,5	7,9	10,6	4,1	4,5	5,0	5,5	6,0	6,6	
FCF	-224,0	23,6	29,2	-116,1	43,8	48,3	53,2	58,6	64,5	66,5
WACC	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%	8,0%	8,0%	8,2%	8,3%	
współczynnik dyskonta	86,1%	80,1%	74,5%	69,2%	64,3%	59,5%	55,1%	50,9%	47,1%	
PV FCF	-192,8	18,9	21,7	-80,3	28,2	28,7	29,3	29,9	30,4	
WACC	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%	8,0%	8,0%	8,2%	8,3%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%									
Wartość rezydualna (TV)	1 266									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	596									
Zdyskontowane FCF w okresie prognozy	-86									
Wartość firmy (EV)	509									
Dług netto	0									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość firmy	509,4									
Liczba akcji (mln)	38,4									
Wartość firmy na akcje (PLN)	13,3									
9-miesięczny koszt kapitału własnego	5,6%									
Cena docelowa	14,0									

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF po okresie prognozy				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0p.p.	11,4	12,7	14,2	16,0	18,3
WACC -0,5p.p.	11,3	12,5	14,0	15,9	18,1
WACC	11,2	12,5	14,0	15,8	18,0
WACC +0,5p.p.	11,2	12,4	13,9	15,7	17,9
WACC +1,0p.p.	11,1	12,3	13,8	15,6	17,8

Grupa CCC: Model DCF

(mln PLN)	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2024+
Przychody ze sprzedaży	2 009,1	2 339,1	2 936,7	3 514,2	4 075,9	4 645,6	5 180,9	5 624,8	5 991,1	6 213,2	6 435,3	
zmiana	22,3%	16,4%	25,5%	19,7%	16,0%	14,0%	11,5%	8,6%	6,5%	3,7%	3,6%	
EBITDA	295,9	315,9	379,9	452,7	532,1	607,3	682,4	744,8	803,7	842,1	871,9	
marża EBITDA	14,7%	13,5%	12,9%	12,9%	13,1%	13,1%	13,2%	13,2%	13,4%	13,6%	13,5%	
Amortyzacja	52,7	57,4	67,0	76,4	84,9	93,1	101,8	110,6	124,4	130,4	133,0	
EBIT	243,2	258,5	312,9	376,4	447,1	514,2	580,6	634,2	679,4	711,7	738,8	
marża EBIT	12,1%	11,1%	10,7%	10,7%	11,0%	11,1%	11,2%	11,3%	11,3%	11,5%	11,5%	
Opodatkowanie EBIT	41,9	-12,4	59,4	71,5	85,0	97,7	110,3	120,5	129,1	135,2	140,4	
Odpis od podatku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
NOPLAT	201,3	270,9	253,4	304,9	362,2	416,5	470,3	513,7	550,3	576,4	598,5	
CAPEX	-206,2	-194,7	-163,6	-174,9	-164,9	-184,7	-191,3	-242,8	-219,9	-183,1	-133	
Kapitał obrotowy	-220,5	67,6	-306,0	-31,3	-137,8	-140,9	-135,4	-107,1	-95,9	-60,0	-62,5	

FCF	-172,7	201,2	-149,2	175,0	144,4	184,1	245,4	274,3	358,9	463,7	536,0	552,1
WACC	7,9%	7,7%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%	8,0%	8,0%	8,2%	8,3%	
współczynnik dyskonta	99,6%	92,5%	86,1%	80,1%	74,5%	69,2%	64,3%	59,5%	55,1%	50,9%	47,1%	
PV FCF	-172,1	186,0	-128,4	140,2	107,6	127,4	157,7	163,3	197,7	236,2	252,2	

WACC	7,9%	7,7%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%	8,0%	8,0%	8,2%	8,3%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	11,4%	15,7%	22,3%	21,5%	19,3%	17,3%	17,0%	10,5%	10,0%	7,2%	5,1%	
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	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	

Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%
Wartość rezydualna (TV)	10 513
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	4 947
Zdyskontowane FCF w okresie prognozy	1 268
Wartość firmy (EV)	6 215
Dług netto	531
Wartość E-obuwie.pl	509
Wartość firmy	6 193
Liczba akcji (mln)	38,4
Wartość firmy na akcje (PLN)	161,3
9-miesięczny koszt kapitału własnego	5,96%
Cena docelowa	170,9
EV/EBITDA('16) dla ceny docelowej	16,3
P/E('16) dla ceny docelowej	27,7
Udział TV w EV	80%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF po okresie prognozy				
	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC -1,0p.p.	150,3	160,9	173,5	188,9	207,8
WACC -0,5p.p.	148,7	159,2	171,8	186,9	205,6
WACC	147,9	158,4	170,9	186,0	204,6
WACC +0,5p.p.	147,1	157,6	170,0	185,0	203,6
WACC +1,0p.p.	145,6	156,0	168,3	183,1	201,5

Wycena porównawcza

Wycenę wskaźnikową dla CCC przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2015-17P. Do policzenia wskaźnika P/E dla lat 2015-17 został wzięty oczyszczony o zdarzenia jednorazowe zysk netto. Grupa porównawcza składa się z międzynarodowych podmiotów działających na rynku obuwniczym Foot Locker, Caleres,

Geox, Adidas, Tod's, Nike, Crocs, Steven Madden). Spółka wyceniana jest z 8-14% premią do swojej grupy porównawczej na wskaźniku P/E w latach 2015-17. W obliczu ryzyka wolniejszego od zakładanego rozwoju powierzchni sprzedażowej na rynku niemieckim, uważamy że premia jest w przypadku spółki CCC nieuzasadniona.

CCC: Analiza porównawcza

		PEG			P/E			EV/EBITDA		
	cena	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
FOOT LOCKER INC	65,9	0,9	0,7	1,2	18,9	15,5	13,9	8,8	7,7	7,0
CALERES INC	29,2	0,2	0,8	1,0	16,8	14,2	12,6	7,5	7,1	6,4
GEOX SPA	4,0	-0,1	0,2	0,4	67,4	30,3	20,6	14,6	10,4	8,3
ADIDAS AG	92,6	0,5	1,7	1,2	24,6	21,7	18,7	12,6	11,5	10,4
TOD'S SPA	75,7	4,6	1,9	1,5	22,4	20,2	18,1	11,0	10,0	9,2
NIKE INC -CL B	132,3	2,2	1,4	1,8	35,7	29,5	25,8	21,6	19,3	16,7
CROCS INC	10,6	b.d.	-0,2	0,1	b.d.	43,3	17,9	22,0	11,8	7,8
STEVEN MADDEN	31,9	3,8	0,8	0,8	16,4	14,0	12,2	9,4	8,4	7,5
Minimum		-0,1	-0,2	0,1	16,4	14,0	12,2	7,5	7,1	6,4
Maksimum		4,6	1,9	1,8	67,4	43,3	25,8	22,0	19,3	16,7
Mediana		0,9	0,8	1,1	22,4	21,0	18,0	11,8	10,2	8,1
CCC	132,0	-0,7	3,1	1,2	25,3	23,8	19,4	17,7	15,3	12,7
(premia / dyskonto)		-175%	298%	6%	13%	14%	8%	50%	51%	58%
Implikowana wycena										
Mediana		0,9	0,8	1,1	22,4	21,0	18,0	11,8	10,2	8,1
Waga wskaźnika						50%			50%	
Waga roku					33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wartość firmy na akcję (PLN)		119,0								

Wycenę wskaźnikową dla Eobuwie.pl przeprowadziliśmy dla wskaźników EV/SALES, P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2015-17P. Grupa porównawcza składa się ze spółek działających globalnie na rynku e-commerce mających w swojej ofercie zarówno odzież jak i ubrania. Przy określaniu wartości spółki przyjęliśmy 20% dyskonto ze względu na znacznie wcześniejszą fazę rozwoju

Eobuwie.pl. Dodatkowo do wyceny Eobuwie.pl został użyty wskaźnik EV/Sales, który pozwala porównać spółkę do zagranicznej konkurencji pod względem przychodów. Zmniejsza to ryzyko, że zakładana przez nas erozja marży EBITDA jest za mało agresywna (spółka generuje 79,9% sprzedaży na rynku polskim, co znacznie zmniejsza jej koszty logistyki).

Eobuwie.pl: Analiza porównawcza

		EV/SALES			P/E			EV/EBITDA		
	cena	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
ZALANDO SE	35,0	2,6	2,0	1,6	108,4	66,2	44,9	55,8	36,4	25,2
YOOX NET-A-PORTER GROUP	33,8	2,7	2,4	2,0	125,8	80,6	56,0	34,0	26,6	19,9
ASOS PLC	3 244,0	2,3	1,9	1,5	74,4	59,5	43,4	38,5	29,9	22,3
BOOHOO.COM PLC	35,3	2,5	1,8	1,4	44,1	32,0	25,2	24,3	18,4	14,0
Minimum		2,3	1,8	1,4	44,1	32,0	25,2	24,3	18,4	14,0
Maksimum		2,7	2,4	2,0	125,8	80,6	56,0	55,8	36,4	25,2
Mediana		2,5	1,9	1,6	91,4	62,8	44,1	36,3	28,2	21,1
Implikowana wycena										
Mediana		2,5	1,9	1,6	91,4	62,8	44,1	36,3	28,2	21,1
Cena na akcję		9,0	10,7	11,9	42,2	39,5	41,2	21,4	23,6	26,4
Waga wskaźnika			33%			33%			33%	
Waga roku		33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Dyskonto/premia		-20%								
Wartość firmy na akcję (PLN)		20,1								

Rachunek wyników

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	1 091,3	1 317,5	1 643,1	2 009,1	2 339,1	3 161,7	3 818,0	4 486,0
zmiana		20,7%	24,7%	22,3%	16,4%	35,2%	20,8%	17,5%
Koszt własny sprzedaży	478,4	639,1	803,6	902,8	1 116,5	1 500,7	1 816,5	2 141,5
Zysk brutto na sprzedaży	612,8	678,4	839,5	1 106,2	1 222,6	1 661,0	2 001,5	2 344,5
marża brutto na sprzedaży	56,2%	51,5%	51,1%	55,1%	52,3%	52,5%	52,4%	52,3%
Koszty sprzedaży	-429,4	-520,5	-626,4	-775,3	-900,0	-1 253,5	-1 512,8	-1 764,9
Koszty ogólnego zarządu	-18,4	-7,2	-29,2	-78,3	-64,3	-49,1	-56,4	-62,9
Pozostała działalność operacyjna netto	-6,0	-9,3	-16,4	-9,4	0,3	-14,7	-17,6	-20,4
EBIT	159,1	141,3	167,5	243,2	258,5	343,8	414,7	496,3
zmiana		-11,1%	18,5%	45,2%	6,3%	33,0%	20,6%	19,7%
marża EBIT	14,6%	10,7%	10,2%	12,1%	11,1%	10,9%	10,9%	11,1%
Wynik na działalności finansowej	-7,7	-15,0	-16,2	-18,1	-27,9	-51,5	-55,8	-57,7
Zysk brutto	151,4	126,3	151,3	225,1	230,7	292,3	358,9	438,6
Rozpoznanie aktywa podatkowego					24,8	74,2	74,2	0
Podatek dochodowy	-28,6	-20,0	-26,1	195,2	11,0	-55,5	-69,6	-83,3
Zysk netto	122,8	106,3	125,2	420,4	266,5	311,0	363,5	355,3
zmiana		-13,4%	17,8%	235,7%	-36,6%	16,7%	16,9%	-2,3%
marża	11,3%	8,1%	7,6%	20,9%	11,4%	9,8%	9,5%	7,9%
Oczyszczony zysk netto	122,8	106,3	125,2	214,0	200,1	236,8	289,3	355,3
zmiana		-13,4%	17,8%	70,9%	-6,5%	18,3%	22,2%	22,8%
Amortyzacja	24,2	33,6	35,9	52,7	57,4	69,2	79,5	87,7
EBITDA	183,3	180,3	203,4	295,9	315,9	427,3	508,5	597,0
zmiana		-1,6%	12,8%	45,5%	6,7%	35,3%	19,0%	17,4%
marża EBITDA	16,8%	13,7%	12,4%	14,7%	13,5%	13,5%	13,3%	13,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4
EPS	3,2	2,8	3,3	10,9	6,9	8,1	9,5	9,3
ROA	14,9%	10,9%	11,9%	28,9%	13,7%	13,0%	12,8%	11,5%
ROE	26,8%	20,8%	22,3%	54,4%	27,4%	28,0%	26,7%	21,8%

Bilans

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
AKTYWA	965,6	978,1	1 119,7	1 794,2	2 103,7	2 920,1	3 254,0	3 505,4
Majątek trwały	367,1	387,4	430,2	812,5	1 004,0	1 528,0	1 700,8	1 780,8
Rzeczowe aktywa trwałe	337,9	354,9	397,3	520,9	653,2	1 066,9	1 165,4	1 245,4
Wartość firmy	0,7	7,8	9,2	9,3	7,8	44,0	44,0	44,0
Rozliczenia międzyokresowe	25,1	24,2	23,6	267,3	322,1	396,3	470,5	470,5
Pozostałe	3,5	0,5	0,2	15,0	20,8	20,8	20,8	20,8
Majątek obrotowy	598,5	590,7	689,5	981,7	1099,7	1392,1	1553,2	1724,6
Zapasy	484,8	399,2	463,0	741,3	708,7	1066,9	1151,8	1352,4
Należności	78,7	65,9	82,8	78,5	91,4	139,4	168,1	197,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	34,9	125,7	143,7	161,9	286,6	172,8	220,3	162,1
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	13,0	13,0	13,0	13,0
(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
PASYWA	965,6	978,1	1 119,7	1 794,2	2 103,7	2 920,1	3 254,0	3 505,4
Kapitał własny	495,1	528,7	591,9	952,2	995,7	1 347,6	1 646,4	1 934,5
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	51,6	51,6	51,6
Zobowiązania długoterminowe	206,9	88,1	158,1	216,0	450,4	367,0	279,6	213,2
Kredyty i pożyczki	206,9	88,0	158,0	216,0	446,0	362,6	275,2	208,8
Pozostałe	0,1	0,1	0,1	0,0	4,4	4,4	4,4	4,4
Zobowiązania krótkoterminowe	263,6	361,3	369,8	626,0	657,6	1153,8	1276,4	1306,0
Kredyty i pożyczki	72,0	200,7	169,8	362,0	349,5	768,9	818,9	771,4
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	155,5	119,2	159,2	213,0	263,5	342,9	418,0	497,7
Pozostałe	36,1	41,4	40,8	50,9	44,6	42,0	39,4	36,9
Dług	278,9	288,7	327,8	578,0	795,5	1131,5	1094,1	980,3
Dług netto	244,0	162,9	184,1	416,1	508,9	958,7	873,8	818,2
(Dług netto / kapitał własny)	49,3%	30,8%	31,1%	43,7%	51,1%	71,1%	53,1%	42,3%
(Dług netto / EBITDA)	1,3	0,9	0,9	1,4	1,6	2,3	1,8	1,4
BVPS	12,9	13,8	15,4	24,8	25,9	35,1	42,9	50,4

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przepływy operacyjne	-13,4	207,4	145,4	54,0	230,9	52,4	392,3	352,6
Zysk brutto	151,4	126,3	151,3	225,1	230,7	292,3	358,9	438,6
Amortyzacja	24,2	33,6	35,9	52,7	57,4	69,2	79,5	87,7
Kapitał obrotowy	-184,3	72,3	-45,5	-239,6	-28,7	-311,8	-38,5	-149,9
Pozostałe	-4,7	-24,8	3,7	15,8	-28,4	-13,8	-25,1	-39,6
Przepływy inwestycyjne	-96,2	-51,2	-92,6	-205,2	-185,8	-407,2	-178,1	-167,7
CAPEX	-116,4	-57,2	-99,1	-206,2	-194,7	-407,2	-178,1	-167,7
Pozostałe	20,2	6,0	6,5	1,0	8,9	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	61,4	-65,5	-34,7	169,3	79,6	228,1	-149,3	-227,4
Kredyty i pożyczki	129,5	9,9	39,2	40,2	217,5	336,0	-37,5	-113,8
Dywidenda	-57,6	-61,44	-61,44	-61,44	-115,2	-57,6	-57,6	-57,6
Pozostałe	-10,5	-13,9	-12,4	190,6	-22,7	-50,3	-54,2	-55,9
Zmiana stanu środków na koniec okresu	-48,1	90,8	18,0	18,2	124,7	-143,2	47,5	-58,2
Środki pieniężne na koniec okresu	34,9	125,7	143,7	161,9	286,6	172,8	220,3	162,1
DPS (PLN)	1,5	1,6	1,6	1,6	3	1,5	1,5	1,5
FCF	-137,6	155,8	34,3	-172,7	201,2	-373,1	198,6	173,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	10,7%	4,3%	6,0%	10,3%	8,3%	12,9%	4,7%	3,7%

Wskaźniki rynkowe

	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
P/E	41,3	47,7	40,5	23,7	25,3	21,4	17,5	14,3
P/CE	34,5	36,2	31,5	19,0	19,7	16,6	13,7	11,4
P/BV	10,2	9,6	8,6	5,3	5,1	3,8	3,1	2,6
P/S	4,6	3,8	3,1	2,5	2,2	1,6	1,3	1,1
FCF/EV	-2,6%	3,0%	0,7%	-3,1%	3,6%	-6,1%	3,3%	2,9%
EV/EBITDA	29,0	29,9	25,8	18,5	17,7	14,7	12,1	10,2
EV/EBIT	33,4	37,0	31,4	22,5	21,6	17,7	14,5	12,0
EV/S	4,9	4,0	3,2	2,7	2,4	1,9	1,6	1,3
DYield	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	2,3%	1,1%	1,1%	1,1%
Cena (PLN)	132,00	132,00	132,00	132,00	132,00	132,00	132,00	132,00
Liczba akcji na koniec roku (mln)	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4
MC (mln PLN)	5 069	5 069	5 069	5 069	5 069	5 069	5 069	5 069
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	51,6	51,6	51,6
EV (mln PLN)	5 313	5 232	5 253	5 485	5 578	6 079	5 994	5 939

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgowa**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

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

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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

Silne i słabe strony metod wyceny 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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki CCC

rekomendacja	Sprzedaż
data wydania	2015-03-06
kurs z dnia rekomendacji	185,55
WIG w dniu rekomendacji	53546,40

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

Departament analiz:

Kamil Kliszc
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

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

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

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

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

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

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

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

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-082 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

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

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

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

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

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

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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

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

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