

Cel: skalowanie biznesu i efektywność kosztowa

Utrata rynku rosyjskiego, drugiego pod względem wielkości sieci sprzedaży LPP przed wybuchem wojny, była istotnym ciosem dla Grupy. Po sprzedaży biznesu w Rosji oraz wstrzymaniu rozwoju na innych rynkach wschodnich Grupa jednak nie zatrzymała się i wykonała rozwojowy zwrot w stronę dobrze znanych rynków europejskich (Europa Środkowo-Wschodnia oraz Południowo-Wschodnia), oraz nowych w kanale stacjonarnym (Włochy, Grecja) i planuje na nich dalszy szybki wzrost, przy poprawiającej się rentowności na poziomie całej Grupy. Plany te nie byłyby możliwe gdyby nie posiadanie w portfolio marki Sinsay, która przy obecnym spowolnieniu gospodarczym, erozji realnych dochodów gospodarstw domowych oraz popularności wśród klientów segmentu „value-for-money”, jest największym atutem LPP. Potencjalna waloryzacja 500+ oraz istotny wzrost płacy minimalnej w Polsce będą wspomagać wzrost sprzedaży na polskim rynku, który ciągle odpowiada za ok 40% przychodów Grupy.

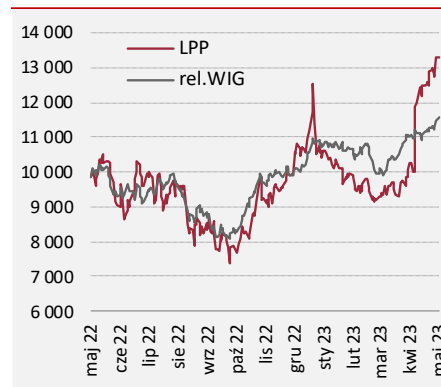
To właśnie głównie o Sinsay oparty ma być rozwój Grupy w najbliższych latach. Sprawdzony i dobrze pasujący do obecnej sytuacji gospodarczej model biznesowy zgodnie z planem LPP będzie w najbliższych latach intensywnie skalowany w oparciu przede wszystkim o stacjonarny kanał sprzedaży. Grupa planuje wzrost powierzchni sprzedaży w roku bieżącym o 20%, a w kolejnych 2 latach o 10-15% rocznie i oczekujemy, że ponad 80% tej powierzchni przypadnie na Sinsay. Wzrost w większości opierać się będzie o powierzchnię w parkach handlowych, które budowane są głównie w miastach mniejszych oraz na przedmieściach miast dużych.

Marża brutto ze sprzedaży w Sinsay jest niższa od generowanej w pozostałych segmentach, w związku z czym oczekujemy spadku marży brutto na poziomie całej Grupy w kolejnych latach. Według Zarządu LPP na poziomie operacyjnym Sinsay nie odbiega jednak rentownością od pozostałych marek. Dzięki planowi oszczędności kosztowych, Grupa zapowiada poprawę marży EBIT zarówno w roku bieżącym, jak i w kolejnych latach. LPP zapowiada także spowolnienie intensywnego w poprzednich latach wzrostu segmentu e-commerce, co wynika z powrotu klientów do sprzedaży stacjonarnej oraz ma na celu poprawę rentowności tego kanału.

Zarząd Grupy zakłada w roku bieżącym osiągnięcie co najmniej 18 mld zł sprzedaży, przy marży EBIT powyżej 10%, co uważamy za realistyczny cel. Oczekujemy wysokich przepływów z działalności operacyjnej ze względu na normalizację kapitału obrotowego, który pozostaje podwyższony w konsekwencji sprzedaży spółki rosyjskiej. Zarząd zapowiada wyprzedanie nadmiarowych zapasów, spłatę należności za towary od chińskiego kontrahenta, który odkupił biznes w Rosji oraz wzrost wykorzystania limitów faktoringowych. Tym samym kapitał obrotowy powinien powrócić do poziomów ujemnych (zobowiązania handlowe wyższe od zapasów i należności handlowych).

Dużej szansy dla Grupy upatrujemy w pozytywnym odbiorze marek na rynkach nowych w kanale stacjonarnym tj. we Włoszech i w Grecji. Po nasyceniu rynków CEE i SEE, mogłyby to być kolejne duże rozwojowe rynki dla LPP.

Duże umocnienie złotówki wobec dolara i euro z ostatnich miesięcy będzie wspierać wyniki operacyjne LPP. Zdecydowana większość towarów kupowana jest w dolarze amerykańskim, a czynsze płacone są w euro.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	13 300 / 7 360		
Liczba akcji (mln)	1,855		
Kapitalizacja (mln PLN)	24 525,6		
EV (mln PLN)	25 723,9		
Free float (mln PLN)	56,50%		
Średni obrót (mln PLN)	24,3		
Główny akcjonariusz:	Fundacja Semper Simul*		
% akcji, % głosów	31,2%, 60,8%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	28,8%	38,9%	32,3%
Zmiana rel. WIG	4,8%	10,0%	14,4%

*- fundacja blisko związana z Panem Markiem Piechockim

Seweryn Żołyniak, CFA
Doradca Inwestycyjny
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA (non MSSF16)	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	ROE (%)
2022/23	15 926,5	1 459,7	1 955,5	1 362,8	1 093,5	589,8	1 198,7	2 148,8	22,4	6,2	2,6%	16,0	27,4%
2023/24p	18 451,5	1 885,1	2 593,2	1 679,6	1 360,5	733,3	1 421,0	2 451,0	18,0	5,4	3,3%	12,4	29,9%
2024/25p	22 600,2	2 449,6	3 227,3	2 198,4	1 780,7	958,9	1 703,5	2 821,4	13,8	4,7	4,4%	9,5	34,0%
2025/26p	26 184,7	2 869,4	3 734,0	2 643,7	2 141,4	1 153,1	1 974,8	3 207,5	11,4	4,1	5,8%	8,1	36,0%

p - prognozy skonsolidowane BM Banku Millennium mIn PLN

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. Dane dotyczące powizań Banku Millennium S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe wymagane informacje umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

Wycena

Wycenę spółki LPP przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 28 472,1 mln PLN, czyli 15 332 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 26 122,9 mln PLN (14 067 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagi po 50%, uzyskując wycenę spółki na poziomie 27 297,5 mln PLN, czyli 14 700 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną wydajemy rekomendację „Akumuluj” dla akcji spółki LPP.

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	28 472,1	15 332
Wycena porównawcza	26 122,9	14 067
Wycena LPP	27 297,5	14 700

Źródło: BM Banku Millennium

Wycena porównawcza

W skład Grupy porównawczej włączyliśmy jedną polską (Pepco) oraz 9 zagranicznych spółek z branży odzieżowej. W wycenie posłużyliśmy się wskaźnikiem P/E oraz EV/EBIT. Nie uwzględniliśmy natomiast szeroko używanego wskaźnika EV/EBITDA ze względu na ponad 50% udział amortyzacji praw do użytkowania aktywów, w łącznej amortyzacji Grupy LPP (wpływ MSSF16 oraz wysokiej liczby lokali wynajmowanych).

Spółka	Ticker	Kraj	MC (mln PLN)	P/E			EV/EBIT		
				2022	2023P	2024P	2022	2023P	2024P
Inditex	ITX	Hiszpania	443 935	26,9	23,5	21,6	19,6	16,8	15,4
Fast Retailing	9983	Japonia	325 637	41,3	43,3	37,9	36,6	29,8	26,1
H&M	HMB	Szwecja	93 191	25,9	26,4	18,5	23,8	22,5	16,2
Next	NXT	Wlk. Brytania	44 113	12,7	11,9	13,2	11,3	11,1	11,8
JD SportsFashion	JD/LN	Wlk. Brytania	43 000	13,4	12,7	12,5	9,6	9,3	8,7
Pepco	PCO	Polska	24 610	24,1	23,2	18,2	19,3	17,9	14,3
Hugo Boss	BOSS	Niemcy	21 302	22,3	19,1	15,9	16,2	13,9	11,9
Frasers Group	FRAS	Wlk. Brytania	18 098	14,0	9,9	9,1	10,8	9,0	8,7
GAP	GPS	USA	12 147	5,8	< 0	12,4	9,0	106,6	21,8
OVS	OVS	Włochy	3 482	14,5	11,3	9,3	17,5	18,1	14,5
Mediana				18,4	15,9	14,6	16,9	17,4	14,4
LPP zysk netto (mln PLN)				1 094	1 360	1 781			
LPP EBIT (mln PLN)							1 460	1 885	2 450
Dług netto (mln PLN)							1 198	1 198	1 198
Wycena LPP na podstawie poszczególnych wskaźników				20 117	21 624	25 946	23 421	31 538	34 091
Wycena				26 122,9					
Liczba akcji (mln)				1,86					
Wycena na 1 akcję				14 067					

Źródło: Bloomberg, BM Banku Millennium

Wycena DCF

(mln PLN)	2023/24 p	2024/25 p	2025/26 p	2026/27 p	2027/28 p	2028/29 p	2029/30 p	2030/31 p	>2031/32p
Przychody	18 451,5	22 600,2	26 184,7	29 727,0	33 035,7	36 139,1	38 406,0	39 847,5	
EBIT skorygowany *	1 678,5	2 216,2	2 636,1	3 036,9	3 417,8	3 784,9	4 064,2	4 254,5	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT skorygowany * x (1-T)	1 359,5	1 795,1	2 135,2	2 459,9	2 768,4	3 065,8	3 292,0	3 446,1	
Amortyzacja (non MSSF16) **	708,0	777,7	864,6	950,9	1 033,0	1 106,9	1 158,8	1 193,6	
Zmiana w kapitale pracującym	1 470,3	216,4	190,3	232,9	88,1	84,1	63,0	41,2	
CAPEX	1 200,0	1 361,1	1 453,0	1 525,6	1 574,8	1 551,0	1 527,0	1 472,6	
FCFF	2 337,9	1 428,1	1 737,0	2 118,1	2 314,7	2 705,7	2 986,8	3 208,4	
zmiana FCF		-38,9%	21,6%	21,9%	9,3%	16,9%	10,4%	7,4%	2,5%
Dług (non MSSF16) / Kapitał własny	17,4%	15,1%	7,9%	7,0%	4,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	5,9%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	6,0%
Premia kredytowa	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,14	1,12	1,06	1,06	1,04	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszt długu	7,1%	7,0%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,1%
Koszt kapitału własnego	11,7%	11,5%	11,1%	11,2%	11,1%	10,9%	10,9%	10,9%	11,0%
WACC	10,6%	10,6%	10,7%	10,8%	10,8%	10,9%	10,9%	10,9%	11,0%
PV (FCF)	2 180,4	1 203,8	1 322,6	1 456,0	1 435,5	1 513,0	1 506,3	1 459,0	17 593,7
Wartość DCF (mln PLN)	29 670,3								
(Dług) Gotówka netto (non MSSF16)	-1 198,3								
Wycena DCF (mln PLN)	28 472,1								
Wycena 1 akcji (PLN)	15 332								

Źródło: BM Banku Millennium

* - w DCF EBIT pomniejszony o koszty finansowe z tyt. leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych (wpływ MSSF16)

** - amortyzacja z wyłączeniem amortyzacji aktywów z tytułu praw do lokali handlowych i powierzchni biurowych (wpływ MSSF16)

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników na lata 2023/24 – 2030/31
- ❑ do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- ❑ długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 6%
- ❑ premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- ❑ współczynnik beta nielewarowany na poziomie 1,0
- ❑ stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2030/31 na poziomie 2,5%
- ❑ efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%

Ze względu na duży wpływ rezydualnej stopy wzrostu, rezydualnej stopy wolnej od ryzyka oraz założonego poziomu współczynnika beta na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny na przyjęte założenia

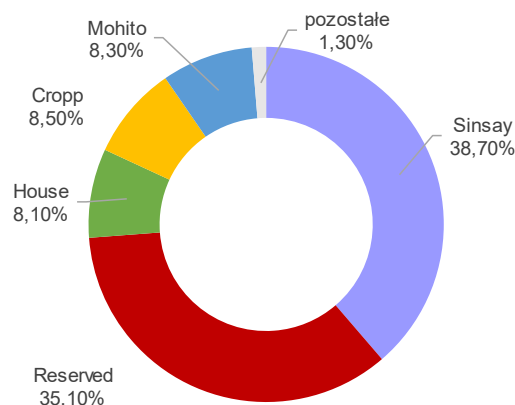
cena w PLN		wzrost rezydualny				
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
Stopa RF rezydualna	5,0%	15 240	15 875	16 595	17 419	18 368
	5,5%	14 719	15 286	15 924	16 648	17 475
	6,0%	14 252	14 762	15 332	15 973	16 700
	6,5%	13 833	14 294	14 806	15 378	16 023
	7,0%	13 453	13 872	14 335	14 850	15 425
Beta nielewarowana	0,8	16 144	16 825	17 596	18 478	19 495
	1,0	14 252	14 762	15 332	15 973	16 700
	1,2	12 728	13 120	13 552	14 033	14 571

Źródło: BM Banku Millennium

Marki i sieć sprzedaży

Marki Reserved, Cropp i Sinsay stworzone zostały przez LPP odpowiednio w 1998 r., 2004 r. oraz 2013 r. Marki House i Mohito zostały pozyskane w wyniku przejęcia w 2008 r. krakowskiej firmy Artman. Każda z marek LPP posiada odmienną grupę docelową oraz inny charakter. Pod względem cenowym Reserved, Cropp, House i Mohito plasują się w segmencie średnim, natomiast Sinsay w segmencie niższym, tzw. „value-for-money”. Do 2021 r. „flagową” marką LPP - generującą największe przychody oraz posiadającą największą powierzchnię sprzedaży - był Reserved. W 2022 r. w obu kategoriach wyprzedził go jednak Sinsay.

Udział procentowy w sprzedaży 2022/23



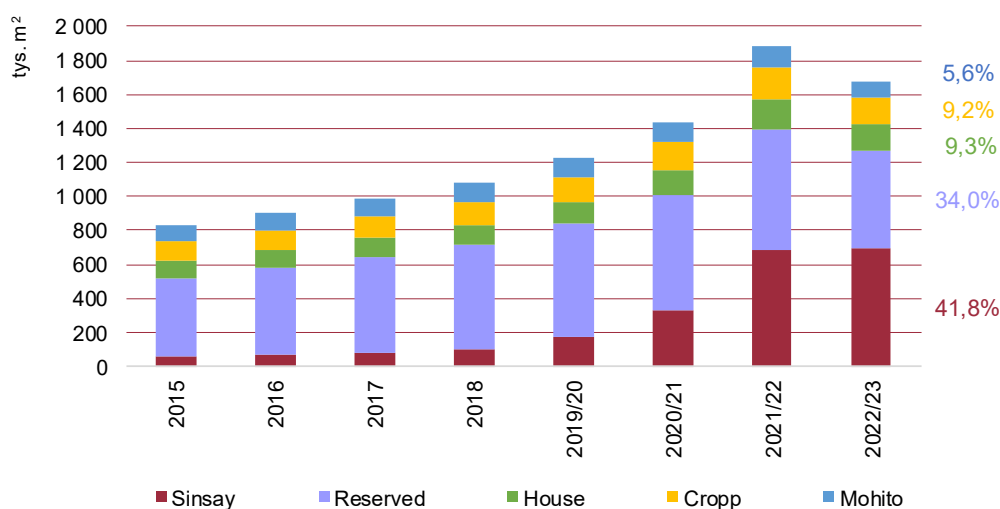
Źródło: LPP, BM Banku Millennium

Grupa rozwijała również markę Esotiq, pod którą oferowała bieliznę damską i którą sprzedano w 2011 r. oraz markę premium Tallinder, którą zamknięto w 2019 r. LPP obecnie nie planuje tworzenia nowych marek.

W przeszłości Grupa rozwijała sieć sprzedaży przede wszystkim w centrach handlowych i głównie w tego typu obiektach ulokowane są sklepy Reserved i Mohito oraz duża część sklepów marek House i Cropp. W ostatnich 3 latach, w zakresie nowych otwarć LPP stawia przede wszystkim na Sinsay, którego oferta została bardzo dobrze przyjęta przez rynek. Biznes Sinsay charakteryzuje się niższą marżą brutto ze sprzedaży, jednak również niższymi kosztami SG&A w związku z czym rentowność operacyjna biznesu jest podobna jak w pozostałych markach. W dłuższym terminie oczekujemy w związku z tym spadku marży brutto ze sprzedaży w Grupie, przy dobrej rentowności operacyjnej.

Na wykresie przedstawiono powierzchnię sprzedaży detalicznej w podziale na marki. Spadek powierzchni łącznej pomiędzy rokiem 2021/22 i 2022/23 wynika ze sprzedaży działalności w Rosji. Na pozostałych rynkach powierzchnia przyrosła w tym okresie o 20% r/r za co w 94% odpowiadał Sinsay.

LPP - powierzchnia sprzedaży detalicznej



Źródło: LPP, BM Banku Millennium

Sklepy Sinsay lokowane są w zdecydowanej większości w tzw. parkach handlowych - zazwyczaj obiektach parterowych, bez części wspólnych, z wejściem bezpośrednio z parkingu, lokowanych na przedmieściach metropolii i w mniejszych miastach. Tego typu obiekty charakteryzują się niższymi standardami wykonania od klasycznych galerii handlowych, jednak mają również istotnie niższe czynsze. W parkach handlowych w ostatnich latach otwierane są również sklepy House i Cropp. Rozwój powierzchni sprzedaży przez LPP przede wszystkim w parkach handlowych, jest spójny z trendami jakie mają miejsce na rynku nowoczesnej powierzchni handlowej w regionie. W ostatnich latach znacząco spadły wolumeny nowo oddawanej powierzchni w galeriach handlowych w dużych miastach, natomiast prężnie rozwija się rynek parków handlowych, w których najistotniejszymi grupami najemców są dyskonty niespożywcze (segment „value-for-money”, konkurencja Sinsay), supermarkety, sklepy z elektroniką i odzieżą.

Rozwój e-commerce

Grupa podkreśla, że rozwija sprzedaż w modelu omnichannel tj. zarówno stacjonarnie, jak i online. W roku obrotowym 2022/23 sprzedaż online wygenerowała 4,4 mld zł przychodów co stanowiło 27,6% sprzedaży. W bieżącym roku obrotowym, w odpowiedzi na powrót klientów do kanału stacjonarnego, LPP planuje zmniejszenie wydatków na online marketing i nominalne powtórzenie wyniku sprzedaży online z roku ubiegłego, przy lepszej rentowności. Grupa chce mocniej skupić się na efektywności kosztowej i operacyjnej biznesu e-commerce. Tym samym szacujemy, że udział sprzedaży online w całkowitych przychodach spadnie do ok 24% w roku 2023/24 i może też spadać w latach kolejnych.

LPP liczy na pozytywny wpływ wprowadzania aplikacji sprzedażowych dla Sinsay i Reserved w kolejnych krajach (na koniec stycznia 2023 działały jedynie w Polsce, Niemczech i Rumunii dla Reserved oraz w Polsce i Rumunii dla Sinsay). W tych krajach gdzie aplikacje już działają, przeliczanie marketingu i sprzedaży do aplikacji działa według Zarządu dobrze.

Plany rozwoju sieci sprzedaży

W najbliższych latach Grupa LPP planuje intensywny rozwój sieci sprzedaży polegający przede wszystkim na nasyceniu rynków, na których jest już obecna - głównie Bałkanów, Rumunii i Bułgarii, ale też Europy Środkowo-Wschodniej, krajów Bałtyckich. W Polsce sieć sprzedaży LPP jest już względnie dojrzała i nie ma takiego potencjału do rozwoju jak zagranicą, niemniej w Polsce i innych krajach o wysokim nasyceniu również planowane są otwarcia Sinsay, przede wszystkim w parkach handlowych.

Nasycenie powierzchnią sprzedaży rynków Europy Środkowo-Wschodniej, Bałkanów i krajów Bałtyckich

	Populacja (mln)	Powierzchnia sklepów LPP (tys. m ²)	Populacja na m ² powierzchni sklepów LPP
Estonia	1,3	30,1	44,2
Polska	37,8	752,5	50,2
Słowacja	5,5	76,4	71,4
Łotwa	1,9	24,6	76,4
Chorwacja	3,9	50,2	77,7
Słowenia	2,1	23,1	91,2
Bośnia i Hercegowina	3,3	33,7	97,0
Czechy	10,5	104,0	101,1
Serbia	6,8	65,0	105,2
Litwa	2,8	26,6	105,8
Bułgaria	6,9	55,3	124,3
Rumunia	19,1	134,2	142,5
Macedonia Północna	2,1	13,0	159,0
Węgry	9,7	54,2	179,1
RAZEM	113,6	1442,8	78,7

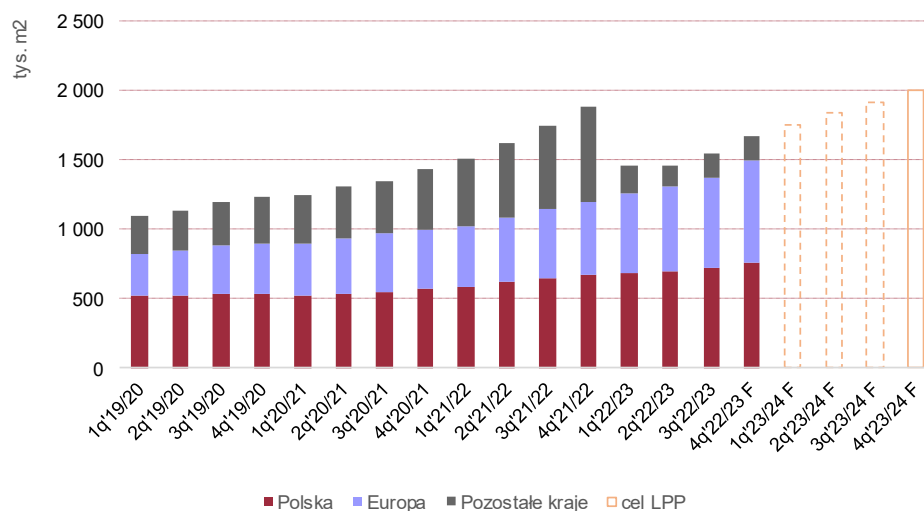
Źródło: LPP, Bank Światowy (liczba ludności), BM Banku Millennium

Planowany jest też rozwój na nowych rynkach: we Włoszech i w Grecji. Jeśli wyniki na tych rynkach byłyby dobre, widzimy szansę, że mogą być w przyszłości kolejnymi dużymi rynkami rozwojowymi dla Grupy LPP.

W pozostałych krajach Europy Zachodniej planowany jest umiarkowany rozwój sieci stacjonarnej w Wielkiej Brytanii (w Londynie), w Finlandii i w Niemczech. Szacujemy, że w tych krajach cały czas istotniejszym kanałem sprzedaży pozostanie online.

Z kolei w regionie wschodnim tj. w Ukrainie, Białorusi i Kazachstanie, po wybuchu wojny rozwój został wstrzymany.

LPP -powierzchnia handlowa



Źródło: LPP, BM Banku Millennium

Celem LPP jest osiągnięcie w styczniu 2024 r. 2 mln m² powierzchni sklepów stacjonarnych (+20% r/r). Otwartych ma zostać 380 sklepów, w tym 150 w regionie Europy Południowo-Wschodniej, głównie w Rumunii (50 sklepów), Chorwacji, Bułgarii, Serbii (po 20 sklepów), na rynkach nowych: we Włoszech (20 sklepów) i w Grecji (8). Na kolejne 2 lata (2024/25-2025/26) wzrost powierzchni miałyby wynieść kolejnych 10-15% rocznie. Rozwijany będzie głównie Sinsay.

Wybuch wojny w Ukrainie

Do wybuchu wojny w Ukrainie rynek rosyjski i ukraiński były odpowiednio drugim i trzecim największym rynkiem LPP z siecią sprzedaży 553 sklepów stacjonarnych w Rosji i 159 w Ukrainie. Rynki te były intensywnie rozwijane - w samym roku obrotowym 2021/22 w Rosji otworzono 159 nowych salonów, a w Ukrainie 46. Na koniec stycznia 2022 r. powierzchnia sprzedaży stacjonarnej w Rosji stanowiła 26% łącznej powierzchni stacjonarnej LPP, a w Ukrainie 7,5%. Rynki te miały też lepszą rentowność od rynków pozostałych.

Po wybuchu wojny LPP zawiesiło działalność w Rosji i rozpoczęło poszukiwania potencjalnego kupca sieci sklepów w tym kraju. W drugiej połowie maja zapadła decyzja o sprzedaży tej części biznesu konsorcjum chińskiemu. Cena sprzedaży wyniosła 601 mln zł i ma zostać zapłacona w ratach do końca 2026 r., choć spółka identyfikuje istotne ryzyko kontrahenta, w związku z czym wartość należności w bilansie jest istotnie niższa (na 31.01.2023: 365 mln zł, uwzględniając wpływ zmian kursu walutowego). Drugim elementem sprzedaży była sprzedaż towarów, za które należność jest cały czas spłacana. Szacujemy, że wartość tej należności na koniec stycznia 2023 r. wynosiła 600-700 mln zł i oczekujemy, że powinna zostać spłacona w bieżącym roku obrotowym, choć również tu identyfikujemy pewne ryzyko terminowej spłaty.

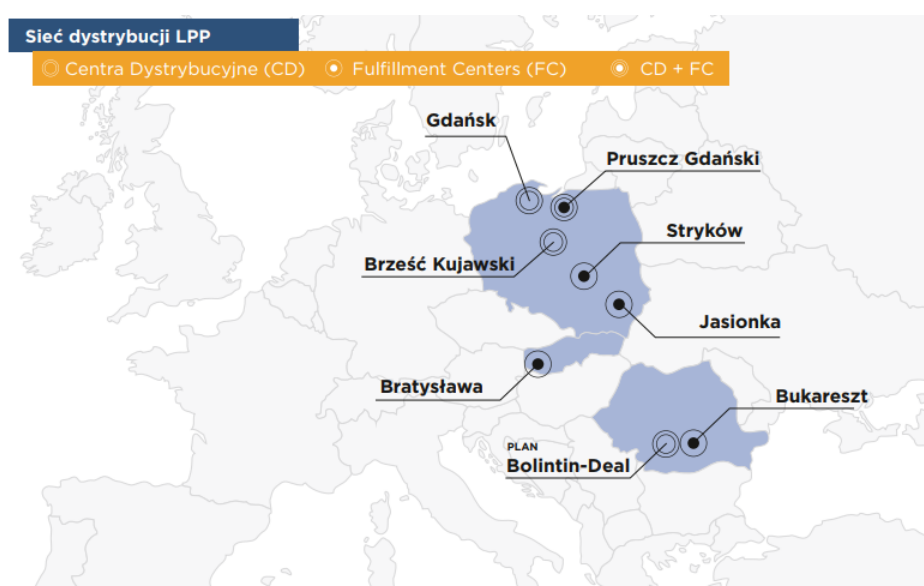
Sieć sprzedaży w Ukrainie została początkowo zamknięta, jednak już w marcu rozpoczęło się stopniowe uruchamianie salonów i na koniec stycznia 2023 funkcjonowało ich 125 (ze 159 przed wojną).

Zamknięcie rynku rosyjskiego spowodowało konieczność przerwania znacznej części zamówionych towarów, których pierwotnym przeznaczeniem było trafienie do Rosji, na inne rynki

działalności LPP. Z tego względu, w minionym roku, zapasy Grupy (w przeliczeniu na m²) były znacząco podwyższone i spółka prowadziła agresywniejszą politykę wyprzedazową, co odbiło się na marży brutto ze sprzedaży. Problem podwyższonych zapasów nadal występował na koniec roku obrotowego 2022/23, jednak według Zarządu powinien on zostać rozwiązany w pierwszej połowie bieżącego roku.

Logistyka

Towary zakupione przez LPP u dostawców, głównie w Azji transportowane są w 96% drogą morską do Portu w Gdańsku skąd są rozwożone do obiektów logistycznych Grupy, a następnie do salonów stacjonarnych lub bezpośrednio do klientów segmentu e-commerce. Sieć dystrybucji LPP obejmuje obiekty na terenie Polski, Słowacji i Rumunii, które na koniec 1Q 2023 r. miały łącznie powierzchnię 459 tys. m². Centra dystrybucyjne, zlokalizowane w pełni w Polsce, obsługują zatowarowanie sklepów stacjonarnych, natomiast obiekty typu Fulfillment Centers, obsługują sprzedaż Internetową.



Źródło: LPP

Najnowszy obiekt Grupy, tj. Fulfillment Center, dedykowany obsłudze sprzedaży online otwarty został w styczniu 2023 r. w Jasionce koło Rzeszowa. Również w styczniu 2023 r. Grupa podpisała umowę na najem pierwszego centrum dystrybucyjnego zagranicą tj. w Rumunii, które obsługiwać będzie 450 salonów stacjonarnych Grupy na południu Europy. Obiekt ma zostać otwarty w 2 połowie bieżącego roku. Tym samym zmieni się model dostaw towarów - do tej pory jedynym portem, do którego przyływały wszystkie towary był Gdańsk, a po uruchomieniu obiektu część kontenerów ma zostać skierowana do poru w Konstancy, co ma przyczynić się do zmniejszenia kosztów logistycznych.

Na zmniejszenie kosztów logistycznych ma wpłynąć też zastępowanie centów logistycznych działających w obiektach wynajmowanych oraz obsługiwanych przez zewnętrzne firmy, do obiektów własnych, obsługiwanych przez spółkę z Grupy - LPP Logistics. Taka sytuacja miała miejsce w Fulfillment Center w Jasionce, który w dokładnie takich okolicznościach zastąpił obiekt w Strykowie. Również w wynajmowanym obiekcie pod Bratysławą, operatora zewnętrznego zastąpiono operatorem własnym.

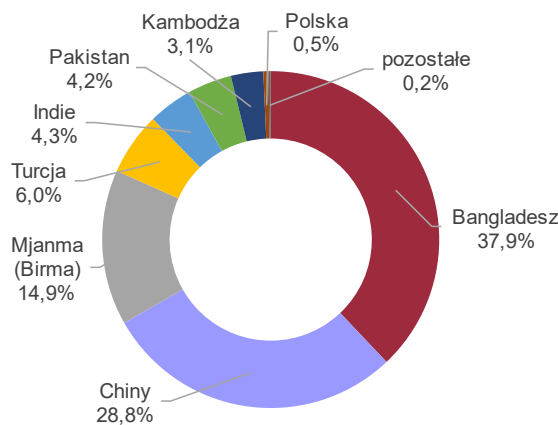
Projektowanie i produkcja

Projektowaniem artykułów oferowanych przez LPP zajmują się 3 biura projektowe Grupy w Polsce (Gdańsk, Kraków, Warszawa) oraz od października 2022 r. biuro w Barcelonie. Celem otwarcia pierwszego biura projektowego poza Polską, jest lepsze rozpoznanie gustów klientów z rynków morza śródziemnego i pozyskanie talentów z branży. Grupa zatrudnia łącznie ponad 300 projektantów. Trafione kolekcje są jednym z kluczowych czynników sukcesu dla firm z branży mody.

Grupa nie posiada własnych zakładów, a produkcją zajmuje się ponad 1200 dostawców, głównie z Azji oraz Turcji. Jest to bardzo popularny model działalności firm w branży odzieżowej.

Dostawy są silnie zdywersyfikowane - w roku obrotowym 2022/23 u żadnego pojedynczego dostawcy wartość zakupionych towarów nie przekroczyła 5% całości zakupów. W roku obrotowym 2022/23 najwięcej zamówień pochodziło z Bangladeszu 37,9%, Chin 28,8%, Mjanmy (Birmy) 14,9%, Turcji 6,0%, Indii 4,3%, Pakistanu 4,2% i Kambodży 3,1%.

Udział procentowy zakupów 2022/23



Źródło: LPP, BM Banku Millennium

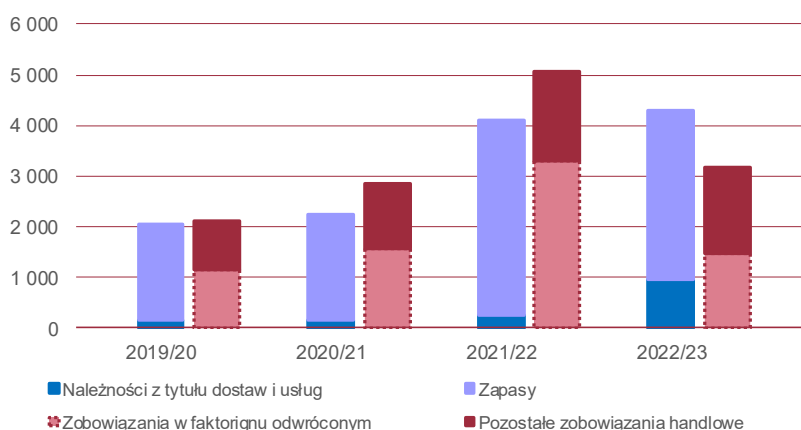
Wykorzystanie faktoringu odwróconego i kapitał obrotowy

LPP wykorzystuje faktoring odwrócony, w ramach którego po przedstawieniu faktury z tytułu dokonanych zakupów, bank faktor spłaca zobowiązania wobec dostawcy na jego żądanie, a LPP następnie spłaca zobowiązanie wobec banku. Wykorzystanie linii faktoringowych na koniec stycznia 2023 r. wynosiło 1,48 mld zł, przy wykorzystaniu rok wcześniej na poziomie 3,31 mld zł. Zobowiązania te zgodnie z zasadami przyjętymi przez Grupę klasyfikowane są jako zobowiązania z tytułu dostaw i usług. Wykorzystanie limitów faktoringowych wiąże się z koniecznością ustanowienia zabezpieczeń (np. w postaci kaucji, depozytów, zabezpieczenia na jednostkach uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego będących własnością LPP).

Dzięki intensywnemu wykorzystaniu faktoringu odwróconego, w przeszłości Grupa wykazywała ujemny kapitał obrotowy - zobowiązania handlowe, w których ujmowane są zobowiązania wobec banków z tytułu opłaconych przez nie faktur, przewyższały zapasy i należności handlowe. Na koniec roku obrotowego 2022/23 sytuacja była odrotna ze względu na podwyższony poziom zapasów w ujęciu do powierzchni sprzedaży, których termin płatności upłynął (konsekwencja wyjścia z Rosji opisana wcześniej) co skutkowało z kolei obniżonym wykorzystaniem faktoringu. Dodatkowo zawyżone, w stosunku do „normy” z poprzednich lat były należności handlowe, co wynikało z wysokiego salda należności za towary od kontrahenta, który odkupił działalność LPP w Rosji.

W najbliższym roku oczekujemy, że sytuacja wróci do normy tj. zapasy w przeliczeniu na m² unormują się, należności za zakup towarów od chińskiego kontrahenta, który odkupił od LPP biznes w Rosji, będą sukcesywnie spłacane oraz znacząco wzrośnie wykorzystanie limitów faktoringowych. W efekcie oczekujemy powrotu kapitału obrotowego do wartości ujemnych, a tym samym na kapitale obrotowym oczekujemy wygenerowania w roku bieżącym istotnych dodatnich przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej.

Kapitał obrotowy i wykorzystanie faktoringu odwróconego (mln zł)



Źródło: LPP, BM Banku Millennium

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2018	2019/20*	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24p	2024/25p	2025/26p	2026/27p	2027/28p	2028/29p	2029/30p	2030/31p
przychody netto	8 046,8	9 899,2	7 848,1	14 029,7	15 926,5	18 451,5	22 600,2	26 184,7	29 727,0	33 035,7	36 139,1	38 406,0	39 847,5
zysk (strata) brutto ze sprzedaży	4 401,3	5 145,7	4 083,9	8 107,2	8 130,9	9 486,7	11 577,8	13 321,2	15 041,9	16 644,1	18 174,7	19 291,5	20 012,2
koszty sklepów i dystrybucji	3 023,6	3 676,1	3 368,3	5 216,1	5 840,1	6 510,7	7 831,7	8 963,3	10 081,0	11 114,4	12 103,3	12 814,5	13 264,5
koszty ogólne	508,6	537,0	479,3	744,8	862,4	964,7	1 167,4	1 341,5	1 512,6	1 671,1	1 821,4	1 929,7	1 997,9
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-112,5	-126,9	-83,3	-667,3	31,3	-126,1	-129,1	-147,1	-165,9	-185,0	-203,1	-218,2	-229,7
EBIT	756,6	805,7	153,0	1 479,0	1 459,7	1 885,1	2 449,6	2 869,4	3 282,4	3 673,6	4 046,9	4 329,1	4 520,2
EBITDA (non MSSF16)**	1 105,7	1 243,7	608,8	2 003,3	1 955,5	2 593,2	3 227,3	3 734,0	4 233,3	4 706,6	5 153,8	5 487,9	5 713,7
saldo finansowe	-32,9	-140,5	-269,5	-247,0	-96,9	-205,5	-251,2	-225,7	-234,7	-232,3	-217,5	-204,6	-196,0
zysk przed opodatkowaniem	723,7	665,2	-116,5	1 232,0	1 362,8	1 679,6	2 198,4	2 643,7	3 047,7	3 441,3	3 829,4	4 124,5	4 324,1
podatek dochodowy	218,5	244,2	73,6	278,5	218,5	319,1	417,7	502,3	579,1	653,8	727,6	783,7	821,6
zysk netto	505,2	421,0	-190,1	953,5	1 093,5	1 360,5	1 780,7	2 141,4	2 468,7	2 787,5	3 101,8	3 340,8	3 502,5
liczba akcji (mln)	1,852	1,852	1,852	1,852	1,854	1,855	1,857	1,857	1,857	1,857	1,857	1,857	1,857
EPS	272,7	227,3	-102,6	514,7	589,8	733,3	958,9	1 153,1	1 329,4	1 501,0	1 670,3	1 799,0	1 886,1

Źródło: LPP, prognozy BM Banku Millennium

* - okres 13 miesięcy, zmiana roku obrotowego

** - EBITDA (non MSSF16) = EBIT + amortyzacja bez amortyzacji praw do użytkowania lokali

Bilans (mln PLN)

	2018	2019/20*	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24p	2024/25p	2025/26p	2026/27p	2027/28p	2028/29p	2029/30p	2030/31p
aktywa trwałe	2 417,8	5 870,7	5 620,6	7 027,7	7 351,8	7 790,8	8 441,9	9 032,6	9 639,1	10 199,2	10 545,9	10 783,7	10 864,6
rzeczowe aktywa trwałe	1 818,3	2 312,4	2 439,8	2 760,5	3 336,0	3 663,4	4 072,4	4 479,3	4 866,4	5 214,7	5 459,5	5 622,8	5 691,8
aktywa niematerialne	89,6	126,2	136,5	144,4	185,6	204,8	227,8	250,3	271,5	290,5	304,2	313,6	318,2
wartość firmy	209,6	209,6	183,2	183,2	183,2	183,2	183,2	183,2	183,2	183,2	183,2	183,2	183,2
prawa do użytkowania	0,0	3 000,2	2 589,1	3 412,3	2 888,4	3 047,1	3 366,9	3 629,5	3 860,2	4 049,7	4 134,9	4 197,7	4 203,5
pozostałe	300,2	222,3	272,1	527,3	758,6	692,4	591,6	490,3	457,7	461,0	464,1	466,4	467,8
aktywa obrotowe	2 963,1	3 735,1	4 733,2	7 107,5	5 569,3	6 434,1	7 912,0	8 971,1	10 325,1	11 539,8	12 667,2	13 967,7	15 105,3
zapasy	1 590,4	1 921,1	2 074,4	3 864,1	3 353,4	3 400,0	4 180,4	4 878,6	5 569,5	6 216,7	6 813,2	7 249,3	7 522,7
należności z tyt. dostaw i usług	156,3	143,8	158,1	246,1	944,1	322,9	395,5	458,2	520,2	578,1	632,4	672,1	697,3
depozyty i fundusze inwestycyjne	0,0	96,9	953,0	1 302,7	556,8	1 133,2	1 392,1	1 624,6	1 854,6	2 070,2	2 268,8	2 414,0	2 505,1
środki pieniężne i ekwiwalenty	1 045,0	1 361,5	1 277,9	1 354,9	465,0	1 239,0	1 551,4	1 570,6	2 001,0	2 252,3	2 490,1	3 140,1	3 869,3
aktywa razem	5 380,8	9 605,9	10 353,8	14 135,2	12 921,0	14 224,9	16 353,9	18 003,7	19 964,2	21 739,0	23 213,0	24 751,4	25 969,9
kapitał własny	2 860,5	3 247,5	3 068,4	3 272,1	3 984,4	4 547,1	5 239,4	5 956,3	6 711,8	7 524,3	8 396,2	9 255,6	10 085,4
zobowiązania	2 520,3	6 358,4	7 285,4	10 863,2	8 936,7	9 677,8	11 114,5	12 047,4	13 252,4	14 214,6	14 816,8	15 495,8	15 884,4
zobowiązania długoterminowe	346,1	3 159,3	3 114,2	3 983,2	3 722,7	3 492,7	3 744,7	3 641,4	3 821,0	3 912,2	3 849,1	3 896,5	3 896,7
w tym dług odsetkowy	88,6	462,9	484,7	438,8	845,1	495,3	495,3	188,3	188,3	131,8	0,0	0,0	0,0
zobowiązania krótkoterminowe	2 174,1	3 199,1	4 171,2	6 879,9	5 214,0	6 185,1	7 369,8	8 406,0	9 431,4	10 302,4	10 967,8	11 599,3	11 987,8
w tym dług odsetkowy	203,2	109,5	521,1	539,1	818,3	294,3	294,3	282,1	282,1	197,5	0,0	0,0	0,0
pasywa razem	5 380,8	9 605,9	10 353,8	14 135,2	12 921,0	14 224,9	16 353,9	18 003,7	19 964,2	21 739,0	23 213,0	24 751,4	25 969,9
BVPS	1 544,2	1 753,1	1 656,4	1 766,4	2 148,8	2 451,0	2 821,4	3 207,5	3 614,3	4 051,9	4 521,3	4 984,1	5 431,0

Źródło: LPP, prognozy BM Banku Millennium

* - okres 13 miesięcy, zmiana roku obrotowego

Wyniki finansowe

Cash flow (mln PLN)

	2018	2019/20*	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24p	2024/25p	2025/26p	2026/27p	2027/28p	2028/29p	2029/30p	2030/31p
wynik brutto	723,7	665,2	-116,5	1 232,0	1 362,8	1 679,6	2 198,4	2 643,7	3 047,7	3 441,3	3 829,4	4 124,5	4 324,1
podatek	-42,1	-295,8	-326,7	-320,1	-402,4	-319,1	-417,7	-502,3	-579,1	-653,8	-727,6	-783,7	-821,6
amortyzacja	349,2	1 093,8	1 073,0	1 147,7	1 129,2	1 275,7	1 382,8	1 525,8	1 651,3	1 767,7	1 862,9	1 933,5	1 977,9
zmiana kapitału obrotowego	125,2	268,8	113,2	145,0	-2 292,8	1 470,3	216,3	190,2	232,8	88,0	84,1	62,9	41,2
przepływy z działalności operacyjnej	1 212,0	1 848,3	1 074,5	3 003,7	622,4	4 448,6	3 624,7	4 092,9	4 592,2	4 893,7	5 299,3	5 589,3	5 784,1
inwestycje (capex)	-798,9	-1 003,8	-824,8	-1 324,7	-1 156,9	-1 200,0	-1 361,1	-1 453,0	-1 525,6	-1 574,8	-1 551,0	-1 527,0	-1 472,6
przepływy z działalności inwestycyjnej	-704,4	-861,5	-1 007,1	-1 328,3	-897,1	-1 058,7	-1 331,7	-1 405,0	-1 472,2	-1 509,9	-1 473,4	-1 418,3	-1 332,3
wypłata dywidendy	-73,3	-110,1	0,0	-833,6	-648,3	-797,7	-1 088,4	-1 424,5	-1 713,1	-1 974,9	-2 230,0	-2 481,4	-2 672,7
zmiana zadłużenia	108,5	-14,0	444,5	-48,6	946,9	-873,7	0,0	-319,1	0,0	-141,1	-329,3	0,0	0,0
płatności zobowiązań z tytułu leasingu finansowego	0,0	-721,1	-538,6	-583,2	-731,7	-567,7	-605,1	-661,2	-700,4	-734,7	-756,1	-774,7	-784,3
przepływy z działalności finansowej	20,9	-682,5	-139,5	-1 634,7	-609,3	-2 541,3	-1 980,6	-2 668,8	-2 689,6	-3 132,5	-3 588,1	-3 521,0	-3 722,6
zmiana gotówki netto	528,5	304,4	-72,1	40,7	-884,0	848,6	312,4	19,2	430,4	251,3	237,8	650,0	729,2
DPS	40,0	60,0	0,0	450,0	350,0	430,0	586,1	767,1	922,5	1 063,5	1 200,8	1 336,3	1 439,2
CEPS	461,2	817,8	476,6	1 134,3	1 198,7	1 421,0	1 703,5	1 974,8	2 218,6	2 453,0	2 673,5	2 840,2	2 951,2
FCFPS	109,9	469,0	215,0	542,0	-625,3	1 566,2	1 094,8	1 291,5	1 517,7	1 642,1	1 864,2	2 025,6	2 150,1

Źródło: LPP, prognozy BM Banku Millennium

* - okres 13 miesięcy, zmiana roku obrotowego

Wskaźniki

	2018	2019/20*	2020/21	2021/22	2022/23p	2023/24p	2024/25p	2025/26p	2026/27p	2027/28p	2028/29p	2029/30p	2030/31p
zmiana sprzedaży	14,5%	23,0%	-20,7%	78,8%	13,5%	15,9%	22,5%	15,9%	13,5%	11,1%	9,4%	6,3%	3,8%
zmiana EBITDA (non MSSF16)**	26,8%	12,5%	-51,0%	229,0%	-2,4%	32,6%	24,5%	15,7%	13,4%	11,2%	9,5%	6,5%	4,1%
zmiana EBIT	30,8%	6,5%	-81,0%	866,5%	-1,3%	29,1%	29,9%	17,1%	14,4%	11,9%	10,2%	7,0%	4,4%
zmiana zysku netto	14,6%	-16,7%	-145,2%	-601,5%	14,7%	24,4%	30,9%	20,3%	15,3%	12,9%	11,3%	7,7%	4,8%
marża EBITDA (non MSSF16)**	13,7%	12,6%	7,8%	14,3%	12,3%	14,1%	14,3%	14,3%	14,2%	14,2%	14,3%	14,3%	14,3%
marża EBIT	9,4%	8,1%	1,9%	10,5%	9,2%	10,2%	10,8%	11,0%	11,0%	11,1%	11,2%	11,3%	11,3%
marża zysku netto	6,3%	4,3%	-2,4%	6,8%	6,9%	7,4%	7,9%	8,2%	8,3%	8,4%	8,6%	8,7%	8,8%
sprzedaż/aktywa (x)	1,50	1,03	0,76	0,99	1,23	1,30	1,38	1,45	1,49	1,52	1,56	1,55	1,53
dług / kapitał (x)	10,2%	17,6%	32,8%	29,9%	41,7%	17,4%	15,1%	7,9%	7,0%	4,4%	0,0%	0,0%	0,0%
odsetki***	14,3	15,3	25,9	30,5	121,3	95,5	53,8	30,6	30,6	26,0	10,7	0,0	0,0
odsetki*** / EBITDA(non MSSF16)**	1,3%	1,2%	4,3%	1,5%	6,2%	3,7%	1,7%	0,8%	0,7%	0,6%	0,2%	0,0%	0,0%
stopa podatkowa	30,2%	36,7%	-63,2%	22,6%	16,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	17,7%	13,0%	-6,2%	29,1%	27,4%	29,9%	34,0%	36,0%	36,8%	37,0%	36,9%	36,1%	34,7%
ROA	9,4%	4,4%	-1,8%	6,7%	8,5%	9,6%	10,9%	11,9%	12,4%	12,8%	13,4%	13,5%	13,5%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	-753,2	-780,3	-272,1	-377,0	1 198,3	-449,4	-761,8	-1 100,1	-1 530,5	-1 923,0	-2 490,1	-3 140,1	-3 869,3

Źródło: LPP, prognozy BM Banku Millennium

* - okres 13 miesięcy, zmiana roku obrotowego

** - EBITDA (non MSSF16) = EBIT + amortyzacja bez amortyzacji praw do użytkowania lokali

*** - bez odsetek z tyt. leasingu

Główne czynniki ryzyka

- ❑ **Nietrafione inwestycje** - po wyjściu z rynku rosyjskiego LPP planuje intensywny wzrost na rynkach europejskich: w Europie Środkowo-Wschodniej, Południowo-Wschodniej, we Włoszech, w Grecji i w krajach Zachodnich. Główny nacisk ma być położony na rozwój marki Sinsay w parkach handlowych. Istnieje ryzyko, że inwestycje będą nietrafione i nie będą przynosić oczekiwanego zwrotu. W szczególności dotyczy to nowych rynków (Włochy, Grecja) oraz tych, na których obecność w kanale offline do tej pory nie była wysoka (np. Wielka Brytania). Zwracamy uwagę, że przed wybuchem wojny Grupa LPP preferowała rozwój na rynkach wschodnich, pomimo geograficznej bliskości rynków, na których obecnie planuje otwarcia nowych salonów.
- ❑ **Ryzyko walutowe** - LPP narażona jest na ryzyko walutowe wynikające z dokonywania zakupów towarów głównie w dolarze oraz sprzedawania towaru na rynkach europejskich za euro oraz waluty lokalne (43% sprzedaży w złotym). Występuje także ryzyko związane z faktem rozliczania czynszów najmu powierzchni handlowych w euro. Obecnie Grupa posiada również istotne należności wyrażone w dolarze amerykańskim, wynikające ze sprzedaży spółki rosyjskiej. Spółka stosuje zabezpieczenia kursu walutowego USD/PLN przez zawieranie kontraktów forward dla płatności w dolarze wobec dostawców.
- ❑ **Spadek popytu** - popyt na produkty LPP uzależniony jest od sytuacji gospodarstw domowych: wzrostu zarobków, poziomu bezrobocia, poziomu optymizmu konsumentów, inflacji i poziomu stóp procentowych. Grupa nie zakłada istotnego wzrostu sprzedaży na m² w bieżącym roku, jednak jej oczekiwania i tak mogą być zbyt optymistyczne w przypadku wystąpienia kryzysu gospodarczego. Istnieje też ryzyko, że spowolnienie może przeciągać się dłużej od oczekiwań wpływając na sprzedaż i marże możliwe do zrealizowania przez LPP.
- ❑ **Postawienie na rozwój Sinsay** - w dłuższym okresie możliwy jest odwrót klientów od segmentu „value-for-money” na rzecz segmentów droższych. Możliwy jest również wzrost konkurencji w segmencie o niskich cenach ze względu intensywny rozwój konkurencji.
- ❑ **Splata należności od kontrahenta z Chin** - spłata należności za rosyjski biznes została rozłożona do 2026 r. i sama Grupa przyznaje, że ryzyko kontrahenta jest istotne. Na koniec stycznia 2023 należność za sprzedaż spółki wynosiła 365 mln zł, co uwzględnia już dyskonto za ryzyko kontrahenta i wpływ zmian kursu walutowego. Z kolei należność za towary ciągle pozostającą do spłaty szacujemy na 600-700 mln zł.
- ❑ **Ryzyko trendów modowych** - Grupa LPP działa na bardzo konkurencyjnym, wymagającym i zmiennym rynku mody oraz zmiennych gustów klientów. Istnieje ryzyko, że nowe kolekcje będą nietrafione, co może powodować problemy ze zbytem, konieczność obniżania cen lub dokonania odpisów na części zapasów.
- ❑ **Ryzyko działań wojennych** - wystąpienie lub zaognienie konfliktu (w przypadku Ukrainy) na terenie krajów, gdzie Grupa posiada zlokalizowane fabryki, sieć sprzedaży i dystrybucji, może negatywnie wpłynąć na funkcjonowanie Grupy. Z tego tytułu LPP jest narażone na ryzyko nałożenia embarga lub ograniczeń na import lub eksport towarów, ryzyko zawłaszczenia towaru handlowego, zamknięcia sklepów. Ryzyko jest szczególnie istotne w przypadku sukcesów militarnych strony rosyjskiej na Ukrainie oraz w przypadku zaostrzenia sytuacji politycznej w Azji Wschodniej.
- ❑ **Wzrost czynszów** - na rynku nowoczesnej powierzchni handlowej płatności z tytułu najmu lokali uiszczane są w euro, a umowy zawierają klauzule corocznej waloryzacji czynszów do inflacji. Inflacja w Strefie Euro będzie więc wpływać na nominalny wzrost opłat za wynajem. Grupa minimalizuje ryzyko zwiększając udział umów, w których czynsz uzależniony jest od obrotu.
- ❑ **Nasilenie konkurencji** - segment odzieżowy cechuje duże rozdrobnienie, a światowe marki agresywnie wkraczają na nowe rynki. Bariery wejścia nowych firm na rynek w segmencie odzieżowym są niskie.
- ❑ **Ryzyko naruszenia praw człowieka w łańcuchu dostaw** - ryzyko obejmuje m.in. nieprzestrzeganie standardów międzynarodowych, praw człowieka, ograniczanie wolności pracowników, nieprzestrzeganie zasad bezpieczeństwa pracy, dyskryminację itp. w zakładach produkujących na zlecenie LPP, na które składają się przede wszystkim firmy z krajów azjatyckich.

Rekomendacje BM Banku Millennium opublikowane w ostatnich 12 miesiącach

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Agora	Kupuj	10 cze 22	5,55	10,40	Adam Zajler
Mostostal Zabrze	Kupuj	12 wrz 22	1,80	3,20	Adam Zajler
Ambra	Kupuj	20 wrz 22	20,40	25,60	Marcin Palenik
KGL	Neutralnie	3 paź 22	11,70	12,00	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	9 gru 22	4,40	7,50	Adam Zajler
VRG	Kupuj	27 lut 23	3,35	5,11	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	16 mar 23	22,00	32,10	Grzegorz
Mostostal Zabrze	Kupuj	28 mar 23	2,42	4,20	Adam Zajler
KGL	Akumuluj	19 maj 23	12,30	14,20	Łukasz Bugaj

Źródło: BM Banku Millennium, rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Agora, Korporacja KGL i Mostostal Zabrze uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego, z tytułu czego BM Banku Millennium otrzymuje wynagrodzenie od GPW.

Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	7	78%
Akumuluj	1	11%
Neutralnie	1	11%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Nie wydano rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których BM Banku Millennium pełni funkcję animatora

Biuro Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 82
marcin.materna@bankmillennium.pl

Dyrektor
banki, ubezpieczenia

Adam Zajler
+48 22 598 26 88
adam.zajler@bankmillennium.pl

Analityk
przemysł, technologie, media

Łukasz Bugaj, CFA
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 59
lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

Analityk
fundusze inwestycyjne

Grzegorz Gawkowski
+48 22 598 26 05
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

Analityk
fundusze inwestycyjne

Seweryn Żołyński, CFA
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 71
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

Analityk
handel

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki
+48 22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak
+48 22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

Jarosław Oldakowski
+48 22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

Leszek Iwaniec
+48 22 598 26 90
leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

Marek Pszczółkowski
+48 22 598 26 60
marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.
ul. Żaryna 2A, Millennium Park Ip
02-593 Warszawa Polska

Ważne informacje

Informacje zawarte w niniejszym raporcie stanowią rekomendację inwestycyjną w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycypantów lub wskazań konfliktów interesów, wyniku doradztwa inwestycyjnego.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu nie była udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne i został przygotowany przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Nadzór nad Biurem Maklerskim Banku Millennium S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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/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

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

KUPLUJ - 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 Biuro Maklerskie Banku Millennium 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

Rekomendacje sporządzone są 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) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postępowanie 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 uzależniająca 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 Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. lub Bank Millennium S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej lub usług bankowych świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Selena FM, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełniło funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla spółek będących przedmiotem niniejszego raportu i nie otrzymało wynagrodzenia z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Analitycznego tworzy materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze.

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A. oraz Banku Millennium S.A. Pomiędzy Bankiem Millennium S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycypantów lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Biura Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Biuro Maklerskie (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 24 maja 2023r. o godzinie 9:45, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 24 maja 2023r. godzina 10:00.