poniedziałek, 26 listopada 2018 | komentarz specjalny

CCC – Zawarcie warunkowej umowy z HR Group

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 272,00 PLN | cena bieżąca: 189,80 PLN

CCC PW; CCCP.WA | Handel, Polska

Opracowanie: Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

Spółka poinformowała o zawarciu warunkowej umowy z HR Group (HRG) obejmującej (1) sprzedaż 100% udziałów w CCC Germany za 1 EUR (cena nie obejmuje zapasów oraz środków pieniężnych), (2) zakup 30,5% udziałów w HR Group za 25,9 mln EUR (5,8 mln EUR płatności za akcje oraz 20,1 mln EUR jako pożyczka akcjonariusza), (3) zapewnienie pożyczki w wysokości do 35 mln EUR na pokrycie kosztów zamknięć sklepów CCC Germany i pokrycie przyszłych strat tej jednostki operacyjnej, (4) pokrycie kosztów integracji podmiotów szacowanych na 3,8 mln EUR oraz (5) ustalenie warunków opcji call dla CCC na zakup 100% akcji oraz opcji put dla akcjonariuszy HR Group (szacowana maksymalna wartość to 4,5 mln EUR). Zgodnie z harmonogramem, obie strony chcą zamknąć transakcję do końca 1Q'19 (maksymalny przewidziany czas to koniec czerwca 2019). Wyliczona przez nas cena za nabywane udziały to 9,2x EV/EBITDA'18 (uwzględniając wynik EBITDA HR Group za 9M'18 LTM) oraz 7,1x EV/EBITDA'19 (uwzględniając 30% r/r wzrostu wyniku HR Group oraz utrzymanie poziomu długu netto z 2018 roku), co jest poziomem niższym niż obecne wskaźniki wyceny CCC dla tych lat (odpowiednio 18,4x/10,5x). W wyniku transakcji CCC powinno istotnie zmniejszyć stratę EBITDA rozpoznawaną z działalności CCC Germany z około 60 mln PLN w 2018 roku (zakładamy wynik +6 w 4Q'18) do zakładanych przez nas -17 mln PLN w 2019 roku. CCC zobowiązało się do zapłaty około 278 mln PLN w transakcji z HRG (6,7 PLN/akcję), a pozytywny wpływ na wycenę wynikający z szacowanego spadku straty EBITDA CCC Germany w 2019 roku powinien wynieść 428 mln PLN (10,4 PLN/akcję; przy wskaźniku Equity Value/EBITDA'19 na poziomie 10x). Naszym zdaniem finalizacja transakcji powinna pozwolić spółce na istotne ograniczenie straty biznesu niemieckiego w kolejnych latach dzięki współpracy z dobrze rozpoznawalną marką na rynku niemieckim. Podpisana współpraca w zakresie zakupów kolekcji między spółkami powinna pozytywnie wpłynąć na warunki zakupu towarów począwszy od kolekcji jesień-zima'19. Pomimo pozytywnych perspektyw związanych z ogłoszoną transakcją, podkreślamy ryzyko jakie może wiązać się z wydłużeniem procesu restrukturyzacji niemieckiej sieci CCC.

- **HRG jest drugim pod względem wielkości podmiotem obuwniczym w segmencie popularnym w Niemczech.** Model biznesowy Grupy oparty jest o dwie linie biznesowe: (1) detal stanowiący 61% sprzedaży generowanej w 363 sklepach oraz (2) hurt stanowiący 39% sprzedaży realizowanej w ponad 2000 placówkach partnerskich. Większość sprzedaży realizowana jest w Niemczech (81% sprzedaży detalicznej) oraz Austrii i Szwajcarii. HRG przeprowadziła restrukturyzację w latach 2016-18 w wyniku której zamknięto 100 nierentownych placówek.

Wyniki HRG w latach 2018-19

(mln)	2018 EUR	2018 PLN	2019 PLN
Sprzedaż	370,3	1589,1	
Zysk brutto na sprzedaży	181,4	778,7	
marża	49%	49%	
EBITDA	16,7	71,5	93,0
marża	4,5%	4,5%	
Dług netto	69,3	297,4	297,4
Equity value	84,8	363,8	363,8
EV*	154,1	661,2	661,2
EV/EBITDA**		9,2	7,1

Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku; *przy założeniu braku zmiany długu netto; **przy zaklasyfikowaniu pożyczki acjonariusza 20,1 mln EUR jako płatności za akcję

- **Sprzedaż HRG wyniosła 370,3 mln EUR LTM na koniec 3Q'18,** co przy powierzchni sprzedażowej 182 tys. mkw. implikuje średniomiesięczną sprzedaż detaliczną/mkw. na poziomie 589 PLN na koniec 3Q'18 LTM (vs. 566 PLN w CCC dla analogicznego okresu). Marża brutto na sprzedaży wyniosła 49% w 3Q'18 LTM, a marża EBITDA 4,5%. **Zgodnie z budżetowym planem HRG EBITDA powinna zostać poprawiona w kolejnym roku budżetowym o 30% r/r** (bez uwzględnienia potencjalnych efektów synergii wynikających z transakcji z CCC. Uwzględniając podane dane, EBITDA spółki wyniosła 16,7 mln EUR w 2018 roku oraz planowane jest wypracowanie 21,7 mln EUR w 2019 roku. Dług netto Grupy wyniósł 69,6 mln EUR, na co składa się dług finansowy netto 55,6 mln EUR, pożyczka od akcjonariuszy oraz dług netto S4S (podmiot zależny).

- **Transakcja zakłada:** (1) Sprzedaż CCC Germany do HRG za 1 EUR (bez zapasów, gotówki), (2) nabycie przez CCC 30,55% akcji istniejących HRG (19,6% od Flo, pozostałe od Capiton) za 5,8 mln EUR, połączone z pożyczką akcjonariusza w wysokości 20,1 mln EUR (pożyczka oprocentowana 8% w skali roku), (3) Zapewnienie przez CCC finansowania (w formie pożyczki) dla HRG w wysokości do 35 mln EUR na pokrycie kosztów zamknięć sklepów i przyszłych strat CCC Germany (spółka oczekuje, że realny wydatek będzie niższy, na poziomie ok. 30 mln EUR). Dodatkowo CCC pokryje pozostałe koszty integracji szacowane na 3,8 mln EUR. CCC będzie posiadało opcję call obejmującą nabycie 100% akcji HRG w okresie 2 lat (cena predefiniowana na bazie IRR akcjonariuszy). Struktura akcjonariatu po transakcji (uwzględniając konwersję pożyczki udzielonej przez CCC w kwocie 20,1 mln EUR): Capiton 52,8%, CCC 30,5%, Menedżerowie 16,7%). (cd. na następnej stronie)

Koszty transakcji po stronie CCC

(mln)	EUR	PLN
Koszt zakupu udziałów	5,8	24,9
Pożyczka akcjonariusza (płatność za akcje uprzywilejowane)	20,1	86,3
Pożyczka na restrukturyzację sieci CCC*	35,0	150,2
Koszt integracji**	3,8	16,3
Razem	64,7	277,7
wartość na akcję CCC		6,74

Źródło: CCC; *CCC zakłada, że kwota pożyczki wyniesie 30 mln EUR; **maksymalna wartość pożyczki na integrację wynosi 6,5 mln EUR

- **Oczekujemy, ze Grupa CCC rozpozna -17 mln PLN EBITDA z tytułu wyniku CCC Germany w 2019 roku, co oznaczałoby zmniejszenie straty rozpoznawanej z tytułu tego biznesu o około 43 mln PLN r/r** przy założeniu 60 mln PLN straty EBITDA CCC Germany w 2018 roku (przyjmujemy, że biznes wygeneruje dodatnią EBITDA na poziomie 5 mln PLN w 4Q'18). Zgodnie z harmonogramem, transakcja z HRG ma zostać zakończona do końca 1Q'19. Zakładamy, że wraz z zatwierdzeniem transakcji, wynik CCC Germany zostanie wydzielony z rachunku wyników jako działalność zaniechana. **Biorąc pod uwagę oczekiwane zmniejszenie straty EBITDA o 43 mln PLN r/r, oczekujemy pozytywnego wpływu transakcji na wycenę spółki CCC na poziomie 428 mln PLN (10,4 PLN/akcję; wyliczone dla wskaźnika Equity Value/EBITDA na poziomie 10x). Szacowany wzrost equity value przewyższa wyliczony koszt 6,7 PLN/ akcję związany z przeprowadzeniem transakcji.**

Wpływ transakcji na wartość CCC

(mln PLN)	2019
EBITDA mDM	780,1
Dług netto mDM	858,8
EV/EBITDA*	11,1x
Enterprise value	8 660
Equity Value	7 801
Equity Value/EBITDA	10,0x
Szacowany wpływ transakcji na EBITDA**	42,8
Wzrost equity value	427,8
Wzrost equity value/akcję (PLN)	10,4
Koszt transakcji na akcję (PLN)	6,7

Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku; *wyliczone dla szacunków mDM; **przy założeniu straty EBITDA CCC Germany na poziomie 60 mln PLN rocznie

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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

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, PBKM, Pemug, Polimex-Mostostal, Solar Company, 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, PBKM, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PZU, Solar Company, 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, Amica, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energa, Energoaparatura, 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, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pekabex, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Work Service, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: Cognor Holding.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu w transakcjach na akcjach: Asseco SEE, Cognor Holding, LC Corp, PBKM.

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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:
http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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.

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

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

Aleksandra Szklarczyk

aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Mikołaj Lemańczyk

mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

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

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

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

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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