mBank Dom Maklerski

mBank.pl

środa, 23 maja 2018 | opracowanie cykliczne

Spółki handlowe: maj 2018

Handel, Polska

Opracowanie: Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

Spółki odzieżowe i obuwnicze

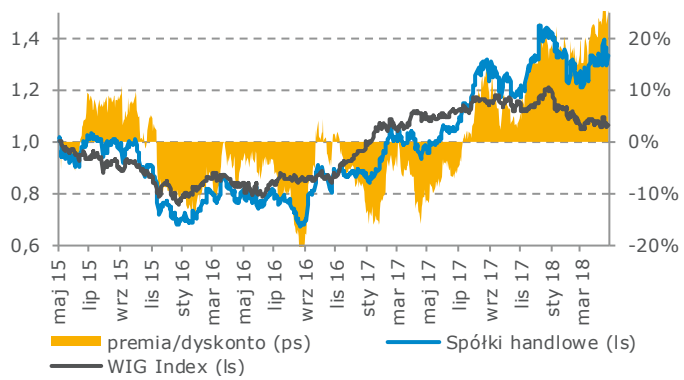
- **Miesięczne wyniki sprzedażowe w IV'18:** na dynamikę sprzedaży spółek r/r osiągniętą w kwietniu wpłynęły (1) sprzyjające warunki pogodowe, (2) efekt niskiej bazy oraz (3) niesprzyjający efekt ograniczenia handlu w niedzielę (4/5 niedziel bez handlu). **Pozytywnie oceniamy** wyniki opublikowane przez **CCC** (wysoka dynamika sprzedaży r/r, poprawa lfl), **VST** (poprawa lfl oraz rentowności sprzedaży) oraz **TXM** (drugi z rzędu miesiąc poprawy sprzedaży/mkw. r/r). **Negatywnie oceniamy** wyniki **BTM** (spadek sprzedaży porównywalnej), **MON** (brak poprawy sprzedaży r/r) oraz **GRI** (spadek sprzedaży w obu segmentach).
- **Wyniki za 1Q'18: Wysoką stratę** na poziomie EBITDA **zaraportowały LPP oraz CCC** (efekty niesprzyjających warunków pogodowych). **Słabe wyniki** w 1Q'18 odnotowało **MON** (spadek sprzedaży r/r przełożył się na niższy wynik EBITDA r/r, pomimo istotnego wzrostu rentowności), **TXM** (niska sprzedaż wpłynęła na nieznacznie niższą stratę EBITDA r/r). **Pozytywnie oceniamy** rezultaty zaraportowane przez **VST** (efekt dźwigni operacyjnej spowodował wzrost EBITDA r/r w 1Q'18, pomimo niższej rentowności sprzedaży r/r w 1Q'18). **Dobre wyniki** w 1Q'18 powinien zaraportować **BTM** (poprawa lfl oraz oczekiwana kontynuacja wzrostu EBITDA r/r).
- **Perspektywa na kolejne miesiące:** Dobre warunki pogodowe na początku maja powinny wspierać dynamikę sprzedaży r/r większości spółek z sektora odzieżowo-obuwniczego. Oczekujemy utrzymania **pozytywnego trendu** w sprzedaży porównywalnej oraz rentowności sprzedaży w **LPP, VST, TXM** oraz **BTM**. Zwracamy uwagę na **efekt wysokiej bazy w CCC** (sprzedaż +38,9% r/r w V'17). Stopniowego **odbicia dynamiki sprzedaży** oczekujemy w **MON** (efekt bazy oraz działania marketingowe). **Spadek dynamiki sprzedaży r/r** powinien być utrzymany **w GRI**.
- **Oferta na kupno Simple CP**: MON uzyskało prawo pierwokupu Simple CP do końca maja 2018 oraz udzieliło Simple CP finansowania do kwoty 4 mln PLN. We wstępnej ofercie wartość Simple CP została określona w przedziale 46-50,5 mln PLN. Naszym zdaniem ostateczna cena może być niższa niż wykazana we wstępnej ofercie. **Potencjalna akwizycja byłaby korzystna dla MON oraz GRI w średnim terminie**.
- Ze względu na podjęte przez **GRI** działania naprawcze (przygotowanie do sprzedaży Simple CP oraz uchwalona emisja do 20 mln akcji) i związana z nimi niepewność dotycząca przyszłych wyników, zaprzestajemy publikacji szacunków dla GRI.
- **Fuzja VST i BTM: wartość parytetu ceny akcji BTM do VST na dzień 22.05.2018 wyniosła 0,60x** i była 16,2% poniżej punktu środkowego wyznaczonego na 0,72x. Zgodnie z informacjami przekazanymi przez VST, decyzja prezesa UOKiK w sprawie połączenia obu spółek powinna zostać przekazana w pierwszej połowie czerwca (**potencjalny pozytywny wpływ na kurs VST oraz BTM**).
- Nieznacznie korygujemy nasze prognozy EBITDA/EBIT/zysku netto dla **VST** (podniesienie), **BTM** (obniżenie), **MON** (obniżenie). **Podnosimy nasze pozycjonowanie** dla **VST** z równoważ do przeważaj (13,7x P/E'18 oraz oczekiwane efekty synergii z fuzji).
- **Indeks P/E 12M FWD dla spółek handlowych wzrósł w okolice drugiego odchylenia standardowego od średniej 3-letniej wartości wskaźnika od momentu wydania ostatniego raportu** (wzrost z +1 odchylenia standardowego w kwietniu).
- **NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE – PRZEWAŻENIE:** CCC, LPP, VST, BTM, MON, TXM

Zmiana kursu M/M* i YTD

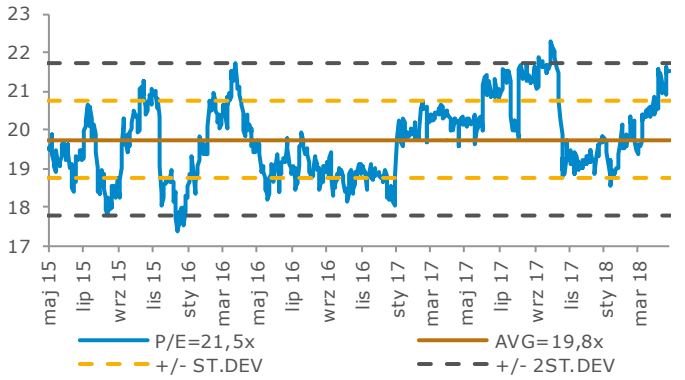
Polska	M/M	YTD
LPP	+4,3%	+5%
Vistula	+0,0%	+9%
CCC	-0,4%	-5%
Wojas	-1,4%	+13%
Bytom	-3,0%	+11%
Redan	-4,6%	-5%
TextilMarket	-15,2%	-19%
Monnari	-16,9%	-13%
Gino Rossi	-35,1%	-43%
Próchnik	-56,3%	-74%
WIG Odzież	+2,0%	+1%
WIG	-2,1%	-7%
Zagranica	**M/M**	**YTD**
Boohoo.com	+35,5%	+11%
Next	+15,0%	+29%
H&M	+13,7%	-11%
Inditex	+12,1%	-5%
KappAhl	+11,6%	-32%
IC Group	+10,9%	+9%
Zalando	+6,7%	+4%
Nike	+6,3%	+14%
Hugo Boss	+6,1%	+14%
Marks & Spen	+5,6%	-7%
ABC Mart	+5,1%	+11%
Crocs	+4,2%	+32%
Caleres	+3,8%	+6%
Gerry Weber	+3,7%	-15%
FootLocker	+2,9%	-5%
YOOX	+0,4%	+30%
Adidas	-6,1%	+19%
Geox	-10,8%	-11%
Europa**	+6,0%	+19%
Świat**	+4,8%	+15%
Indeksy	**M/M**	**YTD**
EMEA Text.	-1,9%	-4%
WORLD Text.	-2,7%	-9%
MSCI EM	-1,8%	-1%
EU Akcje	+0,2%	+0%

*zmiana w okresie 16.04-22.05
**indeksy MSCI Textiles EU oraz World

Indeks cenowy spółek handlowych vs. WIG



Mediana P/E 12M fwd dla spółek handlowych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

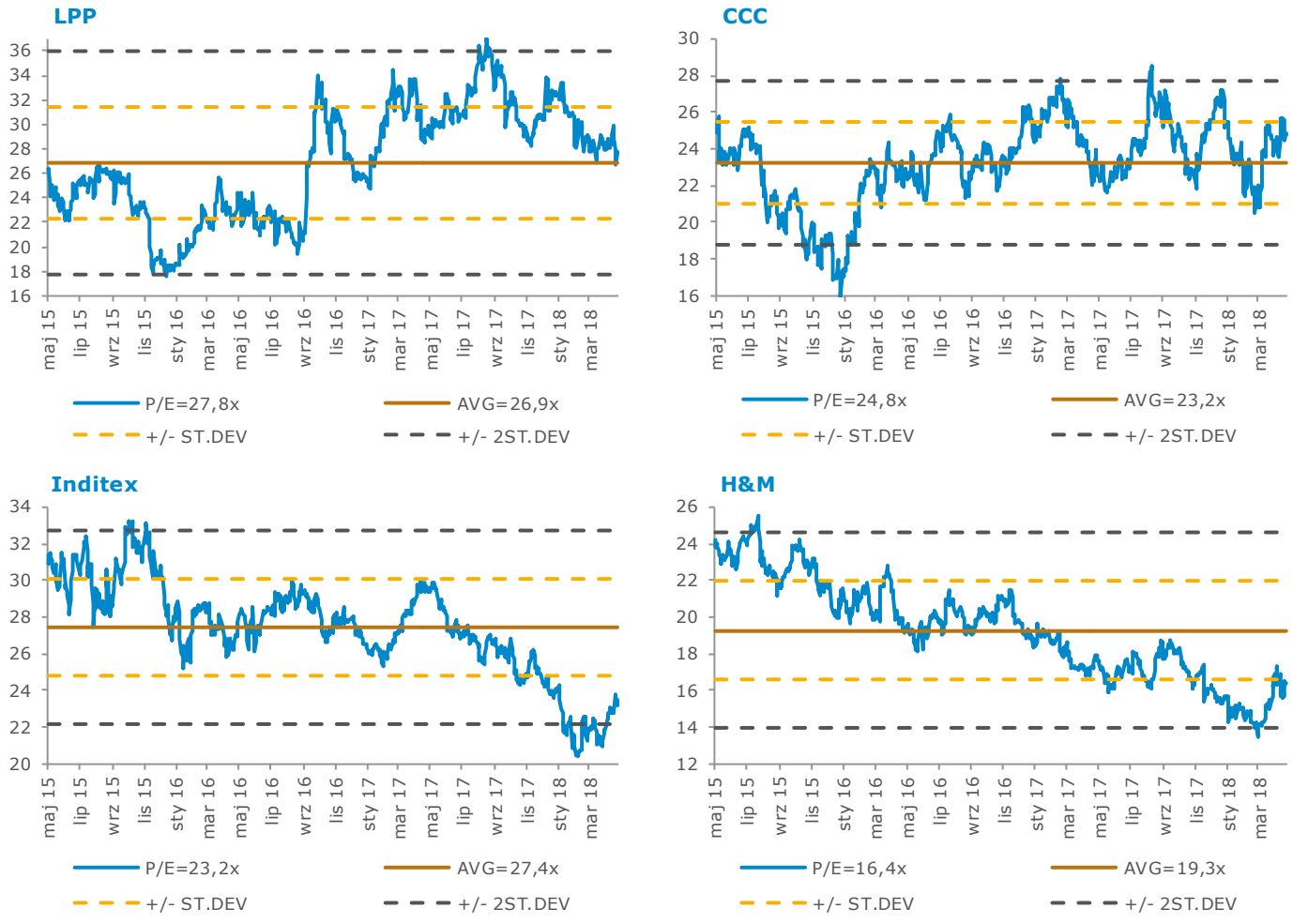
Prognozy i pozycjonowanie spółek handlowych (mln PLN)

Spółka	MCap	EV	Dług netto	DN/ EBITDA	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
					2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
LPP	17 320	17 099	-221	-0,3	8 328	9 752	11 074	1 120	1 282	1 432	793	925	1 045	645	758	862
CCC	11 137	11 970	833	1,6	5 223	6 755	8 319	588	845	1 072	480	725	943	315	532	715
Vistula	833	959	126	1,6	799	899	989	99	117	129	83	99	110	61	75	84
Monnari	220	176	-44	-1,7	259	278	297	33	35	38	28	30	33	23	25	27
Bytom	208	226	18	0,9	214	244	261	25	27	30	20	22	23	16	17	19
TextilMarket	65	111	46	-	446	493	523	15	27	33	8	20	25	6	15	20

Spółka	Pozycjonowanie		Cena	Cena	Zmiana	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			PEG Ratio		
	aktualne	zmiana	docelowa	bieżąca	m/m	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
LPP	N	▼	9500	9350	+4,3%	26,8	22,8	20,1	14,9	12,6	10,9	5,8	4,9	4,2	1,1	0,9	0,8
CCC	OW	-	295,00	270,80	-0,4%	35,4	20,9	15,6	19,8	13,8	10,7	8,2	6,1	4,5	1,0	0,6	0,4
Vistula	OW	▲	-	4,79	+0,0%	13,7	11,2	9,9	9,2	7,5	6,4	1,4	1,2	1,1	-	-	0,4
Monnari	OW	►	-	7,19	-16,9%	9,4	8,8	8,0	4,3	3,8	2,9	1,0	0,9	0,8	1,2	1,1	1,0
Bytom	OW	►	-	2,92	-3,0%	13,0	11,9	11,0	8,4	7,4	6,4	2,6	2,1	1,8	0,7	0,6	0,6
TextilMarket	OW	-	5,44	1,95	-15,2%	11,0	4,3	3,3	7,3	4,0	3,0	1,2	1,0	0,9	-	-	-
Mediana						**13,4**	**11,5**	**10,5**	**8,8**	**7,5**	**6,4**	**2,0**	**1,7**	**1,4**	**1,0**	**0,8**	**0,6**

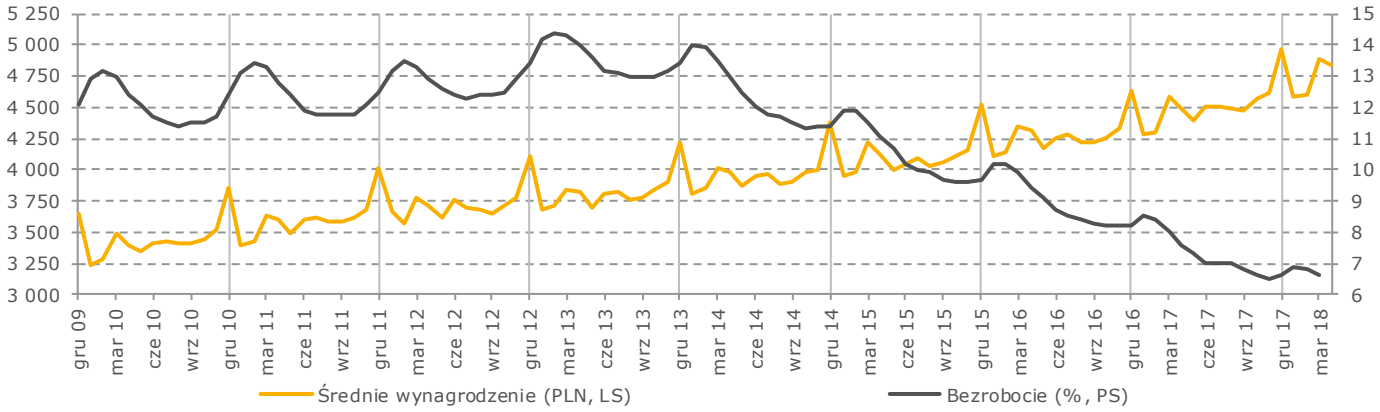
Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (*overweight*) – przeważenie, N (*neutral*) – równoważenie, UW (*underweight*) – niedoważenie

Wskaźnik P/E 12M fwd dla największych spółek

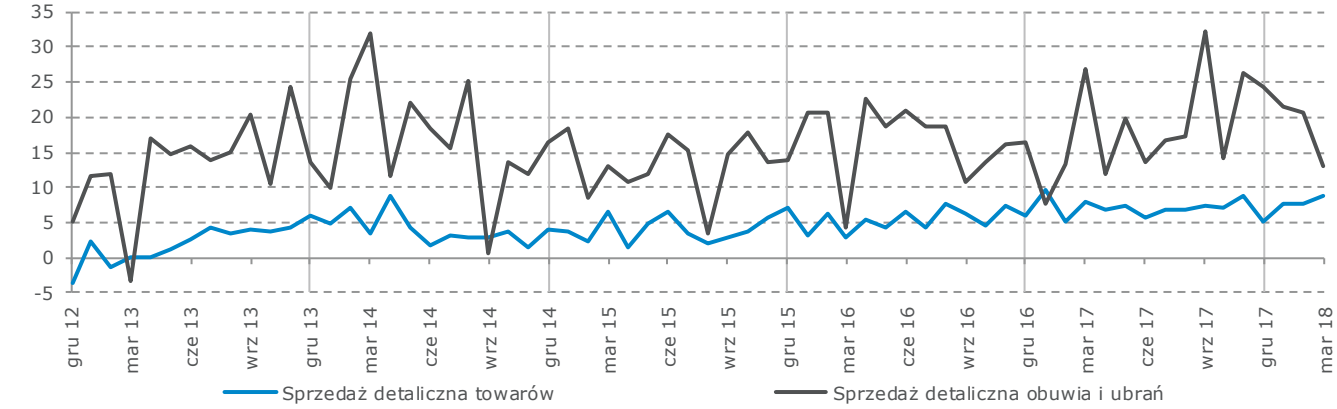


Źródło: Bloomberg

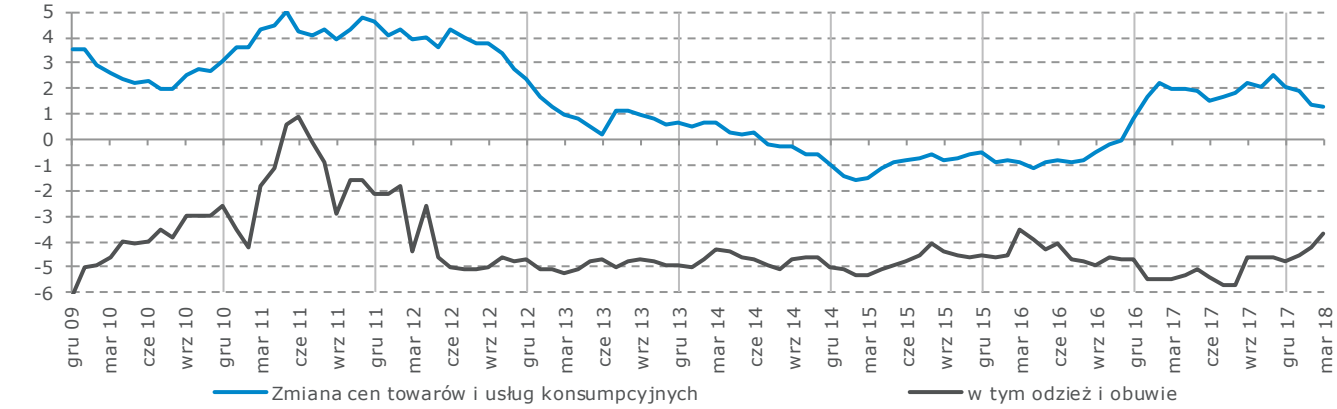
Bezrobocie (%) oraz średnie miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw (PLN)



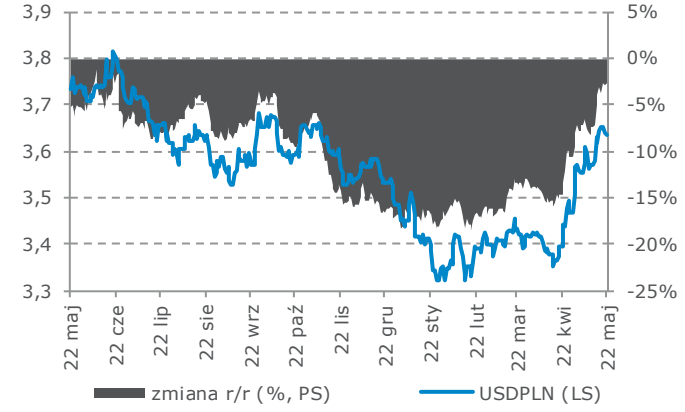
Roczna dynamika sprzedaży detalicznej, obuwia oraz odzieży (%)



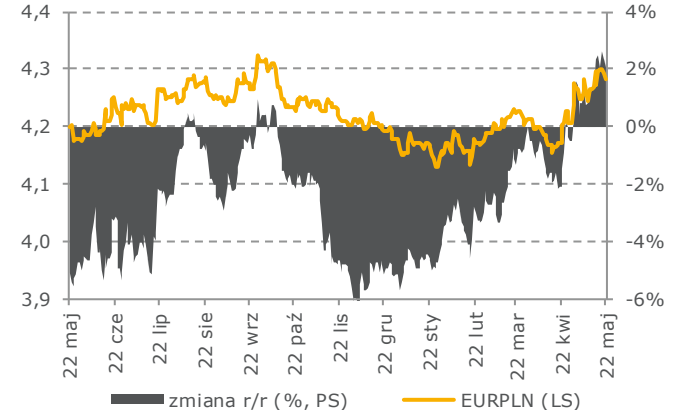
Zmiana cen odzieży i obuwia (%)



Kurs USDPLN i zmiana r/r

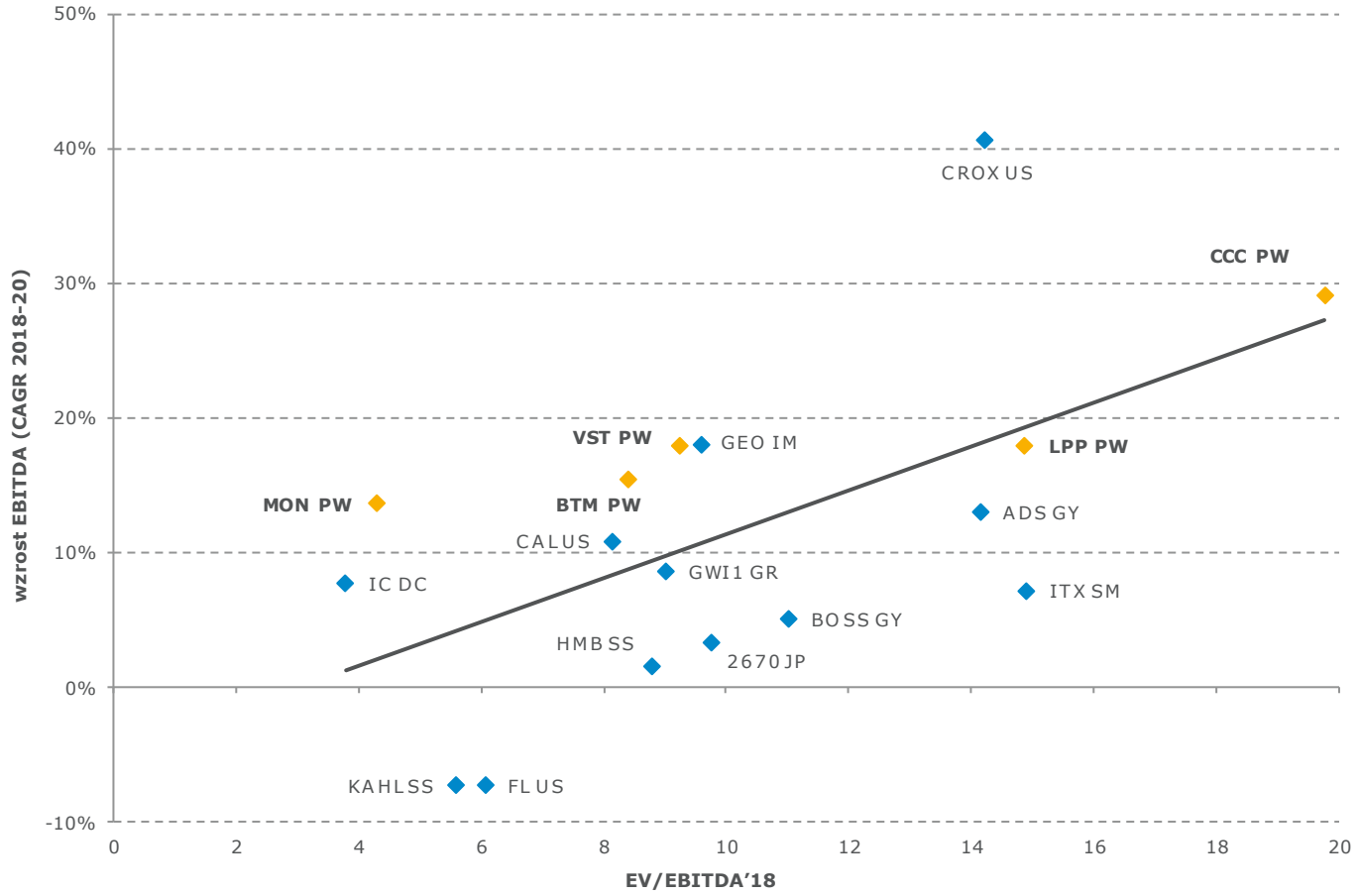


Kurs EURPLN i zmiana r/r

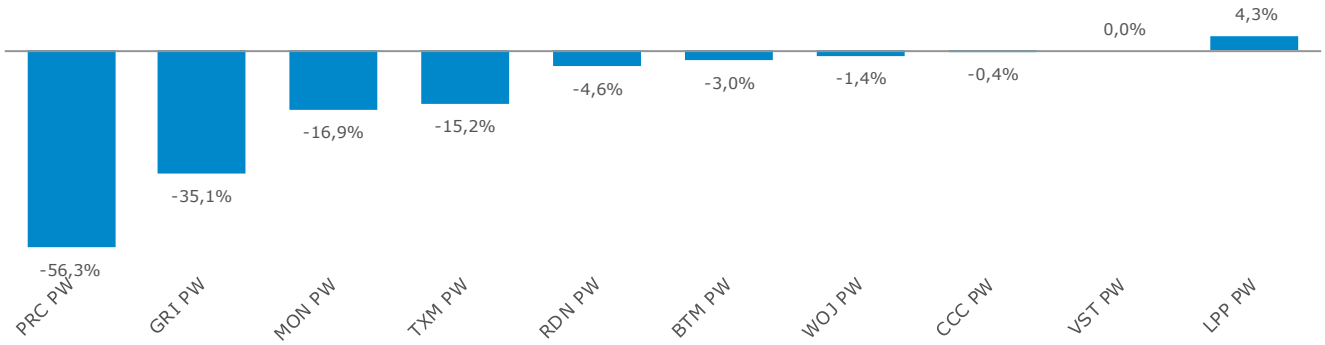


Źródło: GUS, Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

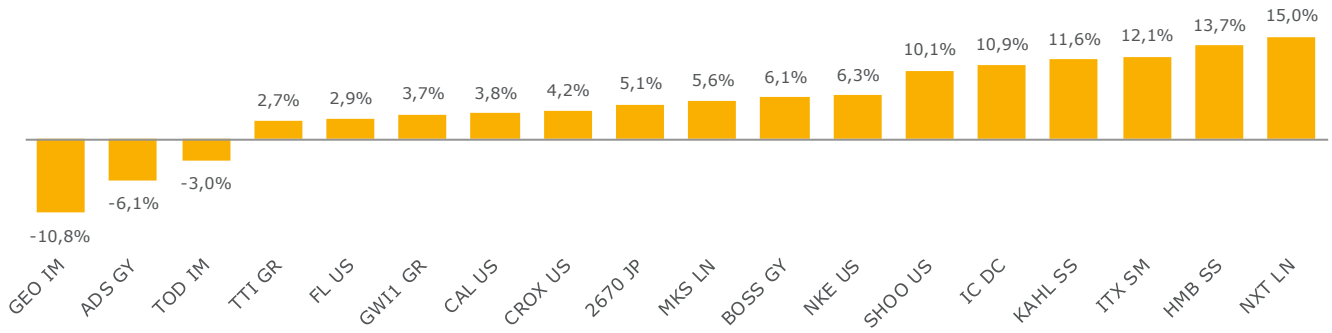
EV/EBITDA'18 vs. EBITDA CAGR 2018-20 dla wybranych spółek z sektora



Miesięczny performance spółek polskich

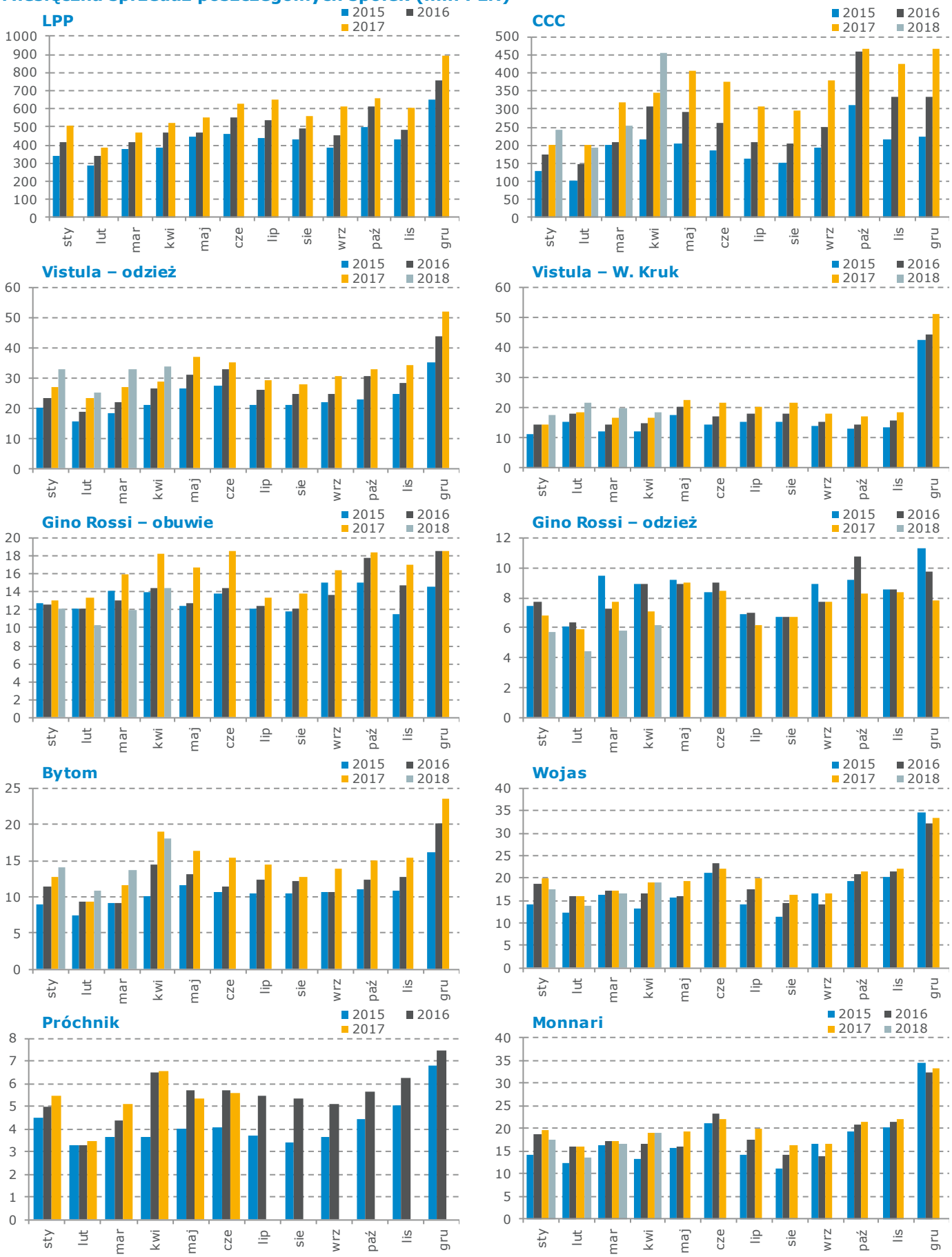


Miesięczny performance spółek zagranicznych



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												2018			
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV
Dynamika sprzedaży r/r (%)																								
LPP	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	18,1				
CCC	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	39,6	21,0	-3,3	-19,6	32,0
VST	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	17,0	21,8	11,8	22,2	16,3
BTM	12,0	6,1	18,1	16,9	-1,4	13,2	16,3	24,9	11,1	-0,5	28,7	31,4	24,1	35,1	16,8	3,9	32,0	20,0	20,5	17,0	11,2	15,0	16,6	-5,6
MON	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	3,4	-12,1	-14,9	-4,6	0,0
TXM	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	-2,1	-4,0	-4,5	12,0	5,6
GRI	0,0	5,9	2,6	1,6	-10,5	17,7	15,8	9,3	-2,0	3,8	10,8	9,0	19,4	15,8	-0,5	8,5	13,1	-6,6	8,5	-6,7	-10,1	-23,4	-24,6	-18,9
Sprzedaż/mkw. (zmiana r/r oznaczona kolorem)																								
LPP	548	641	614	566	518	685	534	825	555	420	512	573	603	674	700	600	654	693	625	907				
CCC	733	647	507	496	591	1065	751	735	439	439	685	727	845	776	630	596	760	913	809	866	446	355	466	818
VST	1958	1885	1654	1603	1495	1666	1624	3013	1430	1469	1538	1585	2019	1936	1672	1670	1609	1718	1743	3248	1599	1514	1731	1691
BTM	1226	1057	1143	1121	967	1114	1102	1695	1045	763	941	1512	1263	1174	1096	961	1060	1124	1126	1695	1005	763	953	1252
MON	581	842	619	497	475	689	704	1070	643	523	549	599	601	692	619	503	515	653	665	997	558	436	525	575
TXM	414	381	329	380	340	410	351	488	248	216	244	291	328	290	310	308	344	342	321	442	226	199	265	302
GRI	1423	1541	1293	1244	1405	1876	1536	1859	1308	1262	1562	1692	1719	1795	1283	1349	1592	1747	1654	1719	1165	957	0	0
Marża brutto na sprzedaży (zmiana r/r oznaczona kolorem)																								
LPP	53%	47%	38%	45%	59%	60%	60%	36%	35%	44%	60%	59%	59%	52%	36%	47%	62%	61%	59%	56%				
VST	53%	51%	49%	50%	55%	54%	52%	51%	50%	50%	52%	54%	53%	51%	50%	50%	55%	55%	52%	52%	49%	48%	50%	55%
BTM	57%	54%	52%	52%	55%	55%	50%	48%	46%	46%	51%	52%	51%	50%	49%	49%	53%	55%	53%	50%	49%	48%	53%	54%
GRI	54%	51%	44%	44%	49%	57%	52%	53%	45%	41%	50%	48%	48%	45%	40%	39%	45%	47%	45%	38%				
Zmiana MBNS (p.p.)																								
LPP	+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	+20,0				
VST									+0,2	-0,3	-1,2	-2,4	+0,1	-0,6	+1,6	-0,1	-0,9	+1,2	+0,2	+1,2	-0,6	-1,1	-2,6	+0,1
BTM	-1,1	-1,8	-0,5	+0,5	-0,6	-2,6	-5,4	-3,1	-7,0	-1,3	-3,1	-2,3	-6,2	-3,5	-2,7	-2,6	-1,6	-0,8	+3,1	+2,3	+3,5	+2,3	+2,2	+1,9
GRI	+3,8	+3,8	+2,8	+1,8	-0,2	+3,7	+0,8	+2,6	+0,4	-5,0	+0,2	-6,7	-6,7	-6,0	-3,9	-5,3	-4,5	-11,0	-6,9	-15,3				
Szacowany miesięczny zysk na sprzedaży (mln PLN)																								
LPP	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	113,5	67,9	212,8				
VST	7,7	5,8	2,2	2,0	2,9	0,7	0,1	21,8	-0,5	-0,1	2,3	3,3	10,2	7,5	3,0	2,7	4,4	1,3	0,8	26,8	1,0	-0,9	3,4	4,6
BTM	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	1,4	1,3	5,0	0,0	-1,7	0,4	2,4
GRI	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	1,9	0,8	-0,6				
Zmiana zysku na sprzedaży r/r (%)																								
LPP	-44	-27	b.d.	-96	24	50	71	-70	b.d.	b.d.	25	161	147	77	b.d.	72	146	-16	17	446				
VST	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	51	-13	32	29	37	33	50	82	455	23	b.d.	b.d.	44	38
BTM	-10	-49	15	23	-64	-30	-57	12	b.d.	b.d.	b.d.	39	-11	72	-18	-97	145	22	145	30	b.d.	b.d.	b.d.	-34
GRI	-10	45	b.d.	b.d.	-69	175	b.d.	102	b.d.	b.d.	65	-43	2	-17	b.d.	b.d.	-50	-66	-24	b.d.				

Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku

Dane finansowe w ujęciu kwartalnym

Spółka	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18
Dynamika sprzedaży r/r (%)													
LPP	6,1	9,0	2,2	12,1	17,2	16,4	18,0	17,7	16,0	13,5	21,8	15,9	16,0
CCC	20,1	22,5	8,1	11,1	23,8	41,4	29,7	49,2	34,8	30,8	48,5	20,8	
Vistula	17,2	16,2	18,0	13,5	15,6	16,4	15,0	17,9	14,1	11,4	15,2	18,5	
Bytom	24,5	33,9	20,9	24,9	17,2	20,1	11,1	18,8	14,5	30,4	17,9	20,8	
Monnari	24,9	24,2	16,2	22,3	20,2	11,0	8,2	0,0	2,5	7,2	16,5	3,3	
TXM	15,9	16,7	9,9	14,9	16,7	21,6	20,1	21,5	1,6	-0,8	9,6		
Gino Rossi	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	587	572	556	552	553	558	566	576	584	593	613	623	632
CCC	616	617	596	582	575	604	606	648	653	674	703	712	
Vistula	1 483	1 534	1 574	1 605	1 636	1 675	1 697	1 736	1 755	1 762	1 779	1 822	
Bytom	1 141	1 187	1 198	1 207	1 187	1 188	1 167	1 163	1 154	1 189	1 186	1 186	
Monnari	763	773	767	767	763	739	718	677	659	650	653	639	
TXM	362	368	368	368	367	370	369	365	346	329	324		
Gino Rossi	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	58,0%	55,7%	54,6%	53,5%	51,7%	51,1%	49,7%	48,7%	48,5%	50,4%	50,7%	52,9%	52,4%
CCC	55,3%	54,6%	54,1%	54,9%	54,0%	53,9%	53,4%	52,7%	52,2%	51,7%	51,6%	51,2%	
Vistula	53,6%	53,4%	53,4%	53,0%	52,8%	52,9%	52,3%	52,1%	51,8%	51,6%	51,8%	52,2%	
Bytom	51,9%	52,5%	52,9%	53,0%	53,0%	52,6%	52,5%	51,3%	50,3%	49,6%	49,1%	49,3%	
Monnari	59,2%	57,9%	56,0%	54,8%	54,3%	54,5%	54,0%	54,3%	53,5%	53,3%	54,1%	55,4%	
TXM	41,1%	40,8%	40,6%	40,8%	41,1%	41,6%	41,6%	42,0%	41,9%	42,3%	40,9%		
Gino Rossi	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	258	248	237	232	233	239	245	247	254	259	265	273	275
CCC	258	258	256	249	251	258	259	264	269	269	280	288	
Vistula	668	676	690	705	718	738	744	753	757	751	754	770	
Bytom	489	491	493	483	478	478	477	480	485	482	479	477	
Monnari	322	313	311	309	301	301	299	300	299	299	296	294	
TXM	122	124	125	124	127	129	132	133	134	137	140		
Gino Rossi	728	707	686	677	666	670	670	667	670	681	691		
Marża EBIT LTM													
LPP	12,1%	11,0%	10,4%	9,8%	7,8%	6,6%	4,6%	3,8%	2,9%	4,7%	6,0%	8,2%	7,8%
CCC	11,9%	11,7%	10,3%	11,1%	10,0%	10,6%	10,0%	11,7%	10,7%	11,2%	11,0%	9,7%	
Vistula	8,3%	8,8%	9,1%	8,4%	8,3%	8,0%	7,7%	8,5%	8,2%	8,4%	8,6%	9,1%	
Bytom	6,9%	9,7%	10,3%	11,0%	10,7%	10,1%	9,4%	8,6%	6,8%	7,3%	6,9%	7,7%	
Monnari	16,2%	17,8%	15,5%	14,6%	14,5%	12,5%	11,0%	9,2%	6,8%	6,3%	7,5%	8,6%	
TXM	7,2%	7,0%	6,4%	6,7%	5,9%	6,1%	5,0%	4,4%	1,8%	-0,9%	-3,9%		
Gino Rossi	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	1 542	1 537	1 704	1 618	1 630	1 686	1 648	1 293	1 381	1 609	1 755	1 484	1 350
CCC	2 609	2 333	2 093	1 910	2 337	2 114	2 359	2 314	2 770	2 838	3 045	2 728	
Vistula	7 288	7 251	8 320	8 775	8 717	8 725	9 237	9 566	9 362	9 472	10 263	9 671	
Bytom	5 562	5 514	5 958	5 007	5 204	5 110	5 945	5 399	5 740	5 115	5 483	5 221	
Monnari	1 553	1 372	2 130	2 007	1 747	1 665	2 147	1 924	1 628	1 388	1 616	1 350	
TXM				820	958	894	1 007	877	969	1 024	1 021		
Gino Rossi	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	9,9%	1,9%	11,2%	15,9%	5,7%	9,7%	-3,3%	-20,1%	-15,3%	-4,6%	6,5%	14,8%	-2,3%
CCC	13,9%	-11,4%	-23,2%	-26,0%	-10,4%	-9,4%	12,7%	21,1%	18,5%	34,3%	29,1%	17,9%	
Vistula	7,2%	7,7%	10,0%	15,9%	19,6%	20,3%	11,0%	9,0%	7,4%	8,6%	11,1%	1,1%	
Bytom	45,0%	37,8%	17,9%	-4,8%	-6,4%	-7,3%	-0,2%	7,8%	10,3%	0,1%	-7,8%	-3,3%	
Monnari	33,3%	23,1%	24,3%	43,9%	12,5%	21,4%	0,8%	-4,1%	-6,8%	-16,7%	-24,7%	-29,8%	
TXM								7,0%	1,2%	14,5%	1,4%		
Gino Rossi	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		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
ABC Mart	7150,00	+5,1%	19,9	19,2	18,5	9,8	9,5	9,1	1,9	1,8	1,7	4,9	4,7	4,6	1,8%	1,9%	2,0%
Adidas	195,50	-6,1%	23,9	20,4	17,7	14,1	12,4	10,9	1,8	1,6	1,5	0,9	0,8	0,7	1,6%	1,9%	2,2%
Caleries	35,34	+3,8%	17,4	14,4	13,0	8,1	7,8	7,3	0,6	0,6	0,6	0,8	0,7	0,6	0,8%	0,8%	0,8%
Crocs	16,72	+4,2%	50,4	23,7	21,2	14,2	9,7	8,8	1,2	1,2	1,1	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%
Foot Locker	44,27	+2,9%	19,9	9,8	9,2	6,1	5,0	4,9	0,6	0,6	0,6	-	-	-	2,8%	3,0%	3,2%
Geox	2,52	-10,8%	22,9	17,4	14,6	9,6	8,3	7,6	0,9	0,9	0,8	-	-	-	2,2%	2,6%	2,5%
Gerry Weber	7,91	+3,7%	46,0	22,8	19,4	9,0	7,7	7,4	0,7	0,6	0,6	-	-	-	1,0%	1,7%	1,8%
H&M	145,86	+13,7%	16,6	16,2	15,6	8,8	8,4	8,0	1,2	1,1	1,1	-	-	-	6,2%	6,2%	6,1%
Hugo Boss	77,90	+6,1%	21,5	19,4	17,7	11,0	10,2	9,5	2,0	1,9	1,8	2,2	2,0	1,8	3,5%	3,9%	4,1%
IC Group	158,60	+10,9%	23,7	24,8	19,9	3,8	12,9	10,9	1,1	1,2	1,2	1,6	1,7	1,4	3,0%	3,8%	2,8%
Inditex	27,30	+12,1%	25,2	24,0	21,6	14,9	13,9	12,6	3,1	2,9	2,7	3,3	3,1	2,8	2,7%	2,9%	3,2%
Kappahl	26,30	+11,6%	7,9	8,1	8,1	5,6	5,6	5,6	0,5	0,5	0,5	-	-	-	6,8%	6,6%	6,6%
Mediana			**22,2**	**19,3**	**17,7**	**9,3**	**9,0**	**8,4**	**1,1**	**1,1**	**1,1**	**1,9**	**1,9**	**1,6**	**2,5%**	**2,8%**	**2,6%**

Wycena spółek e-commerce

Spółki	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			PEG Ratio			DYield		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
boohoo.com	2,09	+35,5%	75,1	54,9	43,5	42,4	30,3	22,7	3,9	2,8	2,1	2,5	1,8	1,5	0,0%	0,0%	0,0%
YOOX NET	37,94	+0,4%	78,2	50,5	34,6	25,0	18,7	14,9	2,1	1,8	1,5	0,8	0,5	0,4	0,0%	0,0%	-
Zalando	46,05	+6,7%	78,3	59,0	45,5	31,8	25,4	20,3	1,9	1,6	1,3	2,3	1,7	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana			**78,2**	**54,9**	**43,5**	**31,8**	**25,4**	**20,3**	**2,1**	**1,8**	**1,5**	**2,3**	**1,7**	**1,3**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**

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 ekwiwalent
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 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 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 miedzy 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.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, PBKM, Pemug, Polimex-Mostostal, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energa, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Asseco SEE, Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, PBKM, Robyg.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 23 maja 2018 o godzinie 8:54.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 23 maja 2018 o godzinie 8:54.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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 poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Bytom

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-05-23	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,92	2,50	2,67	2,37

CCC

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	295,00	295,00	286,00	295,00	292,00	292,00	308,00	294,00
kurs z dnia rekomendacji	255,60	257,40	243,00	281,00	293,00	239,85	276,00	262,20

Gino Rossi

rekomendacja	zawieszona	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-05-23	2017-11-28	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,63	1,29	1,78

LPP

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-20
cena docelowa (PLN)	9500,00	9500,00	9500,00	9400,00	9900,00	8200,00	8400,00	8800,00	7400,00
kurs z dnia rekomendacji	9 260,00	8 900,00	8 620,00	9 790,00	9 990,00	8 173,95	8 172,05	8 696,65	6 700,00

Monnari

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	równoważ
data wydania	2018-05-23	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,19	8,21	8,93	7,89

TXM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-08
cena docelowa (PLN)	5,44	5,41	5,74	5,77	6,10	6,25
kurs z dnia rekomendacji	2,10	2,36	2,02	1,99	2,97	4,00

Vistula

rekomendacja	przeważaj	równoważ	przeważaj	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-05-23	2018-02-02	2018-01-19	2017-12-13	2017-11-28	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,79	5,16	4,34	4,36	3,88	3,26

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

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

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

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

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

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

Piotr Zybała
+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 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

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