

piątek, 23 kwietnia 2021 | aktualizacja raportu

VRG: akumuluj (obniżona)

VRG PW; VRGP.WA | Handel, Polska

Wysoki potencjał do odbudowy wyniku

VRG wykorzystało trudny 2020 rok do optymalizacji kapitału obrotowego, obniżenia bazy kosztowej, zamknięcia sklepów o niezadowalającej rentowności oraz do dynamicznego rozwoju sprzedaży w kanale e-commerce. Pomimo zakończenia roku 2020 z istotnie niższymi wynikami r/r (spadek EBITDA MSR 17 o 79% r/r), VRG znacznie obniżyło dług netto r/r utrzymując bezpieczny poziom wskaźnik DN/EBITDA. Optymalizacja kapitału obrotowego pozwoliła na uwolnienie około 44 mln PLN w 2020 roku (najwięcej gotówki uwolniono z zapasów). VRG weszło w 2021 rok z obniżoną bazą kosztową oraz odpowiednim przygotowaniem do odbudowy sprzedaży. Powyższe połączone ze sprzyjającym efektem bazy, powinno się przełożyć na znaczącą poprawę sprzedaży oraz marży brutto na sprzedaży r/r w kolejnych miesiącach. Pierwsze sygnały poprawy są widoczne w danych sprzedażowych za marzec (sprzedaż +40% r/r oraz 5,7p.p r/r wzrostu marży brutto na sprzedaży). Relatywnie dobre wyniki w obecnym otoczeniu rynkowym odnotowuje segment jubilerski. Natomiast cały czas problemem jest poprawa sprzedaży w segmencie odzieżowym (nadal niski popyt na modę formalną). Nieznacznie korygujemy zakładaną sprzedaż ze względu na wolniejsze niż oczekiwane odbicie sprzedaży w segmencie odzieżowym. Jednocześnie uwzględniamy bardzo dobrą kontrolę kosztów SG&A. W efekcie podnosimy naszą prognozę EBITDA o 6,8%/3,6% do 72/97 mln PLN odpowiednio dla lat 2021/22. Kurs VRG wzrósł o 29% od czasu wydania naszej ostatniej rekomendacji i nadal widzimy potencjał do wzrostu. Uwzględniając nasze prognozy spółka jest wyceniona na 26,2x/14,4x P/E'21/22 odpowiednio z 2% premią i 8% dyskontem do spółek porównywalnych. Obniżamy naszą rekomendację do akumuluj i podwyższamy cenę docelową do 3,65 PLN.

Odbudowa wyników od 2Q'21

VRG weszło w 2020 rok z częściowo zoptymalizowaną siecią sprzedaży oraz niską bazą kosztową. Spółka intensywnie pracuje nad zwiększaniem potencjału sprzedażowego oferowanych produktów (m.in. zwiększenie oferty casual w Vistula, rozszerzenie oferty produktowej Wólczanka, wprowadzenie marek Vistula i Deni Cler na zewnętrzne platformy sprzedażowe, rozszerzenie oferty zegarków w W. Kruk, inwestycje w kanał e-commerce). Powyższe działania oraz efekt niskiej bazy powinny pozwolić spółce na dynamiczne odbicie wyników r/r w 2021 i 2022 roku.

Wyniki 1Q'21 obciążone przez obostrzenia

Wprowadzone obostrzenia w działalności sklepów w 1Q'21 obowiązujące przez około połowę kwartału mają odbicie w poziomie sprzedaży i rentowności sprzedaży w tym okresie. Oczekujemy, że spółce udało się trzymać bardzo dobrą kontrolę kosztów SG&A (spadek kosztów wynagrodzeń i kosztów czynszów r/r), co powinno zmniejszyć skalę spadku wyników (prognozujemy spadek EBITDA o 38% r/r). Naszym zdaniem inwestorzy już zdyskontowali słabsze wyniki 1Q'21 i obecnie koncentrują się na poprawie rezultatów r/r w kolejnych kwartałach.

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	1 068,3	853,7	1 021,2	1 135,9	1 196,0
EBITDA skor.*	111,1	11,1	71,9	97,0	109,5
marża EBITDA skor.*	10,4%	1,3%	7,0%	8,5%	9,2%
EBIT skor.*	87,6	0,5	50,9	76,5	89,2
Zysk netto skor.*	65,9	-5,3	29,8	54,1	66,5
P/E skor.*	11,8	-	26,2	14,4	11,7
P/CE skor.*	8,7	44,0	15,5	10,5	9,0
P/BV	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA skor.*	7,6	72,4	11,0	8,0	6,8
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*skorygowane o wpływ MSSF 16

Cena bieżąca	3,33 PLN
Cena docelowa	3,65 PLN
Kapitalizacja	780 mln PLN
Free float	254 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,8 mln PLN

Akcjonariat

Ipopema TFI	20,07%
OFE PZU	15,33%
OFE NN	15,00%
Jerzy Mazgaj	9,46%
TFI Forum	7,54%
Pozostali	32,61%

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	3,65	3,14	akumuluj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
VRG	3,33	3,65	+10,6%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P	2023P
EBITDA	+6,8%	+3,6%	+4,1%
Zysk netto	+2,4%	+1,6%	+0,7%
Sprzedaż/mkw.	-4,2%	-3,0%	-0,4%
SG&A/mkw.	-6,4%	-4,3%	-0,9%
Powierzchnia	-0,6%	-1,8%	-2,3%

Analityk:

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

Czynniki ryzyka

Kolejna fala zarażeń COVID-19

Potencjalne zwiększenie liczby chorych na COVID-19 w kolejnych okresach może stanowić ryzyko wprowadzenia restrykcji dotyczących działalności sklepów. Niemniej rosnąca liczba zaszczepionych osób oraz coraz wyższa liczba ozdrowieńców powinny wpływać na zmniejszenie się skali zachorowań na COVID-19. Konsumenci częściowo przywykli do obecnej sytuacji i nauczyli się robić zakupy w obecnym reżimie sanitarnym.

Pogorszenie się sytuacji makroekonomicznej

Pogorszenie się sytuacji konsumentów na rynku oraz mniejsza skłonność do konsumpcji może negatywnie przełożyć się na sprzedaż spółki. Potencjalna niepewność konsumentów związana z sytuacją firm w trakcie pandemii COVID-19 może przełożyć się na mniejszą skłonność do konsumpcji.

Oslabienie się PLN względem innych walut

Coraz wyższą część płatności za zamawiane towary spółka realizuje w walutach obcych. Na koniec 2020 roku zakupy realizowane w USD/EUR/CHF stanowiły odpowiednio 33%/17%/13%. 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 23% kosztów SG&A (stan na koniec 2020 r.) w EUR. Umocnienie EUR/PLN 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. Potencjalne zaostrzenie walki cenowej na rynku może przełożyć się na zwiększoną presję na rentowność sprzedaży osiąganą przez Spółkę. Naszym zdaniem firmy dostosowały już strukturę zapasów do obecnej sytuacji i ryzyko wzmoczonych wyprzedaży jest niskie.

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. Pandemia wymusiła zmiany w oferowanym asortymencie w segmencie odzieżowym. Potencjalne złe dopasowanie oferty może negatywnie przełożyć się na osiągnięte wyniki w tym okresie.

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 zysku brutto na 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 3,43 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 3,45 PLN. Cenę docelową za 9 miesięcy wyznaczamy na 3,65 PLN na akcję

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	3,45
Wycena DCF	50%	3,43
	cena wynikowa	3,44
	cena docelowa za 9 m-cy	3,65

Wycena porównawcza

Wycenę wskaźnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2021-23P. Przykładamy równą wagę do obydwu wskaźników. Grupa porównawcza wzięta do wyceny składa się z dwóch grup spółek: spółki odzieżowe oraz spółki jubilerskie. Biorąc pod uwagę prognozowany udział poszczególnych segmentów w wynikach VRG w latach 2021-23, przyznajemy wagę 75% dla mediany wskaźników spółek jubilerskich oraz 25% dla mediany wskaźników spółek odzieżowych.

Wycena porównawcza

	cena	PEG			P/E			EV/EBITDA		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Spółki odzieżowe										
HENNES & MAURI-B	204,1	0,2	0,2	0,1	32,5	22,4	20,2	9,9	9,0	8,4
INDITEX	28,53	76,7	32,6	28,1	65,1	27,7	23,8	18,4	12,9	11,6
MARKS & SPENCER	154,45	0,5	0,1	0,1	67,2	12,9	10,2	8,5	6,6	6,2
NEXT PLC	7910	15,0	7,4	6,5	35,8	17,7	15,6	16,7	11,9	11,1
HUGO BOSS -ORD	37,83	-	-	-	40,4	19,6	15,5	8,2	6,7	6,1
CCC SA	98,8	-	-	-	88,1	27,3	19,9	10,2	8,6	7,2
LPP	8665	-	-	-	-	29,4	19,7	18,6	12,0	12,6
Spółki jubilerskie										
PANDORA A/S	690,0	0,5	0,4	0,4	18,0	15,3	13,7	10,1	9,3	8,7
LAO FENG XIANG-A	56,9	-	-	-	16,6	14,6	14,7	8,3	7,3	-
CHOW SANG SANG	13,0	0,2	0,2	0,2	8,9	7,5	6,2	5,4	4,7	4,2
LUK FOOK HLDGS I	20,7	-	-	-	14,4	11,0	9,0	6,5	5,4	4,6
CHOW TAI FOOK JE	12,4	0,7	0,6	0,6	24,4	20,8	18,3	15,5	13,9	12,5
LAO FEN XIANG-B	3,0	-	-	-	5,6	4,9	5,0	8,3	7,3	-
Minimum		0,2	0,1	0,1	5,6	4,9	5,0	5,4	4,7	4,2
Maksimum		76,7	32,6	28,1	88,1	29,4	23,8	18,6	13,9	12,6
Mediana (spółki odzieżowe)		7,8	3,8	3,3	52,8	22,4	19,7	10,2	9,0	8,4
Mediana (spółki jubilerskie)		0,5	0,4	0,4	15,5	12,8	11,4	8,3	7,3	6,7
Mediana (25%/75%)		0,5	0,4	0,4	24,8	15,2	13,5	8,7	7,7	7,1
VRG	3,23	-	-	-	28,9	15,0	12,0	10,7	7,8	6,6
premia (dyskonto)		-	-	-	17%	-1%	-11%	22%	0%	-7%
Implikowana wycena										
Mediana		0,5	0,4	0,4	24,8	15,2	13,5	8,7	7,7	7,1
Waga wskaźnika						50%			50%	
Waga roku					33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wartość firmy na akcję (PLN)	3,45									

Dodatkowe założenia

Wskaźniki efektywności

	2016	2017	2018*	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Powierzchnia sprzedażowa								
VRG	30,5	33,3	51,6	54,4	53,0	53,1	54,8	56,1
zmiana r/r	9%	9%	55%	5%	-3%	0%	3%	2%
Segment odzieżowy	22,2	24,6	42,1	43,7	42,0	41,4	42,5	43,3
zmiana r/r	8,2%	10,7%	70,9%	3,9%	-3,9%	-1,5%	2,7%	2,0%
Segment jubilerski	8	9	10	11	11	12	12	13
zmiana r/r	11,2%	5,0%	10,0%	11,4%	3,1%	6,6%	5,5%	3,7%
Sprzedaż/mkw.								
VRG	1 705	1 798	1 581	1 679	1 325	1 605	1 754	1 796
zmiana r/r	7,8%	5,5%	-12,1%	6,2%	-21,1%	21,1%	9,3%	2,4%
Segment odzieżowy	1 164	1 780	1 318	1 048	622	808	934	937
zmiana r/r	-11,0%	52,9%	-26,0%	-20,5%	-40,6%	29,9%	15,5%	0,3%
Segment jubilerski	2 185	2 358	2 540	2 689	2 312	2 771	2 805	2 871
zmiana r/r	-4,3%	7,9%	7,7%	5,9%	-14,0%	19,8%	1,2%	2,4%
SG&A/mkw.								
VRG	744	766	668	738	647	723	773	797
zmiana r/r	6,6%	2,9%	-12,9%	10,5%	-12,3%	11,8%	6,9%	3,2%
Segment odzieżowy	618	618	420	598	520	573	605	634
zmiana r/r	8,3%	0,0%	-32,1%	42,4%	-13,0%	10,1%	5,6%	4,8%
Segment jubilerski	970	1 062	1 118	1 217	1 068	1 252	1 297	1 311
zmiana r/r	0,5%	9,5%	5,3%	8,9%	-12,2%	17,2%	3,6%	1,1%
Cykl konwersji gotówki w dniach	220	240	259	252	262	236	239	250
Cykl konwersji zapasów w dniach	362	350	427	382	423	382	385	396
Cykl konwersji należności w dniach	13	11	11	7	6	6	6	6
Cykl konwersji zobowiązań w dniach	154	121	179	137	167	152	152	152

*wskaźniki zaburzone przez konsolidację Bytom od XII'18

Założenia dla segmentów operacyjnych

	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Segment odzieżowy								
Sprzedaż	363	420	483	692	501	580	663	695
Zysk brutto na sprzedaży	189	214	245	358	237	293	339	355
Koszty SG&A	165	183	212	314	262	284	308	330
PPO/PKO	0	0	2	-1	-14	-1	-1	-1
EBIT	24	29	33	43	-40	7	30	25
Marża brutto na sprzedaży	52,0%	50,9%	50,7%	51,7%	47,2%	50,4%	51,1%	51,1%
zmiana r/r (p.p.)	-1,4	-1,1	-0,2	1,0	-4,5	3,3	0,7	0,0
marża EBIT	6,6%	6,9%	6,7%	6,2%	-7,9%	1,3%	4,5%	3,6%
zmiana r/r (p.p.)	-1,0	0,2	-0,1	-0,5	-14,1	9,2	3,2	-0,9
Narzut SG&A/sprzedaż	45,5%	43,5%	43,9%	45,3%	52,3%	49,0%	46,5%	47,4%
zmiana r/r (p.p.)	0,1	-2,0	0,4	1,5	7,0	-3,3	-2,5	0,9
Segment jubilerski								
Sprzedaż	236	271	323	376	352	441	472	501
Zysk brutto na sprzedaży	123	145	167	198	181	231	251	266
Koszty SG&A	96	111	128	155	141	176	192	201
PPO/PKO	0	-1	1	2	1	0	0	0
EBIT	27	34	39	44	41	55	59	65
Marża brutto na sprzedaży	52,3%	53,6%	51,9%	52,7%	51,3%	52,4%	53,1%	53,1%
zmiana r/r (p.p.)	-0,3	1,3	-1,7	0,8	-1,4	1,1	0,7	0,0
marża EBIT	11,4%	12,5%	12,2%	11,8%	11,8%	12,6%	12,5%	12,9%
zmiana r/r (p.p.)	1,7	1,1	-0,3	-0,4	-0,1	0,8	-0,1	0,4
Narzut SG&A/sprzedaż	40,8%	40,8%	39,7%	41,3%	39,9%	39,9%	40,6%	40,2%
zmiana r/r (p.p.)	-1,4	0,0	-1,1	1,6	-1,4	-0,1	0,8	-0,4

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec marca 2021 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2020 r.
- Zakładamy wzrost marży brutto na sprzedaży o 1,9p.p. r/r do 50,7% w 2021 roku oraz odbicie rentowności do 51,4% w 2023 roku.
- Zakładamy średni CAPEX poziomie 18,2 mln PLN w latach 2021-30P.

- 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 2021-30P.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5%.
- Po roku 2030 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2,0%.
- Przyjmujemy współczynnik unleveraged beta na poziomie 1,0 oraz leveraged beta na średnim poziomie 1,08.

Model DCF

(mln PLN)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2030+
Przychody ze sprzedaży	1 021	1 136	1 196	1 227	1 251	1 270	1 290	1 310	1 330	1 351	
zmiana	19,6%	11,2%	5,3%	2,6%	1,9%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
EBITDA	72	97	110	113	113	116	118	118	121	125	
marża EBITDA	7,0%	8,5%	9,2%	9,2%	9,0%	9,1%	9,2%	9,0%	9,1%	9,2%	
Amortyzacja	20,7	20,1	20,0	19,9	19,9	20,3	20,6	21,0	21,4	21,9	
EBIT	51	77	90	93	93	95	98	97	99	103	
marża EBIT	5,0%	6,8%	7,5%	7,6%	7,4%	7,5%	7,6%	7,4%	7,5%	7,6%	
Opodatkowane EBIT	12,9	14,6	17,0	17,7	17,7	18,1	18,5	18,5	18,9	19,5	
NOPLAT	38	62	73	76	75	77	79	79	81	83	

CAPEX	-17,7	-19,3	-19,6	-19,4	-20,9	-21,3	-21,7	-22,1	-22,5	-21,9	
Kapitał obrotowy	-17,3	-36,9	-29,0	-7,4	-6,9	-7,8	-8,0	-8,7	-7,4	-7,8	

FCF	24,1	26,2	43,9	68,7	67,5	68,5	70,0	69,0	72,0	75,4	76,9
WACC	9,1%	9,2%	9,0%	8,9%	8,9%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	
współczynnik dyskonta	93,7%	85,8%	78,7%	72,2%	66,3%	61,1%	56,2%	51,8%	47,7%	43,9%	
PV FCF	22,6	22,4	34,6	49,6	44,7	41,8	39,3	35,7	34,3	33,1	

WACC	9,1%	9,2%	9,0%	8,9%	8,9%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	
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	25,1%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Koszt kapitału własnego	9,1%	9,2%	9,0%	8,9%	8,9%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,00%
Wartość rezydualna (TV)	1 164
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	510
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	360
Wartość firmy (EV)	870
Dług netto	66
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	804
Liczba akcji (mln)	234,46
Wartość firmy na akcję (PLN)	3,43
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,2%
Cena docelowa (PLN)	3,64

EV/EBITDA ('22) dla ceny docelowej	8,3
P/E ('22) dla ceny docelowej	16,0
Udział TV w EV	58,63%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC +1,0 p,p,	3,74	3,91	4,11	4,34	4,61
WACC +0,5 p,p,	3,45	3,61	3,79	4,00	4,25
WACC	3,32	3,47	3,64	3,84	4,08
WACC -0,5 p,p,	3,19	3,33	3,50	3,69	3,92
WACC -1,0 p,p,	2,95	3,08	3,24	3,41	3,62

Wyniki za 4Q'20

Wyniki za 4Q'20 były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Sprzedaż VRG oraz marża brutto na sprzedaży były opublikowane wcześniej w raportach miesięcznych. Koszty SG&A były zbliżone do naszych prognoz. Według naszych wyliczeń wskaźnik miesięcznych kosztów SG&A/mkw. spadł o 5,4% r/r do 770 PLN w 4Q'20. Wyniki kwartału były istotnie zaburzone przez restrykcje wprowadzone w związku z kolejną falą COVID-19. W takim otoczeniu rynkowym znacznie lepiej poradził sobie segment jubilerski, który wygenerował dodatni wynik na poziomie EBIT. Nadal presję na wyniki odczuwa segment odzieżowy (zmiana charakteru pracy na home office; mniejsza ilość imprez okolicznościowych). Zamknięcie sklepów w galeriach handlowych wspierało sprzedaż kanału online, którego udział w sprzedaży zwiększył się o 9,8p.p. r/r do 24,3% w 4Q'20. OCF był niższy r/r ze względu na spadek wyników, niemniej warto zwrócić uwagę na pozytywny efekt optymalizacji kapitału obrotowego (poprawa każdego elementu). VRG zredukowało poziom zapasów o 5,6% r/r (najmocniejszy spadek w segmencie odzieżowym na poziomie -16,5% r/r) oraz wykorzystało w większym stopniu program finansowania dostawców (28,3 mln PLN w 4Q'20). W wyniku powyższego dług netto uległ obniżeniu z 91,3 mln PLN na koniec 2019 roku do 53,7 mln PLN na koniec 2020 roku, a wskaźnik DN/EBITDA wyniósł 2,3x na koniec 2020 roku (vs. 0,8x na koniec 2019 roku).

Wyniki spółki za 4Q'20

	4Q'19	4Q'20	zmiana
Sprzedaż	332	232	-30,2%
Segm. odzieżowy	207	118	-43,1%
Segm. jubilerski	126	114	-9,1%
MBNS	53,7%	51,2%	-2,4p.p.
Segm. odzieżowy	53,6%	49,3%	-4,3p.p.
Segm. jubilerski	53,8%	53,2%	-0,6p.p.
EBIT	47,6	-2,9	-106,1%
Segm. odzieżowy	26,6	-8,6	-132,3%
Segm. jubilerski	21	19	-7,6%
marża	14,3%	-1,2%	-15,6p.p.
Segm. odzieżowy	12,8%	-7,3%	-20,1p.p.
Segm. jubilerski	16,7%	17,0%	0,3p.p.
Zysk brutto	53,9	-16,7	-
Zysk netto	44,3	-18,9	-

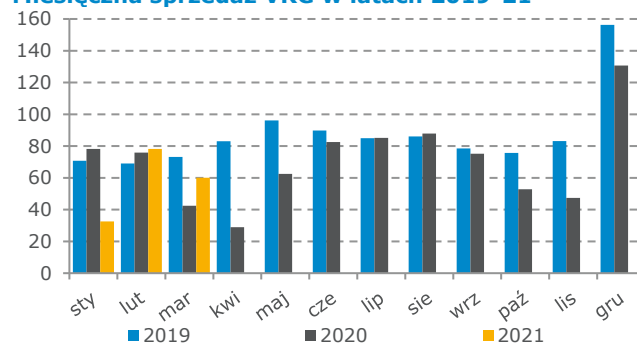
Źródło: VRG, mBank

Na konferencji wynikowej za 4Q'20 zarząd podtrzymał cele dotyczące utrzymania takiej samej powierzchni sprzedażowej r/r oraz nieznacznie podniósł szacunek nakładów inwestycyjnych na 2021 rok do 18 mln PLN (vs. 17 mln PLN wcześniej). W 2021 roku spółka oczekuje istotnej poprawy wyników r/r oraz utrzymania wysokiej dynamiki sprzedaży r/r w kanale online. Zarząd VRG poinformował o rozpoczęciu współpracy z zewnętrznymi platformami e-commerce związanej z dystrybucją marek Deni Cler (platforma Zalando) oraz Vistula (platforma Modivo). Wprowadzenie marek na zewnętrzne platformy zwiększa geograficzny potencjał sprzedażowy. W przypadku pozytywnych efektów współpracy Zarząd VRG nie wyklucza wprowadzenia kolejnych marek na platformy. W naszych założeniach nie uwzględniamy efektów ogłoszonej współpracy.

VRG znacznie lepiej przygotowane do kolejnych obostrzeń

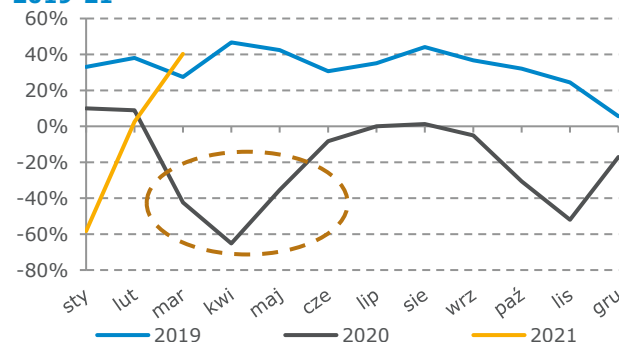
Sprzedaż w 1Q 2021 była pod istotnym wpływem wprowadzanych restrykcji w związku z COVID-19. VRG odnotowało istotny spadek r/r w styczniu (efekt obowiązujących restrykcji oraz wysokiej bazy sprzedażowej z 2020 roku) oraz zaraportowało lepszą sprzedaż niż w lutym 2020 r. i lutym 2019 r. (większość miesiąca bez restrykcji dla sklepów w galeriach handlowych). Pomimo ponownego wprowadzenia restrykcji w marcu, VRG istotnie poprawiło sprzedaż r/r (efekt niskiej bazy), jednak nie udało się pobić poziomu z marca 2019 r. W kolejnych miesiącach wspierająco na dynamikę sprzedaży powinien wpływać efekt niskiej bazy (najsilniejszy w okresie kwiecień-czerwiec) oraz potencjalne luzowanie obostrzeń. Naszym zdaniem spółka powinna być w stanie odbudować sprzedaż w kolejnych miesiącach do poziomów zbliżonych do 2019 roku.

Miesięczna sprzedaż VRG w latach 2019-21



Źródło: VRG, mBank

Dynamika miesięcznej sprzedaży VRG r/r w latach 2019-21

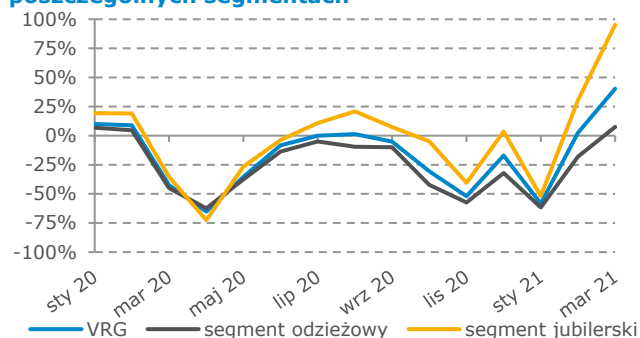


Źródło: VRG, mBank

Bardzo dobra sprzedaż w segmencie jubilerskim

W 2020 roku znaczną odporność sprzedaży na trudne otoczenie rynkowe pokazał segment jubilerski. Podobny trend jest kontynuowany w 2021 roku, a dynamika sprzedaży względem 2019 roku przyspieszyła w ostatnich miesiącach. Jest to częściowo efekt dalszego wzrostu powierzchni sprzedażowej segmentu, jednak gros sprzedaży naszym zdaniem wynika z poprawy efektywności sprzedaży w salonach.

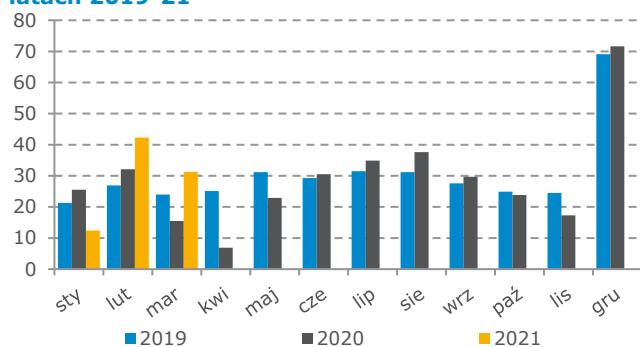
Dynamika sprzedaży miesięcznej r/r w VRG oraz w poszczególnych segmentach



Źródło: VRG, mBank

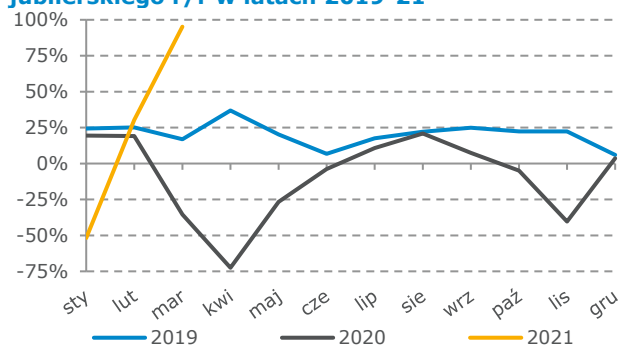
Pomimo wprowadzonych restrykcji, segment jubilerski zdołał poprawić sprzedaż w marcu zarówno r/r jak i w relacji do 2019 roku. Biorąc to pod uwagę efekt niskiej bazy w kolejnych miesiącach, oczekujemy utrzymania ponadprzeciętnej dynamiki sprzedaży w kwietniu i w maju. W kolejnych miesiącach również widzimy przestrzeń do poprawy sprzedaży r/r.

Miesięczna sprzedaż segmentu jubilerskiego w latach 2019-21



Źródło: VRG, mBank

Dynamika miesięcznej sprzedaży segmentu jubilerskiego r/r w latach 2019-21



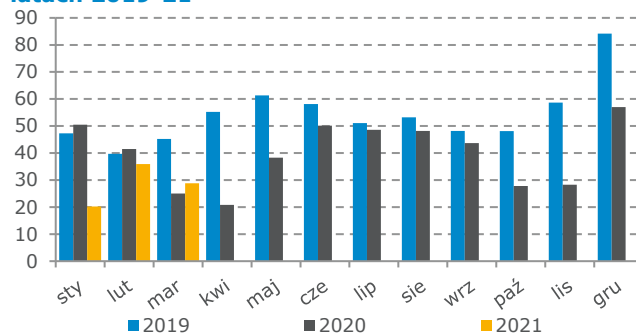
Źródło: VRG, mBank

Problemy z odbudowaniem sprzedaży w segmencie odzieżowym

Otwarcie sklepów od początku lutego nie pomogło w odbudowie sprzedaży r/r w segmencie odzieżowym, za co częściowo odpowiada efekt wysokiej bazy. Naszym zdaniem negatywnie na sprzedaż w segmencie odzieżowym wpływają m.in.: 1) ograniczenie popytu na modę formalną i coraz wyższy udział casual w ofercie (zmniejszająca się średnia wartość paragonu); 2) zmiana charakteru pracy w wielu firmach na home-office; 3) utrzymujące się restrykcje

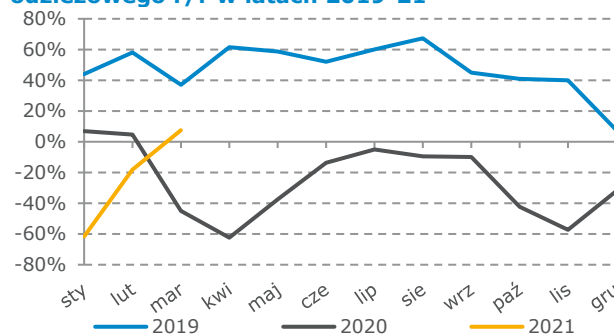
dotyczące imprez okolicznościowych. Potencjalne luzowanie restrykcji może wspomóc odbudowę sprzedaży segmentu do poziomów zbliżonych do 2019 roku. Niemniej czynniki takie jak zmiana charakteru pracy na home-office może wpływać negatywnie na popyt w dłuższym terminie.

Miesięczna sprzedaż segmentu odzieżowego w latach 2019-21



Źródło: VRG, mBank

Dynamika miesięcznej sprzedaży segmentu odzieżowego r/r w latach 2019-21

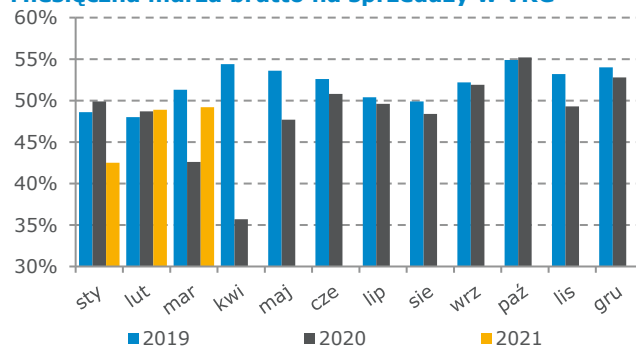


Źródło: VRG, mBank

Efekt bazy będzie sprzyjał osiągniętej rentowności w kolejnych miesiącach

Dostosowanie modelu biznesowego do otoczenia pandemicznego oraz brak nagłej potrzeby pozyskania środków na kapitał obrotowy pozwalają lepiej spółce zarządzać poziomem marży brutto na sprzedaży. Normalizacja poziomu rentowności jest szczególnie widoczna w miesiącach bez restrykcji związanych z zamknięciem sklepów w galeriach handlowych. W miesiącach kwiecień-maj pozytywnie na poziom rentowności będzie wpływał efekt bazy. Potencjalna normalizacja sytuacji z pandemią oraz wyższy udział sprzedaży offline r/r powinny mieć pozytywny wpływ na poziom marż osiągnięty przez spółkę w kolejnych miesiącach.

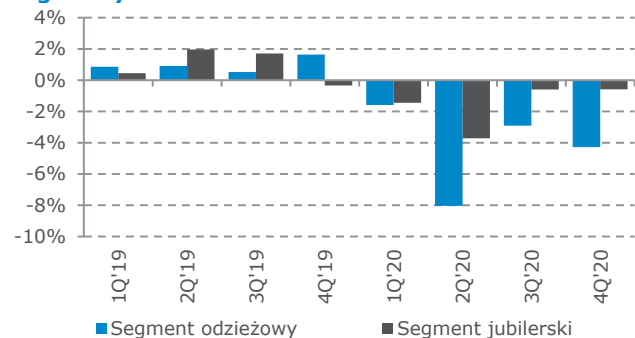
Miesięczna marża brutto na sprzedaży w VRG



Źródło: VRG, mBank

Znacznie niższe spadki r/r marży brutto na sprzedaży odnotował segment jubilerski. W końcówce 2Q'20 oraz w 3Q'20 rentowności tego segmentu sprzyjały rosnące ceny złota oraz srebra (spółka stosuje politykę stałej marży). Widzimy znacznie większy potencjał do odbudowania marży brutto na sprzedaży w segmencie odzieżowym związanym z normalizacją sytuacji oraz mniejszymi wyprzedażami r/r (Zarząd VRG wskazywał, że poziom zapasów segmentu jest optymalny na koniec 2020 roku). Dodatkowo zwracamy uwagę na efekt niskiej bazy w kwartałach 2Q-4Q'21.

Zmiana marży brutto na sprzedaży r/r w podziale na segmenty

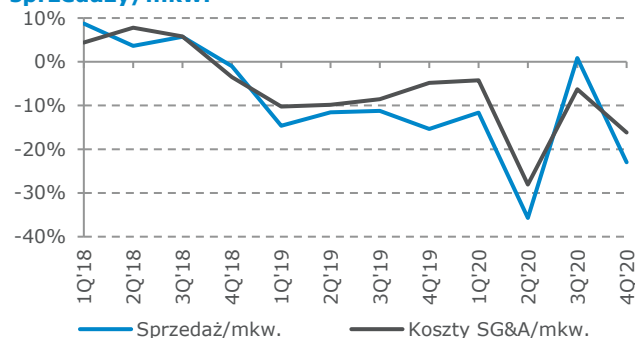


Źródło: VRG, mBank

Potencjalne odwrócenie tendencji koszty/mkw. vs. sprzedaż/mkw. od 2Q'21

Wraz ze spadkiem sprzedaży r/r w 2020 roku spółka dostosowywała bazę kosztową m.in. przez obniżanie kosztów najmu czy kosztów wynagrodzeń. Pomimo prowadzonej optymalizacji kosztów sklepów własnych, szybszą dynamikę spadku r/r miał wskaźnik sprzedaży/mkw. Przejściowe odwrócenie tej tendencji miało miejsce w 3Q'20 (okres bez restrykcji dla handlu). Oczekujemy powrotu do szybszego wzrostu sprzedaży/mkw. vs. koszty SG&A/mkw. od 2Q'21, co powinno pozytywnie przełożyć się na dynamikę wyników r/r.

Dynamika r/r kosztów SG&A/mkw. oraz sprzedaży/mkw.



Źródło: VRG, mBank

Spowolnienie ekspansji powierzchni sprzedażowej w segmencie odzieżowym

Bezprecedensowa sytuacja w 2020 roku wpłynęła na zmianę planów dotyczących ekspansji sieci sprzedażowej oraz do optymalizacji sklepów (zamknięcie placówek o niezadawalającej rentowności). W 2021 proces ten będzie kontynuowany, a wzrost powierzchni sprzedażowej

planowany jest w segmencie jubilerskim. W segmencie odzieżowym powierzchnia sklepów powinna spaść o 2% r/r. W kolejnych okresach VRG powinno utrzymać wysokie tempo wzrostu placówek franczyzowych. Taka strategia pozwala na ograniczenie ryzyka operacyjnego.

Zmiana powierzchni sprzedażowej w VRG

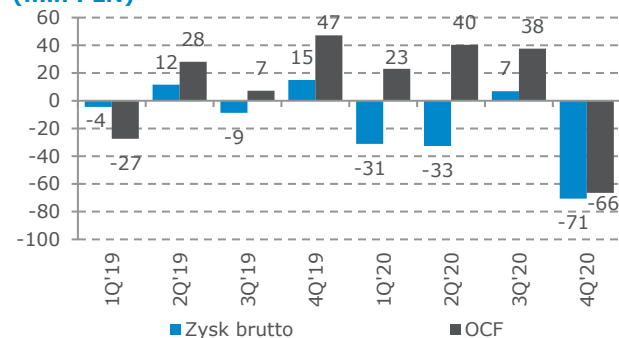
	2015	2016	2017	2018	2019	2020P
Powierzchnia (tys. mkw.)						
VRG	30,5	33,3	51,6	54,4	53,0	53,1
Segm. odzieżowy	22,2	24,6	42,1	43,7	42,0	41,4
Segm. jubilerski	8,3	8,7	9,6	10,6	11,0	11,7
zmiana r/r						
VRG	9%	9%	15%	5%	-3%	0%
Segm. odzieżowy	8%	11%	17%	4%	-4%	-2%
Segm. jubilerski	11%	5%	10%	11%	3%	7%

Źródło: VRG, mBank

Optymalizacja kapitału obrotowego

Skoncentrowanie się Zarządu VRG na utrzymaniu płynności finansowej w obliczu obligatoryjnego zamknięcia sklepów w związku z wprowadzonymi obostrzeniami przyspieszyło proces optymalizacji kapitału obrotowego. Zwracamy uwagę, że pomimo istotnego obniżenia zysku brutto r/r w 1Q'20, 2Q'20 i 4Q'20, OCF wzrósł r/r co było osiągnięte przede wszystkim dzięki uwolnieniu gotówki z zapasów. W 4Q'20 na poziom OCF wpłynęło większe r/r zatowarowanie segmentu jubilerskiego.

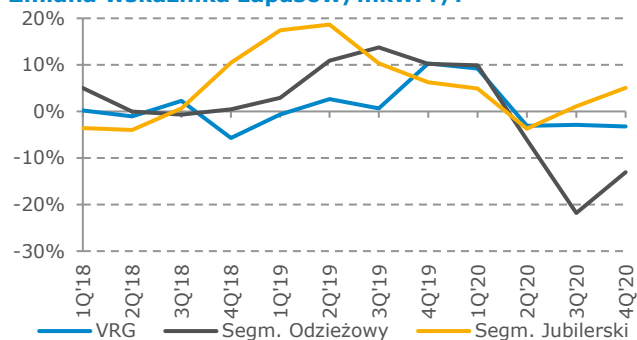
Nominalna zmiana r/r zysku brutto oraz OCF (mln PLN)



Źródło: VRG, mBank

Efekt optymalizacji zapasów jest widoczny od 2Q'20 i dotyczył przede wszystkim segmentu odzieżowego. Relatywnie dobre wyniki segmentu jubilerskiego oraz potencjał tego biznesu do wzrostu efektywności sprzedaży uzasadniają nieznaczny wzrost wskaźnika zapasów/mkw. tego segmentu. Na koniec 2020 roku łączne zapasy spółki wyniosły 505,6 mln PLN (o 30 mln PLN r/r mniej). Zgodnie z naszymi wyliczeniami zapas segmentu odzieżowego wyniósł 255 mln PLN na koniec 2020 roku (-50 mln PLN r/r lub -16,5% r/r vs. cel zarządu zakładający -15% r/r), a zapas segmentu jubilerskiego wyniósł 249 mln PLN (+19 mln PLN r/r lub +8,3% r/r vs. cel zarządu zakładający spadek o 5% r/r). Wzrost zapasów w segmencie jubilerskim jest naszym zdaniem uzasadniony relatywnie dobrymi wynikami segmentu i wysokim potencjałem do dalszego wzrostu rezultatów r/r w 2021 roku.

Zmiana wskaźnika zapasów/mkw. r/r



Źródło: VRG, mBank

Na koniec 2020 roku dług netto wyniósł 54 mln PLN (co oznacza spadek o 41,2% r/r. W 2021 roku oczekujemy nieznacznego wzrostu kapitału obrotowego r/r wynikającego z normalizacji po wyjątkowym 2020 roku.

Prognoza wyników 1Q'21

W 1Q'21 przez prawie 1,5 miesiąca obowiązywały obostrzenia dotyczące działalności sklepów w galeriach handlowych, co miało istotne przełożenie na sprzedaż VRG w tym okresie. Sprzedaż oraz marżę brutto na sprzedaży prognozujemy zgodnie z raportami miesięcznymi publikowanymi przez spółkę. Oczekujemy spadku kosztów SG&A o 8,3% r/r do 96,8 mln PLN w 1Q'21, na co wpływ powinny mieć niższe koszty wynagrodzeń oraz spadek kosztów najmu. Uwzględniając powyższe, oczekujemy spadku EBITDA o 38% r/r. Zakładamy niższe saldo na działalności finansowej r/r (nie zakładamy negatywnego wpływu różnic kursowych).

Prognoza wyników 1Q'21

(mln PLN)	1Q'21P	1Q'20	r/r
Przychody	171,5	197,5	-13%
Zysk brutto na sprz.	81,8	94,0	-13%
marża	47,7%	47,6%	0,1p.p.
EBITDA	10,7	17,4	-38%
marża EBITDA	6,3%	8,8%	
EBIT	-15,0	-11,9	
Zysk brutto	-21,4	-35,1	
Zysk netto	-19,5	-32,0	

Źródło: mBank

Outlook na 2021 rok

Wyniki VRG na początku roku są pod presją ze względu na wprowadzone restrykcje w związku z kolejną falą zachorowań na COVID-19. Pomimo obowiązujących restrykcji VRG zdołało istotnie poprawić sprzedaż w marcu 2021 roku, co było wspierane przez efekt niskiej bazy. W kolejnych miesiącach oczekujemy wysokiej dynamiki sprzedaży oraz odbudowy marży brutto na sprzedaży.

Optymalizacja kosztowa dokonana w 2020 roku powinna wspierać wyniki spółki w 2021 roku, które powinny być istotnie wyższe r/r. W kolejnych miesiącach wyzwaniem dla spółki będzie odbudowa sprzedaży i rentowności w segmencie odzieżowym. Naszym zdaniem proces ten będzie trwał i odbudowa wyniku będzie miała miejsce dopiero w 2022 roku. Segment jubilerski pokazuje odporność w obecnym otoczeniu rynkowym i powinien odnotować wysoką poprawę wyników r/r w 2021 roku.

Podstawowe wskaźniki efektywności

	2018	2019P	2020	2021P	2022P
Sprzedaż/mkw. (PLN)	1 581,1	1 679,3	1 324,9	1 604,5	1 754,2
MBNS	51,2%	52,1%	48,9%	50,2%	50,9%
Narzut SG&A	42,2%	43,9%	48,8%	45,1%	44,1%
SG&A/mkw.	667,5	737,5	646,9	722,9	773,0
marża EBIT	8,9%	8,2%	-1,4%	5,0%	6,8%
Powierzchnia (tys. mkw.)	51,6	54,4	53,0	53,1	54,8

	zmiana r/r				
Sprzedaż/mkw.	-12,1%	6,2%	-21,1%	21,1%	9,3%
MBNS	-1p.p.	0,9p.p.	-3,2p.p.	1,3p.p.	0,7p.p.
Narzut SG&A	-0,4p.p.	1,7p.p.	4,9p.p.	-3,8p.p.	-1p.p.
SG&A/mkw.	-12,9%	10,5%	-12,3%	11,8%	6,9%
marża EBIT	-0,2p.p.	-0,7p.p.	-9,6p.p.	6,4p.p.	1,7p.p.
Powierzchnia	55,0%	5,4%	-2,6%	0,2%	3,3%

Źródło: VRG, mBank

Zmiana prognoz

Obniżamy naszą prognozę sprzedaży ze względu na niższe niż oczekiwane wyniki segmentu odzieżowego. Uwzględniamy lepszą niż oczekiwaną wcześniej optymalizację kosztów SG&A, co powinno mieć pozytywny wpływ na rentowność na poziomie EBITDA MSR 17. Uwzględniając saldo na działalności finansowej w 2020 roku, nieznacznie podnosimy nasze szacunki kosztów finansowych na kolejne lata.

Zmiany prognoz na lata 2021-2022P

(mln PLN)	2021		zmiana	2022		zmiana
	stara	nowa		stara	nowa	
Przychody	1 065,9	1 021,2	-4,2%	1 185,3	1 135,9	-4,2%
MBNS	50,7%	50,2%	-0,5p.p.	51,0%	50,9%	-0,08p.p.
EBITDA*	67,3	71,9	6,8%	93,6	97,0	3,6%
Marża	6,3%	7,0%	0,7p.p.	7,9%	8,5%	0,6p.p.
EBIT	48,2	51,3	6,4%	73,9	76,9	3,9%
Zysk brutto	34,8	35,0	0,4%	65,3	62,2	-4,8%
Zysk netto*	29,1	29,8	2,4%	53,3	54,1	1,6%

Źródło: mBank; *dane MSR 17

Rachunek wyników

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	514,2	598,5	688,5	805,7	1 068,3	853,7	1 021,2	1 135,9	1 196,0
zmiana	16,0%	16,4%	15,0%	17,0%	32,6%	-20,1%	19,6%	11,2%	5,3%
Koszt własny sprzedaży	241,4	286,7	329,1	393,4	512,2	436,4	508,8	557,5	574,5
Zysk brutto na sprzedaży	272,7	311,8	359,4	412,3	556,1	417,3	512,4	578,4	621,5
marża brutto na sprzedaży	53,0%	52,1%	52,2%	51,2%	52,1%	48,9%	50,2%	50,9%	52,0%
Koszty sprzedaży	174,1	205,1	230,5	272,8	383,1	339,8	344,1	377,1	398,4
Koszty ogólnego zarządu	52,8	56,1	62,8	67,3	86,1	77,0	116,0	123,4	132,6
Pozostała działalność operacyjna netto	-2,5	0,4	-3,2	-0,2	0,6	-12,4	-1,0	-1,0	-1,0
EBIT	43,3	50,9	62,8	71,9	87,5	-11,9	51,3	76,9	89,5
zmiana	17,8%	17,6%	23,3%	14,4%	21,7%	-113,6%	-529,9%	49,9%	16,5%
marża EBIT	8,4%	8,5%	9,1%	8,9%	8,2%	-1,4%	5,0%	6,8%	7,5%
Wynik na działalności finansowej	-11,2	-6,6	-7,8	-6,2	-8,1	-36,2	-16,3	-14,7	-11,6
Zysk brutto	32,1	44,3	55,0	65,7	79,4	-48,1	35,0	62,2	77,9
Podatek dochodowy	-6,8	-9,3	-11,8	-12,2	-15,4	-0,1	-8,8	-11,8	-14,8
Zysk netto	25,4	35,0	43,2	53,5	64,0	-48,2	26,2	50,4	63,1
zmiana	25,0%	38,2%	23,3%	23,9%	19,5%	-175,3%	-154,3%	92,5%	25,3%
marża	4,9%	5,9%	6,3%	6,6%	6,0%	-5,6%	2,6%	4,4%	5,3%
Amortyzacja	12,5	14,2	15,5	17,3	23,6	23,0	20,7	20,1	20,0
EBITDA	55,9	65,2	78,4	89,2	198,5	98,4	154,7	182,4	197,0
EBITDA (bez MSSF 16)	55,9	65,2	78,4	89,2	111,1	11,1	71,9	97,0	109,5
zmiana	16,0%	16,7%	20,2%	13,8%	24,5%	-90,0%	549,3%	34,8%	12,9%
marża EBITDA skor.	10,9%	10,9%	11,4%	11,1%	10,4%	1,3%	7,0%	8,5%	9,2%
EBIT (bez MSSF 16)	43,3	50,9	62,8	71,9	87,6	0,5	50,9	76,5	89,2
Zysk netto (bez MSSF 16)	25,4	35,0	43,2	53,5	65,9	-5,3	29,8	54,1	66,5
Liczba akcji na koniec roku (mln)	173,9	173,9	173,9	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5
EPS	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	-0,2	0,1	0,2	0,3
ROA	3,8%	4,8%	5,6%	5,7%	5,0%	-3,3%	1,8%	3,2%	3,9%
ROE	5,7%	7,4%	8,3%	7,9%	7,7%	-5,7%	3,2%	5,8%	6,8%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
AKTYWA	697,3	751,5	778,8	1 113,4	1 431,3	1 458,0	1 509,1	1 594,0	1 627,4
Majątek trwały	424,6	428,5	425,5	593,2	847,0	889,8	841,6	847,9	852,7
Rzeczowe aktywa trwałe	57,0	61,3	59,4	78,0	71,6	60,6	57,6	56,8	56,4
Wartości niematerialne i prawne	357,7	357,6	358,8	507,3	499,7	499,0	499,0	499,0	499,0
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	7,9	8,2	5,8	6,4	7,7	16,3	16,3	16,3	16,3
Pozostałe	2,0	1,3	1,5	1,5	268,0	313,9	268,7	275,8	281,0
Majątek obrotowy	272,7	323,0	353,4	520,1	584,3	568,2	667,5	746,1	774,7
Zapasy	240,6	284,0	315,3	460,8	535,5	505,6	532,4	587,8	622,9
Należności	15,2	21,0	20,2	23,9	19,9	13,3	15,9	17,7	18,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	15,6	16,8	16,4	33,5	25,3	48,8	118,7	140,2	132,7
Pozostałe	1,4	1,3	1,4	1,9	3,6	0,5	0,5	0,5	0,5

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
PASYWA	697,3	751,5	778,8	1 113,4	1 431,3	1 458,0	1 509,1	1 594,0	1 627,4
Kapitał własny	458,5	494,4	542,5	805,1	863,3	815,1	841,3	891,7	954,8
Zobowiązania długoterminowe	101,1	95,1	85,3	76,8	243,4	307,2	242,0	213,3	218,5
Kredyty i pożyczki	98,1	91,9	82,1	70,8	55,9	47,2	27,2	-8,7	-8,7
Pozostałe	3,0	3,2	3,2	6,0	187,5	260,0	214,8	221,9	227,2
Zobowiązania krótkoterminowe	137,7	162,0	151,0	231,5	324,7	335,7	425,8	489,1	454,1
Kredyty i pożyczki	5,9	17,7	20,4	14,6	21,3	11,3	102,4	145,4	103,4
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	114,9	121,2	108,8	192,8	191,7	199,2	211,4	231,6	238,7
Leasing finansowy	0,0	0,0	0,0	0,0	86,3	98,8	98,8	98,8	98,8
Pozostałe	16,9	23,2	21,8	24,0	25,3	26,3	13,2	13,2	13,2
Dług	103,9	109,6	102,6	85,4	77,2	58,5	129,6	136,7	94,7
Dług netto	98,2	106,5	98,6	63,1	66,1	22,7	10,9	-3,4	-38,0
(Dług netto / kapitał własny)	21,4%	21,5%	18,2%	7,8%	7,7%	2,8%	1,3%	-0,4%	-4,0%
(Dług netto / EBITDA)	1,8	1,6	1,3	0,7	0,6	2,1	0,2	0,0	-0,3
BVPS	2,6	2,8	3,1	3,4	3,7	3,5	3,6	3,8	4,1

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przepływy operacyjne	25,7	6,0	20,5	53,5	108,6	143,2	112,3	119,1	141,6
Zysk brutto	28,2	35,2	43,2	65,7	79,4	-48,1	26,2	50,4	63,1
Amortyzacja	12,5	14,2	15,5	17,3	23,6	23,0	20,7	20,1	20,0
Amortyzacja leasingu finansowego	0,0	0,0	0,0	0,0	87,4	87,3	82,7	85,5	87,4
Zmiana stanu rezerw	1,8	2,3	0,5	-2,9	0,3	-1,1	0,0	0,0	0,0
Kapitał obrotowy	-12,3	-33,0	-27,0	-21,1	-75,3	88,4	-17,3	-36,9	-29,0
Pozostałe	-4,6	-12,7	-11,8	-5,6	-6,7	-6,4	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-12,6	-18,0	-15,3	-18,6	-16,8	-16,1	-17,7	-19,3	-19,6
CAPEX	-14,4	-19,2	-18,7	-18,2	-25,0	-16,9	-17,7	-19,3	-19,6
Pozostałe	1,8	1,2	3,4	-0,4	8,2	0,8	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-10,7	13,2	-5,0	-17,8	-100,1	-103,5	-24,7	-78,3	-129,4
Kredyty i pożyczki	108,1	9,4	-8,4	8,0	-4,7	-18,6	58,0	7,2	-42,0
Dłużne papiery wartościowe	-119,0	0,0	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	0,2	3,9	3,4	-25,8	-95,4	-84,9	-82,7	-85,5	-87,4
Zmiana stanu środków na koniec okresu	2,4	1,3	0,3	17,1	-8,2	23,6	69,9	21,5	-7,5
Wpływ różnic kursowych	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne na koniec okresu	15,6	16,8	16,4	33,5	25,3	48,8	118,7	140,2	132,7
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	20,0	2,3	19,2	36,6	-6,1	82,5	24,1	26,2	43,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	2,8%	3,2%	2,7%	2,3%	2,3%	2,0%	1,7%	1,7%	1,6%

Wskaźniki rynkowe*

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E*	22,8	16,5	13,4	14,6	11,8	-147,1	26,2	14,4	11,7
P/CE*	15,3	11,7	9,8	11,0	8,7	44,0	15,5	10,5	9,0
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8
P/S	1,1	1,0	0,8	1,0	0,7	0,9	0,8	0,7	0,7
FCF/EV*	3,0%	0,3%	2,8%	4,3%	-0,7%	10,3%	3,0%	3,4%	5,9%
EV/EBITDA*	12,1	10,5	8,6	9,4	7,6	72,4	11,0	8,0	6,8
EV/EBIT*	15,6	13,4	10,8	11,7	9,7	1 604,6	15,5	10,1	8,3
EV/S*	1,3	1,1	1,0	1,0	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6
OCF/EBITDA	46%	9%	26%	60%	19%	504%	41%	35%	49%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	3,325	3,325	3,325	3,325	3,325	3,325	3,325	3,325	3,325
Liczba akcji na koniec roku (mln)	173,9	173,9	173,9	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5
MC (mln PLN)	578	578	578	780	780	780	780	780	780
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)*	676	685	677	843	846	802	790	776	742

*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:
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. Prostej 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/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której 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 ze wykorzystania 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, Sygnity, 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.

mBank S.A. pobiera wynagrodzenie od GPW za sporządzanie materiałów analitycznych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 23 kwietnia 2021 o godzinie 08:16.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 23 kwietnia 2021 o godzinie 08:25.

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 VRG wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**VRG**

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-09-23	2020-07-02	2020-06-03	2020-04-06
cena docelowa (PLN)	3,14	2,43	2,43	2,00
kurs z dnia rekomendacji	2,51	2,33	2,40	1,94

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 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

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

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
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl