

piątek, 25 października 2019 | opracowanie cykliczne

Spółki handlowe: październik 2019

Handel, Polska

Opracowanie: Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

Spółki odzieżowe i obuwnicze (pozycjonowanie sektora: przeważają)

- Miesięczne wyniki sprzedażowe:** październik jest jednym z najtrotniejszych miesięcy pod względem sezonowości. Dynamika sprzedaży w październiku powinna być wspierana przez efekt niskiej bazy.
- Kurs CCC (kupuj) powrócił w okolice rocznych minimów w połowie miesiąca w reakcji na pojawienie się niesprzyjającej pogody dla sprzedaży spółki.** Zwracamy uwagę, że pomimo ocieplenia w trzecim tygodniu października 2019, średnia temperatura w miesiącu jest niższa r/r. Wstępne szacunki za 3Q'19 potwierdziły utrzymanie dyscypliny kosztowej. Po oczyszczeniu o pozostałą działalność operacyjną spółka r/r poprawiła zysk na sprzedaży drugi kwartał z rzędu. Oczekiwany wzrost sprzedaży r/r oraz dalsza optymalizacja kosztów powinny pozwolić na kontynuację poprawy wyniku r/r w kolejnych kwartałach. Potencjalnym zdarzeniem cenotwórczym w październiku może być publikacja raportu za 3Q'19 dnia 30 października.
- W VRG (kupuj) oczekujemy spowolnienia dynamiki poprawy EBITDA r/r w 3Q'19 względem poprzednich kwartałów.** Powodem zmniejszenia tempa poprawy rezultatów jest spadek sprzedaży porównywalnej w segmencie modowym (zarówno „stare” marki Vistula, jak i Bytom). We wrześniu spółka zaraportowała spadek sprzedaży porównywalnej w segmencie modowym oraz poprawę efektywności sprzedaży w segmencie jubilerskim. Marża brutto na sprzedaży odnotowała spadek r/r o 0,1p.p., co oznacza zatrzymanie pozytywnej tendencji z miesiący czerwiec/lipiec. **Dalszy brak poprawy efektywności sprzedaży w segmencie modowym odczytujemy jako sygnał ostrzegawczy dla tego segmentu.** Najważniejszym sezonowo miesiącem dla wyniku jest grudzień, w którym segment jubilerski generuje większość zysku w ciągu roku. Oczekiwany dobry wynik w 2019 roku powinien pozwolić spółce na wygenerowanie wysokiego FCF, co może zwiększyć szanse na wypłacenie dywidendy przez VRG.
- LPP (trzymaj) opublikowało wstępne wyniki za 3Q'19, które były poniżej oczekiwań rynkowych.** Głównym powodem różnicy względem naszych szacunków były wyższe koszty SG&A. W ostatnim wywiadzie CEO LPP zapowiedział, że spółka wygeneruje 10,5 mld PLN sprzedaży w 2020 roku (vs. 10,4 mld PLN naszej prognozy) oraz będzie kontynuowała wzrost sprzedaży w dwucyfrowym tempie w kolejnych latach. Na wyniki 4Q'19 wpływ powinny mieć (1) niska baza na sprzedaży porównywalnej oraz (2) niesprzyjająca baza na wskaźniku kosztów SG&A/mkw. W 2020 roku spółka powinna korzystać z wprowadzanych rozwiązań IT (korzyści po stronie sprzedaży i kosztów) co powinno częściowo skompensować dodatkowe koszty związane z planowanym istotnym wzrostem płacy minimalnej r/r w Polsce. Osłabienie USDPLN w ostatnich tygodniach zmniejsza ryzyko dla szacunków rentowności kolekcji wiosna-lato'20.
- Kurs **Monnari (równoważ)** w październiku dyskontował słabe wyniki spółki za 2Q'19. Oczekujemy kontynuacji spadku wyników spółki r/r w 3Q'19, co powinno wynikać z intensywnych wyprzedaży oraz z konsolidacji Centro. Brak znaczącej poprawy efektywności sprzedaży oraz rosnące koszty wynagrodzeń mogą negatywnie wpływać na rezultaty spółki również w kolejnych kwartałach. Potencjalnie pozytywną informacją dla spółki byłaby sprzedaż części nieruchomości inwestycyjnej w Łodzi.
- Indeks P/E 12M FWD dla spółek handlowych wzrósł poziomu 3-letniej średniej wartości wskaźnika** od czasu wydania naszej ostatniej publikacji. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wzrosły kursy prawie wszystkich zagranicznych spółek pod poprawę wyników napędzanych dobrą sprzedażą we wrześniu.
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE – PRZEWAŻENIE:** CCC, LPP, VRG

Zmiana kursu M/M* i YTD

Polska	M/M	YTD
Wojas	+4,9%	+43%
Gino Rossi	+0,0%	+5%
CCC	-0,8%	-35%
LPP	-2,4%	+2%
VRG	-4,2%	+1%
Redan	-11,5%	-57%
Monnari	-23,4%	-25%
WIG Odzież	-2,3%	-10%
WIG	+1,0%	+1%

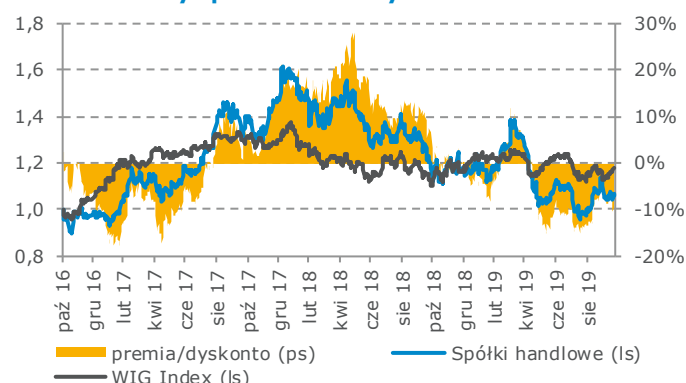
Zagranica	M/M	YTD
Asos	+50,1%	+61%
Crocs	+23,1%	+28%
Next	+15,2%	+70%
FootLocker	+12,0%	-16%
H&M	+10,2%	+64%
Under Armour	+7,5%	+18%
Lululemon	+6,7%	+70%
ABC Mart	+6,0%	+22%
Nike	+5,0%	+24%
Zalando	+3,7%	+86%
Inditex	+1,1%	+26%
Kappahl	+0,5%	+15%
Boohoo.com	+0,2%	+65%
Adidas	-0,3%	+53%
Marks & Spen	-1,5%	-20%
Geox	-2,4%	+6%
Assoc BF	-5,6%	+8%
Caleres	-6,4%	-22%
Hugo Boss	-25,5%	-27%
Europa**	+0,8%	+29%
Świat**	+2,0%	+26%

Indeksy	M/M	YTD
EMEA Text.	+2,0%	-1%
WORLD Text.	+0,1%	+8%
MSCI EM	+2,6%	+7%
EU Akcje	+3,0%	+14%

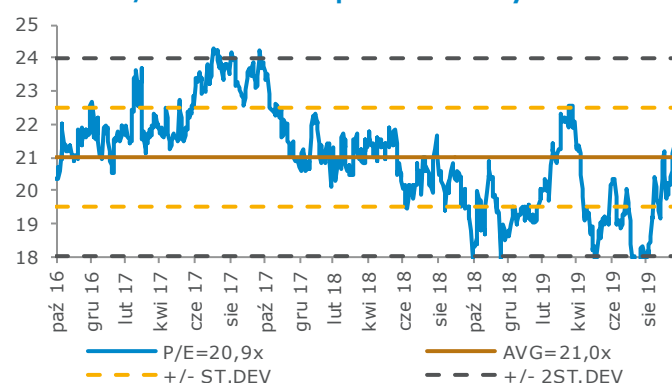
*zmiana w okresie 24.09-24.10

**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 – kredyty + 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 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 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 w celach informacyjnych 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 rozpowszechniają 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.

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 emitentów przed jego publikacją.

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, 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, BGŻ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Helio SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeilderer Group, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiac Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, 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, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA Dom Maklerski, Orbis, Pfeilderer Group, 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.

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 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 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.

Zdyktowanych 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.

Zdyktowanych 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	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-09-05	2019-06-06	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	161,00	161,00	275,00	291,00	288,00	272,00
kurs z dnia rekomendacji	131,90	153,80	217,00	178,80	204,60	173,60

LPP

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	8500,00	8500,00	8500,00	8300,00	8400,00	9300,00	9300,00	9300,00
kurs z dnia rekomendacji	7 950,00	7 280,00	7 745,00	7 335,00	8 405,00	7 990,00	8 370,00	7 730,00

Monnari

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

VRG

rekomendacja	kupuj	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-07-26	2019-05-29	2019-03-28	2018-12-05	2018-11-08
cena docelowa (PLN)	5,20	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,20	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.kluszcz@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
banki, 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

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

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

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Joanna Łukasik
+48 22 697 48 82
joanna.lukasik@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