

czwartek, 28 marca 2019 | opracowanie cykliczne

Spółki handlowe: marzec 2019

Handel, Polska

Opracowanie: Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

Spółki odzieżowe i obuwnicze

- Miesięczne wyniki sprzedaży:** Marzec jest najważniejszym miesiącem po względem budowania wyniku w 1Q, w którym gros sprzedaży generuje nowa kolekcja. Istotnie niższe temperatury w marcu 2018 przełożyły się na niskie dynamiki sprzedaży spółek z sektora oraz zbudowały niską bazę do liczenia dynamiki poprawy r/r w marcu 2019.
- Naszym zdaniem najwyższą dynamikę sprzedaży r/r w marcu'19 odnotuje CCC.** Oprócz poszerzenia oferty produktowej (m.in. dodanie produktów markowych), konsolidacji przejętych biznesów oraz wzrostu w e-commerce, dynamikę wyników r/r będzie wspierał efekt bazy (-19,3% r/r w III'18). **Oczekujemy, że kurs spółki może kontynuować odbicie po publikacji wyników za 4Q'18** (zgodnie z naszym bazowym scenariuszem). W kolejnych miesiącach 2019 roku efekt bazy powinien wspierać dynamikę sprzedaży spółki r/r (wyjątkami są kwiecień, lipiec oraz sierpień), co naszym zdaniem przełoży się na utrzymanie pozytywnego sentymentu do walorów spółki.
- VRG (przeważaj):** Neutralnie oceniamy wyniki sprzedażowe opublikowane przez VRG w okresie I-II'18, gdzie została utrzymana poprawa lfl w kanale jubilerskim oraz spadek lfl w segmencie odzieżowym. Spółka zaraportowała solidne wyniki za 4Q'18 oraz zaprezentowała dobre perspektywy na 2019 rok. Pierwsze efekty synergii z BTM powinny być widoczne przy sprzedaży kolekcji wiosna-lato'19 (od marca'19). **Korygujemy nasze wcześniejsze założenia wyników na lata 2019/20 z 88/103 mln PLN do 81/89 mln PLN.** (vs. 77/89 mln PLN oczekiwane przez rynek). Pomimo obniżenia prognoz, podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do spółki. W 2019 roku, szacowane 26 mln PLN wzrostu wyniku netto r/r powinno pochodzić ze (i) wzrostu organicznego (+8 mln PLN r/r), (ii) konsolidacji BTM (+10 mln PLN) oraz (iii) efektów synergii (+8 mln PLN). **Uwzględniając nasze szacunki spółka jest wyceniona na 12,5x/11,3x P/E'19/20.**
- Oczekujemy utrzymania wysokiego tempa poprawy sprzedaży porównywalnej LPP w 1Q'19 (częściowo efekt bazy z marca'19).** Niemniej, ze względu na mniej sprzyjający kurs zakupu kolekcji, oczekujemy płaskiego wyniku r/r (wstępne wyniki zostaną opublikowane w pierwszym tygodniu kwietnia). Biorąc pod uwagę wzrost kursu w marcu, oczekiwaliśmy realizacji zysków po wynikach w krótkim-terminie. Naszym zdaniem LPP ma potencjał do dwucyfrowej poprawy wyniku r/r w 2019 roku (kontynuacja wzrostu lfl, kontrola kosztów SG&A/mkw. oraz dalszy dynamiczny wzrost sprzedaży w e-commerce), co powinno wspierać zachowanie się kursu w terminie.
- Kurs Monnari (niedoważaj)** wzrósł o 14% od początku roku. **Spółka opublikowała wyniki za 4Q'18, w których pomimo wzrostu sprzedaży/mkw. widoczna jest presja na rentowność sprzedaży oraz koszty SG&A** (EBIT +2,8% r/r przy wzroście sprzedaży o 10,5% r/r). Niepokojący jest wzrost wskaźnika zapasów /mkw. o około 50% r/r na koniec 2018 roku. Wysoka dynamika sprzedaży r/r w pierwszych miesiącach 2019 roku wspierana była przez konsolidację wyników Eva Minge oraz efekt niskiej bazy (efekt będzie się utrzymywał do marca 2019). **Oczekujemy, że potencjalne spowolnienie dynamiki sprzedaży r/r połączone z presją na rentowność (mniej sprzyjający kurs USDPLN) oraz rosnącymi kosztami SG&A/mkw., przełożą się negatywnie na notowania spółki w kolejnych miesiącach.**
- Indeks P/E 12M FWD dla spółek handlowych** wzrósł w okolice 3-letniej średniej wartości wskaźnika z -1 odchylenia standardowego. **Indeks odnotowałby wyższy wzrost, gdyby nie spadki kursów spółek Gerry Weber oraz Caleres.**
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE**
PRZEWAŻENIE: CCC, LPP, VRG, **NIEDOWAŻENIE:** MON

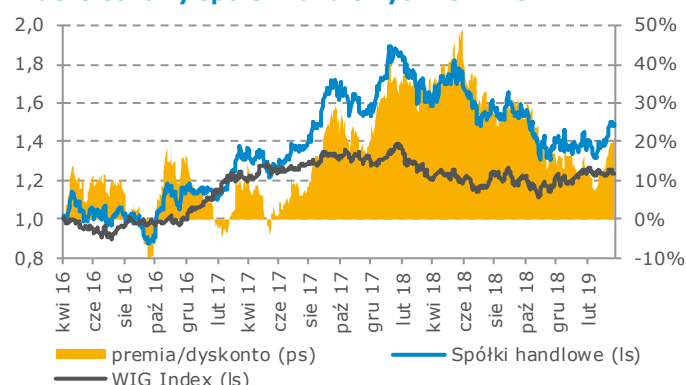
Zmiana kursu M/M* i YTD

Polska	M/M	YTD
Wojas	+21,2%	+29%
CCC	+17,9%	+9%
Monnari	+16,2%	+40%
VRG	+10,0%	+6%
LPP	+9,3%	+7%
Gino Rossi	+2,7%	+1%
Redan	-18,5%	+0%
WIG Odzież	+12,1%	+8%
WIG	-0,9%	+4%
Zagranica	M/M	YTD
Zalando	+30,7%	+56%
Geox	+11,6%	+41%
Next	+8,2%	+36%
Asos	+6,4%	+40%
Adidas	+5,8%	+17%
Boohoo.com	+5,6%	+17%
ABC Mart	+5,3%	+11%
Assoc BF	+2,9%	+17%
Inditex	+1,6%	+16%
H&M	+0,0%	+11%
Lululemon	-0,9%	+21%
Under Armour	-1,4%	+19%
Nike	-1,8%	+12%
FootLocker	-1,8%	+11%
KappAhl	-2,1%	-4%
Hugo Boss	-4,3%	+13%
Marks & Spen	-7,3%	+9%
Crocs	-9,4%	-2%
Caleres	-16,7%	-12%
Gerry Weber	-44,0%	-89%
Europa**	+3,3%	+15%
Świat**	+1,3%	+15%
Indeksy	M/M	YTD
EMEA Text.	-2,0%	+7%
WORLD Text.	+11,2%	+20%
MSCI EM	-0,5%	+8%
EU Akcje	+0,6%	+10%

*zmiana w okresie 20.02-27.03

**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 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, Santander Bank Polska, Capital Park, CD Projekt, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, I2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polinord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawilpug, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE, PEKABEX.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: Centrum Nowoczesnych Technologii, Orbis, Polenergia, Prime Car Management.

Assec 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.

Sporządzenie nowych rekomendacji zakończyło się 28 marca 2019 o godzinie 8:58.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 28 marca 2019 o godzinie 8:58.

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_rynke/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 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 branż 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	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05
cena docelowa (PLN)	291,00	288,00	272,00	295,00	295,00	295,00	286,00
kurs z dnia rekomendacji	178,80	204,60	173,60	242,80	255,60	257,40	243,00

Gino Rossi

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

LPP

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01	2018-06-18	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05
cena docelowa (PLN)	9300,00	9300,00	9300,00	10200,00	10200,00	9500,00	9500,00	9500,00
kurs z dnia rekomendacji	7 990,00	8 370,00	7 730,00	8 625,00	9 025,00	9 260,00	8 900,00	8 620,00

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

VRG

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-03-28	2018-12-05	2018-11-08	2018-05-23
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,29	3,83	4,06	4,79

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

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

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

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

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

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