



analizy: Michał Krajczewski, CFA

2017-11-14

Podstawowe dane o spółce

Cena	256,05
Kapitalizacja (mln zł)	10 540,0
Free float	62,2%
Wartość dzienna obrotów 1M (mln PLN)	35,5
P/E	30,1
EV/EBITDA	13,22

Grupa CCC jest największym w Polsce i regionie CEE producentem oraz dystrybutorem obuwia i wyrobów skórzanych. Sieć sklepów CCC po 3Q'17 w całej Europie Środkowo-Wschodniej prawie 900 sklepów o powierzchni 502,4 tys. m2. Spółka rozwija także działalność e-commerce poprzez przejęcie portalu e-obuwie.

Notowania CCC za ostatnie 12 miesięcy



Wyniki finansowe za III. kwartał 2017 roku

mln PLN	3Q '16	4Q '16	1Q '17	2Q '17	3Q '17	r/r	q/q	Kons.	różnica	Wstępne wyniki	różnica
Przychody	664,7	1132,6	720,4	1125,1	987,2	48,5%	-12,3%	983,9	0,3%	987,2	0,0%
Zysk brutto na sprzedaży	339,3	609,5	350,7	583,4	503,3	48,3%	-13,7%			503,3	0,0%
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>51,0%</i>	<i>53,8%</i>	<i>48,7%</i>	<i>51,9%</i>	<i>51,0%</i>						
EBITDA	43,5	237,1	3,5	201,0	81,6	87,6%	-59,4%	90,6	-9,9%	81,6	0,0%
<i>marża EBITDA</i>	<i>6,5%</i>	<i>20,9%</i>	<i>0,5%</i>	<i>17,9%</i>	<i>8,3%</i>			<i>9,2%</i>		<i>8,3%</i>	
-Polska	49,2	166,8	31,2	134,2	79,0	60,6%	-41,1%				
-CEE	8,9	69,0	-2,4	45,6	17,2	93,3%	-62,3%				
-WE	-25,8	-7,2	-33,6	-14,2	-21,6	-	-				
-e-obuwie	13,0	21,3	18,6	27,3	19,4	49,2%	-28,9%				
-Pozostałe	-1,8	-12,8	-10,3	8,1	-12,4	-	-				
EBIT	25,2	218,1	-16,1	180,7	52,3	107,5%	-71,1%	69,5	-24,7%	52,3	0,0%
<i>marża EBIT</i>	<i>3,8%</i>	<i>19,3%</i>	<i>-2,2%</i>	<i>16,1%</i>	<i>5,3%</i>			<i>7,1%</i>		<i>5,3%</i>	
Zysk netto	10,2	190,4	-37,6	152,9	41,2	303,9%	-73,1%	44,5	-7,4%	41,2	0,0%
<i>marża netto</i>	<i>1,5%</i>	<i>16,8%</i>	<i>-5,2%</i>	<i>13,6%</i>	<i>4,2%</i>			<i>4,5%</i>		<i>4,2%</i>	
Cash flow operacyjny	-189,2	337,8	-322,2	175,0	-88,2	-	-				
Zapasy	982,2	1034,9	1285,1	1359,9	1 509,4	53,7%	11,0%			1509,4	0,0%

Komentarz do wyników

Zgodnie ze wstępnymi, jak i miesięcznymi danymi ze sprzedaży CCC wypracowało w III kwartale 987,2 mln PLN przychodów (+48,5% r/r). Za tak dobry wzrost odpowiadało zarówno zwiększenie powierzchni sprzedażowej (+17,9% r/r), sprzedaży LFL (+25,5% r/r), jak i bardzo dobry performance e-obuwia (+101,8% r/r). Spółka zanotowała niemal identyczną marżę brutto na sprzedaży (51,0%) jak w analogicznym kwartale roku ubiegłego, przez co zysk na tym poziomie wyniósł 503,3 mln PLN (+48,3% r/r).

Łączne koszty SG&A wyniosły w III kwartale 442,7 mln PLN (+39,1% r/r). W tym koszty ogólnego zarządu to 24,1 mln PLN (+18,7% r/r). Za ich wzrost o 4 mln PLN r/r odpowiadało głównie zwiększenie skali przedsiębiorstwa i rozszerzenie części funkcji związanych z e-commerce, IT lub zarządzaniem produktami.

Koszty funkcjonowania sklepów wyniosły 304,9 mln PLN (+28,6% r/r). Wzrost na m2 wyniósł +9,2%, za co w dużej mierze (14 mln PLN) odpowiadało wprowadzenie w polskich sklepach nowego systemu motywacyjnego opartego na wskaźniku sprzedaży LFL. Spółka zmieniła również zasady księgowości na rynku w Czechach, co zwiększyło amortyzację (+4 mln PLN kwartalnie). Pozostała część wzrostu (+40 mln PLN) jest związana z otwarciem nowych powierzchni oraz ekspansją na nowe rynki (+8 mln PLN).

Największym relatywnie wzrostem kosztów wykazała się linia pozostałych kosztów sprzedaży (+86,4% r/r), co naszym zdaniem mogło być jednym ze źródeł rozczarowania względem konsensusu. Zgodnie z informacjami podanymi przez Zarząd, za połowę wzrostu r/r (+25 mln PLN) odpowiadają koszty transportu związane z rozwojem geograficznym e-obuwia (coraz więcej dostaw na odległe rynki). Druga połowa to w większości wzrost kosztów marketingu, w szczególności przeprowadzenie kampanii telewizyjnej w Polsce (+7 mln PLN) oraz w Czechach, Słowacji i Węgrzech (+5 mln PLN) w 3Q'17. Analogiczne działania marketingowe nie były prowadzone w 3Q'16.

Kolejnym powodem nieco słabszego od oczekiwań wyniku EBITDA było prawdopodobnie saldo pozostałej działalności operacyjnej (-8,3 mln PLN w 3Q'17 wobec +4,2 mln PLN w 3Q'16), za czym stały wysokie, ujemne różnice kursowe (ponad 10 mln PLN).

W efekcie EBITDA CCC wyniosła 81,6 mln PLN (87,6% r/r). W przypadku rynków CEE oraz Polski obserwowana była w 3Q'17 poprawa rentowności EBITDA o 2,2 pkt. proc. Istotnym jest także pierwszy w historii spadek w ujęciu r/r straty generowanej przez rynek zachodniej Europy (-21,6 mln PLN wobec -25,8 mln PLN straty w 3Q'16). Z uwagi na inwestycje rozwojowe (IT, logistyka, nowe rynki, marketing), o 4,7 pk. proc. niższą rentowność EBITDA zanotowało e-obuwie. Łączny wynik segmentu e-commerce pomimo to był o prawie 50% r/r wyższy.



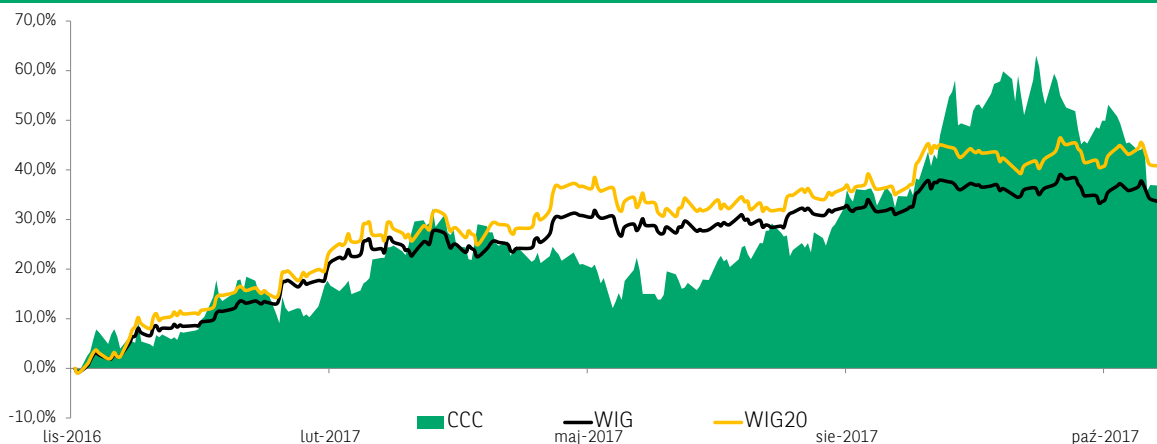
Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki

Wyniki, pomimo ujemnego odchylenia od konsensusu, oceniamy pozytywnie. Uważamy, iż poniesione w 3Q'17 koszty (marketing, inwestycje w IT) przyniosą oczekiwane efekty w horyzoncie 2018 r. Nowy system wynagradzania pracowników sprawdził się w Polsce i ma być rozwijany w pozostałych krajach (na początku Czechy i Chorwacja), co jest konieczne do utrzymania wysokiego tempa sprzedaży, jak i utrzymania pracowników na wymagającym obecnie dla pracodawców rynku pracy. **Dostrzegamy także pierwsze symptomy poprawy wyników w Niemczech i Austrii** – CCC testowało w ciągu roku różne rozwiązania (optymalizacja pracy, dostaw, cen, marketingu itd.) i Zarząd coraz lepiej dostrzega działania konieczne do wypracowania dodatniej rentowności.

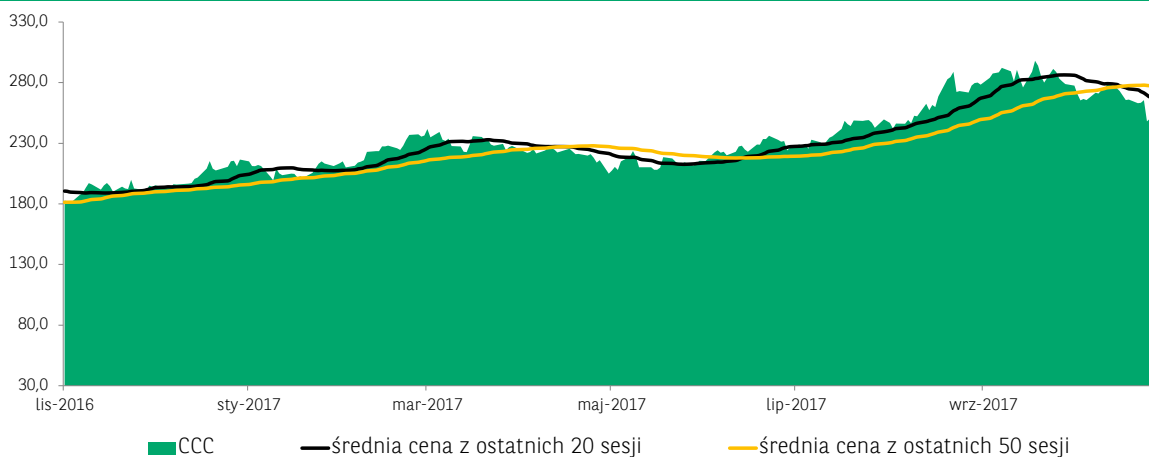
Spółka zaprezentowała także wstępne cele na rok 2018. Planowane jest otwarcie ponad 110 tys. m² (ok. 10-15 tys. może przesunąć się z końcówki br.) i wzrost planowanej sprzedaży z ok. 4 mld PLN w 2017 do 5 mld PLN w 2018 r., przy czym samo e-obuwie ma wypracować ok. 1 mld PLN. Wydatki inwestycyjne w 2017 i 2018 r. mają przekroczyć 150 mln PLN. Marża brutto na sprzedaży ma być podobna r/r (rozwodnienie z tytułu zwiększenia udziału e-obuwie ma być rekompensowane wzrostem w kanale detalicznym). EBITDA ma wynieść powyżej 650 mln PLN. Rynkowy konsensus wg. Bloomberg'a zakłada obecnie 5,1 mld PLN oraz ok. 700 mln PLN EBITDA.

W krótkim terminie ryzykiem dla Spółki będą warunki pogodowe w IV kwartale wpływające na sprzedaż. W październiku było ona jedynie o 1,3% r/r wyższa, Zarząd nie komentował natomiast jak wygląda sytuacja w listopadzie (zwracamy uwagę na wysoką bazę z 4Q'16 kiedy obroty były o 50% wyższe r/r). Ze względu na przygotowanie Spółki pod sezonowo wysoką sprzedaż oraz zwiększoną liczbę otwarć w 4Q'17, zapasy zostały zwiększone do 1 509 mln PLN, czyli o 32% r/r w przeliczeniu na m². W przypadku słabszego sprzedażowo kwartału, CCC zmuszone byłoby do zwiększenia skali promocji, co mogłoby negatywnie wpłynąć na rentowność i generowany w 4Q'17 i 1Q'18 wynik. **Z drugiej strony od IV kwartału Zarząd spodziewa się silniejszego, pozytywnego wpływu spadku kursu USD/PLN na rentowność.**

Notowania CCC w porównaniu do indeksów WIG i WIG20



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa
tel. (22) 566 97 00, fax (22) 566 97 29
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego **telefon** **adres e-mail**

Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego **telefon** **adres e-mail**

Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 566 97 04	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego **telefon** **adres e-mail**

Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
-----------------	--------------	--

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

nowy system -wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - (enterprise value - wartość ekonomiczną) dług netto + wartość rynkowa
EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)
P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgowa) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa
tel. (22) 566 97 00, fax (22) 566 97 29
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Disclaimer

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);
Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A. , a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf

Numer ewidencyjny:

KW/2017/11/09/BFT/2