



Dom Maklerski BDM S.A.

**LPP**

**RAPORT ANALITYCZNY**

**KUPUJ**

(WZNOWIENIE REKOMENDACJI)

**WYCENA 26 037 PLN**

06 MAJA 2026, 08:45 CEST

**Wznaniamy wydawanie rekomendacji dla spółki LPP od zalecenia KUPUJ z ceną docelową na poziomie 26 037 PLN. Pozytywnie oceniamy trwającą rozbudowę sieci stacjonarnej, a przede wszystkim rozwój marki Sinsay. W naszej ocenie jest to segment, w którym LPP jest jednym z liderów na rynku polskim i ma szanse na osiągnięcie tego miana na wielu rynkach zagranicznych.**

W 2026 i 2027 r. grupa zamierza otworzyć ok. 2 tysięcy sklepów stacjonarnych, w tym 1950 w marce Sinsay. Spółka w nowej strategii kładzie główny nacisk na segment Design & Value. Z założenia concept ten ma oferować modne fasony w niskich cenach. Oferta jest skierowana głównie do mieszkańców mniejszych miejscowości oraz wrażliwych na cenę odbiorców w dużych miastach. Pozostałe marki rozwijają się głównie w oparciu o nowe kolekcje i otwieranie pojedynczych salonów w atrakcyjnych lokalizacjach.

Na drodze do osiągnięcia celów strategicznych istotną rolę odgrywa wykorzystywanie nowych technologii. Spółka wdraża rozwiązania AI nie tylko na gruncie operacyjnym, gdzie narzędzia te pomagają w planowaniu nowych lokalizacji, czy ustalaniu cen na poszczególnych rynkach, ale też udostępnia funkcjonalności dla klientów. Przykładem są tutaj wirtualni asystenci, dostępni w sklepach internetowych Sinsay i Reserved, czy wirtualna przymierzalnia, która stopniowo jest wdrażana dla kolejnych linii asortymentowych w marce Sinsay. Dodatkowo, coraz większy udział fotografii prezentowanych w kanale online mają zdjęcia wygenerowane przez sztuczną inteligencję.

Istotnym krokiem w rozwoju grupy będzie też otwarcie marketplace pod szyldem Sinsay, który ma wystartować w 2H'26. Spółka nie podała jeszcze szczegółów funkcjonowania platformy, jednak wiemy, że asortyment brandu ma być uzupełniony przez artykuły komplementarne. W naszej ocenie rozwój w tym kanale rodzi duże szanse rozwoju marki, szczególnie biorąc pod uwagę posiadaną bazę klientów. Z drugiej strony, podkreślamy ryzyka związane z nową działalnością – kanibalizacja oferty, konieczność zaproponowania dobrych warunków sprzedawcom, czy brak pełnej kontroli nad jakością produktów.

Z intensywnym rozwojem wiąże się też duże inwestycje. W 2026 r. szacujemy ok. 2,8 mld PLN CAPEX. Nakłady przeznaczone będą nie tylko na rozwój sieci stacjonarnej, ale też logistykę, w tym robotyzację magazynów, co w naszej ocenie pozwoli na optymalizację kosztów w tym zakresie.

Według naszych prognoz, spółka wyceniana jest na  $EV/EBITDA'26 = 6,9x$ , czyli z dyskontem do grupy porównawczej.

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	17 406,2	20 194,0	23 109,0	27 976,5	33 362,4	36 301,8
EBIT [mln PLN]	2 283,5	2 415,0	2 493,0	4 061,7	4 738,8	4 941,7
EBITDA [mln PLN]	3 666,0	4 104,0	4 568,0	6 599,3	7 389,2	7 627,0
Wynik netto [mln PLN]	1 612,0	1 747,0	1 497,0	2 767,2	3 323,5	3 513,3
P/E	24,7	22,8	26,6	14,4	12,0	11,4
P/BV	8,4	7,5	7,1	5,8	4,8	4,2
EV/EBIT	18,6	18,1	18,4	11,3	9,4	8,5
EV/EBITDA	11,6	10,7	10,0	6,9	6,0	5,5

Wycena DCF [PLN]	23 268
Wycena porównawcza [PLN]	28 805
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>26 037</b>
Potencjał do wzrostu / spadku	21,6%
Koszt kapitału	11,6%
Cena rynkowa [PLN]	21 420
Kapitalizacja [mln PLN]	39 753
Ilość akcji [tys. szt.]*	1 859
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	24 280
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	15 900
Stopa zwrotu za 3 mc	4,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	20,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	30,7%
Akcjonariat (% głosów):	
Fundacja Semper Simul	60,8%
Pozostali akcjonariusze	39,2%

\* liczba akcji uwzględnia 16 tys. akcji z programu motywacyjnego

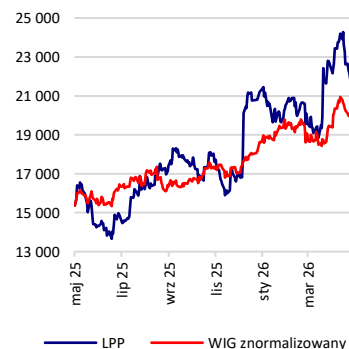
**Anna Tobiasz, DI**

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

## SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
WYCENA DCF.....	10
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	13
MODEL BIZNESOWY.....	14
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE.....	14
MARKI.....	14
STRUKTURA GEOGRAFICZNA.....	15
STRATEGIA ROZWOJU.....	16
WYDATKI INWESTYCYJNE.....	18
ZAŁOŻENIA ŚREDNIOTERMINOWE.....	19
STRUKTURA AKCJONARIATU.....	19
POLITYKA DYWIDENDOWA.....	19
OTOCZENIE RYNKOWE.....	20
RYNEK ODZIEŻY I OBUWIA W EUROPIE.....	22
RYNEK ODZIEŻY I OBUWIA W POLSCE.....	23
OGRANICZENIE TANICH ZAKUPÓW NA CHIŃSKICH PLATFORMACH.....	23
WYNIKI 4Q'25.....	24
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	25
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE.....	29

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Rachunek wyników [mld PLN]	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>15,9</b>	<b>17,4</b>	<b>20,2</b>	<b>23,1</b>	<b>28,0</b>	<b>33,4</b>	<b>36,3</b>
Sinsay	6,2	7,0	9,9	12,6	17,0	21,5	23,7
Reserved	5,6	5,3	5,6	6,6	6,9	7,4	7,8
Cropp	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4
House	1,3	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
Mohito	1,3	1,3	1,4	1,3	1,4	1,5	1,6
<b>EBIT</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>	<b>6,6</b>	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>
Zysk brutto	1,1	2,0	2,3	2,1	3,5	4,2	4,4
<b>Zysk netto</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>

Bilans [mld PLN]	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>7,4</b>	<b>8,0</b>	<b>9,9</b>	<b>12,6</b>	<b>12,9</b>	<b>12,7</b>	<b>11,7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	3,3	3,6	4,7	6,6	6,4	5,8	5,2
Aktywa niematerialne	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	2,9	3,2	4,1	4,9	5,4	5,8	5,3
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>	<b>7,6</b>	<b>6,6</b>	<b>9,7</b>	<b>12,0</b>	<b>13,6</b>
Zapasy	3,4	3,0	4,7	4,6	6,5	7,6	8,3
Należności z tytułu dostaw i usług	0,9	0,8	0,8	0,2	0,3	0,3	0,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,5	1,1	0,8	0,5	1,6	2,7	3,5
<b>Aktywa razem</b>	<b>12,9</b>	<b>13,8</b>	<b>17,5</b>	<b>19,2</b>	<b>22,6</b>	<b>24,7</b>	<b>25,3</b>
Kapitał własny	4,0	4,7	5,3	5,6	6,9	8,3	9,5
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>4,9</b>
Kredyty, pożyczki	0,5	0,5	0,2	1,4	1,7	0,9	0,2
Zobowiązania z tytułu leasingu	2,8	2,9	3,5	4,2	4,7	5,0	4,5
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>	<b>8,5</b>	<b>7,9</b>	<b>9,2</b>	<b>10,4</b>	<b>10,9</b>
Kredyty, pożyczki	0,8	0,0	0,8	0,5	0,4	0,3	0,2
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,9	1,0	1,2	1,4	1,6	1,7	1,5
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług oraz pozostałe	3,2	4,3	5,8	5,4	6,6	7,7	8,5
<b>Pasywa razem</b>	<b>12,9</b>	<b>13,8</b>	<b>17,5</b>	<b>19,2</b>	<b>22,6</b>	<b>24,7</b>	<b>25,3</b>

Cash Flow [mld PLN]	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>0,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>	<b>7,1</b>	<b>8,4</b>	<b>7,2</b>
Amortyzacja	1,1	1,4	1,7	2,1	2,5	2,7	2,7
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,6</b>
CAPEX	1,2	1,1	1,8	3,2	2,8	2,5	1,6
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,8</b>
Dywidenda	0,6	0,8	1,1	1,2	1,5	1,9	2,3
Odsetki	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,3
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>
Środki pieniężne	0,4	1,0	0,8	0,4	1,6	2,7	3,5

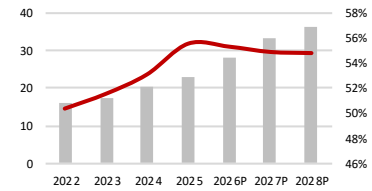
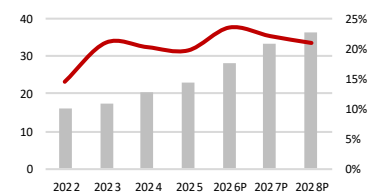
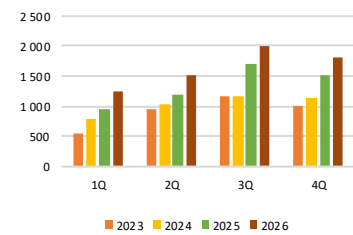
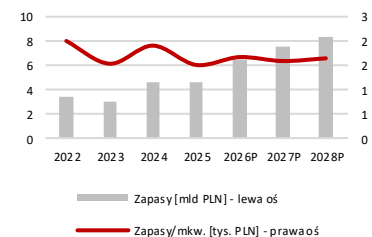
Dynamiki [%]	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	40%	9%	16%	14%	21%	19%	9%
EBIT	-16%	93%	6%	3%	63%	17%	4%
EBITDA	-1%	58%	12%	11%	44%	12%	3%
Zysk netto	-69%	230%	9%	-14%	85%	20%	6%

Powierzchnia [tys. mkw.]	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Sinsay	699,6	954,6	1 366,6	1 947,6	2 722,4	3 538,0	3 782,7
Reserved	569,6	594,5	613,6	625,1	660,1	695,1	730,2
Cropp	153,4	172,3	183,4	188,2	198,2	208,1	218,0
House	156,4	171,3	181,9	187,2	197,1	206,9	216,8
Mohito	94,4	100,9	103,1	111,0	120,1	129,2	138,3

Wybrane dane i wskaźniki	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Liczba akcji [mln]	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Marża brutto ze sprzedaży [%]	50,3%	51,5%	53,1%	55,6%	55,3%	54,9%	54,8%
EPS	262,5	866,3	941,3	806,6	1 488,8	1 782,9	1 879,4
BPS	2 148,8	2 542,6	2 856,9	3 022,3	3 707,7	4 440,8	5 063,1
P/E	81,6	24,7	22,8	26,6	14,4	12,0	11,4
P/BV	10,0	8,4	7,5	7,1	5,8	4,8	4,2
EV/EBITDA	18,9	11,6	10,7	10,0	6,9	6,0	5,5
EV/EBIT	36,9	18,6	18,1	18,4	11,3	9,4	8,5
Dług netto [mld PLN]	4,0	2,8	4,1	6,1	5,9	4,4	2,2
ROE	12%	34%	33%	27%	40%	40%	37%
ROA	4%	12%	10%	8%	12%	13%	14%
FCF [mld PLN]	1,3	-0,5	3,3	2,2	1,5	4,3	5,9

**Marża brutto [%] na tle przychodów [mld PLN]**

**Marża EBITDA [%] na tle przychodów [mld PLN]**

**Kwartalna ścieżka EBITDA [mld PLN]**

**Zapasy [mld PLN] i zapasy na mkw. [tys. PLN]**

**Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji**

1. Ryzyko geopolityczne i zakłócenia łańcuchów dostaw
2. Ryzyko kursowe
3. Ryzyko wykonania ambitnego planu rozwoju sieci stacjonarnej
4. Ryzyko koncentracji na marce Sinsay i niedopasowania kolekcji
5. Ryzyko marketplace Sinsay
6. Ryzyko pogodowe
7. Ryzyko spadku popytu konsumenckiego
8. Agresywne akcje wyprzedawców
9. Ryzyko reputacyjne i regulacyjne

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 21 420 PLN

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach – zdyskontowanych przepływach pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2026-2035 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 23 268 PLN. Wycena porównawcza do spółek odzieżowych z segmentu odzieżowego została oparta na prognozach wyników na lata 2026-2028 i dała wartość 1 akcji na poziomie 28 805 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF oraz 50% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 26 037 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	młn PLN	PLN/akcję	Potencjał
Wycena DCF [PLN]	43 249	23 268	8,6%
Wycena porównawcza [PLN]	53 541	28 805	34,5%
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>48 395</b>	<b>26 037</b>	<b>21,6%</b>

Źródło: BDM S.A.

### Pięć brandów – jedna gwiazda

LPP posiada w swoim portfolio pięć marek: Reserved, Mohito, Cropp, House i Sinsay. Ostatnia z nich jest obecnie szczególnie intensywnie rozwijana i stanowi filar średnioterminowej strategii spółki. Pozostałe marki także notują wzrost, jednak jego tempo pozostaje znacząco niższe.

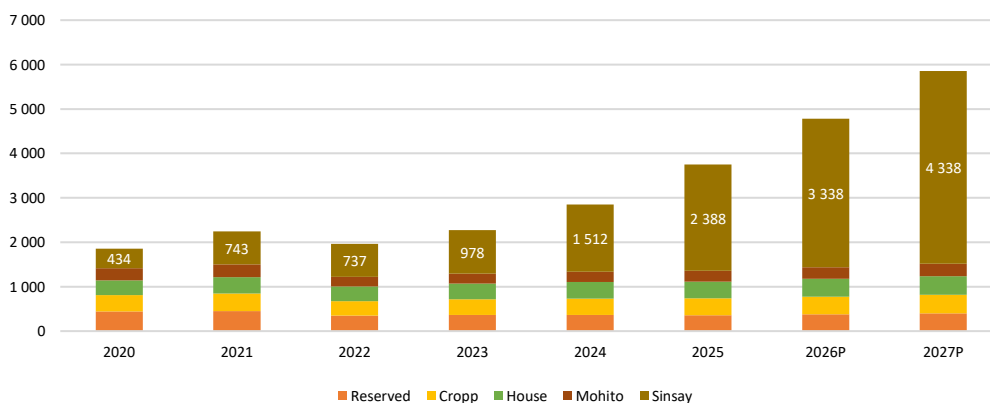
Strategia rozwoju, która obowiązuje od 2025 r., zakłada intensywną rozbudowę sieci stacjonarnej Sinsay, szczególnie w małych miejscowościach, co ma pozwolić na wypełnienie białych plam w handlu odzieżą i pozwolić na dopasowanie oferty do preferencji mieszkańców tych lokalizacji. Z drugiej strony, grupa prowadzi silną ekspansję na rynkach zagranicznych, szczególnie w Europie Południowej, Środkowo-Wschodniej i Azji Centralnej. W 2025 r. sklepy stacjonarne pojawiły się na 6 nowych rynkach – w Kosowie, Albanii, Uzbekistanie, Azerbejdżanie, Mołdawii i Gruzji.

Sinsay oferuje odzież damską, męską i dziecięcą oraz artykuły dekoracyjne i użytkowe do domu. Są to produkty typu fast fashion – modne fasony sprzedawane w niskich cenach. Idzie za tym niższa niż w pozostałych markach jakość towarów, jednak średnia rentowność jest porównywalna do innych brandów grupy.

Pozostałe brandy – Reserved, Mohito, Cropp i House – znajdują się w średniej półce cenowej i są dedykowane dla różnych grup konsumentów. W Reserved znajdziemy odzież dla całej rodziny, Mohito skupia się na modzie damskiej, a Cropp i House są skierowane głównie do nastolatków, jednak różnią się między sobą stylem.

LPP planuje do 2027 r. otwierać ok. 1000 salonów Sinsay rocznie. W pozostałych markach szacujemy wzrost liczby salonów o niskie kilkadziesiąt rocznie, dlatego rola Sinsay w grupie będzie się dalej znacząco umacniać.

Liczba sklepów w podziale na marki



Źródło: BSM, spółka

## Rozwój automatyzacji i narzędzi AI

Spółka inwestuje w rozwiązania AI oraz robotyzację logistyki, które pomagają usprawnić działalność i obniżyć koszty operacyjne.

### Wirtualny asystent

LPP wdraża w swoich sklepach internetowych i aplikacjach funkcję wirtualnego asystenta, który pomaga w wyszukiwaniu odpowiednich produktów i dopasowaniu stylizacji. Narzędzie może dobrać zestawy ubrań, czy wyszukać produkt, który najlepiej będzie pasował do opisu użytkownika.

Wirtualny asystent w sklepie internetowym Reserved

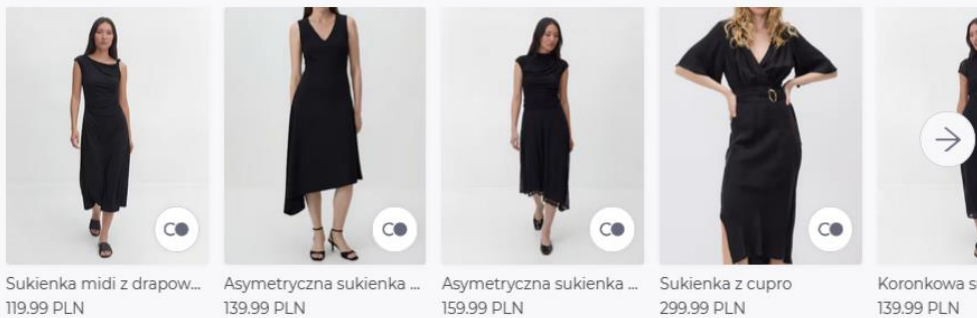
## R Twój asystent stylu



Elegancka sukienka na kolację z klientem

Kolacja z klientami wymaga elegancji! Myślisz o klasycznej czerni, odważnych kolorach, czy może czegoś z nowoczesnym twistem? Znajdźmy idealną sukienkę.

### Ponadczasowa Elegancja



### Wyrafinowana Wdzięczność



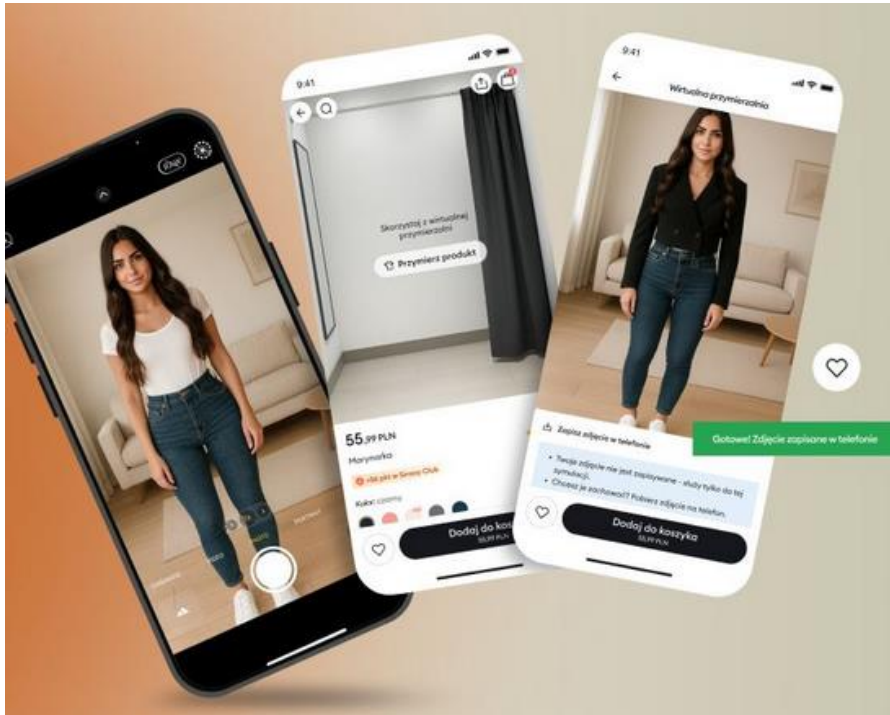
Źródło: [www.reserved.com/pl/pl/](http://www.reserved.com/pl/pl/)

### Wirtualna przymierzalnia

W aplikacji mobilnej Sinsay została wdrożona technologia Virtual Try-on od Google, która pozwala na nałożenie zdjęcia produktu na zdjęcie użytkownika. Dzięki temu klient dostaje wizualizację tego, jak będzie wyglądał w danym produkcie. Zalogowany użytkownik musi dodać swoje zdjęcie, które przechodzi wstępną weryfikację narzędziem Google, a następnie zostaje oznaczone znakiem wodnym umożliwiającym identyfikację materiału jako wygenerowanego przez AI. Zdjęcie można zapisać na swoim urządzeniu.

Rozwiązanie to ma zredukować niepewność związaną z dopasowaniem produktu oraz skracać dystans między inspiracją a zakupem. Tworzy atmosferę nowoczesnej, zaawansowanej technologicznie platformy, mimo graficznego upodobnienia do chińskich platform z tanią odzieżą.

### Wirtualna przymierzalnia Sinsay



Źródło: profil LinkedIn LPP

### Sesje zdjęciowe

W optymalizacji kosztów spółce pomaga przerabianie zdjęć oraz tworzenie ich od podstaw przy pomocy sztucznej inteligencji. Szczególnie widoczne jest to w marce Sinsay, gdzie znacząca część zdjęć produktów jest wygenerowana przy pomocy AI. Rozwiązanie to przyspiesza proces prezentowania towarów, nie wymaga organizacji dużych sesji zdjęciowych, opłacenia fotografów, modeli i stylistów.

Spodziewamy się, że wraz z rozwojem narzędzi AI w dziedzinie generowania coraz bardziej realistycznych zdjęć, spółka będzie rozszerzać zakres działań w pozostałych markach.

### Store potential – inteligenta mapa ekspansji

Grupa wdrożyła platformę analityczną, która wspiera proces wyboru lokalizacji nowych salonów oraz ocenę ich potencjału sprzedażowego. Narzędzie to rekomenduje optymalne lokalizacje i prognozuje ich przychody w pierwszych 12 miesiącach, wykorzystując do tego kilka źródeł danych, w tym demografię, dane populacyjne, punkty zainteresowań, mapy ciepła (jak poruszają się konsumenci), czy dane z Mastercard.

Platforma działa już w wybranych krajach europejskich i jest sukcesywnie skalowana na kolejne rynki. Nie jest to samodzielne narzędzie. Ma ono wspierać leasing managerów w podejmowaniu decyzji i identyfikowaniu najbardziej perspektywicznych lokalizacji oraz prowadzeniu symulacji scenariuszowych.

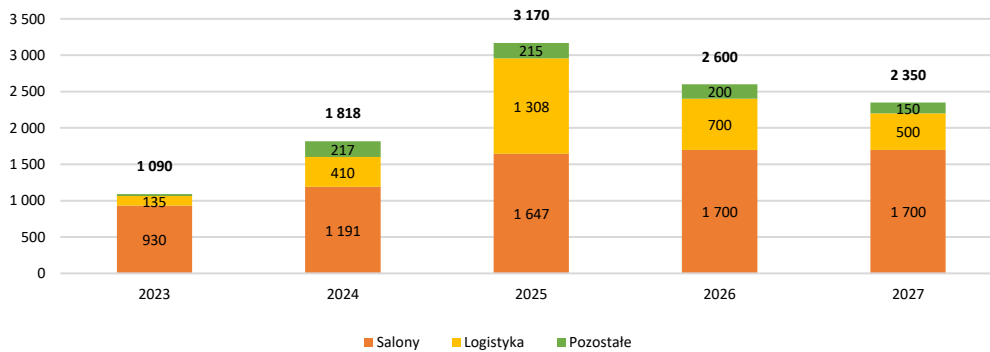
### International Pricing

Narzędzie International Pricing jest zaawansowanym systemem wspierającym zarządzanie cenami na rynkach zagranicznych w odniesieniu do ceny referencyjnej w Polsce. Uwzględnia szeroki kontekst danych, w tym czynniki makroekonomiczne, siłę nabywczą konsumentów, poziom konkurencji oraz postrzeganie brandów na poszczególnych rynkach. Pomaga to w równoważeniu celów wolumenowych i marżowych oraz w precyzyjnym dostosowaniu oferty do specyfiki lokalnych rynków.

## Inwestycje

Istotna rozbudowa sieci stacjonarnej wiąże się ze znaczącymi nakładami inwestycyjnymi. Dodatkowo, spółka kładzie nacisk na rozwój sieci logistycznej i robotyzację magazynów. Zgodnie ze strategią, największy CAPEX miał przypaść na 2025 r., kiedy to spółka wydała na inwestycje ok. 3,2 mld PLN. W kolejnych latach planowane wydatki mają być nieco niższe, ale wciąż pozostaną na wysokim poziomie.

### Planowane wydatki inwestycyjne



Źródło: BDM, spółka

W zakresie logistyki, inwestycje mają objąć dokończenie rozbudowy centrum dystrybucyjnego w Brześciu Kujawskim (85 tys. m<sup>2</sup>) oraz uruchomienie nowego centrum dystrybucyjnego w Rumunii (60 tys. m<sup>2</sup>). Do 1Q'27 ma także powstać nowy magazyn dla e-commerce w Tczewie (60 tys. m<sup>2</sup>). W zakresie robotyzacji grupa kontynuuje wyposażanie magazynów do obsługi e-commerce w rozwiązania robotyczne w Bydgoszczy, Jasionce i Rumunii.

Inwestycje w dużej części finansowane są kredytami bankowymi. W obecnej sytuacji finansowej spółki spokojnie podchodzimy do kwestii regulacji zobowiązań, dlatego taka forma finansowania wydaje się optymalna.

## Marketplace Sinsay

Grupa rozwija się jako platforma omnichannel, prowadząc sprzedaż zarówno w sklepach stacjonarnych, jak i internetowych oraz aplikacjach mobilnych poszczególnych marek. Kolejnym krokiem rozszerzenia swojej obecności w kanale online będzie otwarcie platformy marketplace pod marką Sinsay.

Z aktualnych doniesień wynika, że spółka planuje uruchomić platformę w 2H'26 i posiadać w pełni działający marketplace na sezon back to school. Produkty dostępne w sklepie mają rozszerzyć asortyment marki, przy zachowaniu dotychczasowego charakteru brandu. W naszej ocenie najbardziej skorzysta na tym segment home, który intensywnie się rozwija, jednak nie jest tak szeroką kategorią jak odzież.

Spółka na razie nie podawała szczegółów na temat funkcjonowania marketplace. Spodziewamy się, że na początkowym etapie część logistyki będzie przerzucona na zewnętrznych sprzedawców, w tym pakowanie i wysyłka produktów. Jednocześnie spodziewamy się, że odbiór zamówień będzie możliwy w sklepach stacjonarnych Sinsay, tak jak dotychczas przy zakupach online. Zakładamy, że platforma będzie miała narzucone określone normy co do opisu produktów i ich zdjęć. Docelowy model współpracy prawdopodobnie ukształtuje się w długim terminie na zasadzie prób i błędów.

W naszej ocenie powstanie platformy zrzeszającej sprzedawców zewnętrznych pod marką Sinsay będzie stwarzało poważną konkurencję dla takich firm jak Temu, czy Shein. Sinsay posiada szeroką bazę aktywnych klientów, co jest mocną przewagą dla startu nowej platformy sprzedażowej. Rozszerzenie oferty przy utrzymaniu dostaw i zwrotów w salonach stacjonarnych i obsługa klienta na miejscu powinna dawać znaczącą przewagę nad chińskimi sprzedawcami.

**Szanse i ryzyka uruchomienia marketplace Sinsay**

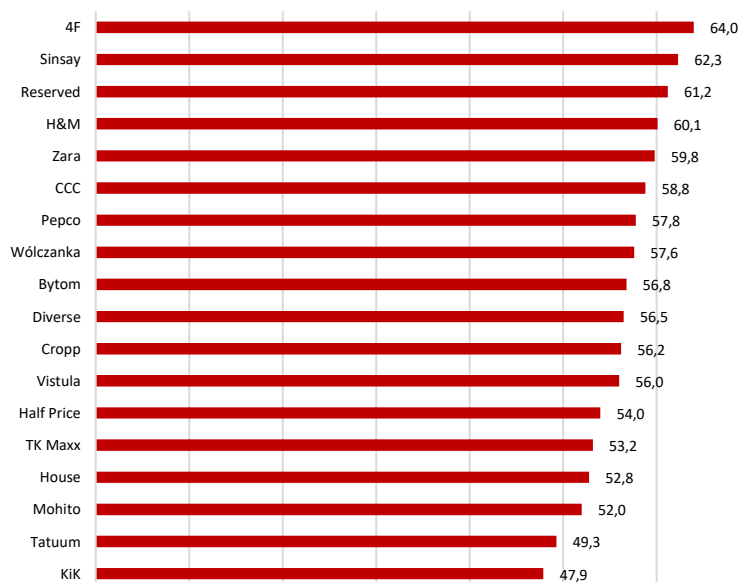
SZANSE	RYZYKA
<ul style="list-style-type: none"> <li>• duża, gotowa baza klientów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• prezentacja produktu – marka Sinsay vs. pozostałe brandy</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• omnichannel – możliwość obsługi klientów w sklepach stacjonarnych</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• bardziej skomplikowane procesy logistyczne,</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• alternatywa dla Shein / Temu w Europie, przy krótszym czasie dostawy</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• silna konkurencja ze strony platform tj. Temu / Shein / Allegro</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• prowizje od sprzedanych towarów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• konieczność zaproponowania atrakcyjnych warunków dla sprzedających</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• brak kosztu zapasów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• możliwość kanibalizacji, presja na marże</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• rozszerzenie koszyka zakupowego</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ryzyko utraty spójności marki</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• możliwość skalowania na rynkach zagranicznych</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• niepełna kontrola nad sprzedawanymi produktami i ich jakością</li> </ul>

Źródło: BDM

**Rozpoznawalność marek LPP**

Według badania przeprowadzonego przez EY-Parthenon, brandy LPP są w czołówce najlepszych sprzedawców detalicznych segmentu odzież i obuwanie. Ocenie podlegało m. in. zaufanie klientów, szeroki wybór, stosunek jakości do ceny, wielkość asortymentu, czy jakość obsługi klienta.

Zestawienie objęło 18 sieci działających na polskim rynku, a na podium znalazły się aż dwa szczydły wchodzące w skład grupy LPP – Sinsay i Reserved. Pozostałe brandy ulokowały się w drugiej dziesiątce.

**Ranking najlepszych detalistów – segment odzież i obuwanie**


Źródło: Retail Performance Ranking 2025, analiza EY-Parthenon

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko geopolityczne i zakłócenia łańcuchów dostaw**

Spółka projektuje ubrania w Polsce, ale zdecydowana większość produkcji odbywa się w Azji. Konflikty zbrojne oraz inne wydarzenia powodujące zakłócenia na szlakach handlowych mogą opóźnić dostawy. Dodatkowo, wynikające z nich wzrosty cen surowców mogą znacząco wpłynąć na koszty transportu, co może bezpośrednio wpływać na rentowność.
- **Ryzyko kursowe**

Zmiany kursów walut mogą wpłynąć na marżowość grupy. Ponad 40% wpływów ze sprzedaży grupa osiąga w PLN, natomiast podstawową walutą rozliczeniową dla większości transakcji zakupów handlowych jest USD. Spółka stosuje zabezpieczenia kursu USD/PLN poprzez zawieranie kontraktów forward dla płatności w USD wobec dostawców. Z drugiej strony ryzyko rodzi też kurs EUR, po którym rozliczane są czynsze najmów powierzchni handlowych. Ryzyko niekorzystnych ruchów na tej walucie mitygowane jest przez wpływy z działalności operacyjnej w EUR.
- **Ryzyko wykonania ambitnego planu rozwoju sieci stacjonarnej**

Grupa intensywnie pracuje nad rozwojem sieci sklepów, logistyki i automatyki magazynowej. Przy tak dużej skali inwestycji rośnie ryzyko opóźnień, przekroczenia zakładanych kosztów, czy słabszego zwrotu z nowych lokalizacji.
- **Ryzyko koncentracji na marce Sinsay i niedopasowanych kolekcji**

Głównym silnikiem wzrostu grupy jest aktualnie Sinsay. Zwiększa to zależność wyników od jednego formatu i segmentu klienta. Osłabienie wyników marki, spadek popytu w tej grupie konsumentów, czy nietrafione kolekcje mogą istotnie wpłynąć na wyniki całej grupy. Ryzyko niedopasowania do trendów modowych w danej kolekcji we wszystkich markach jest istotne i może znacząco wpłynąć na wyniki grupy.
- **Ryzyko pogodowe**

Sprzedaż w segmencie fashion jest bardzo wrażliwa na odchylenia norm pogodowych. Występowanie ekstremalnych lub nietypowych warunków pogodowych może zwiększać niedopasowanie kolekcji do danego okresu. Przykładem są tu wysokie temperatury we wrześniu i październiku 2023 r., kiedy w ofercie dostępna była kolekcja jesienna, czy wyjątkowo chłodny maj'25, kiedy to w sklepach obowiązywała kolekcja wiosna/lato.
- **Ryzyko marketplace Sinsay**

Uruchomienie marketplace Sinsay w 2H'26 rodzi szereg ryzyk. Wśród najważniejszych widzimy ryzyko rozmycia kontroli nad jakością oferty i doświadczeniem klienta, ryzyko słabszej monetyzacji ruchu, kanibalizacji sprzedaży własnej, czy konkurencji ze strony dużych graczy na tym rynku. Dodatkowo, wyróżniamy ryzyko technologiczne, wdrożeniowe, reputacyjne i regulacyjne.
- **Ryzyko spadku popytu konsumenckiego**

Handel odzieżą jest mocno uzależniony od nastrojów konsumenckich, inflacji oraz realnych dochodów gospodarstw domowych. Niekorzystne trendy w tym zakresie mogą odbić się na przychodach grupy.
- **Agresywne akcje wyprzedażowe**

Głębokie wyprzedaże stosowane przez konkurencję mogą wywierać presję na szybsze i głębsze obniżanie cen w markach grupy. Największa presja jest widoczna w segmencie Sinsay, gdzie działają tanie platformy z Chin. Jednocześnie we wszystkich markach ryzyko jest wyższe w kanale online, gdzie porównywalność ofert jest dużo szersza.
- **Ryzyko reputacyjne i regulacyjne**

Spółka narażona jest na ryzyka związane z warunkami pracy w całym łańcuchu dostaw, śladem węglowym, opakowaniami, czy compliance. W sektorze fashion często kwestie te wpływają na wizerunek firmy, ale też na koszty związane z wymaganiami regulacyjnymi.

## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,8%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

### Główne założenia modelu

- W 2026 i 2027 r. spodziewamy się osiągnięcia przez spółkę założonych celów sprzedaży i rentowności. Przy realizacji otwarć ok. 950 salonów Sinsay oraz uruchomieniu marketplace, w naszej ocenie możliwe będzie osiągnięcie ok. 28,0 mld PLN przychodów, przy marży brutto na sprzedaży ok. 55,3% w 2026 r.
- W 2027 r. spółka planuje dalszą agresywną ekspansję, natomiast w kolejnych latach spodziewamy się znaczącego spowolnienia otwarć nowych sklepów i stabilnego wzrostu poprzez budowanie atrakcyjnych kolekcji. W 2028 r. zakładamy otwarcie ok. 300 salonów Sinsay i po 20 w każdej z pozostałych marek. W długim terminie szacujemy 100 otwarć sklepów Sinsay i po 20 w pozostałych brandach rocznie. Spodziewamy się utrzymania średnich metraży sklepów na poziomie zbliżonym do 2025 r.
- Po okresie intensywnej rozbudowy sieci sklepów, kiedy to oczekujemy spadku sprzedaży na m<sup>2</sup>, spodziewamy się stopniowej odbudowy tego wskaźnika. W średnim okresie w zależności od marki zakładamy 1-3% wzrost r/r, a w długim terminie we wszystkich markach przyjmujemy 1% wzrostu sprzedaży na m<sup>2</sup>.
- W długim okresie spodziewamy się stopniowej erozji marży brutto na sprzedaży. W 2027 r. zakładamy spadek do 54,9%, a w kolejnych latach obniżki o ok. 0,1 p.p. rocznie. Wynika to z ostrożnego podejścia do czynników niezależnych od spółki, takich jak pogoda, czy działania konkurencji, które wymuszają stosowanie głębszych wyprzedaży.
- W 2026 i 2027 r. zakładamy utrzymanie kosztów operacyjnych poniżej poziomu 41% sprzedaży, natomiast w dłuższym okresie szacujemy wzrost tego wskaźnika do 41,2%. Implikuje to spadek marży operacyjnej z 14,5% szacowanej na 2026 r. do 13,0% w 2035 r.
- W 2026 r. szacujemy ok. 2,8 mld PLN CAPEX, a w 2027 r. 2,5 mld PLN. W 2028 r. prognozujemy spadek do ok. 1,6 mld PLN, a następnie stopniowy wzrost wydatków do ok. 2,1 mld PLN w długim okresie, co stanowi w całości inwestycje odtworzeniowe.
- Szacujemy wzrost amortyzacji do ok. 2,5 mld PLN w 2026 r. (wobec 2,1 mld PLN w 2025 r.) i docelowo 2,7 mld PLN w średnim terminie. Pod koniec okresu prognozy amortyzacja zbliża się do poziomu 2,1 mld PLN. Skokowy wzrost w 2026 r. wynika z jednej strony z ekspansji sieci stacjonarnej, a z drugiej z inwestycji w robotyzację logistyki.
- Utrzymujący się korzystny kurs dolara pozytywnie wpływa na rentowność spółki. W długim okresie przyjmujemy średni kurs USD/PLN na poziomie 3,54.
- W 2026 r. i w długim okresie spodziewamy się wzrostu poziomu zapasów na m<sup>2</sup>. Docelowo, w długim terminie zakładamy ok. 1,9 tys. PLN na m<sup>2</sup> (wobec 1,5 tys. PLN na koniec 2025 r.)
- Stopę podatku dochodowego w długim terminie zakładamy na poziomie 21,0%.
- Liczba akcji przyjęta do obliczeń uwzględnia 16 tys. akcji, które mogą zostać wyemitowane w ramach programu motywacyjnego dla kluczowych osób w grupie.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 6 maja 2026 r.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 43,6 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 23 268 PLN.**

**Metoda DCF**

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Przychody ze sprzedaży [mld PLN]	28,0	33,4	36,3	39,4	42,6	45,3	48,2	50,8	53,5	55,3
EBIT [mld PLN]	4,1	4,7	4,9	5,3	5,7	6,0	6,4	6,7	7,0	7,2
Stopa podatkowa	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Podatek od EBIT [mld PLN]	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5
NOPLAT [mld PLN]	3,2	3,7	3,9	4,2	4,5	4,8	5,0	5,3	5,5	5,7
Amortyzacja [mld PLN]	2,5	2,7	2,7	2,5	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1
CAPEX [mld PLN]	-2,8	-2,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mld PLN]	-0,82	-0,02	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
FCF [mld PLN]	2,1	3,9	4,9	4,9	5,0	5,1	5,3	5,4	5,6	5,7
DFCF [mld PLN]	2,0	3,3	3,8	3,4	3,1	2,8	2,6	2,4	2,3	2,1
Suma DFCF [mld PLN]	27,8									
Wartość rezydualna [mld PLN]	60,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mld PLN]	21,9									
Wartość firmy EV [mld PLN]	49,7									
Dług netto [mld PLN]	6,1									
<b>Wartość kapitału własnego [mld PLN]</b>	<b>43,6</b>									
Ilość akcji [tys.]	1,9									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>23 268</b>									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%

Przychody zmiana r/r	21,1%	19,3%	8,8%	8,5%	8,1%	6,5%	6,3%	5,4%	5,3%	3,4%
EBIT zmiana r/r	62,9%	16,7%	4,3%	7,7%	7,4%	5,8%	5,6%	4,7%	4,6%	3,4%
<b>FCF zmiana r/r</b>	-	80,6%	27,9%	0,0%	1,5%	1,6%	3,1%	2,9%	3,1%	2,2%
Marża EBITDA	23,6%	22,1%	21,0%	19,8%	18,9%	18,2%	17,7%	17,4%	17,1%	16,9%
Marża EBIT	14,5%	14,2%	13,6%	13,5%	13,4%	13,3%	13,2%	13,2%	13,1%	13,1%
Marża NOPLAT	11,5%	11,2%	10,8%	10,7%	10,6%	10,5%	10,5%	10,4%	10,3%	10,3%
CAPEX / Przychody	10,0%	7,5%	4,5%	4,3%	4,2%	4,2%	4,0%	3,9%	3,9%	3,9%
CAPEX / Amortyzacja	109,8%	94,6%	60,7%	69,5%	77,7%	85,0%	89,6%	93,5%	96,8%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-2,9%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-16,9%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%

Źródło: BDM

**Kalkulacja WACC**

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
Udział kapitału własnego	63,3%	67,8%	74,2%	78,3%	81,0%	83,2%	84,9%	86,4%	87,8%	89,1%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	36,7%	32,2%	25,8%	21,7%	19,0%	16,8%	15,1%	13,6%	12,2%	10,9%
WACC	9,9%	10,2%	10,6%	10,9%	11,1%	11,2%	11,3%	11,4%	11,5%	11,6%

Źródło: BDM

**Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
beta	0,7	23 036	24 115	25 413	27 004	29 001	31 581	35 044	39 934	47 366
	0,8	21 745	22 682	23 799	25 154	26 829	28 956	31 745	35 561	41 100
	0,9	20 571	21 389	22 356	23 517	24 935	26 708	28 986	32 023	36 273
	1,0	19 498	20 216	21 058	22 059	23 268	24 760	26 644	29 101	32 438
	1,1	18 515	19 147	19 884	20 752	21 790	23 056	24 631	26 647	29 316
	1,2	17 611	18 169	18 816	19 573	20 470	21 552	22 881	24 554	26 723
	1,3	16 776	17 271	17 842	18 504	19 284	20 215	21 346	22 748	24 534

Źródło: BDM

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
premia za ryzyko	3,5%	25 415	26 785	28 462	30 564	33 273	36 899	42 000	49 709	62 709
	4,5%	23 140	24 231	25 545	27 156	29 181	31 802	35 324	40 314	47 927
	5,5%	21 189	22 069	23 114	24 374	25 924	27 877	30 413	33 839	38 726
	6,5%	19 498	20 216	21 058	22 059	23 268	24 760	26 644	29 101	32 438
	7,5%	18 019	18 610	19 296	20 102	21 062	22 224	23 660	25 480	27 863
	8,5%	16 714	17 205	17 770	18 426	19 198	20 118	21 236	22 620	24 379
	9,5%	15 555	15 966	16 435	16 975	17 603	18 343	19 226	20 301	21 635

Źródło: BDM

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

		beta								
		0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
premia za ryzyko	3,5%	41 152	38 875	36 824	34 965	33 273	31 727	30 308	29 001	27 794
	4,5%	37 389	34 965	32 817	30 901	29 181	27 629	26 220	24 935	23 760
	5,5%	34 221	31 727	29 548	27 629	25 924	24 400	23 030	21 790	20 664
	6,5%	31 517	29 001	26 829	24 935	23 268	21 790	20 470	19 284	18 213
	7,5%	29 181	26 674	24 532	22 679	21 062	19 636	18 371	17 240	16 222
	8,5%	27 144	24 665	22 565	20 762	19 198	17 828	16 617	15 539	14 573
	9,5%	25 350	22 912	20 861	19 112	17 603	16 287	15 129	14 102	13 185

Źródło: BDM

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla spółek zajmujących się sprzedażą odzieży i obuwi z segmentu value for money oraz średniej półki cenowej, które prowadzą działalność w Polsce i zagranicą. Wycena porównawcza jest średnią wycen wg wskaźników P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT. Każdemu z tych wskaźników przypisano równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 05.05.2026 r.

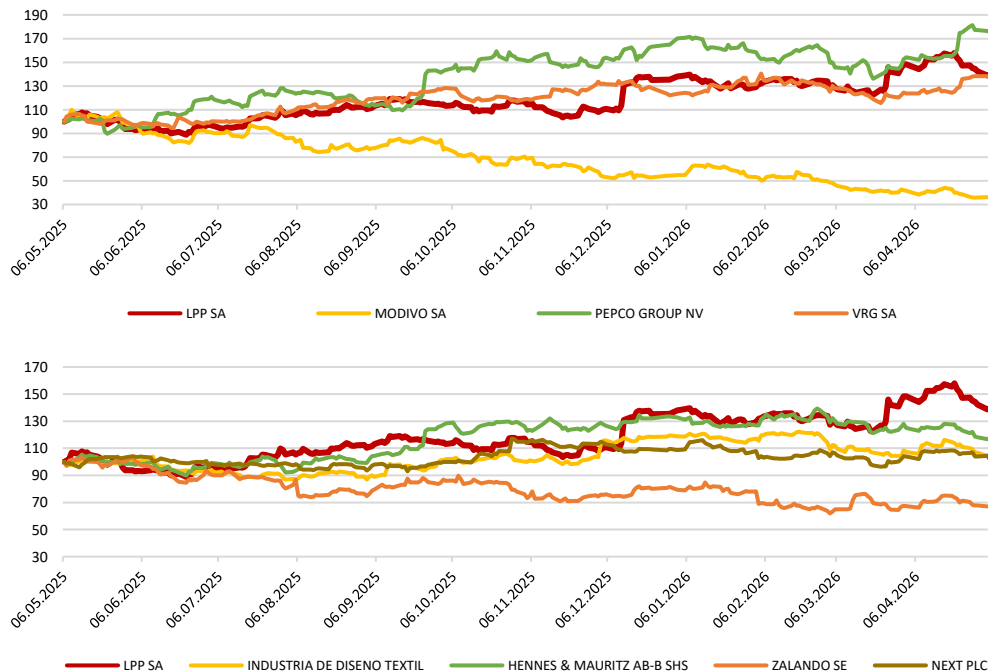
Porównując wyniki wskaźniki LPP do innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 28 805 PLN. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 21 420 PLN (bieżąca cena rynkowa) widoczne jest dyskonto, z jakim handlowana jest obecnie spółka.

### Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
MODIVO	11,1	8,3	7,7	5,3	4,6	4,3	9,5	8,1	7,3
PEPCO GROUP				19,3	18,7	17,2	38,1	36,6	32,1
VRG	10,5	9,7	9,0	4,7	4,3		8,9	8,1	
INDITEX	25,4	22,9	21,0	13,0	11,9	11,0	18,3	16,6	15,2
H&M	19,9	18,4	17,1	7,9	7,5	7,2	16,2	15,0	14,1
ZALANDO	18,6	12,5	10,1	4,0	3,2	2,5	6,6	5,1	3,8
NEXT	18,2	17,3	16,4	11,4	10,9	10,1	14,1	13,5	12,6
<b>Mediana</b>	<b>18,4</b>	<b>14,9</b>	<b>13,3</b>	<b>7,9</b>	<b>7,5</b>	<b>8,6</b>	<b>14,1</b>	<b>13,5</b>	<b>13,3</b>
<b>LPP</b>	<b>14,4</b>	<b>12,0</b>	<b>11,4</b>	<b>6,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>11,3</b>	<b>9,4</b>	<b>8,5</b>
Premia/dyskonto grupa	-22%	-20%	-14%	-13%	-20%	-36%	-20%	-31%	-36%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>27 393</b>	<b>26 627</b>	<b>24 929</b>	<b>24 985</b>	<b>27 470</b>	<b>34 103</b>	<b>27 731</b>	<b>31 932</b>	<b>34 077</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>		<b>26 316</b>			<b>28 853</b>			<b>31 247</b>	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>		<b>28 805</b>							

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 05.05.2026

### Zachowanie kursu LPP na tle grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

## MODEL BIZNESOWY

### Podstawowe informacje o spółce

LPP jest polską grupą odzieżową, prowadzącą sprzedaż w 5 brandach – Reserved, Mohito, Cropp, House i Sinsay. Grupa działa w koncepcji omnichannel – sprzedaż stacjonarna oraz internetowa (platformy internetowe i aplikacje mobilne) są w pełni zintegrowane. Projekty kolekcji powstają w Polsce, natomiast produkcja zlecana jest firmom zewnętrznym, głównie z Azji. Spółka jest obecna w 46 krajach, przede wszystkim w Europie, ale posiada też sklepy na Bliskim Wschodzie.

W skład grupy kapitałowej wchodzi LPP SA jako jednostka dominująca, 5 zależnych spółek krajowych oraz 31 zależnych spółek zagranicznych. Są to głównie spółki dystrybucyjne, dedykowane dla poszczególnych krajów. Spółki polskie zajmują się dystrybucją produktów w Polsce, sprzedają odzież promocyjnej, obsługą logistyki oraz zarządzaniem projektami informatycznymi.

Grupa dysponuje 3,1 mln m<sup>2</sup> powierzchni handlowej, Posiada centra dystrybucyjne w Polsce, Słowacji i Rumunii. LPP inwestuje w nowe technologie i robotyzację magazynów, co usprawnia proces dystrybucji produktów do salonów sprzedaży i w kanale e-commerce. Centra Dystrybucyjne dedykowane są salonom stacjonarnym, natomiast Fulfillment Center sklepom internetowym.

### Marki

Grupa ma w swoim portfolio 5 marek. Każda z nich skierowana jest do innego klienta, cechuje się innym stylem i przedziałem cenowym. Marki Reserved, Mohito, Cropp i House plasują się w umiarkowanym przedziale cenowym, natomiast Sinsay ulokowany jest w segmencie Design&Value – modne fasony w niskim przedziale cenowym.

#### Zestawienie marek LPP

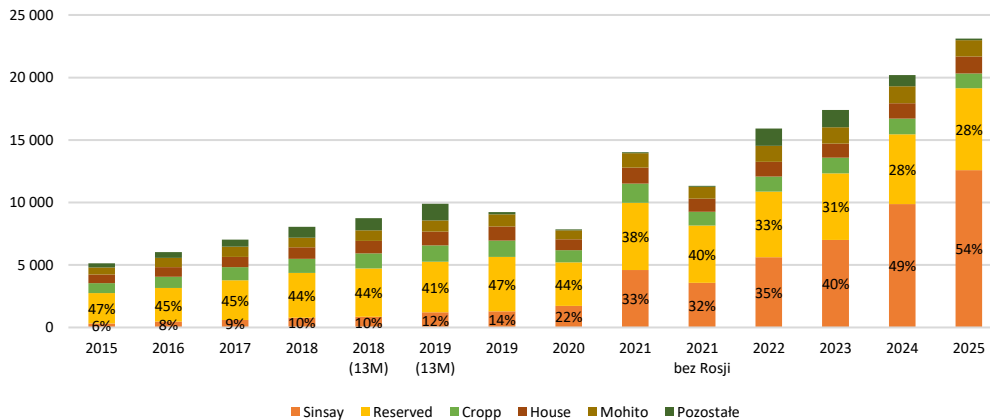
Marka	Kluczowe cechy marki	Klienci docelowi	Rok uruchomienia	Liczba sklepów*	Powierzchnia [tys. m <sup>2</sup> ]*	Średnia pow. sklepu*
Sinsay	Najnowsze trendy w przystępnych cenach	Kobiety, mężczyźni, nastolatki, dzieci, noworodki	2013	2 338	1 947,6	816 m <sup>2</sup>
Reserved	Globalne trendy (styl formalny i casualowy)	Kobiety, mężczyźni, dzieci, noworodki	1998	357	625,1	1 751 m <sup>2</sup>
Cropp	Styl casualowy, miejski, sportowy inspirowany kulturą hip-hop i popkulturą	Nastolatki (chłopcy i dziewczęta)	2004	379	188,3	497 m <sup>2</sup>
House	Styl inspirowany popkulturą (muzyka, filmy, sztuka i sport)	Nastolatki (chłopcy i dziewczęta)	2001 (w LPP od 4Q'08)	380	187,2	493 m <sup>2</sup>
Mohito	Komfort i elegancja do pracy oraz na mniej formalne spotkania	Kobiety	2008 (w LPP od 4Q'08)	244	111,0	455 m <sup>2</sup>

Źródło: BDM, spółka

\* stan na koniec 2025 r.

Pierwszy sklep Reserved został otwarty w 1998 r. i od tego czasu była to najistotniejsza marka w portfolio spółki. Do 2021 r. Reserved miał największy udział w powierzchni handlowej grupy. Po sprzedaży biznesu rosyjskiego i skierowaniu nacisku na segment Design & Money, czyli markę Sinsay, największą i najszybciej rosnącą powierzchnię posiada właśnie ta marka. Dominację segmentu z niższej półki cenowej widać też w strukturze przychodów. Od 2021 r. sprzedaż tego brandu stanowi ponad 30% przychodów całej grupy i ciągle rośnie, a w 2025 r. przekroczyła 50% udziału.

**Struktura sprzedaży w podziale na marki**

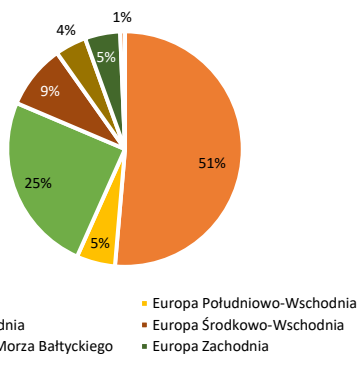


Źródło: BDM, spółka

**Struktura geograficzna**

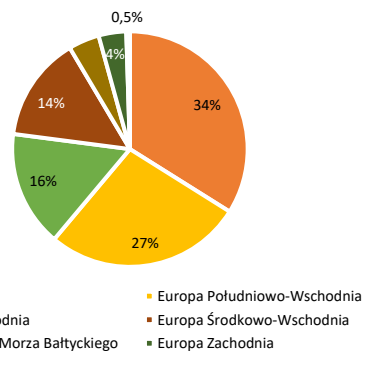
Największą powierzchnię handlową grupa posiada w Polsce – ponad 1 mln m<sup>2</sup>. W ostatnich latach spółka istotnie rozbudowała swoją obecność na rynkach zagranicznych. Drugim największym rynkiem jest Europa Południowo-Wschodnia (832 tys. m<sup>2</sup>) i jest to rynek, na którym LPP chce w najbliższym czasie intensywnie rozwijać sieć stacjonarną Sinsay. Udział Europy Wschodniej w strukturze geograficznej powierzchni grupy znacząco spadł po wycofaniu się z rynku rosyjskiego (w 2022 r. po rosyjskiej inwazji na Ukrainę).

Struktura powierzchni handlowej w 2018 r.



Źródło: BDM, spółka

Struktura powierzchni handlowej w 2025 r.

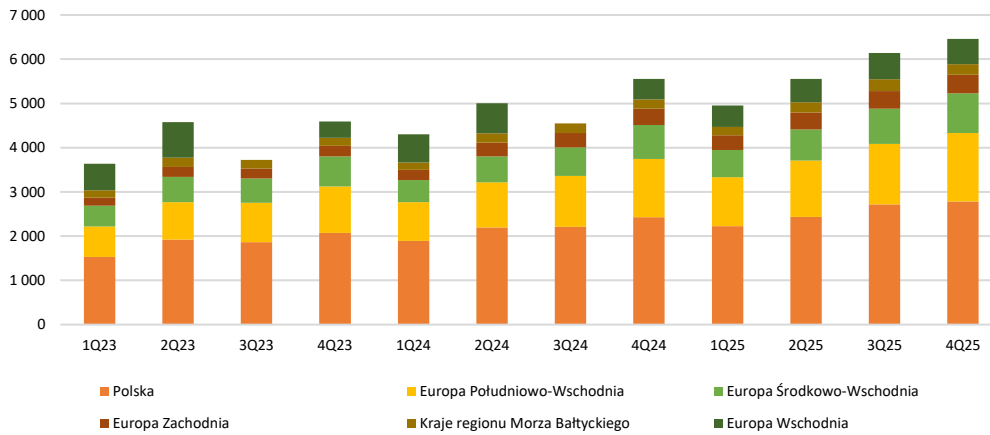


Źródło: BDM, spółka

Polska jest rynkiem przynoszącym najwyższe przychody, a jednocześnie charakteryzuje się najwyższą rentownością EBIT. Obiecującym rynkiem jest Europa Południowo-Wschodnia, natomiast największą niestabilność wykazuje Europa Wschodnia, głównie ze względu na trwającą wojnę na Ukrainie.

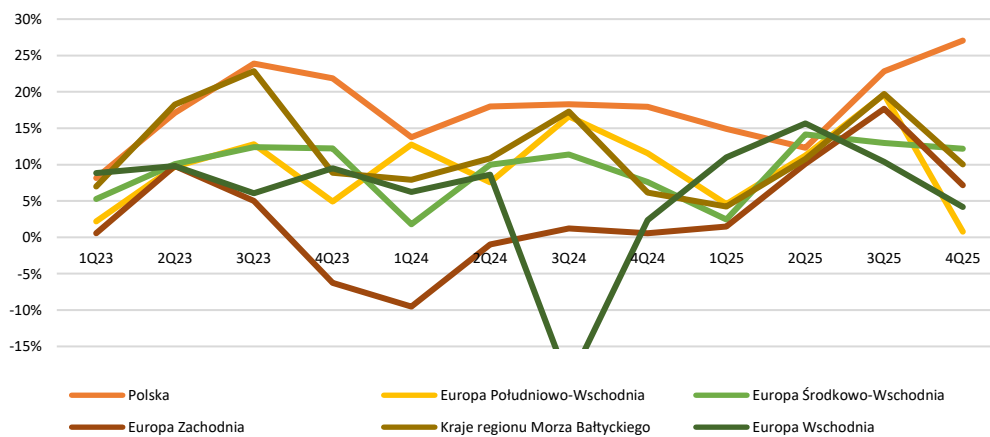
Najniższą rentowność wykazują kraje Europy Zachodniej. Jest to związane z wyższymi kosztami działalności na tamtym rynku. W ostatnich kwartałach widzimy jednak poprawę w tym zakresie.

### Geograficzna struktura sprzedaży



Źródło: BDM, spółka

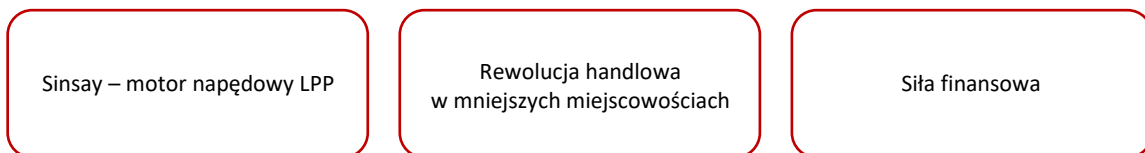
### Rentowność operacyjna na poszczególnych rynkach



Źródło: BDM, spółka

### Strategia rozwoju

Strategia rozwoju na lata 2025-2027 opiera się na 3 filarach:



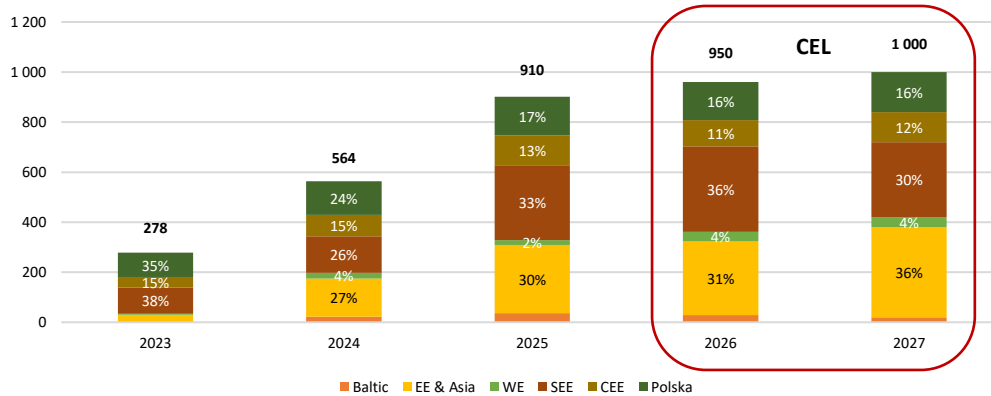
Podstawą rozwoju grupy w średnim okresie ma być Sinsay. Spółka chce budować wysoce skalowalny model biznesowy, który będzie łączył 4 elementy: estetyczny produkt i nowoczesny sklep, atrakcyjną cenę, silny ekosystem omnichannelowy oraz bliskość sklepów stacjonarnych. Dzięki temu, LPP chce zaspokoić potrzeby klientów z mniejszych miejscowości, gdzie jest ograniczony dostęp do rozpoznawalnych marek i nowoczesnego konceptu zakupowego. Klientami marki mają być rodziny z mniejszych miejscowości z ograniczonym budżetem oraz wrażliwi cenowo klienci internetowi z dużych miast.

Przystępność modelu omnichannel mają zapewnić:

- Nowe sklepy – spółka prowadzi intensywne prace nad rozwojem sieci stacjonarnej
- Aplikacja mobilna – koszty marketingu ograniczone o ok. 2 p.p. dzięki dotarciu do klientów bezpośrednio przez aplikację; użytkownicy dostają dodatkowe kupony na zakupy
- Zakupy online – 25% klientów odbierających lub zwracających zamówienia w sklepach stacjonarnych dokonuje dodatkowych zakupów
- Sinsay Club – członkowie klubu dokonują średnio 13 transakcji rocznie

Od 2025 r. trwa proces silnej ekspansji sieci stacjonarnej. Spółka do 2027 r. planuje otwierać ok. 1 000 salonów Sinsay rocznie. Nadal nasyca rynek polski oraz wzmacnia swoją obecność na pozostałych rynkach, głównie w Europie Południowo-Wschodniej. W najbliższym czasie LPP chce skupić się na Europie Środkowej, Wschodniej i Południowej, gdzie może liczyć na szerokie grono potencjalnych klientów. W krajach rozwijających się oczekiwana dynamika PKB jest wysoka, na czym grupa chce skorzystać.

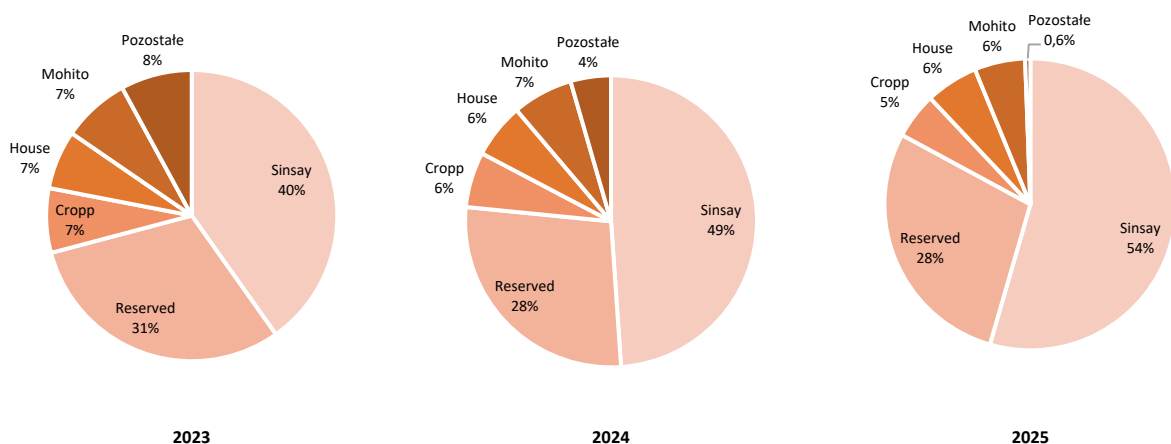
#### Nowe salony stacjonarne sieci Sinsay



Źródło: BDM, spółka

Do 2027 r., według założeń spółki, przychody marki Sinsay mają stanowić ok. 75% sprzedaży grupy. W ostatnich latach widoczny jest trend znacznego zwiększania pozycji tego brandu w strukturze LPP.

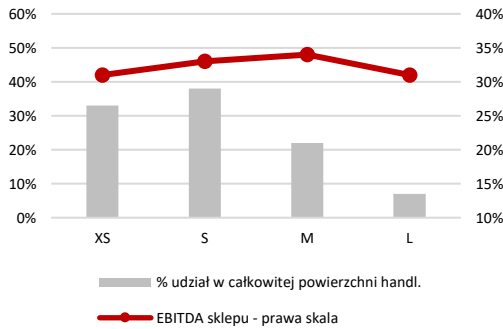
#### Struktura sprzedaży LPP



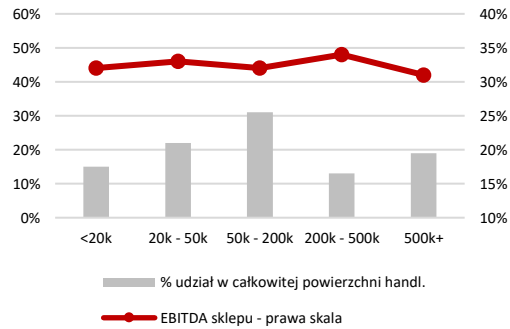
Źródło: BDM, spółka

Według danych publikowanych przez spółkę, dojrzewanie salonów trwa ok. 2 lat. W ciągu 6 miesięcy EBITDA nowego sklepu dochodzi blisko średniej. W roku otwarcia generuje 91% docelowej rentowności, w kolejnym ok. 95%, a po dwóch latach osiąga zakładany poziom rentowności.

Marżowość sklepu zależy też od jego rozmiaru. Najwyższą rentownością EBITDA charakteryzują się salony w przedziale 950 – 1 600 m<sup>2</sup>.

**Rentowność Sinsay wg rozmiaru salonów**


Źródło: BDM, spółka

**Rentowność Sinsay wg populacji miast**


Źródło: BDM, spółka

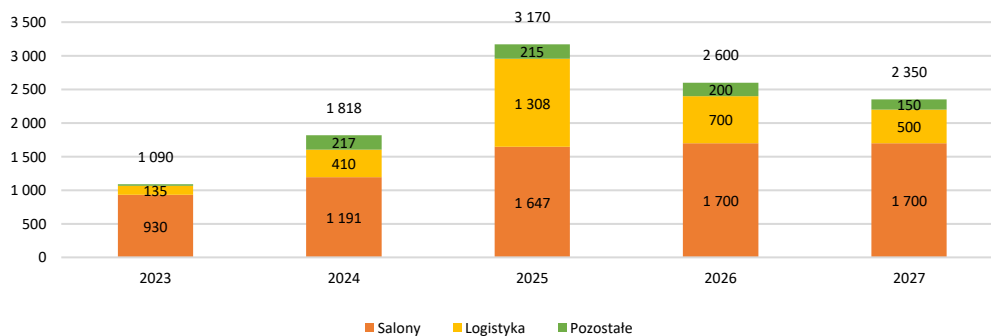
Wyniki za rok 2024 dla sklepów działających ponad 6 miesięcy  
 XS < 950 m<sup>2</sup>, S 950 – 1 200 m<sup>2</sup>, M 1 200 – 1 600 m<sup>2</sup>, L > 1 600 m<sup>2</sup>

W zakresie pozostałych marek, spółka planuje dalszy rozwój, przy selektywnym dodawaniu nowych lokalizacji oraz uzyskiwaniu jednocyfrowych LFL. Istotnym czynnikiem strategii jest znaczący wzrost sprzedaży przy utrzymaniu rentowności grupy. Marka Sinsay charakteryzuje się niższą marżą brutto na sprzedaży niż dojrzałe marki, natomiast niższe koszty prowadzenia salonów przekładają się na wyższą marżę EBITDA. Według danych publikowanych przez spółkę, ok. 98% salonów Sinsay jest rentowne.

### Wydatki inwestycyjne

Intensywny rozwój sieci stacjonarnej wiąże się ze zwiększonymi nakładami inwestycyjnymi. Rok 2025 r. pod tym względem miał być rekordowy. W kolejnych latach spółka planuje utrzymać wysoki poziom inwestycji, jednak zaplanowane kwoty są nieco niższe niż w poprzednim roku.

W 2026 r. grupa planuje dokończenie rozbudowy DC w Brześciu Kujawskim (85 tys. m<sup>2</sup>) oraz uruchomienie nowego DC w Rumunii (najem, wydatki na wyposażenie – 60 tys. m<sup>2</sup>), a także rozpoczęcie budowy nowego FC w Tczewie. Istotną pozycją w CAPEX będzie robotyzacja. Spółka kontynuuje wyposażanie magazynów do obsługi e-commerce w rozwiązania robotyczne, m.in. w Bydgoszczy, Jasionce oraz w Rumunii.

**Planowane wydatki inwestycyjne**


Źródło: BDM, spółka

## Założenia średnioterminowe

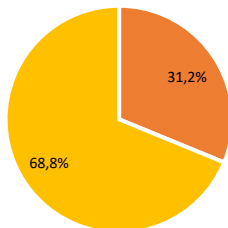
	wykonanie			guidance	
	2023	2024	2025	2026	2027
Sprzedaż (mld PLN)	16,2	19,4	23,1	ok. 28 - 29	ok. 33 - 34
w tym:					
offline	11,7	13,9	16,6	ok. +20 - 25% r/r	ok. +20% r/r
online	4,3	5,4	6,4	ok. +20% r/r	ok. +20% r/r
Marża brutto na sprzedaży	53,7%	55,2%	55,6%	55,0% - 55,5%	53,5% - 54%
SG&A jako % sprzedaży	40,5%	42,6%	40,7%	40% - 41%	40% - 41%
Marża EBITDA	21,1%	21,1%	23,3%	23% - 24%	21,5% - 22,5%
Marża zysku netto	8,7%	9,0%	10,3%	9% - 10%	8,5% - 9%
CAPEX (mld PLN)	1,1	1,8	3,2	ok. 2,6	ok. 2,4
Dług netto / EBITDA	0,9	1,0	1,1	ok. 1,1	ok. 1,0
Powierzchnia [mln m <sup>2</sup> ]	2,0	2,4	3,1	ok. +20% r/r	ok. +20% r/r

Dla porównywalności dane za 2023 i 2024 zostały oczyszczone o wpływ transakcji z agentami zakupowymi w okresie przejściowym  
Dane za 2025 r. zostały oczyszczone o wpływ dokonanego odpisu aktualizującego wartość należności z tytułu zbycia biznesu rosyjskiego  
Źródło: spółka

## Struktura akcjonariatu

LPP jest spółką rodzinną. Głównym akcjonariuszem jest Fundacja Semper Simul, blisko związana z Markiem Piechockim – prezesem zarządu i współzałożycielem spółki. W działalność grupy zaangażowani są członkowie rodziny Piechockich. Marcin Piechocki jest wiceprezesem LPP, a Jagoda Piechocka i Piotr Piechocki wchodzi w skład rady nadzorczej.

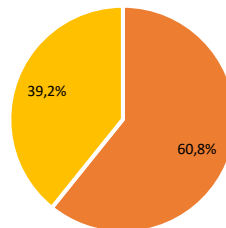
Udział w kapitale zakładowym



■ Fundacja Semper Simul ■ Pozostali akcjonariusze

Źródło: BDM, spółka

Udział w ogólnej liczbie głosów na WZA



■ Fundacja Semper Simul ■ Pozostali akcjonariusze

Źródło: BDM, spółka

## Polityka dywidendowa

Polityka dywidendowa spółki zakłada wypłatę dla akcjonariuszy kwoty stanowiącej co najmniej 50% zysku netto osiągniętego w poprzedzającym roku obrotowym, powiększonej o dostępne środki stanowiące niepodzielne zyski z lat ubiegłych lub kapitał zapasowy i rezerwy. Łączna kwota dywidendy nie może przekroczyć progu 70% skonsolidowanego zysku netto grupy za ten rok obrotowy.

Zaliczka na poczet dywidendy ustalana jest na podstawie szacowanego zysku grupy i wypłacana okolicach kwietnia-maja. Finalny poziom dywidendy ustalany jest po zbadaniu sprawozdania rocznego grupy, a pozostała część (po odliczeniu zaliczki) wypłacana jest pomiędzy połową października a połową listopada.

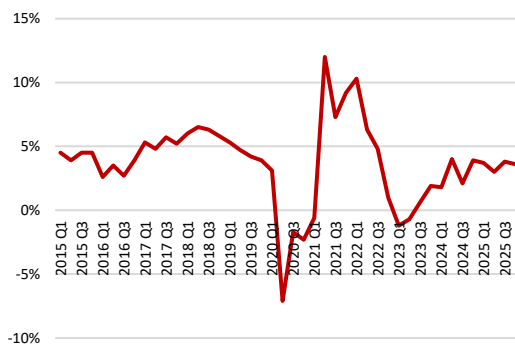
## OTOCZENIE RYNKOWE

Po długim okresie podwyższonej inflacji, na początku wywołanej skutkami wybuchu pandemii koronawirusa, a następnie wojną pomiędzy Rosją a Ukrainą, w połowie 2025 r. inflacja konsumencka powróciła do celu NBP (2,5% +/- 1%). Ostatni szybki szacunek GUS za kwiecień'26 wskazywał na CPI na poziomie 3,2% r/r.

Sytuacja geopolityczna uległa jednak znaczącej zmianie w ostatnich tygodniach i nie widzimy tego jeszcze w opublikowanych danych. Po ataku USA i Izraela na Iran oraz blokadzie cieśniny Ormuz, ceny ropy i energii znacząco wzrosły. Aktualnie trudno ocenić jak duży wpływ na światową gospodarkę będzie miał konflikt, ponieważ sytuacja wydawała się być opanowana, jednak rozmowy pokojowe nie przyniosły trwałych skutków i ponownie widzimy zaostrzenie sytuacji w regionie.

Dotychczas, rodzima gospodarka radziła sobie coraz lepiej. PKB w 4Q'25, wg. wstępnych danych, wzrósł +3,6% r/r (dane wyrównane sezonowo). Wskaźniki koniunktury konsumenckiej utrzymują się na ujemnych poziomach. Sprzedaż detaliczna w ostatnich miesiącach rosła jednocyfrowo, natomiast w segmencie odzieży i obuwi notowała głównie dwucyfrowe dynamiki r/r. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw lekko spadało, co potwierdza wzrost stopy bezrobocia (6,1% w marcu'26), natomiast średnie wynagrodzenie regularnie wzrasta r/r. Na ostatnim posiedzeniu w kwietniu'26 Rada Polityki Pieniężnej podtrzymała stopy procentowe na poziomie z marca'26. Stopa referencyjna wynosi aktualnie 3,75%.

PKB wyrównany sezonowo [%]



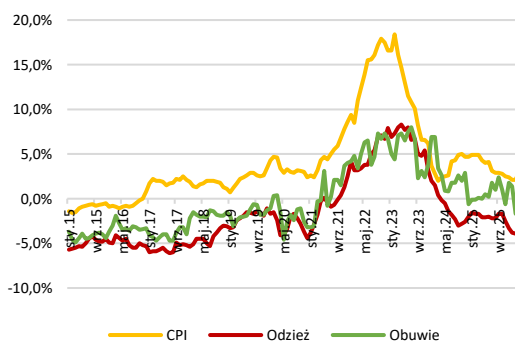
Źródło: BDM, GUS

Stopa bezrobocia [%]



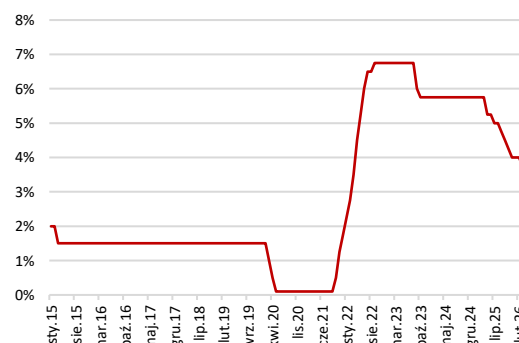
Źródło: BDM, GUS

Stopa inflacji [%]



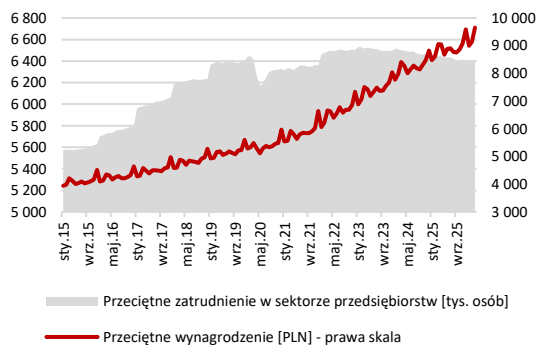
Źródło: BDM, GUS

Stopa referencyjna NBP [%]



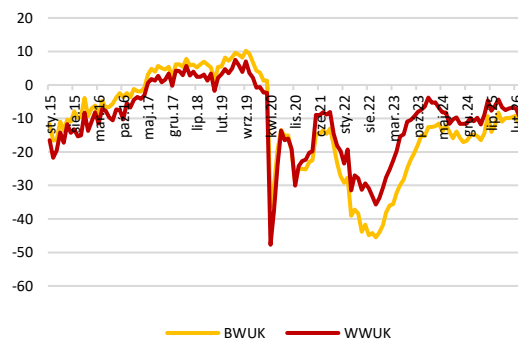
Źródło: BDM, NBP

**Przeciętne zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw**



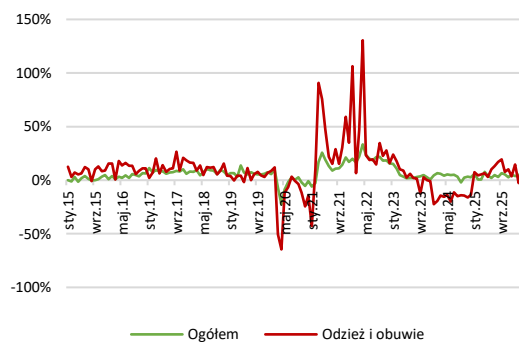
Źródło: BDM, GUS

**Wskaźniki koniunktury konsumenckiej**



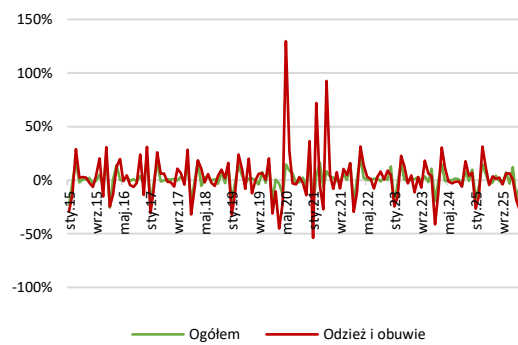
Źródło: BDM, GUS

**Zmiana sprzedaży detalicznej r/r**



Źródło: BDM, GUS

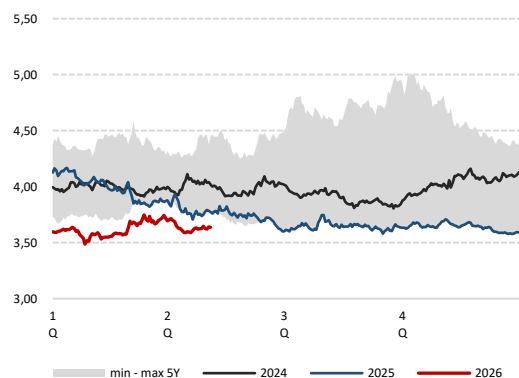
**Zmiana sprzedaży detalicznej m/m**



Źródło: BDM, GUS

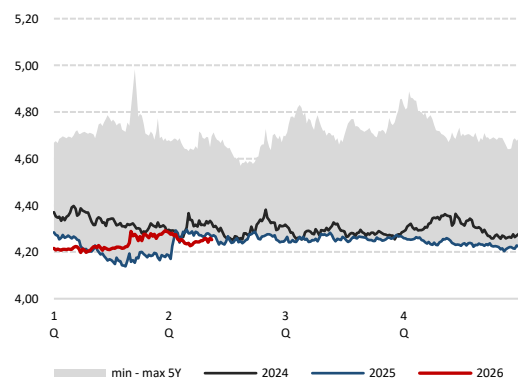
Dla spółki istotne są zmiany kursów walut. Sprzedaż na poszczególnych rynkach prowadzona jest w walutach lokalnych, a ok. 43% przychodów jest osiąganych w PLN. Zakupy większości towarów są rozliczane w USD. Spółka zabezpiecza kurs USD/PLN poprzez zawieranie kontraktów forward dla płatności w USD wobec dostawców. LPP ma też wysoką ekspozycję na EUR z uwagi na płatność czynszów w tej walucie, jednak różnice kursowe są w dużej mierze niwelowane przez wpływy z działalności operacyjnej w tej walucie.

**Kurs USD/PLN**



Źródło: BDM, Bloomberg

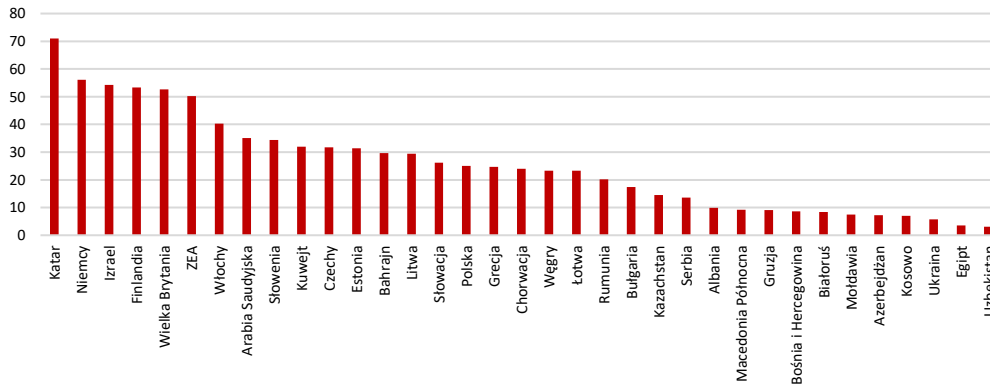
**Kurs EUR/PLN**



Źródło: BDM, Bloomberg

LPP działa na różnorodnych rynkach, zarówno rozwiniętych, jak i rozwijających się. Po zmianie strategii i skierowaniu uwagi na segment taniej odzieży, spółka zwiększa swoją obecność w krajach o niższym poziomie PKB, gdzie ceny są niższe, ale też koszty działalności bardziej atrakcyjne. W ujęciu PKB per capita kraje, w których spółka planuje rozwijać sieć Sinsay, mają potencjał do istotnego wzrostu w długim okresie.

PKB per capita za rok 2024 dla rynków, na których LPP jest obecne offline [USD]



Źródło: BDM, Międzynarodowy Fundusz Walutowy

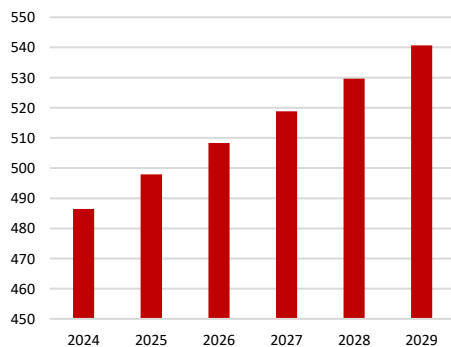
### Rynek odzieży i obuwia w Europie

Według prognoz Statista, europejski rynek odzieży w 2025 r. miał osiągnąć wartość ok. 498 mld USD i będzie rósł w tempie 2,08% r/r do 2029 r. Największym segmentem, którego wartość szacowana jest na 270,6 mld PLN, jest odzież damska.

Rynek obuwia jest zdecydowanie mniejszy, jednak w kolejnych latach powinien rozwijać się szybciej. Wartość tego rynku szacowana jest na ok. 119 mld USD w 2025 r., a oczekiwany CAGR do 2030 r. wynosi 3,12%.

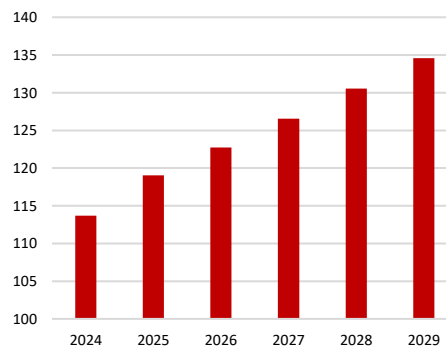
Po post-covidowym powrocie do sklepów stacjonarnych, stopniowo zwiększa się udział sprzedaży online. Wg prognoz Statisty, w 2027 r. 31,7% sprzedaży odzieży na świecie będzie realizowane online.

Wartość rynku odzieży w Europie [mld USD]



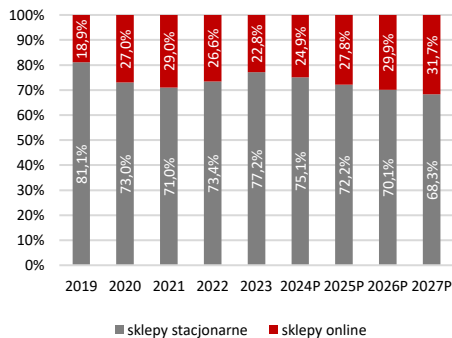
Źródło: Statista

Wartość rynku obuwia w Europie [mld USD]



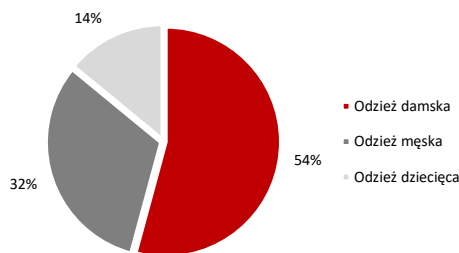
Źródło: Statista

Struktura sprzedaży odzieży na świecie wg kanałów dystrybucji



Źródło: Statista

Udział sprzedaży odzieży w podziale na kategorie



Źródło: PKO, Statista

Rozwój rynku odzieżowego jest efektem nie tylko poprawy poziomu życia, ale przede wszystkim jego stylu. Ubrania mają wyrażać indywidualny styl, odzwierciedlać nastrój, tożsamość, czy pochodzenie. Z drugiej strony istotne są jednak globalne trendy, popkultura, czy zrównoważony rozwój.

### Rynek odzieży i obuwia w Polsce

Według prognoz PMR, wartość rynku odzieży i obuwia w Polsce w 2025 r. miała wzrosnąć do blisko 70 mld PLN, notując wysoką jednocyfrową dynamikę. Dominuje sprzedaż stacjonarna, jednak zakupy online stanowią coraz większą część ruchu, odpowiadając za ok. 1/3 wartości całego rynku.

Największym segmentem tego rynku jest odzież, która stanowi ok. 70% jego wartości. Na drugim miejscu ulokował się segment obuwia (18% rynku), a na końcu akcesoria modowe (12%). W strukturze sprzedaży dominują stacjonarne sieci odzieżowe i obuwnicze. W 2024 r. generowały one 46% sprzedaży detalicznej. Ich udział stopniowo spada, ustępując miejsca kanałom internetowym.

PMR wskazuje, że dla konsumentów najważniejsze są: atrakcyjna cena (93%), duży wybór (92%) oraz łatwość płatności i darmowa dostawa (po 91%). Rosną też oczekiwania dotyczące elastyczności. 90% badanych wskazuje, że duże znaczenie ma dla nich wygodny sposób odbioru zamówienia.

### Ograniczenie tanich zakupów na chińskich platformach

PMR w swoim raporcie zauważa, że coraz większego znaczenia nabierają platformy cross-border, takie jak SHEIN, Temu czy AliExpress. Aby ograniczyć bardzo tanie zakupy produktów niskiej jakości, Unia Europejska wprowadza dodatkową opłatę 3 EUR dla paczek o wartości do 150 EUR importowane do wspólnoty z Chin. Ma być to rozwiązanie tymczasowe, ponieważ docelowo przesyłki do 150 EUR mają być objęte pełnymi procedurami celnymi i podatkowymi.

Nowa opłata wchodzi w życie z początkiem lipca 2026 r. Będzie ona doliczana do podatku VAT. Przesyłki o wartości powyżej 150 EUR podlegają standardowym procedurom celnym oraz wyższym opłatom.

Zmiany te są szczególnie istotne dla europejskich spółek, które konkurują z chińskimi platformami w segmencie value for money. W kontekście LPP, powinno być to duże wsparcie dla umocnienia pozycji Sinsay na europejskim rynku.

## WYNIKI 4Q'25

- Wyniki 4Q'25 okazały się wyższe od naszych oczekiwań, mimo delikatnie niższej sprzedaży. Grupa znacząco poprawiła marżę brutto na sprzedaży – 56,2% vs 52,7% rok wcześniej. W skali całego roku oznacza to rentowność brutto na poziomie 55,6%, czyli przekroczenie założeń, jakie spółka prezentowała poprzednio (54,5%-55%). Jest to efekt zamówień przy korzystnym kursie USD/PLN oraz korzystnego poziomu marży w okresie zimowych wyprzedaży.
- Koszty SG&A w 2025 r. stanowiły 40,7% przychodów (40,6% w 4Q'25), co jest zgodnie z guidance'm spółki.
- Wyższa marża brutto oraz zgodne z oczekiwaniami koszty operacyjne spowodowały wzrost wyniku operacyjnego +43,8% r/r oraz EBITDA +33,9% r/r. EBIT w 4Q'25 wyniósł 952 mln PLN, wobec naszych prognoz na poziomie 759 mln PLN (+25,5%), a zysk EBITDA 1 518 mln PLN (vs. 1 313 mln PLN ocz.) Skutkowało to wzrostem zysku netto o +58,7% r/r (vs. 38,7% ocz.)
- W skali całego roku zysk netto spadł o -14,3% r/r. Było to spowodowane znaczącym odpisem na należności ze spółki rosyjskiej, który grupa dokonała w poprzednim kwartale. Po oczyszczeniu wyników, zysk netto wykazał wzrost +35,6% r/r.
- LPP ogranicza poziom zapasów. Na koniec 2025 r. wyniosły one 4,6 mld PLN, co oznacza poziom 1 507 PLN/m<sup>2</sup>. 80% zapasów na koniec 4Q'25 stanowiła kolekcja SS26, 14% AW25, a pozostała część to modele całoroczne.
- W 2025 r. spółka otworzyła 1 029 salonów stacjonarnych, w tym 913 w marcu Sinsay. Dane są zgodne z wcześniejszymi wstępnymi odczytami. Grupa podtrzymała cel otwarcia 950 salonów Sinsay w 2026 r. W 1Q'26 spółka planuje otwarcie 120 salonów wszystkich marek a w 1H'26 ok. 350 salonów.
- W 2026 r. zarząd planuje wypłatę 900 PLN dywidendy na akcję. Poprzednio spółka informowała o zaliczce w wysokości 400 PLN (która została już wypłacona) oraz zamiarze wypłaty łącznie 800 PLN na akcję.

### Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	4Q'24	4Q'25	r/r	4Q'25P BDM	różnica	2024	2025	r/r	2025 skor.	r/r
Przychody ze sprzedaży	5 671	6 460	13,9%	6 642	-2,7%	20 194	23 109	14,4%	23 109	14,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	2 990	3 630	21,4%	3 507	3,5%	10 719	12 842	19,8%	12 842	19,8%
EBIT	662	952	43,8%	759	25,5%	2 415	2 493	3,2%	3 316	37,3%
EBITDA	1 134	1 518	33,9%	1 313	15,6%	4 104	4 568	11,3%	5 391	31,4%
Wynik netto	450	714	58,7%	515	38,7%	1 747	1 497	-14,3%	2 369	35,6%
Marża brutto ze sprzedaży	52,7%	56,2%		52,8%		53,1%	55,6%		55,6%	
Marża EBIT	11,7%	14,7%		11,4%		12,0%	10,8%		14,3%	
Marża EBITDA	20,0%	23,5%		19,8%		20,3%	19,8%		23,3%	
Marża netto	7,9%	11,1%		7,7%		8,7%	6,5%		10,3%	

Źródło: BDM, spółka

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

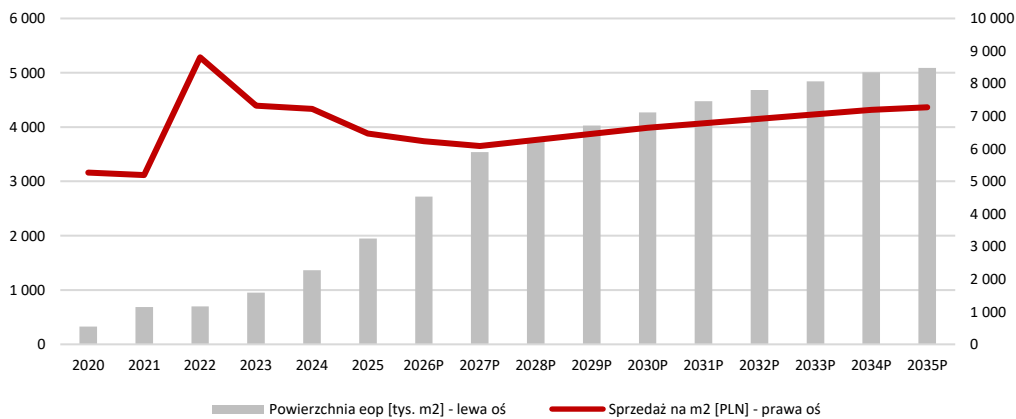
Nasze prognozy na przyszłe okresy opierają się w dużym stopniu na planach grupy w zakresie rozbudowy sieci stacjonarnej. Zakładamy, że LPP jest w stanie dowieźć plany otwarcia 950 salonów Sinsay w 2026 r. i 1000 sklepów tej marki w 2027 r. W kolejnych latach spodziewamy się ograniczenia ekspansji brandu do 300 salonów rocznie, a w długim okresie spowolnienie rozwoju do 100 sklepów rocznie. W pozostałych markach zakładamy stabilny wzrost sieci, uwzględniający otwieranie 20 salonów netto każdej marki rocznie.

Jednocześnie istotnym wskaźnikiem jest sprzedaż na metr kwadratowy. Przy tak intensywnej rozbudowie sieci spodziewamy się, że w marce Sinsay wskaźnik ten będzie spadał w 2026 i 2027 r. o ok. 2-4% rocznie. W kolejnych okresach zakładamy wzrost o 3% r/r, a w długim terminie o 1% r/r. Obejmuje to także sprzedaż na marketplace, który ma ruszyć w 2H'26.

W pozostałych markach zakładamy niewielkie wahania sprzedaży w krótkim okresie – w zależności od marki od -2% spadku r/r do 1% wzrostu.

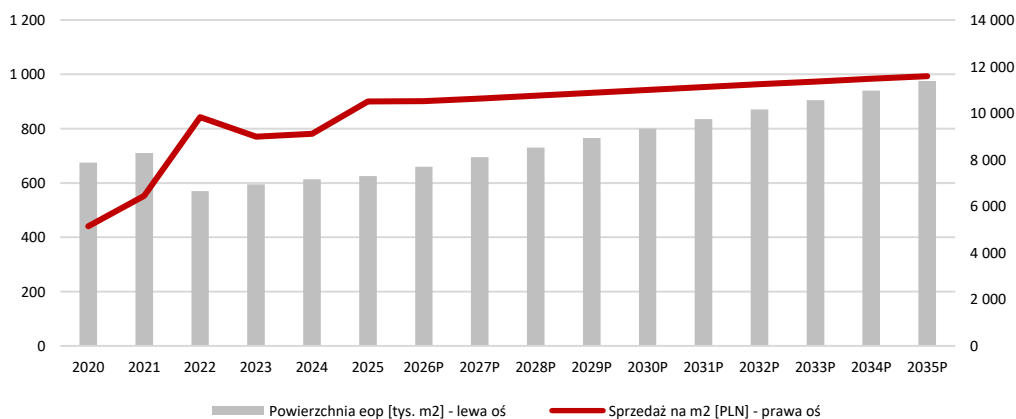
W danych historycznych, spadek powierzchni we wszystkich markach oraz wzrost sprzedaży na m<sup>2</sup> w 2022 r. wynikały ze sprzedaży biznesu rosyjskiego. Z tego powodu sieć LPP skurczyła się o 533 sklepy.

Prognoza wzrostu powierzchni i sprzedaży na m<sup>2</sup> w marce Sinsay

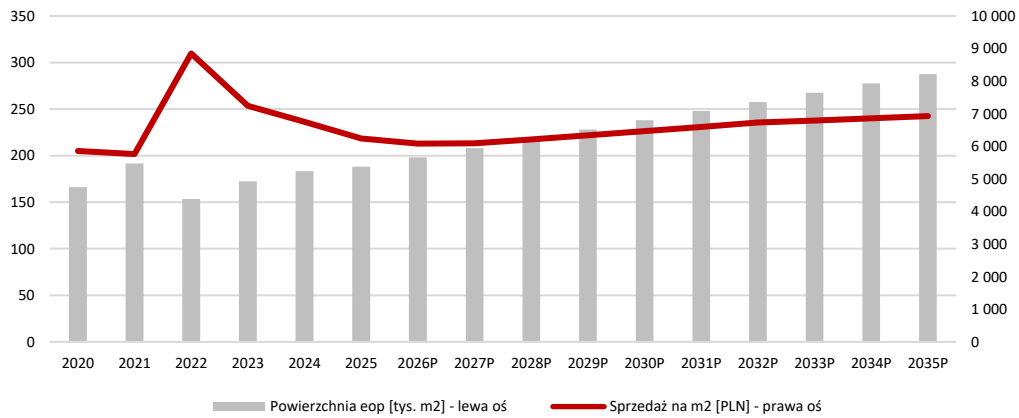


Źródło: BDM, spółka

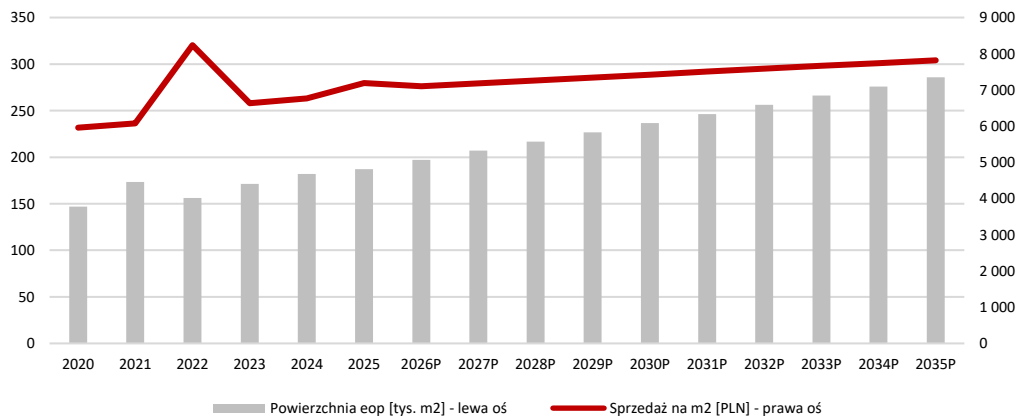
Prognoza wzrostu powierzchni i sprzedaży na m<sup>2</sup> w marce Reserved



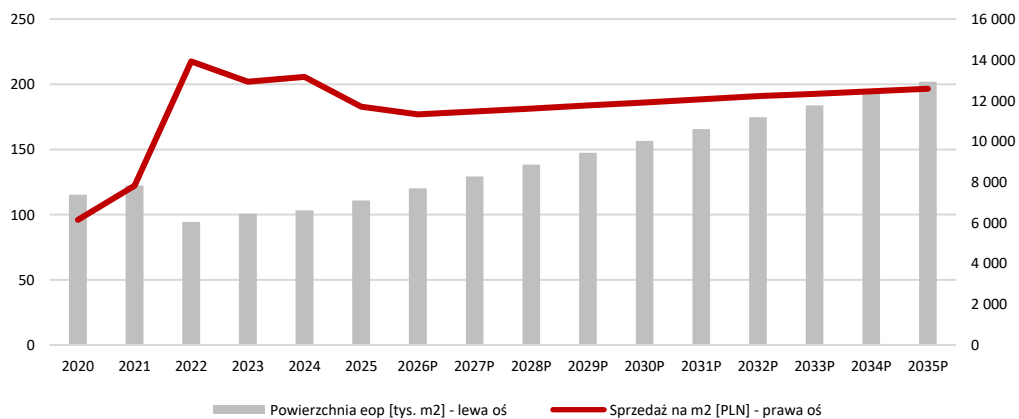
Źródło: BDM, spółka

**Prognoza wzrostu powierzchni i sprzedaży na m<sup>2</sup> w marce Cropp**


Źródło: BDM, spółka

**Prognoza wzrostu powierzchni i sprzedaży na m<sup>2</sup> w marce House**


Źródło: BDM, spółka

**Prognoza wzrostu powierzchni i sprzedaży na m<sup>2</sup> w marce Mohito**


Źródło: BDM, spółka

Na początku roku finansowego zazwyczaj otwieranych jest najmniej sklepów, dlatego szacujemy, że w 1Q'26 (luty-kwiecień'26) spółka uruchomiła 120 salonów, w tym 100 w marce Sinsay. Oznacza to, że na koniec kwietnia'26 powinno funkcjonować ok. 3,9 tys. salonów wszystkich brandów (vs. 3,0 tys. na koniec kwietnia'25). Szacujemy wzrost powierzchni handlowej o +24% r/r (w tym +40,5% r/r w Sinsay).

Spółka informowała, że zimna pogoda na początku lutego pozwoliła na utrzymanie bardzo dobrej marży. Spodziewamy się, że późniejsze nadejście cieplejszych dni spowodowało wzrost zainteresowania kolekcją wiosna/lato, co powinno przekładać się na umocnienie sprzedaży. Implikuje to wzrost przychodów o +17,6% r/r do 5,8 mld PLN.

W omawianym okresie szacujemy wzrost marży brutto ze sprzedaży do 54,7% (vs. 54,0% rok wcześniej). Wzrost kosztów SG&A prognozujemy na ok. +17,9% r/r. Istnieje jednak ryzyko mocniejszego wzrostu, związanego z podniesieniem stawek frachtu po wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie, która spowodowała skokowy wzrost cen ropy. Spółka ma zabezpieczone kontrakty na transport towarów, jednak zakładamy, że w przypadku tak dużych zmian kosztów realizacji dostawy, mogą działać pewne zapisy korygujące wartość kontraktu. Mimo to, oczekujemy wzrostu zysku operacyjnego o +33,5% do 619 mln PLN oraz EBITDA o +33,3% r/r do 1 251 mln PLN. Powyższe implikuje zysk netto w wysokości ok. 406 mln PLN (+22,4% r/r).

W kolejnych okresach spodziewamy się dalszej poprawy zysków, wynikającej głównie z rozwoju sieci oraz sprzedaży omnichannel. Przy zachowaniu względnej stabilizacji geopolitycznej, w naszej ocenie spółka jest w stanie zrealizować cele zapowiedziane na lata 2026 i 2027.

**Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]**

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q'26P	2Q'26P	3Q'26P	4Q'26P
Przychody ze sprzedaży	4 306	5 005	5 212	5 671	4 954	5 554	6 141	6 460	5 827	6 737	7 530	7 883
Wynik brutto ze sprzedaży	2 243	2 629	2 857	2 990	2 675	3 000	3 537	3 630	3 188	3 607	4 298	4 387
EBIT	411	611	731	662	464	689	388	952	619	895	1 372	1 176
EBITDA	795	1 018	1 157	1 134	938	1 194	918	1 518	1 251	1 525	2 004	1 819
Wynik netto	277	443	577	450	332	467	-16	714	406	578	959	824
Marża brutto ze sprzedaży	52,1%	52,5%	54,8%	52,7%	54,0%	54,0%	57,6%	56,2%	54,7%	53,5%	57,1%	55,6%
Marża EBIT	9,5%	12,2%	14,0%	11,7%	9,4%	12,4%	6,3%	14,7%	10,6%	13,3%	18,2%	14,9%
Marża EBITDA	18,5%	20,3%	22,2%	20,0%	18,9%	21,5%	14,9%	23,5%	21,5%	22,6%	26,6%	23,1%
Marża netto	6,4%	8,9%	11,1%	7,9%	6,7%	8,4%	-0,3%	11,1%	7,0%	8,6%	12,7%	10,5%

Źródło: BDM, spółka

**Prognoza długoterminowa [mln PLN]**

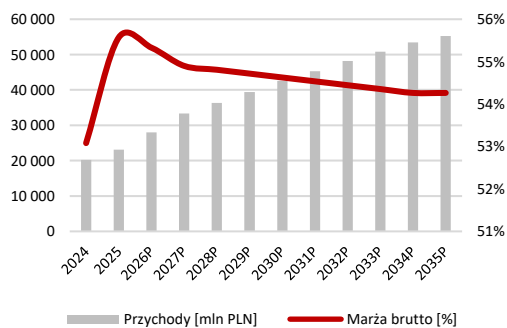
	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	20 194	23 109	27 977	33 362	36 302	39 370	42 571	45 335	48 183	50 791	53 472	55 264
Wynik brutto ze sprzedaży	10 719	12 842	15 479	18 316	19 897	21 542	23 256	24 724	26 233	27 607	29 016	29 988
EBIT	2 415	2 493	4 062	4 739	4 942	5 324	5 718	6 048	6 384	6 683	6 987	7 221
EBITDA	4 104	4 568	6 599	7 389	7 627	7 785	8 030	8 267	8 552	8 824	9 118	9 356
Wynik netto	1 747	1 497	2 767	3 323	3 513	3 896	4 251	4 537	4 823	5 077	5 326	5 520
Marża brutto ze sprzedaży	53,1%	55,6%	55,3%	54,9%	54,8%	54,7%	54,6%	54,5%	54,4%	54,4%	54,3%	54,3%
Marża EBIT	12,0%	10,8%	14,5%	14,2%	13,6%	13,5%	13,4%	13,3%	13,2%	13,2%	13,1%	13,1%
Marża EBITDA	20,3%	19,8%	23,6%	22,1%	21,0%	19,8%	18,9%	18,2%	17,7%	17,4%	17,1%	16,9%
Marża netto	8,7%	6,5%	9,9%	10,0%	9,7%	9,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

Źródło: BDM, spółka

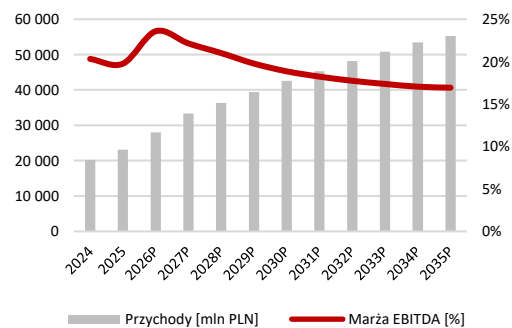
**Przychody i rozwój wg poszczególnych marek**

	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
<b>Przychody [mln PLN]</b>	<b>20 194</b>	<b>23 109</b>	<b>27 977</b>	<b>33 362</b>	<b>36 302</b>	<b>39 370</b>	<b>42 571</b>	<b>45 335</b>	<b>48 183</b>	<b>50 791</b>	<b>53 472</b>	<b>55 264</b>
Sinsay	9 875	12 589	16 961	21 531	23 711	26 002	28 409	30 360	32 378	34 177	36 035	36 988
Reserved	5 587	6 564	6 939	7 389	7 849	8 319	8 798	9 287	9 786	10 281	10 786	11 300
Cropp	1 239	1 175	1 206	1 268	1 355	1 445	1 539	1 635	1 734	1 819	1 906	1 994
House	1 230	1 347	1 400	1 486	1 574	1 664	1 756	1 849	1 945	2 040	2 136	2 235
Mohito	1 357	1 299	1 359	1 481	1 605	1 733	1 863	1 997	2 133	2 267	2 403	2 541
<b>Liczba sklepów</b>	<b>2 847</b>	<b>3 748</b>	<b>4 778</b>	<b>5 858</b>	<b>6 238</b>	<b>6 618</b>	<b>6 998</b>	<b>7 328</b>	<b>7 658</b>	<b>7 938</b>	<b>8 218</b>	<b>8 398</b>
Sinsay	1 512	2 388	3 338	4 338	4 638	4 938	5 238	5 488	5 738	5 938	6 138	6 238
Reserved	361	357	377	397	417	437	457	477	497	517	537	557
Cropp	373	379	399	419	439	459	479	499	519	539	559	579
House	371	380	400	420	440	460	480	500	520	540	560	580
Mohito	230	244	264	284	304	324	344	364	384	404	424	444
<b>Powierzchnia [tys. mkw]</b>	<b>2 449</b>	<b>3 059</b>	<b>3 898</b>	<b>4 777</b>	<b>5 086</b>	<b>5 395</b>	<b>5 703</b>	<b>5 971</b>	<b>6 239</b>	<b>6 466</b>	<b>6 693</b>	<b>6 838</b>
Sinsay	1 367	1 948	2 722	3 538	3 783	4 027	4 272	4 476	4 680	4 843	5 006	5 088
Reserved	614	625	660	695	730	765	800	835	870	905	940	975
Cropp	183	188	198	208	218	228	238	248	258	268	278	288
House	182	187	197	207	217	227	237	246	256	266	276	286
Mohito	103	111	120	129	138	147	156	166	175	184	193	202
Zmiana liczby sklepów ogółem	572	901	1 030	1 080	380	380	380	330	330	280	280	180
Zmiana powierzchni [tys. mkw]	455	610	839	879	309	309	309	268	268	227	227	145

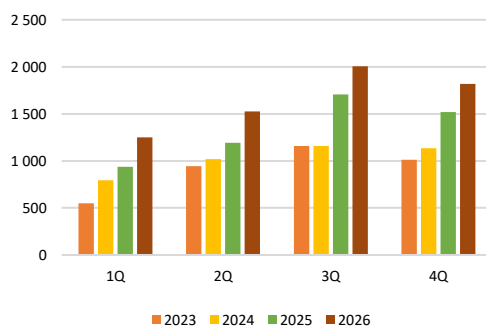
Źródło: BDM, spółka

**Marża brutto ze sprzedaży [%] na tle przychodów [mln PLN]**


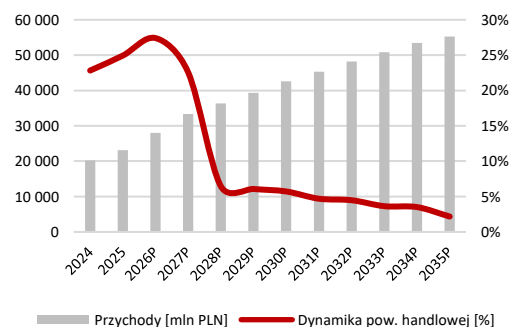
Źródło: BDM, spółka

**Marża EBITDA [%] na tle przychodów [mln PLN]**


Źródło: BDM, spółka

**EBITDA skor. w ujęciu kwartalnym [mln PLN]**


Źródło: BDM, spółka

**Rozwój powierzchni handlowej [%] na tle przychodów [mln PLN]**


Źródło: BDM, spółka

**DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE**

Bilans [mLd PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Aktywa trwałe	9,9	12,6	12,9	12,7	11,7	10,9	10,4	10,1	9,8	9,7	9,6	9,6
Rzeczowe aktywa trwałe	4,7	6,6	6,4	5,8	5,2	4,7	4,2	3,9	3,6	3,4	3,2	3,1
Aktywa niematerialne	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	4,1	4,9	5,4	5,8	5,3	5,1	5,0	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4
Aktywa obrotowe	7,6	6,6	9,7	12,0	13,6	15,8	18,2	20,5	22,8	25,0	27,3	29,2
Zapasy	4,7	4,6	6,5	7,6	8,3	9,0	9,8	10,4	11,1	11,7	12,3	12,7
Należności handlowe	0,8	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,8	0,5	1,6	2,7	3,5	5,0	6,6	8,2	9,9	11,5	13,1	14,6
Aktywa razem	17,5	19,2	22,6	24,7	25,3	26,7	28,6	30,5	32,6	34,7	36,9	38,9
Kapitał własny	5,3	5,6	6,9	8,3	9,5	10,9	12,4	14,0	15,6	17,3	19,1	20,9
Zobowiązania długoterminowe	3,7	5,6	6,4	6,1	4,9	4,3	4,1	3,9	3,8	3,6	3,5	3,3
Zobowiązania z tytułu leasingu	3,5	4,2	4,7	5,0	4,5	4,2	4,0	3,8	3,7	3,5	3,4	3,2
Zobowiązania krótkoterminowe	8,5	7,9	9,2	10,4	10,9	11,5	12,1	12,6	13,2	13,8	14,3	14,7
Oprocentowane kredyty i pożyczki	0,8	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	1,2	1,4	1,6	1,7	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1
Zobowiązania handlowe oraz inne zobowiązania operacyjne	5,8	5,4	6,6	7,7	8,5	9,2	10,0	10,6	11,3	11,9	12,6	13,0
Pasywa razem	17,5	19,2	22,6	24,7	25,3	26,7	28,6	30,5	32,6	34,7	36,9	38,9

Rachunek wyników [mld PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody	20,2	23,1	28,0	33,4	36,3	39,4	42,6	45,3	48,2	50,8	53,5	55,3
<i>Sinsay</i>	9,9	12,6	17,0	21,5	23,7	26,0	28,4	30,4	32,4	34,2	36,0	37,0
<i>Reserved</i>	5,6	6,6	6,9	7,4	7,8	8,3	8,8	9,3	9,8	10,3	10,8	11,3
<i>Crapp</i>	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0
<i>House</i>	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2
<i>Mohito</i>	1,4	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,9	2,0	2,1	2,3	2,4	2,5
Koszty SG&A	8,3	9,4	11,4	13,6	15,0	16,2	17,5	18,7	19,8	20,9	22,0	22,8
EBIT	2,4	2,5	4,1	4,7	4,9	5,3	5,7	6,0	6,4	6,7	7,0	7,2
EBITDA	4,1	4,6	6,6	7,4	7,6	7,8	8,0	8,3	8,6	8,8	9,1	9,4
Zysk brutto	2,3	2,1	3,5	4,2	4,4	4,9	5,4	5,7	6,1	6,4	6,7	7,0
Zysk netto	1,7	1,5	2,8	3,3	3,5	3,9	4,3	4,5	4,8	5,1	5,3	5,5

Cash Flow [mld PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przepływy z działalności operacyjnej	4,0	4,7	7,1	8,4	7,2	7,5	7,7	7,9	8,1	8,3	8,5	8,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,0	-3,1	-2,8	-2,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1
Przepływy z działalności finansowej	-2,3	-2,0	-3,1	-4,7	-4,8	-4,3	-4,3	-4,5	-4,6	-4,7	-4,8	-4,9
Przepływy pieniężne netto	-0,2	-0,4	1,2	1,2	0,8	1,5	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5
FCF	2,2	1,5	4,3	5,9	5,6	5,8	5,9	6,1	6,2	6,3	6,4	6,5
Środki pieniężne na początek okresu	1,0	0,8	0,4	1,6	2,7	3,5	5,0	6,6	8,2	9,9	11,5	13,1
Środki pieniężne na koniec okresu	0,8	0,4	1,6	2,7	3,5	5,0	6,6	8,2	9,9	11,5	13,1	14,6

Źródło: BDM S.A.

**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody zmiana r/r	16,0%	14,4%	21,1%	19,3%	8,8%	8,5%	8,1%	6,5%	6,3%	5,4%	5,3%	3,4%
EBITDA zmiana r/r	11,9%	11,3%	44,5%	12,0%	3,2%	2,1%	3,1%	2,9%	3,5%	3,2%	3,3%	2,6%
EBIT zmiana r/r	5,8%	3,2%	62,9%	16,7%	4,3%	7,7%	7,4%	5,8%	5,6%	4,7%	4,6%	3,4%
Zysk netto zmiana r/r	8,7%	-14,3%	84,8%	20,1%	5,7%	10,9%	9,1%	6,7%	6,3%	5,3%	4,9%	3,6%
Marża brutto na sprzedaży	53,1%	55,6%	55,3%	54,9%	54,8%	54,7%	54,6%	54,5%	54,4%	54,4%	54,3%	54,3%
Marża EBITDA	20,3%	19,8%	23,6%	22,1%	21,0%	19,8%	18,9%	18,2%	17,7%	17,4%	17,1%	16,9%
Marża EBIT	12,0%	10,8%	14,5%	14,2%	13,6%	13,5%	13,4%	13,3%	13,2%	13,2%	13,1%	13,1%
Marża netto	8,7%	6,5%	9,9%	10,0%	9,7%	9,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
SG&A / przychody	40,9%	40,7%	40,8%	40,7%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%
SG&A / COGS	87,2%	91,7%	91,4%	90,8%	91,2%	91,0%	90,8%	90,6%	90,4%	90,3%	90,1%	90,1%
ROE	32,9%	26,7%	40,2%	40,1%	37,1%	35,7%	34,2%	32,4%	30,9%	29,3%	27,9%	26,4%
ROA	10,0%	7,8%	12,3%	13,4%	13,9%	14,6%	14,9%	14,9%	14,8%	14,6%	14,4%	14,2%
Dług [mld PLN]	12,20	13,57	15,68	16,44	15,79	15,79	16,17	16,53	16,97	17,38	17,79	17,98
D / (D+E)	69,7%	70,8%	69,5%	66,5%	62,5%	59,2%	56,5%	54,2%	52,1%	50,1%	48,2%	46,2%
D / E	230,1%	242,0%	227,5%	198,6%	166,8%	144,8%	130,1%	118,2%	108,6%	100,3%	93,1%	86,0%
Dług netto [mld PLN]	4,1	6,1	5,9	4,4	2,2	0,0	-2,0	-3,9	-5,8	-7,6	-9,4	-11,2
Dług netto / kapitał własny	0,8	1,1	0,9	0,5	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Dług netto / EBITDA	1,0	1,3	0,9	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-1,2
Dług netto / EBIT	1,7	2,5	1,5	0,9	0,4	0,0	-0,4	-0,6	-0,9	-1,1	-1,3	-1,6
EV [mld PLN]	43,8	45,9	45,7	44,3	42,2	40,2	38,1	36,3	34,4	32,6	30,7	29,0
Dług / EV	27,8%	29,6%	34,3%	37,1%	37,4%	39,3%	42,4%	45,6%	49,3%	53,4%	57,9%	62,1%
CAPEX / Przychody	9,0%	13,7%	10,0%	7,5%	4,5%	4,3%	4,2%	4,2%	4,0%	3,9%	3,9%	3,9%
CAPEX / Amortyzacja	107,6%	152,8%	109,8%	94,6%	60,7%	69,5%	77,7%	85,0%	89,6%	93,5%	96,8%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	8,4%	9,0%	9,1%	7,9%	7,4%	6,3%	5,4%	4,9%	4,5%	4,2%	4,0%	3,9%
Zmiana KO / Przychody	0,3%	-1,3%	2,9%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	2,1%	-10,3%	16,9%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%

Wskaźniki rynkowe	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
MC/S*	2,0	1,7	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
P/E*	22,8	26,6	14,4	12,0	11,4	10,3	9,4	8,9	8,3	7,9	7,5	7,3
P/BV*	7,5	7,1	5,8	4,8	4,2	3,7	3,2	2,9	2,6	2,3	2,1	1,9
P/CE*	11,6	11,1	7,5	6,7	6,5	6,3	6,1	5,9	5,7	5,6	5,4	5,2
EV/EBITDA*	10,7	10,0	6,9	6,0	5,5	5,2	4,7	4,4	4,0	3,7	3,4	3,1
EV/EBIT*	18,1	18,4	11,3	9,4	8,5	7,5	6,7	6,0	5,4	4,9	4,4	4,0
EV/S*	2,2	2,0	1,6	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5
BVPS	2 856,9	3 022,3	3 707,7	4 440,8	5 063,1	5 815,1	6 627,8	7 460,7	8 339,5	9 246,9	10 192,0	11 147,7
EPS	941,3	806,6	1 488,8	1 782,9	1 879,4	2 078,3	2 267,5	2 420,2	2 572,9	2 708,4	2 841,0	2 944,4
CEPS	1 851,4	1 924,7	2 854,0	3 204,8	3 315,8	3 391,2	3 500,8	3 603,8	3 729,6	3 850,2	3 977,5	4 083,3
FCFPS	1 187,0	810,4	2 322,5	3 158,3	2 998,6	3 072,2	3 162,6	3 229,6	3 303,1	3 362,4	3 417,4	3 442,0
DPS w okresie	609,9	660,1	798,8	1 039,2	1 244,5	1 311,8	1 454,8	1 587,3	1 694,1	1 801,0	1 895,9	1 988,7
DY	2,8%	3,1%	3,7%	4,9%	5,8%	6,1%	6,8%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,3%
Payout ratio	70,4%	70,1%	99,0%	69,8%	69,8%	69,8%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%

\* obliczenia przy cenie 21 420 PLN

Źródło: BDM

## WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl  
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl  
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

**Anna Tobiasz**

Młodszy analityk rynku akcji  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

## WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału  
tel. (022) 62-20-848  
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855  
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

**Tomasz Grzeszczyk**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

**Piotr Komorowski**

tel. (022) 62-20-851  
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

## Historia rekomendacji LPP

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Kupuj</b>	<b>26 037</b>	<b>wznowienie rekomendacji</b>		<b>06.05.2026</b>	<b>08:45 CEST</b>	<b>21 420</b>	<b>130 055</b>
Kupuj	10 440	Redukuj	8 013	05.03.2021	07:30 CEST	7 855	57 870
Redukuj	8 013	Redukuj	7 339	25.04.2019	13:15 CEST	8 465	60 625
Redukuj	7 339	Redukuj	7 193	20.02.2019	10:15 CEST	7 800	59 477
Redukuj	7 193	Redukuj	7 641	12.12.2018	09:57 CEST	7 575	57 311
Redukuj	7 641	Redukuj	8 080	24.09.2018	14:30 CEST	8 820	58 238
Redukuj	8 080	Redukuj	8 203	23.05.2018	11:11 CEST	9 350	58 300
Redukuj	8 203	Trzymaj	8 056	12.02.2018	14:08 CEST	9 365	61 953
Trzymaj	8 056	Akumuluj	7 817	07.11.2017	10:03 CEST	8 450	64 566
Akumuluj	7 817	Akumuluj	6 679	01.08.2017	14:40 CEST	6 980	62 596
Akumuluj	6 679	Akumuluj	6 382	02.03.2017	10:03 CEST	5 889	59 646
Akumuluj	6 382	Akumuluj	6 413	15.12.2016	09:11 CEST	5 789	51 358
Akumuluj	6 413	Redukuj	5 659	18.03.2016		5 835	47 833
Redukuj	5 659	Redukuj	6 618	09.12.2015		6 415	45 609
Redukuj	6 618	---	---	19.05.2015		7 580	57 209

**Objaśnienia używanej terminologii:**

EBIT - wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 CAGR - średnioroczny wzrost  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto  
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży  
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej  
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży  
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto  
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej  
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych  
 ROA – stosunek zysku netto do aktywów  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów  
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahał wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:  
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;  
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;  
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;  
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;  
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).  
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).  
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'26*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	40%	0	0%
Akumuluj	1	20%	1	100%
Trzymaj	2	40%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

\* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych

**INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

**Data sporządzenia materiału: 2026-05-06.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-05-06 (08:45 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-05-13.**

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM 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 spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM 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. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

**DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa Inwestycyjnego).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premii. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM 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.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 06.05.2026 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
- Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.