

wtorek, 4 sierpnia 2020 | wycinek z *Przegląd miesięczny*

VRG akumuluj (bez zmian)

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

Kurs VRG cofnął się pod koniec miesiąca, czego przyczyną mogły być obawy inwestorów związane z rekordową liczbą nowych infekcji COVID-19 w Polsce. Zgodnie z raportem miesięcznym spółki spadła o 8,3% r/r, a tempo spadku r/r uległo istotnemu ograniczeniu względem danych z poprzednich miesięcy (-42%/-65%/-35% r/r odpowiednio w miesiącach marzec/kwiecień/maj. Wyższy spadek sprzedaży odnotował segment odzieżowy (-13,7% r/r), a dużą odporność pokazał segment jubilerski (-4% r/r; wspierający efekt bazy). Marża brutto na sprzedaży została obniżona o 1,8p.p. r/r w czerwcu co oznacza ograniczenie tempa spadku r/r względem danych z poprzednich miesięcy. W danych za lipiec oczekujemy utrzymania pozytywnego trendu. W 2Q'20 prognozujemy EBITDA MSR17 na poziomie -5,6 mln PLN vs. 35 mln PLN w 2Q'19. Negatywny wpływ spadku sprzedaży r/r oraz rentowności sprzedaży r/r powinien zostać częściowo skompensowany przez dyscyplinę kosztową i otrzymane dotacje (szacujemy spadek wskaźnika SG&A/mkw. o 17,5% r/r). Na początku lipca spółka poinformowała o zmianie składu zarządu, w którym w miejsce Pana Michała Wójcika (CEO powołany pod koniec czerwca) oraz Pana Mateusza Zmijewskiego (CFO) zostali powołani Pan Andrzej Jaworski (CEO), Pan Ernest Podgórski (CFO delegowany z Rady Nadzorczej na okres 3 miesięcy) oraz Pana Radosław Jakociuk (wiceprezes zarządu).

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Segment odzieżowy (S)	483	692	525	656	761
Segment odzieżowy (EBIT)	33	43	-22	2	28
Segment jubilerski (S)	323	376	298	376	394
Segment jubilerski (EBIT)	39,4	44,5	5,9	28,5	37,6
MBNS	51,2%	52,1%	47,9%	48,8%	49,0%
Przepływy oper.	54	109	98	145	90
D&A	17	24	22	21	22
Dodatkowy D&A (MSSF 16)		87	85	86	90
Kapitał obrotowy	-21	-75	33	30	-64
Przepływy inw.	-19	-17	-16	-21	-23
Przepływy fin.	-18	-100	10	-128	-117
Kredyty/pozyczki	8	-5	95	-42	-28
FCF	37	-6	23	54	-11
FCF/EBITDA	41%	-6%	380%	106%	-12%
CFO/EBITDA	60%	19%	230%	116%	1%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż det/mkw.	1 301	1 669	1 814	1 818	1 835	1 846	1 864	1 881	1 900	1 919	1 919
SG&A/mkw.	647	765	781	780	787	792	800	807	814	821	821
Powierzchnia	51	52	54	56	57	57	58	59	59	60	60
Przychody	824	1 032	1 155	1 198	1 236	1 262	1 290	1 318	1 347	1 377	1 405
EBITDA	6	51	89	93	96	98	99	101	103	105	107
marża EBITDA	0,7%	4,9%	7,7%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%	7,6%
EBIT	-16	30	68	71	73	75	76	78	80	82	84
Podatek	1	6	13	13	14	14	14	15	15	16	16
CAPEX	16	21	23	24	24	23	23	23	23	22	23
Kapitał obrotowy	33	30	-64	-17	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4
FCF	23	54	-11	39	55	57	59	61	61	63	64
PV FCF	21	46	-9	28	37	35	33	31	29	28	28
WACC	9,6%	9,2%	8,8%	8,8%	9,0%	8,9%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca	2,24 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	2,43 PLN	+8,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	2,43 PLN	2020-07-02

Podstawowe dane		VRG PW	vs. WIG
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	-12,2% -13,3%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	-44,6% -33,7%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN
MC (mln PLN)	525,2	Średni obrót 6M	0,9 mln PLN
EV (mln PLN)	593,3	EV/EBITDA 12M fwd	6,3 -25,3%
Free float	40,1%	EV/EBITDA 5Y avg	8,5 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	806	1 068	824	1 032	1 155
EBITDA skor.	89	111	6	51	89
marża EBITDA	11,1%	10,4%	0,7%	4,9%	7,7%
EBIT	72	87	-16	30	68
Zysk netto	54	66	-36	11	46
P/E	9,8	8,0	-	48,3	11,4
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA skor.	6,6	5,3	100,0	10,9	6,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Sprzedaż det/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	
SG&A/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	
Powierzchnia		0,0%	0,0%	0,0%	

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprz./mkw. (odzieżowy)	1 318	1 049	660	870	981
Sprz./mkw. (jubilerski)	2 540	2 689	2 046	2 577	2 638
SG&A/mkw. (odzieżowy)	420	598	549	629	641
SG&A/mkw. (jubilerski)	1 118	1 216	1 106	1 240	1 239
Środki pieniężne	34	25	118	114	63
Dług netto	63	66	68	30	53
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	0,6	11,5	0,6	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	6,0	5,3	5,2	4,6	5,2	4,6
Maksimum	121,5	67,8	34,4	26,1	26,8	20,0
Mediana	16,6	14,4	11,1	8,7	6,6	6,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	712
Dług netto	66
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,75

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	40%	1,60
DCF	60%	2,75
Cena wynikowa		2,29
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		2,43

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzieloną przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + procentowane 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/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za 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.

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

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

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 ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

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. nie wyklucza złożenia emitentów papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BZG BNP Paribas, Borysaw, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Hello SA, iz Development, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanika, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA1 Dom Maklerski, Opono.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Walfreiss, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Hello SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA1 Dom Maklerski, Pfeiderer Group, Primetech.

Assec Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

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

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci 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.

Wskaznikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyktowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyktowanych aktywów netto (NAV) – wyliczona 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	akumuluj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-07-02	2020-06-03	2020-04-06	2020-02-05	2019-12-02
cena docelowa (PLN)	2,43	2,43	2,00	4,50	4,50
kurs z dnia rekomendacji	2,33	2,40	1,94	3,93	3,94

Grupa porównawcza wykorzystywana w wycenie porównawczej

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

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl