

CDRL – kupuj

23 kwietnia 2018 r., godz. 08:00

Niedoszacowany potencjał rozwoju zagranicznego

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla akcji CDRL S.A. od zalecenia „kupuj” z 12-miesięczną ceną docelową 42,62 zł, co przy cenie zamknięcia notowań z dnia 20.04.2018 r. implikuje potencjał wzrostowy na poziomie 33,2%. Grupa CDRL ma za sobą bardzo dobry 2017 rok, w którym zwiększyła przychody ze sprzedaży o 13,1% rdr, do 230,3 mln zł, a zysk EBITDA aż o 33,7% rdr, do 29,6 mln zł. W dużej mierze przyczyniła się do tego rekordowa marża brutto na sprzedaży osiągnięta w Polsce, która w samym IV kw. wyniosła 63,3%. Uważamy, że 2018 rok może być dla Spółki równie udany, między innymi dzięki mocnemu złotemu, jednak utrzymanie takich dynamik wzrostowych w kolejnych latach może być trudne.

CDRL zbudowało stabilny biznes w Polsce – 250 sklepów, co zdaniem Zarządu stanowi optymalną sieć sprzedaży. Naturalnym krokiem dalszego rozwoju jest silniejsza ekspansja zagraniczna. Model biznesowy Spółki zakłada rozwój poprzez franczyzę lub w formule shop-in-shop. Jest on szybki i bezpieczny, a przy tym mało kapitałochłonny, jednak CDRL musi dzielić się generowaną marżą z partnerami. W lutym Spółka poinformowała o rozpoczęciu współpracy z myToys, wchodząc jednocześnie na trudny rynek niemiecki. Liczymy, że współpraca zostanie rozszerzona o kolejne sklepy oraz kanał e-commerce i będzie wyraźniej widoczna w wynikach od 2019 roku. Ponadto, CDRL zamierza mocniej zaznaczyć swoją obecność m.in. w Rumunii, Czechach, na Słowacji czy Ukrainie. Kontynuowany ma być również rozwój sklepu internetowego.

Nasze prognozy zakładają, że w 2018 roku Grupa CDRL osiągnie 250,5 mln zł przychodów ze sprzedaży (+8,8% rdr), a zysk EBITDA wyniesie 30,7 mln zł (+4% rdr) przy utrzymaniu wysokich marż, do czego przyczyni się korzystny kurs złotego. W kolejnych latach oczekujemy jednak stopniowego spadku marży brutto na sprzedaży, co będzie związane ze zwiększaniem udziału e-commerce i sprzedaży poza krajem w strukturze przychodów. Prognozujemy dwucyfrowy wzrost sprzedaży zagranicznej w okresie prognozy (12-17% rdr) i jeszcze szybszy wzrost e-commerce (50-80% rdr), co w dużej mierze wynika z wciąż niskiej bazy. Według naszych prognoz przełoży się to na wzrost EBITDA w latach 2019-2022 o odpowiednio 5,6%, 5,8% i 4,2% rdr.

Zarząd CDRL już nie raz wspominał, że rozgląda się za potencjalnymi akwizycjami. Do tej pory nie zapadły w tej kwestii jednak żadne konkretne decyzje. Nie wiadomo przy tym, jak duża mogłaby być przejmowana firma. Z tego względu w prognozach nie uwzględniamy scenariusza akwizycji, bazując na wzroście organicznym w kolejnych latach.

Wycena akcji:

Cena bieżąca (20.04.2018 r.)	32,00 zł
Cena docelowa (12-miesięczna)	42,62 zł
Potencjał wzrostu	33,2%

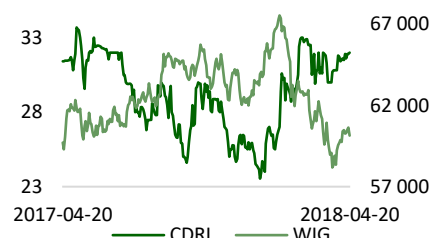
Informacje o spółce:

Grupa CDRL zajmuje się projektowaniem oraz dystrybucją odzieży dziecięcej pod marką Coccodrillo. Jej sklepy obecne są zarówno w Polsce, jak i na wielu rynkach zagranicznych. Spółka prowadzi ponadto sprzedaż internetową.

Akcjonariat (udział w liczbie głosów):

Forsmart Ltd	33,3%
Tomasz Przybyła	27,6%
Marek Dworczak	27,6%
Pozostali	11,6%

Wykres notowań (ostatnie 12 miesięcy):



Poprzednie rekomendacje:

Brak

Analitycy:

Paweł Juszcak, CFA, MPW
Członek Zarządu, Analityk
pjuszcak@domanaliz.pl

Adrian Mackiewicz, DI
Członek Zarządu, Analityk
amackiewicz@domanaliz.pl

Prognozy i wskaźniki

(mln zł)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody netto ze sprzedaży	179,5	203,7	230,3	250,5	275,0	300,0	325,1	349,3
EBITDA	20,5	22,1	29,6	30,7	32,5	34,3	35,8	36,5
EBIT	17,9	18,7	25,4	26,6	27,1	28,2	30,6	32,3
Zysk netto*	13,3	14,0	13,4	20,6	21,0	21,8	24,0	25,3
DPS	0,8 zł	0,9 zł	1,2 zł	1,0 zł	1,2 zł	1,2 zł	1,3 zł	1,5 zł
stopa dywidendy	3,6%	2,9%	4,4%	3,1%	3,7%	3,8%	4,0%	4,7%

*Prognozy bez uwzględnienia wpływu wyceny i rozliczenia instrumentów pochodnych oraz zysków i strat z tytułu różnic kursowych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Spis treści

Podsumowanie wyceny	3
Wycena metodą DCF.....	4
Założenia przyjęte w wycenie	4
Prognoza wyników finansowych.....	5
Wynik wyceny metodą DCF	6
Wycena metodą porównawczą.....	8
Opis spółki	9
Profil działalności i model biznesowy	9
Struktura Grupy Kapitałowej	10
Akcjonariat.....	11
Strategia działalności	12
Polityka dywidendy.....	13
Analiza otoczenia	14
Otoczenie makroekonomiczne	14
Sytuacja na rynku walutowym.....	16
Sytuacja demograficzna Polski.....	18
Rynek odzieży dziecięcej.....	19
Analiza historycznych wyników finansowych	21
Przychody i koszty.....	21
Sytuacja majątkowa	24
Analiza wskaźnikowa	26
Kluczowe czynniki ryzyka	27
Dodatkowe objaśnienia i zastrzeżenia prawne.....	28

Podsumowanie wyceny

W wycenie Spółki CDRL zastosowaliśmy metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Ze względu na brak odpowiedniej grupy porównawczej zdecydowaliśmy się nie uwzględniać wyceny metodą porównawczą w końcowej wycenie Spółki.

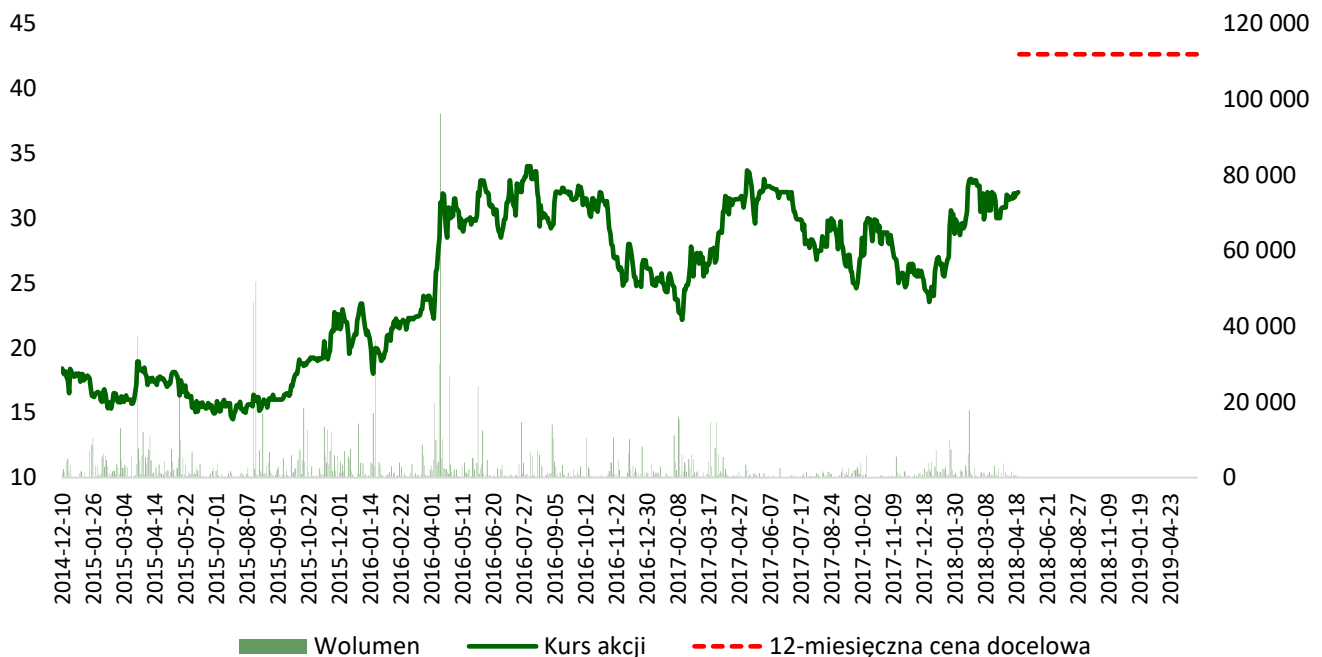
Oszacowana przez nas 12-miesięczna cena docelowa jednej akcji CDRL to 42,62 zł.

Wynik wyceny akcji CDRL	
Wynik wyceny metodą DCF	42,62 zł
Waga w końcowej wycenie	100%
Wynik wyceny metodą porównawczą	-
Waga w końcowej wycenie	0%
Wycena końcowa 1 akcji	42,62 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Przy bieżącym kursie notowań CDRL (32,0 zł) oznacza to ponad 33-procentowy potencjał wzrostu.

Notowania CDRL i cena docelowa



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW.

Wycena metodą DCF

Wycenę akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 5-letniej prognozy wolnych przepływów pieniężnych przynależnych właścicielom kapitału własnego i wierzycielom (FCFF). Na podstawie tej metody docelową 12-miesięczną wartość kapitału własnego CDRL oszacowaliśmy na poziomie 258 mln zł, co w przeliczeniu na 1 akcję CDRL daje wartość 42,62 zł.

Założenia przyjęte w wycenie

Nasze prognozy i wycenę oparliśmy o następujące założenia:

- zgodnie z zapowiedziami Zarządu Spółki w najbliższych latach liczba sklepów CDRL zlokalizowanych w Polsce ma utrzymać się na poziomie zbliżonym do obecnego (250). Prognozowana przez nas średnioroczna kilkuprocentowa poprawa przychodów netto ze sprzedaży z sieci detalicznej Grupy w Polsce oparta jest zatem przede wszystkim na oczekiwanym wzroście sprzedaży LFL, m.in. dzięki rosnącej wartości całego rynku i poszerzeniu oferty produktowej (np. o skórzane obuwie), a także dzięki optymalizacji sieci (relokacje);
- Spółka zakłada dalszy dynamiczny wzrost liczby sklepów poza Polską (w samym 2018 roku plan zakłada wzrost netto liczby placówek o 32), przez co prognozujemy dwucyfrowy (12% – 17%) wzrost przychodów ze sprzedaży zagranicznej w kolejnych latach;
- naszym zdaniem przychody Grupy w kanale internetowym (zarówno w Polsce, jak i za granicą) będą w najbliższych latach dynamicznie rosnąć, co z jednej strony będzie efektem wciąż zyskującego na popularności wśród klientów kanału e-commerce, a z drugiej strony dość niskiej bazy w przypadku sprzedaży internetowej poza Polską i dalszego rozwoju sklepu internetowego CDRL (m.in. wprowadzenie nowych wersji językowych);
- według naszych przewidywań marża zysku brutto na sprzedaży Grupy CDRL będzie w kolejnych latach stopniowo malała w związku ze zwiększaniem udziału w łącznych przychodach Grupy mniej marżowych kanałów sprzedaży: e-commerce i sprzedaży zagranicznej;
- w 2018 roku prognozujemy istotny wzrost wynagrodzeń (15% rdr), co będzie konsekwencją utrzymującej się w gospodarce presji na wzrost płac. W latach 2018 – 2019 spodziewamy się także większego w porównaniu do poprzednich lat wzrostu kosztów materiałów i energii (10% rdr), głównie ze względu na znaczące zwiększenie powierzchni magazynowej. Z kolei na lata 2019 – 2020 prognozujemy istotny wzrost amortyzacji, na co przełoży się oddana do użytkowania hala oraz inwestycja w nowy system ERP (wzrost o odpowiednio 29% i 15% rdr). Ponadto, ze względu na rosnącą liczbę sklepów franczyzowych prognozujemy wzrost kosztów usług obcych w tempie nieco wyższym od dynamiki przychodów ze sprzedaży Grupy;
- oczekujemy, że wartość kapitału obrotowego netto będzie rosła w tempie podobnym do dynamiki wzrostu przychodów Grupy;
- efektywną stopę podatkową ustaliliśmy na poziomie 19%;
- zgodnie z zapowiedziami Zarządu oczekujemy, że w 2018 roku Spółka przeznaczy na inwestycje około 15 mln zł (hala i wyposażenie oraz relokacje sklepów). Na 2019 rok prognozujemy inwestycje na poziomie około 7 mln zł (system ERP i relokacje sklepów), a po tym okresie około 4 mln zł rocznie na dalsze relokacje placówek;
- na podstawie założeń przedstawionych w tabeli poniżej oszacowaliśmy średnioważony koszt kapitału (WACC) w wąskim przedziale 8,9% – 9,2%;
- tempo wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie 5-letniej prognozy (g) ustaliliśmy na poziomie 2%;
- dług netto według stanu na dzień 31 grudnia 2017 roku wyniósł 19,2 mln zł.

Jednocześnie zwracamy uwagę, że począwszy od 2018 roku Spółka będzie raportować wyniki finansowe zgodnie z nowym standardem MSSF 15. Szacunki podane wcześniej przez Spółkę wskazują, że uwzględnienie postanowień tego standardu w sprawozdaniu finansowym Grupy CDRL za 2017 rok mogłoby wpłynąć na obniżenie skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży o około 6 mln zł, co pociągnęłoby za sobą również spadek dochodu o około 1 mln zł. Spółka wciąż bada wpływ tych zmian na raportowane wyniki, dlatego dokładne dane nie są jeszcze znane. Ze względu na fakt, że zastosowanie rzeczonych standardu nie wpłynie na generowane przepływy pieniężne nie uwzględniamy tych zmian w naszych prognozach i wycenie.

Ponadto z wypowiedzi członków Zarządu Spółki wywnioskować można, że CDRL rozgląda się za potencjalnymi akwizycjami przedsiębiorstw, które działają w podobnym segmencie z własną rozwiniętą marką i siecią sprzedaży. Do tej pory nie zapadły w tej kwestii jednak żadne konkretne decyzje. Z tego względu w prognozach nie uwzględniamy scenariusza akwizycji, bazując na wzroście organicznym w kolejnych latach.

Prognoza wyników finansowych

Historyczne wyniki finansowe oraz ich prognozy

(mln zł)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	179,5	203,7	230,3	250,5	275,0	300,0	325,1	349,3
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	86,9	97,8	106,4	115,6	129,7	144,1	158,8	173,4
Wynik brutto na sprzedaży	92,5	105,8	123,9	134,9	145,3	155,8	166,2	176,0
Koszty rodzajowe								
Amortyzacja	2,6	3,4	4,1	4,2	5,4	6,2	5,2	4,2
Zużycie materiałów i energii	2,4	2,5	3,0	3,3	3,7	3,7	3,8	3,9
Usługi obce	49,1	57,1	63,1	69,2	76,6	84,2	92,2	100,2
Podatki i opłaty	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Wynagrodzenia	19,0	22,9	26,5	30,4	31,2	32,0	32,8	33,6
Pozostałe koszty rodzajowe	0,9	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6
EBITDA	20,5	22,1	29,6	30,7	32,5	34,3	35,8	36,5
EBIT	17,9	18,7	25,4	26,6	27,1	28,2	30,6	32,3
Działalność finansowa*	-1,9	-1,8	-8,9	-1,1	-1,2	-1,2	-1,0	-1,0
Wynik przed opodatkowaniem*	16,0	16,9	16,5	25,5	25,9	27,0	29,6	31,3
Podatek dochodowy*	2,7	2,9	3,1	4,8	4,9	5,1	5,6	5,9
Wynik netto*	13,3	14,0	13,4	20,6	21,0	21,8	24,0	25,3

*Prognozy bez uwzględnienia wpływu wyceny i rozliczenia instrumentów pochodnych oraz zysków i strat z tytułu różnic kursowych.
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Historyczne dynamiki i marże oraz i ich prognozy

(mln zł)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Dynamika wyników:								
Przychody ze sprzedaży	13,3%	13,5%	13,1%	8,8%	9,8%	9,0%	8,4%	7,5%
Wynik brutto na sprzedaży	8,7%	14,4%	17,1%	8,9%	7,7%	7,2%	6,7%	5,9%
Wynik EBITDA	10,4%	7,8%	33,7%	4%	5,6%	5,8%	4,2%	1,9%
Wynik EBIT	11,2%	4,6%	35,8%	4,5%	2,0%	3,9%	8,6%	5,5%
Wynik netto*	16,8%	5,5%	-4,3%	53,6%	1,7%	4,1%	9,8%	5,7%
Marże:								
Marża brutto na sprzedaży	51,6%	52,0%	53,8%	53,9%	52,8%	52,0%	51,1%	50,4%
Marża EBITDA	11,4%	10,9%	12,8%	12,3%	11,8%	11,5%	11,0%	10,4%
Marża EBIT	10,0%	9,2%	11,0%	10,6%	9,9%	9,4%	9,4%	9,2%
Marża netto*	7,4%	6,9%	5,8%	8,2%	7,6%	7,3%	7,4%	7,3%

*Prognozy bez uwzględnienia wpływu wyceny i rozliczenia instrumentów pochodnych oraz zysków i strat z tytułu różnic kursowych.
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Wynik wyceny metodą DCF

Kalkulacja średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	>2022P
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Beta	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2
Premia za ryzyko kapitału własnego	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	10,7%	10,1%	10,1%	10,1%
Premia za ryzyko długu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału własnego	0,69	0,70	0,72	0,78	0,80	0,80
Udział długu	0,31	0,30	0,28	0,22	0,20	0,20
WACC	9,1%	9,2%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wolnych przepływów pieniężnych (FCFF)

(mln zł)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
EBIT	26,6	27,1	28,2	30,6	32,3
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	21,5	21,9	22,8	24,8	26,1
Amortyzacja	4,2	5,4	6,2	5,2	4,2
CAPEX	15,0	7,0	4,0	4,0	4,0
Zmiana KON	6,3	5,6	4,9	5,3	6,4
FCFF	4,4	14,7	20,0	20,7	19,9
Zdyskontowane FCFF (DFCFF)	4,1	12,3	15,5	14,7	13,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wartości 1 akcji

Suma DFCFF (mln zł)	59,6
Tempo wzrostu po okresie prognozy	2%
Wartość rezydualna – RV (mln zł)	291,7
Zdyskontowana wartość rezydualna (mln zł)	189,9
Wartość firmy – EV (mln zł)	249,4
Dług netto (mln zł)	19,2
Wartość kapitału własnego (mln zł)	230,2
Liczba akcji (mln)	6,055
Wartość 1 akcji na dzień 31.12.2017 r.	38,03 zł
12-miesięczna cena docelowa 1 akcji	42,62 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: tempo wzrostu po okresie prognozy i premia za ryzyko kapitału własnego

		Tempo wzrostu po okresie prognozy								
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
Premia za ryzyko kapitału własnego	4,0%	41,33	43,89	46,84	50,29	54,35	59,22	65,17	72,60	82,13
	4,5%	38,69	40,91	43,46	46,39	49,82	53,86	58,72	64,64	72,05
	5,0%	36,34	38,29	40,51	43,03	45,95	49,36	53,38	58,21	64,12
	5,5%	34,25	35,97	37,91	40,10	42,62	45,52	48,90	52,91	57,72
	6,0%	32,36	33,89	35,60	37,52	39,71	42,20	45,09	48,46	52,44
	6,5%	30,66	32,02	33,54	35,24	37,15	39,32	41,80	44,67	48,02
	7,0%	29,11	30,33	31,69	33,19	34,88	36,78	38,93	41,40	44,25

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: beta po okresie prognozy i premia za ryzyko kapitału własnego

		Beta po okresie prognozy								
		0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
Premia za ryzyko kapitału własnego	4,0%	68,36	64,12	60,44	57,21	54,35	51,81	49,53	47,47	45,61
	4,5%	63,08	59,04	55,55	52,50	49,82	47,44	45,31	43,41	41,68
	5,0%	58,50	54,65	51,34	48,47	45,95	43,73	41,74	39,97	38,37
	5,5%	54,49	50,82	47,69	44,98	42,62	40,53	38,68	37,02	35,53
	6,0%	50,94	47,46	44,49	41,93	39,71	37,75	36,01	34,47	33,08
	6,5%	47,78	44,47	41,66	39,25	37,15	35,31	33,68	32,23	30,93
	7,0%	44,95	41,80	39,14	36,86	34,88	33,15	31,62	30,26	29,04

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: beta po okresie prognozy i tempo wzrostu po okresie prognozy

		Beta po okresie prognozy								
		0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
Tempo wzrostu po okresie prognozy	0,0%	40,78	38,87	37,16	35,63	34,25	32,99	31,85	30,81	29,86
	0,5%	43,44	41,23	39,27	37,53	35,97	34,56	33,29	32,13	31,07
	1,0%	46,53	43,95	41,68	39,68	37,91	36,31	34,88	33,58	32,40
	1,5%	50,16	47,11	44,46	42,15	40,10	38,29	36,67	35,20	33,88
	2,0%	54,49	50,82	47,69	44,98	42,62	40,53	38,68	37,02	35,53
	2,5%	59,73	55,27	51,50	48,29	45,52	43,09	40,96	39,07	37,38
	3,0%	66,22	60,66	56,07	52,20	48,90	46,06	43,58	41,40	39,47
	3,5%	74,46	67,36	61,62	56,88	52,91	49,53	46,61	44,08	41,85
	4,0%	85,26	75,89	68,53	62,60	57,72	53,64	50,16	47,18	44,58

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wycena metodą porównawczą

Ze względu na fakt, że na rynkach publicznych brak jest firm, których działalność byłaby w dużym stopniu porównywalna z działalnością Grupy CDRL (brak odpowiedniej grupy porównawczej), zdecydowaliśmy się nie uwzględniać w końcowej wycenie Spółki wyceny uzyskanej na podstawie metody porównawczej.

Poniższa tabela prezentuje wskaźniki rynkowe firm, których działalność wydaje się być zbliżona do działalności Grupy CDRL w ograniczonym stopniu (kapitalizacja na dzień 20.04.2018 r.).

Kapitalizacja, wartość EV i wskaźniki rynkowe spółek porównywalnych

	Kapitalizacja (mln EUR)	EV (mln EUR)	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/S
CCC S.A.	2 637,7	2 734,9	28,2	23,0	2,6
LPP S.A.	4 137,2	4 061,3	29,3	19,4	2,5
TXM S.A.	17,5	24,2	-3,3	-4,7	0,2
Carter's Inc.	3 968,9	4 326,3	12,7	10,5	1,4
Guess? Inc.	1 450,8	1 185,8	22,3	11,3	0,8
Hanesbrands Inc.	5 049,2	7 831,0	13,3	11,4	1,0
Hennes & Mauritz AB	18 647,3	18 695,7	9,4	6,7	1,0
Industria de Diseno Textil S.A.	76 326,8	71 411,8	16,6	13,5	3,0
Next Plc	8 449,6	9 630,5	11,1	9,6	1,8
PVH Corp.	9 988,8	12 094,9	23,5	15,5	1,5
The Children's Plance Inc.	1 824,5	1 642,9	12,5	8,8	1,2
The Gap Inc.	9 014,5	8 579,7	7,1	5,2	0,7
VF Corp.	25 030,9	26 950,1	22,0	18,5	2,6
Mediana	5 049,2	7 831,0	13,3	11,3	1,4
CDRL S.A.	46,4	51,0	8,4	7,2	0,8
<i>Premia/dyskonto</i>			-37,1%	-36,3%	-41,3%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych spółek.

Opis spółki

Profil działalności i model biznesowy

Spółka CDRL jest wiodącym na rynku polskim oraz w Europie Środkowo-Wschodniej dystrybutorem odzieży dla niemowląt i dzieci sprzedawanej pod marką własną – Coccodrillo. Ofertę firmy uzupełniają dodatkowo dziecięce buty, bielizna i akcesoria (między innymi czapki, ozdoby do włosów, krawaty, chustki, torebki, okulary).

W działalności CDRL wyróżnić można dwa główne sezony sprzedaży, tj. wiosna – lato (od lutego do sierpnia) oraz jesień – zima (od września do stycznia), związane z wprowadzaniem poszczególnych kolekcji na rynek (na każdy sezon przygotowuje się kilkadziesiąt nowych kolekcji). Ich projektowanie, na podstawie przeprowadzonej szczegółowej identyfikacji potrzeb klienta i trendów danego sezonu, odbywa się w Polsce dzięki własnemu zespołowi projektantów. Produkcja zlecana jest następnie wielu zewnętrznym podmiotom, w szczególności z Azji (głównie z Chin, Bangladeszu, Indii). Choć Grupa CDRL nie jest bezpośrednio zaangażowana w proces produkcyjny, to zachowuje nad jego przebiegiem kontrolę, w tym nad wzornictwem, kolorystyką i rodzajem zastosowanych materiałów, a także nad jakością wyrobów końcowych i ich zgodnością z opracowanymi wcześniej projektami Spółki.

Podobnie jak produkcja transport towarów CDRL jest zlecany podmiotom zewnętrznym – w tym przypadku globalnym firmom logistycznym. Zakupione produkty są w pierwszej kolejności transportowane drogą morską do portu w Gdańsku, Hamburgu lub Rotterdamie, a następnie transportem drogowym do centralnego magazynu Grupy CDRL w Pianowie. Towar z przeznaczeniem do sprzedaży poza Unią Europejską przewożony jest natomiast do składu celnego należącego do Grupy CDRL.

Dystrybucja marki Coccodrillo początkowo realizowana była w średniej wielkości miastach Polski, w sklepach zlokalizowanych przy głównych ulicach handlowych. Wraz ze wzrostem popularności tej marki odzież zaczęto sprzedawać również w dużych miastach i największych galeriach handlowych, a także na rynkach zagranicznych i w Internecie. Na koniec 2017 roku sieć Grupy CDRL składała się z 500 punktów handlowych, w tym 249 placówek zlokalizowanych w Polsce, 140 w innych państwach Unii Europejskiej, a 111 w innych krajach (między innymi na Białorusi, w Kazachstanie, Arabii Saudyjskiej, Rosji, Egipcie czy Libii).

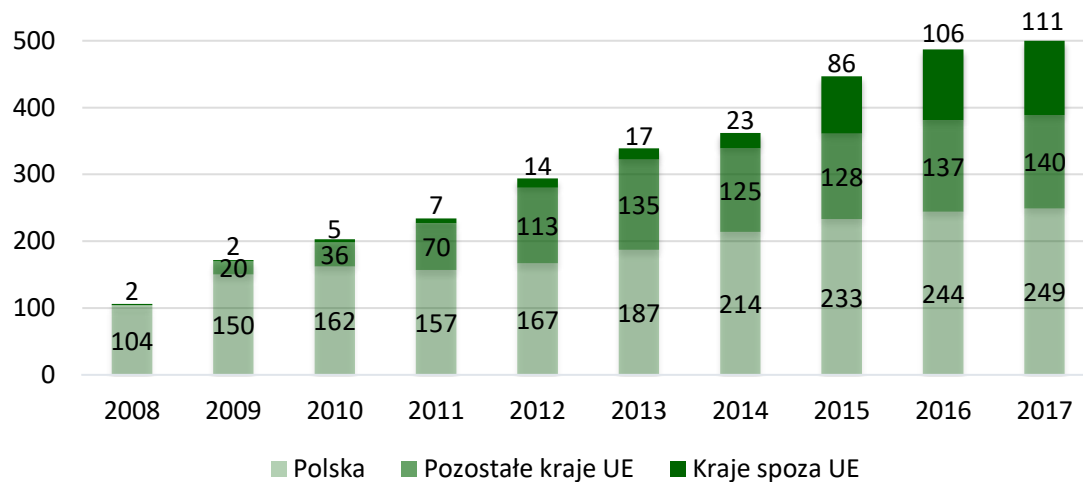
Rysunek 1.: Schemat modelu biznesowego CDRL



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta.

Na terenie Polski dystrybucja towarów CDRL prowadzona jest poprzez sklepy własne i agencyjne (odpowiednio 105 i 144 na koniec 2017 roku). W przypadku innych państw Unii Europejskiej dominują sklepy agencyjne (64 placówki), a także sklepy typu shop-in-shop (75 punktów), których koncepcja polega na wydzieleniu w ramach większej powierzchni miejsca dedykowanego marce Coccodrillo przy aranżacji oddającej charakter typowego sklepu spółki. Sprzedaż odzieży CDRL poza Unią Europejską odbywa się natomiast za pośrednictwem przedstawicieli zagranicznych – podmiotów działających na danym rynku hurtowym lub właścicieli sklepów multibrandowych (77 punktów shop-in-shop na koniec 2017 roku), a także partnerów rozwijających sieć salonów monobrandowych pod szyldem Coccodrillo (34 sklepy).

Rysunek 2.: Sieć sklepów CDRL



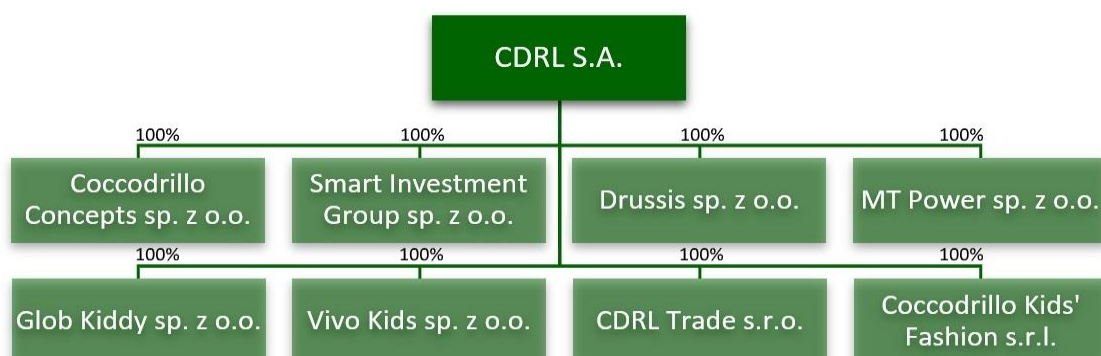
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta.

Jednocześnie część salonów Coccodrillo to sklepy outletowe, w których Grupa CDRL sprzedaje końcówki kolekcji danego sezonu. Ponadto CDRL systematycznie rozwija swój sklep internetowy, który poza naszym krajem aktualnie obsługuje również rynek czeski, słowacki, niemiecki i austriacki, a dodatkowo jest dostępny w angielskiej wersji językowej (przeznaczonej dla pozostałych krajów UE). Spółka w niewielkim zakresie realizuje także sprzedaż hurtową produktów, choć ze względu na dynamiczny rozwój własnej sieci dystrybucji oraz pojawienie się na rynku silnych marek, udział tego kanału w przychodach Grupy CDRL systematycznie maleje. Dodatkowo w miesiącach wakacyjnych Spółka otwiera sezonowe sieci swoich salonów zlokalizowane w popularnych miejscowościach wypoczynkowych (pełniące głównie funkcję promocyjną marki Coccodrillo).

Struktura Grupy Kapitałowej

Na Grupę Kapitałową CDRL składa się jednostka dominująca CDRL S.A., która zajmuje się projektowaniem, zakupem oraz sprzedażą hurtową i agencyjną towarów, a także spółki zależne (spółki sklepowe), które tworzą sieć detaliczną sklepów własnych CDRL. Przyjęty model działalności, polegający na wykorzystaniu spółek sklepowych, ma zapewniać CDRL dywersyfikację ryzyka związanego z umowami podpisywanymi z centrami handlowymi, a także ułatwiać zarządzanie siecią sklepów – w zależności od oceny ryzyka danego sklepu jest on przyporządkowywany do określonego podmiotu zależnego, co ma pozwalać na podejmowanie tych samych decyzji w odniesieniu do sklepów generujących ryzyko na podobnym poziomie.

Rysunek 3.: Schemat struktury Grupy Kapitałowej CDRL



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta.

Do jednostek zależnych odpowiedzialnych za sprzedaż detaliczną na terenie Polski należą spółki: Coccodrillo Concepts sp. z o.o., Smart Investment Group sp. z o.o., Drussis sp. z o.o., MT Power sp. z o.o. i Glob Kiddy sp. z o.o. Celem spółki Vivo Kids sp. z o.o. jest prowadzenie krajowej sprzedaży internetowej, natomiast spółek CDRL Trade s.r.o. i Coccodrillo Kids' Fashion s.r.l. sprzedaż hurtowa odpowiednio na rynku czeskim i rumuńskim.

Akcjonariat

Kapitał zakładowy CDRL S.A. wynosi 3.027.272 zł i składa się łącznie z 6.054.544 akcji o wartości nominalnej 0,5 zł każda. Z tego 3.004.484 akcje są uprzywilejowane co do głosu w ten sposób, że każda z tych akcji uprawnia do 2 głosów na walnym zgromadzeniu Spółki.

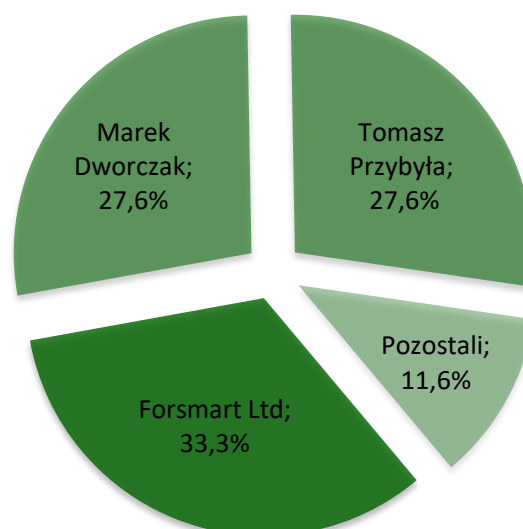
Największymi akcjonariuszami CDRL są:

- Forsmart Ltd – posiadająca 2.506.170 akcji, które uprawniają do 3.012.824 głosów na walnym zgromadzeniu;
- Marek Dworczak – posiadający 1.248.915 akcji, które uprawniają do 2.497.830 głosów na walnym zgromadzeniu;
- Tomasz Przybyła – posiadający 1.248.915 akcji, które uprawniają do 2.497.830 głosów na walnym zgromadzeniu.

Jednocześnie Marek Dworczak oraz Tomasz Przybyła posiadają po 50% w kapitale oraz głosach na zgromadzeniu udziałowców spółki prawa cypryjskiego Forsmart Ltd z siedzibą w Nikozji (są jej wyłącznymi udziałowcami). Domniemane ustne porozumienie akcjonariuszy Marka Dworczaka, Tomasza Przybyły i Forsmart Ltd co do zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu CDRL S.A. oznacza posiadanie większości (88,4%) głosów przez to porozumienie w CDRL S.A.

Pozostali akcjonariusze mają na swoich rachunkach łącznie 1.050.544 akcji, które uprawniają do takiej samej liczby głosów na walnym zgromadzeniu CDRL S.A.

Rysunek 4.: Struktura akcjonariatu CDRL S.A. – udział w ogólnej liczbie głosów



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta.

Strategia działalności

Strategia Grupy CDRL pierwotnie przedstawiona została w drugiej połowie 2014 roku przy okazji przeprowadzanej wówczas oferty publicznej. Ze względu na długi okres, jaki minął od jej publikacji, w niektórych miejscach została już uaktualniona, choć główne wymienione tam cele pozostały niezmienione.

Podstawowym założeniem strategii Grupy CDRL jest umocnienie marki Coccodrillo i zdobycie pozycji lidera rynku odzieży dziecięcej w regionie Europy Środkowo-Wschodniej ze szczególnym uwzględnieniem rynków polskiego, czeskiego i rumuńskiego. Wiąże się to ze stałym rozwojem i optymalizacją sieci handlowej. Tylko w ciągu 5 ostatnich lat, tj. od końca 2012 roku, liczba sklepów Coccodrillo zwiększyła się ogółem o 206 placówek, w tym 82 w Polsce, 27 w pozostałych krajach UE i 97 w krajach spoza UE. W konsekwencji na koniec 2017 roku sieć Coccodrillo liczyła łącznie już 500 sklepów (z tego 249 w Polsce, 140 w pozostałych krajach UE i 111 w krajach spoza UE). Jednocześnie oprócz otwierania nowych sklepów Spółka na bieżąco monitoruje wyniki dotychczasowych placówek, a najslabsze z nich są zastępowane sklepami w bardziej obiecujących lokalizacjach.

Jak wynika z zapowiedzi Zarządu CDRL, dalszy rozwój sieci Coccodrillo obejmować ma przede wszystkim zagranicę – na 2018 rok zaplanowano zwiększenie liczby netto sklepów o 41, w tym o 1 w Polsce oraz 20 w innych krajach UE i 20 w krajach spoza UE. Potwierdzeniem powyższego może być niedawno opublikowana przez Spółkę informacja o nawiązaniu współpracy z niemiecką siecią myToys i uruchomieniu w tej sieci pierwszego punktu Coccodrillo (w formule shop-in-shop). Jednocześnie w najbliższej przyszłości spodziewać można się kolejnych sklepów Coccodrillo na niemieckim rynku, a otwarcia zaplanowano także m.in. w Rosji, Arabii Saudyjskiej, Kazachstanie, Iranie czy na Ukrainie.

Istotny punkt strategii Spółki to również rozwój działalności sklepu internetowego z międzynarodowym zasięgiem sprzedaży. W tym celu w ostatnich latach uruchomiono polską, niemiecką, austriacką, czeską, słowacką i anglojęzyczną wersję strony, a plan zakłada wprowadzenie w niedalekiej przyszłości kolejnych (między innymi przeznaczonych na rynek angielski i ukraiński).

Ponadto w strategii rozwoju Grupy CDRL zapisano optymalizację procesu produkcji, która polegać ma na realizacji zamówień spółki dominującej przez zewnętrznych producentów w okresach, w których nie są obciążeni zbyt dużą liczbą zamówień, co ma pozwolić zmniejszyć koszty wynagrodzenia podwykonawców. Produkcja ma być przy tym stopniowo przenoszona do krajów takich jak Indie, Bangladesz, Turcja czy Pakistan, co ma zapewniać konkurencyjność cenową oraz uniezależnienie cyklu produkcyjnego od rynku chińskiego.

Z wypowiedzi członków Zarządu Spółki wywnioskować można również, że CDRL rozgląda się za potencjalnymi akwizycjami przedsiębiorstw, które działają w podobnym segmencie z własną rozwiniętą marką i siecią sprzedaży. Do tej pory nie zapadły w tej kwestii jednak żadne konkretne decyzje.

W 2018 roku Grupa CDRL zamierza także zainwestować w budowę hali magazynowej (ma zostać ukończona w lipcu), która będzie obsługiwać rozwijający się kanał e-commerce w Polsce i zagranicą, a także ma zapewnić przestrzeń magazynową na kolejne lata.

Polityka dywidendy

Spółka nie przyjęła żadnej polityki w zakresie wypłaty dywidendy w perspektywie wieloletniej, choć wypłaca ją nieprzerwanie od 2015 roku. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami CDRL zamierza podzielić się z akcjonariuszami zyskiem również w 2018 roku – rekomendowana przez Radę Nadzorczą Spółki kwota dywidendy to w przeliczeniu na jedną akcję 1 zł.

Jak dodatkowo wyjaśnia Zarząd Spółki, plany dotyczące dywidendy w znacznym stopniu uzależnione będą od kondycji finansowej Grupy oraz od potrzeb kapitałowych związanych z rozwojem działalności. Wśród potencjalnych działań, które mogłyby ograniczyć wypłacaną w przyszłości przez CDRL dywidendę wymienić można na przykład przeprowadzenie większej akwizycji.

Rysunek 5.: Wartość wypłaconej dywidendy i stopa dywidendy CDRL S.A.



*Dla roku 2018 wartość wypłaconej dywidendy i stopa dywidendy oszacowane zostały na podstawie opublikowanej rekomendacji Rady Nadzorczej Spółki w sprawie wypłaty dywidendy, a także bieżącego kursu giełdowego akcji CDRL.

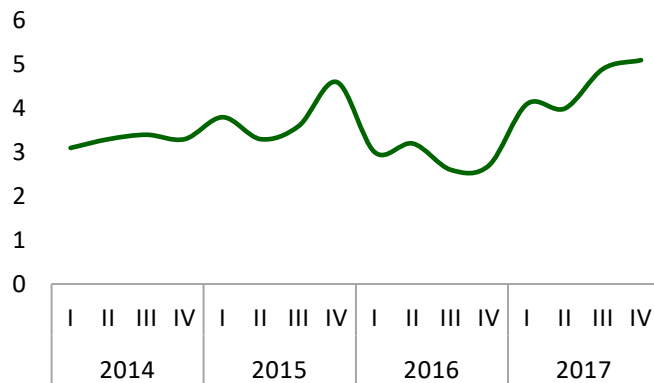
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta.

Analiza otoczenia

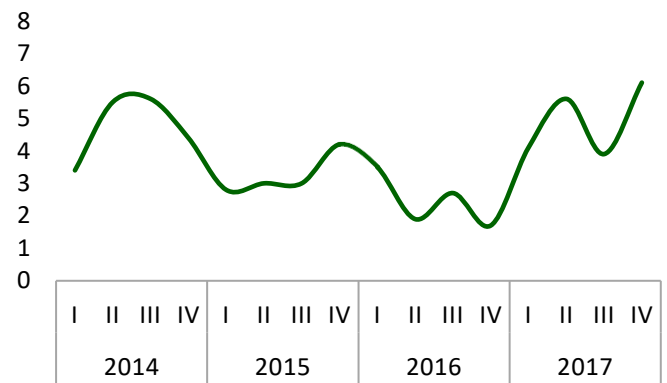
Otoczenie makroekonomiczne

W okresie ostatnich 5 lat polska gospodarka znacznie przyspieszyła. W samym IV kw. 2017 roku tempo wzrostu PKB wyniosło realnie 5,1% rdr, a w całym 2017 roku było to 4,6% rdr. Wzrostowi gospodarczemu towarzyszy stopniowo spadająca stopa bezrobocia, która osiągnęła swoje minimum w listopadzie 2017 roku – 6,5% (według danych podawanych przez GUS i MRPiS). Widać również wyraźny trend wzrostowy w przeciętnym miesięcznym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, które w marcu bieżącego roku wyniosło blisko 4,9 tys. brutto. Po ponad 2-letnim okresie deflacji pod koniec 2016 roku do Polski powróciła inflacja. Jednocześnie systematycznie poprawia się koniunktura konsumencka – podawane przez GUS i NBP wskaźniki BWUK (bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej) i WWUK (wyprowadzający wskaźnik ufności konsumenckich) są na poziomach najwyższych w historii (aktualnie odpowiednio 5,4 i 2,9 p.p.). W połączeniu z rosnącym PKB i wynagrodzeniami, a także spadającym bezrobociem oraz programami rządowymi, wspierającymi konsumenta, mocne wzrosty odnotowuje również sprzedaż detaliczna.

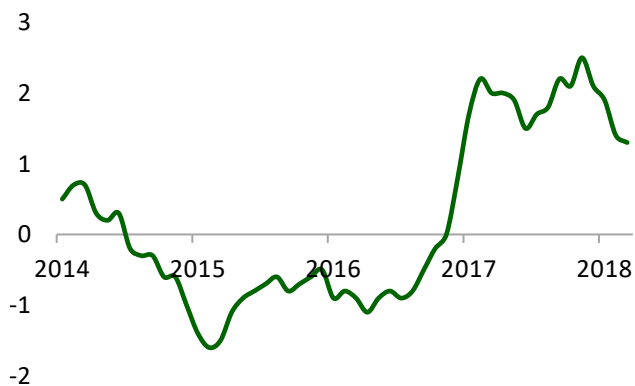
PKB rdr (%)



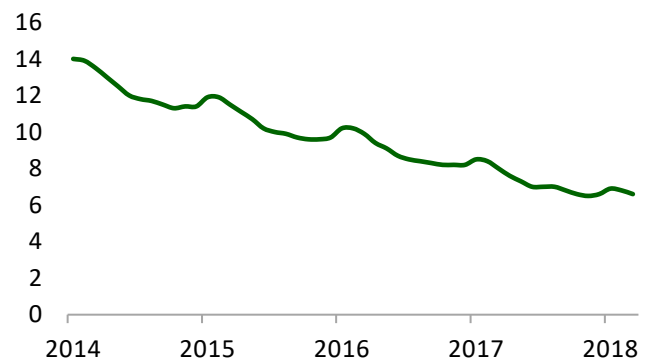
Popyt wewnętrzny rdr (%)



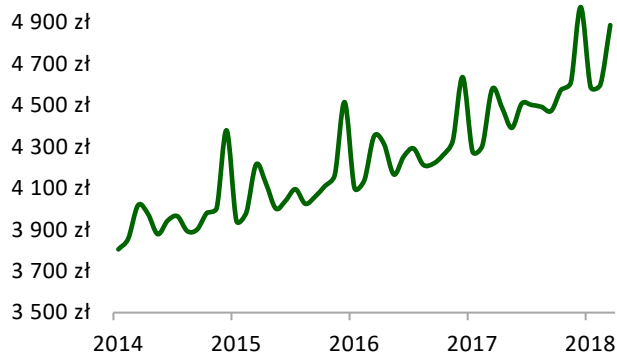
Inflacja CPI rdr (%)



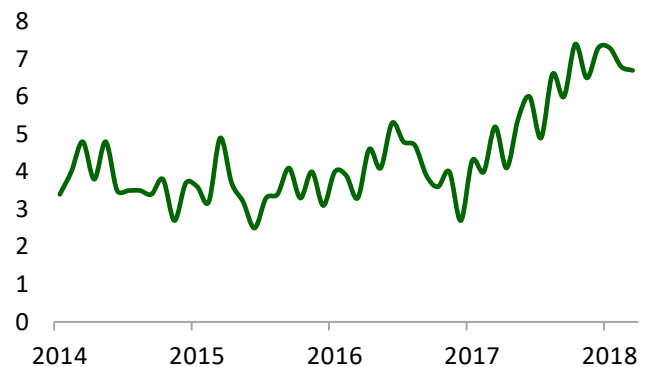
Bezrobocie rejestrowane (%)



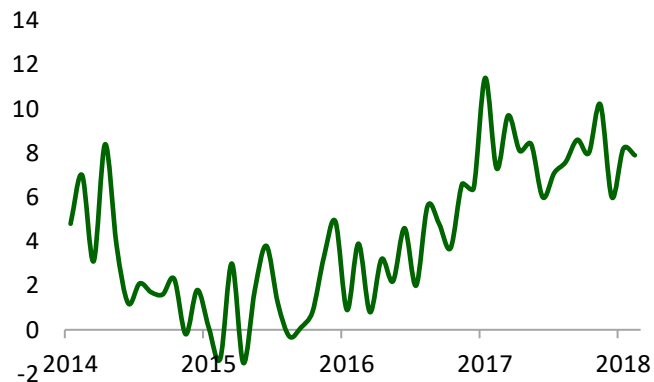
**Przeciętne miesięczne
wynagrodzenie**



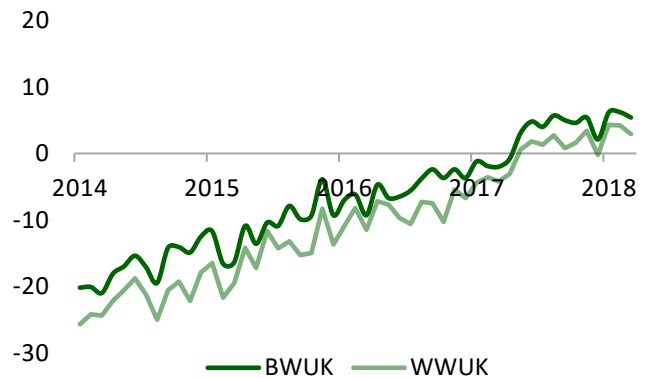
Dynamika wynagrodzeń rdr (%)



Sprzedaż detaliczna rdr (%)



Wskaźniki ufności konsumenckiej

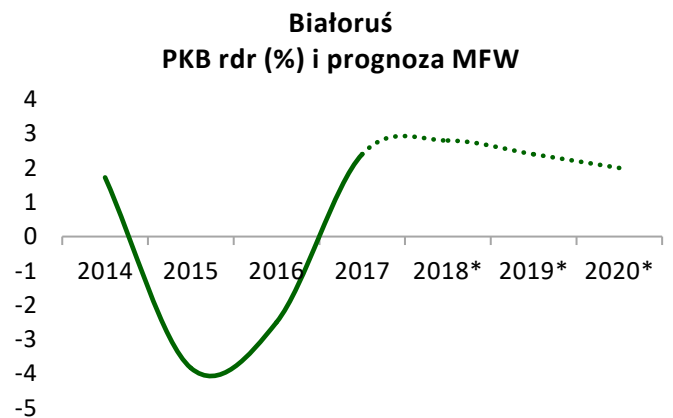
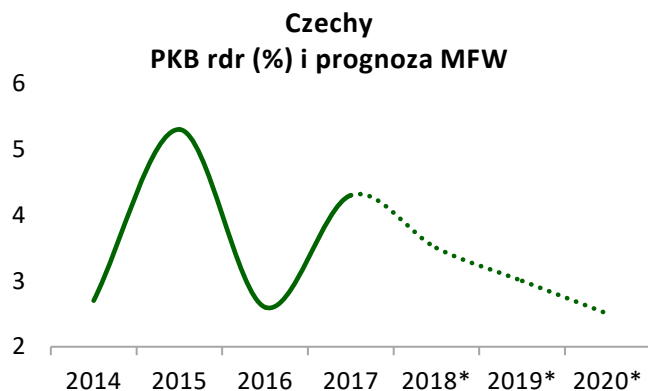
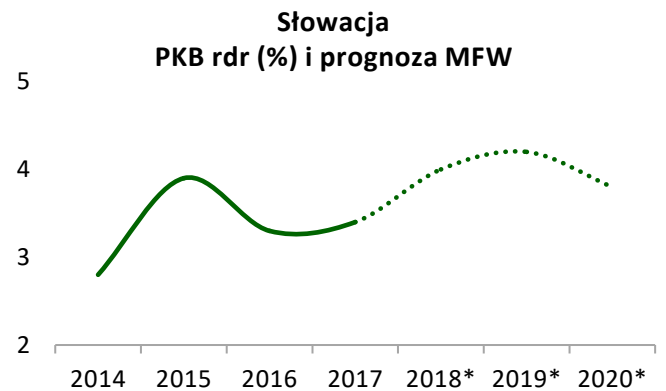
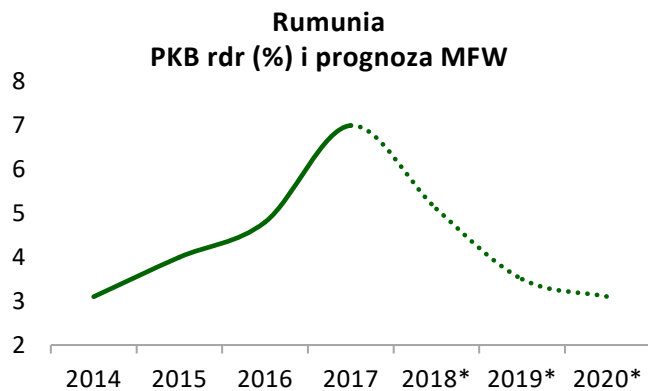


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, NBP, MRPiS.

Wciąż dobre wydają się pozostawać także perspektywy dla polskiej gospodarki. W najnowszej projekcji NBP, zaprezentowanej w dokumencie: *Raport o inflacji – marzec 2018 r.*, prognoza wzrostu PKB na 2018 rok została podniesiona z 3,6% rdr do 4,2% rdr, a na 2019 rok z 3,3% rdr do 3,8% rdr (porównanie do projekcji z listopada 2017 roku). Jednym z komponentów, który został lepiej oceniony względem poprzedniej projekcji, była konsumpcja prywatna. Centralna ścieżka projekcji na lata 2018-2020 dla wybranych wskaźników makroekonomicznych kształtuje się następująco:

- spożycie indywidualne w 2018 roku wzrośnie o 4,1% rdr, w 2019 roku o 3,9% rdr i w 2020 roku o 3,7% rdr;
- wynagrodzenia wzrosną o odpowiednio 6,8%, 6,8% i 6,9% rdr;
- stopa bezrobocia (wg BAEL) spadnie do odpowiednio 3,9%, 3,5% i 3,3%.

Jednocześnie w ostatnich latach dobrze zachowywały się gospodarki ważnych dla CDRL krajów zagranicznych. Wśród krajów Unii Europejskiej w szczególności warto wymienić Rumunię, której tempo wzrostu PKB w 2017 roku było najwyższe spośród państw UE i jednym z najwyższych na świecie, sięgając 7% rdr. Prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego (IMF) z kwietnia bieżącego roku wskazują na dalszy wzrost, choć nieco wolniejszy, bo w 2018 roku ma wynieść 5,1% rdr. Z kolei wśród państw spoza UE warto spojrzeć przede wszystkim na gospodarkę Białorusi, do której kierowana jest około połowa sprzedaży eksportowej CDRL. Pomimo że w 2015 roku gospodarka tego kraju skurczyła się o 3,8% rdr, to w 2016 roku ujemna dynamika zmalała do 2,5%, a w 2017 roku odnotowano wzrost o 2,4% rdr. Na 2018 rok prognoza wzrostu PKB Białorusi to natomiast 2,8% rdr.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Sytuacja na rynku walutowym

CDRL w zdecydowanej większości zleca produkcję za granicą (głównie w Chinach, Bangladeszu i Indiach), gdzie walutą rozliczeniową jest amerykański dolar. Z drugiej strony, Spółka w pewnym stopniu zabezpiecza ryzyko kursowe (około połowy wartości zakupów), a część przychodów (sprzedaż poza UE, w tym przede wszystkim na Białorusi) również uzyskuje w dolarach. Póki co, ze względu na dosyć niewielki udział sprzedaży eksportowej w przychodach ogółem, wpływ aprecjacji (umocnienia) złotego wobec dolara ogółem pozostaje jednak dla Grupy korzystny i na odwrót – deprecjacja (osłabienie) złotego wobec dolara jest dla CDRL niekorzystna.

Stosunkowo istotny dla Spółki jest również kurs euro ze względu na czynsze za wynajmowane powierzchnie w galeriach handlowych, które zwyczajowo wyrażane są w tej walucie. Jednocześnie część przychodów CDRL uzyskuje w euro (sprzedaż do krajów UE, gdzie obowiązującą walutą jest euro – między innymi na Słowacji, Litwie i Łotwie), choć póki co ich udział w przychodach ogółem Grupy pozostaje dość niewielki.

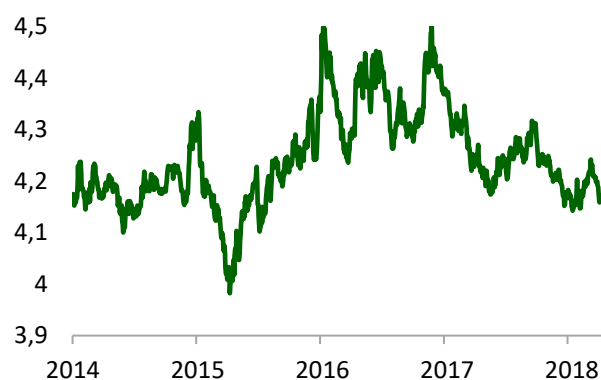
Ponadto, ze względu na fakt, że w obrębie Unii Europejskiej CDRL rozlicza się w walucie krajowej danego państwa, warto zwrócić uwagę na waluty Rumunii (RON – lej rumuński) czy Czech (CZK – korona czeska).

Grupa CDRL posiada także zobowiązania leasingowe we franku szwajcarskim.

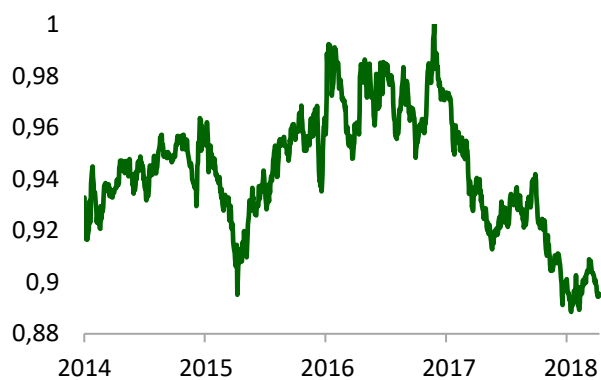
USDPLN



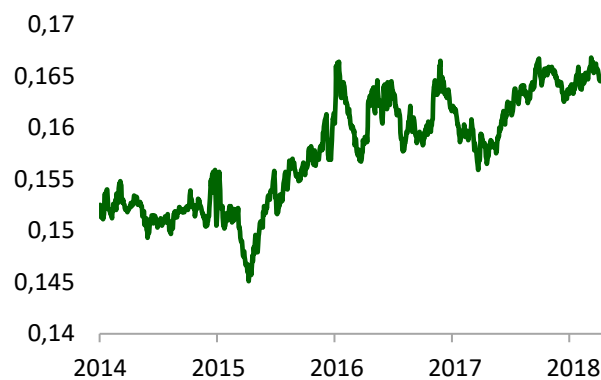
EURPLN



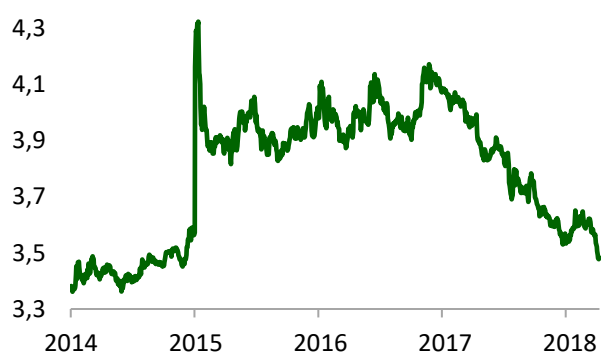
RONPLN



CZKPLN



CHFPLN

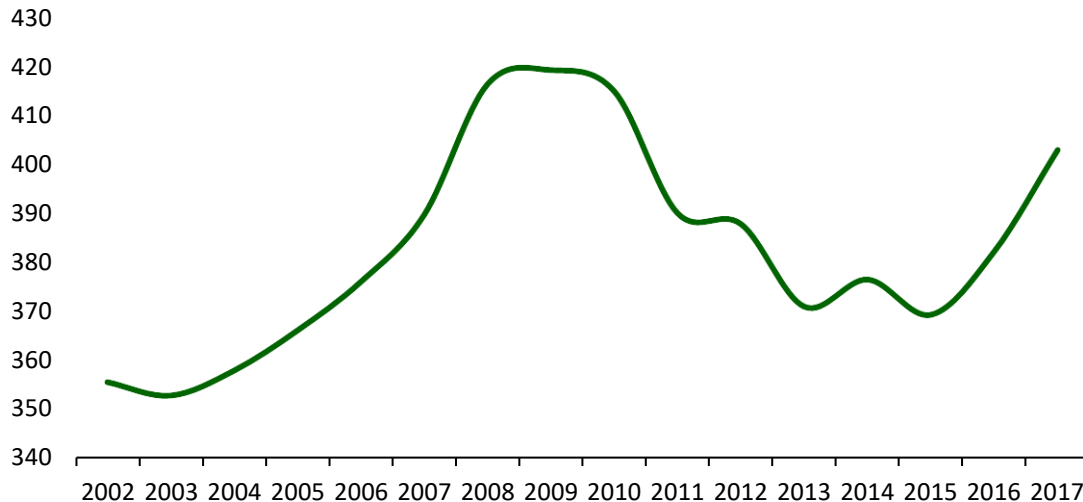


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Sytuacja demograficzna Polski

W ciągu ostatnich dwóch lat liczba urodzeń żywych zaczęła rosnąć. W 2015 roku wyniosła 369,3 tys., a zgodnie z szacunkami Głównego Urzędu Statystycznego w 2017 roku było to 403 tys. – wynik najwyższy od 2010 roku. W opracowaniu *Informacja o sytuacji społeczno-gospodarczej w kraju w 2017 r.* GUS podał, że wzrost liczby urodzeń dotyczył przede wszystkim dzieci urodzonych jako drugie, trzecie i kolejne w rodzinie. Dane pokazują również, że największy odsetek dzieci rodzą kobiety w grupie wiekowej 25-29 lat oraz 30-34 lat.

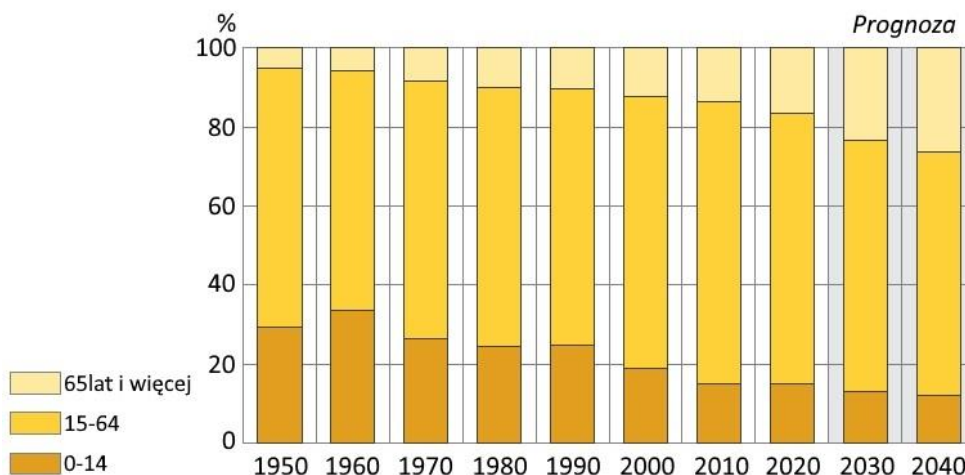
Rysunek 6.: Liczba urodzeń żywych w Polsce w latach 2002 – 2017 (w tys.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

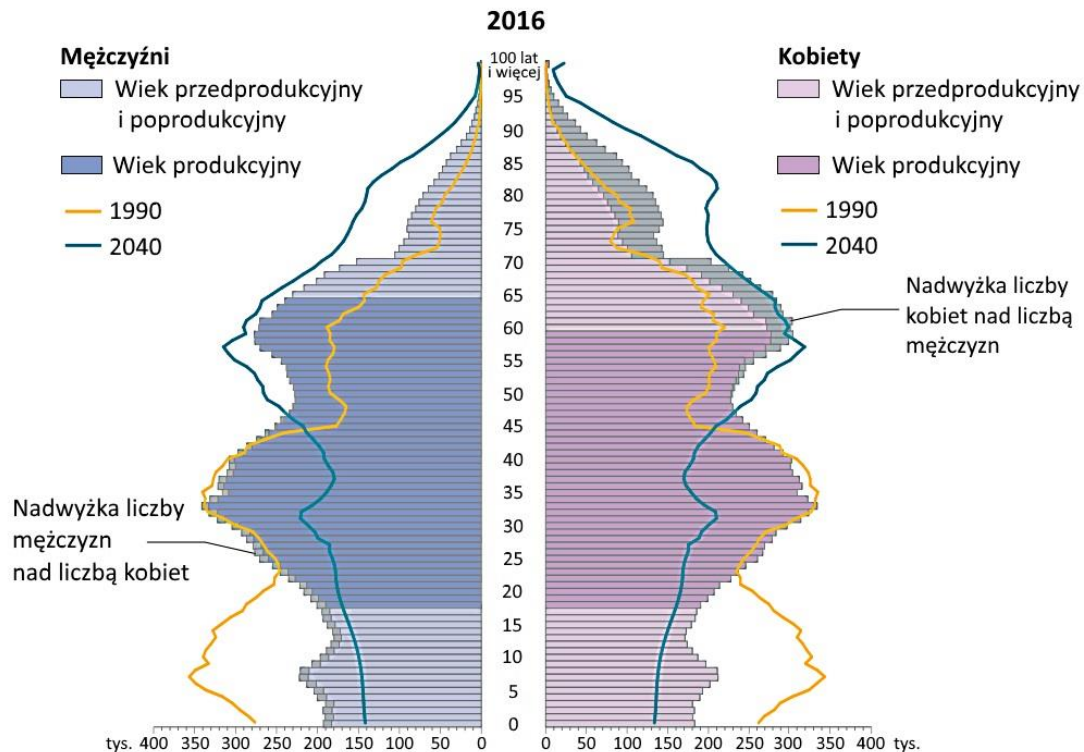
Zgodnie z prognozami Głównego Urzędu Statystycznego, przedstawionymi w *Atlasie Demograficznym Polski* (publikacja z 30 listopada 2017 roku), do 2040 roku populacja Polski zmniejszy się z obecnych około 38 mln do około 35 mln, przy czym największy ubytek ludności widoczny ma być w miastach. Jednocześnie postępować ma proces starzenia się polskiego społeczeństwa. Jak wynika z szacunków GUS, w 2040 roku mediana wieku ludności ma przekroczyć 50 lat wobec obecnych około 40 lat. Znacząco zwiększy się przy tym udział w strukturze wiekowej osób w wieku poprodukcyjnym przy malejącym udziale osób w wieku produkcyjnym i przedprodukcyjnym, w tym grupy osób w wieku 0-14 lat.

Rysunek 7.: Ludność Polski według biologicznych grup wieku



Źródło: *Atlas Demograficzny Polski*, GUS, Warszawa 2017.

Rysunek 8.: Ludność Polski według płci i wieku w latach 1990, 2016 i 2040



Źródło: Atlas Demograficzny Polski, GUS, Warszawa 2017.

Rynek odzieży dziecięcej

Rynek odzieży dziecięcej jest jednym z najszybciej rosnących segmentów rynku odzieżowego w Polsce. Składa się na to wiele czynników, wśród których warto wymienić: 1) sprzyjające otoczenie makroekonomiczne, szczególnie dla konsumenta, dodatkowo wspieranego przez programy rządowe, takie jak Rodzina500+; 2) rosnące dochody rozporządzalne Polaków; 3) opóźnienie decyzji o powiększeniu rodziny w celu zadbania o sytuację finansową, dzięki czemu budżet przypadający na dziecko jest większy w przeciętnej rodzinie pomimo mniejszej liczby dzieci; 4) rosnąca liczba urodzeń w ostatnich latach.

W raporcie *PMR Rynek produktów dla dzieci w Polsce 2016. Analiza rynku i prognozy rozwoju na lata 2016-2021* oszacowano, że w 2015 roku wartość rynku wyniosła 9,48 mld zł, co stanowiło wzrost o około 4,6% rdr. Największym segmentem rynku była odzież dziecięca, stanowiąca około 35% sprzedaży, a łącznie z obuwiem dziecięcym stanowiła około połowę rynku produktów dla dzieci. Prognozy zawarte w powyższym raporcie wskazują, że do 2021 roku branża będzie rosła w średnim tempie 4,5% – 5% rocznie.

Dynamicznie rosnący rynek spowodował, że wiele sieci odzieżowych, które wcześniej kierowały swoje produkty głównie dla dorosłych, postanowiły poszerzyć swoją ofertę, wprowadzając oddzielne marki odzieży dziecięcej (np. Re-Kids, H&M Kids, Zara Kids). O udział w rynku konkurują również dyskonty, a także duże sieci detaliczne FMCG, w których coraz częściej pojawiają się okresowe specjalne oferty bądź na stałe wydzielone stanowiska z odzieżą dla dzieci. Ponadto na rynku działają firmy o ugruntowanej pozycji, które od początku kierują swoje produkty do najmłodszych, takie jak Komex (marka 5.10.15) czy Smyk. Co więcej, bariery wejścia na rynek są relatywnie niskie (szczególnie jeśli chodzi o sprzedaż internetową), przez co w tym segmencie działa także wiele mniejszych firm. Wszystko to powoduje, że rynek odzieży dla dzieci staje się coraz bardziej konkurencyjny, zarówno pod względem marek, jak i środków dystrybucji i promocji, a co za tym idzie znacznie szybciej zmieniają się również panujące trendy w modzie.

Zmiany widoczne są również w podejściu konsumenta. Kiedyś najważniejsza była cena, obecnie równie ważna jest jakość produktu, a także marka, przez co rynek staje się coraz bardziej rozbudowany, a zarazem konkurencyjny (nisze, dyskonty, marki premium itp.). Zarząd CDRL na bazie wieloletnich doświadczeń także dostrzega, że z roku na rok rośnie świadomość konsumentów rodziców, którzy wybierają dla dzieci produkty wysokiej jakości. Klienci z regionu Europy Środkowo-Wschodniej nie oszczędzają na wydatkach na dzieci, jednak nadal wydają na produkty mniej niż mieszkańcy innych krajów wysoko rozwiniętych.

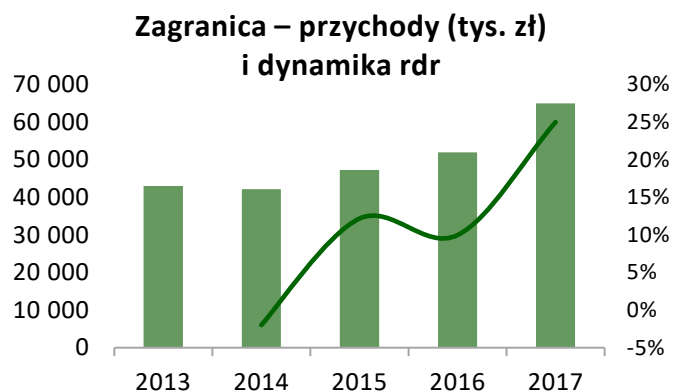
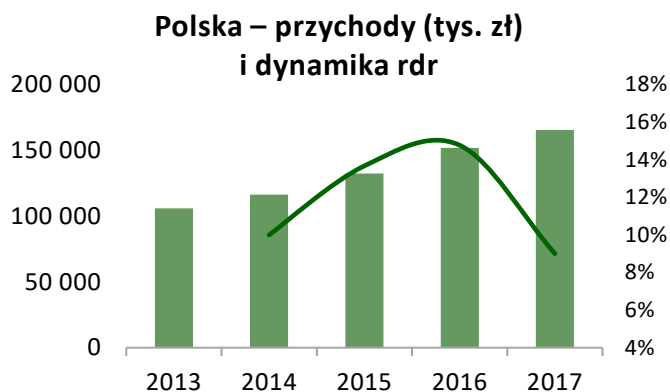
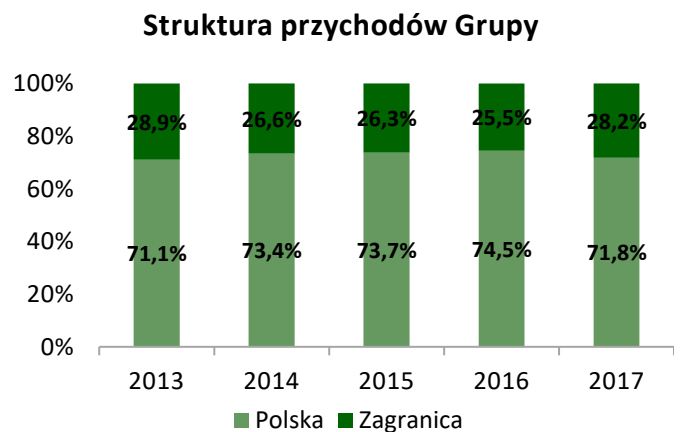
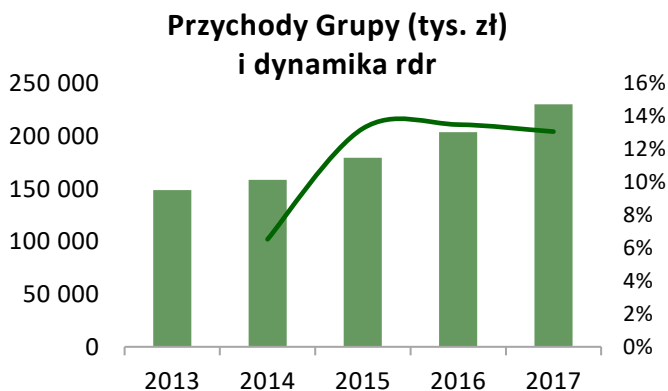
Coraz większe znaczenie w handlu ma e-commerce (sprzedaż internetowa) oraz m-commerce (sprzedaż przy użyciu urządzeń mobilnych, mocno rosnący segment e-commerce). Kanały te mają szczególne znaczenie w przypadku odzieży dziecięcej – w znacznej części przypadków produkt nie musi zostać przymierzony przed zakupem, szczególnie w porównaniu do zakupów dla osób dorosłych. Posiadanie rozwiniętego sklepu internetowego może okazać się również niezwykle istotne, zważywszy na fakt wprowadzenia w Polsce zakazu handlu w niedziele. Kanał e-commerce jest jednocześnie najdynamiczniej rosnącym kanałem dystrybucji produktów dla dzieci, a prognozy wskazują, że ten trend zostanie utrzymany w kolejnych latach.

Analiza historycznych wyników finansowych

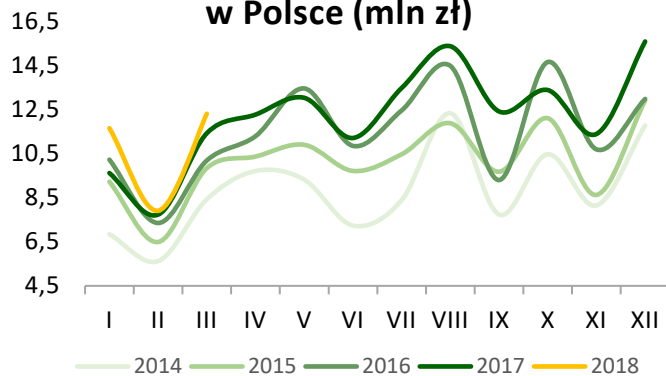
Przychody i koszty

Od kilku lat Grupa CDRL systematycznie zwiększa osiągnięte przychody. Od 2013 roku przychody ze sprzedaży zwiększyły się ze 148,7 mln zł do 230,3 mln zł, a więc o 55% (CAGR 11,6%). Od 2015 roku roczna dynamika wzrostu obrotów utrzymuje się powyżej 13%. W strukturze dominują przychody generowane w Polsce, które od 5 lat odpowiadają za ponad 70% łącznej sprzedaży. W samym 2017 roku widać jednak istotny spadek dynamiki obrotów w Polsce rdr (9% wobec 14,8% przed rokiem) przy jednoczesnym mocnym wzroście przychodów zagranicznych rdr (25% wobec 10% w 2016 roku).

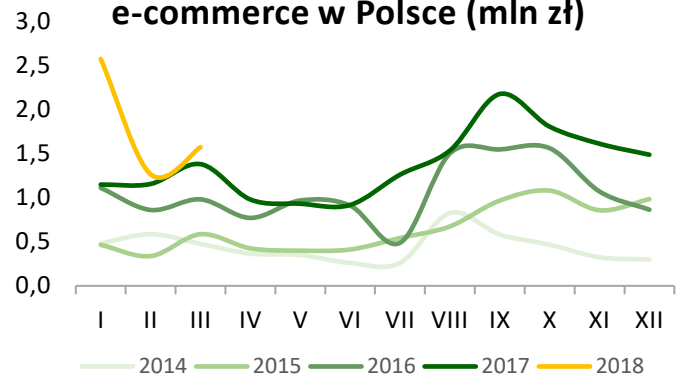
Spółka informuje o miesięcznej wartości sprzedaży w Polsce, z rozbiem na kanał sieci detalicznej oraz e-commerce. W pierwszym kwartale 2018 roku w sklepie internetowym odnotowano wzrost obrotów o 47% rdr. Przychody ze sprzedaży towarów w krajowej sieci detalicznej w tym samym okresie zwiększyły się natomiast rok do roku o 11%.



**Miesięczna sprzedaż detaliczna
w Polsce (mln zł)**



**Miesięczna sprzedaż
e-commerce w Polsce (mln zł)**

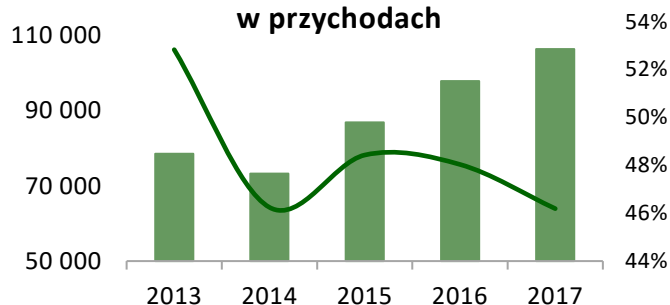


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

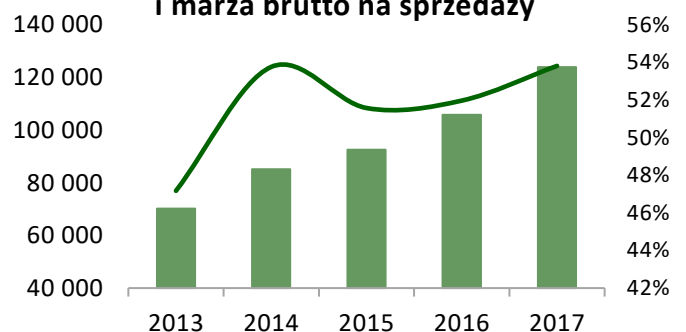
Za wzrostem przychodów Grupy CDRL podąża wzrost wykazywanych zysków operacyjnych. Zysk brutto na sprzedaży systematycznie rośnie, a pierwsza marża od 2014 roku utrzymuje się powyżej 50%. Po mocnym wzroście kosztów operacyjnych w 2015 roku o 17,2% rdr (wspartym niską bazą z 2014 roku), dynamika zaczęła spadać, osiągając 10,6% w 2017 roku. W strukturze kosztów operacyjnych największą wagę utrzymują koszty sprzedanych towarów i materiałów (52%-54%), a w dalszej kolejności usługi obce (30%-31%) oraz wynagrodzenia (12%-13%).

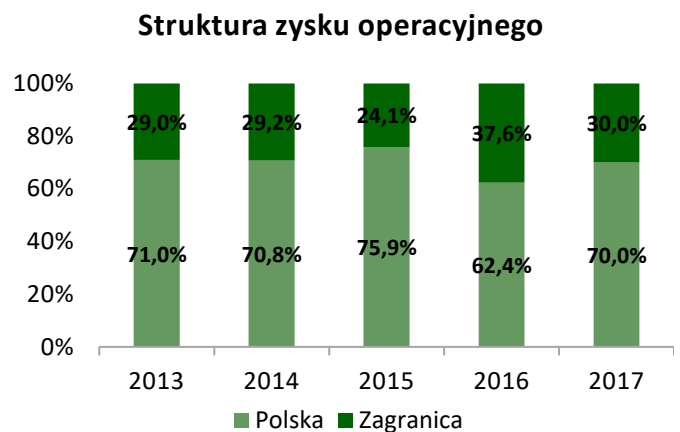
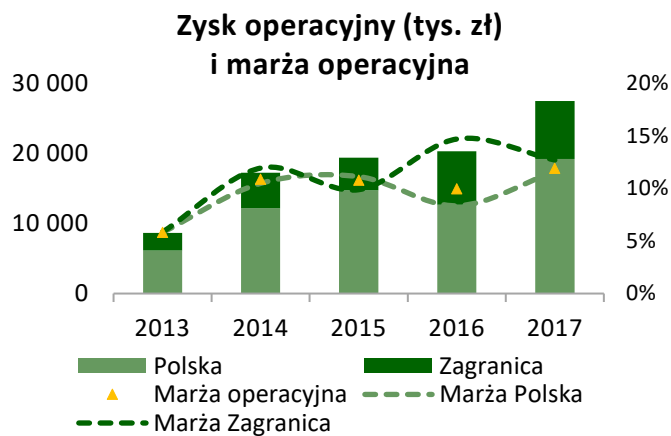
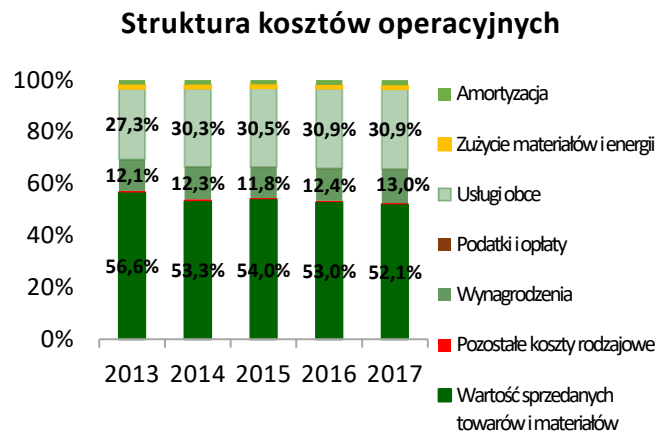
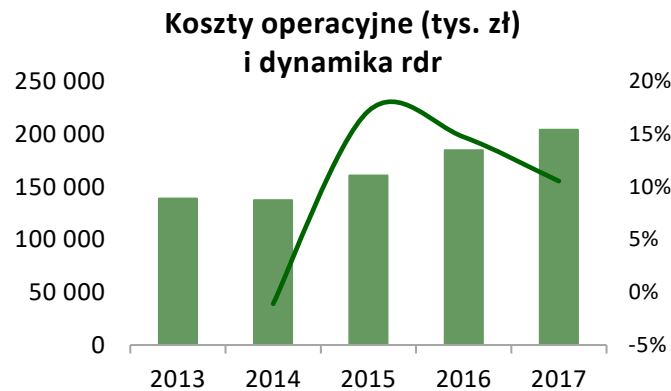
Zysk operacyjny Grupy CDRL również systematycznie rośnie z roku na rok. Za wzrostem wyniku podąża generowana marża operacyjna, która od 2013 roku wzrosła z 5,8% do 11,9%. Można zauważyć, że marże operacyjne osiągane za granicą są nieco wyższe od tych w Polsce. Duża dysproporcja została odnotowana w 2016 roku, co wynikało ze słabszego roku dla działalności w Polsce, który został jednak zrekomensowany na działalności zagranicznej. Również struktura zysku operacyjnego utrzymuje się na podobnym poziomie, a więc około 70% zysku pochodzi z działalności w kraju.

**Wartość sprzedanych towarów
i materiałów (tys. zł) i udział
w przychodach**



**Zysk brutto na sprzedaży (tys. zł)
i marża brutto na sprzedaży**

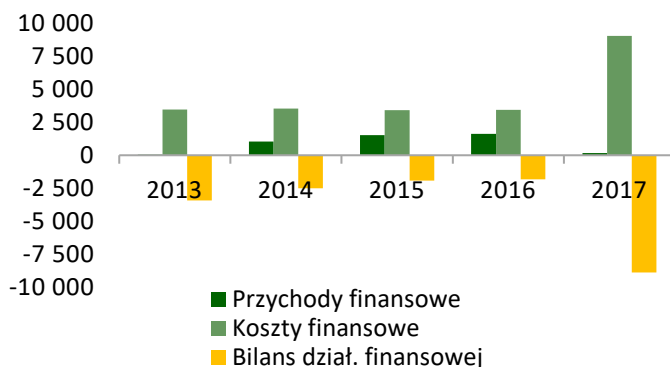
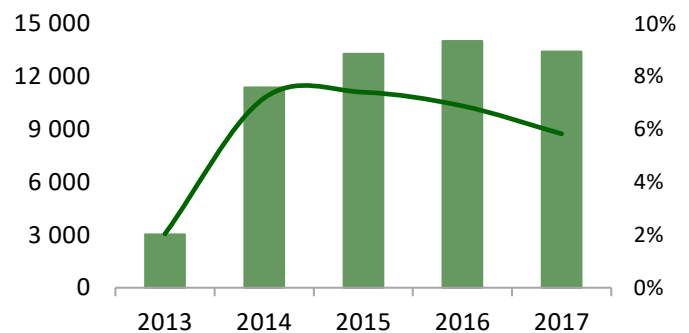
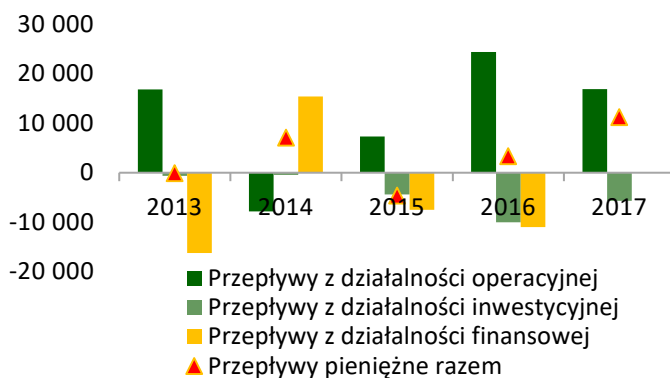




Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Na poziom zysku netto Grupy mocno wpływa działalność finansowa, w tym głównie koszty finansowe. Te bardzo mocno wzrosły w 2017 roku i wyniosły aż 9,1 mln zł wobec średniej z poprzednich lat w okolicach 3,5 mln zł. Wysokie koszty w ubiegłym roku związane były głównie z wynikiem na instrumentach zabezpieczających kursy walutowe w wysokości 3 mln zł (około połowa zakupów jest zabezpieczana) oraz z wykazaną stratą z tytułu różnic kursowych w łącznej wysokości 3,8 mln zł.

Zważywszy na powyższe, w 2017 roku Grupa odnotowała niższy o 4,3% rdr zysk netto, który wyniósł 13,4 mln zł. Pociągnęło to za sobą spadek rentowności netto do 5,8% wobec 6,9% w 2016 roku i 7,4% w 2015 roku. W okresie ostatnich 5 lat jedynie w 2014 roku Grupa CDRL osiągnęła ujemne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. W pozostałych latach były one dodatnie, choć wykazywały wysoką zmienność. W większości przypadków przepływy operacyjne były wystarczające do pokrycia potrzeb inwestycyjnych i finansowych Grupy.

Bilans działalności finansowej (tys. zł)

Zysk netto (tys. zł) i marża

Przepływy pieniężne (tys. zł)


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Sytuacja majątkowa

Grupa Kapitałowa CDRL systematycznie zwiększa wartość posiadanego majątku. Suma bilansowa zwiększyła się z 78,8 mln zł na koniec 2013 roku do 155,7 mln zł na koniec 2017 roku. W majątku Grupy zdecydowaną większość, bo ponad 70%, stanowią aktywa obrotowe. Wśród nich największy udział w sumie bilansowej mają zapasy (44,2% na koniec 2017 roku) oraz należności handlowe (odpowiednio 11,2%). W ostatnich latach mocno zwiększył się stan środków pieniężnych i ekwiwalentów, szczególnie w 2017 roku, na koniec którego Grupa wykazała 19,4 mln zł na tej pozycji, co stanowiło 12,5% całego majątku. Wśród aktywów trwałych największy udział w sumie bilansowej przypada rzeczowym aktywom trwałym (odpowiednio 22,4%).

Okolo połowa majątku Grupy finansowana jest kapitałem własnym, który na koniec 2017 roku wyniósł 79,1 mln zł i stanowił 50,8% sumy bilansowej. Tuż przed debiutem giełdowym w 2014 roku Grupa spłaciła wyemitowane obligacje (notowane na rynku Catalyst) i od tego czasu finansuje się kredytami bankowymi oraz leasingiem. Długoterminowe zobowiązania, na które w przeważającej większości składają się wspomniane wyżej instrumenty finansowe, stanowiły 10,9% sumy bilansowej Grupy na koniec 2017 roku. Wśród krótkoterminowych zobowiązań największy udział w strukturze przypadł zobowiązaniom handlowym oraz kredytom i pożyczkom, odpowiednio 15,3% oraz 13,4%.

Wybrane pozycje bilansowe i ich udział w strukturze

(tys. zł)	31.12.13	31.12.14	31.12.15	31.12.16	31.12.17
Aktywa trwałe	28 025	26 717	30 676	40 148	42 538
	35,6%	24,1%	25,0%	30,0%	27,3%
Wartość firmy	866	866	866	866	866
	1,1%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%
Rzeczowe aktywa trwałe	23 069	21 203	23 401	34 144	34 861
	29,3%	19,1%	19,1%	25,5%	22,4%
Należności długoterminowe	2 171	2 110	1 637	1 947	3 277
	2,8%	1,9%	1,3%	1,5%	2,1%
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	1 497	2 083	1 951	1 883	2 712
	1,9%	1,9%	1,6%	1,4%	1,7%
Aktywa obrotowe	50 805	84 283	91 866	93 523	113 199
	64,4%	75,9%	75,0%	70,0%	72,4%
Zapasy	28 050	53 113	65 434	62 562	68 762
	35,6%	47,8%	53,4%	46,8%	44,2%
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	19 058	20 170	19 640	19 013	22 767
	24,2%	18,2%	16,0%	14,2%	14,6%
- w tym należności z tytułu dostaw i usług	13 256	12 608	14 122	14 347	17 503
	16,8%	11,4%	11,5%	10,7%	11,2%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3 234	10 403	5 788	9 277	19 396
	4,1%	9,4%	4,7%	6,9%	12,5%
Kapitały przypisane akcjonariuszom podm. dom.	28 980	54 465	63 283	73 008	79 084
	36,8%	49,1%	51,6%	54,6%	50,8%
Kapitał akcyjny	2 527	3 027	3 027	3 027	3 027
	3,2%	2,7%	2,5%	2,3%	1,9%
Pozostałe kapitały i zyski zatrzymane	26 790	51 759	60 529	69 967	76 133
	34,0%	46,6%	49,4%	52,3%	48,9%
Zobowiązania długoterminowe:	14 563	14 382	15 747	16 800	16 928
	18,5%	13,0%	12,9%	12,6%	10,9%
Kredyty i pożyczki	0	0	14 340	13 899	14 885
	0,0%	0,0%	11,7%	10,4%	9,6%
Zobowiązania z tytułu leasingu	14 328	14 141	1 106	2 363	1 434
	18,2%	12,7%	0,9%	1,8%	0,9%
Zobowiązania krótkoterminowe:	35 287	42 152	43 512	43 863	59 725
	44,8%	38,0%	35,5%	32,8%	38,3%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	20 779	20 649	21 402	23 036	27 425
	26,4%	18,6%	17,5%	17,2%	17,6%
- w tym zobowiązania z tytułu dostaw i usług	18 577	17 500	17 748	19 732	23 840
	23,6%	15,8%	14,5%	14,8%	15,3%
Kredyty i pożyczki	12	14 582	16 456	13 965	20 818
	0,0%	13,1%	13,4%	10,4%	13,4%
Dłużne papiery wartościowe	9 663	0	0	0	0
	12,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zobowiązania i rezerwy z tyt. świadczeń pracowniczych	2 414	3 064	3 171	3 502	4 433
	3,1%	2,8%	2,6%	2,6%	2,8%
Zobowiązania z tytułu leasingu	1 314	1 316	762	1 556	1 477
	1,7%	1,2%	0,6%	1,2%	0,9%
AKTYWA/PASYWA OGÓŁEM	78 830	111 000	122 542	133 671	155 737

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

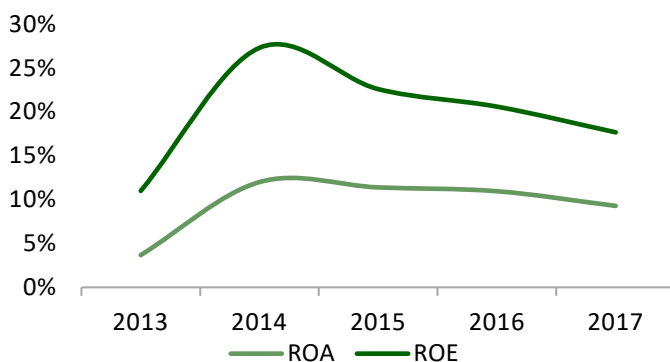
Analiza wskaźnikowa

Od 2014 roku rentowność aktywów oraz kapitału własnego w Grupie Kapitałowej CDRL wykazuje tendencję spadkową. Mocny spadek wskaźników ROA i ROE w 2017 roku podyktowany był głównie słabszym rok do roku zyskiem netto, co wynikało z relatywnie wysokich, opisanych wcześniej, kosztów finansowych. Wartość ROA spadła o 1,7 p.p., do poziomu 9,3%, a wartość ROE o 2,9 p.p., do poziomu 17,7%.

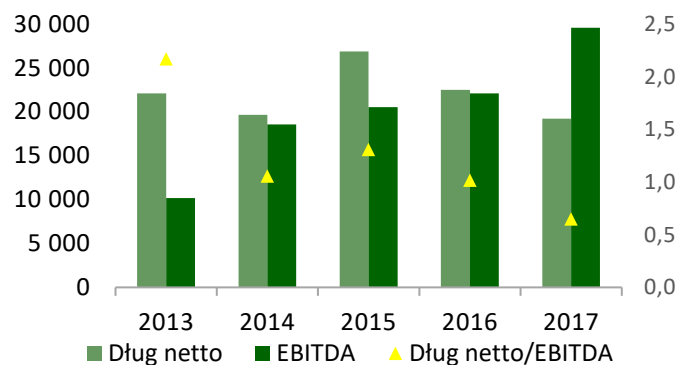
Systematycznie rosnący zysk EBITDA Grupy, w połączeniu ze spadkiem długu netto, pozwolił na zmniejszenie relacji długu netto do zysku EBITDA do 0,65x na koniec 2017 roku. Spadek długu netto w znacznej mierze został osiągnięty dzięki zwiększeniu stanu środków pieniężnych i ekwiwalentów o 10,1 mln zł w 2017 roku. Na przestrzeni ostatnich 5 lat Grupa CDRL utrzymywała wskaźniki płynności na podobnym poziomie. Wartość wskaźnika bieżącej płynności utrzymuje się w okolicach 2,0, natomiast wskaźnika przyspieszonej płynności w okolicach 0,7.

W ciągu ostatnich dwóch lat Grupa poprawiła cykl konwersji gotówki, który zmniejszył się do 176 dni. Przyczynił się do tego głównie spadek rotacji zapasów, który wyniósł w 2017 roku 225 dni, co było konsekwencją m.in. otwarcia sklepów sezonowych i rozwoju sklepu internetowego. Powolny spadek notuje również wskaźnik rotacji należności, który obniżył się do 25 dni w 2017 roku. Z kolei cykl rotacji zobowiązań oscyluje wokół 75 dni.

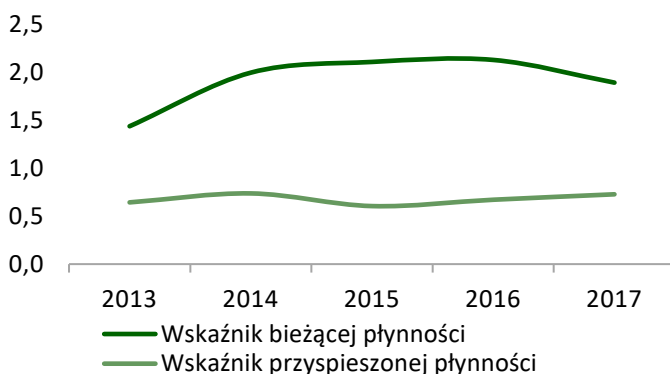
ROA, ROE



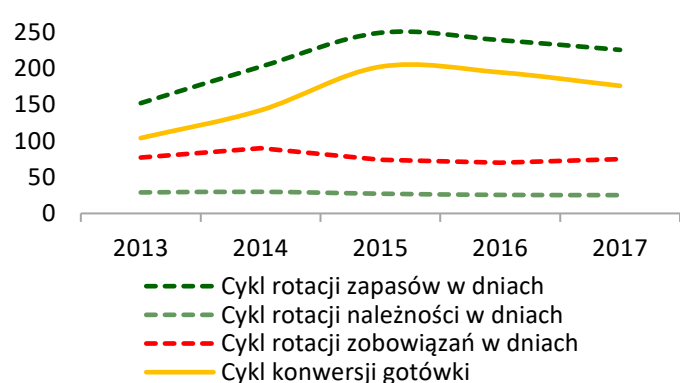
Dług netto i EBITDA (tys. zł)



Wskaźniki płynności



Wskaźniki obrotowości (dni)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Kluczowe czynniki ryzyka

Zidentyfikowaliśmy następujące kluczowe czynniki ryzyka dla prognoz przedstawionych w niniejszej rekomendacji:

- **ryzyko wzrostu konkurencji** – rosnąca wartość segmentu odzieży dziecięcej, a także relatywnie niskie bariery wejścia na rynek (szczególnie w przypadku sprzedaży internetowej) mogą przyciągać coraz większą liczbę firm gotowych do oferowania w tym obszarze swoich produktów. Istnieje ryzyko, że wraz ze wzrostem nasycenia rynku konkurencja pomiędzy jego uczestnikami będzie się nasilać, co mogłoby się wiązać z koniecznością ponoszenia zwiększonych wydatków na marketing czy obniżania cen oferowanych przez CDRL towarów;
- **ryzyko związane z planowaną ekspansją zagraniczną** – w najbliższych latach Grupa CDRL zamierza kontynuować dynamiczny rozwój swojej sieci za granicą (w samym 2018 roku liczba sklepów poza Polską ma się zwiększyć łącznie o 40 do poziomu 291 placówek). Istnieje ryzyko, że ekspansja zagraniczna będzie przebiegała w tempie wolniejszym od zakładanego, a także ryzyko, że towary Spółki nie spotkają się z odpowiednio dużym zainteresowaniem klientów na poszczególnych rynkach zagranicznych;
- **ryzyko związane z rozwojem kanału e-commerce** – Grupa CDRL zakłada dynamiczny wzrost sprzedaży internetowej w kolejnych latach. Istnieje ryzyko, że rozwój e-commerce będzie przebiegał wolniej niż przewiduje Spółka, na co wpływ może mieć między innymi zwiększona konkurencja w tym kanale ze strony innych firm odzieżowych lub niedopasowanie oferty do gustów klientów na poszczególnych rynkach zagranicznych;
- **ryzyko walutowe** – wyniki Grupy CDRL dosyć istotnie uzależnione są od wahań kursów walutowych, w tym przede wszystkim od relacji dolara, euro, franka szwajcarskiego, leja rumuńskiego i korony czeskiej do polskiego złotego, które są jednocześnie trudne do przewidzenia;
- **ryzyko demograficzne** – segment odzieży dziecięcej uzależniony jest w dużym stopniu od sytuacji demograficznej kraju. Tymczasem prognozy wskazują, że proces starzenia się polskiego społeczeństwa będzie w kolejnych latach postępował, a grupa osób w wieku 0-14 lat (do której kierowana jest oferta Grupy CDRL) ma się stopniowo zmniejszać. W dłuższym terminie może to spowodować odwrócenie pozytywnego trendu wzrostu wartości całego krajowego rynku odzieży dziecięcej, co mogłoby mieć wpływ m.in. na zaostrzenie konkurencji i obniżenie popytu na produkty oferowane przez CDRL;
- **ryzyko związane z wprowadzonym zakazem handlu w niedziele** – znaczna część sklepów Spółki zlokalizowana jest w Polsce, gdzie od początku marca bieżącego roku obowiązuje zakaz handlu w niedziele (do końca 2018 roku handel będzie jeszcze możliwy w pierwszą i ostatnią niedzielę miesiąca, a w 2019 roku w ostatnią). Wprowadzony zakaz może wpłynąć negatywnie na wartość sprzedaży realizowanej w tych sklepach, choć część ruchu może się przenieść do sklepu internetowego Spółki. Ryzyko to dotyczy głównie sklepów własnych Spółki (105 na koniec 2017 roku), które w większości są ulokowane w galeriach handlowych i prowadzą sprzedaż cały tydzień. Z drugiej strony, w tym wypadku w niektórych miejscach może się udać renegotiacja stawek płaconych czynszów, co pozwoliłoby równocześnie obniżyć nieco koszty Grupy CDRL. Z kolei sklepy franczyzowe w znacznej większości prowadzą handel od poniedziałku do soboty, więc wprowadzony zakaz handlu powinien być dla nich neutralny;
- **ryzyko odejść kadry menadżerskiej i innych kluczowych pracowników** – wieloletnia historia działalności i dotychczasowy rozwój Spółki są nierozdzielnie związane z osobami Marka Dworcza i Tomasza Przybyły – będącymi dominującymi akcjonariuszami i pełniącymi funkcję jedynych członków Zarządu CDRL. Jednocześnie Spółka jest podmiotem o relatywnie niedużej liczbie osób zatrudnionych na stanowiskach kierowniczych i specjalistycznych. Ich ewentualne odejście ze Spółki mogłoby negatywnie wpłynąć na bieżącą działalność operacyjną Grupy CDRL i skuteczność realizacji założonych planów strategicznych;
- **ryzyko związane z niewłaściwą oceną celów akwizycyjnych** – jak informuje Zarząd Spółki, Grupa CDRL w dalszym ciągu rozważa potencjalne cele akwizycyjne. Istnieje przy tym ryzyko, że ewentualna transakcja przejęcia nie będzie korzystna dla Spółki i jej długoterminowej wartości. W szczególności nietrafiona transakcja przejęcia może wpłynąć negatywnie na przyszłe wyniki i sytuację majątkowo-finansową Spółki, a także na możliwości dalszego jej rozwoju i zdolność do wypłaty dywidendy.

Dodatkowe objaśnienia i zastrzeżenia prawne

OBJAŚNIENIA TERMINOLOGII UŻYTEJ W REKOMENDACJI

EBIT – wynik operacyjny

EBITDA – wynik operacyjny powiększony o amortyzację

Marża EBIT – relacja wyniku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

Marża EBITDA – relacja wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację do przychodów netto ze sprzedaży

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EPS – wynik netto przypadający na jedną akcję

DPS – dywidenda przypadająca na jedną akcję

P/E – relacja kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV – relacja kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/S – relacja kapitalizacji rynkowej do przychodów netto ze sprzedaży

P/EBIT – relacja kapitalizacji rynkowej do wyniku operacyjnego

EV/EBITDA – relacja EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

EV/S – relacja EV do przychodów netto ze sprzedaży

PEG – relacja wskaźnika P/E do średniorocznego tempa wzrostu zysków

WACC – średnioważony koszt kapitału

ROE – rentowność kapitału własnego, relacja wyniku netto do kapitału własnego

ROA – rentowność aktywów, relacja wyniku netto do aktywów

FCFE – wolne przepływy pieniężne przypisane właścicielom kapitału własnego

FCFF – wolne przepływy pieniężne przypisane właścicielom kapitału własnego i wierzycielom

NOPAT – wynik operacyjny pomniejszony o teoretyczny podatek

CAGR – średnioroczne tempo wzrostu

SYSTEM REKOMENDACYJNY

System rekomendacyjny Domu Analiz SII oparty jest na wyznaczaniu cen docelowych i ocenie ich relacji do aktualnych cen rynkowych analizowanych instrumentów finansowych. Rekomendacje wydawane przez Dom Analiz SII obowiązują przez 12 miesięcy od momentu ich wydania lub do momentu, kiedy cena rynkowa danego instrumentu finansowego osiągnie wyznaczoną cenę docelową – chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Moment i częstotliwość ewentualnej aktualizacji rekomendacji nie jest określony i zależy między innymi od aktualnej sytuacji rynkowej i oceny analityka. Dom Analiz SII zastrzega, że jest to wyłącznie jego decyzja, czy i kiedy dokona potencjalnej aktualizacji raportu oraz że nie musi o tej decyzji z odpowiednim wyprzedzeniem komunikować.

Zawarte w rekomendacjach sformułowanie „cena docelowa” oraz zalecenia „kupuj”/„trzymaj”/„sprzedaj” należy interpretować zgodnie z poniższym opisem.

Cena docelowa – teoretyczna cena, jaka zdaniem analityków Domu Analiz SII powinna zostać osiągnięta w okresie obowiązywania rekomendacji, aby cena rynkowa danego instrumentu finansowego odpowiadała jego teoretycznej wartości fundamentalnej.

Kupuj – w ocenie analityków Domu Analiz SII dany instrument finansowy jest fundamentalnie niedowartościowany (potencjał wzrostu ceny rynkowej w rekomendowanym okresie powyżej 10%).

Trzymaj – w ocenie analityków Domu Analiz SII wartość fundamentalna danego instrumentu finansowego nie odbiega w sposób znaczący od jego ceny rynkowej (potencjał spadku/wzrostu ceny rynkowej w rekomendowanym okresie w przedziale od -10% do 10%).

Sprzedaj – w ocenie analityków Domu Analiz SII dany instrument finansowy jest fundamentalnie przewartościowany (potencjał spadku ceny rynkowej w rekomendowanym okresie powyżej 10%).

WYKORZYSTYWANE METODY WYCENY ORAZ ICH SILNE I SŁABE STRONY

Przy sporządzaniu rekomendacji Dom Analiz SII wykorzystuje co najmniej jedną z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczą (mnożnikową), zdyskontowanych zysków rezydualnych, księgową (aktywów netto).

Silną stroną metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest uwzględnianie w wycenie przyszłych przewidywanych przepływów pieniężnych oraz zmiany wartości pieniądza w czasie, natomiast do jej wad należy zaliczyć relatywnie dużą ilość potrzebnych założeń i dużą wrażliwość na prognozowane wielkości finansowe, w tym duże uzależnienie końcowej wyceny od tzw. wartości rezydualnej (RV – Residual Value).

W przypadku wyceny porównawczej zaletą jest relatywna prostota modelu oraz uwzględnianie aktualnych rynkowych wycen spółek porównywalnych do spółki wycenianej, natomiast do jej wad należy zaliczyć ryzyko nieefektywnej wyceny (przewartościowania lub niedowartościowania) przez rynek spółek porównywalnych, trudności z doбором właściwej grupy porównawczej czy duży subiektywizm w wyborze zastosowanego przy wycenie mnożnika.

Wśród silnych stron metody zdyskontowanych zysków rezydualnych wymienić można mniejsze niż w przypadku metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych uzależnienie końcowej wyceny od oszacowanej wartości rezydualnej. Słabą stroną tej metody jest stosunkowo niska jej znajomość i zrozumienie wśród inwestorów, a także relatywnie duża ilość potrzebnych do wyceny założeń.

Zaletą wyceny metodą księgową jest jej prostota, natomiast wada to skupianie się na bieżącym stanie majątku i brak uwzględniania przyszłych korzyści dla akcjonariuszy spółki.

Więcej informacji na temat wykorzystywanych w rekomendacjach przez Dom Analiz SII metodach wyceny przeczytać można na stronie internetowej Domu Analiz SII pod adresem: www.domanaliz.pl/metody-wyceny.

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejsza rekomendacja została przygotowana przez Dom Analiz SII Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością („Dom Analiz SII”) z siedzibą we Wrocławiu, ul. Długopolska 22, 50-560 Wrocław, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla Wrocławia-Fabrycznej VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000718815, posiadającą numer NIP: 8992841148 i REGON: 369480988.

Data i godzina zakończenia prac nad rekomendacją: 2018-04-23, godz. 07:50.

Data i godzina pierwszej dystrybucji raportu: 2018-04-23, godz. 08:00.

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. a także z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony publicznie wszystkim zainteresowanym podmiotom przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji.

Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy są klientami Domu Analiz SII lub będą za takich uznawani.

Ileokroć w tym dokumencie jest mowa o „Emitencie”, należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio odnosi się rekomendacja.

Żadna informacja zawarta w niniejszym raporcie, w tym opinie sporządzających raport oraz wszelkie rekomendacje w nim zawarte, nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), ani jakiegokolwiek porady księgowej, podatkowej czy prawnej.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego Dom Analiz SII nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego podmiotu będącego jego odbiorcą, w tym jakiegokolwiek konkretnego inwestora. Żadna z informacji zawartych w niniejszym raporcie nie stanowi oświadczenia ani zapewnienia, że jakiegokolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia ze względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi indywidualnej rekomendacji. Inwestycje oraz usługi przedstawione w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultacje z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Odbiorca niniejszego raportu musi dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla niego odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte, biorąc pod uwagę swoją własną strategię oraz sytuację prawną i finansową. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego, oferty lub innych dokumentów i materiałów sporządzonych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Dom Analiz SII informuje, że inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Dom Analiz SII zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i jego wyników finansowych, jak np. sytuacja makroekonomiczna na świecie i w kraju, zmieniające się warunki ekonomiczne, zmiana sytuacji na rynkach towarowych, katastrofy naturalne, zmiany polityczne, prawne lub podatkowe.

Dom Analiz SII zwraca uwagę, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez inwestora straty. Dlatego osoba podejmując pojedynczą decyzję inwestycyjną powinna nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w rekomendacji, ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione w niniejszym dokumencie).

Niniejsze opracowanie ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych. Żaden z jego zapisów nie stanowi podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejszy dokument nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe ani nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy dokument może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane ani przeznaczone do rozpowszechniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdują się na obszarze jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem. W szczególności niniejszy dokument ani jego kopie nie mogą być rozpowszechniane w: USA, Australii, Kanadzie, Japonii ani udostępniane obywatelom lub rezydentom tych państw, gdzie rozpowszechnianie tego dokumentu może być ograniczone przez prawo. W takich przypadkach osoby rozpowszechniające niniejszy dokument powinny zapoznać się i dostosować do wszelkich tego typu ograniczeń.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności i rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Analiz SII uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in.: raporty okresowe i bieżące Emitenta, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, dane statystyczne, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami spółek. Dom Analiz SII nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Dom Analiz SII nie ponosi odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Dom Analiz SII i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Dom Analiz SII nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka według stanu na dzień sporządzenia raportu i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. Dom Analiz SII nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez Dom Analiz SII. Dom Analiz SII może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej rekomendacji. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia, a także metody analityczne, przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Dom Analiz SII, jego organy zarządcze ani pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie niniejszego raportu i zawartych w nim informacji, jak również jakiegokolwiek innego wykorzystania niniejszego raportu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Dom Analiz SII nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie. Dom Analiz SII niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia, zapewnienia lub gwarancji przyszłych wyników.

W przypadku rozpowszechniania niniejszego raportu przez jakikolwiek podmiot trzeci – inny niż Dom Analiz SII lub podmioty z nim powiązane – podmiot ten jest wyłącznie odpowiedzialny za dystrybucję niniejszego raportu. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Dom Analiz SII do klientów podmiotu trzeciego dystrybuującego niniejszy raport i Dom Analiz SII, członkowie jego organów oraz pracownicy, ani podmioty powiązane nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z wykorzystania niniejszego raportu lub jego poszczególnych treści.

Niniejszy raport został przekazany do Emitenta przed jego publikacją, jednak nie miało to wpływu na tezy i założenia, a także na cenę docelową i zalecenie inwestycyjne zawarte w niniejszej rekomendacji. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Dom Analiz SII ani analitycy sporządzający niniejszą rekomendację nie świadczyli żadnych usług na rzecz Emitenta lub podmiotów z nim powiązanych oraz nie otrzymywali od Emitenta ani podmiotów z nim powiązanych żadnego wynagrodzenia. Nie występuje żaden istotny interes finansowy, w szczególności nie istnieją żadne znaczące umowy lub inne istotne powiązania pomiędzy podmiotami powiązanymi z Domem Analiz SII a Emitentem lub podmiotami z nim powiązanymi.

Na dzień sporządzenia niniejszej rekomendacji Dom Analiz SII ani podmioty z nim powiązane, ani analitycy sporządzający niniejszą rekomendację, ani żadna z osób, które brały udział w jej sporządzeniu:

- nie posiadają akcji Emitenta lub akcji/udziałów podmiotów z nim powiązanych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego;
- nie znajdują się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem;
- nie posiadają instrumentów emitowanych przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane przekraczających próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem;

- nie posiadają instrumentów finansowych, których wartość jest zależna od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane przekraczających próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem.

Dom Analiz SII nie wyklucza, że będzie w przyszłości składać oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta za wynagrodzeniem, w tym usług przygotowania rekomendacji inwestycyjnej oraz takie usługi świadczyć, jak również nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość jest zależna od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Powyższe zastrzeżenie dotyczy również podmiotów powiązanych z Domem Analiz SII oraz analityków sporządzających rekomendacje.

Dom Analiz SII nie prowadzi działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r. poz. 2486 z późn.zm.).

Za wyjątkiem wynagrodzenia od Domu Analiz SII analitycy Domu Analiz SII nie otrzymują żadnej innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje.

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta ani nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie.

Dom Analiz SII ani podmioty z nim powiązane nie są stroną jakiegokolwiek umowy, której wykonanie zależy od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym raporcie. Za wyjątkiem powyższych zastrzeżeń, pomiędzy Domem Analiz SII, podmiotami z nim powiązanymi i analitykami sporządzającymi niniejszy raport a Emitentem nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony.

Dom Analiz SII jest autorem niniejszego raportu. Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi należącymi do Domu Analiz SII. Żaden z materiałów ani jego treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody Domu Analiz SII.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i logotypy użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi, oznaczeniami lub logotypami Domu Analiz SII.

Copyright © 2018 Dom Analiz SII Sp. z o.o. Wszelkie prawa zastrzeżone.