

środa, 5 lutego 2020 | wycinek z *Przegląd miesięczny*

VRG kupuj (podwyższona)

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

VRG zaraportowało niską dynamikę wzrostu sprzedaży r/r w grudniu głównie ze względu na segment jubilerski (negatywny efekt bazy). Zgodnie z naszymi szacunkami spółka powinna poprawić wynik EBITDA o 9% r/r do 50 mln PLN w 4Q'19. Naszym zdaniem wyzwaniem dla spółki w kolejnych miesiącach będzie poprawa efektywności sprzedaży w segmencie odzieżowym oraz utrzymanie wzrostu sprzedaży porównywalnej w segmencie jubilerskim (pomimo efektu bazy). Pod koniec 2019 roku spółka poinformowała o zakończeniu współpracy z wieloletnim członkiem zarządu oraz CFO spółki, Panem Mateuszem Żmijewskim. Widzimy ryzyko, że wraz z zakończeniem kadencji obecnego zarządu dnia 2020.03.31 rada nadzorcza może dokonać większej ilości zmian jego składzie. Mając na uwadze powyższe ryzyko oraz niską istotność 1Q dla wyników całorocznych spółki oczekujemy, że inwestorzy mogą wstrzymać się z podejmowaniem decyzji inwestycyjnych do momentu wyjaśnienia sytuacji. Oczekujemy, że dalsza poprawa wyników organicznego biznesu oraz pozytywne efekty synergii powinny pozwolić spółce na utrzymanie dwucyfrowego tempa wzrostu EBITDA r/r w 2020 roku. Biorąc pod uwagę spadek kursu spółki od wydania ostatniej rekomendacji, podwyższamy naszą rekomendację z akumuluj do kupuj.

| | | |
|----------------------|----------|-------------------------|
| Cena bieżąca | 3,93 PLN | potencjał zmiany |
| Cena docelowa | 4,50 PLN | +14,6% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|------------------------|--------------|-------------------|-----------------------|
| nowa | kupuj | 4,50 PLN | 2020-02-05 |
| poprzednia | akumuluj | 4,50 PLN | 2019-12-02 |
| Podstawowe dane | | | |
| | | | VRG PW vs. WIG |
| Ticker | VRG PW | Zmiana 1M | +0,6% +2,3% |
| ISIN | PLVSTLA00011 | Zmiana YTD | -2,8% -2,5% |
| Liczba akcji (mln) | 234,5 | Średni obrót 1M | 0,7 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 920,2 | Średni obrót 6M | 0,6 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 979,0 | EV/EBITDA 12M fwd | 5,6 -35,0% |
| Free float | 40,5% | EV/EBITDA 5Y avg | 8,5 dyskonto |

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

| (mln PLN) | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P |
|-----------------------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 689 | 806 | 1 068 | 1 168 | 1 255 |
| EBITDA skor. | 78 | 89 | 204 | 223 | 237 |
| marża EBITDA | 11,4% | 11,1% | 19,1% | 19,1% | 18,9% |
| EBIT | 63 | 72 | 92 | 105 | 114 |
| Zysk netto | 43 | 54 | 61 | 73 | 81 |
| P/E | 15,8 | 17,2 | 15,1 | 12,6 | 11,3 |
| P/BV | 1,3 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 0,9 |
| EV/EBITDA skor. | 10,0 | 11,0 | 9,0 | 8,0 | 7,1 |
| DPS | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| DYield | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zmiana prognoz | | | 2019P | 2020P | 2021P |
| EBITDA | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| MBNS | | | 0,0 p.p. | 0,0 p.p. | 0,0 p.p. |
| Sprzedaż det/mkw. | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| SG&A/mkw. | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

| (mln PLN) | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P |
|---------------------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Segment odzieżowy (S) | 420 | 483 | 677 | 728 | 772 |
| Segment odzieżowy (EBIT) | 29 | 33 | 39 | 43 | 47 |
| Segment jubilerski (S) | 271 | 323 | 378 | 427 | 469 |
| Segment jubilerski (EBIT) | 34,0 | 39,4 | 46,9 | 55,1 | 59,7 |
| MBNS | 52,2% | 51,2% | 52,2% | 53,0% | 53,1% |
| Przepływy oper. | 21 | 54 | 103 | 120 | 166 |
| D&A | 16 | 17 | 23 | 23 | 24 |
| Dodatkowy D&A (MSSF 16) | | | 88 | 95 | 99 |
| Kapitał obrotowy | -27 | -21 | -60 | -66 | -32 |
| Przepływy inw. | -15 | -19 | -18 | -25 | -25 |
| Przepływy fin. | -5 | -18 | -41 | -107 | -111 |
| Kredyty/pozyczki | -8 | 8 | 113 | -12 | -12 |
| FCF | 19 | 37 | 7 | 12 | 54 |
| FCF/EBITDA | 25% | 41% | 7% | 10% | 41% |
| CFO/EBITDA | 26% | 60% | 14% | 20% | 52% |

Model DCF (bez MSSF 16)

| (mln PLN) | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | 28P | + |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sprzedaż det/mkw. | 1 646 | 1 706 | 1 764 | 1 808 | 1 813 | 1 814 | 1 814 | 1 827 | 1 842 | 1 856 | 1 856 |
| SG&A/mkw. | 725 | 758 | 784 | 800 | 810 | 816 | 816 | 821 | 828 | 834 | 834 |
| Powierzchnia | 55 | 58 | 60 | 62 | 64 | 66 | 68 | 70 | 72 | 74 | 74 |
| Przychody | 1 055 | 1 155 | 1 241 | 1 318 | 1 367 | 1 410 | 1 453 | 1 509 | 1 569 | 1 632 | 1 665 |
| EBITDA | 109 | 121 | 130 | 140 | 139 | 139 | 143 | 147 | 152 | 157 | 160 |
| marża EBITDA | 10,3% | 10,5% | 10,5% | 10,6% | 10,2% | 9,8% | 9,8% | 9,8% | 9,7% | 9,6% | 9,6% |
| EBIT | 86 | 98 | 106 | 116 | 114 | 114 | 117 | 122 | 127 | 132 | 135 |
| Podatek | 16 | 19 | 20 | 22 | 22 | 22 | 22 | 23 | 24 | 25 | 26 |
| CAPEX | 26 | 25 | 25 | 25 | 26 | 26 | 25 | 25 | 26 | 25 | 25 |
| Kapitał obrotowy | -60 | -66 | -32 | -29 | -16 | -15 | -15 | -17 | -17 | -7 | -7 |
| FCF | 7 | 12 | 54 | 63 | 76 | 77 | 79 | 81 | 85 | 100 | 102 |
| PV FCF | 7 | 11 | 45 | 48 | 53 | 50 | 47 | 44 | 43 | 46 | |
| WACC | 8,7% | 9,1% | 8,9% | 9,0% | 8,9% | 8,9% | 8,8% | 8,8% | 8,7% | 8,7% | 8,7% |
| Risk-free rate | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |

Wskaźniki (bez MSSF 16)

| (mln PLN) | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sprz./mkw. (odzieżowy) | 1 495 | 1 207 | 1 303 | 1 340 | 1 380 |
| Sprz./mkw. (jubilerski) | 2 602 | 2 814 | 2 970 | 3 049 | 3 161 |
| SG&A/mkw. (odzieżowy) | 618 | 420 | 579 | 615 | 634 |
| SG&A/mkw. (jubilerski) | 1 062 | 1 118 | 1 214 | 1 242 | 1 292 |
| Środki pieniężne | 16 | 34 | 78 | 66 | 96 |
| Dług netto | 99 | 63 | 66 | 66 | 24 |
| Dług netto/EBITDA (x) | 1,3 | 0,7 | 0,6 | 0,5 | 0,2 |

Analiza porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|
| | 19P | 20P | 21P | 19P | 20P | 21P |
| Minimum | 6,1 | 5,8 | 5,3 | 4,8 | 4,4 | 4,1 |
| Maksimum | 44,1 | 27,6 | 25,8 | 17,2 | 16,9 | 15,9 |
| Mediana | 15,6 | 14,7 | 13,5 | 8,5 | 7,4 | 6,5 |
| waga | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% |

Podsumowanie DCF

| (mln PLN) | |
|----------------------------------|-------------|
| Beta | 1,1 |
| Wzrost FCF po prognozie | 2,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 1 104 |
| Dług netto | 63 |
| Inne korekty | 0 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 4,44 |

Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|----------------------------|------|-------------|
| Porównawcza | 50% | 4,00 |
| DCF | 50% | 4,44 |
| Cena wynikowa | | 4,22 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,4% |
| Cena docelowa za 9M | | 4,50 |

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
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
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 ekwiwalenty
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 Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 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 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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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. 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 5 lutego 2020 o godzinie 08:30.
 Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 lutego 2020 o godzinie 08:30.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

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.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, 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 Biura 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 Biurze 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 Biura 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 spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:
VRG

| rekomendacja | kupuj | akumuluj | kupuj | przeważaj | przeważaj |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania | 2020-02-05 | 2019-12-02 | 2019-07-26 | 2019-05-29 | 2019-03-28 |
| cena docelowa (PLN) | 4,50 | 4,50 | 5,20 | - | - |
| kurs z dnia rekomendacji | 3,93 | 3,94 | 4,20 | 3,90 | 4,29 |

Grupa porównawcza wykorzystywana w wycenie porównawczej

VRG H&M, Inditex, Kappahl, Marks & Spencer, Next, Hugo Boss, CCC, LPP, Tiffany, Pandora, Lao Feng, Chow Sang, Luk Fook, Chow Tai Fook, Lao Fen Xiang

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

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

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

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

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

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

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

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

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@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