

środa, 13 grudnia 2017 | opracowanie cykliczne

Spółki handlowe: grudzień 2017

Handel, Polska

Opracowanie: Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

Spółki odzieżowe i obuwnicze

- Miesięczne wyniki sprzedażowe w XI'17:** po słabym sprzedażowo październiku, wszystkie spółki z sektora odzieżowego i obuwniczego odnotowały wzrosty r/r w XI'17, co mogło być efektem częściowego przesunięcia popytu oraz bardziej sprzyjających warunków pogodowych. Sprzedaż porównywalna została poprawiona w **LPP, CCC, VST, BTM**. Spadek efektywności sprzedaży został odnotowany w **MON** (obrona rentowności sprzedaży), **TXM** (nieodpowiednie zatowarowanie) oraz **GRI** (spadek lfl w Simple CP oraz poprawa w Gino Rossi). **Pozytywnie oceniamy rezultaty** wypracowane przez **LPP** (kontynuacja wysokiego tempa poprawy lfl), **CCC** (poprawa lfl, pomimo efektu bazy oraz ograniczonego wsparcia sprzedaży przez warunki pogodowe), **VST** (dobre wyniki w obu segmentach oraz poprawa rentowności sprzedaży r/r) oraz **BTM** (poprawa lfl oraz wzrost rentowności sprzedaży). **Neutralnie oceniamy wyniki** sprzedażowe **MON** (spadek lfl; oczekujemy wzrostu MBNS w 4Q'17 r/r), **GRI** (spadek rezultatów uwzględniony w wycenie) oraz **TXM** (stopniowe ograniczenie spadku lfl).
- Zakaz handlu w niedzielę:** Sejm przyjął ustawę zakładającą dwie niedziele handlowe w miesiącu od 01.04.2018, jedną niedzielę w miesiącu w 2019 (ostatnią) oraz brak niedziel handlowych w 2020 roku (poza określonymi wyjątkami). Zakaz nie będzie obejmował sklepów internetowych. Ponadto senackie komisje zarekomendowały poprawki do ustawy dotyczące ograniczenia powierzchniowego (80 mkw.), handlu na dworcach oraz handlu w piekarniach, cukierniach i lodziarniach. Naszym zdaniem w krótkim terminie zakaz może negatywnie wpłynąć na sprzedaż spółek, jednak oczekujemy szybkiego dostosowania popytu. Brak zakazu powinien wspierać wzrost sprzedaży w kanale e-commerce. Z drugiej strony dostosowanie harmonogramów pracy powinno pozytywnie wpłynąć na ponoszone przez spółki koszty.
- Fuzja VST i BTM: wartość parytetu ceny akcji BTM do VST na dzień 12.12.2018 wynosi 0,63** i jest poniżej punktu środkowego wyznaczonego na 0,82. Parytet uległ obniżeniu od momentu wydania poprzedniego miesięcznego raportu (istotny wzrost ceny akcji VST). **Obecnie parytet ceny akcji BTM do VST jest niższy od punktu środkowego o 23,2%.** Naszym zdaniem tak wysoka różnica nie jest uzasadniona i obecna wartość parytetu powinna ulec podwyższeniu. Jednocześnie uważamy, że prawdopodobny jest scenariusz obniżenia wcześniej ustalonego punktu środkowego.
- Po uwzględnieniu wzrostu ceny akcji **VST** od wydania poprzedniego miesięcznika **obniżamy nasze pozycjonowanie z przeważają do równoważ** bez zmiany naszych prognoz dla lat 2017-19.
- Aktualny **kurs EURPLN jest na poziomie niższym r/r o 5,6%** (ujemna dynamika utrzymuje się od początku 4Q'17), co **powinno wpłynąć na obniżenie kosztów SG&A** w spółkach handlowych **w 4Q'17** (koszty najmu są denominowane w EUR). **Kurs USDPLN jest niższy o 15,3% r/r**, co **powinno pozytywnie przełożyć się na koszty zakupu kolekcji wiosna-lato'18** i w efekcie wpłynąć na **podwyższenie marży brutto na sprzedaży w 1H'18** (pozytywny wpływ na LPP, CCC, MON, VST, BTM oraz TXM).
- Naszym zdaniem atrakcyjnie wycenione są: **CCC, BTM oraz MON**.
- W przeglądzie miesięcznym dokonaliśmy nieznacznej **korekty naszych prognoz dla CCC, LPP oraz TXM** bez zmiany rekomendacji.
- Indeks P/E 12M FWD dla spółek handlowych utrzymuje się w okolicach średniej 3-letniej wartości.**

Zmiana kursu M/M* i YTD

Polska	M/M	YTD
CCC	+10,0%	+35%
Vistula	+9,0%	+27%
Redan	+7,9%	-56%
Bytom	+7,4%	+32%
TextilMarket	+5,4%	-57%
LPP	+2,4%	+51%
Wojas	+1,2%	-3%
Monnari	-0,7%	-14%
Gino Rossi	-8,3%	-53%
Próchnik	-30,3%	-57%
WIG Odeży	+5,3%	+21%
WIG	-0,7%	+21%

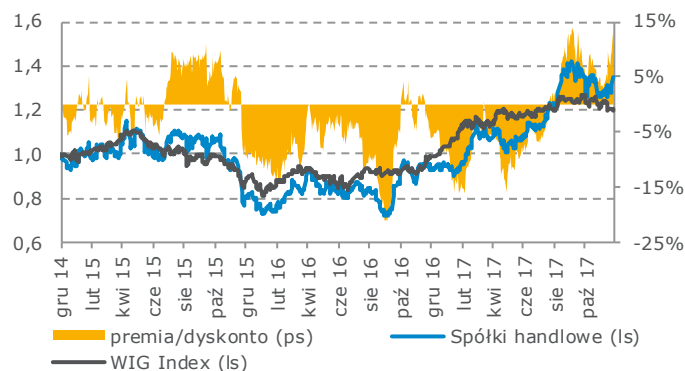
Zagranica	M/M	YTD
YOOX	+10,6%	+13%
Zalando	+7,1%	+26%
ABC Mart	+5,6%	-4%
FootLocker	+4,6%	-37%
Nike	+3,3%	+23%
Inditex	+3,3%	-5%
Hugo Boss	+3,2%	+28%
Geox	+2,8%	+34%
H&M	+2,5%	-20%
Gerry Weber	+1,2%	-20%
Marks & Spen	-0,2%	-9%
Crocs	-0,3%	+62%
Adidas	-2,0%	+18%
Next	-2,4%	-12%
Caleres	-3,2%	-3%
IC Group	-4,4%	+5%
Boohoo.com	-4,8%	+28%
KappAhl	-4,8%	-10%
Europa**	+2,0%	+26%
Świat**	+2,1%	+22%

Indeksy	M/M	YTD
EMEA Text.	+0,8%	+43%
WORLD Text.	-0,9%	+8%
MSCI EM	-2,5%	+29%
EU Akcje	+0,0%	+20%

*zmiana w okresie 29.11-12.12

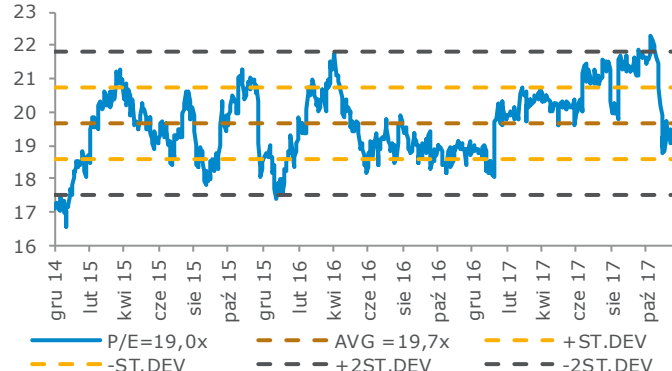
**indeksy MSCI Textiles EU oraz World

Indeks cenowy spółek handlowych vs. WIG



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Mediana P/E 12M fwd dla spółek handlowych

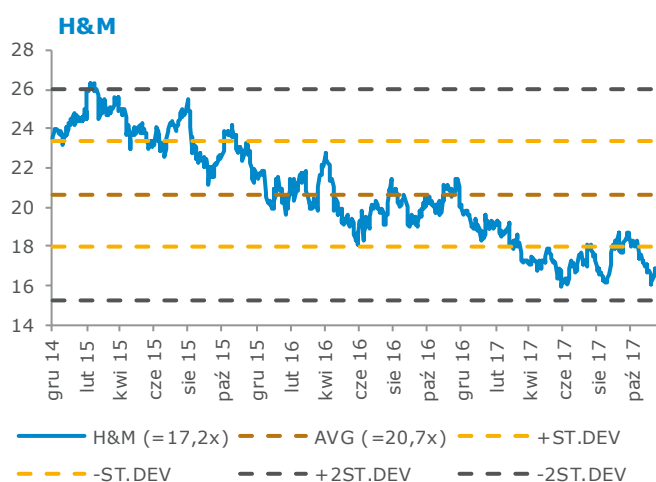
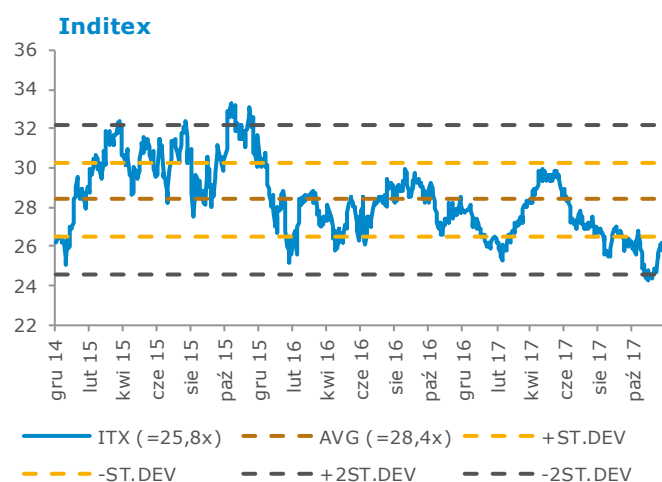
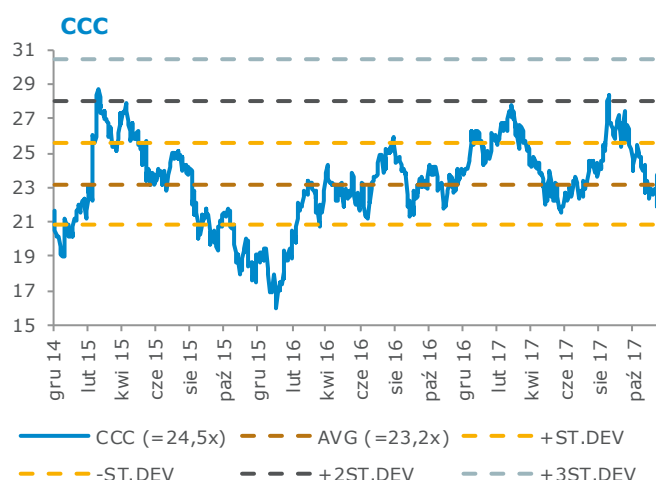
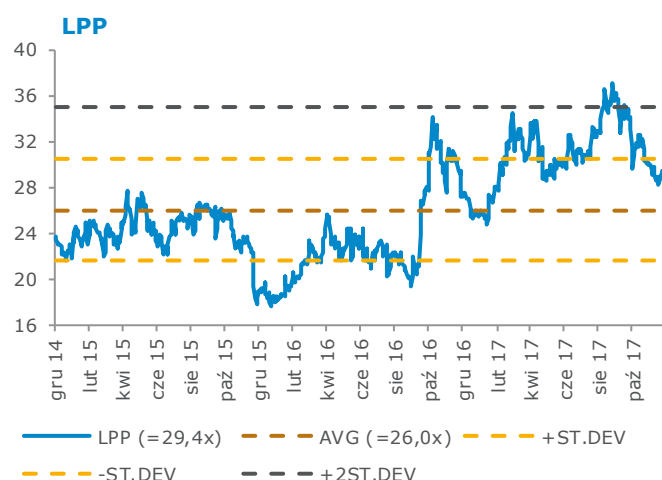


Prognozy i pozycjonowanie spółek handlowych (mln PLN)

Spółka	MCap		EV	Dług netto	DN/ EBITDA	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019		
LPP	15 744	15 733		-11	0,0	6 987	7 878	8 885	895	990	1 196	603	720	888	439	579	715
CCC	11 125	12 030		905	1,9	4 157	5 374	7 024	551	728	989	453	613	862	328	475	682
Vistula	758	885		127	1,9	686	785	866	81	90	100	65	73	82	45	52	60
Monnari	261	199		-62	-3,2	252	286	306	28	33	36	24	29	32	19	24	26
Bytom	197	207		10	0,6	187	217	243	21	25	26	16	18	19	13	16	17
TextilMarket	72	95		23	5,2	396	468	494	-9	20	26	-15	12	19	-13	9	15
Gino Rossi	55	140		85	4,3	284	293	298	15	18	20	5	8	10	2	3	5
Spółka	Pozycjonowanie		Cena	Cena	Zmiana m/m	P/E			EV/ EBITDA			EV/ Sales			PEG Ratio		
	aktualne	zmiana	docelowa	bieżąca		2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
LPP	N	►	8200,00	8499,00	+2,4%	35,9	27,2	22,0	17,0	15,1	12,1	6,3	5,4	4,5	104%	79%	64%
CCC	OW	►	292,00	270,50	+10,0%	33,9	23,4	16,3	20,6	15,6	11,4	6,7	5,4	4,2	111%	77%	53%
Vistula	N	▼	-	4,36	+9,0%	16,8	14,6	12,6	10,5	9,3	8,1	1,4	1,3	1,2	86%	74%	64%
Monnari	OW	-	-	8,55	-0,7%	13,6	10,9	9,9	7,1	5,7	4,5	1,3	1,2	1,0	55%	44%	40%
Bytom	OW	-	-	2,76	+7,4%	15,1	12,6	11,6	10,0	8,2	7,3	3,0	2,4	2,0	145%	121%	111%
TextilMarket	OW	►	5,74	2,14	+5,4%	-	7,9	4,9	-	4,7	3,3	1,0	0,9	0,8	-	-	127%
Gino Rossi	N	-	-	1,10	-8,3%	25,3	16,2	10,6	8,9	7,1	6,2	0,7	0,6	0,6	-647%	-414%	-271%
Mediana						21,1	14,6	11,6	10,3	8,2	7,3	1,4	1,3	1,2	95%	76%	64%

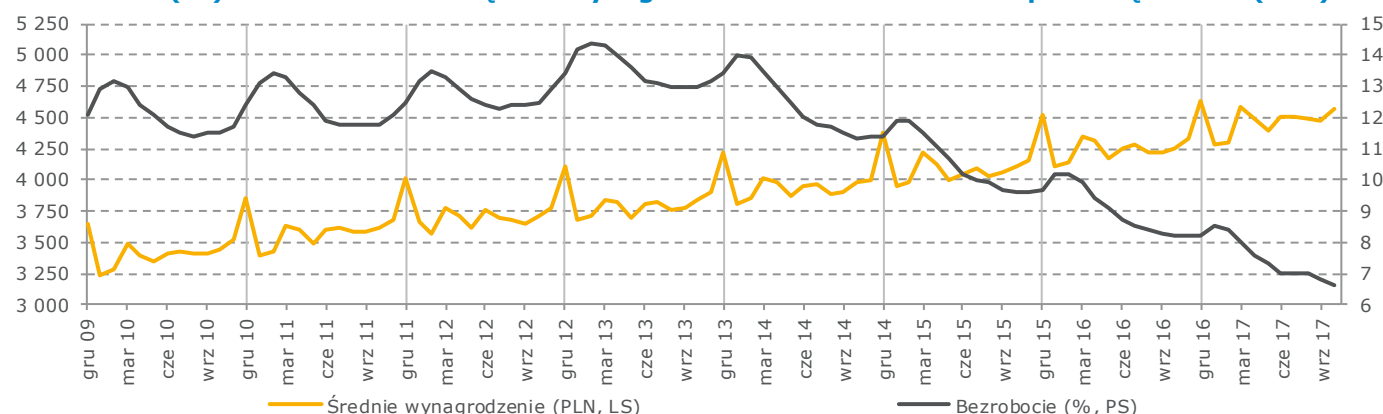
Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie

Wskaźnik P/E 12M fwd dla największych spółek

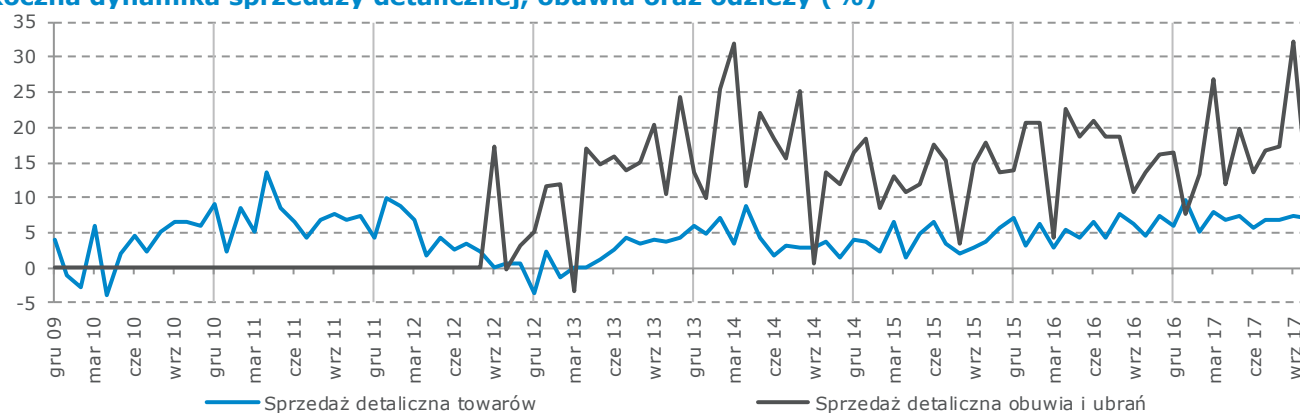


Źródło: Bloomberg

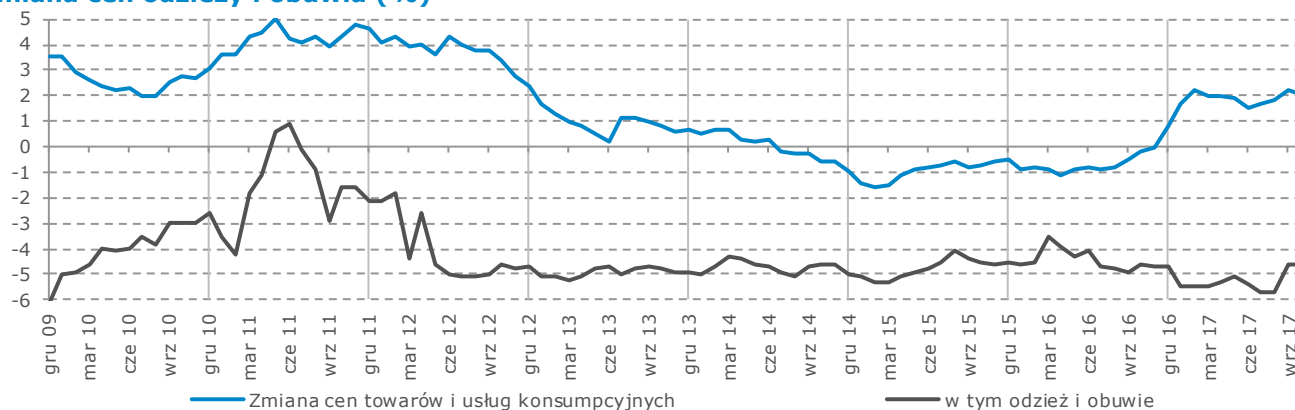
Bezrobocie (%) oraz średnie miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw (PLN)



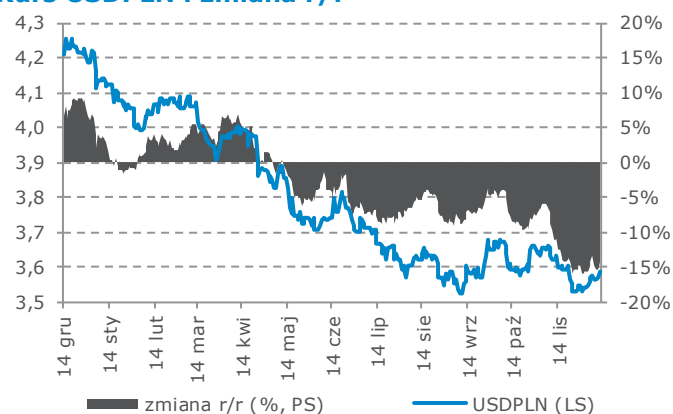
Roczna dynamika sprzedaży detalicznej, obuwia oraz odzieży (%)



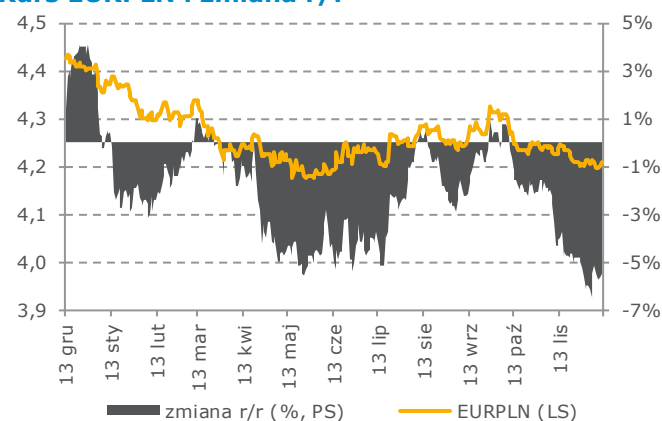
Zmiana cen odzieży i obuwia (%)



Kurs USDPLN i zmiana r/r

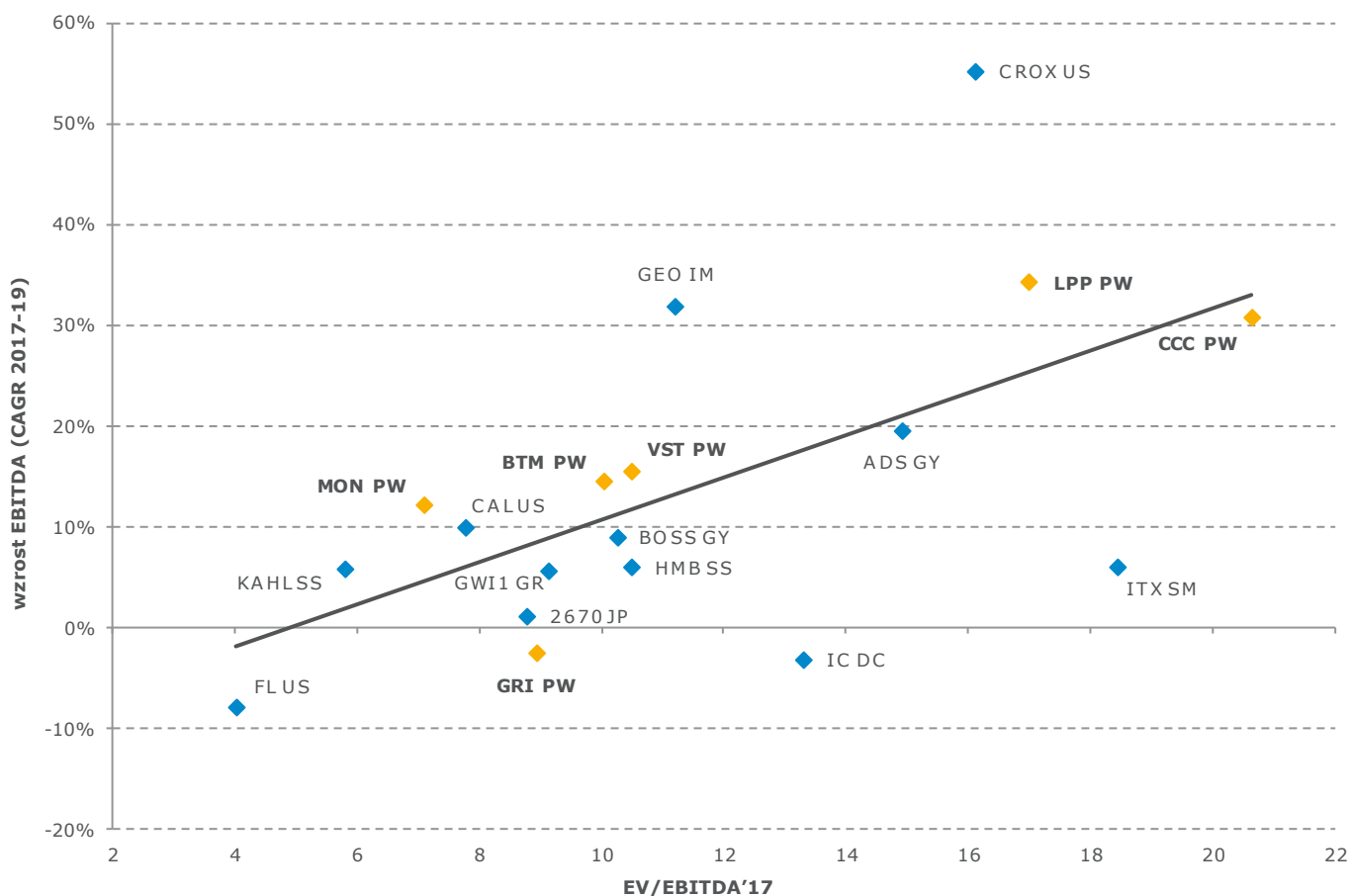


Kurs EURPLN i zmiana r/r

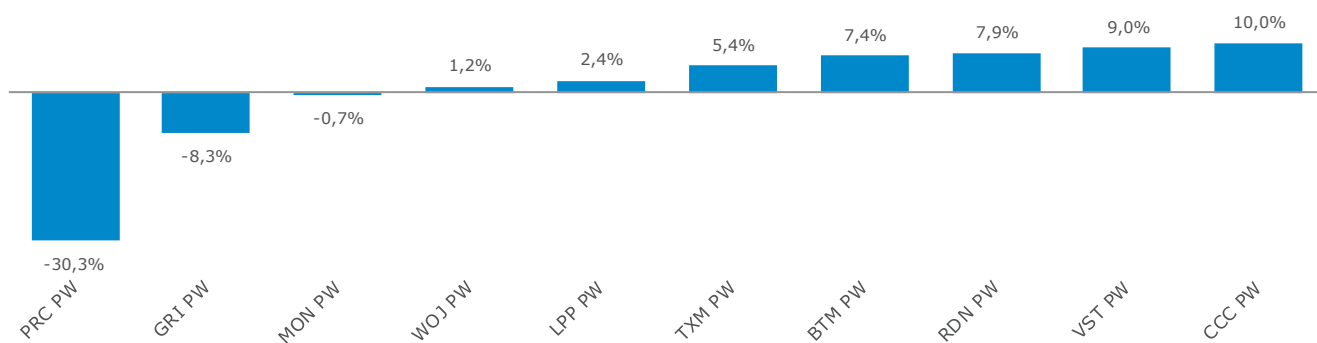


Źródło: GUS, Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

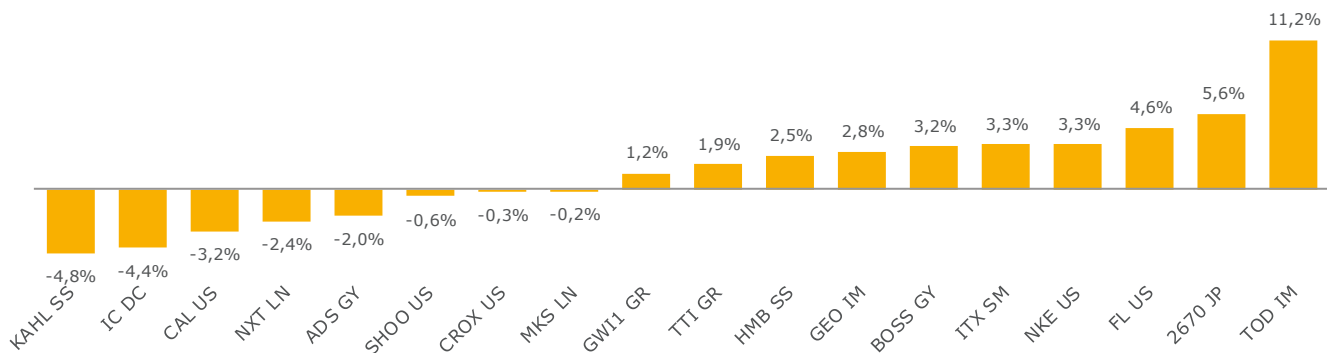
EV/EBITDA'17 vs. EBITDA CAGR 2017-19 dla wybranych spółek z sektora



Miesięczny performance spółek polskich

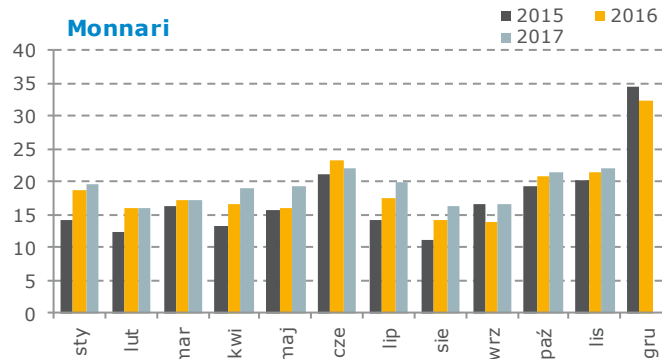
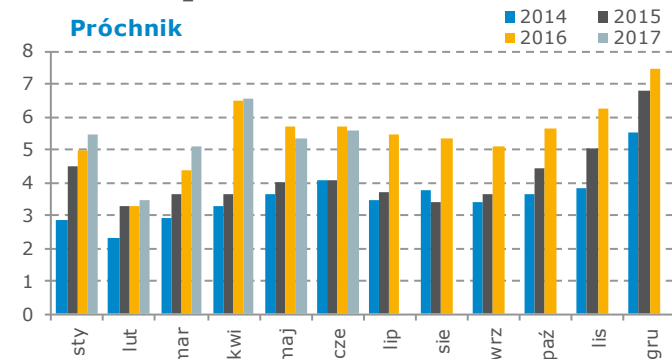
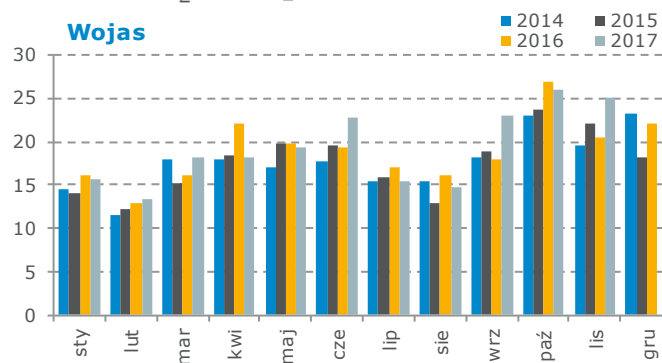
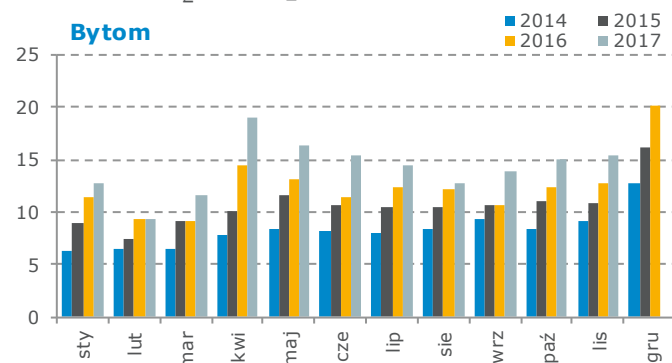
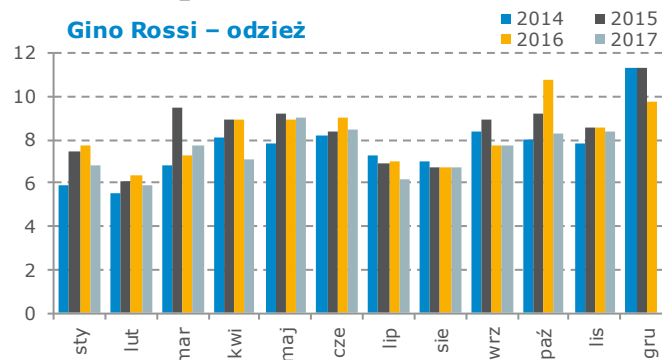
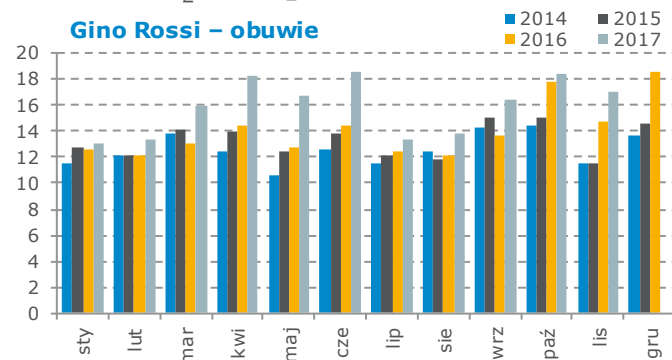
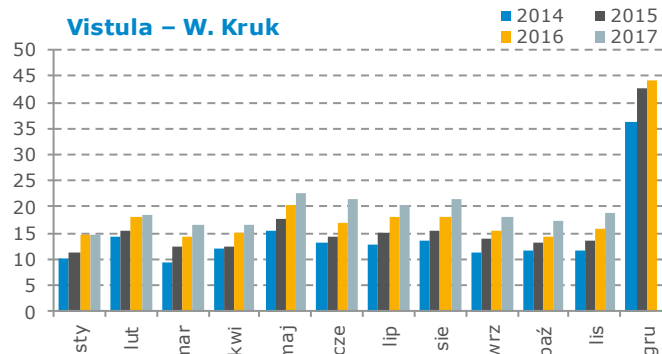
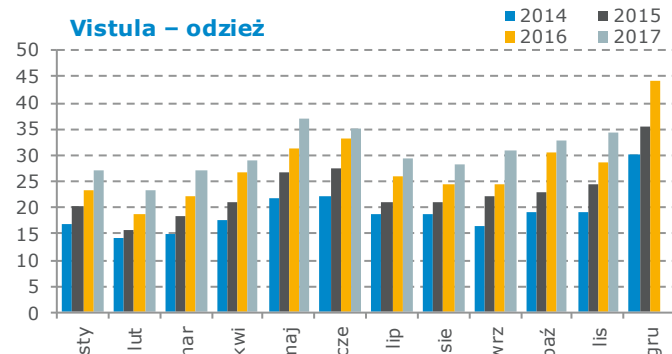
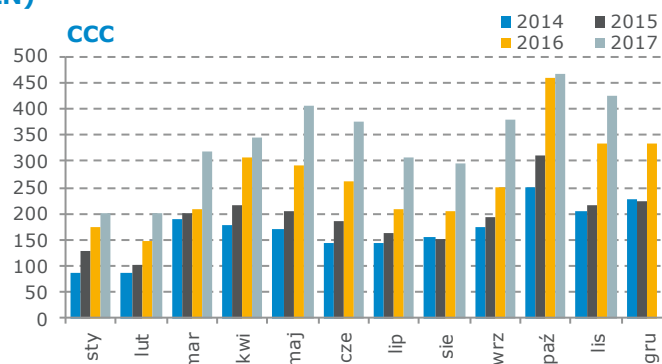
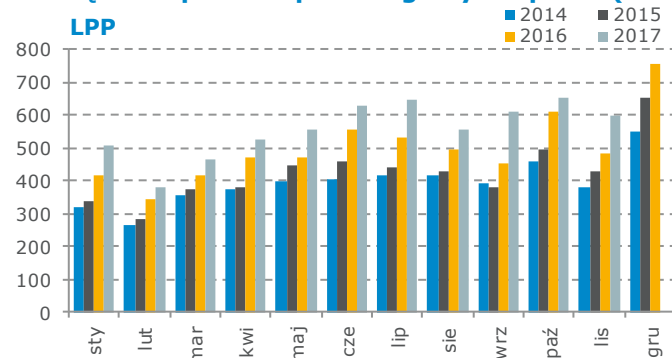


Miesięczny performance spółek zagranicznych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Miesięczna sprzedaż poszczególnych spółek (mln PLN)



Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku

Miesięczna dynamika zmian poszczególnych pozycji finansowych dla wybranych spółek (r/r)

	2016												2017											
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Dynamika sprzedaży r/r (%)																								
LPP	22,3	20,0	10,1	23,2	5,4	20,6	21,0	15,1	19,6	23,8	12,8	15,8	21,8	11,7	12,3	11,0	18,0	12,8	21,7	12,5	33,7	7,0	24,1	
CCC	36,6	44,8	3,6	40,9	41,5	40,6	28,3	34,6	28,9	48,3	53,9	50,4	16,1	34,2	52,4	12,7	39,0	44,1	48,8	43,9	52,9	1,3	27,7	
VST	13,3	17,8	17,1	16,7	16,0	16,6	16,2	16,8	11,4	21,0	16,0	12,7	9,0	14,6	18,1	8,3	13,1	12,7	11,0	14,3	18,9	16,1	19,0	
BTM	28,2	25,6	-0,2	44,6	12,0	6,1	18,1	16,9	-1,4	13,2	16,3	24,9	11,0	-0,6	28,5	31,4	24,1	35,1	16,8	3,9	32,0	20,0	20,5	
MON	31,9	30,1	6,1	25,8	3,2	10,9	22,5	26,6	-15,2	7,8	b.d.	b.d.	6,5	0,6	0,0	15,1	20,5	-5,1	14,9	13,3	19,3	3,4	1,9	
TXM	17,0	17,3	16,7	15,4	25,9	22,1	16,7	32,0	15,4	19,4	22,2	20,0	13,6	4,8	-10,7	1,0	1,0	-6,3	14,3	-3,0	20,0	-2,7	3,0	
GRI	1,0	1,6	-9,7	1,7	0,0	5,9	2,6	1,6	-10,5	17,3	15,8	-9,7	-2,0	3,8	10,8	9,0	19,4	15,8	-0,5	8,5	13,1	-6,3	8,5	
Sprzedaż/mkw. (zmiana r/r oznaczona kolorem)																								
LPP	495	407	490	552	548	641	614	566	518	685	534	825	555	420	512	573	603	674	700	600	654	693	625	
CCC	463	399	544	778	733	647	507	496	591	1065	751	735	439	439	685	727	845	776	630	596	754	901	801	
VST	1431	1403	1429	1608	1958	1885	1654	1603	1495	1666	1624	3013	1430	1469	1538	1585	2019	1936	1672	1670	1609	1718	1743	
BTM	1105	903	861	1369	1226	1057	1143	1121	967	1114	1102	1695	1044	762	940	1512	1263	1174	1096	961	1060	1124	1126	
MON	689	593	641	607	581	842	619	497	475	689	704	1070	643	523	549	599	601	692	619	503	515	653	665	
TXM	279	267	354	373	414	381	329	380	340	410	351	488	248	216	244	291	328	290	310	308	344	342	321	
GRI	1343	1222	1411	1540	1423	1541	1293	1244	1405	1869	1536	1537	1308	1262	1562	1692	1719	1795	1283	1349	1592	1747	1654	
Marża brutto na sprzedaży (zmiana r/r oznaczona kolorem)																								
LPP	42%	47%	52%	51%	53%	47%	38%	45%	59%	60%	60%	36%	35%	44%	60%	59%	59%	52%	36%	47%	62%	61%	59%	
VST	50%	50%	54%	57%	53%	51%	49%	50%	55%	54%	52%	b.d.	50%	50%	52%	54%	53%	51%	50%	50%	55%	55%	52%	
BTM	53%	47%	54%	54%	57%	54%	52%	52%	55%	55%	50%	48%	46%	46%	51%	52%	51%	50%	49%	49%	53%	55%	53%	
GRI	44%	46%	50%	55%	54%	51%	44%	44%	49%	58%	52%	64%	45%	41%	50%	48%	48%	45%	40%	39%	45%	47%	45%	
Zmiana MBNS (p.p.)																								
LPP	-7,0	-4,0	-5,0	-5,0	+1,0	-4,0	-8,0	-8,0	+1,0	+1,0	+5,0	-15,0	-7,0	-3,0	+8,0	+8,0	+6,0	+5,0	-2,0	+2,0	+3,0	+1,0	-1,0	
VST													+0,2	-0,3	-1,2	-2,4	+0,1	-0,6	+1,6	-0,1	-0,9	+1,2	+0,2	
BTM	+1,8	+0,2	+0,6	-4,2	-1,1	-1,8	-0,5	+0,5	-0,6	-2,6	-5,4	-3,1	-6,9	-1,3	-3,4	-2,3	-6,2	-3,5	-2,7	-2,6	-1,6	-0,8	+3,1	
GRI	+4,5	+4,0	+0,2	+3,7	+3,8	+3,8	+2,8	+1,8	-0,2	+3,9	+0,8	+13,7	+0,4	-5,0	+0,2	-6,7	-6,7	-6,0	-3,9	-5,3	-4,5	-11,2	-6,9	
Szacowany miesięczny zysk na sprzedaży (mln PLN)																								
LPP	-8,8	-23,2	31,9	23,5	32,4	44,1	-17,4	2,0	48,9	135,2	57,8	39,0	-61,9	-71,7	39,9	61,2	80,1	78,1	-24,0	3,5	120,5	132,4	86,9	
VST	0,1	-0,2	1,6	3,8	7,7	5,8	2,2	2,0	2,9	0,7	0,1	b.d.	-0,5	-0,1	2,3	3,3	10,2	7,5	7,9	7,6	9,3	2,7	2,2	
BTM	1,1	-0,5	0,0	2,6	2,2	0,8	1,1	1,0	0,5	1,1	0,5	3,9	-0,2	-1,7	-0,1	3,6	1,9	1,4	0,9	0,0	1,3	1,5	0,9	
GRI	-0,4	-0,8	1,3	2,5	1,5	1,7	-1,1	-1,3	0,9	5,4	1,0	4,0	-0,8	-1,8	2,2	1,5	1,6	1,4	-2,6	-2,4	0,4	1,4	0,3	
Zmiana zysku na sprzedaży r/r (%)																								
LPP	b.d.	b.d.	-27,6	-41,3	-44,1	-27,3	b.d.	-95,6	24,4	50,5	71,5	-70,1	b.d.	b.d.	24,9	160,6	147,2	77,1	b.d.	71,8	146,4	-2,0	50,3	
VST	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	50,7	-12,7	32,1	29,4	262,1	277,5	218,9	280,5	1424,2	
BTM	161,4	b.d.	b.d.	72,6	-10,4	-48,8	15,1	22,6	-63,9	-30,0	-57,2	12,2	b.d.	b.d.	b.d.	39,0	-10,9	72,2	-17,6	-96,5	145,4	34,2	76,6	
GRI	b.d.	b.d.	b.d.	3,8	-9,7	44,6	b.d.	b.d.	-69,2	174,7	b.d.	102,0	b.d.	b.d.	65,4	-42,5	2,0	-17,4	b.d.	b.d.	-49,5	-74,0	-68,7	

Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku

Dane finansowe w ujęciu kwartalnym

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

Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku; zielony/czerwony kolor oznacza pozytywną/negatywną zmianę dla spółki

Wycena spółek handlu detalicznego

Spółki	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			PEG Ratio			DYield		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
ABC Mart	6370,00	+5,6%	18,5	18,2	17,6	8,8	8,8	8,5	1,7	1,6	1,6	1042%	1024%	991%	2,0%	2,0%	2,1%
Adidas	174,10	-2,0%	25,8	21,9	18,5	14,9	12,9	11,2	1,7	1,6	1,4	113%	96%	81%	1,4%	1,8%	2,1%
Caleries	31,76	-3,2%	15,5	14,9	12,9	7,8	7,4	7,0	0,6	0,6	0,5	88%	85%	73%	0,9%	0,9%	0,9%
Crocs	11,08	-0,3%	-	47,8	21,9	16,1	10,3	7,6	0,8	0,8	0,8	-	-	-	-	-	-
Foot Locker	44,57	+4,6%	9,3	11,0	10,9	4,0	4,8	5,1	0,6	0,6	0,6	-	-	-	2,4%	2,6%	2,7%
Geox	2,94	+2,8%	32,3	20,0	15,9	11,2	8,3	7,3	0,9	0,9	0,8	-	-	-	1,1%	1,4%	1,9%
Gerry Weber	8,63	+1,2%	41,9	18,8	14,6	9,1	7,4	6,7	0,7	0,7	0,7	-	-	-	1,7%	2,7%	3,3%
H&M	199,70	+2,5%	18,8	17,2	16,0	10,5	9,5	8,7	1,6	1,5	1,4	533%	487%	452%	4,9%	4,9%	5,0%
Hugo Boss	71,05	+3,2%	19,9	18,8	17,2	10,3	9,9	9,2	1,9	1,8	1,8	143%	135%	123%	3,9%	4,1%	4,4%
IC Group	150,50	-4,4%	28,4	21,3	17,2	13,3	11,6	9,8	1,0	1,0	1,0	-	-	-	3,3%	3,1%	3,5%
Inditex	30,77	+3,3%	30,2	28,3	25,5	18,4	17,3	15,7	4,1	3,7	3,4	503%	470%	424%	2,2%	2,4%	2,7%
Kappahl	45,30	-4,8%	9,6	11,0	10,3	5,8	6,1	5,8	0,7	0,7	0,7	86%	98%	93%	4,4%	4,7%	5,3%
Mediana			19,9	18,8	16,6	10,4	9,1	8,1	0,9	0,9	0,9	143%	135%	123%	2,2%	2,6%	2,7%

Wycena spółek e-commerce

Spółki	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			PEG Ratio			DYield		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
boohoo.com	1,73	-4,8%	78,8	61,6	47,9	53,3	36,9	26,7	6,3	3,4	2,4	164%	128%	100%	-	-	-
YOOX NET	30,50	+10,6%	74,0	50,9	35,6	23,6	17,9	13,7	1,9	1,6	1,4	152%	104%	73%	-	-	-
Zalando	45,78	+7,1%	87,0	67,8	51,6	37,9	29,8	23,3	2,3	1,9	1,5	398%	310%	236%	-	-	-
Mediana			78,8	61,6	47,9	37,9	29,8	23,3	2,3	1,9	1,5	164%	128%	100%	-	-	-

Źródło: Bloomberg

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)**EBIT** – zysk operacyjny**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** – wartość księgowa**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**EBITDA/EV** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją do wartości ekonomicznej**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalenty**MCap** – bieżąca kapitalizacja rynkowa**Miesięczna zmiana kursu (zmiana m/m)** – zmiana kursu akcji spółki od dnia publikacji poprzedniego opracowania lub w przeciągu ostatniego miesiąca**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 Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 13 grudnia 2017 o godzinie 8:35.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 13 grudnia 2017 o godzinie 8:35.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Ochrony Środowiska, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Polski Bank Komórek Macierzystych, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zakłady Automatyki „Polna”, Zastal, ZUE.

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

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Asseco Poland, Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, Boryszew, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Enea, Energa, Erbud, Ergis, Erste Bank, Eurocash, Getin Noble Bank, Impexmetal, ING BSK, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, Netia, Orange Polska, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polnord, Polski Bank Komórek Macierzystych, Polwax, PZU, Raiffeisen Bank International, Roby, Skarbiec Holding, Stelmet, Sygity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Famur, LC Corp, GetBack.

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 abonentową z Orange Polska S.A.

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

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

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

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

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy
Bytom

rekomendacja	przeważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	2,50	2,67	2,37
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91	64 826,07	63 886,54

CCC

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	239,85	276,00	262,20	225,50	207,00
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 289,69	64 973,76	58 300,37	55 560,23

Gino Rossi

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-11-28	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	1,29	1,78
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91	63 886,54

LPP

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-20	2017-04-05	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	8173,95	8172,05	8696,65	6700,00	6635,25	5369,90
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 289,69	64 973,76	61 048,15	59 015,12	55 560,23

Monnari

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	8,21	8,93	7,89
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91	64 826,07	63 886,54

TextilMarket

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-08	2017-03-09
kurs z dnia rekomendacji	2,02	1,99	2,97	4,00	5,50
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 973,76	60 752,25	58 559,14

Vistula

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2017-12-13	2017-11-28	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	4,36	3,88	3,26
WIG w dniu rekomendacji	62532,46	64 177,91	63 886,54

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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 Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

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 86
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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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