

czwartek, 15 lutego 2018 | opracowanie cykliczne

# Spółki handlowe: Luty 2018

## Handel, Polska

Opracowanie: Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

### Spółki odzieżowe i obuwnicze

- Miesięczne wyniki sprzedażowe w I'18:** wyniki sprzedażowe spółek osiągane w okresie styczeń-luty mają niską istotność w tworzeniu całorocznego wyniku spółek handlowych (okres wyprzedzaży). **Pozytywnie oceniamy** wyniki opublikowane przez **VST** oraz w **BTM** (w obu przypadkach poprawa sprzedaży porównywalnej (lfl) oraz rentowności sprzedaży r/r). **Negatywnie oceniamy** wyniki **CCC** (spadek lfl pomimo efektu bazy, prawdopodobnie spółka pozostanie z wysokim poziomem zapasów po sezonie sprzedażowym), **MON** (spadek lfl pomimo niskiej bazy), **GRI** (spadek sprzedaży w obu segmentach) oraz **TXM** (niska dynamika sprzedaży r/r pomimo efektu bazy). Jednocześnie od stycznia nie są publikowane dane miesięczne z LPP (sprzedaż, rentowność sprzedaży oraz powierzchnia) i z GRI (zaprzestanie publikowania danych o marży detalicznej i hurtowej).
- Prognozy wyników za 4Q'17:** Oczekujemy **relatywnie słabych wyników** za 4Q'17 w: **CCC** (+3% r/r do 243 mln PLN EBITDA; efekt niższej dynamiki sprzedaży w X'17), **LPP** (spowolnienie dynamiki oczyszczonej EBITDA do +25% r/r; efekt wysokiej dynamiki kosztów SG&A), **TXM** (płaska dynamika sprzedaży r/r oraz wzrost kosztów SG&A), **GRI** (spadek sprzedaży r/r, obniżenie rentowności sprzedaży r/r przy rosnących kosztach). **Dobre wyniki** w 4Q'17 powinny zaraportować: **VST** (EBITDA +26% r/r; kontynuacja lfl oraz wzrost marży brutto na sprzedaży), **BTM** (EBITDA +56% r/r; odbicie w lfl oraz powrót do poprawy rentowności sprzedaży r/r) oraz **MON** (EBITDA +32% r/r; wysoki wzrost rentowności sprzedaży przewyższa negatywny wpływ spadku lfl).
- Perspektywa na kolejne miesiące:** oczekujemy **kontynuacji pozytywnego trendu** w sprzedaży porównywalnej oraz rentowności sprzedaży w **LPP, VST** oraz **BTM**. Efekt wysokiej bazy może **tłumić dynamikę poprawy lfl w CCC**. Stopniowego **odbicia dynamiki sprzedaży** oczekujemy w **TXM** (efekt niskiej bazy). **Niska dynamika sprzedaży** powinna się być utrzymana w **GRI** oraz **MON** (oczekujemy wsparcia wyników z tytułu poprawy rentowności sprzedaży związanej z deprecjacją USDPLN r/r).
- Zakaz handlu w niedzielę:** Naszym zdaniem w krótkim terminie zakaz może negatywnie wpłynąć na sprzedaż spółek, jednak oczekujemy szybkiego dostosowania popytu. Brak zakazu powinien wspierać wzrost sprzedaży w kanale e-commerce. Z drugiej strony dostosowanie harmonogramów pracy powinno wpłynąć na obniżenie kosztów wynagrodzeń, które są ponoszone przez spółki z sektora.
- Fuzja VST i BTM:** wartość parytetu ceny akcji BTM do VST na dzień 14.02.2018 wyniosła **0,55x** i była poniżej punktu środkowego wyznaczonego na 0,82. Parytet uległ obniżeniu od momentu wydania poprzedniego miesięcznego raportu (dalszy wzrost ceny akcji VST). **Parytet ceny akcji BTM do VST dnia 14.02.2018 był niższy od punktu środkowego o 33%.** Jednocześnie uważamy, że po publikacji wyników obydwu spółek parytet ulegnie rewizji. **Naszym zdaniem mało prawdopodobny jest scenariusz obniżenia parytetu do wartości 0,55x** (mogłoby to się wiązać z brakiem zgody akcjonariuszy BTM na przeprowadzenie połączenia).
- Po uwzględnieniu wzrostu ceny akcji **VST**, w Strategii Inwestycyjnej 2018 **obniżyliśmy nasze pozycjonowanie z przeważaj do równoważ** bez zmiany naszych prognoz.
- Indeks P/E 12M FWD dla spółek handlowych obniżył się do -1 odchylenia standardowego względem średniej 3-letniej wartości wskaźnika** (obniżenie wynika ze spadku ceny ITX, KAH, HMB, CAL, CCC oraz podwyższenia oczekiwań dla CROX).

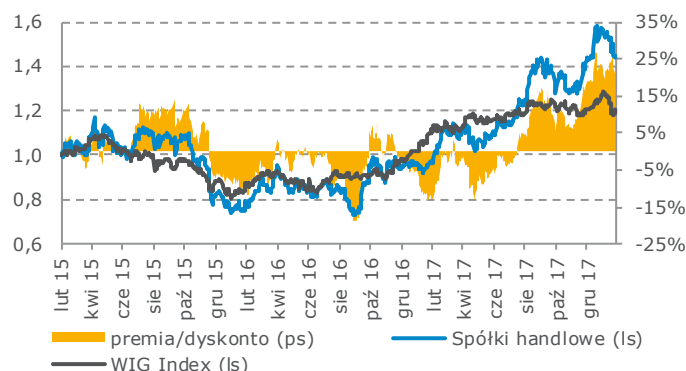
### Zmiana kursu M/M\* i YTD

| Polska       | M/M    | YTD  |
|--------------|--------|------|
| Vistula      | +21,7% | +21% |
| Próchnik     | +12,7% | +17% |
| Monnari      | +11,7% | +12% |
| Bytom        | +5,5%  | +9%  |
| TextilMarket | +1,7%  | -3%  |
| Wojas        | +0,0%  | +4%  |
| LPP          | -3,9%  | +7%  |
| Gino Rossi   | -4,5%  | -4%  |
| Redan        | -6,1%  | +13% |
| CCC          | -11,5% | -5%  |
| WIG Ozież    | -6,0%  | +2%  |
| WIG          | -4,8%  | -0%  |
| Zagranica    | M/M    | YTD  |
| YOOX         | +28,0% | +30% |
| Nike         | +6,0%  | +9%  |
| Adidas       | +3,5%  | +6%  |
| ABC Mart     | +1,0%  | +4%  |
| FootLocker   | -0,0%  | +4%  |
| Zalando      | -0,5%  | +6%  |
| Crocs        | -2,2%  | +5%  |
| Boohoo.com   | -3,1%  | -7%  |
| Gerry Weber  | -3,3%  | -7%  |
| Next         | -3,4%  | +7%  |
| IC Group     | -3,4%  | -2%  |
| Hugo Boss    | -3,4%  | +3%  |
| Geox         | -4,7%  | -6%  |
| Marks & Spen | -5,0%  | -8%  |
| Inditex      | -7,3%  | -10% |
| Caleres      | -8,2%  | -12% |
| KappAhl      | -9,2%  | -15% |
| H&M          | -14,1% | -20% |
| Europa**     | -1,1%  | -2%  |
| Świat**      | +1,2%  | +2%  |
| Indeksy      | M/M    | YTD  |
| EMEA Text.   | -2,1%  | -4%  |
| WORLD Text.  | -6,7%  | -6%  |
| MSCI EM      | -3,4%  | +2%  |
| EU Akcje     | -4,9%  | -1%  |

\*zmiana w okresie 18.01-14.02

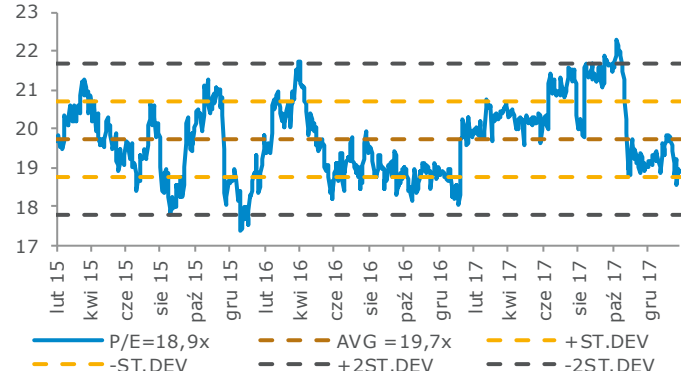
\*\*indeksy MSCI Textiles EU oraz World

### Indeks cenowy spółek handlowych vs. WIG



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

### Mediana P/E 12M fwd dla spółek handlowych



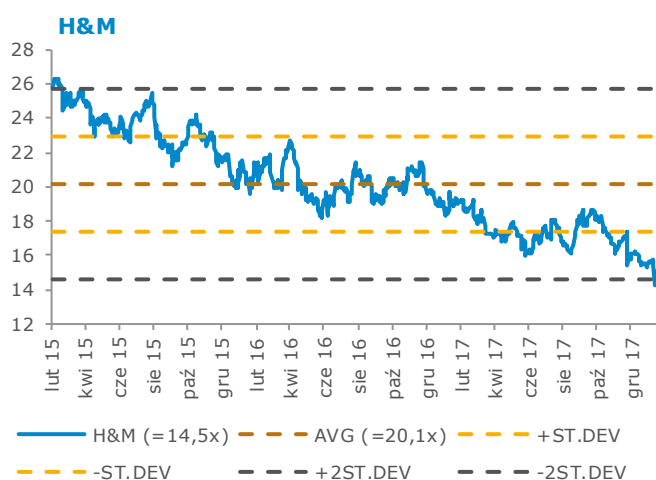
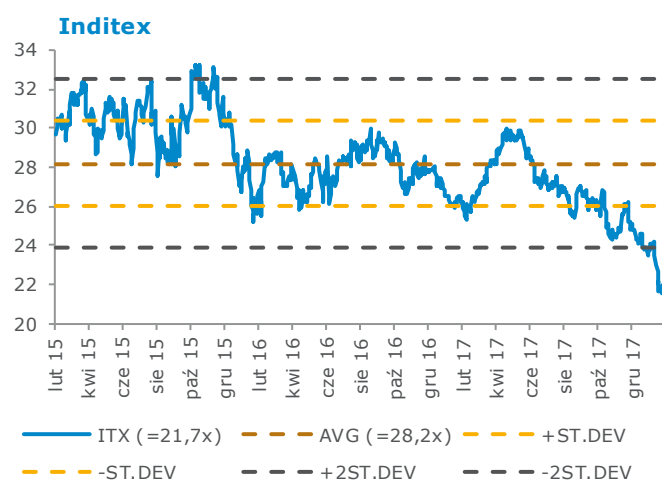
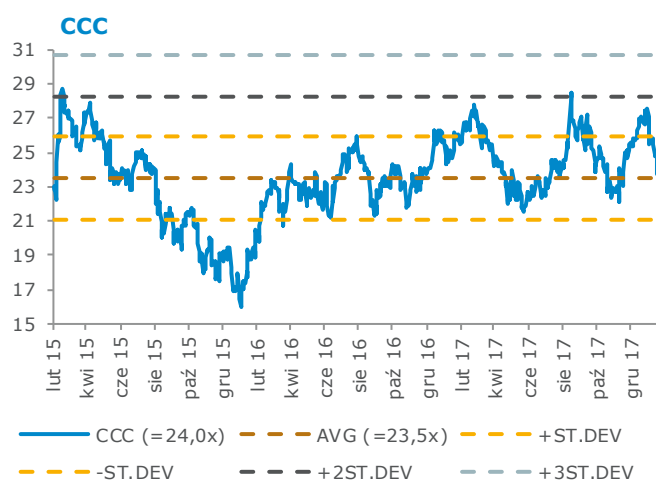
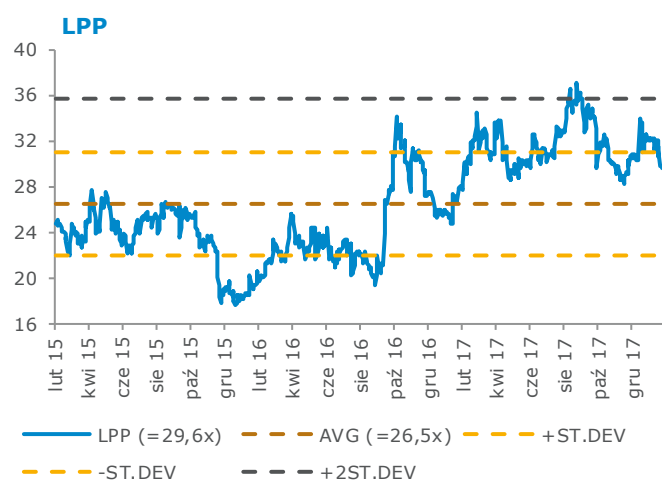
## Prognozy i pozycjonowanie spółek handlowych (mln PLN)

| 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          | 17 598 | 17 587 | -11        | 0,0        | 7 035     | 8 360 | 9 621 | 887    | 1 125 | 1 301 | 594  | 832  | 987  | 432        | 680  | 810  |
| CCC          | 11 096 | 12 001 | 905        | 1,9        | 4 193     | 5 570 | 7 225 | 529    | 736   | 971   | 432  | 621  | 843  | 305        | 465  | 667  |
| Vistula      | 918    | 1 045  | 127        | 1,9        | 685       | 785   | 866   | 79     | 98    | 110   | 64   | 81   | 92   | 44         | 59   | 68   |
| Monnari      | 283    | 221    | -62        | -3,2       | 247       | 279   | 299   | 26     | 33    | 36    | 22   | 29   | 32   | 18         | 24   | 27   |
| Bytom        | 206    | 216    | 10         | 0,6        | 185       | 221   | 244   | 20     | 26    | 28    | 15   | 20   | 21   | 12         | 16   | 17   |
| TextilMarket | 78     | 101    | 23         | 5,2        | 387       | 463   | 500   | -17    | 16    | 28    | -23  | 9    | 21   | -19        | 6    | 16   |
| Gino Rossi   | 53     | 138    | 85         | 4,3        | 280       | 289   | 294   | 13     | 16    | 18    | 2    | 6    | 8    | 0          | 2    | 4    |

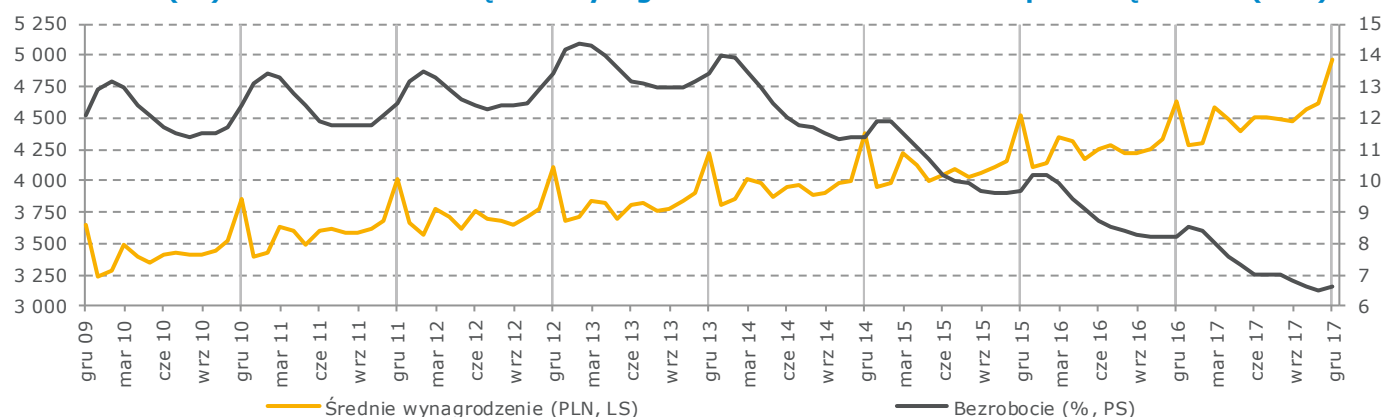
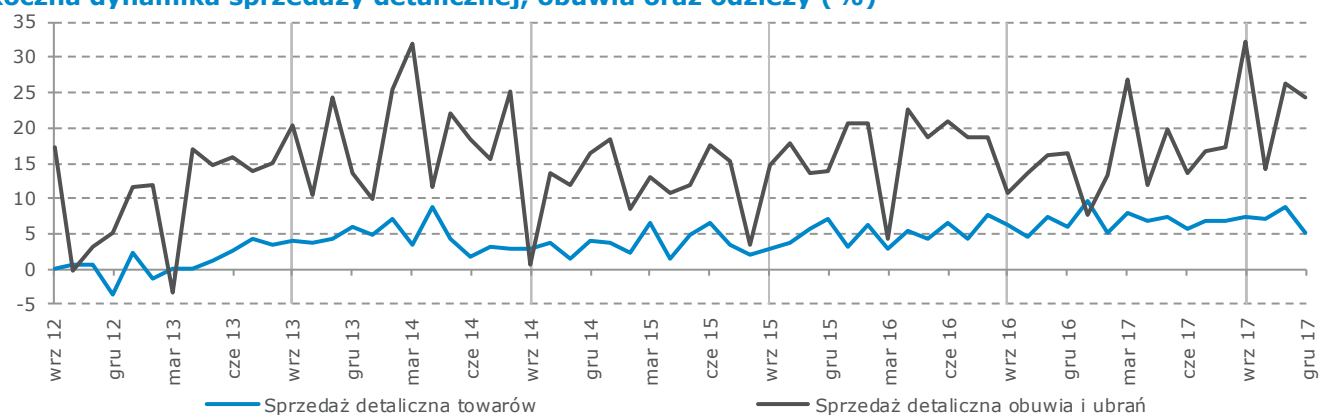
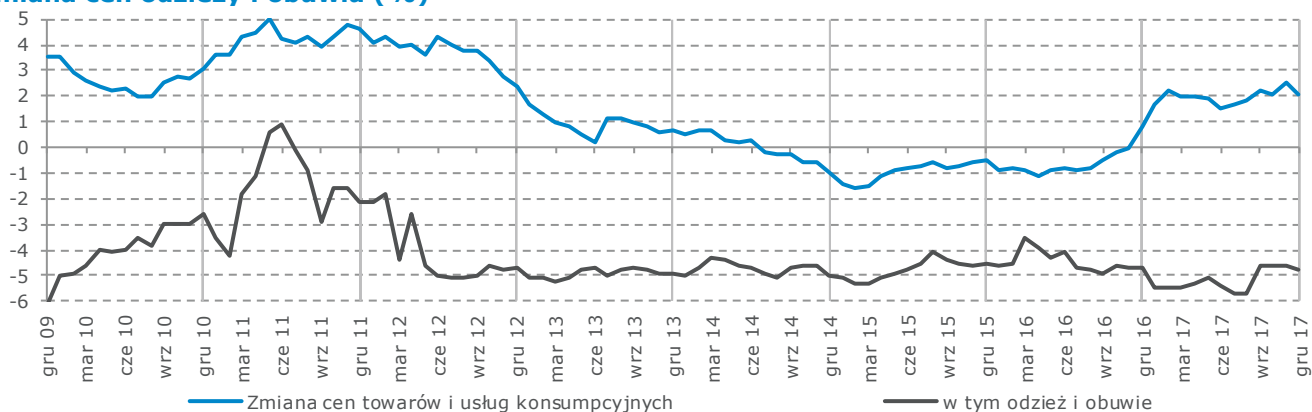
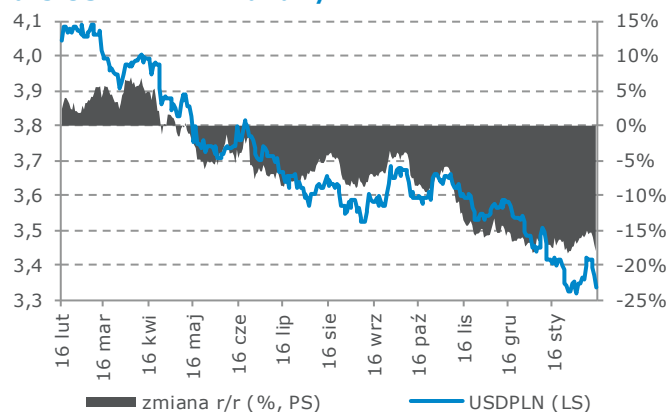
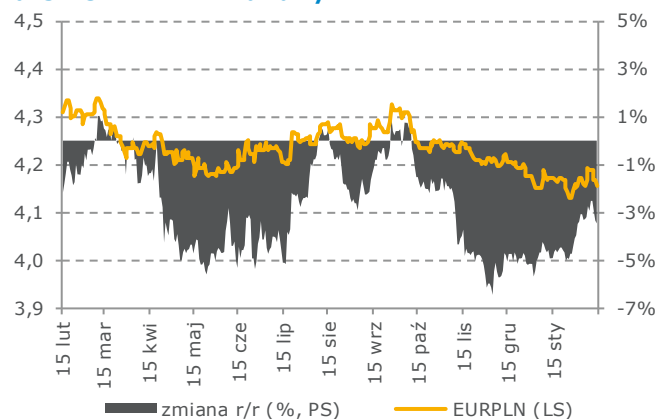
| Spółka       | Pozycjonowanie |        | Cena docelowa | Cena bieżąca | Zmiana m/m | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      | EV/Sales |      |      | PEG Ratio |      |      |
|--------------|----------------|--------|---------------|--------------|------------|------|------|------|-----------|------|------|----------|------|------|-----------|------|------|
|              | aktualne       | zmiana |               |              |            | 2017 | 2018 | 2019 | 2017      | 2018 | 2019 | 2017     | 2018 | 2019 | 2017      | 2018 | 2019 |
| LPP          | N              | -      | 9400,00       | 9500,00      | -3,9%      | 40,7 | 25,9 | 21,7 | 19,2      | 14,8 | 12,4 | 7,1      | 5,8  | 4,8  | 1,0       | 0,6  | 0,5  |
| CCC          | N              | -      | 295,00        | 269,80       | -11,5%     | 36,4 | 23,9 | 16,6 | 21,5      | 15,4 | 11,6 | 6,8      | 5,4  | 4,2  | 1,2       | 0,8  | 0,6  |
| Vistula      | N              | -      | -             | 5,28         | +21,7%     | 21,0 | 15,5 | 13,5 | 12,8      | 10,0 | 8,6  | 1,7      | 1,5  | 1,4  | 0,9       | 0,6  | 0,5  |
| Monnari      | OW             | -      | -             | 9,26         | +11,7%     | 15,9 | 11,7 | 10,6 | 8,4       | 6,3  | 5,0  | 1,4      | 1,3  | 1,1  | 0,6       | 0,5  | 0,4  |
| Bytom        | OW             | -      | -             | 2,89         | +5,5%      | 17,6 | 13,1 | 11,9 | 11,1      | 8,2  | 7,2  | 3,2      | 2,5  | 2,1  | 1,6       | 1,2  | 1,1  |
| TextilMarket | OW             | -      | 5,41          | 2,34         | +1,7%      | -    | 13,1 | 4,9  | -         | 6,8  | 3,6  | 1,2      | 1,1  | 1,0  | -         | -    | 0,7  |
| Gino Rossi   | N              | -      | -             | 1,06         | -4,5%      | -    | 28,2 | 14,7 | 10,7      | 8,1  | 7,1  | 0,6      | 0,6  | 0,6  | -9,7      | -1,9 | -1,0 |
| Mediana      |                |        |               |              |            | 21,0 | 15,5 | 13,5 | 11,9      | 8,2  | 7,2  | 1,7      | 1,5  | 1,4  | 0,9       | 0,6  | 0,5  |

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

## Wskaźnik P/E 12M fwd dla największych spółek

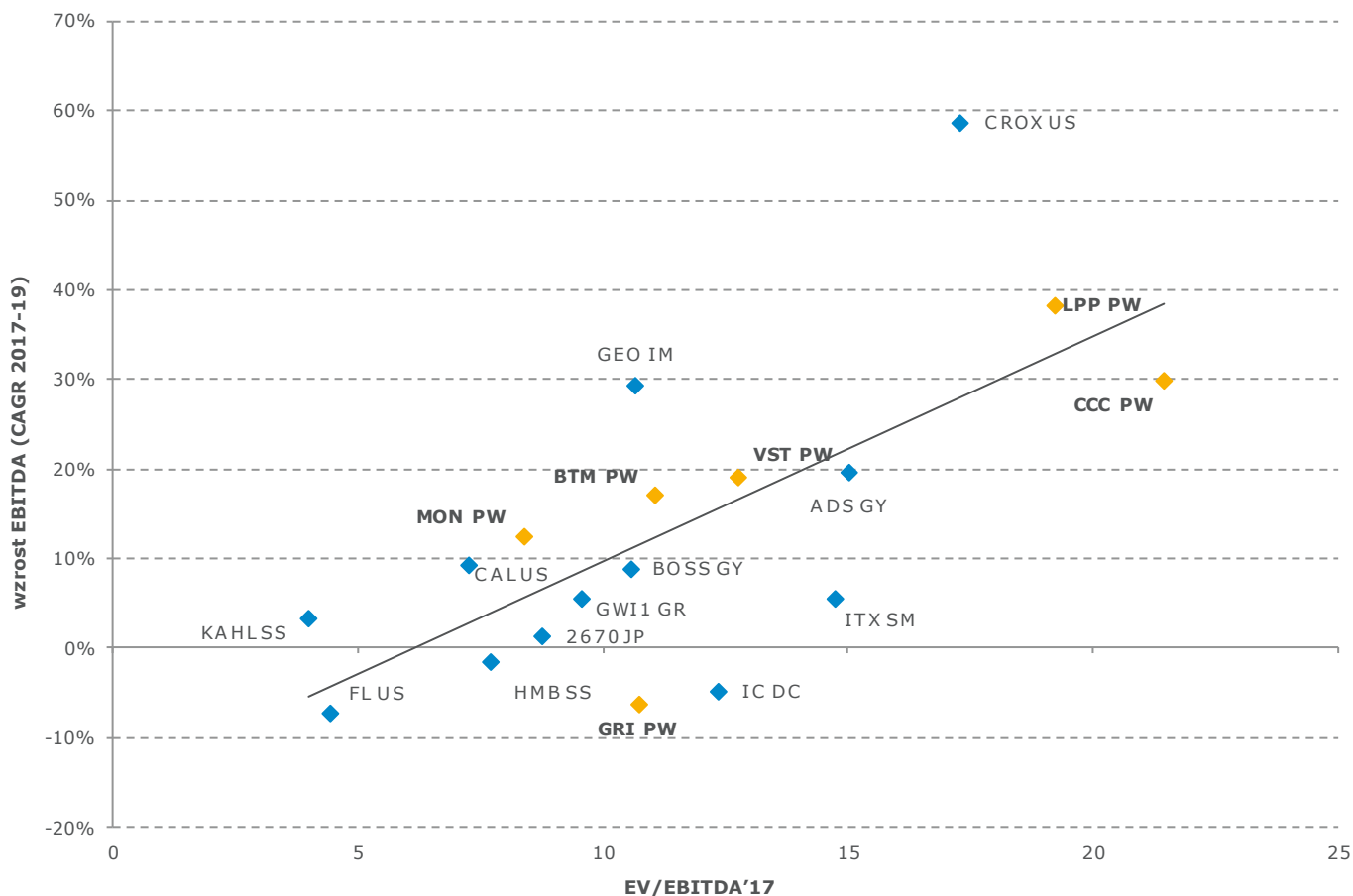


Źródło: Bloomberg

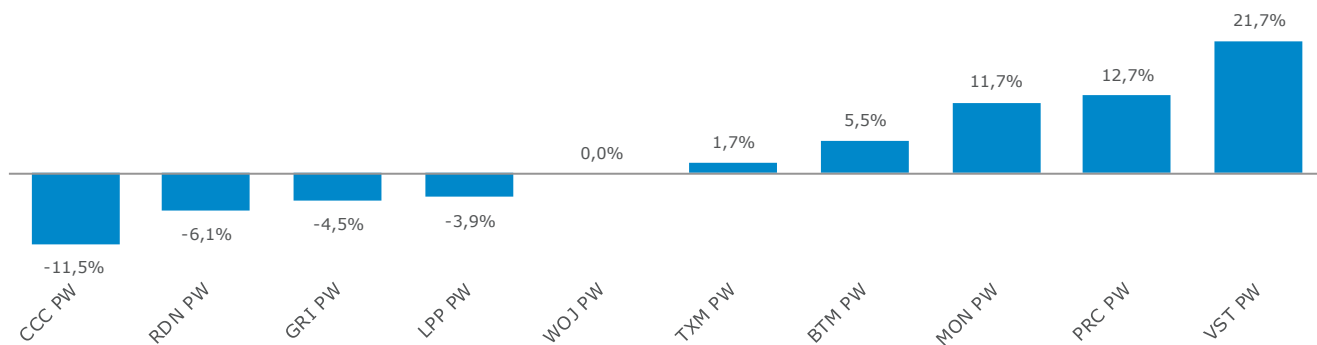
**Bezrobocie (%) oraz średnie miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw (PLN)****Roczna dynamika sprzedaży detalicznej, obuwia oraz odzieży (%)****Zmiana cen odzieży i obuwia (%)****Kurs USDPLN i zmiana r/r****Kurs EURPLN i zmiana r/r**

Źródło: GUS, Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

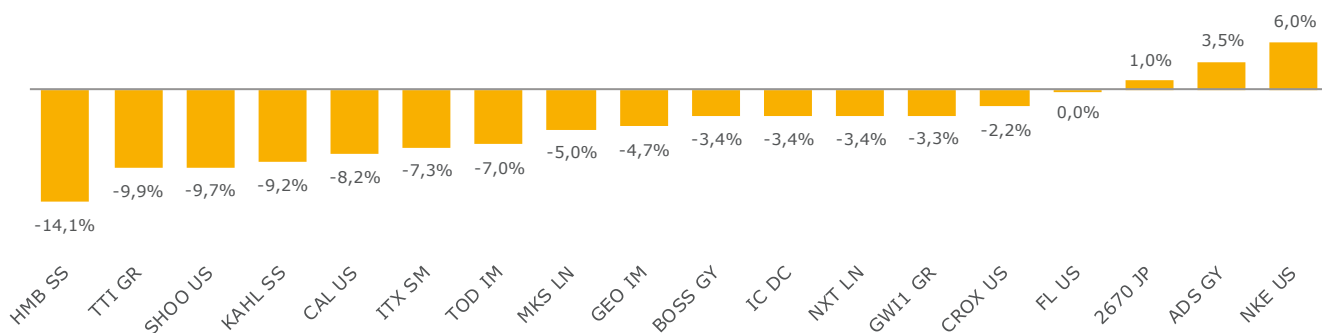
## EV/EBITDA'17 vs. EBITDA CAGR 2017-19 dla wybranych spółek z sektora



## Miesięczny performance spółek polskich

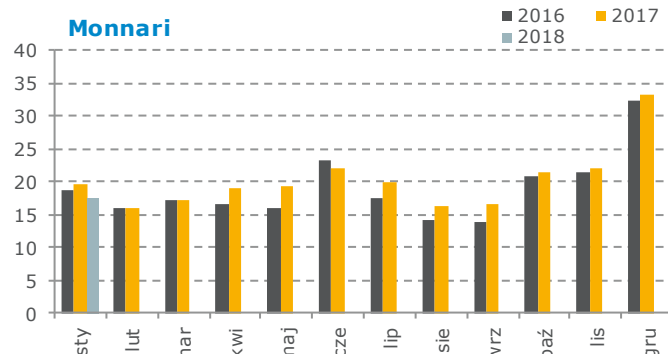
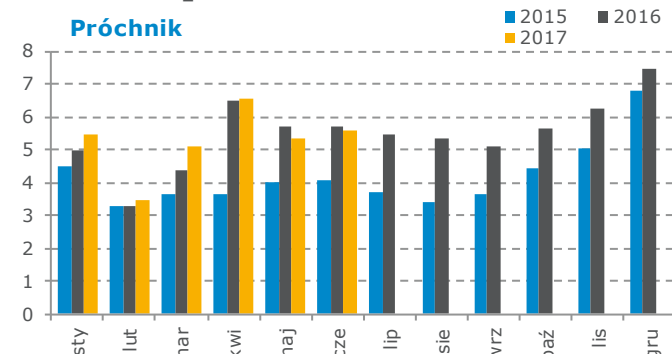
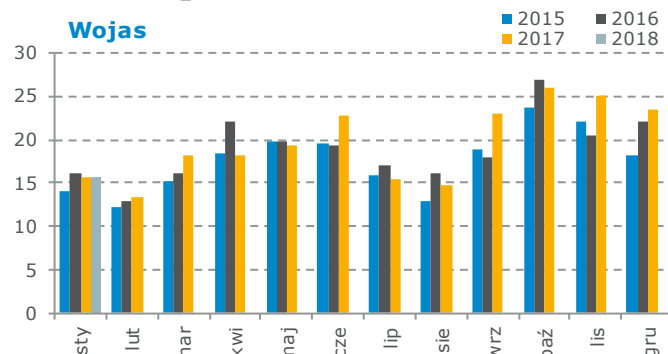
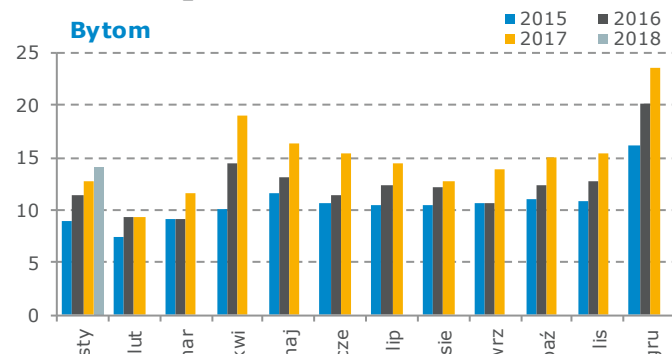
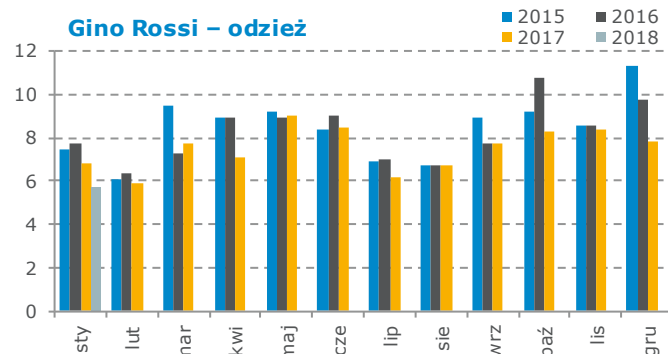
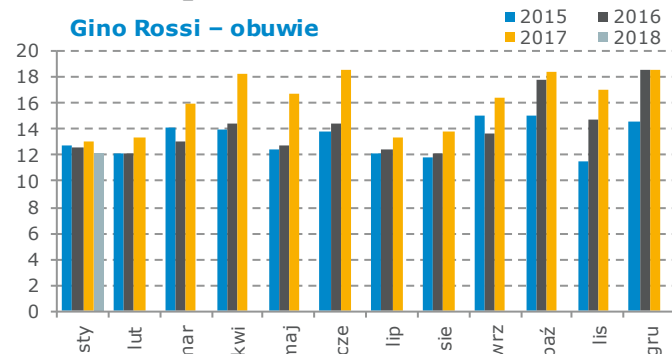
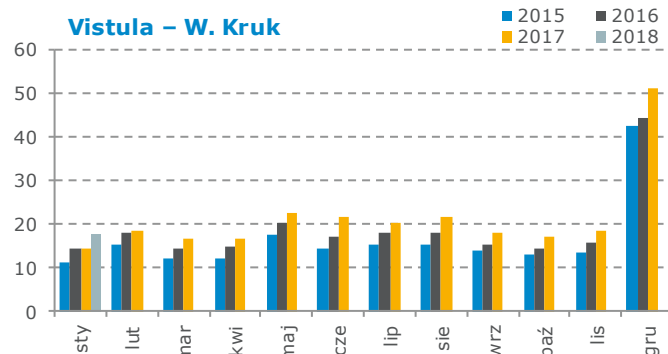
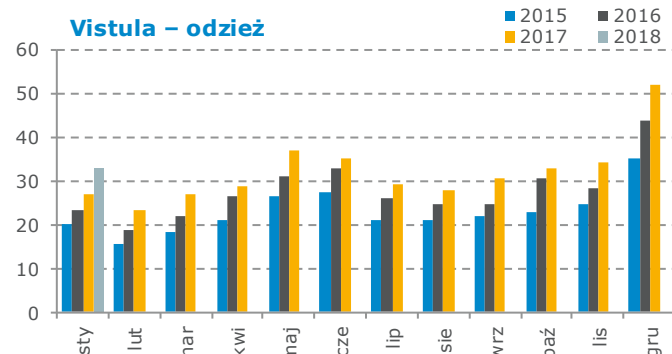
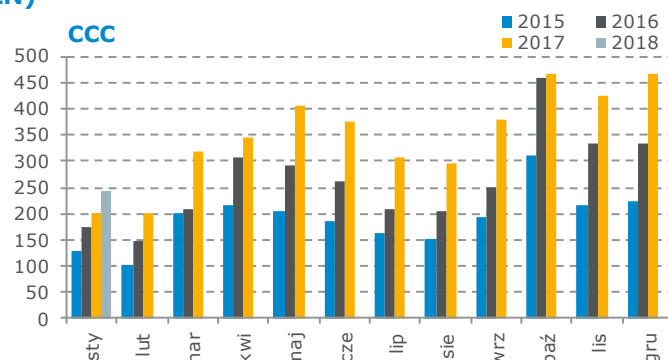
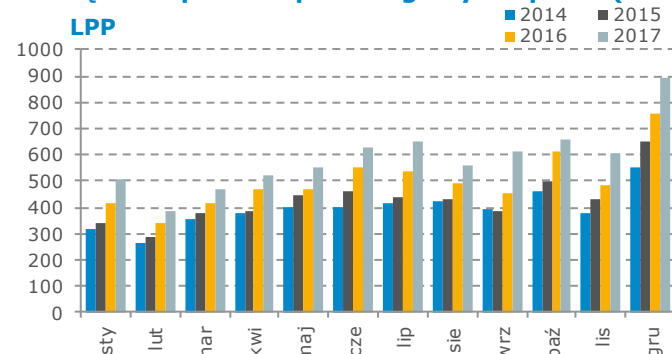


## Miesięczny performance spółek zagranicznych



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  |       |       |       |       |       |       |       |       |         |       |       |
|-----------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|
|                                                                 | II    | III   | IV    | V     | VI    | VII   | VIII  | IX    | X     | XI    | XII   | I     | II    | III   | IV    | V     | VI    | VII   | VIII  | IX    | X     | XI      | XII   | I     |
| <b>Dynamika sprzedaży r/r (%)</b>                               |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |       |       |
| LPP                                                             | 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  | 33,7  | 7,0   | 24,1    | 18,1  |       |
| CCC                                                             | 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  | 52,9  | 1,3   | 27,7    | 39,6  | 21,0  |
| VST                                                             | 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  | 18,9  | 16,1  | 19,0    | 17,0  | 21,8  |
| BTM                                                             | 25,6  | -0,2  | 44,6  | 12,0  | 6,1   | 18,1  | 16,9  | -1,4  | 13,2  | 16,3  | 24,9  | 11,1  | -0,6  | 28,5  | 31,4  | 24,1  | 35,1  | 16,8  | 3,9   | 32,0  | 20,0  | 20,5    | 17,0  | 11,2  |
| MON                                                             | 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  | 19,3  | 3,4   | 1,9     | 3,4   | -12,1 |
| TXM                                                             | 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  | 20,0  | -2,7  | 3,0     | -2,1  | -4,0  |
| GRI                                                             | 1,6   | -9,7  | 1,7   | 0,0   | 5,9   | 2,6   | 1,6   | -10,5 | 17,7  | 15,8  | 9,3   | -2,0  | 3,8   | 10,8  | 9,0   | 19,4  | 15,8  | -0,5  | 8,5   | 13,1  | -6,6  | 8,5     | -6,7  | -10,1 |
| <b>Sprzedaż/mkw. (zmiana r/r oznaczona kolorem)</b>             |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |       |       |
| LPP                                                             | 407   | 490   | 552   | 548   | 641   | 614   | 566   | 518   | 685   | 534   | 825   | 555   | 420   | 512   | 573   | 603   | 674   | 700   | 600   | 654   | 693   | 625     | 907   |       |
| CCC                                                             | 399   | 544   | 778   | 733   | 647   | 507   | 496   | 591   | 1 065 | 751   | 735   | 439   | 439   | 685   | 727   | 845   | 776   | 630   | 596   | 760   | 913   | 809     | 866   | 446   |
| VST                                                             | 1 403 | 1 429 | 1 608 | 1 958 | 1 885 | 1 654 | 1 603 | 1 495 | 1 666 | 1 624 | 3 013 | 1 430 | 1 469 | 1 538 | 1 585 | 2 019 | 1 936 | 1 672 | 1 670 | 1 609 | 1 718 | 1 743   | 3 248 | 1 599 |
| BTM                                                             | 903   | 861   | 1 369 | 1 226 | 1 057 | 1 143 | 1 121 | 967   | 1 114 | 1 102 | 1 695 | 1 045 | 762   | 940   | 1 512 | 1 263 | 1 174 | 1 096 | 961   | 1 060 | 1 124 | 1 126   | 1 695 | 1 005 |
| MON                                                             | 593   | 641   | 607   | 581   | 842   | 619   | 497   | 475   | 689   | 704   | 1 070 | 643   | 523   | 549   | 599   | 601   | 692   | 619   | 503   | 515   | 653   | 665     | 997   | 558   |
| TXM                                                             | 267   | 354   | 373   | 414   | 381   | 329   | 380   | 340   | 410   | 351   | 488   | 248   | 216   | 244   | 291   | 328   | 290   | 310   | 308   | 344   | 342   | 321     | 442   | 226   |
| GRI                                                             | 1 222 | 1 411 | 1 540 | 1 423 | 1 541 | 1 293 | 1 244 | 1 405 | 1 876 | 1 536 | 1 859 | 1 308 | 1 262 | 1 562 | 1 692 | 1 719 | 1 795 | 1 283 | 1 349 | 1 592 | 1 747 | 1 654   | 1 719 | 1 165 |
| <b>Marża brutto na sprzedaży (zmiana r/r oznaczona kolorem)</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |       |       |
| LPP                                                             | 47%   | 52%   | 51%   | 53%   | 47%   | 38%   | 45%   | 59%   | 60%   | 60%   | 36%   | 35%   | 44%   | 60%   | 59%   | 59%   | 52%   | 36%   | 47%   | 62%   | 61%   | 59%     | 56%   |       |
| VST                                                             | 50%   | 54%   | 57%   | 53%   | 51%   | 49%   | 50%   | 55%   | 54%   | 52%   | 51%   | 50%   | 50%   | 52%   | 54%   | 53%   | 51%   | 50%   | 50%   | 55%   | 55%   | 52%     | 52%   | 49%   |
| BTM                                                             | 47%   | 54%   | 54%   | 57%   | 54%   | 52%   | 52%   | 55%   | 55%   | 50%   | 48%   | 46%   | 46%   | 51%   | 52%   | 51%   | 50%   | 49%   | 49%   | 53%   | 55%   | 53%     | 50%   | 49%   |
| GRI                                                             | 46%   | 50%   | 55%   | 54%   | 51%   | 44%   | 44%   | 49%   | 57%   | 52%   | 53%   | 45%   | 41%   | 50%   | 48%   | 48%   | 45%   | 40%   | 39%   | 45%   | 47%   | 45%     | 38%   |       |
| <b>Zmiana MBNS (p.p.)</b>                                       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |       |       |
| LPP                                                             | -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  | +3,0  | +1,0  | -1,0    | +20,0 |       |
| VST                                                             |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | +0,2  | -0,3  | -1,2  | -2,4  | +0,1  | -0,6  | +1,6  | -0,1  | -0,9  | +1,2  | +0,2    | +1,2  | -0,6  |
| BTM                                                             | +0,2  | +0,6  | -4,2  | -1,1  | -1,8  | -0,5  | +0,5  | -0,6  | -2,6  | -5,4  | -3,1  | -7,0  | -1,3  | -3,4  | -2,3  | -6,2  | -3,5  | -2,7  | -2,6  | -1,6  | -0,8  | +3,1    | +2,3  | +3,5  |
| GRI                                                             | +4,0  | +0,2  | +3,7  | +3,8  | +3,8  | +2,8  | +1,8  | -0,2  | +3,7  | +0,8  | +2,6  | +0,4  | -5,0  | +0,2  | -6,7  | -6,7  | -6,0  | -3,9  | -5,3  | -4,5  | -11,0 | -6,9    | -15,3 |       |
| <b>Szacowany miesięczny zysk na sprzedaży (mln PLN)</b>         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |       |       |
| LPP                                                             | -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  | -24,0 | 3,5   | 120,5 | 132,4 | 86,9    | 231,8 |       |
| VST                                                             | -0,2  | 1,6   | 3,8   | 7,7   | 5,8   | 2,2   | 2,0   | 2,9   | 0,7   | 0,1   | 21,8  | -0,5  | -0,1  | 2,3   | 3,3   | 10,2  | 7,5   | 7,9   | 7,6   | 9,3   | 2,9   | 2,4     | 28,4  | 0,7   |
| BTM                                                             | -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   | 0,9   | 0,0   | 1,3   | 1,4   | 1,3     | 5,1   | -0,1  |
| GRI                                                             | -0,8  | 1,3   | 2,5   | 1,5   | 1,7   | -1,1  | -1,3  | 0,9   | 5,4   | 1,0   | 4,0   | -0,8  | -1,8  | 2,2   | 1,5   | 1,6   | 1,4   | -2,6  | -2,4  | 0,4   | 1,0   | 0,0     | -1,4  |       |
| <b>Zmiana zysku na sprzedaży r/r (%)</b>                        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |       |       |
| LPP                                                             | 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.  | 71,8  | 146,4 | -2,0  | 50,3    | 494,8 |       |
| 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.  | 50,7  | -12,7 | 32,1  | 29,4  | 262,1 | 277,5 | 218,9 | 303,7 | 1 537,7 | 30,4  | b.d.  |
| BTM                                                             | b.d.  | b.d.  | 72,6  | -10,4 | -48,8 | 15,1  | 22,6  | -63,9 | -30,0 | -57,2 | 12,3  | b.d.  | b.d.  | b.d.  | 39,0  | -10,9 | 72,2  | -17,6 | -96,5 | 145,4 | 27,6  | 156,1   | 31,9  | b.d.  |
| GRI                                                             | b.d.  | b.d.  | 3,8   | -9,7  | 44,6  | b.d.  | b.d.  | -69,2 | 174,7 | b.d.  | 102,0 | b.d.  | b.d.  | 65,4  | -42,5 | 2,0   | -17,4 | b.d.  | b.d.  | -49,5 | -80,7 | b.d.    | b.d.  |       |

Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku

## Dane finansowe w ujęciu kwartalnym

| Spółka                                                                           | 3Q'14 | 4Q'14 | 1Q'15 | 2Q'15  | 3Q'15  | 4Q'15  | 1Q'16  | 2Q'16  | 3Q'16 | 4Q'16  | 1Q'17  | 2Q'17  | 3Q'17  |
|----------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Dynamika sprzedaży r/r (%)</b>                                                |       |       |       |        |        |        |        |        |       |        |        |        |        |
| LPP                                                                              | 11,4  | 10,9  | 6,1   | 9,0    | 2,2    | 12,1   | 17,2   | 16,4   | 18,0  | 17,7   | 16,0   | 13,5   | 21,8   |
| CCC                                                                              | 13,9  | 16,4  | 20,1  | 22,5   | 8,1    | 11,1   | 23,8   | 41,4   | 29,7  | 49,2   | 34,8   | 30,8   | 48,5   |
| Vistula                                                                          | 11,0  | 16,0  | 17,2  | 16,2   | 18,0   | 13,5   | 15,6   | 16,4   | 15,0  | 17,9   | 14,1   | 11,4   | 15,2   |
| Bytom                                                                            | 22,8  | 22,4  | 24,5  | 33,9   | 20,9   | 24,9   | 17,2   | 20,1   | 11,1  | 18,8   | 14,5   | 30,4   | 17,9   |
| Monnari                                                                          | 9,9   | 25,3  | 24,9  | 24,2   | 16,2   | 22,3   | 20,2   | 11,0   | 8,2   | 0,0    | 2,5    | 7,2    | 16,5   |
| TXM                                                                              | 13,3  | 18,8  | 15,9  | 16,7   | 9,9    | 14,9   | 16,7   | 21,6   | 20,1  | 21,5   | 1,6    | -0,8   | 9,6    |
| Gino Rossi                                                                       | 16,5  | 20,9  | 10,2  | 7,3    | -3,6   | -1,6   | -7,2   | 1,9    | -2,7  | 24,0   | 5,4    | 18,4   | 7,3    |
| <b>Sprzedaż/mkw. LTM</b>                                                         |       |       |       |        |        |        |        |        |       |        |        |        |        |
| LPP                                                                              | 630   | 608   | 587   | 572    | 556    | 552    | 553    | 558    | 566   | 577    | 586    | 595    | 615    |
| CCC                                                                              | 627   | 626   | 616   | 617    | 596    | 582    | 575    | 604    | 606   | 648    | 653    | 674    | 703    |
| Vistula                                                                          | 1 402 | 1 448 | 1 483 | 1 534  | 1 574  | 1 605  | 1 636  | 1 675  | 1 697 | 1 736  | 1 755  | 1 762  | 1 779  |
| Bytom                                                                            | 1 113 | 1 126 | 1 141 | 1 187  | 1 198  | 1 207  | 1 187  | 1 188  | 1 167 | 1 163  | 1 154  | 1 189  | 1 186  |
| Monnari                                                                          | 727   | 750   | 763   | 773    | 767    | 767    | 763    | 739    | 718   | 677    | 659    | 650    | 653    |
| TXM                                                                              | 346   | 359   | 362   | 368    | 368    | 368    | 367    | 370    | 369   | 365    | 346    | 329    | 323    |
| Gino Rossi                                                                       | 1 770 | 1 804 | 1 808 | 1 782  | 1 713  | 1 640  | 1 565  | 1 532  | 1 496 | 1 572  | 1 590  | 1 660  | 1 680  |
| <b>MBNS (marża detaliczna) LTM</b>                                               |       |       |       |        |        |        |        |        |       |        |        |        |        |
| LPP                                                                              | 59,0% | 58,6% | 58,0% | 55,7%  | 54,6%  | 53,5%  | 51,7%  | 51,1%  | 49,7% | 48,7%  | 48,5%  | 50,4%  | 50,7%  |
| CCC                                                                              | 54,3% | 55,1% | 55,3% | 54,6%  | 54,1%  | 54,9%  | 54,0%  | 53,9%  | 53,4% | 52,7%  | 52,2%  | 51,7%  | 51,6%  |
| Vistula                                                                          | 53,7% | 53,6% | 53,6% | 53,4%  | 53,4%  | 53,0%  | 52,8%  | 52,9%  | 52,3% | 52,1%  | 51,8%  | 51,6%  | 51,8%  |
| Bytom                                                                            | 51,2% | 51,5% | 51,9% | 52,5%  | 52,9%  | 53,0%  | 53,0%  | 52,6%  | 52,5% | 51,3%  | 50,3%  | 49,6%  | 49,1%  |
| Monnari                                                                          | 59,5% | 60,2% | 59,2% | 57,9%  | 56,0%  | 54,8%  | 54,3%  | 54,5%  | 54,0% | 54,3%  | 53,5%  | 53,3%  | 54,1%  |
| TXM                                                                              | 41,6% | 41,5% | 41,1% | 40,8%  | 40,6%  | 40,8%  | 41,1%  | 41,6%  | 41,6% | 42,0%  | 41,9%  | 42,3%  | 40,9%  |
| Gino Rossi                                                                       | 46,6% | 49,2% | 48,5% | 47,1%  | 47,3%  | 46,3%  | 47,6%  | 48,5%  | 48,8% | 47,6%  | 47,1%  | 45,3%  | 44,3%  |
| <b>SG&amp;A/mkw. LTM</b>                                                         |       |       |       |        |        |        |        |        |       |        |        |        |        |
| LPP                                                                              | 271   | 267   | 258   | 248    | 237    | 232    | 233    | 239    | 245   | 248    | 256    | 260    | 266    |
| CCC                                                                              | 249   | 260   | 258   | 258    | 256    | 249    | 251    | 258    | 259   | 264    | 269    | 269    | 280    |
| Vistula                                                                          | 642   | 655   | 668   | 676    | 690    | 705    | 718    | 738    | 744   | 753    | 757    | 751    | 754    |
| Bytom                                                                            | 495   | 490   | 489   | 491    | 493    | 483    | 478    | 478    | 477   | 480    | 485    | 482    | 479    |
| Monnari                                                                          | 325   | 323   | 322   | 313    | 311    | 309    | 301    | 301    | 299   | 300    | 299    | 299    | 296    |
| TXM                                                                              | 115   | 119   | 122   | 124    | 125    | 124    | 127    | 129    | 132   | 133    | 134    | 137    | 140    |
| Gino Rossi                                                                       | 709   | 732   | 728   | 707    | 686    | 677    | 666    | 670    | 670   | 667    | 670    | 681    | 691    |
| <b>Marża EBIT LTM</b>                                                            |       |       |       |        |        |        |        |        |       |        |        |        |        |
| LPP                                                                              | 13,4% | 12,8% | 12,1% | 11,0%  | 10,4%  | 9,8%   | 7,8%   | 6,6%   | 4,6%  | 3,8%   | 2,9%   | 4,7%   | 6,0%   |
| CCC                                                                              | 12,5% | 12,1% | 11,9% | 11,7%  | 10,3%  | 11,1%  | 10,0%  | 10,6%  | 10,0% | 11,7%  | 10,7%  | 11,2%  | 11,0%  |
| Vistula                                                                          | 7,7%  | 8,3%  | 8,3%  | 8,8%   | 9,1%   | 8,4%   | 8,3%   | 8,0%   | 7,7%  | 8,5%   | 8,2%   | 8,4%   | 8,6%   |
| Bytom                                                                            | 4,4%  | 6,2%  | 6,9%  | 9,7%   | 10,3%  | 11,0%  | 10,7%  | 10,1%  | 9,4%  | 8,6%   | 6,7%   | 7,2%   | 6,8%   |
| Monnari                                                                          | 15,5% | 17,0% | 16,2% | 17,8%  | 15,5%  | 14,6%  | 14,5%  | 12,5%  | 11,0% | 9,2%   | 6,8%   | 6,3%   | 7,5%   |
| TXM                                                                              | 8,1%  | 7,8%  | 7,2%  | 7,0%   | 6,4%   | 6,7%   | 5,9%   | 6,1%   | 5,0%  | 4,4%   | 1,8%   | -0,9%  | -3,8%  |
| Gino Rossi                                                                       | 5,7%  | 8,2%  | 7,8%  | 7,3%   | 6,8%   | 4,1%   | 3,9%   | 3,9%   | 3,0%  | 4,5%   | 4,2%   | 3,8%   | 3,0%   |
| <b>Zapasy/mkw.</b>                                                               |       |       |       |        |        |        |        |        |       |        |        |        |        |
| LPP                                                                              | 1 532 | 1 395 | 1 542 | 1 537  | 1 704  | 1 618  | 1 630  | 1 686  | 1 648 | 1 298  | 1 381  | 1 616  | 1 755  |
| CCC                                                                              | 2 725 | 2 582 | 2 609 | 2 333  | 2 093  | 1 910  | 2 337  | 2 114  | 2 359 | 2 314  | 2 770  | 2 838  | 3 045  |
| Vistula                                                                          | 7 566 | 7 572 | 7 288 | 7 251  | 8 320  | 8 775  | 8 717  | 8 725  | 9 237 | 9 566  | 9 362  | 9 472  | 10 263 |
| Bytom                                                                            | 5 052 | 5 259 | 5 562 | 5 514  | 5 958  | 5 007  | 5 204  | 5 110  | 5 945 | 5 399  | 5 740  | 5 115  | 5 483  |
| Monnari                                                                          | 1 714 | 1 395 | 1 553 | 1 372  | 2 130  | 2 007  | 1 747  | 1 665  | 2 147 | 1 924  | 1 628  | 1 388  | 1 616  |
| TXM                                                                              |       |       |       |        |        | 820    | 958    | 894    | 1 007 | 877    | 969    | 1 024  | 1 014  |
| Gino Rossi                                                                       | 5 367 | 5 618 | 5 803 | 5 247  | 4 841  | 4 289  | 4 367  | 4 587  | 4 790 | 4 916  | 5 238  | 5 161  | 5 239  |
| <b>Zapasy/mkw. (zmiana r/r; kolorem zaznaczone zmiany istotne – powyżej 10%)</b> |       |       |       |        |        |        |        |        |       |        |        |        |        |
| LPP                                                                              | -8,3% | -4,3% | 9,9%  | 1,9%   | 11,2%  | 15,9%  | 5,7%   | 9,7%   | -3,3% | -19,8% | -15,3% | -4,2%  | 6,5%   |
| CCC                                                                              | 30,8% | 32,8% | 13,9% | -11,4% | -23,2% | -26,0% | -10,4% | -9,4%  | 12,7% | 21,1%  | 18,5%  | 34,3%  | 29,1%  |
| Vistula                                                                          | 14,9% | 9,7%  | 7,2%  | 7,7%   | 10,0%  | 15,9%  | 19,6%  | 20,3%  | 11,0% | 9,0%   | 7,4%   | 8,6%   | 11,1%  |
| Bytom                                                                            | 30,4% | 47,7% | 45,0% | 37,8%  | 17,9%  | -4,8%  | -6,4%  | -7,3%  | -0,2% | 7,8%   | 10,3%  | 0,1%   | -7,8%  |
| Monnari                                                                          | 10,3% | 37,9% | 33,3% | 23,1%  | 24,3%  | 43,9%  | 12,5%  | 21,4%  | 0,8%  | -4,1%  | -6,8%  | -16,7% | -24,7% |
| TXM                                                                              |       |       |       |        |        |        |        |        |       | 7,0%   | 1,2%   | 14,5%  | 0,7%   |
| Gino Rossi                                                                       | 12,6% | 19,7% | 20,5% | 0,0%   | -9,8%  | -23,6% | -24,7% | -12,6% | -1,1% | 14,6%  | 19,9%  | 12,5%  | 9,4%   |

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        | 2019        |
| ABC Mart       | 6740,00      | +1,0%      | 19,6        | 19,2        | 18,6        | 8,8         | 8,8        | 8,5        | 1,7        | 1,6        | 1,6        | 11,1       | 10,9       | 10,5       | 1,9%        | 1,9%        | 1,9%        |
| Adidas         | 177,00       | +3,5%      | 26,7        | 22,4        | 18,9        | 15,0        | 13,1       | 11,4       | 1,7        | 1,6        | 1,5        | 1,2        | 1,0        | 0,8        | 1,4%        | 1,7%        | 2,1%        |
| Caleries       | 29,35        | -8,2%      | 14,3        | 13,8        | 11,8        | 7,3         | 7,0        | 6,6        | 0,6        | 0,5        | 0,5        | 0,8        | 0,8        | 0,7        | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        |
| Crocs          | 13,29        | -2,2%      | -           | 41,1        | 20,8        | 17,3        | 11,6       | 8,5        | 0,9        | 1,1        | 0,9        | -          | -          | -          | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Foot Locker    | 48,58        | -0,0%      | 10,2        | 11,9        | 10,3        | 4,4         | 5,3        | 5,5        | 0,7        | 0,7        | 0,7        | -          | -          | -          | 2,2%        | 2,4%        | 2,5%        |
| Geox           | 2,72         | -4,7%      | 36,3        | 21,1        | 16,5        | 10,7        | 8,2        | 7,2        | 0,8        | 0,8        | 0,8        | -          | -          | -          | 1,1%        | 1,7%        | 2,1%        |
| Gerry Weber    | 8,89         | -3,3%      | 51,7        | 19,9        | 15,2        | 9,6         | 7,6        | 6,8        | 0,7        | 0,7        | 0,7        | -          | -          | -          | 1,6%        | 2,6%        | 3,2%        |
| H&M            | 135,00       | -14,1%     | 13,8        | 14,5        | 14,1        | 7,7         | 7,8        | 7,5        | 1,1        | 1,1        | 1,1        | -          | -          | -          | 7,2%        | 6,9%        | 6,9%        |
| Hugo Boss      | 72,80        | -3,4%      | 20,6        | 19,4        | 17,6        | 10,6        | 10,2       | 9,4        | 1,9        | 1,9        | 1,8        | 1,5        | 1,4        | 1,3        | 3,8%        | 4,0%        | 4,3%        |
| IC Group       | 142,20       | -3,4%      | 26,8        | 21,1        | 17,3        | 12,4        | 10,9       | 9,6        | 0,9        | 0,9        | 0,9        | -          | -          | -          | 3,5%        | 3,3%        | 3,8%        |
| Inditex        | 26,27        | -7,3%      | 25,8        | 24,1        | 21,8        | 14,8        | 14,0       | 12,7       | 3,3        | 3,0        | 2,7        | 4,4        | 4,1        | 3,7        | 2,6%        | 2,8%        | 3,1%        |
| Kappahl        | 32,98        | -9,2%      | 7,0         | 8,7         | 8,5         | 4,0         | 4,4        | 4,3        | 0,5        | 0,5        | 0,5        | 1,0        | 1,3        | 1,3        | 6,1%        | 5,7%        | 6,5%        |
| <b>Mediana</b> |              |            | <b>20,6</b> | <b>19,7</b> | <b>16,9</b> | <b>10,1</b> | <b>8,5</b> | <b>8,0</b> | <b>0,9</b> | <b>1,0</b> | <b>0,9</b> | <b>1,3</b> | <b>1,3</b> | <b>1,3</b> | <b>2,1%</b> | <b>2,5%</b> | <b>2,8%</b> |

## 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        | 2019        |
| boohoo.com     | 1,76         | -3,1%      | 80,3        | 60,7        | 48,9        | 54,4        | 36,4        | 26,8        | 6,5        | 3,4        | 2,4        | 1,7        | 1,3        | 1,0        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| YOOX NET       | 37,81        | +28,0%     | 96,2        | 68,7        | 47,3        | 30,9        | 23,6        | 17,8        | 2,4        | 2,1        | 1,8        | 2,1        | 1,5        | 1,0        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Zalando        | 46,55        | -0,5%      | 88,5        | 71,1        | 53,8        | 39,2        | 31,2        | 24,2        | 2,3        | 1,9        | 1,6        | 4,2        | 3,4        | 2,6        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b> |              |            | <b>88,5</b> | <b>68,7</b> | <b>48,9</b> | <b>39,2</b> | <b>31,2</b> | <b>24,2</b> | <b>2,4</b> | <b>2,1</b> | <b>1,8</b> | <b>2,1</b> | <b>1,5</b> | <b>1,0</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> |

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**PRZEWAGAŻENIE (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 15 lutego 2018 o godzinie 8:42.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 15 lutego 2018 o godzinie 8:42.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, PBKM, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energa, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PBKM, PZU, Solar Company, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOS, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energa, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, Lotos, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Robyng, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbier Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnty, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: GetBack.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, Polski Bank Komórek Macierzystych, Robyng, Wirtualna Polska.

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.

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

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**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             | przeważają | równoważ   | przeważają |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2017-11-28 | 2017-09-13 | 2017-08-25 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | -          | -          |
| kurs z dnia rekomendacji | 2,50       | 2,67       | 2,37       |

**CCC**

| rekomendacja             | trzymaj    | trzymaj    | kupuj      | akumuluj   | akumuluj   | trzymaj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2018-02-02 | 2018-01-05 | 2017-12-01 | 2017-10-02 | 2017-09-01 | 2017-03-01 |
| cena docelowa (PLN)      | 295,00     | 292,00     | 292,00     | 308,00     | 294,00     | 219,00     |
| kurs z dnia rekomendacji | 281,00     | 293,00     | 239,85     | 276,00     | 262,20     | 225,50     |

**Gino Rossi**

| rekomendacja             | równoważ   | przeważają |
|--------------------------|------------|------------|
| data wydania             | 2017-11-28 | 2017-08-25 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | -          |
| kurs z dnia rekomendacji | 1,29       | 1,78       |

**LPP**

| rekomendacja             | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | akumuluj   | sprzedaj   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2018-02-02 | 2018-01-05 | 2017-12-01 | 2017-10-02 | 2017-09-01 | 2017-06-20 | 2017-04-05 |
| cena docelowa (PLN)      | 9400,00    | 9900,00    | 8200,00    | 8400,00    | 8800,00    | 7400,00    | 5300,00    |
| kurs z dnia rekomendacji | 9 790,00   | 9 990,00   | 8 173,95   | 8 172,05   | 8 696,65   | 6 700,00   | 6 635,25   |

**Monnari**

| rekomendacja             | przeważają | przeważają | równoważ   |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2017-11-28 | 2017-09-13 | 2017-08-25 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | -          | -          |
| kurs z dnia rekomendacji | 8,21       | 8,93       | 7,89       |

**TXM**

| rekomendacja             | kupuj      | kupuj      | kupuj      | kupuj      | kupuj      | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2018-02-02 | 2017-12-01 | 2017-11-03 | 2017-09-01 | 2017-06-08 | 2017-03-09 |
| cena docelowa (PLN)      | 5,41       | 5,74       | 5,77       | 6,10       | 6,25       | 6,95       |
| kurs z dnia rekomendacji | 2,36       | 2,02       | 1,99       | 2,97       | 4,00       | 5,50       |

**Vistula**

| rekomendacja             | równoważ   | przeważają | równoważ   | przeważają | przeważają |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2018-02-02 | 2018-01-19 | 2017-12-13 | 2017-11-28 | 2017-08-25 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | -          | -          | -          | -          |
| kurs z dnia rekomendacji | 5,16       | 4,34       | 4,36       | 3,88       | 3,26       |

**Dom Maklerski mBanku**

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

**Departament Analiz**

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala  
+48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Szymon Kubka, CFA, PRM  
+48 22 697 48 54  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 86  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

Tomasz Galanciak  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

**Biuro Aktywnej Sprzedaży**

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)