

środa, 13 września 2017 | opracowanie cykliczne

Spółki handlowe: wrzesień 2017

Handel, Polska

Opracowanie: Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

Spółki odzieżowe i obuwnicze

- W 2Q'17 wyniki poprawiły 4 z 7 obserwowanych spółek.** Na zaraportowanie lepszego EBIT r/r wpływ miała poprawa sprzedaży porównywalnej (LPP, CCC, BTM, VST), zwiększenie marży brutto na sprzedaży (LPP – nowa polityka sprzedażowa) oraz obniżenie wskaźnika SG&A/mkw. r/r (CCC, VST, BTM; pozytywny wpływ deprecjacji EURPLN). W rezultacie powyższych działań, wszystkie z wymienionych spółek poprawiły rentowność na poziomie EBIT r/r w 2Q'17. **W wynikach 2Q'17 widoczne jest wyhamowanie wzrostu wskaźnika SG&A/mkw. r/r**, co w połączeniu z oczekiwanym **pozytywnym wpływem deprecjacji USDPLN oraz EURPLN r/r** na rentowność spółek w kolejnych kwartałach, powinno stanowić podstawy **dalszej poprawy wyników r/r w 4Q'17**. Wysoki stan zapasów/mkw. odnotowały CCC (+34% r/r; wcześniejsze zatowarowanie przed sezonem jesień-zima'17), TXM (niska efektywność sprzedaży) oraz Gino Rossi (niska sprzedaż w Simple CP).
- Deprecjacja kursu USDPLN r/r** powinna pozytywnie przełożyć się na rentowność sprzedaży odnotowanej na kolekcji jesień-zima'17. Niższe koszty zakupu powinny wspierać wyniki w **LPP, MON (po około 90% zakupów w USD), CCC (około 50% zakupów), VST i BTM (około 30% zakupów)**.
- Miesięczne wyniki sprzedażowe:** lipiec i sierpień są miesiącami wyprzedajowymi o niskiej istotności dla całorocznego wyniku spółek. **Pozytywnie oceniamy wyniki CCC** (kolejny miesiąc bardzo wysokich lfl), **LPP** (poprawa lfl oraz wyższa rentowność sprzedaży r/r), **VST** (dodatnie lfl oraz utrzymanie zeszłorocznej MBNS) oraz **MON** (ustabilizowanie lfl). **Neutralnie oceniamy wyniki GRI** (brak poprawy sprzedaży r/r w Simple CP) i **TXM** (spadek sprzedaży r/r zaburzony przez efekt bazy), natomiast **negatywnie odbieramy wyniki BTM** (spadek lfl oraz rentowności sprzedaży r/r).
- Dnia 29 sierpnia 2017, spółki opublikowały parytet wymiany akcji BTM na VST w przedziale 0,77-0,87 z punktem środkowym 0,82. Wartość środkowa oraz granica dolnego przedziału są powyżej obecnego parytetu na rynku (0,74) oraz powyżej (wartość środkowa) i na równi (dolne ograniczenie) względem średniego parytetu z okresu 12 m-cy przed ogłoszeniem fuzji (0,77). **Ustalony parytet uważamy za bardziej korzystny dla akcjonariuszy BTM**, co może spowodować problemy przy głosowaniu na NWZA VST za emisją akcji bez praw poboru.
- Biorąc pod uwagę gorsze od oczekiwań miesięczne wyniki sprzedażowe w **BTM**, korygujemy nasze założenia dla spółki oraz **obniżamy pozycjonowanie z przeważaj do równoważ**. Po uwzględnieniu pozytywnego wpływu deprecjacji USDPLN r/r na rentowność sprzedaży, podwyższamy nasze prognozy dla **MON** oraz **podwyższamy pozycjonowanie do przeważaj**.
- Ze względu na zmiany poczynione w przeglądzie miesięcznym (01.09) dostosowujemy pozycjonowania: **CCC – przeważaj, LPP – równoważ**.
- Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniane są: CCC** (oczekiwana kontynuacja poprawy lfl i rentowności w 4Q'17 i 2018 roku); **VST** (stabilny wzrost wyników i skuteczna obrona marży); **GRI** (oczekiwana poprawa sprzedaży w Simple CP; coraz wyższy udział e-commerce oraz hurtu będą wspierać marżę EBIT od 4Q'17) oraz **TXM** (odbudowa sprzedaży; sprzyjający FX; oczekiwana poprawa wyników r/r od 4Q'17).
- Zmiany w pozycjonowaniu: **CCC** (przeważaj), **MON** (przeważaj), **BTM** (równoważ), **LPP** (równoważ).

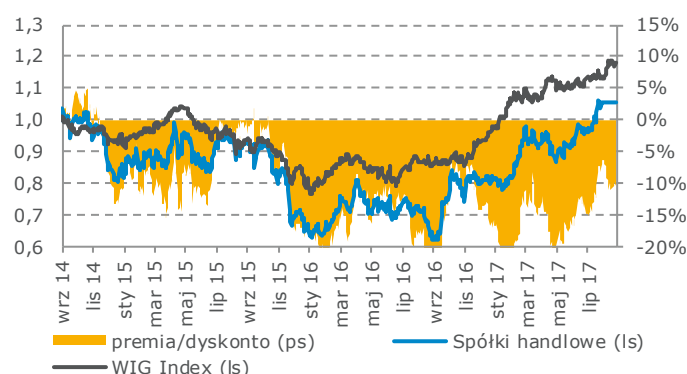
Zmiana kursu M/M* i YTD

Polska	M/M	YTD
Monnari	+13,2%	-10%
LPP	+13,0%	+58%
Bytom	+12,7%	+28%
Vistula	+11,7%	+6%
CCC	+10,0%	+38%
Wojas	-0,6%	-6%
TextilMarket	-2,0%	-41%
Gino Rossi	-3,9%	-27%
Próchnik	-4,8%	-25%
Redan	-6,1%	-37%
WIG Odezież	+11,3%	+48%
WIG	+1,5%	+25%
Zagranica	M/M	YTD
Caleres	+11,9%	-14%
Boohoo.com	+7,8%	+86%
YOOX	+7,8%	+11%
Next	+7,2%	-12%
Crocs	+5,2%	+36%
Adidas	+4,9%	+34%
Hugo Boss	+4,4%	+36%
Gerry Weber	+3,7%	+2%
Zalando	+3,7%	+14%
KappAhl	+3,1%	-7%
FootLocker	+2,7%	-50%
Marks & Spen	+2,0%	-5%
IC Group	+1,5%	-7%
Geox	+1,0%	+52%
H&M	+1,0%	-17%
ABC Mart	+0,5%	-13%
Nike	-0,5%	+5%
Inditex	-4,2%	-1%
Europa**	+3,7%	+24%
Świat**	+2,7%	+16%
Indeksy	M/M	YTD
EMEA Text.	+0,4%	+36%
WORLD Text.	+4,5%	+7%
MSCI EM	+1,8%	+28%
EU Akcje	+3,1%	+19%

*zmiana w okresie 24.08-12.09

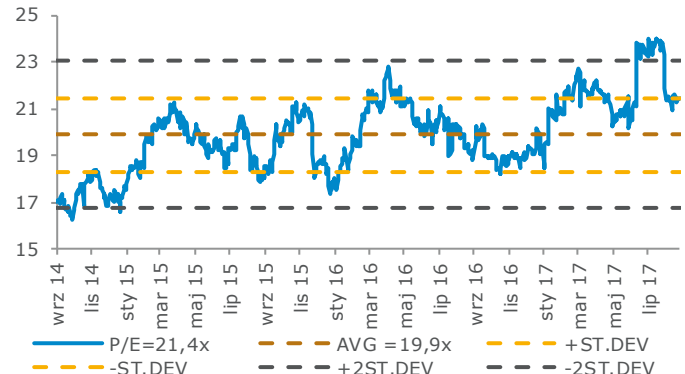
**indeksy MSCI Textiles EU oraz World

Indeks cenowy spółek handlowych vs. WIG



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Mediana P/E 12M fwd dla spółek handlowych

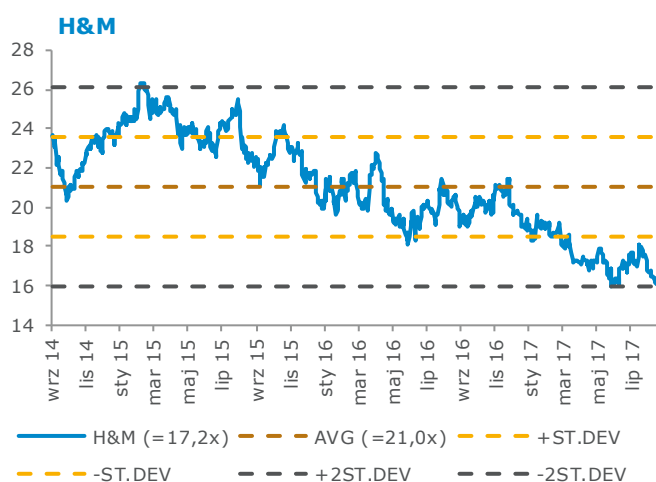
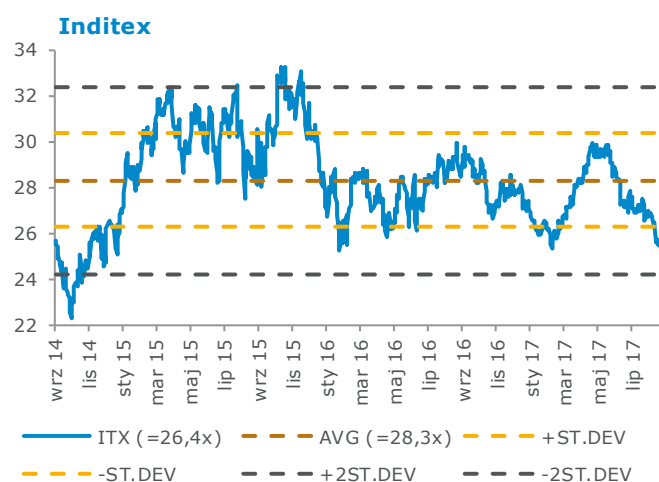
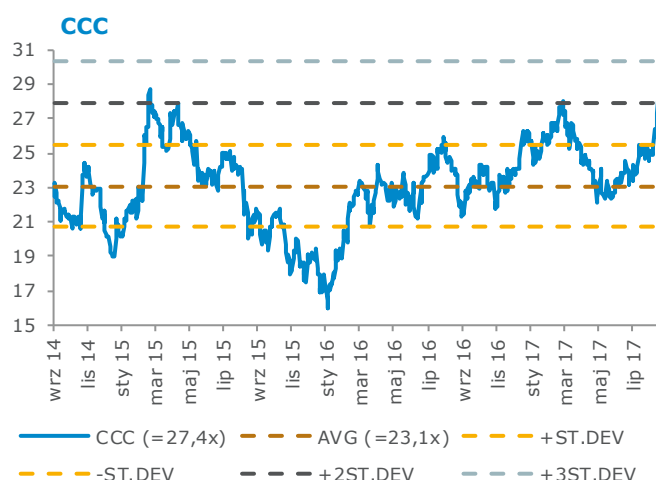
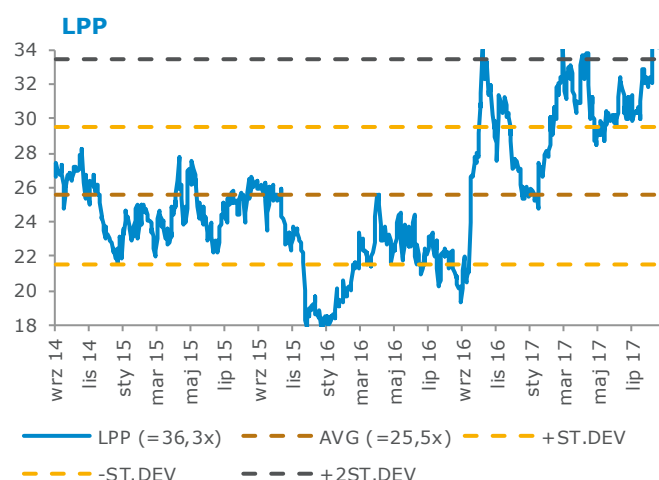


Prognozy i pozycjonowanie spółek handlowych (mln PLN)

Spółka	MCap	EV	Dług netto	DN/ EBITDA	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto			
					2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	
LPP	16 486	16 475	-11	0,0	6 813	7 828	8 622	775	1 109	1 309	502	849	1 034	387	681	831	
CCC	10 860	11 764	905	1,9	4 095	5 105	6 364	574	799	998	491	712	903	318	487	660	
Vistula	633	760	127	1,9	684	739	776	76	83	87	60	65	68	41	45	49	
Monnari	273	211	-62	-3,2	257	294	314	27	36	40	23	32	35	19	26	29	
Bytom	190	201	10	0,6	186	217	235	18	22	24	14	17	19	11	15	17	
TextilMarket	99	122	23	5,2	397	468	494	0	22	28	-6	14	20	-6	11	16	
Gino Rossi	86	171	85	4,3	277	300	322	24	28	33	14	18	23	8	13	17	
Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			PEG Ratio		
	aktualne	zmiana				2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
LPP	N	▼	8800,00	8899,85	+13,0%	42,6	24,2	19,8	20,8	14,1	11,5	7,1	5,7	4,7	103%	58%	48%
CCC	OW	▲	294,00	277,55	+10,0%	34,2	22,3	16,5	20,3	14,6	11,5	10,0	7,2	5,2	117%	77%	57%
Vistula	OW	-	-	3,64	+11,7%	15,3	13,9	13,0	10,0	9,0	8,2	1,2	1,1	1,0	134%	121%	114%
Monnari	OW	▲	-	8,93	+13,2%	14,6	10,4	9,5	7,7	5,5	4,4	1,3	1,2	1,1	51%	36%	33%
Bytom	N	▼	-	2,67	+12,7%	16,7	13,1	11,3	11,1	8,9	7,6	3,0	2,4	2,0	164%	129%	111%
TextilMarket	OW	-	6,10	2,95	-2,0%	-	9,2	6,4	-	5,0	3,7	1,2	1,1	1,0	-	-	104%
Gino Rossi	OW	-	-	1,71	-3,9%	10,2	6,7	5,0	6,1	4,9	3,8	1,0	0,8	0,7	24%	16%	12%
Mediana						16,0	13,1	11,3	10,6	8,9	7,6	1,3	1,2	1,1	110%	67%	57%

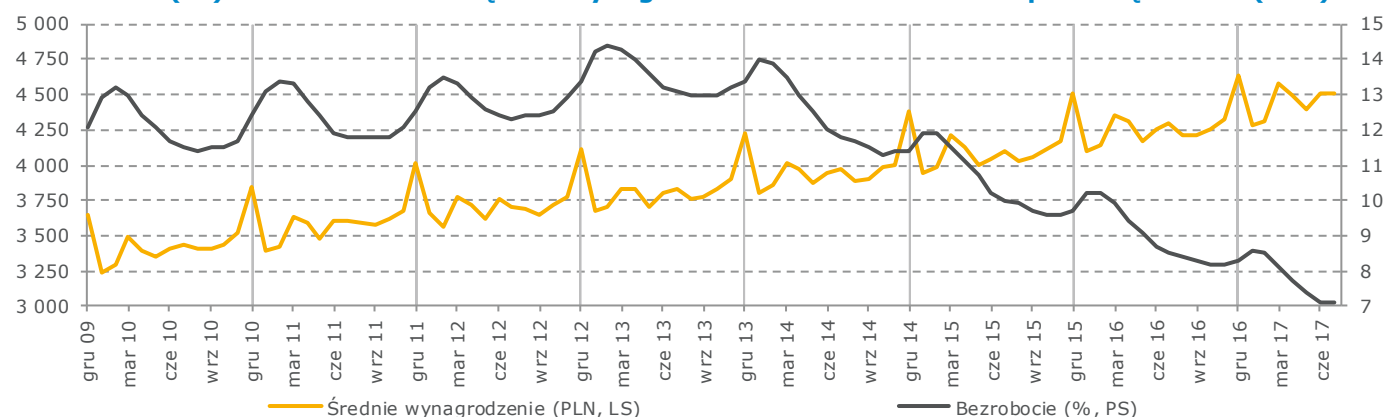
Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie

Wskaźnik P/E 12M fwd dla największych spółek

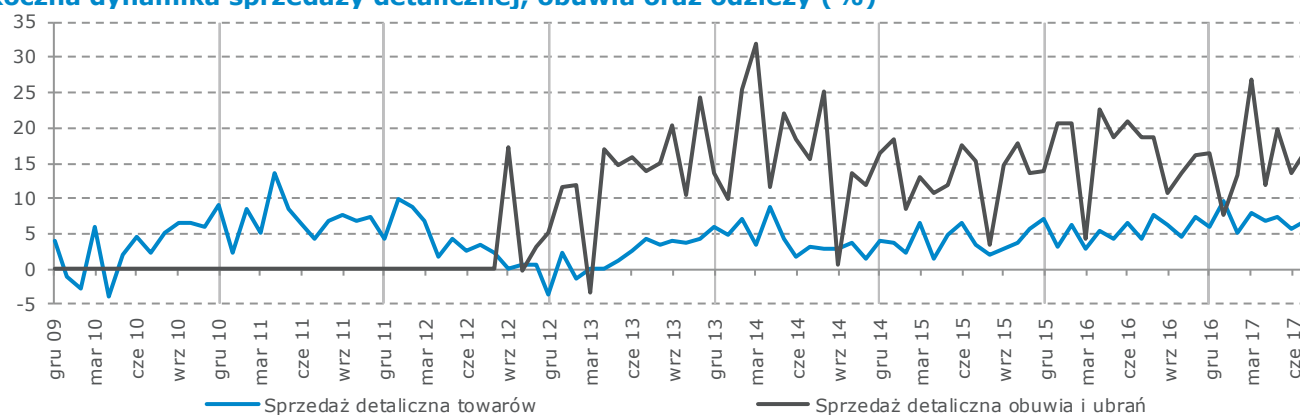


Źródło: Bloomberg

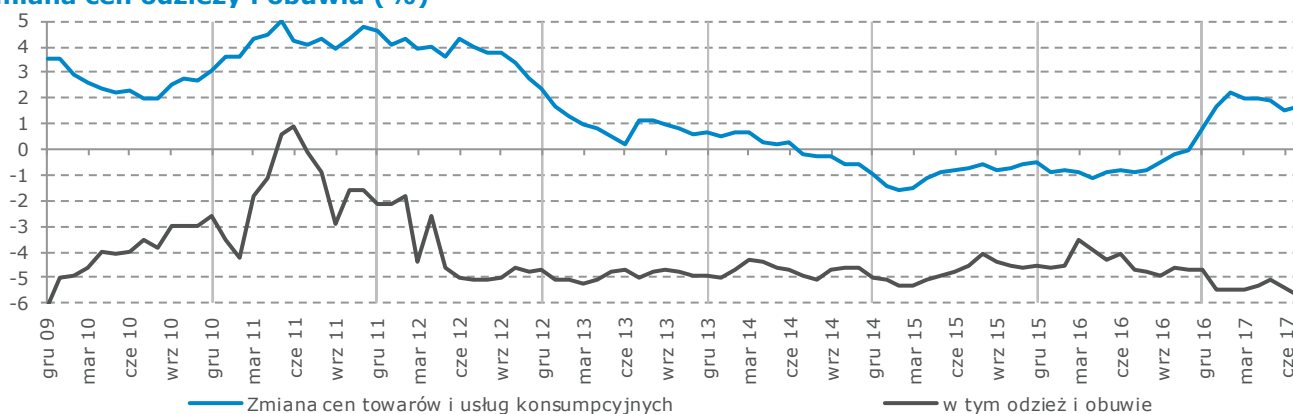
Bezrobocie (%) oraz średnie miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw (PLN)



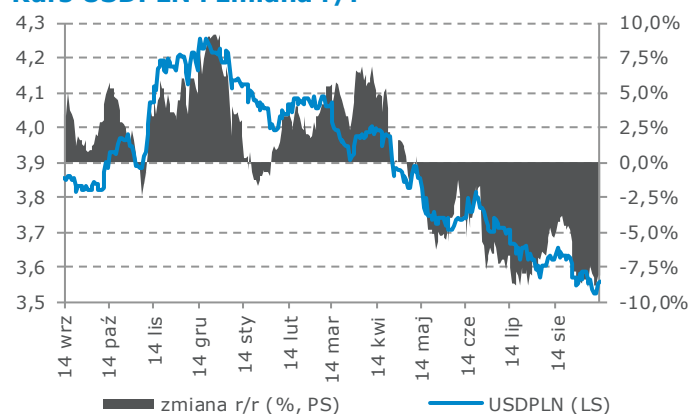
Roczna dynamika sprzedaży detalicznej, obuwia oraz odzieży (%)



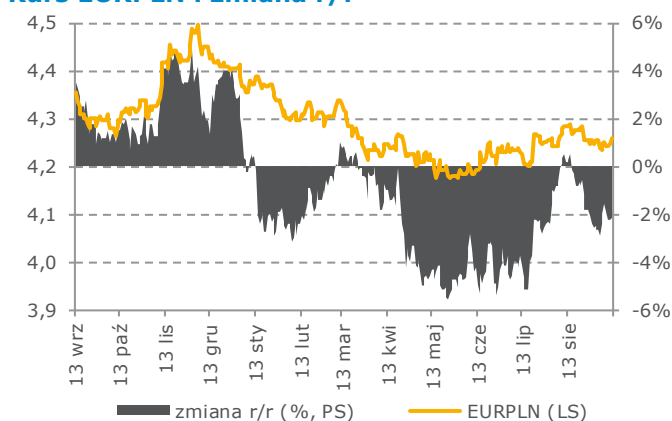
Zmiana cen odzieży i obuwia (%)



Kurs USDPLN i zmiana r/r

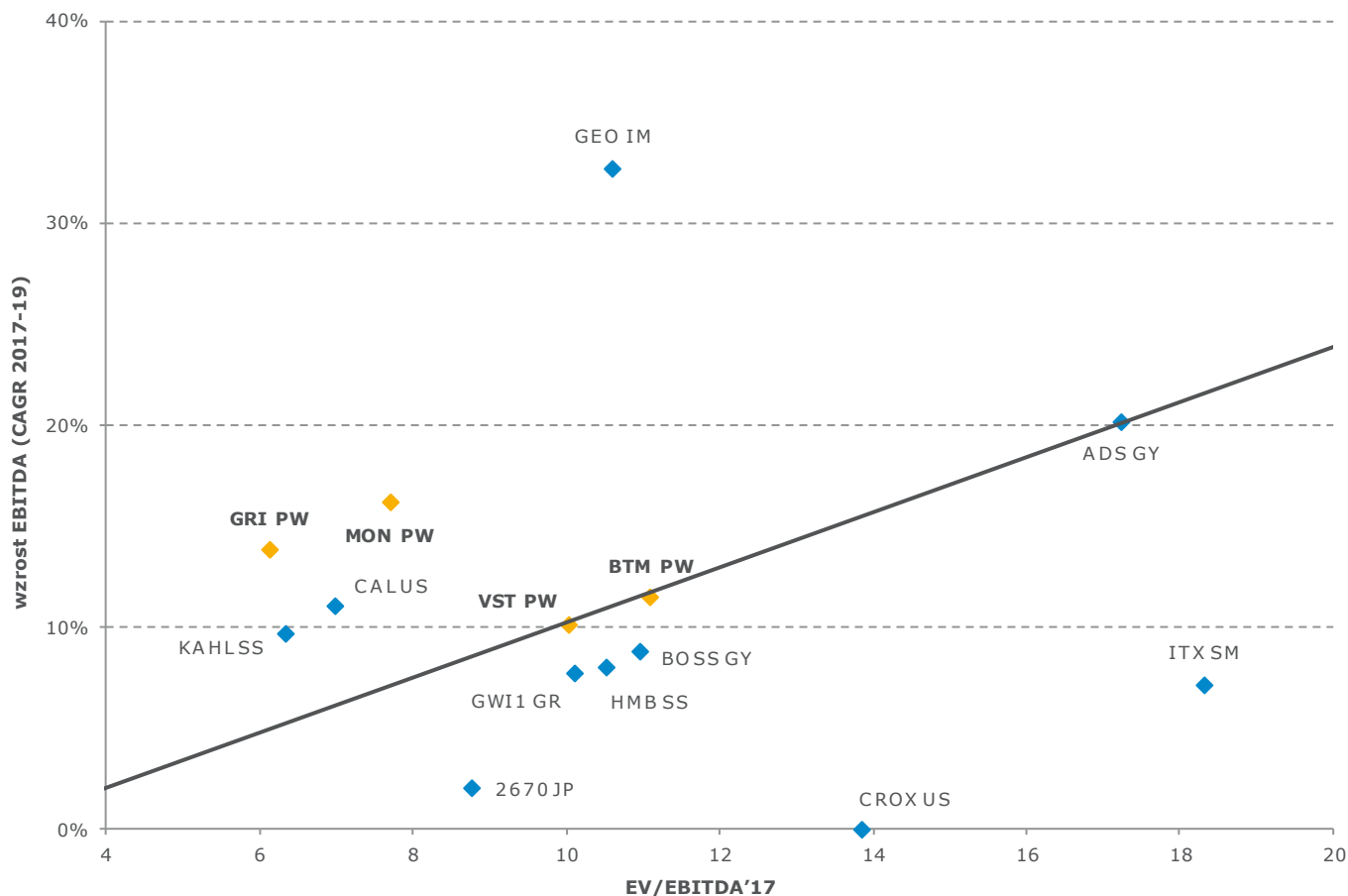


Kurs EURPLN i zmiana r/r

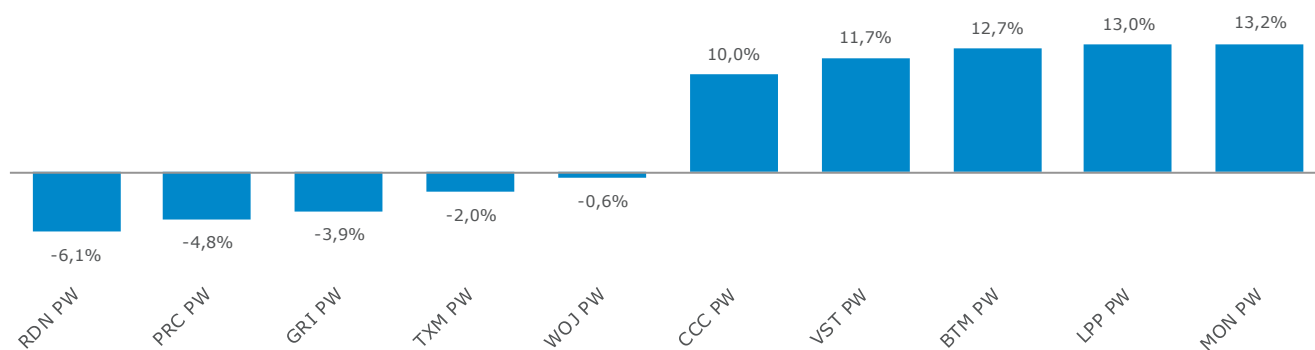


Źródło: GUS, Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

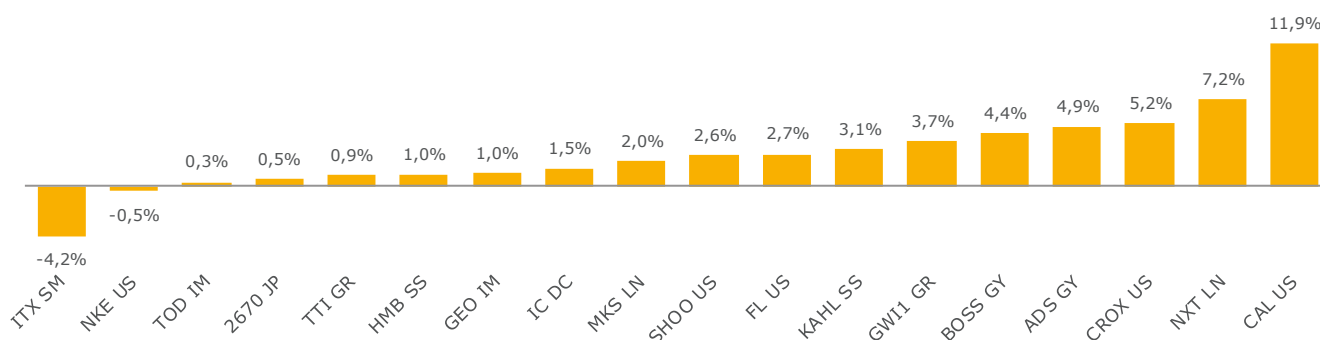
EV/EBITDA'17 vs. EBITDA CAGR 2017-19 dla wybranych spółek z sektora



Miesięczny performance spółek polskich

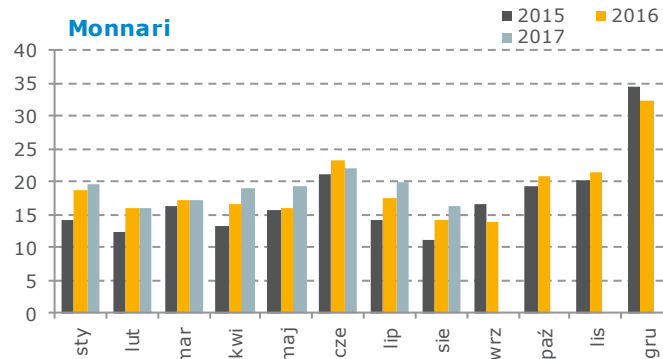
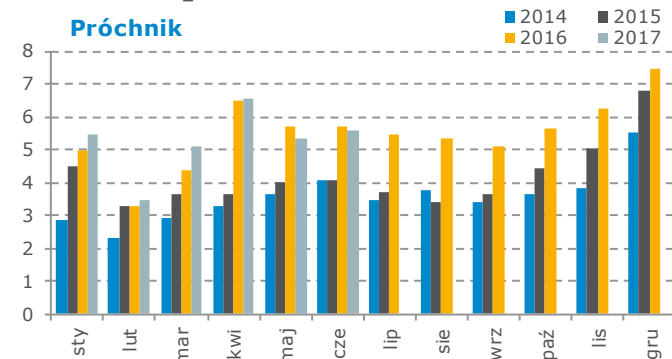
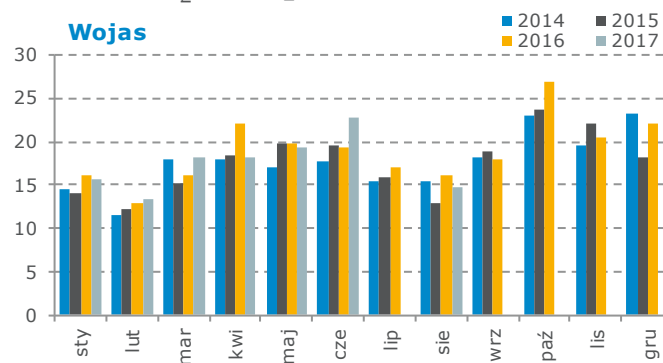
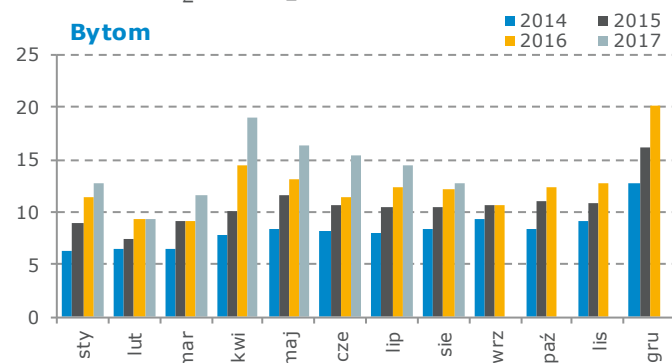
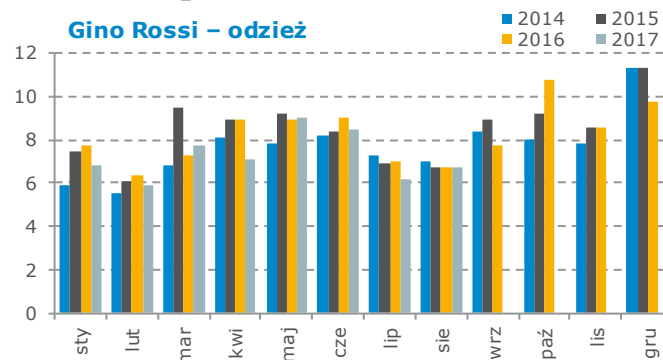
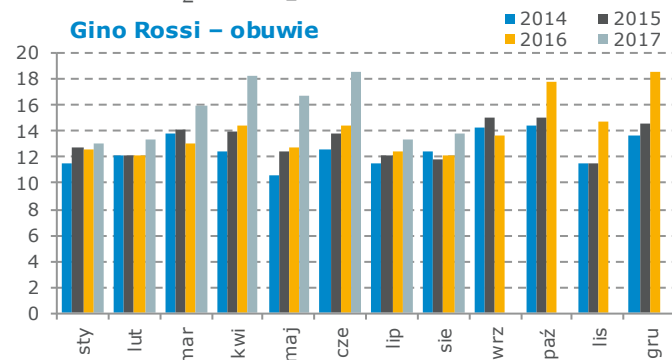
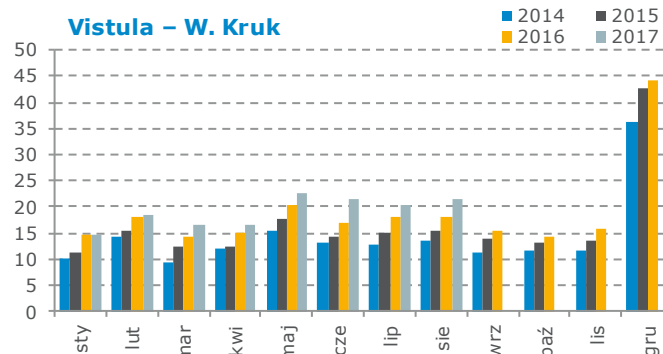
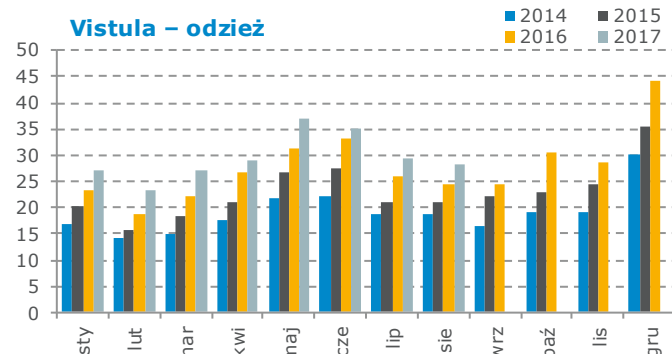
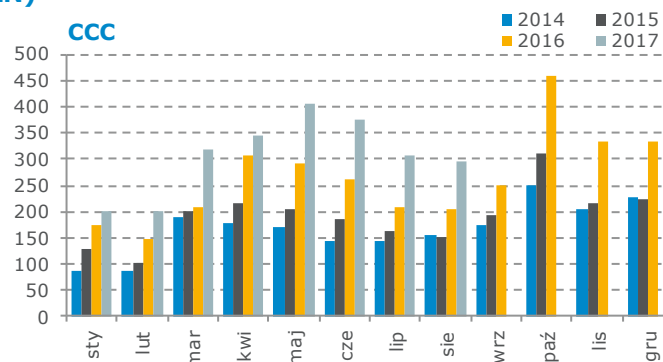
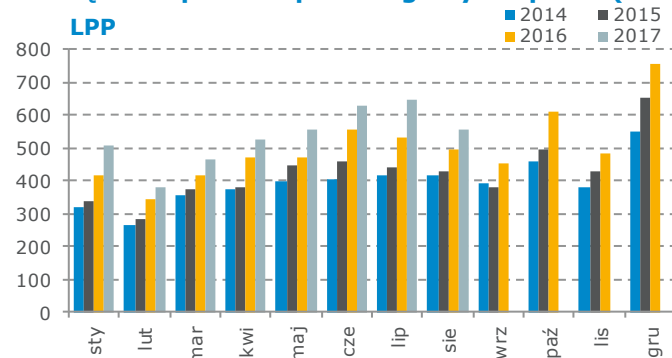


Miesięczny performance spółek zagranicznych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Miesięczna sprzedaż poszczególnych spółek (mln PLN)



Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku

Miesięczna dynamika zmian poszczególnych pozycji finansowych dla wybranych spółek (r/r)

	2016												2017											
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Dynamika sprzedaży r/r (%)																								
LPP	22,3	20,0	10,1	23,2	5,4	20,6	21,0	15,1	19,6	23,8	12,8	15,8	21,8	11,7	12,3	11,0	18,0	12,8	21,7	12,5				
CCC	36,6	44,8	3,6	40,9	41,5	40,6	28,3	34,6	28,9	48,3	53,9	50,4	16,1	34,2	52,4	12,7	39,0	44,1	48,8	43,9				
VST	13,3	17,8	17,1	16,7	16,0	16,6	16,2	16,8	11,4	21,0	16,0	12,7	9,0	14,6	18,1	8,3	13,1	12,7	11,0	14,3				
BTM	28,2	25,6	-0,2	44,6	12,0	6,1	18,1	16,8	-1,4	13,1	16,3	24,9	11,0	-0,6	28,5	31,4	24,1	35,2	16,8	3,9				
MON	31,9	30,1	6,1	25,8	3,2	10,9	22,5	26,6	-15,2	7,8	b.d.	b.d.	6,5	0,6	0,0	15,1	20,5	-5,1	14,9	13,3				
TXM	17,0	17,3	16,7	15,4	25,9	22,1	16,7	32,0	15,4	19,4	22,2	20,0	13,6	4,8	-10,7	1,0	1,0	-6,3	14,3	-3,0				
GRI	1,0	1,6	-9,7	1,7	0,0	5,9	2,6	1,6	-10,5	17,3	15,8	-9,7	-2,0	3,8	10,8	9,0	19,4	15,8	-0,5	8,5				
Sprzedaż/mkw. (zmiana r/r oznaczona kolorem)																								
LPP	495	407	490	552	548	641	614	566	518	685	534	825	555	420	512	573	603	674	700	600				
CCC	463	399	544	778	733	647	507	496	591	1065	751	735	439	439	685	727	845	776	630	596				
VST	1431	1403	1429	1608	1958	1885	1654	1603	1495	1666	1624	3013	1430	1469	1538	1585	2019	1936	1672	1670				
BTM	1105	903	861	1369	1226	1057	1143	1120	967	1113	1102	1695	1044	762	940	1512	1263	1174	1096	958				
MON	689	593	641	607	581	842	619	497	475	689	715	1070	643	523	549	599	601	692	619	489				
TXM	279	267	354	373	414	381	329	380	340	410	351	488	248	216	244	291	328	290	310	308				
GRI	1343	1222	1411	1540	1423	1541	1293	1244	1405	1869	1536	1537	1308	1262	1562	1692	1719	1795	1283	1349				
Marża brutto na sprzedaży (zmiana r/r oznaczona kolorem)																								
LPP	42%	47%	52%	51%	53%	47%	38%	45%	59%	60%	60%	36%	35%	44%	60%	59%	59%	52%	36%	47%				
VST	50%	50%	54%	57%	53%	51%	49%	50%	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	50%	50%	52%	54%	53%	51%	50%	50%				
BTM	53%	47%	54%	54%	57%	54%	52%	52%	55%	55%	50%	48%	46%	46%	51%	52%	51%	50%	49%	49%				
GRI	44%	46%	50%	55%	54%	51%	45%	45%	50%	55%	49%	58%	43%	39%	48%	48%	48%	45%	41%	40%				
Zmiana MBNS (p.p.)																								
LPP	-7,0	-4,0	-5,0	-5,0	+1,0	-4,0	-8,0	-8,0	+1,0	+1,0	+5,0	-15,0	-7,0	-3,0	+8,0	+8,0	+6,0	+5,0	-2,0	+2,0				
VST													+0,2	-0,3	-1,2	-2,4	+0,1	-0,6	+1,6	-0,1				
BTM	+1,8	+0,2	+0,6	-4,2	-1,1	-1,8	-0,5	+0,5	-0,6	-2,6	-5,4	-3,1	-6,9	-1,3	-3,4	-2,3	-6,2	-3,5	-2,7	-2,6				
GRI	+4,5	+4,0	+0,2	+3,7	+3,8	+4,3	+3,5	+2,4	+0,9	+1,3	-1,8	+7,0	-1,3	-7,4	-1,9	-6,4	-6,4	-6,3	-3,5	-4,4				
Szacowany miesięczny zysk na sprzedaży (mln PLN)																								
LPP	-8,8	-23,2	31,9	23,5	32,4	44,1	-17,4	2,0	48,9	135,2	57,8	39,0	-61,9	-71,7	39,9	61,2	80,1	78,1	-18,4	9,0				
VST	0,1	-0,2	1,6	3,8	7,7	5,8	2,2	2,0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-0,5	-0,1	2,3	3,3	10,2	7,5	2,8	2,4				
BTM	1,1	-0,5	0,0	2,6	2,2	0,8	1,1	1,0	0,5	1,1	0,5	3,9	-0,2	-1,7	-0,1	3,6	1,9	1,4	-0,3	-0,5				
GRI	-0,4	-0,8	1,3	2,5	1,5	1,8	-0,9	-1,2	1,1	4,7	0,4	2,4	-1,1	-2,2	1,7	1,5	1,6	1,4	-0,9	-0,7				
Zmiana zysku na sprzedaży r/r (%)																								
LPP	b.d.	b.d.	-27,6	-41,3	-44,1	-27,3	b.d.	-95,6	24,4	50,5	71,5	-70,1	b.d.	b.d.	24,9	160,6	147,2	77,1	b.d.	348,6				
VST	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	50,7	-12,7	32,1	29,4	26,6	21,7				
BTM	161,4	b.d.	b.d.	72,6	-10,4	-49,0	15,1	23,7	-63,9	-30,0	-57,4	12,2	b.d.	b.d.	b.d.	39,0	-10,9	72,7	b.d.	b.d.				
GRI	b.d.	b.d.	b.d.	3,8	-9,7	56,2	b.d.	b.d.	-60,7	137,6	b.d.	22,2	b.d.	b.d.	27,4	-40,2	6,5	-19,4	b.d.	b.d.				

Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku

Dane finansowe w ujęciu kwartalnym

Spółka	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17
Dynamika sprzedaży r/r (%)													
LPP	19,6	11,4	10,9	6,1	9,0	2,2	12,1	17,2	16,4	18,0	17,7	16,0	13,5
CCC	17,5	13,9	16,4	20,1	22,5	8,1	11,1	23,8	41,4	29,7	49,2	34,8	30,8
Vistula	11,4	11,0	16,0	17,2	16,2	18,0	13,5	15,6	16,4	15,0	17,9	14,1	11,4
Bytom	16,7	22,8	22,4	24,5	33,9	20,9	24,9	17,2	20,1	11,1	18,8	14,5	30,4
Monnari	29,2	9,9	25,3	24,9	24,2	16,2	22,3	20,2	11,0	8,2	0,0	2,5	7,2
TXM	13,2	13,3	18,8	15,9	16,7	9,9	14,9	16,7	21,6	20,1	21,5	1,6	-0,8
Gino Rossi	32,5	16,5	20,9	10,2	7,3	-3,6	-1,6	-7,2	1,9	-2,7	24,0	5,4	18,4
Sprzedaż/mkw. LTM													
LPP	652	630	608	587	572	556	552	553	558	566	577	586	595
CCC	639	627	623	612	614	593	576	573	602	603	645	653	674
Vistula	1 384	1 402	1 448	1 483	1 534	1 574	1 605	1 636	1 675	1 697	1 736	1 755	1 762
Bytom	1 094	1 113	1 126	1 141	1 187	1 198	1 207	1 187	1 188	1 167	1 163	1 154	1 189
Monnari	730	727	750	763	773	767	767	763	739	718	677	659	650
TXM	340	346	359	362	368	368	368	367	370	369	365	346	329
Gino Rossi	1 756	1 770	1 804	1 808	1 782	1 713	1 640	1 565	1 532	1 496	1 572	1 590	1 660
MBNS (marża detaliczna) LTM													
LPP	59,2%	59,0%	58,6%	58,0%	55,7%	54,6%	53,5%	51,7%	51,1%	49,7%	48,7%	48,5%	50,4%
CCC	52,6%	54,3%	55,1%	55,3%	54,6%	54,1%	54,9%	54,0%	53,9%	53,4%	52,7%	52,2%	51,7%
Vistula	53,6%	53,7%	53,6%	53,6%	53,4%	53,4%	53,0%	52,8%	52,9%	52,3%	52,1%	51,8%	51,6%
Bytom	51,4%	51,2%	51,5%	51,9%	52,5%	52,9%	53,0%	53,0%	52,6%	52,5%	51,3%	50,3%	49,6%
Monnari	58,3%	59,5%	60,2%	59,2%	57,9%	56,0%	54,8%	54,3%	54,5%	54,0%	54,3%	53,5%	53,3%
TXM	41,4%	41,6%	41,5%	41,1%	40,8%	40,6%	40,8%	41,1%	41,6%	41,6%	42,0%	41,9%	42,3%
Gino Rossi	47,1%	46,6%	49,2%	48,5%	47,1%	47,3%	46,3%	47,6%	48,5%	48,8%	47,6%	47,1%	45,3%
SG&A/mkw. LTM													
LPP	275	271	267	258	248	237	232	233	239	245	248	256	260
CCC	246	249	259	256	257	255	247	249	257	258	264	269	269
Vistula	649	642	655	668	676	690	705	718	738	744	753	757	751
Bytom	509	495	490	489	491	493	483	478	478	477	480	485	482
Monnari	325	325	323	322	313	311	309	301	301	299	300	299	299
TXM	113	115	119	122	124	125	124	127	129	132	133	134	137
Gino Rossi	701	709	732	728	707	686	677	666	670	670	667	670	681
Marża EBIT LTM													
LPP	14,5%	13,4%	12,8%	12,1%	11,0%	10,4%	9,8%	7,8%	6,6%	4,6%	3,8%	2,9%	4,7%
CCC	11,9%	12,5%	12,1%	11,9%	11,7%	10,3%	11,1%	10,0%	10,6%	10,0%	11,7%	10,7%	11,2%
Vistula	8,8%	7,7%	8,3%	8,3%	8,8%	9,1%	8,4%	8,3%	8,0%	7,7%	8,5%	8,2%	8,4%
Bytom	2,9%	4,4%	6,2%	6,9%	9,7%	10,3%	11,0%	10,7%	10,1%	9,4%	8,6%	6,7%	7,2%
Monnari	14,5%	15,5%	17,0%	16,2%	17,8%	15,5%	14,6%	14,5%	12,5%	11,0%	9,2%	6,8%	6,3%
TXM	7,8%	8,1%	7,8%	7,2%	7,0%	6,4%	6,7%	5,9%	6,1%	5,0%	4,4%	1,8%	-0,9%
Gino Rossi	5,8%	5,7%	8,2%	7,8%	7,3%	6,8%	4,1%	3,9%	3,9%	3,0%	4,5%	4,2%	3,8%
Zapasy/mkw.													
LPP	1 508	1 532	1 395	1 542	1 537	1 704	1 618	1 630	1 686	1 648	1 298	1 381	1 616
CCC	2 634	2 725	2 547	2 577	2 333	2 093	1 889	2 313	2 114	2 359	2 314	2 770	2 838
Vistula	6 735	7 566	7 572	7 288	7 251	8 320	8 775	8 717	8 725	9 237	9 566	9 362	9 472
Bytom	4 000	5 052	5 259	5 562	5 514	5 958	5 007	5 204	5 110	5 945	5 399	5 740	5 115
Monnari	1 114	1 714	1 395	1 553	1 372	2 130	2 007	1 747	1 665	2 147	1 924	1 628	1 388
TXM							820	958	894	b.d.	877	969	1 024
Gino Rossi	5 249	5 367	5 618	5 803	5 247	4 841	4 289	4 367	4 587	4 790	4 916	5 238	5 161
Zapasy/mkw. (zmiana r/r; kolorem zaznaczone zmiany istotne – powyżej 10%)													
LPP	-12,8%	-8,3%	-4,3%	9,9%	1,9%	11,2%	15,9%	5,7%	9,7%	-3,3%	-19,8%	-15,3%	-4,2%
CCC	29,0%	30,8%	31,1%	12,5%	-11,4%	-23,2%	-25,9%	-10,2%	-9,4%	12,7%	22,5%	19,8%	34,3%
Vistula	5,4%	14,9%	9,7%	7,2%	7,7%	10,0%	15,9%	19,6%	20,3%	11,0%	9,0%	7,4%	8,6%
Bytom	28,9%	30,4%	47,7%	45,0%	37,8%	17,9%	-4,8%	-6,4%	-7,3%	-0,2%	7,8%	10,3%	0,1%
Monnari	13,0%	10,3%	37,9%	33,3%	23,1%	24,3%	43,9%	12,5%	21,4%	0,8%	-4,1%	-6,8%	-16,7%
TXM											7,0%	1,2%	14,5%
Gino Rossi	8,5%	12,6%	19,7%	20,5%	0,0%	-9,8%	-23,6%	-24,7%	-12,6%	-1,1%	14,6%	19,9%	12,5%

Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku; zielony/czerwony kolor oznacza pozytywną/negatywną zmianę dla spółki

Wycena spółek handlu detalicznego

Spółki	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			PEG Ratio			DYield	
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018
ABC Mart	5790,00	+0,5%	16,8	16,4	15,7	8,8	8,7	8,3	1,7	1,6	1,6	733%	717%	687%	2,2%	2,1%
Adidas	197,90	+4,9%	30,3	25,0	21,2	17,2	14,8	12,7	1,9	1,7	1,6	135%	111%	95%	1,3%	1,6%
Caleries	28,27	+11,9%	13,8	13,0	11,5	7,0	6,4	6,1	0,5	0,5	0,5	79%	74%	65%	1,0%	1,0%
Crocs	9,31	+5,2%	-	36,8	13,3	13,9	8,9	-	0,7	0,7	-	-	-	-	-	-
Foot Locker	35,70	+2,7%	7,5	9,1	8,9	3,0	3,7	3,8	0,5	0,5	0,5	-	-	-	3,0%	3,3%
Geox	3,33	+1,0%	37,9	23,5	18,1	10,6	8,2	7,0	0,8	0,8	0,8	-	-	-	1,1%	1,5%
Gerry Weber	11,00	+3,7%	46,6	21,6	16,4	10,1	7,8	7,0	0,8	0,8	0,8	-	-	-	1,3%	2,3%
H&M	209,90	+1,0%	18,5	16,8	15,5	10,5	9,5	8,7	1,7	1,6	1,4	293%	266%	245%	4,7%	4,8%
Hugo Boss	75,26	+4,4%	20,9	19,5	17,8	11,0	10,5	9,8	2,0	1,9	1,9	143%	133%	122%	3,7%	3,9%
IC Group	137,50	+1,5%	25,9	23,3	17,1	11,6	11,1	8,7	0,9	0,9	0,8	-	-	-	3,6%	5,1%
Inditex	32,05	-4,2%	31,5	28,4	25,3	18,3	16,7	15,0	4,0	3,7	3,3	407%	367%	327%	2,1%	2,4%
Kappahl	46,90	+3,1%	11,7	10,7	9,4	6,3	6,0	5,4	0,7	0,7	0,7	73%	67%	59%	4,3%	5,0%
Mediana			20,9	20,5	16,1	10,6	8,8	8,3	0,9	0,9	0,8	143%	133%	122%	2,2%	2,4%

Wycena spółek e-commerce

Spółki	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			PEG Ratio			DYield	
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018
boohoo.com	2,51	+7,8%	-	86,6	69,7	80,6	56,8	40,5	9,6	5,8	4,4	239%	180%	145%	-	-
YOOX NET	29,93	+7,8%	60,5	44,5	32,4	22,1	16,7	12,9	1,8	1,6	1,3	115%	85%	62%	-	-
Zalando	41,48	+3,7%	68,4	52,6	40,3	31,6	24,7	19,3	2,1	1,7	1,4	244%	187%	143%	-	-
Mediana			64,5	52,6	40,3	31,6	24,7	19,3	2,1	1,7	1,4	239%	180%	143%	-	-

Źródło: Bloomberg

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**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**EBITDA/EV** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją do wartości ekonomicznej**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**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**MCap** – bieżąca kapitalizacja rynkowa**Miesięczna zmiana kursu (zmiana m/m)** – zmiana kursu akcji spółki od dnia publikacji poprzedniego opracowania lub w przeciągu ostatniego miesiąca**PRZEWAGA (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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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.

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.

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 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 13 września 2017 o godzinie 8:43.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 13 września 2017 o godzinie 8:43.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, MLP Group, Neuca, 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, MLP Group, 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, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Atal, Bakalland, Best, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Immobile, 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, Pfeiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robygo, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwhells, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, Zastal S.A., 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.

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy
Bytom

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-09-13	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	2,67	2,37
WIG w dniu rekomendacji	64 826,07	63 886,54

CCC

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	262,20	225,50	207,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	58 300,37	55 560,23

Gino Rossi

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	1,78
WIG w dniu rekomendacji	63 886,54

LPP

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-09-01	2017-06-20	2017-04-05	2017-01-27	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	8696,65	6700,00	6635,25	5369,90	5615,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 048,15	59 015,12	55 560,23	47 899,61

Monnari

rekomendacja	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-09-13	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	8,93	7,89
WIG w dniu rekomendacji	64 826,07	63 886,54

TextilMarket

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-06-08	2017-03-09
kurs z dnia rekomendacji	2,97	4,00	5,50
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 752,25	58 559,14

Vistula

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	3,26
WIG w dniu rekomendacji	63 886,54

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak

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

Michał Konarski

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

Jakub Szkopek

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

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala

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

Piotr Bogusz

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron

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

Krzysztof Bodek

+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec

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

Anna Łagowska

+48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Adam Prokop

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

Szymon Kubka, CFA, PRM

+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Jędrzej Łukomski

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

Tomasz Galanciak

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

Magdalena Bernacik

+48 22 697 49 61
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski

+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański

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

Jarosław Banasiak

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