

poniedziałek, 2 grudnia 2019 | raport analityczny

VRG: akumuluj (obniżona)

VRG PW; VRGP.WA | Handel, Polska

Kłopoty segmentu odzieżowego

Wyniki za 3Q'19 były zgodne z oczekiwaniami rynkowymi, niemniej zwracamy uwagę na niską dynamikę rezultatów w segmencie odzieżowym. Miesięczne dane sprzedażowe potwierdzają, że spółka nie zdołała zatrzymać spadków sprzedaży/mkw. w marce Bytom w październiku. Naszym zdaniem ma to związek ze złym odbiorem kolekcji przez klientów, co wraz ze zmodyfikowaną polityką cenową przełożyło się na spadek sprzedaży. Wskaźnik sprzedaży/mkw. w marce Vistula odnotował znacznie niższą dynamikę spadku r/r i naszym zdaniem wynikało to ze zmiany polityki cenowej. Bardzo dobre tempo poprawy wyników odnotowuje segment jubilerski. Oczekujemy, że wysokie, dwucyfrowe tempo poprawy sprzedaży r/r powinno zostać utrzymane w 4Q'19. W 2020 roku wzrost sprzedaży/mkw. w segmencie jubilerskim powinien wynieść 3% r/r pomimo efektu bazy. Wyzwaniem dla spółki w 2020 roku będzie wysoka presja na koszty wynagrodzeń, co powinno zostać skompensowane przez dalszy wzrost marży brutto na sprzedaży oraz oczekiwany powrót do poprawy sprzedaży/mkw. r/r w markach Bytom i Vistula. Korygujemy naszą prognozę EBITDA (bez MSSF 16) do 108/121 mln PLN odpowiednio w latach 2019/20 (obniżenie szacunków dla segmentu odzieżowego oraz podniesienie dla segmentu jubilerskiego). Naszym zdaniem spowolnienie tempa wyników w segmencie odzieżowym zostało jednak zbyt mocno zdyskontowane przez kurs akcji. Biorąc pod uwagę rewizję prognoz, obniżamy naszą rekomendację do akumuluj.

Niska dynamika wyniku segmentu odzieżowego w 3Q'19

W 9M'19 sprzedaż/mkw. w markach Vistula i Bytom zmniejszyły się o odpowiednio -3%/-8% r/r. Częściowym wytłumaczeniem spadku jest wprowadzenie nowej polityki cenowej i ograniczenie skali promocji. Dodatkowo spadek kosztów/mkw. r/r jest znacznie niższy od spadku sprzedaży/mkw. r/r w 9M'19. Oczekujemy, że poprawa oferty w 2020 roku pozwoli na poprawę efektywności sprzedaży i wzrost wyniku w tym okresie.

Bardzo dobre wyniki segmentu jubilerskiego

Sprzyjające otoczenie makroekonomiczne oraz odpowiednio dobrana oferta zegarków pozwalają segmentowi na wysokie tempo wzrostu sprzedaży porównywalnej. Oczekujemy, że kontynuacja poszerzania oferty zegarków w 2020 roku pozytywnie przełoży się na sprzedaż/mkw. segmentu w 2020 roku. Zarząd spółki widząc dobre perspektywy segmentu zdecydował się na utrzymanie wysokiego tempa ekspansji powierzchni sprzedażowej na poziomie 10% r/r w 2020 roku

Efekty synergii będą wspierały marżę brutto na sprzedaży w 2020 roku

Spółka konsekwentnie realizuje synergii po stronie marży brutto na sprzedaży, które w 2019 roku wynikają przede wszystkim ze zmodyfikowania polityki cenowej i polityki promocji. W 2020 roku wspólna polityka zakupowa oraz efekty skali powinny pozwolić spółce na dalszą poprawę marży brutto na sprzedaży (zakładamy wzrost o 0,8p.p. r/r), co powinno skompensować negatywny wpływ wzrostu kosztów wynagrodzeń na rentowność biznesu.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	688,5	805,7	1 055,3	1 154,6	1 241,0
EBITDA skor.*	78,4	89,2	108,9	121,1	130,3
marża EBITDA skor.*	11,4%	11,1%	10,3%	10,5%	10,5%
EBIT skor.*	62,8	71,9	85,8	97,1	106,0
Zysk netto skor.*	43,2	53,5	64,2	70,2	78,1
P/E skor.*	15,9	17,3	14,4	13,1	11,8
P/CE skor.*	11,7	13,0	10,6	9,9	9,1
P/BV	1,3	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA skor.*	10,0	11,1	9,1	8,2	7,3
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*skorygowane o wpływ MSSF 16

Cena bieżąca	3,94 PLN
Cena docelowa	4,50 PLN
Kapitalizacja	924 mln PLN
Free float	374 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,3 mln PLN

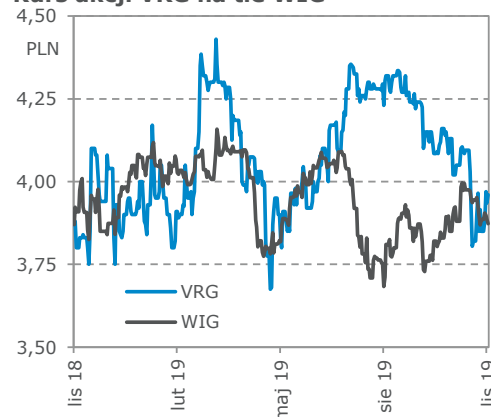
Akcjonariat

Ipopema 2 FIZAN	14,96%
OFE PZU	14,60%
OFE NN	13,99%
Jerzy Mazgaj	9,33%
TFI Forum	6,65%
Pozostali	40,47%

Profil spółki

VRG specjalizuje się w projektowaniu oraz dystrybucji wysokiej jakości kolekcji mody dla mężczyzn i kobiet oraz biżuterii. W ramach VRG działają marki: Bytom, Vistula, Wólczanka, Deni Cler oraz W. Kruk. Fuzje i przejęcia są oprócz organicznego wzrostu głównym czynnikiem napędzającym wyniki Grupy. Planem strategicznym VRG jest stworzenie przez grupę „domu marek” w regionie, co powinno pozwolić na konsekwentne zwiększanie wyników spółki w kolejnych latach.

Kurs akcji VRG na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
VRG	4,50	5,20	akumuluj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
VRG	3,94	4,50	+14,2%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
EBITDA	-12,0%	-12,4%	-12,5%
Zysk netto	-13,1%	-17,3%	-16,9%
Sprzedaż/mkw.	-0,3%	-1,7%	-2,0%
SG&A/mkw.	-0,5%	0,3%	0,4%
Powierzchnia	-0,4%	-2,3%	-4,5%

Analityk:

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

Czynniki ryzyka

Pogorszenie się sytuacji makroekonomicznej

Pogorszenie się sytuacji konsumentów na rynku oraz mniejsza skłonność do konsumpcji może negatywnie przełożyć się na sprzedaż spółki. Obecne odczyty gospodarcze wskazują na silny popyt konsumpcyjny wynikający z rosnących płac, dobrej sytuacji na rynku zatrudnienia (niskie bezrobocie) oraz z wprowadzenia prospołecznych programów socjalnych.

Oslabienie się PLN względem innych walut

Coraz wyższą część płatności za zamawiane towary spółka realizuje w walutach obcych. Na koniec 9M'19 roku zakupy realizowane w USD/EUR/CHF stanowiły odpowiednio 32%/20%/6%. Oslabienie się PLN względem wymienionych walut może skutkować wzrostem kosztu zakupu sprzedawanych towarów i w efekcie obniżyć generowaną marżę brutto na sprzedaży. Po stronie kosztów SG&A VRG denominuje około 25% kosztów SG&A (stan na koniec 9M'19) w EUR. Umocnienie EURPLN przełoży się na wzrost kosztów działalności spółki i może prowadzić do obniżenia rentowności.

Zaostrzenie się wojny cenowej

VRG działa w trudnym i mocno konkurencyjnym otoczeniu rynkowym, gdzie główni konkurenci mogą zdecydować się na walkę ceną o klienta. Coraz większa część kolekcji spółek odzieżowych to ubrania z segmentu casual, w którym marki VRG muszą konkurować z międzynarodowymi podmiotami. Potencjalne zaostrzenie walki cenowej na rynku może przełożyć się na zwiększoną presję na rentowność sprzedaży osiąganą przez Spółkę.

Słaby odbiór kolekcji w markach VRG

Sprzedaż w markach VRG zależy w dużym stopniu od atrakcyjności oferowanych kolekcji. W ostatnich latach VRG odpowiednio zarządzało produktami, co przełożyło się na wzrosty sprzedaży porównywalnej. Zapraszanie znanych osobistości przy tworzeniu kolekcji marek zwiększało atrakcyjność oferowanych produktów. Potencjalne niedopasowanie oferowanych produktów do potrzeb klientów w przyszłości, może przełożyć się na pogorszenie wyników sprzedażowych w poszczególnych markach spółki.

Nieodpowiednia polityka cenowa

Wprowadzenie nieodpowiedniej polityki cenowej zakładającej maksymalizację rentowności sprzedaży, może negatywnie przełożyć się na generowane wyniki sprzedażowe. Segment odzieżowy jest mocno konkurencyjny, a potencjalni klienci wrażliwi na wszelkie okazje cenowe. Zbyt wysoki wzrost cen może wpłynąć na obniżenie popytu i częściowe zniechęcenie klientów. Prowadzona w ostatnich latach strategia cenowa VRG potwierdziła swoją skuteczność przekładając się na wzrost efektywności sprzedaży w obu segmentach.

Nieudane akwizycje

Zgodnie z założonymi celami, VRG dąży do stworzenia „domu marek” co wiąże się z fuzjami i przejęciami podmiotów na rynku polskim i w regionie CEE. Historia przejęć VRG potwierdza umiejętności Grupy w doborze oraz w integracji przejętych spółek. Niemniej, nie można wykluczyć ryzyka związanego z potencjalnymi komplikacjami związanymi z realizacją założonych wyników przez przejęty podmiot. Ryzyko to obejmuje również opóźnienie w czasie lub brak założonych przed przejęciem synergii.

Wycena

Wartość akcji spółki VRG na podstawie wyceny DCF szacujemy na 4,44 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 4,00 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	4,00
Wycena DCF	50%	4,44
	cena wynikowa	4,22
	cena docelowa za 9 m-cy	4,50

Wycena porównawcza

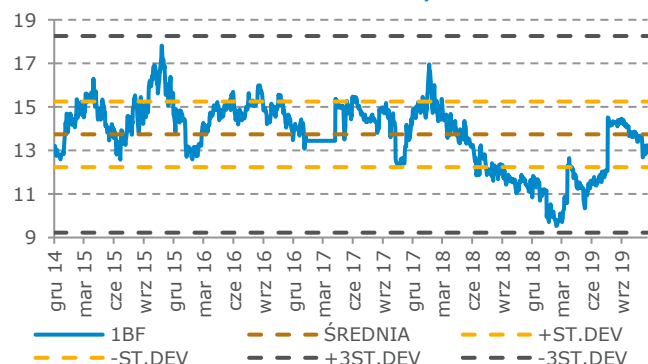
Wycenę wskaźnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2019-21P. Przykładamy równą wagę do obydwu wskaźników. Grupa porównawcza wzięta do wyceny składa się z dwóch grup spółek: spółki odzieżowe oraz spółki jubilerskie. Zwracamy uwagę,

że profil wzrostu mierzony wskaźnikiem PEG dla VRG jest bardziej atrakcyjny niż dla większości spółek uwzględnionych w wycenie porównawczej, co mogłoby implikować premię do wyceny dla spółki.

Wycena porównawcza

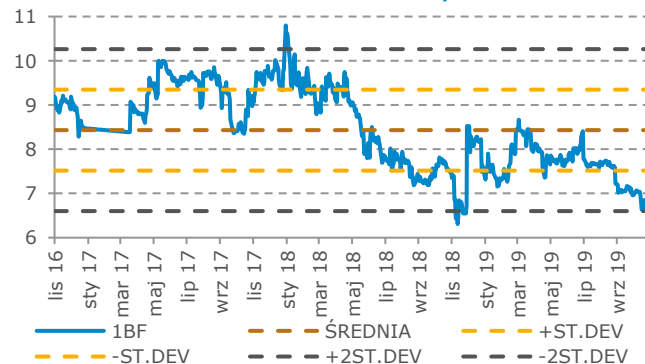
	Cena	PEG			P/E			EV/EBITDA		
		2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Spółki odzieżowe										
HENNES & MAURI-B	184,84	3,7	3,4	3,2	23,4	21,6	20,1	11,2	10,4	9,9
INDITEX	28,26	3,9	3,6	3,4	25,3	23,1	21,7	15,9	11,8	11,3
KAPPAHL AB	20,02	-0,7	-0,7	-0,8	10,6	10,4	10,8	6,3	5,8	6,0
MARKS & SPENCER	194,35	0,1	0,1	0,1	8,1	10,4	10,6	6,9	6,4	6,7
NEXT PLC	6758	3,2	3,0	2,9	15,6	14,7	14,1	13,0	12,2	12,1
HUGO BOSS -ORD	42,75	3,1	2,7	2,5	13,2	11,9	11,0	7,7	7,4	7,0
CCC SA	112,4	0,6	0,3	0,2	44,1	21,2	15,2	8,5	7,2	6,2
LPP	8700	1,3	1,1	1,0	24,5	20,6	18,5	12,8	11,4	10,0
Spółki jubilerskie										
TIFFANY & CO	133,6	1,4	1,4	1,3	28,5	27,6	25,8	17,2	16,9	15,9
PANDORA A/S	273,0	-2,5	-2,4	-2,2	7,1	6,9	6,3	6,0	5,9	5,4
LAO FENG XIANG-A	47,9	1,1	1,0	0,9	17,6	15,3	13,5	8,5	7,4	6,5
CHOW SANG SANG	9,0	1,4	1,3	1,2	6,1	5,8	5,3	4,8	4,4	4,1
LUK FOOK HLDGS I	21,8	6,1	7,4	6,4	8,6	10,4	9,0	6,8	7,5	6,5
CHOW TAI FOOK JE	7,4	1,9	1,8	1,6	16,5	16,0	13,9	12,5	11,7	10,4
LAO FEN XIANG-B	3,2	0,5	0,5	0,4	8,2	7,1	6,3	8,5	7,4	6,5
Minimum		-2,5	-2,4	-2,2	6,1	5,8	5,3	4,8	4,4	4,1
Maksimum		6,1	7,4	6,4	44,1	27,6	25,8	17,2	16,9	15,9
Mediana (spółki odzieżowe)		2,2	1,9	1,7	19,5	17,7	14,6	9,8	8,9	8,4
Mediana (spółki jubilerskie)		1,4	1,3	1,2	8,6	10,4	9,0	8,5	7,4	6,5
Mediana		1,4	1,3	1,2	15,6	14,7	13,5	8,5	7,4	6,7
VRG		1,4	1,1	1,0	16,7	13,7	12,3	9,1	8,2	7,3
premia (dyskonto)		-	-	-	7%	-7%	-9%	7%	10%	9%
Implikowana wycena										
Mediana		1,4	1,3	1,2	15,6	14,7	13,5	8,5	7,4	6,7
Waga wskaźnika						50%			50%	
Waga roku					17%	17%	17%	17%	17%	17%
Wartość firmy na akcję (PLN)	4,00									

Wskaźnik 12M Blended Forward P/E dla VRG



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wskaźnik 12M Blended Forward EV/EBITDA dla VRG



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Dodatkowe założenia

Wskaźniki efektywności

	2015	2016	2017	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P
Powierzchnia sprzedażowa								
VRG	28,0	30,5	33,3	51,6	55,2	57,6	59,7	61,8
zmiana r/r	7%	9%	9%	55%	7%	4%	4%	4%
Segment odzieżowy	20,6	22,2	24,6	42,1	44,6	45,9	47,3	48,7
zmiana r/r	8,2%	8,2%	10,7%	70,9%	6,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Segment jubilerski	7	8	9	10	11	12	12	13
zmiana r/r	3,4%	11,2%	5,0%	10,0%	11,0%	10,0%	6,0%	6,0%
Sprzedaż/mkw.								
VRG	1 581	1 705	1 798	1 581	1 646	1 706	1 764	1 808
zmiana r/r	9,6%	7,8%	5,5%	-12,1%	4,1%	3,6%	3,4%	2,5%
Segment odzieżowy	1 308	1 413	1 495	1 207	1 303	1 340	1 380	1 414
zmiana r/r	7,9%	8,1%	5,8%	-19,3%	7,9%	2,9%	3,0%	2,5%
Segment jubilerski	2 283	2 374	2 602	2 814	2 970	3 049	3 161	3 198
zmiana r/r	13,1%	4,0%	9,6%	8,2%	5,5%	2,7%	3,6%	1,2%
SG&A/mkw.								
VRG	698	744	766	668	725	758	784	800
zmiana r/r	6,4%	6,6%	2,9%	-12,9%	8,6%	4,6%	3,4%	2,1%
Segment odzieżowy	571	618	618	420	579	615	634	646
zmiana r/r	2,1%	8,3%	0,0%	-32,1%	37,9%	6,2%	3,0%	2,0%
Segment jubilerski	964	970	1 062	1 118	1 214	1 242	1 292	1 305
zmiana r/r	12,6%	0,5%	9,5%	5,3%	8,7%	2,3%	4,0%	1,0%
Cykl konwersji gotówki w dniach	364	362	350	427	395	408	409	410
Cykl konwersji zapasów w dniach	11	13	11	11	5	4	4	4
Cykl konwersji należności w dniach	174	154	121	179	149	134	134	134
Cykl konwersji zobowiązań w dniach	201	220	240	259	251	279	279	280

*wskaźniki zaburzone przez konsolidację Bytom od XII'18

Założenia dla segmentów operacyjnych

	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Segment odzieżowy	7,4%							
Sprzedaż	310	363	420	483	677	728	772	815
Zysk brutto na sprzedaży	166	189	214	245	349	383	408	430
Koszty SG&A	141	165	183	212	310	339	360	378
PPO/PKO	-1	0	0	2	-1	-1	-1	-1
EBIT	24	24	29	33	39	43	47	51
Marża brutto na sprzedaży	53,4%	52,0%	50,9%	50,7%	51,6%	52,6%	52,8%	52,8%
zmiana r/r (p.p.)	0,2	-1,4	-1,1	-0,2	0,9	1,0	0,2	0,0
marża EBIT	7,6%	6,6%	6,9%	6,7%	5,7%	5,8%	6,1%	6,3%
zmiana r/r (p.p.)	1,5	-1,0	0,2	-0,1	-1,0	0,1	0,2	0,2
Narzut SG&A/sprzedaż	45,4%	45,5%	43,5%	43,9%	45,8%	46,6%	46,6%	46,4%
zmiana r/r (p.p.)	-2,0	0,1	-2,0	0,4	1,9	0,8	0,0	-0,2
Segment jubilerski								
Sprzedaż	204	236	271	323	378	427	469	503
Zysk brutto na sprzedaży	107	123	145	167	202	229	251	270
Koszty SG&A	86	96	111	128	155	174	192	205
PPO/PKO	-1	0	-1	1	0	0	0	0
EBIT	20	27	34	39	47	55	60	64
Marża brutto na sprzedaży	52,6%	52,3%	53,6%	51,9%	53,3%	53,6%	53,6%	53,6%
zmiana r/r (p.p.)	-1,8	-0,3	1,3	-1,7	1,4	0,3	0,0	0,0
marża EBIT	9,7%	11,4%	12,5%	12,2%	12,4%	12,9%	12,7%	12,8%
zmiana r/r (p.p.)	-2,0	1,7	1,1	-0,3	0,2	0,5	-0,2	0,1
Narzut SG&A/sprzedaż	42,2%	40,8%	40,8%	39,7%	40,9%	40,7%	40,9%	40,8%
zmiana r/r (p.p.)	-0,2	-1,4	0,0	-1,1	1,2	-0,2	0,1	-0,1

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień 29 listopada 2019 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2018 r.
- Zakładamy wzrost marży brutto na sprzedaży o 1p.p. r/r do 52,2% w 2019 roku oraz dalszy wzrost rentowności do 53% w 2020 roku.
- Zakładamy średni CAPEX poziomie 25,3 mln PLN w latach 2019-28P.

- W modelu nie uwzględniamy wpływu różnic kursowych na wyniki spółki.
- Oczyszczamy dane finansowe o wpływ MSSF 16.
- Do obliczeń przyjmujemy stopę opodatkowania na poziomie 19% w latach 2019-28P.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5%.
- Po roku 2028 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2,0%.
- Przyjmujemy współczynnik unleveraged beta na poziomie 1,0 oraz leveraged beta na średnim poziomie 1,1.

Model DCF

(mln PLN)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	+
Przychody ze sprzedaży	1 055	1 155	1 241	1 318	1 367	1 410	1 453	1 509	1 569	1 632	
zmiana	31,0%	9,4%	7,5%	6,2%	3,7%	3,2%	3,0%	3,8%	4,0%	4,0%	
EBITDA	109	121	130	140	139	139	143	147	152	157	
marża EBITDA	10,3%	10,5%	10,5%	10,6%	10,2%	9,8%	9,8%	9,8%	9,7%	9,6%	
Amortyzacja	23,1	23,5	23,9	24,3	24,7	25,0	25,2	25,4	25,5	24,7	
EBIT	86	98	106	116	114	114	117	122	127	132	
marża EBIT	8,1%	8,5%	8,6%	8,8%	8,4%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	
Opodatkowane EBIT	16,0	18,5	20,2	22,0	21,7	21,6	22,3	23,2	24,1	25,1	
NOPLAT	70	79	86	94	93	92	95	99	103	107	
CAPEX	-25,7	-24,8	-24,7	-25,4	-25,6	-25,5	-25,4	-25,5	-25,6	-24,7	
Kapitał obrotowy	-59,8	-66,1	-31,8	-29,4	-16,1	-14,6	-15,4	-17,3	-17,5	-6,9	
FCF	7	12	54	63	76	77	79	81	85	100	102
WACC	8,7%	9,1%	8,9%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%	8,7%	8,7%	
współczynnik dyskonta	99,3%	91,0%	83,6%	76,7%	70,4%	64,7%	59,5%	54,7%	50,3%	46,3%	
PV FCF	7,4	10,6	44,8	48,5	53,3	49,9	47,2	44,4	42,8	46,2	
WACC	8,7%	9,1%	8,9%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%	8,7%	8,7%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Efektywna stopa podatkowa	18,6%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	7,2%	0,0%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Koszt kapitału własnego	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%	8,7%	8,7%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,00%
Wartość rezydualna (TV)	1 531
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	709
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	395
Wartość firmy (EV)	1 104
Dług netto	63
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	1 041
Liczba akcji (mln)	234,46
Wartość firmy na akcję (PLN)	4,44
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,3%
Cena docelowa (PLN)	4,72
	9,6
EV/EBITDA ('19) dla ceny docelowej	20,1
P/E ('19) dla ceny docelowej	64,2%
Udział TV w EV	2,00%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p,p,	4,8	5,0	5,3	5,6	6,0
WACC +0,5 p,p,	4,5	4,7	4,9	5,2	5,6
WACC	4,3	4,5	4,7	5,0	5,3
WACC -0,5 p,p,	4,1	4,3	4,6	4,8	5,1
WACC -1,0 p,p,	3,8	4,0	4,2	4,5	4,8

Wyniki za 3Q'19

Wyniki za 3Q'19 były zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. Utrzymanie poprawy sprzedaży porównywalnej w segmencie jubilerskim połączone ze wzrostem marży brutto na sprzedaży r/r (+1,7p.p. r/r) pozwoliły na 27% r/r wzrost EBIT segmentu. **Wyniki VRG były obciążone przez niską dynamikę EBIT r/r w segmencie odzieżowym. Główną przyczyną spowolnienia jest spadek sprzedaży/mkw. w markach Bytom oraz Vistula** (marki Deni Cler oraz Wólczanka odnotowały dobre wyniki). Naszym zdaniem obecnie największym wyzwaniem dla segmentu odzieżowego jest poprawa sprzedaży/mkw. w marce Bytom.

Wyniki spółki za 3Q'19

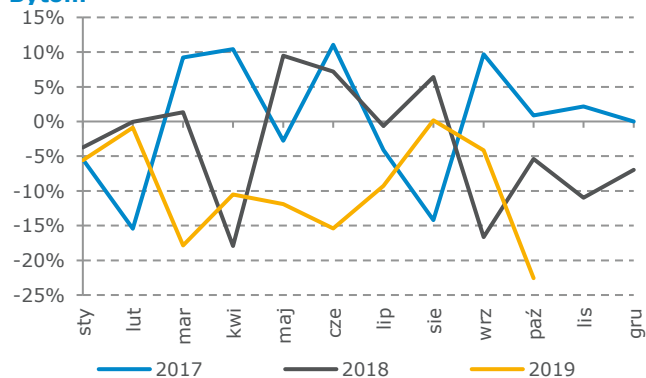
	3Q'18	3Q'19	zmiana
Sprzedaż	180	251	39,5%
Segm. odzieżowy	103	160	55,1%
Segm. jubilerski	77	91	18,4%
MBNS	50,0%	51,0%	0,9p.p.
Segm. odzieżowy	49,9%	50,4%	0,5p.p.
Segm. jubilerski	50,2%	51,9%	1,7p.p.
EBIT	10,0	12,6	25,5%
Segm. odzieżowy	2,7	3,0	8,5%
Segm. jubilerski	7	9	26,7%
marża	5,6%	5,0%	-0,6p.p.
Segm. odzieżowy	2,6%	1,8%	-0,8p.p.
Segm. jubilerski	9,5%	10,2%	0,7p.p.
Zysk brutto	8,8	0,2	-98,0%
Zysk netto	6,9	-1,8	-

Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Spadek efektywności sprzedaży w marce Bytom

W 2019 roku marka Bytom pogarszała wskaźnik miesięcznej sprzedaży/mkw. r/r w każdym miesiącu. **Dane za październik wskazują na dalszy spadek sprzedaży towarów tej marki, co naszym zdaniem implikuje słabe przyjęcie kolekcji Bytom przez klientów.** Jeśli nasze przypuszczenie zostanie potwierdzone, to potencjalnej poprawy efektywności w marce oczekivalibyśmy od kolekcji wiosna-lato (dynamikę sprzedaży powinien wspierać efekt bazy).

Dynamika miesięcznej sprzedaż/mkw. w marce Bytom

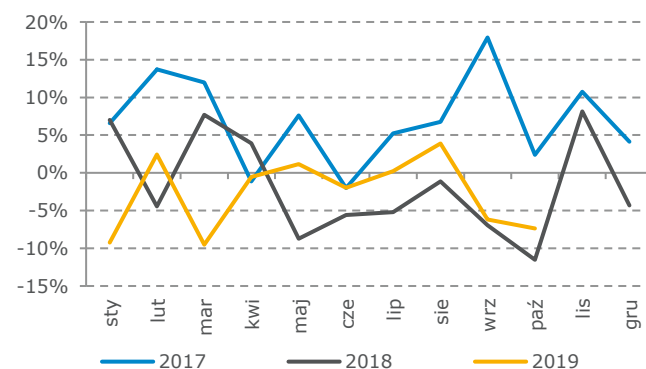


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Nowa polityka cenowa nie sprzyja sprzedaży porównywalnej w marce Vistula

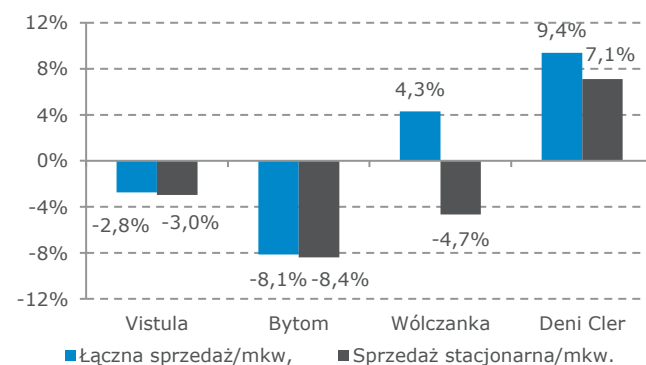
Wyliczona przez nas dynamika sprzedaży/mkw. dla pozostałych marek odzieżowych VRG odnotowała przyśpieszenie spadków r/r w miesiącach wrzesień i październik. Biorąc pod uwagę zaraportowaną przez spółkę dynamikę sprzedaży w poszczególnych markach w 3Q'19 oraz 9M'19, za spadek sprzedaży/mkw. w pozostałych markach odpowiada Vistula. Naszym zdaniem jest to efekt modyfikacji polityki cenowej oraz zaostrzenia zakazu handlu w niedzielę. Nie wykluczamy jednak, że powodem może być złe przyjęcie kolekcji w marce Vistula, co mogłoby stanowić ryzyko dla realizacji naszych prognoz dla segmentu odzieżowego w 2020 roku.

Dynamika miesięcznej sprzedaż/mkw. w marce Vistula



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Dynamika miesięcznej sprzedaż/mkw. w markach odzieżowych VRG w 9M'19

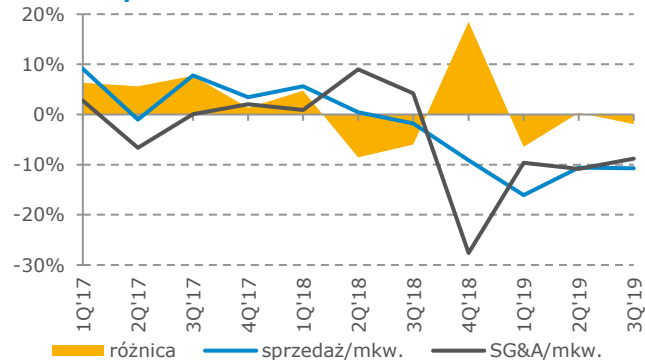


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Koszty/mkw. spadają wolniej niż sprzedaż/mkw.

Konsolidacja wyników spółki Bytom przełożyła się na spadek wskaźnika miesięcznej sprzedaży/mkw. r/r oraz na spadek wskaźnika miesięcznych SG&A/mkw. r/r (Bytom generuje nominalnie niższą sprzedaż/mkw. oraz niższe koszty/mkw. niż marki odzieżowe VRG). Niemniej spadek kosztów w 9M'19 jest niższy niż spadek efektywności sprzedaży i wpływa negatywnie na wyniki segmentu. **W naszych poprzednich założeniach szacowaliśmy niższą presję ze strony kosztów SG&A.**

Dynamika miesięcznej sprzedaży/mkw. vs. zmiana miesięcznych kosztów SG&A/mkw. w segmencie odzieżowym

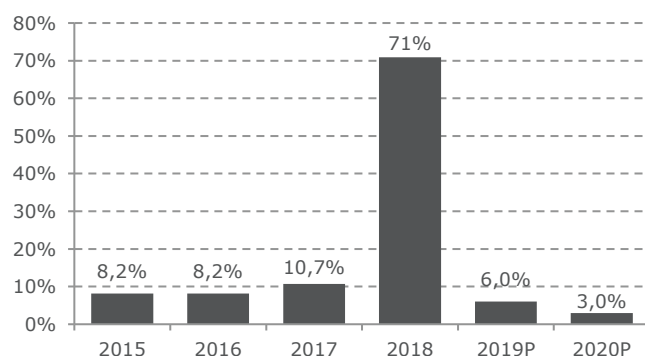


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Spowolnienie ekspansji powierzchni sprzedażowej w segmencie odzieżowym

Spadek efektywności sprzedaży/mkw. w markach Bytom oraz Vistula i coraz wyższe znaczenie kanału internetowego w generowaniu sprzedaży marek odzieżowych VRG prawdopodobnie skłoniło spółkę do ograniczenia tempa wzrostu powierzchni sprzedażowej w segmencie odzieżowym. Naszym zdaniem spółka w 2020 roku będzie koncentrowała się na poprawie efektywności sprzedaży w salonach marek Bytom i Vistula oraz na uzyskaniu dalszych synergii na poziomie marży brutto na sprzedaży. Potencjalna poprawa rentowności obu marek w 2020 roku może skłonić Zarząd do podwyższenia planów dotyczących ekspansji powierzchni sprzedażowej na kolejne lata.

Dynamika powierzchni sprzedażowej w segmencie odzieżowym

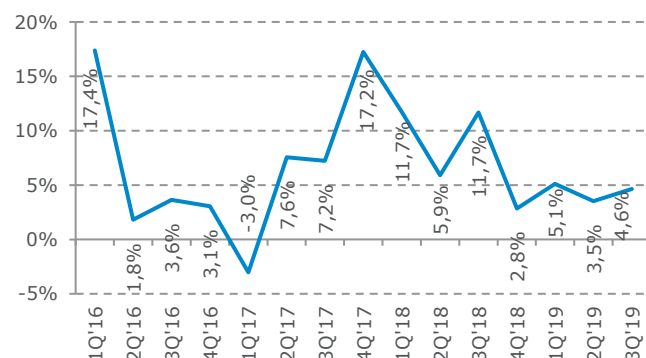


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Potencjalne spowolnienie dynamiki sprzedaży/mkw. w segmencie jubilerskim

W 2019 roku segment jubilerski odnotowuje wysoką poprawę sprzedaży/mkw. r/r pomimo efektu bazy. Według naszych szacunków za prawie połowę wzrostu efektywności sprzedaży może odpowiadać utrzymująca się dobra sprzedaż zegarków. Naszym zdaniem efekt bazy może ograniczyć potencjał do wzrostu sprzedaży/mkw. segmentu, niemniej **oczekujemy że dalsze poszerzenie oferty zegarków oraz utrzymanie wysokiej sprzedaży produktów jubilerskich powinny pozwolić na 3% wzrostu sprzedaży/mkw. w segmencie.**

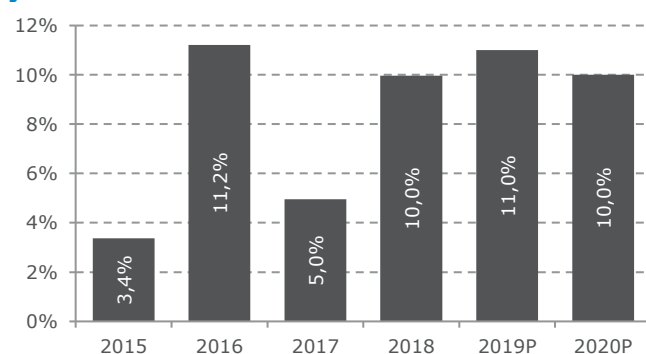
Dynamika miesięcznej sprzedaży/mkw. w segmencie jubilerskim



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Bardzo dobre wyniki segmentu jubilerskiego oraz udane testy franczyzowego konceptu sklepu skłoniły spółkę do utrzymania dynamicznej ekspansji powierzchni sprzedażowej salonów W. Kruk na poziomie 10% w 2020 roku. Dodatkowo spółka ma podjąć decyzję w sprawie przejęcia biznesu Klenoty Aurum do 1Q'20. Naszym zdaniem potencjalna akwizycja otworzyłaby spółce przestrzeń do dalszego wzrostu sprzedaży w segmencie jubilerskim. Nie wykluczamy, że nawet w przypadku rezygnacji z przejęcia czeskiego podmiotu, VRG nie zdecyduje się na ekspansję zagraniczną z marką W. Kruk.

Dynamika powierzchni sprzedażowej w segmencie jubilerskim



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Outlook na 2020 rok

W 2020 roku priorytetem dla spółki będzie poprawa efektywności sprzedaży w markach Vistula i Bytom, dalsza poprawa marży brutto na sprzedaży segmentu oraz kontynuacja wzrostu sprzedaży w kanale internetowym, co powinno pozwolić na skompensowanie negatywnego efektu wzrostu kosztów wynagrodzeń na rentowność operacyjną tej linii biznesowej. Segment jubilerski powinien poprawiać sprzedaż w dynamicznym, dwucyfrowym tempie napędzonym przez utrzymanie wysokiej dynamiki wzrostu powierzchni sprzedażowej oraz dalszy wzrost wskaźnika sprzedaży/mkw.

Podstawowe wskaźniki efektywności

	'17	'18	'19P	'20P	'21P
Sprzedaż/mkw. (PLN)	1 798,4	1 581,1	1 646,4	1 706,0	1 763,7
MBNS	52,2%	51,2%	52,2%	53,0%	53,1%
Narzut SG&A	42,6%	42,2%	44,0%	44,4%	44,4%
SG&A/mkw.	766,1	667,5	724,7	757,9	783,7
marża EBIT	9,1%	8,9%	8,1%	8,5%	8,6%
Powierzchnia (tys. mkw.)	33,3	51,6	55,2	57,6	59,7

zmiana r/r					
Sprzedaż/mkw.	5,5%	-12,1%	4,1%	3,6%	3,4%
MBNS	0,1p.p.	-1p.p.	1p.p.	0,8p.p.	0,1p.p.
Narzut SG&A	-1p.p.	-0,4p.p.	1,8p.p.	0,4p.p.	0p.p.
SG&A/mkw.	2,9%	-12,9%	8,6%	4,6%	3,4%
marża EBIT	0,6p.p.	-0,2p.p.	-0,8p.p.	0,3p.p.	0,1p.p.
Powierzchnia	9,2%	55,0%	6,9%	4,3%	3,6%

Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Zmiana prognoz

Korygujemy nasze prognozy ze względu na obniżenie zakładanej efektywności sprzedaży w segmencie odzieżowym oraz poprawę efektywności w segmencie jubilerskim. Podwyższamy względem poprzednich prognoz wskaźnik narzut kosztów SG&A/sprzedaż. Wzrost zakładanych kosztów SG&A (wyższe koszty wynagrodzeń, koszty franczyzy) odpowiada w większości za obniżenie prognoz na poziomie EBIT/EBITDA.

Zmiany prognoz na lata 2019-2020P

(mln PLN)	2019			2020		
	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
Przychody	1 035,3	1 055,3	1,94%	1 132,9	1 154,6	1,92%
MBNS	51,9%	52,2%	0,3p.p.	52,2%	53,0%	0,8p.p.
EBITDA	123,7	108,9	-11,99%	138,2	121,1	-12,41%
marża	11,9%	10,3%	-1,6p.p.	12,2%	10,5%	-1,7p.p.
EBIT	101,4	85,8	-15,41%	115,5	97,1	-15,91%
Zysk brutto	90,2	76,9	-14,76%	104,9	86,7	-17,32%
Zysk netto	73,9	64,2	-13,12%	85,0	70,2	-17,32%

Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku



Rachunek wyników

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	443,4	514,2	598,5	688,5	805,7	1 055,3	1 154,6	1 241,0	1 318,2
zmiana	11,5%	16,0%	16,4%	15,0%	17,0%	31,0%	9,4%	7,5%	6,2%
Koszt własny sprzedaży	205,7	241,4	286,7	329,1	393,4	504,5	543,0	582,1	618,3
Zysk brutto na sprzedaży	237,7	272,7	311,8	359,4	412,3	550,8	611,6	658,9	699,9
marża brutto na sprzedaży	53,6%	53,0%	52,1%	52,2%	51,2%	52,2%	53,0%	53,1%	53,1%
Koszty sprzedaży	158,5	174,1	205,1	230,5	272,8	402,5	513,0	551,5	583,2
Koszty ogólnego zarządu	43,0	52,8	56,1	62,8	67,3	62,0	0,0	0,0	0,0
Pozostała działalność operacyjna netto	0,6	-2,5	0,4	-3,2	-0,2	-0,5	-1,0	-1,0	-1,0
EBIT	36,8	43,3	50,9	62,8	71,9	85,8	97,6	106,5	115,7
zmiana	9,4%	17,8%	17,6%	23,3%	14,4%	19,4%	13,7%	9,1%	8,7%
marża EBIT	8,3%	8,4%	8,5%	9,1%	8,9%	8,1%	8,5%	8,6%	8,8%
Wynik na działalności finansowej	-11,3	-11,2	-6,6	-7,8	-6,2	-18,0	-14,5	-13,8	-13,1
Zysk brutto	25,5	32,1	44,3	55,0	65,7	67,8	83,1	92,7	102,7
Podatek dochodowy	-5,2	-6,8	-9,3	-11,8	-12,2	-12,6	-15,8	-17,6	-19,5
Zysk netto	20,3	25,4	35,0	43,2	53,5	55,2	67,3	75,1	83,2
zmiana	-55,0%	25,0%	38,2%	23,3%	23,9%	3,1%	22,0%	11,5%	10,8%
marża	4,6%	4,9%	5,9%	6,3%	6,6%	5,2%	5,8%	6,0%	6,3%
Amortyzacja	11,3	12,5	14,2	15,5	17,3	23,1	23,5	23,9	24,3
EBITDA	48,1	55,9	65,2	78,4	89,2	196,8	215,9	228,9	242,1
EBITDA (bez MSSF 16)	48,1	55,9	65,2	78,4	89,2	108,9	121,1	130,3	140,0
zmiana	7,1%	16,0%	16,7%	20,2%	13,8%	22,0%	11,2%	7,6%	7,4%
marża EBITDA	10,9%	10,9%	10,9%	11,4%	11,1%	10,3%	10,5%	10,5%	10,6%
EBIT (bez MSSF 16)	36,8	43,3	50,9	62,8	71,9	85,8	97,1	106,0	115,2
Zysk netto (bez MSSF 16)	20,3	25,4	35,0	43,2	53,5	64,2	70,2	78,1	86,3
Liczba akcji na koniec roku (mln)	173,9	173,9	173,9	173,9	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5
EPS	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
ROA	3,2%	3,8%	4,8%	5,6%	5,7%	4,2%	4,3%	4,6%	4,8%
ROE	4,8%	5,7%	7,4%	8,3%	7,9%	6,6%	7,6%	7,8%	8,0%

Bilans

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
AKTYWA	645,3	697,3	751,5	778,8	1 113,4	1 524,4	1 582,7	1 668,5	1 761,6
Majątek trwały	420,2	424,6	428,5	425,5	593,2	881,5	892,5	901,7	911,5
Rzeczowe aktywa trwałe	52,0	57,0	61,3	59,4	78,0	74,8	76,2	77,0	78,1
Wartości niematerialne i prawne	359,2	357,7	357,6	358,8	507,3	499,7	499,7	499,7	499,7
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	7,4	7,9	8,2	5,8	6,4	8,2	8,2	8,2	8,2
Pozostałe	1,6	2,0	1,3	1,5	1,5	298,8	308,5	316,8	325,5
Majątek obrotowy	225,1	272,7	323,0	353,4	520,1	642,8	690,2	766,8	850,1
Zapasy	196,1	240,6	284,0	315,3	460,8	545,8	607,0	652,0	693,8
Należności	14,5	15,2	21,0	20,2	23,9	15,7	14,0	15,0	16,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	13,2	15,6	16,8	16,4	33,5	77,6	65,6	96,0	136,6
Pozostałe	1,4	1,4	1,3	1,4	1,9	3,7	3,7	3,7	3,7
(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
PASYWA	645,3	697,3	751,5	778,8	1 113,4	1 524,4	1 582,7	1 668,5	1 761,6
Kapitał własny	430,6	458,5	494,4	542,5	805,1	854,9	922,2	997,3	1 080,5
Zobowiązania długoterminowe	109,6	101,1	95,1	85,3	76,8	287,5	297,1	305,5	314,1
Kredyty i pożyczki	0,0	98,1	91,9	82,1	70,8	64,2	64,2	64,2	64,2
Pozostałe	109,6	3,0	3,2	3,2	6,0	223,3	233,0	241,3	250,0
Zobowiązania krótkoterminowe	105,1	137,7	162,0	151,0	231,5	382,0	363,4	365,7	367,0
Kredyty i pożyczki	6,0	5,9	17,7	20,4	14,6	79,6	67,6	55,6	43,6
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	83,7	114,9	121,2	108,8	192,8	205,8	199,2	213,5	226,8
Leasing finansowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	88,2	88,2	88,2	88,2
Pozostałe	15,4	16,9	23,2	21,8	24,0	8,5	8,5	8,5	8,5
Dług	6,0	103,9	109,6	102,6	85,4	143,7	131,7	119,7	107,7
Dług netto	-7,2	88,4	92,8	86,2	51,9	66,1	66,2	23,7	-28,9
(Dług netto / kapitał własny)	-1,7%	19,3%	18,8%	15,9%	6,4%	7,7%	7,2%	2,4%	-2,7%
(Dług netto / EBITDA)	-0,1	1,6	1,4	1,1	0,6	0,3	0,3	0,1	-0,1
BVPS	2,5	2,6	2,8	3,1	3,4	3,6	3,9	4,3	4,6

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	18,8	25,7	6,0	20,5	53,5	102,9	119,6	165,7	180,1
Zysk brutto	20,3	28,2	35,2	43,2	65,7	61,0	67,3	75,1	83,2
Amortyzacja	11,3	12,5	14,2	15,5	17,3	23,1	23,5	23,9	24,3
Amortyzacja leasingu finansowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	88,0	94,8	98,5	102,1
Zmiana stanu rezerw	0,6	1,8	2,3	0,5	-2,9	-3,7	0,0	0,0	0,0
Kapitał obrotowy	-12,5	-12,3	-33,0	-27,0	-21,1	-59,8	-66,1	-31,8	-29,4
Pozostałe	-0,9	-4,6	-12,7	-11,8	-5,6	-5,7	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-12,3	-12,6	-18,0	-15,3	-18,6	-17,9	-24,8	-24,7	-25,4
CAPEX	-12,5	-14,4	-19,2	-18,7	-18,2	-25,7	-24,8	-24,7	-25,4
Pozostałe	0,2	1,8	1,2	3,4	-0,4	7,8	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-11,6	-10,7	13,2	-5,0	-17,8	-40,9	-106,8	-110,5	-114,1
Kredyty i pożyczki	-0,8	108,1	9,4	-8,4	8,0	112,7	-12,0	-12,0	-12,0
Dłużne papiery wartościowe	-10,5	-119,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,3	0,2	3,9	3,4	-25,8	-153,6	-94,8	-98,5	-102,1
Zmiana stanu środków na koniec okresu	-5,0	2,4	1,3	0,3	17,1	44,1	-12,1	30,5	40,6
Wpływ różnic kursowych	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne na koniec okresu	13,2	15,6	16,8	16,4	33,5	77,6	65,5	96,0	136,6
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	15,7	20,0	2,3	19,2	36,6	7,4	11,7	53,6	63,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	2,8%	2,8%	3,2%	2,7%	2,3%	2,4%	2,1%	2,0%	1,9%

Wskaźniki rynkowe*

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
P/E*	33,8	27,0	19,5	15,9	17,3	14,4	13,1	11,8	10,7
P/CE*	21,7	18,1	13,9	11,7	13,0	10,6	9,9	9,1	8,4
P/BV	1,6	1,5	1,4	1,3	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9
P/S	1,5	1,3	1,1	1,0	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7
FCF/EV*	2,0%	2,6%	0,3%	2,5%	3,7%	0,8%	1,2%	5,7%	7,1%
EV/EBITDA*	16,3	14,0	12,1	10,0	11,1	9,1	8,2	7,3	6,4
EV/EBIT*	21,3	18,1	15,5	12,5	13,7	11,5	10,2	8,9	7,8
EV/S*	1,8	1,5	1,3	1,1	1,2	0,9	0,9	0,8	0,7
OCF/EBITDA	39%	46%	9%	26%	60%	14%	20%	52%	56%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	3,94	3,94	3,94	3,94	3,94	3,94	3,94	3,94	3,94
Liczba akcji na koniec roku (mln)	173,9	173,9	173,9	173,9	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5
MC (mln PLN)	685	685	685	685	924	924	924	924	924
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)*	786	783	792	784	987	990	990	947	895

*oczyszczone o MSSF 16

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
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
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 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – 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.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 2 grudnia 2019 o godzinie 08:29. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 2 grudnia 2019 o godzinie 08:29.

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

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

Powielanie, 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.

Rekomendacje dotyczące spółki VRG wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-07-26	2019-05-29	2019-03-28	2018-12-05	2018-11-08
cena docelowa (PLN)	5,20	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,20	3,90	4,29	3,83	4,06

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc
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, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, 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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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