mBank Dom Maklerski

mBank.pl

środa, 31 maja 2017 | komentarz specjalny

TXM – Wyniki spółki powinny się poprawiać w 2H'17

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 6,95 PLN | cena bieżąca: 4,05 PLN

TXM PW; TXM.WA | Handel, Polska

Opracowanie: Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

Spółka zaraportowała bardzo słaby zestaw wyników za 1Q'17, który był poniżej naszych i tak niskich oczekiwań: strata na poziomie EBITDA wyniosła -9,4 mln PLN, a strata netto -9,9 mln PLN. Wpływ na taki stan rzeczy miała niska efektywność sprzedaży w 1Q'17 (problemy z zatowarowaniem sklepów) połączona z rosnącą bazą kosztową (wzrost powierzchni sprzedażowej o 29% R/R oraz rozbudowa zespołu handlowego). Powyższe przełożyło się na bardzo niski CFO w 1Q'17 (-19,1 mln PLN w 1Q'17 vs. -2,8 mln PLN w 1Q'16), a na finansowanie działalności wykorzystano częściowo środki pozyskane z emisji oraz zrezygnowano z wypłaty dywidendy. Zgodnie z deklaracjami spółki podstawowe problemy powstałe wraz z wdrożeniem systemu SAP klasy ERP zostały rozwiązane wraz z końcem IV'17 (dostawy towarów oraz raportowanie finansowe przebiega bez większych problemów w V'17), a priorytetem TXM jest dojście do pełnej funkcjonalności systemu do końca 2Q'17. Niemniej jednak, zakładana stopniowa poprawa efektywności sprzedaży w V'17 oraz VI'17 nie powinna przełożyć się na poprawę wyników spółki R/R w 2Q'17. Dojście do optymalnej dynamiki sprzedaży R/R w 3Q'17 (tempo porównywalne ze wzrostem powierzchni sprzedażowej R/R), czerpanie korzyści ze zwiększonego importu bezpośredniego (pozytywny wpływ na marżę brutto na sprzedaży) oraz zamknięcie sklepów na rynku czeskim (zmniejszenie straty operacyjnej o około 0,7 mln PLN kwartalnie), powinny przełożyć się na poprawę wyników R/R. Biorąc pod uwagę niskie wyniki spółki w 1Q'17, widzimy potrzebę do zrewidowania naszych prognoz dla spółki w najbliższym czasie.

Problemy z wdrożeniem systemu SAP

Pierwsze problemy w funkcjonowaniu systemu SAP ujawniły się po wdrożeniu systemu dnia 01.02.2017. Początkowo zakłócony był proces wysyłki towarów do sklepów, który został w dużym stopniu rozwiązany do końca marca 2017. Drugim obszarem problemów okazała się funkcjonalność odpowiadająca za raportowanie oraz część finansowo-księgową działalności sklepów (istotne ograniczenie problemu od końca kwietnia'17). Zarząd deklaruje, że system SAP powinien odzyskać pełną funkcjonalność do końca czerwca '17. Obecnie realizowane są terminowe dostawy towarów do sklepów. Dynamice sprzedaży R/R spółki w V'17 może przeszkadzać niższa odwiedzalność R/R (zmniejszenie może wynikać z wcześniejszych problemów z zatowarowaniem) oraz efekt wysokiej bazy (wzrost sprzedaży o 26% R/R vs. 18% R/R wzrostu powierzchni w V'16). Również w VI'17 negatywnie na sprzedaż może wpływać efekt bazy. Biorąc powyższe pod uwagę, oczekujemy pogorszenia wyniku operacyjnego R/R w 2Q'17.

Skoncentrowanie się na poprawie efektywności sprzedaży

Powrót do optymalnego poziomu zatowarowania w sklepach powinien dać komfort spółce w celu wprowadzenia działań zmierzających do poprawy sprzedaży porównywalnej. Zdaniem Zarządu pierwsze oznaki poprawy efektywności sprzedaży R/R powinny być widoczne w 3Q'17. Aktywna działalność marketingowa powinna być kluczowym elementem mającym na celu zwiększenie odwiedzalności sklepów w Polsce oraz w Rumunii.

Oczekiwana poprawa rentowności sprzedaży od 2Q'17 R/R

Coraz wyższy udział sprzedaży towarów z importu bezpośredniego (w 1Q'17 ten kanał zakupów odpowiadał za 17% sprzedanych towarów), powinien wspierać wzrost rentowności sprzedaży od 2Q'17. W 1Q'17 efekt ten był niewidoczny ze względu na problemy z pozyskaniem informacji o uzyskiwanych marżach na sprzedaży oraz o cenach sprzedawanych towarów (błędy w funkcjonalności SAP). Zwiększenie rentowności sprzedaży powinno częściowo kompensować negatywny efekt niskiej dynamiki sprzedaży R/R oraz wzrostu kosztów SG&A R/R.

Powołanie nowego składu Zarządu spółki

Decyzją Rady Nadzorczej TXM z dnia 29.05.2017, większość poprzedniego zarządu TXM została odwołana (pan Lech Przemieniecki oraz pan Robert Kwiecień). Nowy Zarząd tworzyć będą: pan Tomasz Waluś (Prezes Zarządu), pan Krzysztof Tomczyk (Wiceprezes Zarządu ds.. Handlowych; członek poprzedniego Zarządu) oraz pan Marcin Łużniak (Wiceprezes Zarządu ds. Finansowych). Nowy Prezes Zarządu rozpocznie wykonywanie swoich obowiązków od 01.10.2017 (do tego czasu p.o. Prezesa Zarządu będzie pan Bogusz Kruszyński). Ponadto nowy Zarząd spółki wspierany będzie przez panią Agnieszkę Smarzyńską (Dyrektor Zarządzający ds. Sprzedaży w Sklepach od 01.09.2017; wcześniej odpowiedzialna za sprzedaż F&F w Tesco w regionie CEE). W naszej ocenie kompetencje dostarczone przez nowy Zarząd powinny pozytywnie przełożyć się na wyniki spółki w średnim terminie.

Skonsolidowane wyniki kwartalne TXM w 1Q 2017

(mln PLN)	1Q'17	1Q'16	zmiana	1Q'17P	wyniki vs. prognoza	2017P	2016	zmiana
Przychody	72,4	71,2	1,6%	72,0	0,5%	452,4	379,0	19,4%
EBITDA	-9,4	-0,7	-	-7,0	-	27,9	21,7	28,6%
marża	-13,0%	-1,0%	-	-9,7%	-	6,2%	5,7%	0,44p.p.
EBIT	-11,4	-1,9	-	-9,0	-	22,2	16,6	34,0%
Zysk brutto	-11,9	-2,0	-	-9,1	-	21,0	15,8	33,2%
Zysk netto	-9,9	-1,7	-	-9,1	-	17,0	13,0	30,7%

Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku, PAP

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) - roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

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

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, Zastal S.A., ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Atal, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfleiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Stelmet, TXM S.A.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:
DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.
Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.
Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

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

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl