

poniedziałek, 6 kwietnia 2020 | aktualizacja raportu

VRG: trzymaj (obniżona)

VRG PW; VRGP.WA | Handel, Polska

Dostosowanie do nowej rzeczywistości

Kurs VRG istotnie spadł w związku z obawami związanymi z wpływem COVID-19 na wyniki i sytuacją płynnościową spółki. VRG zakończyło 2019 rok z rekordowym wynikiem na poziomie EBITDA oraz wskaźnikiem dług netto/EBITDA na poziomie 0,6x. Biorąc pod uwagę istotną zmianę otoczenia rynkowego, rewidujemy nasze prognozy dla spółki. W scenariuszu bazowym zakładamy, że sklepy zostaną otwarte w połowie maja (vs. początek maja oczekiwany przez zarząd). Po otwarciu sklepów, oczekujemy spadku odwiedzalności r/r w sieci stacjonarnej w okresie 2Q-4Q. Naszym zdaniem wyższe spadki sprzedaży r/r w 2020 roku odnotuje segment odzieżowy niż segment jubilerski (segment wykazał wysoką odporność na spadek obrotów w 2009 roku). Jednocześnie oczekujemy presji na marżę brutto na sprzedaży z tytułu zwiększenia udziału e-commerce w sprzedaży VRG oraz zwiększonej aktywności promocyjnej w 2Q-3Q'20. Oczekujemy zawieszenia płatności czynszów w okresie zamknięcia sklepów, obniżenie stawek czynszów o 40%/20%/20% odpowiednio w 2Q/3Q/4Q 2020 r. (w okresie otwarć sklepów), zmniejszenia kosztów wynagrodzeń o 20%/20%/10% w 2Q/3Q/4Q 2020 r. (w okresie otwarć sklepów) oraz zmniejszenia kosztów marketingu o 10 mln PLN. Biorąc pod uwagę bardzo wysoką niepewność związaną z rozwojem pandemii COVID-19 przyjmujemy bardziej konserwatywne podejście do prognozowania niż spółka. W 2020 roku oczekujemy spadku sprzedaży o 31% r/r (vs. -20% w oczekiwaniach zarządu), 181 mln PLN sprzedaży w kanale e-commerce (vs. 200 mln PLN oczekiwane), spadku powierzchni sprzedażowej o 6% r/r (vs. -2% oczekiwane), -15 mln PLN EBITDA (oczekiwany dodatni wynik) oraz spadku zapasów o 8% r/r (vs. -11% r/r oczekiwane). W analizie przedstawiamy również scenariusz pesymistyczny oraz optymistyczny. Biorąc pod uwagę zmianę prognoz obniżamy rekomendację do trzymaj oraz cenę docelową do 2,00 PLN.

Mocny bilans

Spółka zakończyła rok 2019 z relatywnie niskim wskaźnikiem długu netto do EBITDA oraz nieznacznym wykorzystaniem dostępnych linii kredytowych. Na koniec 2019 roku VRG miało niskie pokrycie zobowiązańami. Oczekujemy przejściowego zawieszenia liczenia kowenantów bankowych w okresie 2Q-4Q'20 (wzrost wskaźnika DN/EBITDA ze względu na spadek EBITDA). Na koniec 2020 roku oczekujemy, że dług netto spółki wyniesie 85 mln PLN (+18 mln PLN; zarząd oczekuje płaskiego długu netto r/r).

Potencjał do optymalizacji kapitału obrotowego

W reakcji na oczekiwaną utratę sprzedaży w sieci stacjonarnej zarząd spółki zdecydował się zrewidować ilość zamówień na kolekcję wiosna-lato oraz jesień-zima. Biorąc powyższe pod uwagę zakładamy spadek zapasów o 8% r/r na koniec 2020 roku. Jednocześnie spółka oczekuje wydłużenia cyklu konwersji zobowiązań w ze względu na wydłużenie terminów płatności za zamówienia oraz wykorzystanie faktoringu odwrotnego. Zakładamy zmniejszenie kapitału obrotowego o 35 mln PLN r/r do 329 mln PLN na koniec 2020 roku.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	805,7	1 068,3	740,0	973,7	1 087,6
EBITDA skor.*	89,2	111,1	-15,2	46,8	88,0
marża EBITDA skor. *	11,1%	10,4%	-2,1%	4,8%	8,1%
EBIT skor.	71,9	87,5	-37,5	26,0	66,9
Zysk netto skor.*	53,5	65,9	-56,3	8,3	46,0
P/E skor.*	8,5	6,9	-	55,1	9,9
P/CE skor.*	6,4	5,1	-	15,9	6,8
P/BV	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA skor.*	5,8	4,7	-	10,6	5,8
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*bez MSSF 16

Cena bieżąca	1,94 PLN
Cena docelowa	2,00 PLN
Kapitalizacja	454 mln PLN
Free float	215 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,6 mln PLN

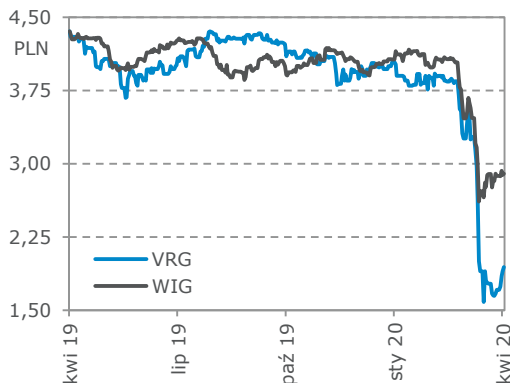
Struktura akcjonariatu

IPOPEMA TFI	14,83%
PZU OFE	14,60%
NN OFE	8,45%
Jerzy Mazgaj	8,31%
Forum TFI	6,65%
Pozostali	40,47%

Profil spółki

VRG specjalizuje się w projektowaniu oraz dystrybucji wysokiej jakości kolekcji mody dla mężczyzn i kobiet oraz biżuterii. W ramach VRG działają marki: Bytom, Vistula, Wólczanka, Deni Cler oraz W. Kruk. Fuzje i przejęcia są oprócz organicznego wzrostu głównym czynnikiem napędzającym wyniki Grupy. Planem strategicznym VRG jest stworzenie przez grupę „domu marek” w regionie, co powinno pozwolić na konsekwentne zwiększanie wyników spółki w kolejnych latach.

Kurs akcji VRG na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
VRG	2,00	4,50	trzymaj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	VRG	1,94	2,00

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
EBITDA	-	-64,1%	-37,1%
Zysk netto	-	-89,4%	-46,7%
Sprzedaż/mkw.	-31,5%	-10,7%	-5,5%
SG&A/mkw.	-16,9%	-4,7%	-5,4%
Powierzchnia	-11,2%	-13,0%	-12,3%

Analitik:

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

Czynniki ryzyka

Pogorszenie się sytuacji makroekonomicznej

Pogorszenie się sytuacji konsumentów na rynku oraz mniejsza skłonność do konsumpcji może negatywnie przełożyć się na sprzedaż spółki. Obecne zamknięcie sklepów stacjonarnych w związku z pandemią COVID-19 przełoży się negatywnie na kondycję wielu podmiotów w gospodarce. W efekcie może dojść do redukcji stanowisk pracy oraz do pogorszenia się sytuacji konsumenta.

Oslabienie się PLN względem innych walut

Coraz wyższą część płatności za zamawiane towary spółka realizuje w walutach obcych. Na koniec 2019 roku zakupy realizowane w USD/EUR/CHF stanowiły odpowiednio 33%/22%/8%. Oslabienie się PLN względem wymienionych walut może skutkować wzrostem kosztu zakupu sprzedawanych towarów i w efekcie obniżyć generowaną marżę brutto na sprzedaży. Po stronie kosztów SG&A VRG denominuje około 25% kosztów SG&A (stan na koniec 2019 r.) w EUR. Umocnienie EURPLN przełoży się na wzrost kosztów działalności spółki i może prowadzić do obniżenia rentowności.

Zaostrzenie się wojny cenowej

VRG działa w trudnym i mocno konkurencyjnym otoczeniu rynkowym, gdzie główni konkurenci mogą zdecydować się na walkę ceną o klienta. Coraz większa część kolekcji spółek odzieżowych to ubrania z segmentu casual, w którym marki VRG muszą konkurować z międzynarodowymi podmiotami. Oczekujemy, że po długim okresie braku sprzedaży z sieci stacjonarnej (ograniczenie handlu), wiele podmiotów z branży zdecyduje się na agresywne promocje w celu poprawy swojej sytuacji płynnościowej.

Słaby odbiór kolekcji w markach VRG

Sprzedaż w markach VRG zależy w dużym stopniu od atrakcyjności oferowanych kolekcji. W ostatnich latach VRG odpowiednio zarządzało produktami, co przełożyło się na wzrosty sprzedaży porównywalnej. Zapraszanie znanych osobistości przy tworzeniu kolekcji marek zwiększało atrakcyjność oferowanych produktów. Potencjalne niedopasowanie oferowanych produktów do potrzeb klientów w przyszłości, może przełożyć się na pogorszenie wyników sprzedażowych w poszczególnych markach spółki.

Nieodpowiednia polityka cenowa

Wprowadzenie nieodpowiedniej polityki cenowej zakładającej maksymalizację rentowności sprzedaży, może negatywnie przełożyć się na generowane wyniki sprzedażowe. Segment odzieżowy jest mocno konkurencyjny, a potencjalni klienci wrażliwi na wszelkie okazje cenowe. Zbyt wysoki wzrost cen może wpłynąć na obniżenie popytu i częściowe zniechęcenie klientów. Prowadzona w ostatnich latach strategia cenowa VRG potwierdziła swoją skuteczność przekładając się na wzrost efektywności sprzedaży w obu segmentach.

Nieudane akwizycje

Zgodnie z założonymi celami, VRG dąży do stworzenia „domu marek”, co wiąże się z fuzjami i przejęciami podmiotów na rynku polskim i w regionie CEE. Historia przejęć VRG potwierdza umiejętności Grupy w doborze oraz w integracji przejętych spółek. Niemniej, nie można wykluczyć ryzyka związanego z potencjalnymi komplikacjami związanymi z realizacją założonych wyników przez przejęty podmiot. Ryzyko to obejmuje również opóźnienie w czasie lub brak założonych przed przejęciem synergii.

Wycena

Wartość akcji spółki VRG na podstawie wyceny DCF szacujemy na 2,36 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 1,10 PLN.

(PLN)	waga	Cena
Wycena porównawcza	40%	1,10
Wycena DCF	60%	2,36
	cena wynikowa	1,84
	cena docelowa za 9 m-cy	2,00

Wycena porównawcza

Wycenę wskaźnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2020-22P. Przykładamy równą wagę do obydwu wskaźników, a wycenę przeprowadzamy na wynikach 2020-2022 (wyniki 2020 będą istotnie zaburzone przez pandemię COVID-19). Grupa

porównawcza wzięta do wyceny składa się z dwóch grup spółek: spółki odzieżowe oraz spółki jubilerskie. Zwracamy uwagę, że prognozy dla wielu spółek porównawczych nie zostały zaktualizowane o wpływ COVID-19, co przekłada się na wysoką premię VRG w latach 2020-22.

Wycena porównawcza

	cena	PEG			P/E			EV/EBITDA		
		2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Spółki odzieżowe										
HENNES & MAURI-B	114,65	6,6	4,9	4,5	19,1	14,2	13,0	10,1	8,6	8,1
INDITEX	21,72	4,0	4,7	3,9	17,7	20,7	17,2	8,5	9,6	8,5
MARKS & SPENCER	95,08	0,1	0,1	0,1	5,4	6,3	5,4	4,7	5,1	4,8
NEXT PLC	3428	6,4	8,0	6,5	7,5	9,4	7,6	7,7	8,7	7,4
HUGO BOSS -ORD	22,01	1,8	1,4	1,2	9,7	7,3	6,3	5,1	4,1	3,8
CCC SA	28,9	-	-	-	23,4	5,3	3,9	4,7	3,7	3,3
LPP	4786	-	-	-	16,7	11,1	9,3	8,1	6,0	4,8
Spółki jubilerskie										
TIFFANY & CO	129,0	-	-	-	28,0	66,7	27,3	15,6	21,9	15,8
PANDORA A/S	206,1	0,5	0,4	0,3	6,3	5,0	4,6	5,1	4,3	4,2
LAO FENG XIANG-A	38,8	-	-	-	12,9	11,2	10,5	6,6	5,7	-
CHOW SANG SANG	7,2	0,4	0,3	0,3	6,3	4,8	5,0	4,9	4,0	3,9
LUK FOOK HLDGS I	15,1	-	-	-	9,7	7,9	6,6	5,8	5,2	4,4
CHOW TAI FOOK JE	5,2	1,8	1,5	1,2	13,7	11,2	9,1	10,2	8,8	7,4
LAO FEN XIANG-B	2,8	-	-	-	6,6	5,7	5,3	6,6	5,7	-
Minimum		0,1	0,1	0,1	5,4	4,8	3,9	4,7	3,7	3,3
Maksimum		6,6	8,0	6,5	28,0	66,7	27,3	15,6	21,9	15,8
Mediana (spółki odzieżowe)		4,0	4,7	3,9	16,7	9,4	7,6	7,7	6,0	4,8
Mediana (spółki jubilerskie)		0,5	0,4	0,3	9,7	7,9	6,6	6,6	5,7	4,4
Mediana		1,8	1,4	1,2	11,3	8,6	7,1	6,6	5,7	4,8
VRG	1,94	-	-	-	-	84,9	10,6	-	10,6	5,8
premia (dyskonto)		-	-	-	-	883%	49%	-	86%	20%
Implikowana wycena										
Mediana		1,8	1,4	1,2	11,3	8,6	7,1	6,6	5,7	4,8
Waga wskaźnika						50%			50%	
Waga roku					0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wartość firmy na akcję (PLN)	1,10									

Dodatkowe założenia

Wskaźniki efektywności*

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Powierzchnia sprzedażowa								
VRG	28,0	30,5	33,3	51,6	54,4	51,1	51,9	54,2
zmiana r/r	7%	9%	9%	55%	5%	-6%	1%	4%
Segment odzieżowy	20,6	22,2	24,6	42,1	43,7	40,2	40,9	43,0
zmiana r/r	8,2%	8,2%	10,7%	70,9%	3,9%	-7,9%	1,6%	5,2%
Segment jubilerski	7	8	9	10	11	11	11	11
zmiana r/r	3,4%	11,2%	5,0%	10,0%	11,4%	2,4%	1,1%	1,7%
Sprzedaż/mkw.								
VRG	1 581	1 705	1 798	1 581	1 679	1 169	1 575	1 708
zmiana r/r	9,6%	7,8%	5,5%	-12,1%	6,2%	-30,4%	34,8%	8,5%
Segment odzieżowy	1 308	1 164	1 780	1 318	1 049	603	869	978
zmiana r/r	7,9%	-11,0%	52,9%	-26,0%	-20,4%	-42,5%	44,1%	12,5%
Segment jubilerski	2 283	2 185	2 358	2 540	2 689	1 929	2 505	2 564
zmiana r/r	13,1%	-4,3%	7,9%	7,7%	5,9%	-28,2%	29,8%	2,4%
SG&A/mkw.								
VRG	698	744	766	668	738	630	747	757
zmiana r/r	6,4%	6,6%	2,9%	-12,9%	10,5%	-14,6%	18,7%	1,3%
Segment odzieżowy	571	618	618	420	598	526	607	611
zmiana r/r	2,1%	8,3%	0,0%	-32,1%	42,5%	-12,0%	15,4%	0,6%
Segment jubilerski	964	970	1 062	1 118	1 216	1 106	1 240	1 239
zmiana r/r	12,6%	0,5%	9,5%	5,3%	8,8%	-9,1%	12,2%	-0,1%
Cykl konwersji gotówki w dniach	201	220	240	259	252	300	202	220
Cykl konwersji zapasów w dniach	364	362	350	427	382	475	387	365
Cykl konwersji należności w dniach	11	13	11	11	7	18	18	18
Cykl konwersji zobowiązań w dniach	174	154	121	179	137	193	203	163

*wskaźniki zaburzone przez konsolidację Bytom od XII'18

Założenia dla segmentów operacyjnych

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Segment odzieżowy								
Sprzedaż	310	363	420	483	692	457	607	704
Zysk brutto na sprzedaży	166	189	214	245	358	219	304	353
Koszty SG&A	141	165	183	212	314	254	298	315
PPO/PKO	-1	0	0	2	-1	-1	-1	-1
EBIT	24	24	29	33	43	-37	5	37
Marża brutto na sprzedaży	53,4%	52,0%	50,9%	50,7%	51,7%	47,9%	50,1%	50,1%
zmiana r/r (p.p.)	0,2	-1,4	-1,1	-0,2	1,0	-3,9	2,3	0,0
marża EBIT	7,6%	6,6%	6,9%	6,7%	6,2%	-8,0%	0,9%	5,2%
zmiana r/r (p.p.)	1,5	-1,0	0,2	-0,1	-0,5	-14,2	8,9	4,3
Narzut SG&A/sprzedaż	45,4%	45,5%	43,5%	43,9%	45,3%	55,6%	49,1%	44,8%
zmiana r/r (p.p.)	-2,0	0,1	-2,0	0,4	1,4	10,3	-6,5	-4,3
Segment jubilerski								
Sprzedaż	204	236	271	323	376	283	367	384
Zysk brutto na sprzedaży	107	123	145	167	198	144	190	201
Koszty SG&A	86	96	111	128	155	145	164	167
PPO/PKO	-1	0	-1	1	2	0	0	0
EBIT	20	27	34	39	44	0	26	35
Marża brutto na sprzedaży	52,6%	52,3%	53,6%	51,9%	52,7%	50,9%	51,8%	52,5%
zmiana r/r (p.p.)	-1,8	-0,3	1,3	-1,7	0,8	-1,8	0,9	0,7
marża EBIT	9,7%	11,4%	12,5%	12,2%	11,8%	-0,2%	7,1%	9,1%
zmiana r/r (p.p.)	-2,0	1,7	1,1	-0,3	-0,4	-12,0	7,2	2,0
Narzut SG&A/sprzedaż	42,2%	40,8%	40,8%	39,7%	41,3%	51,1%	44,7%	43,4%
zmiana r/r (p.p.)	-0,2	-1,4	0,0	-1,1	1,6	9,7	-6,3	-1,3

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień 31 marca 2020 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2019 r.
- Zakładamy spadek marży brutto na sprzedaży o 3p.p. r/r do 49% w 2020 roku oraz wzrost rentowności do 50% w 2021 roku.
- Zakładamy średni CAPEX poziomie 21 mln PLN w latach 2020-29P.

- W modelu nie uwzględniamy wpływu różnic kursowych na wyniki spółki.
- Oczyszczamy dane finansowe o wpływ MSSF 16.
- Do obliczeń przyjmujemy stopę opodatkowania na poziomie 19% w latach 2019-28P.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5%.
- Po roku 2028 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2,0%.
- Przyjmujemy współczynnik unleveraged beta na poziomie 1,0 oraz leveraged beta na średnim poziomie 1,15

Model DCF

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2029+
Przychody ze sprzedaży	740	974	1 088	1 125	1 159	1 182	1 206	1 230	1 256	1 282	
zmiana	-30,7%	31,6%	11,7%	3,4%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%	
EBITDA	-15	47	88	89	90	91	91	91	91	92	
marża EBITDA	-2,1%	4,8%	8,1%	7,9%	7,8%	7,7%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	
Amortyzacja	21,8	20,4	20,6	20,9	21,2	21,3	21,3	21,2	21,0	20,4	
EBIT	-37	26	67	68	69	69	69	70	70	72	
marża EBIT	-5,0%	2,7%	6,2%	6,0%	5,9%	5,9%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	
Opodatkowane EBIT	0,7	5,0	12,8	12,9	13,1	13,2	13,2	13,3	13,4	13,6	
NOPLAT	-38	21	55	55	56	56	56	57	57	58	
CAPEX	-13,5	-19,6	-21,6	-21,6	-21,5	-21,2	-20,9	-20,5	-20,1	-20,4	
Kapitał obrotowy	34,8	36,3	-59,0	-19,2	-3,1	-3,0	-2,9	-2,9	-4,4	-4,5	
FCF	5	59	-5	35	52	53	54	54	54	53	54
WACC	9,5%	9,2%	8,8%	8,8%	9,1%	9,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
współczynnik dyskonta	93,4%	85,5%	78,6%	72,3%	66,3%	60,9%	56,1%	51,7%	47,6%	43,9%	
PV FCF	5,0	50,1	-4,2	25,3	34,7	32,4	30,1	28,1	25,5	23,5	

WACC	9,5%	9,2%	8,8%	8,8%	9,1%	9,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	-2,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	18,6%	9,3%	13,0%	7,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,6%	9,8%	9,5%	9,2%	9,1%	9,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,00%
Wartość rezydualna (TV)	838
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	368
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	250
Wartość firmy (EV)	619
Dług netto	66
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	552
Liczba akcji (mln)	234,46
Wartość firmy na akcję (PLN)	2,36
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,0%
Cena docelowa (PLN)	2,50

EV/EBITDA ('21) dla ceny docelowej	11,8
P/E ('21) dla ceny docelowej	103,1
Udział TV w EV	59,5%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p,p,	2,57	2,69	2,84	3,01	3,21
WACC +0,5 p,p,	2,37	2,48	2,61	2,77	2,95
WACC	2,27	2,38	2,50	2,65	2,83
WACC -0,5 p,p,	2,18	2,28	2,40	2,55	2,71
WACC -1,0 p,p,	2,01	2,10	2,21	2,34	2,50

Wyniki za 4Q'19

Wyniki za 4Q'19 były zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. Poprawa sprzedaży w segmencie odzieżowym (wzrost efektywności sprzedaży w markach Wólczanka/Deni Cler oraz nieznaczny spadek r/r w markach Vistula/Bytom), połączone ze wzrostem marży brutto na sprzedaży segmentu, przełożyły się na wzrost wyniku EBIT o 32% r/r do 27 mln PLN w 4Q'19. **Wyniki VRG były obciążone przez niską dynamikę EBIT r/r w segmencie jubilerskim wynikającą ze spowolnienia tempa poprawy sprzedaży w grudniu (najważniejszy miesiąc w roku pod względem sprzedaży/wyniku). Główną przyczyną spowolnienia był efekt bazy.** Oczyszczone o efekt MSSF 16 przepływy z działalności operacyjnej wyniosły 94 mln PLN w 4Q'19 vs. 75 mln w 4Q'18 (poprawa ze względu na poprawę wyniku r/r oraz uwolnienie gotówki z zapasów i należności). Wskaźnik DN/EBITDA na koniec 2019 roku wyniósł 0,6x (do długu nie jest wliczany faktoring odwrotny).

Wyniki spółki za 4Q'19

(mln PLN)	4Q'18	4Q'19	zmiana
Sprzedaż	272	332	22,2%
Segm. odzieżowy	162	207	27,7%
Segm. jubilerski	110	126	14,0%
MBNS	52,9%	53,7%	0,8p.p.
Segm. odzieżowy	52,0%	53,6%	1,6p.p.
Segm. jubilerski	54,1%	53,8%	-0,3p.p.
EBIT	40,8	47,6	16,7%
Segm. odzieżowy	20,1	26,6	32,1%
Segm. jubilerski	21	21	1,6%
marża	15,0%	14,3%	-0,7p.p.
Segm. odzieżowy	12,4%	12,8%	0,4p.p.
Segm. jubilerski	18,7%	16,7%	-2p.p.
Zysk brutto	38,9	53,9	38,6%
Zysk netto	32,4	44,3	36,7%

Źródło: VRG, mBank

Aktualizacja prognoz w obliczu recesji

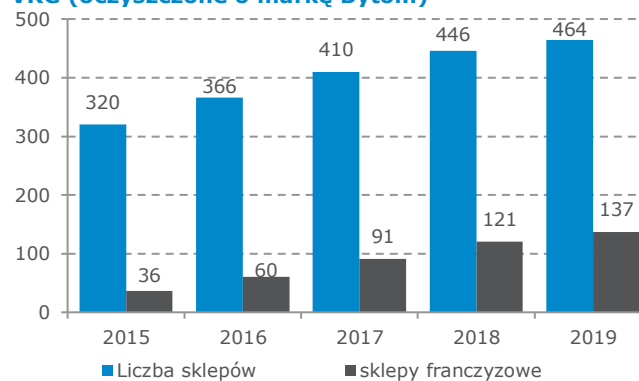
Dynamicznie rozwijająca się pandemia COVID-19 oraz środki zaradcze wprowadzone przez poszczególne państwa całkowicie zmieniły otoczenie biznesowe dla spółek handlowych. Ograniczenia w handlu i zamknięcie sklepów wpłynęły na kilkudziesięcioprocentowy spadek sprzedaży w sieci stacjonarnej r/r. Takich spadków spółki nie doświadczały w dobie poprzednich kryzysów. Utrata sprzedaży przełożyła się istotnie nie tylko na wyniki spółek w średnim terminie, ale może spowodować falę upadłości podmiotów ze względu na utratę płynności finansowej. Państwo zobowiązało się do wprowadzenia pakietu antykryzysowego zakładającego m.in. kompensatę płatności czynszów w wysokości 90% w okresie zamknięcia sklepów oraz możliwość dopłaty do wynagrodzenia na poziomie 40% od Państwa, ale w kwocie nie wyższej niż przeciętne wynagrodzenie za pracę. Zdaniem przedstawicieli spółek handlowych oferowana pomoc będzie niewystarczająca w zakresie dopłaty do wynagrodzeń. Spółki jednocześnie oczekują zawieszenia płatności za czynsz na okres 6 miesięcy (wypowiedź Marka Piechockiego, LPP). Pakiet pomocowy dla firm obowiązuje od 1 kwietnia 2020 roku.

Nasz bazowy scenariusz zakłada zamknięcie sklepów spółki do połowy maja 2020 r. Jednocześnie oczekujemy istotnego spadku odwiedzalności sklepów po ich otwarciu oraz stopniowe jej odbudowywanie w kolejnych kwartałach. Oczekujemy zwiększonej aktywności promocyjnej podmiotów z sektora w najbliższych miesiącach (zarówno w kanale stacjonarnym jak i w e-commerce), ze względu na skoncentrowaniu się firm na poprawie sytuacji płynnościowej po okresie zamknięcia sklepów. Jednocześnie widzimy ryzyko zwiększenia się liczby bankructw w gospodarce, co może przełożyć się na wzrost stopy bezrobocia oraz ograniczenie dochodu dyspozycyjnego konsumentów. Utrzymanie wysokich kursów USD/PLN oraz EUR/PLN może wpływać negatywnie na rentowność osiąganą na sprzedaży kolekcji jesień-zima'20. Wysoki kurs EUR/PLN będzie miał bezpośrednie negatywne przełożenie na koszty czynszów płaconych przez spółkę. W naszej analizie nie wykluczamy zamknięć części sklepów franczyzowych. Biorąc pod uwagę dobrą sytuację bilansową spółki, uważamy że ryzyko niewypłacalności w scenariuszu bazowym jest ograniczone. Spółka zakończyła 2019 rok ze wskaźnikiem DN/EBITDA na poziomie 0,6x oraz wykorzystaniem linii kredytowych na poziomie około 25%. Uwzględniając nasz scenariusz bazowy, oczekujemy istotnego spadku wyniku spółki w 2020 roku oraz przekroczenia kowenantów na koniec 4Q'20, co naszym zdaniem powinno przełożyć się jedynie na przejściowe podwyższenie finansowania przez banki.

Wysoki udział sklepów franczyzowych

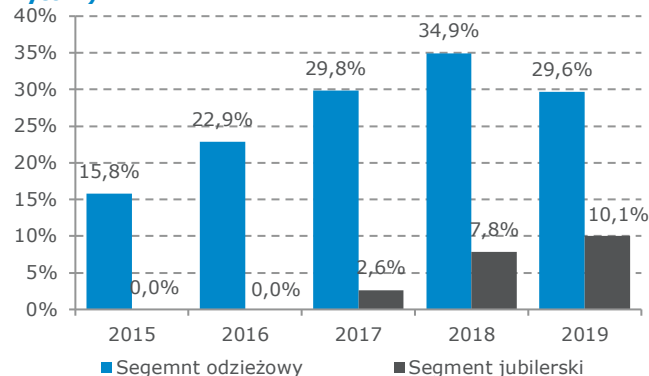
W latach 2015-19 istotnie wzrosła liczba sklepów franczyzowych w Grupie VRG. Na koniec 9M'19 liczba sklepów franczyzowych oczyszczona o markę Bytom wyniosła 133 placówki vs. 36 placówki na koniec 2015 roku. Na koniec 9M'19 udział sklepów franczyzowych wyniósł 29% (wartość oczyszczona o markę Bytom). Najwyższy udział sklepów franczyzowych ma segment modowy.

Łączna liczba sklepów oraz sklepy franczyzowe w VRG (oczyszczone o markę Bytom)



Źródło: VRG, mBank

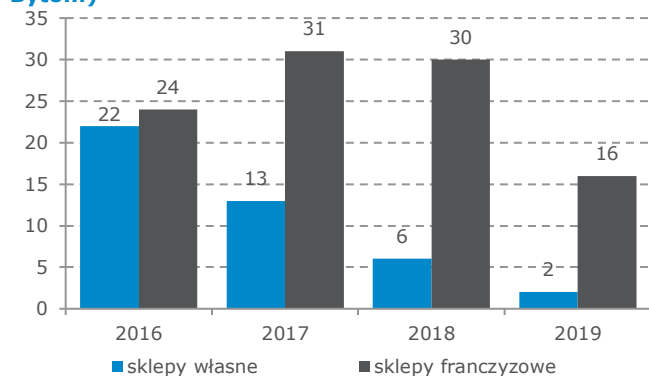
Udział sklepów franczyzowych w łącznej ilości sklepów w segmentach VRG (oczyszczone o markę Bytom)



Źródło: VRG, mBank

W okresie 2016-19 sklepy franczyzowe stanowiły większość nowych sklepów w VRG. Skoncentrowanie się na rozwoju sklepów franczyzowych pozwoliło spółce na dalszy rozwój sieci przy jednoczesnym ograniczeniu ryzyka biznesowego.

Udział sklepów franczyzowych w łącznej ilości sklepów w segmentach VRG (oczyszczone o markę Bytom)



Źródło: VRG, mBank

Biorąc pod uwagę zakładane istotne pogorszenie się sytuacji gospodarczej w kolejnych miesiącach widzimy ryzyko zmniejszenia liczby sklepów franczyzowych w sieci. Ryzyko działalności biznesowej we franczyzie jest po stronie franczyzobiorcy. VRG realizuje sprzedaż na swoich kasach fiskalnych oraz odpowiada za zatowarowanie sklepów.

Scenariusz bazowy

- Sprzedaż:** W scenariuszu bazowym oczekujemy utrzymania się ograniczenia otwarć sklepów do połowy maja oraz spadku odpowiedzialności sklepów r/r wynikającej z awersji klientów do robienia zakupów w sieci stacjonarnej. Uwzględniając powyższe zmiany obniżamy nasze szacunki sprzedaży dla spółki o 36% względem poprzednich prognoz do 740 mln PLN (spadek o -31% r/r). Biorąc pod uwagę oczekiwaną presję na wyniki pandemii COVID-19, potencjalne zamknięcia niektórych sklepów franczyzowych oraz trudności z pozyskaniem nowych franczyzobiorców, obniżamy nasze szacunki wzrostu powierzchni sprzedażowej do -6% r/r w 2020 roku vs. 4% r/r zakładane wcześniej). Uwzględniając scenariusz recesyjny i obniżenie dochodu dyspozycyjnego klientów uważamy, że spółce może być trudniej odbudować sprzedaż w segmencie odzieżowym (moda formalna, wysoka konkurencja w casualu). W 1Q'20 zakładamy sprzedaż na poziomie 190 mln PLN (-11% r/r), co jest zgodne z szacunkami zarządu przekazanymi w raporcie bieżącym.

Zmiana założeń dotyczących sprzedaży

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż (nowa prognoza)	740,0	973,7	1 087,6
Sprzedaż (stara prognoza)	1 154,6	1 241,0	1 318,2
Różnica	-35,9%	-21,5%	-17,5%
Segment odzieżowy (nowa)	456,9	606,9	703,7
Segment odzieżowy (stara)	727,7	772,1	815,1
Różnica	-37,2%	-21,4%	-13,7%
Segment jubilerski (nowa)	283,1	366,8	383,9
Segment jubilerski (stara)	426,9	469,0	503,1
Różnica	-33,7%	-21,8%	-23,7%

Źródło: VRG, mBank

- Segment odzieżowy:** Zakładane ograniczenie otwarć sklepów w 2Q oraz awersja klientów do odwiedzania sklepów po otwarciu, powinny przełożyć się na spadek sprzedaży w sieci stacjonarnej o 70%/30%/20% r/r odpowiednio w kwartałach 2Q/3Q/4Q 2020 r. (w okresie otwarcia sklepów). W naszym scenariuszu bazowym zakładamy początkową wysoką awersję do robienia zakupów w sklepach stacjonarnych, która powinna się stopniowo zmniejszać w kolejnych kwartałach (spółka Kering poinformowała, że odpowiedzialność w sklepach w Chinach się stopniowo odbudowuje w ostatnim czasie, spółka Nike oczekuje płaskiej sprzedaży r/r sklepów w Chinach w okresie marzec-maj, a Adidas informował o poprawiającej się sytuacji na rynku Chińskim). Wspierająco na generowaną sprzedaż oraz płynność finansową będzie wpływał kanał internetowy, którego sprzedaż według naszych szacunków powinna rosnąć o 5%/30%/30% r/r odpowiednio w 2Q/3Q/4Q 2020 r. Spowolnienie w 2Q'20 naszym zdaniem będzie wynikało z wysokiej konkurencji w sieci oraz zmniejszonej skłonności klientów do robienia zakupów. W 2021 roku oczekujemy stopniowego odbicia sprzedaży/mkw. jednak do poziomów niższych niż odnotowane w 2019 roku.
- Segment jubilerski:** Zamknięcia sklepów oraz pogorszenie się sytuacji konsumentów powinny negatywnie wpłynąć na sprzedaż/mkw. w segmencie jubilerskim. Naszym zdaniem spowolnienie może ulec pozytywny trend wzrostu sprzedaży zegarków w segmencie wraz ze spowolnieniem gospodarczym. W sieci stacjonarnej oczekujemy spadku sprzedaży o 40%/35%/15% r/r odpowiednio w 2Q/3Q/4Q 2020 r. (w okresie otwarcia sklepów). W kanale internetowym oczekujemy wzrostu sprzedaży o 5%/10%/10% r/r odpowiednio w 2Q/3Q/4Q 2020.

Założenia dotyczące sprzedaży w segmentach

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P
Segment odzieżowy	456,9	606,9	703,7
Sprzedaż sklepów	303,7	423,1	492,2
E-commerce	153,2	183,9	211,4
Sprzedaż/mkw. (PLN)	603,0	869,1	977,9
zmiana r/r	-42,5%	44,1%	12,5%
Dynamika e-commerce	31%	20%	15%
Segment jubilerski	283,1	366,8	383,9
Sprzedaż sklepów	252,3	331,3	344,9
E-commerce	27,8	30,8	35,4
Sprzedaż/mkw.	1 929	2 505	2 564
zmiana r/r	-28,2%	29,8%	2,4%
Dynamika e-commerce	10,9%	15,0%	10,0%

Źródło: VRG, mBank

- **Marża brutto na sprzedaży:** W obecnej sytuacji najważniejszym czynnikiem dla spółek jest skoncentrowanie się na poprawie płynności finansowej po ponownym otwarciu sklepów. Na marżę brutto na sprzedaży wpływ będzie miała zwiększona aktywność promocyjna podmiotów z branży oraz wyższy udział e-commerce w sprzedaży. Oczekujemy wyższego spadku rentowności sprzedaży r/r w kanale odzieżowym. Dodatkowo zwracamy uwagę na istotne umocnienie się kursu USDPLN oraz EURPLN. W 2019 roku spółka rozliczała 33%/22% kosztów zakupu towarów odpowiednio w USD/EUR. Utrzymanie podobnych poziomów kursów EURPLN i USDPLN w kolejnych miesiącach przełoży się negatywnie na marżę brutto na sprzedaży generowaną na sprzedaży kolekcji jesień-zima'21.

Zmiana założeń dotyczących marży brutto na sprzedaży

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P
MBNS (nowa prognoza)	49,0%	50,3%	50,6%
MBNS (stara prognoza)	53,0%	53,1%	53,1%
różnica	-3,9p.p.	-2,8p.p.	-2,5p.p.

Źródło: VRG, mBank

- **Koszty SG&A:** Spadek kosztów SG&A względem poprzedniej prognozy wynika z zakładanego ograniczenia wzrostu powierzchni, zakładanej renegotjacji stawek czynszów przez spółkę oraz optymalizacji kosztów wynagrodzeń. W okresie prognozowanego zamknięcia sklepów zakładamy brak płacenia czynszów (zgodnie z ustawą o tarczy antykryzysowej) oraz negocjację czynszów po otwarciu sklepów. Oczekujemy spadku kosztów czynszów o 40%/20%/10% odpowiednio w drugiej połowie 2Q/3Q/4Q 2020 roku. Jednocześnie oczekujemy zmniejszenia kosztów wynagrodzeń o 20%/20%/10% odpowiednio w 2Q/3Q/4Q 2020 r. (w okresie otwarć sklepów). W okresie zamknięcia sklepów oczekujemy skorzystania przez spółkę z pomocy przewidzianej w tarczy antykryzysowej. Uwzględniamy obniżone o połowę nakłady spółki na marketing. Biorąc pod uwagę zakładane zmiany oczekujemy obniżenia kosztów SG&A/mkw. o 15% r/r w 2020 roku.

Zmiana założeń dotyczących kosztów SG&A

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P
Koszty SG&A (nowa)	398,8	462,0	481,9
Koszty SG&A (stara)	513,0	551,5	583,2
różnica	-22,26%	-16,22%	-17,37%
Narzut SG&A (nowa)	53,9%	47,4%	44,3%
Narzut SG&A (stara)	44,4%	44,4%	44,2%
różnica	9,5p.p.	3p.p.	0,1p.p.
SG&A/mkw. (nowa)	629,7	747,2	756,8
SG&A/mkw. (stara)	757,9	783,7	799,9
różnica	-16,9%	-4,7%	-5,4%

Źródło: VRG, mBank

- **EBITDA, EBIT:** W wyniku powyższych zmian, istotnie rewidujemy nasze prognozy EBITDA na kolejne lata. W 2020 roku oczekujemy -15 mln EBITDA w 2020 roku vs. 121 mln PLN poprzednio. Zakładamy wyższy spadek wyniku w segmencie odzieżowym, który jest bardziej wrażliwy na zachowania konsumentów (wnioski na zachowania konsumentów w 2009 r.). Prognozujemy szybszą ścieżkę poprawy wyników w segmencie jubilerskim niż w segmencie odzieżowym.

Zmiana założeń EBIT oraz EBITDA (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P
EBIT (nowa)	-37,0	26,5	67,4
EBIT (stara)	98	106	116
Różnica		-75,2%	-41,8%
EBIT odzież (nowa)	-36,5	5,3	36,5
EBIT odzież (stara)	43	47	51
Różnica		-88,6%	-28,7%
EBIT jubilerski (nowa)	-0,5	25,9	34,8
EBIT jubilerski (stara)	55	60	64
Różnica	-100,9%	-56,7%	-46,0%
EBITDA (nowa)	-15,2	46,8	88,0
EBITDA (stara)	121,1	130,3	140,0
Różnica	-112,6%	-64,1%	-37,1%

Źródło: VRG, mBank

- **Kapitał obrotowy, dług, capex:** Zgodnie z naszymi założeniami spółka powinna zakończyć 2020 rok z długiem netto na poziomie 85 mln PLN vs. 66 mln PLN na koniec 2019 roku. Prognozujemy, że spółka skoncentruje się na optymalizacji kapitału obrotowego: (1) zmniejszenie zapasów o 8% r/r (poniżej oczekiwań zarządu) oraz (2) zwiększenie zobowiązań o 4% r/r (wydłużenie terminów płatności, wykorzystanie faktoringu odwrotnego). Spółka zakończyła rok 2019 ze wskaźnikiem DN/EBITDA na poziomie 0,6x. Wykorzystanie linii kredytowych (ponad 300 mln PLN) wyniosło około 25%. Biorąc pod uwagę nasze szacunki, uważamy że spółka powinna pokryć bieżące zobowiązania z dostępnych środków pieniężnych oraz linii kredytowych. Uwzględniając powyższe, widzimy ograniczone ryzyko utraty płynności finansowej przez spółkę oraz emisji akcji, a potencjalne przekroczenie kowenantów powinno spowodować przejściowe podwyższenie kosztów obsługi długu (zakładamy przejściowy wzrost kosztów finansowania o 3p.p.). Oczekujemy obniżenia wskaźnika DN/EBITDA poniżej poziomu 3,5x na koniec 2021 roku.

Założenie dotyczące kapitału obrotowego, długu i nakładów inwestycyjnych

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P
Kapitał obrotowy	328,9	292,6	351,5
Dług brutto	186,4	144,4	116,6
Dług netto	84,6	42,1	59,1
DN/EBITDA	-	0,9	0,7
Capex	-13,5	-19,6	-21,6

Źródło: VRG, mBank

Scenariusz optymistyczny

- Zakładamy spadek sprzedaży w ciecii stacjonarnej w okresie 2Q/3Q/4Q 2020 r., który powinien wynieść odpowiednio -50%/-25%/-10% w segmencie odzieżowym i -30%/-20%/-5% w segmencie jubilerskim. Zakładamy wzrost kanału e-commerce o 41%/19% odpowiednio w segmentach odzieżowym i jubilerskim.
- Zakładamy spadek marży brutto na sprzedaży o 2,5 r/r w 2020 roku. Spadek kosztów czynszów dostosowany częściowo do oczekiwanego spadku efektywności sprzedaży kosztowej.
- Zakładamy odbudowanie marży EBITDA do poziomu 9,4% w 2022 roku w wyniku wzrostu sprzedaży/mkw. r/r.

Założenia dla scenariusza optymistycznego

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż	835,3	1 046,7	1 157,1
Sprzedaż segm. Odzieżowy	523,3	668,7	754,3
Sprzedaż segm. Jubilerski	312,0	378,0	402,9
w tym e-commerce	193,8	232,3	267,1

zmiana r/r

Sprzedaż	-21,8%	25,3%	10,6%
Sprzedaż segm. Odzieżowy	-24,4%	27,8%	12,8%
Sprzedaż segm. Jubilerski	-17,0%	21,2%	6,6%
w tym e-commerce	39,2%	19,8%	15,0%

Marża brutto na sprzedaży	49,5%	50,7%	51,1%
zmiana r/r	-2,5p.p.	1,2p.p.	0,3p.p.
narzut kosztów SG&A	49,35%	45,78%	43,46%
EBIT	0,5	50,8	87,0
EBIT segm. Odzieżowy	-13,3	23,8	52,7
EBIT segm. Jubilerski	13,8	30,7	40,4
EBITDA	22,5	71,9	108,6
marża EBITDA	2,70%	6,87%	9,39%

Wycena DCF/akcję (9M) 3,54

Źródło: VRG, mBank

Scenariusz pesymistyczny

- Oczekujemy spadku sprzedaży w ciecii stacjonarnej w okresie 2Q/3Q/4Q 2020 r., który powinien wynieść odpowiednio -80%/-50%/-30% w segmencie odzieżowym i -60%/-35%/-20% w segmencie jubilerskim. Zakładamy wzrost kanału e-commerce o 25%/6% odpowiednio w segmentach odzieżowym i jubilerskim.
- Zakładamy spadek marży brutto na sprzedaży o 3,4 r/r w 2020 roku. Spadek kosztów czynszów dostosowany częściowo do oczekiwanego spadku efektywności sprzedaży kosztowej.
- Zakładamy odbudowanie marży EBITDA do poziomu 6,2% w 2022 roku w wyniku wzrostu sprzedaży/mkw. r/r.

Założenia dla scenariusza pesymistycznego

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż	657,7	922,7	1 036,6
Sprzedaż segm. odzieżowy	402,3	582,9	664,9
Sprzedaż segm. jubilerski	255,4	339,8	371,7
w tym e-commerce	174,7	205,7	235,0

zmiana r/r

Sprzedaż	-38,4%	40,3%	12,3%
Sprzedaż segm. odzieżowy	-41,9%	44,9%	14,1%
Sprzedaż segm. jubilerski	-32,1%	33,1%	9,4%
w tym e-commerce	25,5%	17,7%	14,3%

Marża brutto na sprzedaży	48,7%	49,7%	50,1%
zmiana r/r	-3,4p.p.	1,1p.p.	0,3p.p.
narzut kosztów SG&A	60,48%	49,30%	45,74%
EBIT	-78,5	3,1	43,9
EBIT segm. odzieżowy	-69,1	-9,7	22,1
EBIT segm. jubilerski	-9,4	17,3	30,4
EBITDA	-56,9	23,0	63,9
marża EBITDA	-8,66%	2,50%	6,16%

Wycena DCF/akcję (9M) 1,43

Źródło: VRG, mBank

Rachunek wyników

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	443,4	514,2	598,5	688,5	805,7	1 068,3	740,0	973,7	1 087,6
Zmiana	11,5%	16,0%	16,4%	15,0%	17,0%	32,6%	-30,7%	31,6%	11,7%
Koszt własny sprzedaży	205,7	241,4	286,7	329,1	393,4	512,2	377,3	484,2	537,3
Zysk brutto na sprzedaży	237,7	272,7	311,8	359,4	412,3	556,1	362,8	489,5	550,3
marża brutto na sprzedaży	53,6%	53,0%	52,1%	52,2%	51,2%	52,1%	49,0%	50,3%	50,6%
Koszty sprzedaży	158,5	174,1	205,1	230,5	272,8	383,1	398,8	462,0	481,9
Koszty ogólnego zarządu	43,0	52,8	56,1	62,8	67,3	86,1	0,0	0,0	0,0
Pozostała działalność operacyjna netto	0,6	-2,5	0,4	-3,2	-0,2	0,6	-1,0	-1,0	-1,0
EBIT	36,8	43,3	50,9	62,8	71,9	87,5	-37,0	26,5	67,4
Zmiana	9,4%	17,8%	17,6%	23,3%	14,4%	21,7%	-	-	154,8%
marża EBIT	8,3%	8,4%	8,5%	9,1%	8,9%	8,2%	-5,0%	2,7%	6,2%
Wynik na działalności finansowej	-11,3	-11,2	-6,6	-7,8	-6,2	-8,1	-23,4	-19,8	-14,4
Zysk brutto	25,5	32,1	44,3	55,0	65,7	79,4	-60,4	6,6	53,0
Podatek dochodowy	-5,2	-6,8	-9,3	-11,8	-12,2	-15,4	-1,2	-1,3	-10,1
Zysk netto	20,3	25,4	35,0	43,2	53,5	64,0	-61,6	5,4	42,9
Zmiana	-55,0%	25,0%	38,2%	23,3%	23,9%	19,5%	-	-	701,7%
Marża	4,6%	4,9%	5,9%	6,3%	6,6%	6,0%	-8,3%	0,6%	3,9%
Amortyzacja	11,3	12,5	14,2	15,5	17,3	23,6	21,8	20,4	20,6
EBITDA	48,1	55,9	65,2	78,4	89,2	198,5	69,3	132,6	177,6
EBITDA (bez MSSF 16)	48,1	55,9	65,2	78,4	89,2	111,1	-15,2	46,8	88,0
Zmiana	7,1%	16,0%	16,7%	20,2%	13,8%	24,5%	-	-	87,9%
marża EBITDA	10,9%	10,9%	10,9%	11,4%	11,1%	10,4%	-2,1%	4,8%	8,1%
EBIT (bez MSSF 16)	36,8	43,3	50,9	62,8	71,9	87,5	-37,5	26,0	66,9
Zysk netto (bez MSSF 16)	20,3	25,4	35,0	43,2	53,5	65,9	-56,3	8,3	46,0
Liczba akcji na koniec roku (mln)	173,9	173,9	173,9	173,9	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5
EPS	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	-0,3	0,0	0,2
ROA	3,2%	3,8%	4,8%	5,6%	5,7%	5,0%	-4,2%	0,4%	2,8%
ROE	4,8%	5,7%	7,4%	8,3%	7,9%	7,7%	-7,4%	0,7%	5,2%

Bilans

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
AKTYWA	645,3	697,3	751,5	778,8	1 113,4	1 431,3	1 492,0	1 528,4	1 523,4
Majątek trwały	420,2	424,6	428,5	425,5	593,2	847,0	858,1	860,3	870,5
Rzeczowe aktywa trwałe	52,0	57,0	61,3	59,4	78,0	71,6	63,4	62,5	63,5
Wartości niematerialne i prawne	359,2	357,7	357,6	358,8	507,3	499,7	499,7	499,7	499,7
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	7,4	7,9	8,2	5,8	6,4	7,7	7,7	7,7	7,7
Pozostałe	1,6	2,0	1,3	1,5	1,5	268,0	287,3	290,4	299,6
Majątek obrotowy	225,1	272,7	323,0	353,4	520,1	584,3	634,0	668,1	652,9
Zapasy	196,1	240,6	284,0	315,3	460,8	535,5	491,3	513,1	536,9
Należności	14,5	15,2	21,0	20,2	23,9	19,9	37,4	49,1	54,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	13,2	15,6	16,8	16,4	33,5	25,3	101,8	102,3	57,5
Pozostałe	1,4	1,4	1,3	1,4	1,9	3,6	3,6	3,6	3,6

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
PASYWA	645,3	697,3	751,5	778,8	1 113,4	1 431,3	1 492,0	1 528,4	1 523,4
Kapitał własny	430,6	458,5	494,4	542,5	805,1	863,3	801,7	807,1	850,0
Zobowiązania długoterminowe	109,6	101,1	95,1	85,3	76,8	243,4	262,6	245,7	219,2
Kredyty i pożyczki	0,0	98,1	91,9	82,1	70,8	55,9	55,9	35,9	0,0
Pozostałe	109,6	3,0	3,2	3,2	6,0	187,5	206,8	209,9	219,2
Zobowiązania krótkoterminowe	105,1	137,7	162,0	151,0	231,5	324,7	427,7	475,6	454,3
Kredyty i pożyczki	6,0	15,7	31,4	32,9	25,9	35,6	130,6	108,6	116,6
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	83,7	114,9	121,2	108,8	192,8	191,7	199,7	269,6	240,3
Leasing finansowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	86,3	86,3	86,3	86,3
Pozostałe	15,4	7,1	9,4	9,3	12,8	11,1	11,1	11,1	11,1
Dług	6,0	113,7	123,3	115,1	96,6	91,4	186,4	144,4	116,6
Dług netto	-7,2	98,2	106,5	98,6	63,1	66,1	84,6	42,1	59,1
(Dług netto / kapitał własny)	-1,7%	21,4%	21,5%	18,2%	7,8%	7,7%	10,6%	5,2%	7,0%
(Dług netto / EBITDA)	-0,1	1,8	1,6	1,3	0,7	0,6	-	0,9	0,7
BVPS	2,5	2,6	2,8	3,1	3,4	3,7	3,4	3,4	3,6

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	18,8	25,7	6,0	20,5	53,5	108,6	79,6	147,9	94,2
Zysk brutto	20,3	28,2	35,2	43,2	65,7	79,4	-61,6	5,4	42,9
Amortyzacja	11,3	12,5	14,2	15,5	17,3	23,6	21,8	20,4	20,6
Amortyzacja leasingu finansowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	87,4	84,5	85,8	89,6
Zmiana stanu rezerw	0,6	1,8	2,3	0,5	-2,9	0,3	0,0	0,0	0,0
Kapitał obrotowy	-12,5	-12,3	-33,0	-27,0	-21,1	-75,3	34,8	36,3	-59,0
Pozostałe	-0,9	-4,6	-12,7	-11,8	-5,6	-6,7	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-12,3	-12,6	-18,0	-15,3	-18,6	-16,8	-13,5	-19,6	-21,6
CAPEX	-12,5	-14,4	-19,2	-18,7	-18,2	-25,0	-13,5	-19,6	-21,6
Pozostałe	0,2	1,8	1,2	3,4	-0,4	8,2	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-11,6	-10,7	13,2	-5,0	-17,8	-100,1	10,5	-127,8	-117,4
Kredyty i pożyczki	-0,8	108,1	9,4	-8,4	8,0	-4,7	95,0	-42,0	-27,9
Dłużne papiery wartościowe	-10,5	-119,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,3	0,2	3,9	3,4	-25,8	-95,4	-84,5	-85,8	-89,6
Zmiana stanu środków na koniec okresu	-5,0	2,4	1,3	0,3	17,1	-8,2	76,5	0,5	-44,8
Wpływ różnic kursowych	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne na koniec okresu	13,2	15,6	16,8	16,4	33,5	25,3	101,8	102,3	57,5
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	15,7	20,0	2,3	19,2	36,6	-6,1	5,4	58,5	-5,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	2,8%	2,8%	3,2%	2,7%	2,3%	2,3%	1,8%	2,0%	2,0%

Wskaźniki rynkowe*

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
P/E*	16,6	13,3	9,6	7,8	8,5	6,9	-	55,1	9,9
P/CE*	10,7	8,9	6,8	5,7	6,4	5,1	-	15,9	6,8
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5
P/S	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,4	0,6	0,5	0,4
FCF/EV*	3,6%	4,6%	0,5%	4,4%	7,1%	-1,2%	1,0%	11,8%	-1,0%
EV/EBITDA*	9,1	7,8	6,8	5,6	5,8	4,7	-	10,6	5,8
EV/EBIT*	11,9	10,0	8,7	6,9	7,2	6,0	-	19,1	7,7
EV/S*	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,7	0,5	0,5
OCF/EBITDA	39%	46%	9%	26%	60%	19%	32%	132%	5%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94
Liczba akcji na koniec roku (mln)	173,9	173,9	173,9	173,9	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5
MC (mln PLN)	337	337	337	337	455	455	455	455	455
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)*	438	435	444	436	518	521	539	497	514

*oczyszczone o MSSF 16

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 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 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”), które przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie 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 na 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 6 kwietnia 2020 o godzinie 08:33.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 kwietnia 2020 o godzinie 08:33.

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.

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 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 spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

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

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 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
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

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

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