

poniedziałek, 28 stycznia 2019 | opracowanie cykliczne

# Spółki handlowe: styczeń 2019

## Handel, Polska

Opracowanie: Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

### Spółki odzieżowe i obuwnicze

- Miesięczne wyniki sprzedażowe:** grudzień jest okresem rozpoczynającym głębsze wyprzedaże w sektorze odzieżowym i obuwniczym. i ma relatywnie niski wpływ na rezultaty spółek w 4Q. W sektorze jubilerskim, XII jest najważniejszym miesiącem w roku.
- VRG (przeważają):** Pozytywnie oceniamy wyniki sprzedażowe opublikowane przez VRG w XII'18, gdzie poprawa lfl w kanale jubilerskim r/r, powinna pozytywnie wpłynąć na wynik spółki w 4Q. Niepokojący może być kolejny miesiąc relatywnie niskiej dynamiki sprzedaży w segmencie odzieżowym (spadek sprzedaży porównywalnej w XII'18). Biorąc pod uwagę aktualną wycenę VRG, potencjał do wzrostu wyników w 2019 roku oraz korzyści wynikające z połączenia z BTM, uważamy że spółka jest jednym z ciekawszych podmiotów pod względem inwestycyjnym z sektora.
- CCC ma problem z poprawą sprzedaży/mkw. r/r w stacjonarnych sklepach CCC** (ujemne dynamiki od IX'18), a dodatnia dynamika r/r napędzana jest przez konsolidację Vogele oraz wzrosty w e-commerce. Wysokie zatowarowanie spółki na koniec 3Q'18 (zapasy/mkw. +9,2% r/r; pośrednio efekt słabej sprzedaży w IX'18) oraz niska dynamika sprzedaży w X'18 i brak poprawy sprzedaży/mkw. w sklepach stacjonarnych CCC r/r w 4Q'18, mogą przełożyć się na dalszy wzrost wskaźnika zapasów/mkw. r/r na koniec 4Q'18. Niski wynik sprzedażowy w najważniejszym sezonowo X'18, przełoży się negatywnie na wynik 4Q'18, który może być obciążony odpisami związanymi ze sprzedażą CCC Niemcy. **Oczekujemy, że kurs spółki może negatywnie reagować w najbliższym miesiącu dyskontując słabe wyniki 4Q'18. W 2019 roku CCC ma wysoki potencjał po poprawy wyników r/r, jednak odwrócenia negatywnego trendu sprzedaży/mkw. r/r oczekivalibyśmy od III'19.**
- LPP opublikowało solidne wstępne wyniki za 4Q'18**, w których wraz z poprawą sprzedaży lfl spółka poprawiła rentowność sprzedaży r/r oraz odnotowała kolejny kwartał z malejącą dynamiką wzrostu kosztów SG&A/mkw. r/r. **Wyniki 4Q'18 były obciążone przez pozostałe koszty operacyjne** związane prawdopodobnie z zamknięciami sklepów. **W 2019 roku oczekujemy jednocyfrowego wzrostu lfl, utrzymania dynamiki wzrostu kosztów SG&A/mkw. r/r poniżej wzrostu sprzedaży/mkw. r/r oraz dalszego dynamicznego wzrostu w e-commerce**, co powinno wspierać rentowność spółki w 2019 r. Pozytywne wiadomości związane z wynikami 4Q'18 oraz perspektywą na 2019 rok zostały częściowo zdyskontowane przez kurs, który wzrósł 10% YTD, pozostawiając 7% potencjał wzrostu do naszej ceny docelowej.
- Wzrost kursu **Monnari (niedoważaj)** YTD (+31%) naszym zdaniem wynikał z dyskontowania poprawy dynamiki sprzedaży w XII'18. **Zwracamy uwagę, że spółka odnotowała poprawę wskaźnika sprzedaży/mkw. r/r od XI'18 po wprowadzeniu pierwszych obniżek cen.** Pomimo efektu niskiej bazy w kolejnych miesiącach, **widzimy ryzyko dla wyników spółki w 2019 roku płynące z rosnących kosztów SG&A/mkw. r/r** (w 3Q'18 spółka odnotowała pierwszy wzrost wskaźnika r/r od 3Q'17) oraz **potencjalnym problemem z utrzymaniem marży brutto na sprzedaży na takim samym poziomie r/r.** Czynnikiem jednorazowym wspierającym zachowanie się kursu może być sprzedaż części posiadanej działki.
- Indeks P/E 12M FWD dla spółek handlowych** odbił od -2 odchylenia standardowego i obecnie znajduje się w okolicach 3-letniej średniej wartości wskaźnika. **Naszym zdaniem wzrost wskaźnika wynika z bardziej optymistycznego podejścia inwestorów do poprawy wyników spółek z sektora handlowego w 2019 r. po słabym 2018 r.**
- PROPOZYCJE NA KOLEJNY MIESIĄC – PRZEWAŻENIE:** LPP, VRG

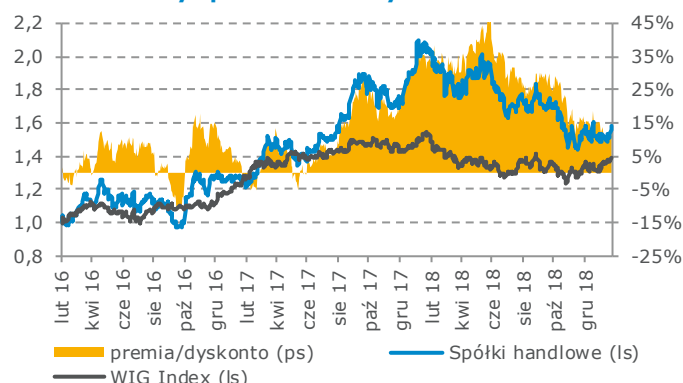
### Zmiana kursu M/M\* i YTD

Polska	M/M	YTD
Monnari	+25,2%	+34%
LPP	+8,0%	+10%
Redan	+3,5%	+11%
VRG	+1,0%	-1%
Gino Rossi	+0,0%	+0%
Wojas	-5,0%	+0%
CCC	-6,6%	-4%
WIG Odzież	+3,1%	+5%
WIG	+4,0%	+5%
Zagranica	M/M	YTD
Zalando	+32,7%	+33%
Boohoo.com	+22,8%	+18%
Hugo Boss	+21,2%	+19%
Nike	+19,4%	+9%
FootLocker	+19,3%	+7%
Crocs	+19,0%	+11%
Marks & Spen	+16,9%	+17%
IC Group	+16,6%	+18%
Next	+16,1%	+20%
Adidas	+11,0%	+12%
KappAhl	+7,2%	+6%
Inditex	+6,6%	+8%
Caleres	+3,5%	+3%
Geox	+2,7%	+8%
ABC Mart	+2,7%	+2%
H&M	+1,9%	+7%
YOOX	+0,0%	+0%
Gerry Weber	-71,4%	-73%
Europa**	+7,0%	+5%
Świat**	+11,5%	+8%
Indeksy	M/M	YTD
EMEA Text.	+8,9%	+6%
WORLD Text.	+3,0%	+3%
MSCI EM	+7,6%	+7%
EU Akcje	+6,1%	+6%

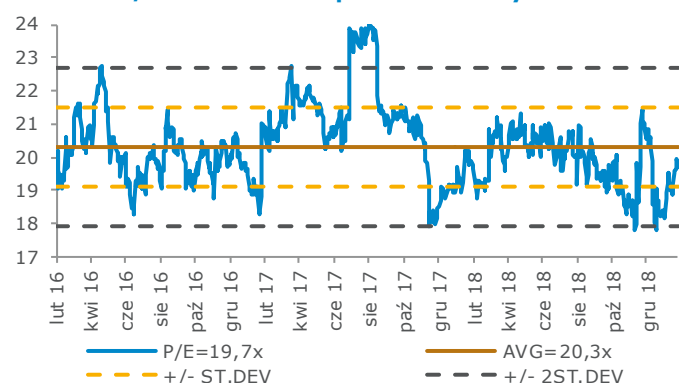
\*zmiana w okresie 20.12-27.01

\*\*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

**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. 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.

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, Opono.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, Rawlplug, Robyg, 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: Cognor Holding, 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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

[http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

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

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w 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 wybieni 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

### CCC

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	288,00	272,00	295,00	295,00	295,00	286,00	295,00	292,00
kurs z dnia rekomendacji	204,60	173,60	242,80	255,60	257,40	243,00	281,00	293,00

### Gino Rossi

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-05-23
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	0,63

### LPP

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-01	2018-06-18	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	9300,00	10200,00	10200,00	9500,00	9500,00	9500,00	9400,00	9900,00
kurs z dnia rekomendacji	7 730,00	8 625,00	9 025,00	9 260,00	8 900,00	8 620,00	9 790,00	9 990,00

### Monnari

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-12-05	2018-07-13	2018-05-23
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,75	6,60	7,19

### TXM

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-10-16	2018-07-04	2018-05-09	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	3,48	5,44	5,41
kurs z dnia rekomendacji	0,59	1,28	2,10	2,36

### VRG

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-08	2018-05-23	2018-02-02	2018-01-19
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,83	4,06	4,79	5,16	4,34

**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](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

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

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

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

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

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

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
+48 22 697 48 54  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

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

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

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

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

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

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)