

środa, 3 czerwca 2020 | wycinek z *Przegląd miesięczny*

## VRG trzymaj (podtrzymana)

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

VRG zaraportowało wyniki za 1Q'20 gorsze od oczekiwań rynkowych, co wynikało z wyższych kosztów SG&A. Zgodnie opublikowanymi informacjami dynamika sprzedaży w sklepach stacjonarnych wyniosła -63%/-98%/-64% r/r odpowiednio w miesiącach marzec/kwiecień/1-18 maj. Powyższa tendencja wskazuje na stopniową odbudowę sprzedaży. Widząc migrację klientów do kanału online, Zarząd VRG podniósł szacunki dotyczące udziału tego kanału w całkowitej sprzedaży z 20% do 25% w 2020 roku. Dynamika sprzedaży online wyniosła 82%/169%/118% odpowiednio w marcu, kwietniu oraz okresie 1-18 maja. Zarząd spółki zrewidował plan ekspansji powierzchni sprzedażowej do -5% r/r z -2% r/r zakładanych wcześniej (zmiana wyniku z obniżenia szacunków dla kanału odzieżowego z -3% do -7%). Prowadzone są negocjacje umów najmu oraz ustalono obniżenie wynagrodzeń do czasu odbudowy przynajmniej 80% sprzedaży odnotowanej przed rokiem. Zarząd spółki podtrzymuje założenie spadku sprzedaży o 20% w 2020 roku oraz wypracowanie dodatniego wyniku EBITDA (MSR17). W maju spółka poinformowała o zmianie składu zarządu, z którego odejdą dotychczasowy CEO oraz CFO, a nowym CEO zostanie Pan Michał Wójcik. Nowy Prezes rozpocznie kadencję od WZA i planuje przedstawić plan rozwoju spółki w kolejnych okresach. Biorąc pod uwagę nieznacznie lepszą sprzedaż w kanale offline od wstępnych założeń (zarówno naszych jak i zarządu) oraz znacznie lepszą dynamikę w kanale e-commerce, podnosimy nasze prognozy dla spółki. Uwzględniając powyższe podwyższamy naszą cenę docelową oraz pozostawiamy rekomendację trzymaj.

### Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Segment odzieżowy (S)	483	692	525	656	761
Segment odzieżowy (EBIT)	33	43	-22	2	28
Segment jubilerski (S)	323	376	298	376	394
Segment jubilerski (EBIT)	39,4	44,5	5,9	28,5	37,6
MBNS	51,2%	52,1%	47,9%	48,8%	49,0%
<b>Przepływy oper.</b>	<b>54</b>	<b>109</b>	<b>98</b>	<b>145</b>	<b>90</b>
D&A	17	24	22	21	22
Dodatkowy D&A (MSSF 16)		87	85	86	90
Kapitał obrotowy	-21	-75	33	30	-64
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-19</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>-21</b>	<b>-23</b>
<b>Przepływy fin.</b>	<b>-18</b>	<b>-100</b>	<b>10</b>	<b>-128</b>	<b>-117</b>
Kredyty/pozyczki	8	-5	95	-42	-28
FCF	37	-6	23	54	-11
FCF/EBITDA	41%	-6%	380%	106%	-12%
CFO/EBITDA	60%	19%	230%	116%	1%

### Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż det/mkw.	1 301	1 669	1 814	1 818	1 835	1 846	1 864	1 881	1 900	1 919	1 919
SG&A/mkw.	647	765	781	780	787	792	800	807	814	821	821
Powierzchnia	51	52	54	56	57	57	58	59	59	60	60
Przychody	824	1 032	1 155	1 198	1 236	1 262	1 290	1 318	1 347	1 377	1 405
EBITDA	6	51	89	93	96	98	99	101	103	105	107
marża EBITDA	0,7%	4,9%	7,7%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%	7,6%
EBIT	-16	30	68	71	73	75	76	78	80	82	84
Podatek	1	6	13	13	14	14	14	15	15	16	16
CAPEX	16	21	23	24	24	23	23	23	23	22	23
Kapitał obrotowy	33	30	-64	-17	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4
FCF	23	54	-11	39	55	57	59	61	61	63	64
PV FCF	21	46	-9	28	37	35	33	31	29	28	28
WACC	9,6%	9,2%	8,8%	8,8%	9,0%	8,9%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

<b>Cena bieżąca</b>	2,40 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	2,43 PLN	<b>+1,3%</b>

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>trzymaj</b>	<b>2,43 PLN</b>	<b>2020-06-03</b>
poprzednia	trzymaj	2,00 PLN	2020-04-06
<b>Podstawowe dane</b>			
			<b>VRG PW vs. WIG</b>
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	-12,4% -18,4%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	-40,6% -25,1%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	562,7	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN
EV (mln PLN)	630,8	EV/EBITDA 12M fwd	9,2 +10,2%
Free float	40,1%	EV/EBITDA 5Y avg	8,4 premia

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	806	1 068	824	1 032	1 155
EBITDA skor.	89	111	6	51	89
marża EBITDA	11,1%	10,4%	0,7%	4,9%	7,7%
EBIT	72	87	-16	30	68
Zysk netto	54	66	-36	11	46
P/E	10,5	8,5	-	51,7	12,2
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA skor.	7,0	5,7	106,3	11,7	6,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
EBITDA			-	+8,6%	+1,4%
Zysk netto			-	+31,8%	+0,3%
Sprzedaż det/mkw.			+11,3%	+6,0%	+6,2%
SG&A/mkw.			+2,7%	+2,3%	+3,2%
Powierzchnia			0,0%	0,0%	0,0%

### Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprz./mkw. (odzieżowy)	1 318	1 049	660	870	981
Sprz./mkw. (jubilerski)	2 540	2 689	2 046	2 577	2 638
SG&A/mkw. (odzieżowy)	420	598	549	629	641
SG&A/mkw. (jubilerski)	1 118	1 216	1 106	1 240	1 239
Środki pieniężne	34	25	118	114	63
Dług netto	63	66	68	30	53
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	0,6	11,5	0,6	0,6

### Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	6,0	5,3	5,2	4,6	5,2	4,6
Maksimum	121,5	67,8	34,4	26,1	26,8	20,0
Mediana	16,6	14,4	11,1	8,7	6,6	6,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	712
Dług netto	66
Inne korekty	0
<b>Wycena DCF na akcje (PLN)</b>	<b>2,75</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	40%	1,60
DCF	60%	2,75
Cena wynikowa		2,29
Koszt kapitału 9M		6,4%
<b>Cena docelowa za 9M</b>		<b>2,43</b>

**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 Biura 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 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](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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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 3 czerwca 2020 o godzinie 08:25.  
 Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 3 czerwca 2020 o godzinie 08:25.

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 Biura 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](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 Biurze 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 Biura maklerskim 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**
**VRG**

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-06-03	2020-04-06	2020-02-05	2019-12-02	2019-07-26
cena docelowa (PLN)	2,43	2,00	4,50	4,50	5,20
kurs z dnia rekomendacji	2,40	1,94	3,93	3,94	4,20

**Grupa porównawcza wykorzystywana w wycenie porównawczej**

VRG H&M, Inditex, Kappahl, Marks & Spencer, Next, Hugo Boss, CCC, LPP, Tiffany, Pandora, Lao Feng, Chow Sang, Luk Fook, Chow Tai Fook, Lao Fen Xiang

**mBank S.A.**  
Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

## Departament Analiz

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

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

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

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

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

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

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

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

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

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

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

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

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

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

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

## Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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)