

środa, 17 lipca 2019 | opracowanie cykliczne

Spółki handlowe: lipiec 2019

Handel, Polska

Opracowanie: Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

Spółki odzieżowe i obuwnicze (pozycjonowanie sektora: przeważają)

- Miesięczne wyniki sprzedażowe:** lipiec to okres wyprzedzowy o niskim wpływie na wyniki spółek.
- Kurs CCC istotnie wzrósł pod koniec czerwca dyskontując dobre wyniki sprzedażowe w miesiącu. Naszym zdaniem spadek kursu od początku lipca jest związany z oczekiwaniami słabych wyników spółki w 2Q'19,** na które wpływ będą miały: (1) niska dynamika sprzedaży w okresie kwiecień-maj, (2) potencjalne pogorszenie marży brutto na sprzedaży r/r oraz (3) utrzymująca się wysoka baza kosztowa. Poprawy nastrojów oczekiwaliśmy po publikacji wyników za 2Q'19, kiedy inwestorzy będą mogli dyskutować poprawę rezultatów spółki w 2H'19 r/r wspieraną niską bazą na sprzedaży we wrześniu i październiku. Od czerwca CCC nie publikuje danych miesięcznych. Wstępne dane za 3Q'19 zostaną udostępnione na początku października.
- VRG (przeważają): pozytywnie oceniamy wyniki sprzedażowe opublikowane przez VRG w 2Q'19.** W ujęciu miesięcznym, dynamika poprawy sprzedaży r/r spowolniła w czerwcu (niższa dynamika wzrostu r/r w segmencie jubilerskim), niemniej spółka istotnie poprawiła marżę brutto na sprzedaży r/r w czerwcu (+3,9p.p. r/r; poprawa wynikająca z sales-mix i nowej polityki cenowej). W 2Q'19 spółka poprawiła sprzedaż o 40% r/r, zysk brutto na sprzedaży wzrósł o 44% r/r, a szacowany przez nas zysk operacyjny powinien być wyższy r/r o około 60%. Biorąc pod uwagę dynamikę wyników w 2Q'19 oraz potencjał do poprawy rezultatów w 2H'19, uważamy VRG za jedną z ciekawszych spółek z sektora.
- LPP (akumuluj) opublikowało wyniki za 2Q'19, raportując nieznaczna poprawę EBIT r/r.** Poprawa zysku operacyjnego r/r została osiągnięta pomimo efektu wysokiej bazy na sprzedaży oraz na marży brutto na sprzedaży. Rentowność sprzedaży uległa obniżeniu jedynie o 0,5p.p. r/r do 59,2% w 2Q'19, pomimo zakupu kolekcji po znacznie wyższym kursie USDPLN (uważamy, że niski spadek rentowności może być związany z brakiem odpisów na zapasy w 2Q'19). Oczekujemy dalszej poprawy wyników r/r w 2H'19 ze względu na zakup kolekcji po zbliżonym r/r kursie USDPLN oraz brak efektu wysokiej bazy na sprzedaży.
- Kurs Monnari (równoważ)** uległ obniżeniu się o 11% od czasu wydania ostatniego raportu miesięcznego. Spółka odnotowała w czerwcu spadek sprzedaży o 1,7% r/r. Sprzedaż zrealizowana wyłącznie w salonach Monnari (po korekcie o sprzedaż przejętego Centro) spadła o 7,5% r/r w czerwcu. Niski wynik sprzedażowy mógł wynikać ze skoncentrowania się spółki na obronie marży brutto na sprzedaży. W 2Q'19 Grupa Monnari poprawiła sprzedaż o 7,2% przy wzroście powierzchni sprzedażowej o 12% r/r (salony Monnari pogorszyły efektywność sprzedaży r/r w kwartale). **Biorąc pod uwagę niską dynamikę sprzedaży r/r, presję na marżę brutto na sprzedaży (wyższy r/r kurs zakupu kolekcji denominowany w USD), dodatkowe koszty związane z konsolidacją Centro (spółka ma niższą rentowność niż Monnari) oraz koszty SG&A/mkw., oczekujemy pogorszenia wyniku spółki r/r w 2Q'19. Po istotnym spadku kursu spółki, podnosimy pozycjonowanie Monnari z niedoważaj do równoważ.**
- Indeks P/E 12M FWD dla spółek handlowych utrzymuje się w okolicach -1 odchylenia standardowego od 3-letniej średniej wartości wskaźnika od czasu wydania naszej ostatniej publikacji. W analizowanym okresie istotny wzrost odnotowały H&M, Inditex, Lululemon, Zalando i Under Armour. Wzrost spółek porównywalnych pozytywnie wpłynął na notowania LPP.**
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE – PRZEWAŻENIE: LPP, VRG**

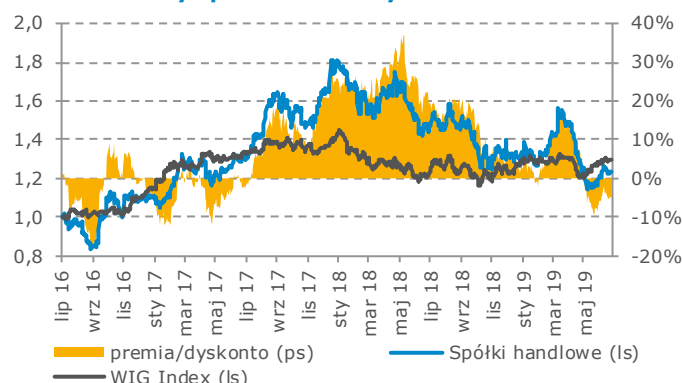
Zmiana kursu M/M* i YTD

Polska	M/M	YTD
LPP	+10,6%	+1%
VRG	+6,9%	+3%
Gino Rossi	+5,4%	+5%
CCC	+3,9%	-20%
Wojas	-4,5%	+33%
Monnari	-13,4%	+11%
Redan	-25,3%	-46%
WIG Odzież	+8,1%	-6%
WIG	+6,1%	+5%
Zagranica	M/M	YTD
Under Armour	+16,3%	+55%
Crocs	+13,2%	-13%
Zalando	+13,2%	+87%
H&M	+11,8%	+35%
Geox	+9,9%	+20%
Inditex	+9,7%	+23%
Lululemon	+9,6%	+56%
Nike	+9,4%	+20%
Adidas	+6,3%	+57%
Hugo Boss	+3,5%	+12%
ABC Mart	-2,6%	+10%
FootLocker	-3,4%	-23%
Next	-5,3%	+41%
Caleres	-5,5%	-30%
Assoc BF	-7,4%	+14%
Boohoo.com	-8,7%	+33%
Marks & Spen	-10,6%	-9%
Kappahl	-17,0%	-18%
Asos	-22,1%	+21%
Gerry Weber	-69,7%	-96%
Europa**	+10,8%	+34%
Świat**	+9,5%	+29%
Indeksy	M/M	YTD
EMEA Text.	+4,9%	+3%
WORLD Text.	-0,1%	+11%
MSCI EM	+7,3%	+10%
EU Akcje	+3,9%	+13%

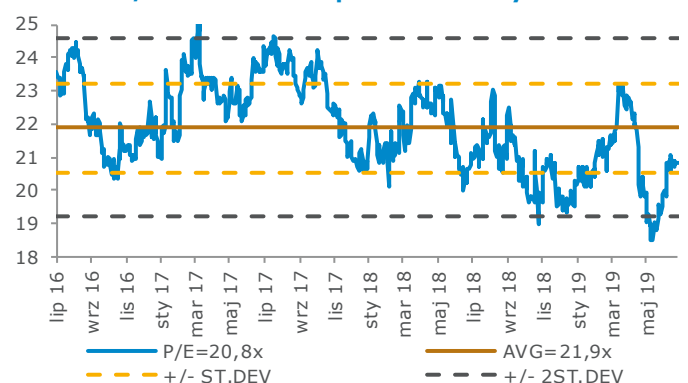
*zmiana w okresie 28.05-16.07

**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
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/ EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredytyzacja – papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 obiektywności 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 rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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 i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechnią ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

Investowanie 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 emitentów przed jego publikacją.

Sporządzenie nowych rekomendacji zakończyło się 17 lipca 2019 o godzinie 8:30. Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 17 lipca 2019 o godzinie 8:30.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGZ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, PGE, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raliffeisen Bank International, Rawplug, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbice Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, TOYA, Trakcja, Unibep, Uniwhells, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, CI Games, Globalworth Poland, Orbis, Polenergia, Prime Car Management, Primetech.

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

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 sporządzenie 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 zastosowanych w rekomendacji:

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	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-06	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	161,00	275,00	291,00	288,00	272,00
kurs z dnia rekomendacji	153,80	217,00	178,80	204,60	173,60

LPP

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01
cena docelowa (PLN)	8500,00	8300,00	8400,00	9300,00	9300,00	9300,00	10200,00
kurs z dnia rekomendacji	7 745,00	7 335,00	8 405,00	7 990,00	8 370,00	7 730,00	8 625,00

Monnari

rekomendacja	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-07-17	2018-12-05	2018-07-13
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,66	4,75	6,60

TXM

rekomendacja	zawieszona	kupuj
data wydania	2018-10-16	2018-07-04
cena docelowa (PLN)	-	3,48
kurs z dnia rekomendacji	0,59	1,28

VRG

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-05-29	2019-03-28	2018-12-05	2018-11-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,90	4,29	3,83	4,06

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, gaming

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