

wtorek, 25 września 2018 | opracowanie cykliczne

Spółki handlowe: wrzesień 2018

Handel, Polska

Opracowanie: Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

Spółki odzieżowe i obuwnicze

- Miesięczne wyniki sprzedażowe w VIII'18:** Sierpień jest miesiącem wyprzedającym i warunki pogodowe mają umiarkowany wpływ na wolumeny sprzedaży. **Pozytywnie oceniamy** wyniki opublikowane przez **CCC** (poprawa sprzedaży porównywalnej w sklepach stacjonarnych/mkw. CCC r/r), **VST** (wzrost sprzedaży w kanale jubilerskim r/r) oraz **BTM** (wzrost lfl oraz rentowności sprzedaży). **Negatywnie oceniamy** rezultaty **MON** (spadek sprzedaży r/r przy znormalizowanej bazie), **GRI** (istotny spadek sprzedaży r/r w kanale hurtowym) oraz **TXM** (wysoki spadek sprzedaży r/r).
- Wyniki kwartalne:** Z grona obserwowanych spółek, wyników za 2Q'18 nie opublikowały **BTM** (poprawa lfl, oczekiwana EBITDA +20% r/r) oraz **VST** (oczekiwany przejściowy wzrost kosztów marketingu, co powinno przełożyć się na płaską EBITDA r/r). **W 3Q najważniejszym miesiącem pod względem wyniku jest wrzesień**, w którym dynamika sprzedaży r/r w 2018 roku może być pod negatywnym wpływem niesprzyjających warunków pogodowych oraz efektu wysokiej bazy. **Potencjalnie niskie wyniki sprzedażowe w IX'18 mogą wpłynąć negatywnie na rezultaty 3Q'18** obserwowanych spółek odzieżowych i obuwniczych.
- Perspektywa na kolejne miesiące:** Oczekujemy słabych wyników sprzedażowych u większości obserwowanych spółek we wrześniu. Niska baza oraz potencjalna normalizacja warunków pogodowych powinny naszym zdaniem przełożyć się na **istotny wzrost dynamiki sprzedaży r/r w październiku, który jest najistotniejszym miesiącem pod względem generowania wyniku w 4Q oraz całym roku u większości spółek**. Największymi beneficjentami potencjalnej poprawy sprzedaży w X'18 r/r powinny być notowania **CCC** oraz **TXM**. Oczekujemy utrzymania **pozytywnego trendu** w sprzedaży porównywalnej oraz rentowności sprzedaży w **LPP, VST** oraz **BTM**.
- Gino Rossi:** podpisana strategiczna umowa w sprawie dystrybucji butów Gino Rossi przez CCC powinna przełożyć się na 36-40 mln PLN przychodów w latach 2019-20. Do negocjacji w sprawie zbycia Simple CP dołączył OCTF (właściciel marki 4F), co powinno przyspieszyć proces sprzedaży podmiotu. **Potencjalne dodatkowe środki pozyskane ze sprzedaży Simple CP oraz umowy z CCC, powinny zasilić kapitał obrotowy spółki i pozytywnie przełożyć się na wyniki w średnim terminie.**
- Fuzja VST i BTM:** spółki uzyskały zgodę UOKiK na fuzję. **Trwa oczekiwanie na akceptację memorandum informacyjnego o emisji akcji przez KNF. Wysokość parytetu ceny akcji BTM do VST na dzień 24.09.2018 wyniosła 0,67x i była 6,8% poniżej punktu środkowego wyznaczonego na 0,72x.** Od wydania poprzedniego raportu miesięcznego kursy obu spółek spadły, a **według naszych szacunków VST/BTM są wycenione odpowiednio na 11,3x/12x P/E'18 oraz 9,2x/11x P/E'19.**
- TXM pozyskał 31,9 mln PLN z emisji akcji/obligacji w sierpniu 2018.** Kwota zasilila kapitał obrotowy i powinna wpłynąć na zatowarowanie w kolejnych miesiącach. **Oczekujemy odwrócenia się negatywnego trendu w sprzedaży w X'18** (zakładany spadek sprzedaży r/r w IX'18 ze względu na warunki pogodowe i efekt bazy).
- Indeks P/E 12M FWD dla spółek handlowych** obniżył się do -1 odchylenia standardowego od średniej 3-letniej wartości wskaźnika od momentu wydania ostatniego raportu. Korygujemy indeks spółek o IC Group, które wypłaciło nadzwyczajną dywidendę we IX'18. **Biorąc pod uwagę cofnięcie się indeksu w ostatnim miesiącu oraz potencjalny wzrost sprzedaży r/r w X'18 można oczekiwać odbicia.**
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE – PRZEWAŻENIE:** CCC, LPP, VST, BTM

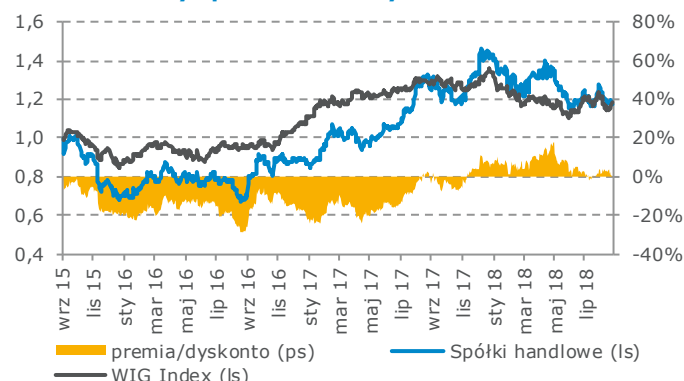
Zmiana kursu M/M* i YTD

Polska	M/M	YTD
CCC	+6,4%	-16%
Gino Rossi	+5,5%	-47%
LPP	-1,8%	-1%
Wojas	-6,4%	-2%
Bytom	-7,6%	+2%
Vistula	-7,7%	-10%
Redan	-9,8%	-16%
Monnari	-12,4%	-28%
Próchnik	-50,0%	-98%
TextilMarket	-58,0%	-74%
WIG Ozież	+0,4%	-8%
WIG	-1,7%	-8%
Zagranica	M/M	YTD
H&M	+13,7%	-12%
Boohoo.com	+9,2%	+0%
Crocs	+4,6%	+69%
ABC Mart	+4,0%	-3%
Nike	+2,5%	+35%
Kappa Hl	+0,8%	-12%
YOOX	+0,0%	+30%
FootLocker	-1,7%	+1%
Adidas	-2,5%	+27%
Geox	-3,2%	-23%
Inditex	-6,3%	-8%
Next	-6,3%	+16%
Marks & Spen	-6,5%	-6%
Caleres	-7,1%	+4%
Hugo Boss	-7,4%	-5%
Zalando	-23,6%	-21%
Gerry Weber	-38,8%	-68%
IC Group	-57,7%	-53%
Europa**	-2,0%	+13%
Świat**	-1,0%	+18%
Indeksy	M/M	YTD
EMEA Text.	+0,0%	-11%
WORLD Text.	-2,9%	-27%
MSCI EM	-0,7%	-10%
EU Akcje	+1,1%	-4%

*zmiana w okresie 24.08-24.09

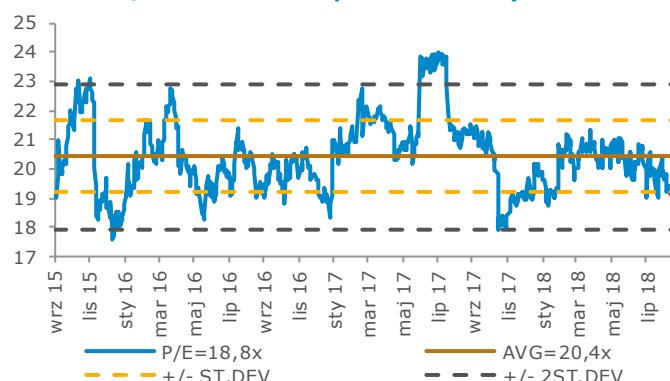
**indeksy MSCI Textiles EU oraz World

Indeks cenowy spółek handlowych vs. WIG



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Mediana P/E 12M fwd dla spółek handlowych



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 między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie 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. 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, 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, Energia, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PBKM, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PZU, Solar Company, 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, Amica, 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, Energia, 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, Pekabex, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Roby, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Work Service, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu w transakcjach na akcjach: Asseco SEE, Cognor Holding, LC Corp, PBKM, .

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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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

CCC

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	295,00	295,00	295,00	286,00	295,00	292,00	292,00	308,00
kurs z dnia rekomendacji	242,80	255,60	257,40	243,00	281,00	293,00	239,85	276,00

Gino Rossi

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

LPP

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-06-18	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	10200,00	9500,00	9500,00	9500,00	9400,00	9900,00	8200,00	8400,00
kurs z dnia rekomendacji	9 025,00	9 260,00	8 900,00	8 620,00	9 790,00	9 990,00	8 173,95	8 172,05

Monnari

rekomendacja	równoważ	przeważa	przeważa	przeważa
data wydania	2018-07-13	2018-05-23	2017-11-28	2017-09-13
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,60	7,19	8,21	8,93

TXM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-07-04	2018-05-09	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03
cena docelowa (PLN)	3,48	5,44	5,41	5,74	5,77
kurs z dnia rekomendacji	1,28	2,10	2,36	2,02	1,99

Vistula

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

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz**Kamil Kliszczyk**

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**Kamil Szymański**

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

Jarosław Banasiak

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