

czwartek, 9 marca 2017 | raport analityczny

TXM: kupuj (nowa)

TXM PW, TXM.WA | Handel, Polska

Polski dyskont odzieżowy

Textilmarket (TXM) zajmuje się dyskontową sprzedażą odzieży, artykułów gospodarstwa domowego oraz akcesoriów za pośrednictwem sklepów stacjonarnych oraz platformy internetowej. Spółka koncentruje się na rozwoju i optymalizacji efektywności sieci sprzedaży w Polsce (rozszerzanie oferty handlowej) oraz rozwija sieć sklepów w Czechach, na Słowacji oraz w Rumunii (bardzo dobre wyniki pierwszych sklepów). Niski poziom zadłużenia, wysoki poziom CFO/EBITDA gwarantują spółce możliwość dalszej dynamicznej ekspansji sklepów, które wymagają niskiego CAPEX/sklep (ok. 170-190 tys. PLN) oraz niskich nakładów na zatowarowanie (ok. 150 tys. PLN). Inwestycja w akcje TXM oferuje inwestorom ekspozycję na sprawnie działającą sieć sklepową w Polsce z opcją dalszej, intensywnej ekspansji zagranicznej. Na bazie naszych prognoz i dwóch metod wyceny wyznaczamy wartość akcji TXM na 6,95 PLN oraz rekomendujemy kupowanie akcji spółki.

Dalszy rozwój sieci sprzedażowej w Polsce

TXM posiada drugą pod względem wielkości sieć sprzedażową w segmencie odzieżowym w Polsce (347 sklepów na koniec 9M'16). Widzimy potencjał do wzrostu powierzchni sprzedażowej w tempie 18,9% CAGR 2016-18 (nowe sklepy oraz powiększenie istniejących). Bardzo dobra ekspozycja na polskiego klienta powinna sprawić, że TXM będzie beneficjentem programu 500+. Ponadto poszerzanie oferty produktowej oraz wzrost importu bezpośredniego powinny przełożyć się na poprawę rentowności sprzedaży do 43,3% w 2017 roku vs. 41% w 2015 roku.

Dynamiczny wzrost zagranicznej sieci sprzedaży

Oczekujemy, że sieć sprzedażowa w Czechach, na Słowacji oraz w Rumunii powiększy się z 31 placówek na koniec 9M'16 do 66 placówek na koniec 2017 roku (zgodnie z szacunkami zarządu). Motorem wzrostu sieci zagranicznej będzie bardzo atrakcyjny rynek rumuński (niskie nasycenie rynku oraz konsument zorientowany na towary z niższej półki cenowej), gdzie zakładamy średnio 19 otwarć rocznie w latach 2016-18. Oczekujemy, że udział zagranicznych sklepów w przychodach wzrośnie z 2,1% w 2015 roku do 21,5% w 2018 roku. Kolejne udane otwarcia sklepów mogą stworzyć potencjał do przyspieszenia tempa ekspansji przez spółkę.

Wzrost zysku netto w tempie 9,2% CAGR 2016-18

Dynamika przychodów spółki powinna rosnać w tempie 19,3% CAGR w latach 2016-18P. Pomimo presji ze strony wyższych kosztów operacyjnych oczekujemy, że zysk netto spółki zwiększy się z 13,1 mln PLN w 2016 do 21 mln PLN w 2018 roku. Spółka posiadała niski wskaźnik DN/EBITDA na poziomie 0,8x, który powinien zmniejszyć się do 0,4x na koniec 2016 roku. Jednocześnie, atutem spółki jest wysoki wskaźnik CFO/EBITDA na średnim poziomie 64,4% w latach 2013-15, który powinien ustabilizować się na średnim poziomie 61,1% w latach 2016-20 (wysokie tempo ekspansji oraz dalszy rozwój kanału e-commerce). Spółka planuje wypłacać w dywidendzie minimum 35% zysku netto w kolejnych latach.

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	275,8	314,8	378,4	452,4	530,7
EBITDA	24,9	25,2	22,3	27,9	33,9
marża EBITDA	9,0%	8,0%	5,9%	6,2%	6,4%
EBIT	21,1	21,0	17,2	22,2	27,2
Zysk netto	26,1	16,1	13,1	17,0	21,0
P/E	7,1	11,4	14,1	10,8	8,7
P/CE	6,2	9,0	10,1	8,1	6,6
P/BV	5,8	4,4	2,6	2,3	1,9
EV/EBITDA	8,2	8,1	8,7	7,4	6,2
DPS	0,27	0,00	0,14	0,18	0,22
DYield	4,9%	0,0%*	2,5%	3,2%	4,0%

*pożyczka do Redan została skompensowana dywidendą

Cena bieżąca	5,50 PLN
Cena docelowa	6,95 PLN
Kapitalizacja	183,90 mln PLN
Free float	39,40 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,04 mln PLN

Struktura akcjonariatu

	% akcji	% głosów
Redan	56,45%	67,95%
21 Concordia	22,12%	16,27%
Pozostali akcjonariusze	21,43%	15,78%

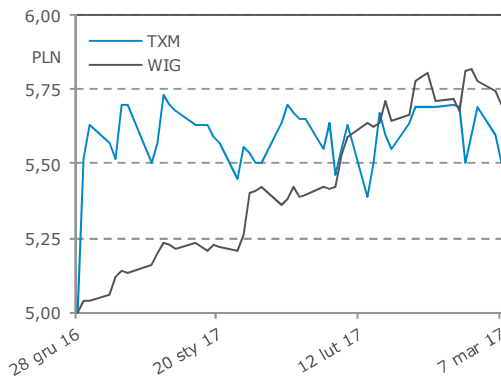
Strategia dotycząca sektora

Według szacunków agencji PMR, wartość rynku dyskontów odzieżowych w Polsce wyniesie 1,5 mld PLN na koniec 2016 roku oraz powinna rosnać w tempie 15,3% CAGR 2016-21P. Czynniki wspierającymi rozwój dyskontów odzieżowych powinna być zwiększająca się siła nabywczą konsumentów z mniejszych miejscowości (wzrost wynagrodzenia minimalnego, program 500+). Rynek dyskontów odzieżowych w Czechy oraz na Słowacji, jest bliski nasycenia. Atrakcyjne perspektywy wzrostu prezentuje rynek rumuński, gdzie sklepy oferujące produkty z niższej półki cenowej cieszą się bardzo dużym zainteresowaniem.

Profil spółki

Grupa Textilmarket jest właścicielem drugiej pod względem wielkości sieci odzieżowych sklepów dyskontowych TXM Textilmarket oraz sklepu internetowego TXM24.pl. Spółka oferuje swoim klientom szeroki asortyment branży odzieżowej oraz gospodarstwa domowego. Zgodnie ze strategią sprzedażową spółki, oferowany asortyment charakteryzuje się atrakcyjnym poziomem cen w stosunku do oferowanej jakości. Na koniec 3Q'16 roku sieć sprzedażowa spółki składała się z 378 placówek, z czego 347 sklepów było zlokalizowanych w Polsce, 5 na Słowacji, 10 w Czechach oraz 16 w Rumunii.

Kurs akcji TXM na tle WIG



Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
TXM	5,50	6,95	+26,4%

Analitik:

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

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 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 stanowił 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 opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. otrzymał od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 9 marca 2017 o godzinie 08:40.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 9 marca 2017 o godzinie 08:40.

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., 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.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.
Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.
Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki TXM S.A.

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

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

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

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

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

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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