

środa, 23 września 2020 | aktualizacja raportu

VRG: kupuj (podwyższona)

VRG PW; VRGP.WA | Handel, Polska

Szybsza odbudowa sprzedaży

Odczyty sprzedaży z miesięcy marzec-maj wskazywały na znacznie bardziej pesymistyczny scenariusz odbudowy wyników niż zaraportowane wartości. W każdym kolejnym miesiącu po zakończeniu lockdown VRG stopniowo odbudowywało sprzedaż w czym pomagał dynamiczny wzrost obrotów w kanale online. W miesiącach lipiec-sierpień VRG odnotowało sprzedaż zbliżoną r/r. Powyższe wraz z dyscypliną kosztów powinno pozwolić VRG na mocniejsze ograniczenie spadku wyników r/r niż wcześniej zakładaliśmy. Ponadto zwracamy uwagę na pozytywne ruchy w kapitale obrotowym (zapowiadane przez spółkę). Przepływy z działalności operacyjnej (oczyszczone o MSSF 16) wyniosły 14,7 mln PLN w 1H'20 vs. -43,7 mln PLN w 1H'19, pomimo spadku zysku brutto o 63,7 mln PLN r/r w 1H'20. Lepsze przepływy to efekt optymalizacji kapitału obrotowego (głównie uwolnienie gotówki z zapasów). Dzięki poprawie w kapitale obrotowym spółka poprawiła wskaźnik DN/EBITDA o 0,2x r/r do 1,3x na koniec 1H'20. Tym samym spółka zakończyła wymagający okres pod względem płynności biznesu z silną pozycją bilansową. Biorąc pod uwagę lepsze od oczekiwanego tempo poprawy sprzedaży oraz dobrą kontrolę kosztów, podnosimy nasze prognozy EBITDA dla spółki do 39/67 mln PLN odpowiednio w latach 2020/21 (vs. wcześniej zakładane 6/51 mln PLN w latach 2020/21). Nasze nowe szacunki są poniżej założeń Programu Motywacyjnego na lata 2021-23. Uwzględniając nasze prognozy spółka powinna wygenerować 8,2%/5,6% FCF yield w 2020/21 roku. Podnosimy naszą rekomendację z akumuluj do kupuj z ceną docelową 3,14 PLN.

Lepsze niż oczekiwane wyniki w 2Q'20

pozytywne zaskoczenie na oczyszczonych wynikach 2Q'20 było rezultatem niższych od oczekiwanych kosztów SG&A. Ponadto spółka zaraportowała dobre przepływy z działalności operacyjnej oraz obniżyła wskaźnik DN/EBITDA r/r na koniec 2Q'20 pomimo istotnego spadku wyniku EBITDA r/r.

Kontynuacja odbudowy sprzedaży w 3Q'20

Zgodnie z opublikowanymi raportami miesięcznymi, spółka odnotowała płaską sprzedaż r/r w lipcu oraz nieznaczny wzrost w sierpniu jednocześnie ograniczając spadek marży brutto na sprzedaży do mniej niż 2p.p. r/r w tym okresie. Znacznie lepsze wyniki odnotowuje segment jubilerski, który poprawił sprzedaż w sierpniu o 21% r/r. W kolejnych miesiącach oczekujemy utrzymania pozytywnego trendu, co w połączeniu z dyscypliną kosztową powinno pozwolić na ograniczenie skali spadku wyników r/r w 2020 roku.

Program motywacyjny oraz skup akcji własnych

Zgodnie z opublikowanymi projektami uchwał na NWZA zwołanego na dzień 13 października, spółka planuje przeprowadzić skup akcji własnych (maksymalnie do 46,9 miliona akcji spółki, co stanowi 19,09% ogólnej liczby głosów) oraz wprowadzić Program Motywacyjny na lata 2021-23. Jednym z kryteriów Programu Motywacyjnego jest wynik EBIT na poziomie 71,7/87,3/100 mln PLN na lata 2021-23, które są powyżej naszych założeń.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	805,7	1 068,3	904,3	1 065,9	1 185,3
EBITDA skor.*	89,2	111,1	39,4	67,3	93,6
marża EBITDA skor.*	11,1%	10,4%	4,4%	6,3%	7,9%
EBIT skor.*	71,9	87,5	18,2	47,8	73,6
Zysk netto skor.*	53,5	65,9	8,0	29,1	53,3
P/E skor.*	11,0	8,9	73,8	20,2	11,0
P/CE skor.*	8,3	6,6	20,5	12,2	8,1
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA skor.*	7,3	5,9	16,7	9,2	6,4
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	2,51 PLN
Cena docelowa	3,14 PLN
Kapitalizacja	589 mln PLN
Free float	238 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,5 mln PLN

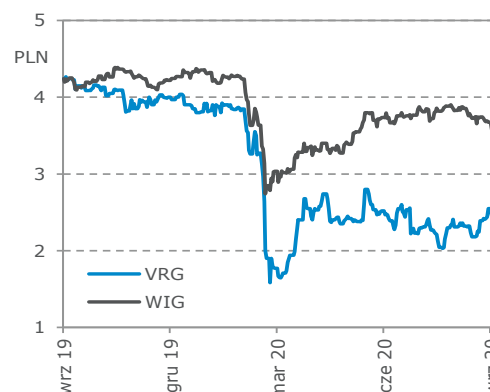
Akcjonariat

Ipopema TFI	18,27%
OFE PZU	15,33%
OFE NN	14,13%
Jerzy Mazgaj	8,87%
TFI Forum	6,69%
Pozostali	36,71%

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	3,14	2,43	kupuj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
VRG	2,51	3,14	+25,1%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
EBITDA	563,1%	32,4%	4,9%
Zysk netto	-	167,2%	15,5%
Sprzedaż/mkw.	8,3%	0,4%	-0,3%
SG&A/mkw.	0,9%	1,0%	3,4%
Powierzchnia	2,9%	2,9%	3,1%

Analitik:

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

Czynniki ryzyka

Druga fala zarażeń COVID-19

Potencjalne zwiększenie liczby chorych na COVID-19 w okresie jesienno-zimowym może skłonić władze do wprowadzenia restrykcji, a konsumentów do ograniczenia zakupów w tym okresie. Naszym zdaniem ryzyko ponownego wprowadzenia nakazu zamknięcia sklepów jest niskie. Konsumenti częściowo przywykli do obecnej sytuacji i nauczyli się robić zakupy w obecnym reżimie sanitarnym. Oczekujemy, że potencjalny spadek sprzedaży w związku ze wzrostem zachorowań nie powinien być tak wysoki r/r jak w miesiącach marzec-kwiecień.

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 1H'20 roku zakupy realizowane w USD/EUR/CHF stanowiły odpowiednio 39%/16%/10%. 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 22% kosztów SG&A (stan na koniec 1H'20) 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.

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 3,32 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 2,60 PLN. Cenę docelową za 9 miesięcy wyznaczamy na 3,14 PLN na akcję

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	2,60
Wycena DCF	50%	3,32
cena wynikowa		2,96
cena docelowa za 9 m-cy		3,14

Wycena porównawcza

Wycenę wskaźnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2020-22P. Przykładamy równą wagę do obydwu wskaźników. Grupa porównawcza wzięta do wyceny składa się z dwóch grup spółek: spółki

odzieżowe oraz spółki jubilerskie. Ze względu na wyjątkowość wyników w 2020 roku, nie uwzględniamy tego okresu w wycenie.

Wycena porównawcza

	cena	PEG			P/E			EV/EBITDA		
		2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Spółki odzieżowe										
HENNES & MAURI-B	148,75	-	-	-	174,6	22,8	18,5	14,7	9,5	8,8
INDITEX	23,95	-	-	-	19,6	48,6	23,5	9,5	15,4	11,0
MARKS & SPENCER	102	0,1	0,2	0,1	6,1	17,0	7,9	4,7	6,1	5,4
NEXT PLC	5990	-	-	-	13,1	28,1	15,3	11,2	16,9	11,5
HUGO BOSS -ORD	21,66	-	-	-	-	12,6	9,0	9,5	5,6	4,9
CCC SA	46,71	-	-	-	-	41,3	14,2	22,0	7,2	6,0
LPP	6870	-	-	-	93,0	53,4	23,2	12,4	12,0	8,3
Spółki jubilerskie										
TIFFANY & CO	116,0	-	-	-	25,2	46,5	28,2	14,3	23,9	15,2
PANDORA A/S	466,0	2,8	1,8	1,7	20,7	13,5	12,4	11,4	8,3	7,9
LAO FENG XIANG-A	48,9	1,4	1,2	1,0	17,0	14,5	12,8	7,1	6,3	5,5
CHOW SANG SANG	8,2	0,8	0,4	0,4	10,6	6,1	5,8	5,4	3,7	3,5
LUK FOOK HLDGS I	19,2	-	-	-	15,0	13,1	9,9	8,2	7,2	5,7
CHOW TAI FOOK JE	10,3	6,9	5,9	4,7	29,0	24,9	19,9	18,7	15,3	12,7
LAO FEN XIANG-B	2,9	-	-	-	7,0	5,9	5,2	7,1	6,3	5,5
Minimum		0,1	0,2	0,1	6,1	5,9	5,2	4,7	3,7	3,5
Maksimum		6,9	5,9	4,7	174,6	53,4	28,2	22,0	23,9	15,2
Mediana (spółki odzieżowe)		0,1	0,2	0,1	19,6	28,1	15,3	11,2	9,5	8,3
Mediana (spółki jubilerskie)		2,1	1,5	1,3	17,0	13,5	12,4	8,2	7,2	5,7
Mediana		1,4	1,2	1,0	18,3	19,9	13,5	10,4	7,7	7,0
VRG	2,51	-	-	-	-94,6	20,9	11,1	16,7	9,2	6,4
premia (dyskonto)		-	-	-	-618%	5%	-18%	61%	19%	-9%
Implikowana wycena										
Mediana		1,4	1,2	1,0	18,3	19,9	13,5	10,4	7,7	7,0
Waga wskaźnika						50%			50%	
Waga roku					0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wartość firmy na akcję (PLN)	2,60									

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	52,6	53,4	55,9
zmiana r/r	7%	9%	9%	55%	5%	-3%	1%	5%
Segment odzieżowy	20,6	22,2	24,6	42,1	43,7	41,7	42,3	44,6
zmiana r/r	8,2%	8,2%	10,7%	70,9%	3,9%	-4,7%	1,5%	5,4%
Segment jubilerski	7	8	9	10	11	11	11	11
zmiana r/r	3,4%	11,2%	5,0%	10,0%	11,4%	3,1%	1,2%	1,8%
Sprzedaż/mkw.								
VRG	1 581	1 705	1 798	1 581	1 679	1 408	1 675	1 808
zmiana r/r	9,6%	7,8%	5,5%	-12,1%	6,2%	-16,1%	19,0%	7,9%
Segment odzieżowy	1 308	1 164	1 780	1 318	1 048	719	927	1 049
zmiana r/r	7,9%	-11,0%	52,9%	-26,0%	-20,5%	-31,4%	29,0%	13,2%
Segment jubilerski	2 283	2 185	2 358	2 540	2 689	2 314	2 693	2 759
zmiana r/r	13,1%	-4,3%	7,9%	7,7%	5,9%	-13,9%	16,4%	2,5%
SG&A/mkw.								
VRG	698	744	766	668	738	652	772	808
zmiana r/r	6,4%	6,6%	2,9%	-12,9%	10,5%	-11,5%	18,4%	4,5%
Segment odzieżowy	571	618	618	420	598	538	626	643
zmiana r/r	2,1%	8,3%	0,0%	-32,1%	42,4%	-10,1%	16,4%	2,8%
Segment jubilerski	964	970	1 062	1 118	1 216	1 140	1 304	1 368
zmiana r/r	12,6%	0,5%	9,5%	5,3%	8,8%	-6,2%	14,4%	4,9%
Cykl konwersji gotówki w dniach	201	220	240	259	252	281	234	225
Cykl konwersji zapasów w dniach	364	362	350	427	382	392	355	337
Cykl konwersji należności w dniach	11	13	11	11	7	20	20	20
Cykl konwersji zobowiązań w dniach	174	154	121	179	137	132	142	132

*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	544	648	746
Zysk brutto na sprzedaży	166	189	214	245	358	265	331	381
Koszty SG&A	141	165	183	212	314	269	318	344
PPO/PKO	-1	0	0	2	-1	-14	-1	-1
EBIT	24	24	29	33	43	-17	12	36
Marża brutto na sprzedaży	53,4%	52,0%	50,9%	50,7%	51,7%	48,8%	51,1%	51,1%
zmiana r/r (p.p.)	0,2	-1,4	-1,1	-0,2	1,0	-3,0	2,3	0,0
marża EBIT	7,6%	6,6%	6,9%	6,7%	6,2%	-3,2%	1,9%	4,9%
zmiana r/r (p.p.)	1,5	-1,0	0,2	-0,1	-0,5	-9,4	5,1	2,9
Narzut SG&A/sprzedaż	45,4%	45,5%	43,5%	43,9%	45,3%	49,4%	49,0%	46,1%
zmiana r/r (p.p.)	-2,0	0,1	-2,0	0,4	1,4	4,1	-0,4	-2,9
Segment jubilerski								
Sprzedaż	204	236	271	323	376	360	418	439
Zysk brutto na sprzedaży	107	123	145	167	198	183	217	231
Koszty SG&A	86	96	111	128	155	150	174	186
PPO/PKO	-1	0	-1	1	2	3	0	0
EBIT	20	27	34	39	44	36	43	45
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%	9,9%	10,2%	10,2%
zmiana r/r (p.p.)	-2,0	1,7	1,1	-0,3	-0,4	-1,9	0,3	0,0
Narzut SG&A/sprzedaż	42,2%	40,8%	40,8%	39,7%	41,3%	41,7%	41,6%	42,3%
zmiana r/r (p.p.)	-0,2	-1,4	0,0	-1,1	1,6	0,4	-0,1	0,7

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec sierpnia 2020 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2019 r.
- Zakładamy spadek marży brutto na sprzedaży o 2,4p.p. r/r do 49,7% w 2020 roku oraz odbicie rentowności do 51,7% w 2023 roku.
- Zakładamy średni CAPEX poziomie 19,8 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 2020-29P.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5%.
- Po roku 2029 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2,0%.
- Przyjmujemy współczynnik unleveraged beta na poziomie 1,0 oraz leveraged beta na średnim poziomie 0,99.

Model DCF

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2029+
Przychody ze sprzedaży	904	1 066	1 185	1 227	1 266	1 290	1 309	1 329	1 350	1 371	
zmiana	-15,4%	17,9%	11,2%	3,5%	3,2%	1,9%	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%	
EBITDA	39	67	94	105	108	110	109	107	106	104	
marża EBITDA	4,4%	6,3%	7,9%	8,6%	8,5%	8,5%	8,3%	8,1%	7,9%	7,6%	
Amortyzacja	20,8	19,1	19,7	20,2	20,6	20,9	21,0	21,0	20,8	20,4	
EBIT	19	48	74	85	87	89	88	86	85	83	
marża EBIT	2,1%	4,5%	6,2%	6,9%	6,9%	6,9%	6,7%	6,5%	6,3%	6,1%	
Opodatkowane EBIT	-2,8	9,2	14,1	16,1	16,6	17,0	16,7	16,4	16,2	15,8	
NOPLAT	21	39	60	69	71	72	71	70	69	67	

CAPEX	-15,0	-19,5	-21,5	-21,6	-21,6	-21,2	-20,8	-20,4	-20,0	-20,4	
Kapitał obrotowy	7,5	9,1	-25,1	-22,4	-7,9	-7,7	-8,4	-8,5	-9,4	-6,2	

FCF	34,6	47,8	32,9	45,1	62,0	64,4	62,9	62,0	60,5	61,3	62,5
WACC	8,6%	8,7%	8,8%	8,5%	8,5%	8,4%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
współczynnik dyskonta	97,3%	89,5%	82,3%	75,8%	69,9%	64,5%	59,7%	55,3%	51,2%	47,4%	
PV FCF	33,7	42,8	27,1	34,2	43,3	41,5	37,5	34,3	30,9	29,0	

WACC	8,6%	8,7%	8,8%	8,5%	8,5%	8,4%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
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	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	11,8%	5,6%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Koszt kapitału własnego	9,3%	9,0%	8,8%	8,5%	8,5%	8,4%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,00%
Wartość rezydualna (TV)	1 037
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	491
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	354
Wartość firmy (EV)	845
Dług netto	66
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	779
Liczba akcji (mln)	234,46
Wartość firmy na akcję (PLN)	3,32
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,1%
Cena docelowa (PLN)	3,53

EV/EBITDA ('21) dla ceny docelowej	8,3
P/E ('21) dla ceny docelowej	14,7
Udział TV w EV	58,10%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC +1,0 p,p,	3,57	3,75	3,95	4,20	4,49
WACC +0,5 p,p,	3,32	3,48	3,67	3,89	4,16
WACC	3,20	3,35	3,53	3,75	4,00
WACC -0,5 p,p,	3,08	3,23	3,41	3,61	3,85
WACC -1,0 p,p,	2,87	3,01	3,17	3,35	3,58

Wyniki za 2Q'20

W 2Q'20 Zarząd VRG zdecydował o publikacji wstępnych szacunków wyników ze względu na dużą wyjątkowość tego okresu. Rezultaty oczyszczone o wpływ rezerwy na zapasy z poprzednich kolekcji w wysokości 13,9 mln PLN były powyżej oczekiwań rynkowych oraz naszych oczekiwań. Sprzedaż VRG oraz marża brutto na sprzedaży były opublikowane wcześniej w raportach miesięcznych. Głównym zaskoczeniem względem naszych oczekiwań były niższe koszty SG&A, a w szczególności niższe koszty najmu. Wyniki kwartału były istotnie zaburzone przez COVID-19 oraz zamknięcie sklepów w kwietniu. W otoczeniu rynkowym znacznie lepiej poradził sobie segment jubilerski, który wygenerował dodatni wynik na poziomie EBIT. Konieczność skupienia się na płynności finansowej wymusiła dodatkowe akcje promocyjne, co miało wpływ na marżę brutto na sprzedaży w 2Q'20 (zwłaszcza w segmencie odzieżowym). Dodatkowo na rentowność sprzedaży negatywnie wpłynęło zwiększenie udziału e-commerce w sprzedaży VRG z 13,4% w 1H'19 do 29,9% w 1H'20. W 2Q'20 VRG zredukowało poziom zapasów o 4% r/r (najmocniejszy spadek w segmencie odzieżowym na poziomie -9% r/r) oraz wykorzystało w większym stopniu program finansowania dostawców (13,6 mln PLN w 2Q'20). Powyższe czynniki pozwoliły na obniżenie wskaźnika DN/EBITDA o 0,2x do 1,3x na koniec 2Q'20 pomimo istotnego zmniejszenia wyniku EBITDA r/r w 2Q'20.

Wyniki spółki za 2Q'20

	2Q'19	2Q'20	zmiana
Sprzedaż	270	175	-35,3%
Segm. odzieżowy	184	114	-37,9%
Segm. jubilerski	87	61	-29,8%
MBNS	53,5%	46,9%	-6,6p.p.
Segm. odzieżowy	53,8%	45,7%	-8p.p.
Segm. jubilerski	52,9%	49,2%	-3,7p.p.
EBIT	28,6	-10,4	-136,3%
Segm. odzieżowy	18,7	-15,6	-183,4%
Segm. jubilerski	10	5	-47,5%
marża	10,6%	-5,9%	-16,5p.p.
Segm. odzieżowy	10,2%	-13,7%	-23,8p.p.
Segm. jubilerski	11,4%	8,5%	-2,9p.p.
Zysk brutto	29,3	-3,3	-111,2%
Zysk netto	23,9	-2,3	-109,6%

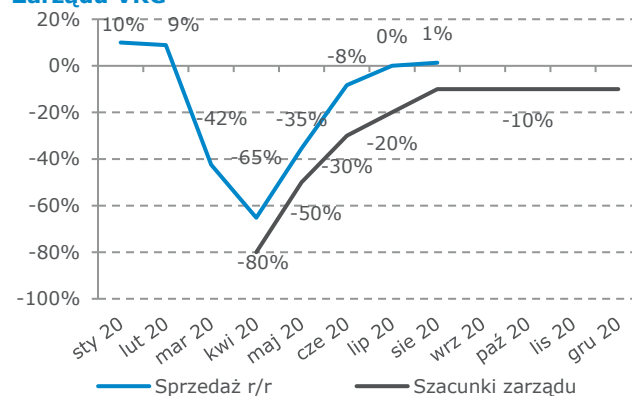
Źródło: VRG, mBank

Na konferencji wynikowej za 2Q'20 zarząd podtrzymał cele dotyczące spadku sprzedaży o nie więcej niż 20% r/r, osiągnięcia udziału e-commerce w sprzedaży na poziomie 25%, utrzymania kosztów SG&A pod kontrolą, utrzymania stabilnego poziomu zadłużenia netto r/r oraz wypracowania dodatniej EBITDA MSR17 w 2020 roku.

Szybsza od zakładanej odbudowa sprzedaży

Początkowe odczyty sprzedaży z okresu marzec-maj wskazywały na znacznie bardziej pesymistyczny scenariusz dotyczący dynamiki sprzedaży spółki w 2020 roku. VRG z każdym kolejnym miesiącem ograniczała spadek sprzedaży r/r, a w miesiącach lipiec-sierpień poziom sprzedaży był zbliżony r/r. Są to znacznie lepsze odczyty niż oczekiwania Zarządu VRG. Niemniej, Zarząd VRG na konferencji wynikowej podtrzymał swoje projekcje dotyczące dynamiki sprzedaży w pozostałych miesiącach 2020 roku, które w obecnej sytuacji wydają się być zbyt konserwatywne.

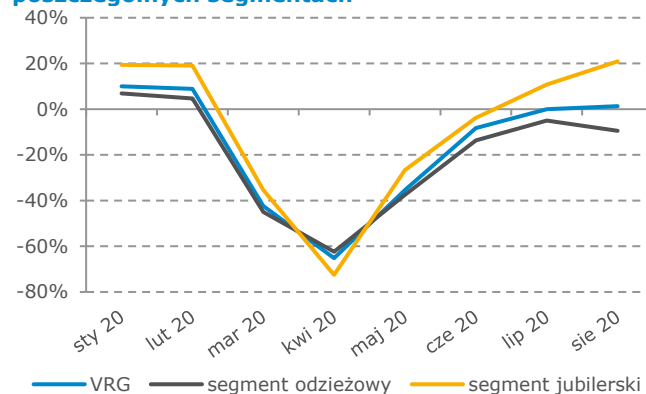
Dynamika miesięcznej sprzedaży r/r vs. szacunki Zarządu VRG



Źródło: VRG, mBank

Poza kwietniem znacznie lepszą dynamikę sprzedaży r/r odnotowuje segment jubilerski. Od lipca segment ten odnotowuje poprawę sprzedaży r/r, a dynamika sprzedaży r/r jest wyższa niż dynamika wzrostu powierzchni r/r. Widoczny jest podobny trend do odnotowanego w trakcie poprzedniego kryzysu, w którym erozja wyniku w segmencie jubilerskim była znacznie niższa niż w segmencie odzieżowym. Zmiana charakteru pracy w wielu firmach (utrzymujący się home-office, mniej oficjalnych spotkań) oraz ograniczenie ilości imprez okolicznościowych negatywnie wpływają na sprzedaż w kanale odzieżowym. Naszym zdaniem proces odbudowy sprzedaży tego kanału przeciągnie się na 2021 rok.

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

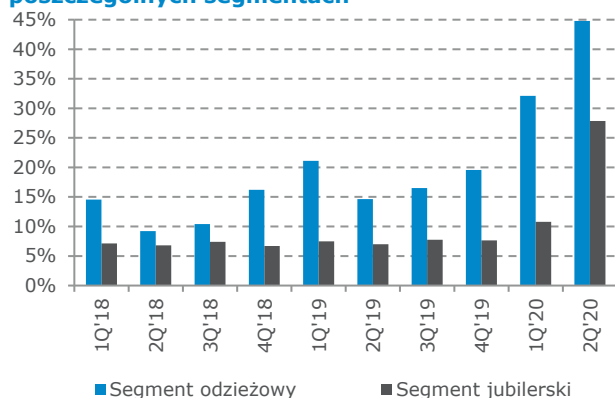


Źródło: VRG, mBank

Wzrost udziału online w sprzedaży

Zamknięcie sklepów od połowy marca przyspieszyło trend przenoszenia się sprzedaży do kanału online. O ile kanał ten generuje zazwyczaj niższą marżę brutto na sprzedaży niż kanał offline, to najczęściej osiąga wyższą rentowność na poziomie EBIT. Poczynione przez VRG inwestycje w rozwój kanału online w poprzednich latach pozwoliły na istotne zwiększenie udziału kanału online w 1H'20.

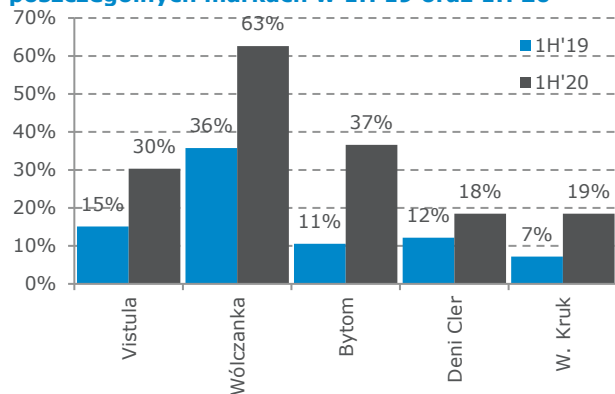
Udział sprzedaży online w sprzedaży ogółem w poszczególnych segmentach



Źródło: VRG, mBank

W 1H'20 najszybszy wzrost udziału online w sprzedaży r/r został odnotowany w marce Bytom, a najwyższy udział został odnotowany w marce Wólczanka. Oczekujemy, że utrzymanie tak wysokiego udziału sprzedaży online w całkowitej sprzedaży będzie trudne ze względu na oczekiwany wzrost sprzedaży realizowanej w kanale offline. Oczekujemy, że sprzedaż online powinna ulec dalszej poprawie r/r, niemniej w tempie niższym niż odnotowanym w 1H'20.

Udział sprzedaży online w sprzedaży ogółem w poszczególnych markach w 1H'19 oraz 1H'20

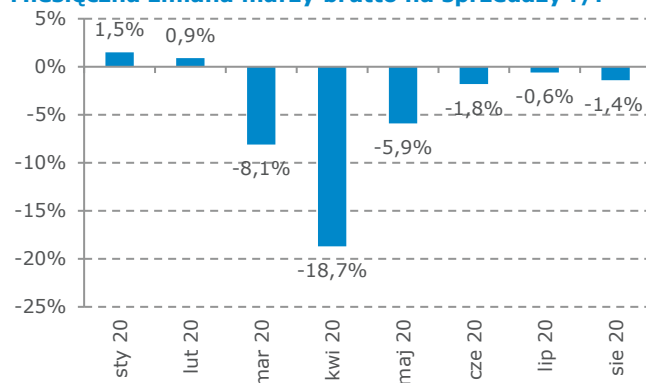


Źródło: VRG, mBank

Wyhamowanie spadków marży brutto na sprzedaży r/r

Spółka doświadczyła najwyższych spadków marży brutto na sprzedaży w okresie zamknięcia sklepów, co było spowodowane przez istotny wzrost udziału kanału e-commerce w sprzedaży oraz przez dodatkowe akcje promocyjne. Otwarcie sklepów od początku maja oraz stopniowa odbudowa odwiedzalności sklepów pozwoliły na ograniczenie spadku marży brutto na sprzedaży r/r, który w ostatnich miesiącach nie przekracza 2%.

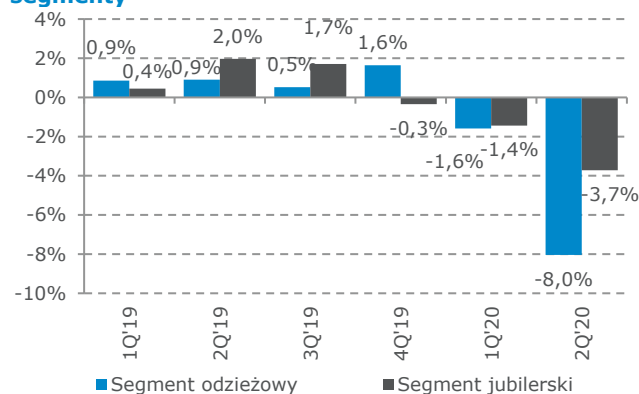
Miesięczna zmiana marży brutto na sprzedaży r/r



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). Wyższe spadki rentowności w segmencie odzieżowym wiązały się ze zwiększeniem aktywności promocyjnej w okresie lockdown oraz zmiany struktury sprzedaży. Naszym zdaniem rentowność segmentu powinna się normalizować od 3Q'20.

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

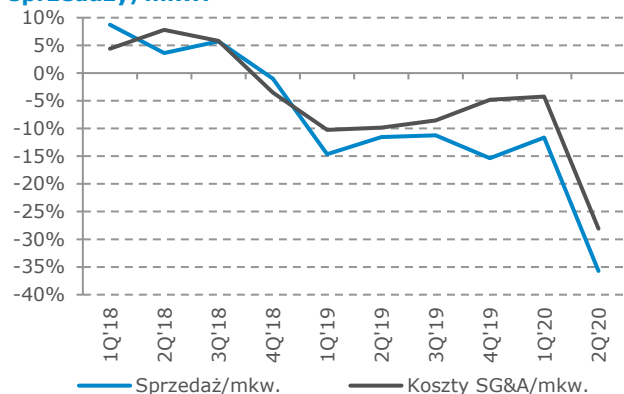


Źródło: VRG, mBank

Koszty/mkw. spadają wolniej niż sprzedaż/mkw.

Pomimo prowadzonej optymalizacji kosztów sklepów własnych, szybszy spadek efektywności sprzedaży w 2Q'20 spowodował obniżenie się rentowności spółki w tym okresie. Wystąpienie negatywnej tendencji polegającej na szybszym spadku efektywności sprzedaży r/r od spadku kosztów SG&A/mkw. r/r pojawiło się od 1Q'19, co zbiega się w czasie z konsolidacją mniej efektywnego biznesu spółki Bytom. Naszym zdaniem zabiegi mające na celu optymalizację kosztów w Grupie oraz optymalizacja biznesu Bytom powinny przełożyć się na odwrócenie tej tendencji w kolejnych kwartałach.

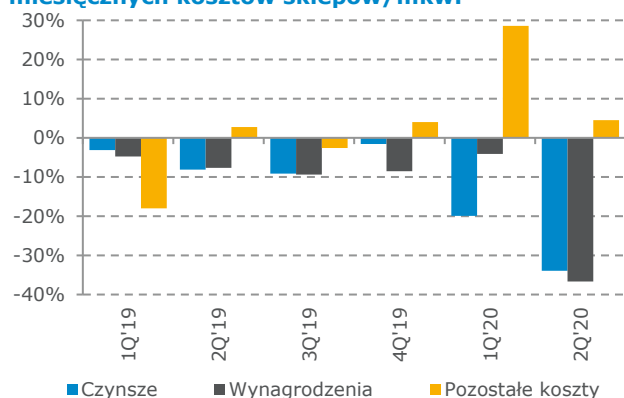
Dynamika r/r kosztów SG&A/mkw. oraz sprzedaży/mkw.



Źródło: VRG, mBank

Proces optymalizacji kosztów sklepów własnych skupia się przede wszystkim na obniżaniu kosztów czynszów (renegocjacje umów najmu) oraz optymalizacji kosztów wynagrodzeń/mkw. (otwieranie coraz większych sklepów).

Dynamika r/r poszczególnych składowych miesięcznych kosztów sklepów/mkw.



Źródło: VRG, mBank

Spowolnienie ekspansji powierzchni sprzedażowej w segmencie odzieżowym

Niepewność związana z pandemią COVID-19 oraz postępujące nasycenie rynku skłoniły zarząd spółki do ograniczenia tempa wzrostu powierzchni sprzedażowej w 2020 roku. W segmencie odzieżowym poza znormalizowaniem działalności po zamknięciu sklepów w związku z COVID-19, spółka zajmuje się uzyskiwaniem synergii z połączenia ze spółką Bytom oraz rozwojem kanału internetowego. Za wzrost powierzchni segmentu głównie odpowiada franczyza. Nasze założenie dotyczące spadku powierzchni w 2020 roku jest bardziej konserwatywne niż plan przedstawiony przez Zarząd VRG (-4% r/r w planie). W segmencie jubilerskim spółka przyspieszyła z ekspansją powierzchni w latach 2018-19, częściowo za sprawą dynamicznego rozwoju modelu franczyzowego. W 2020 plan ekspansji segmentu został ograniczony do 3%. Naszym zdaniem istnieje wysoka szansa powrotu do tempa wzrostu powierzchni odnotowanego w 2018/19 w przyszłych okresach.

Dynamika powierzchni sprzedażowej r/r w segmencie odzieżowym

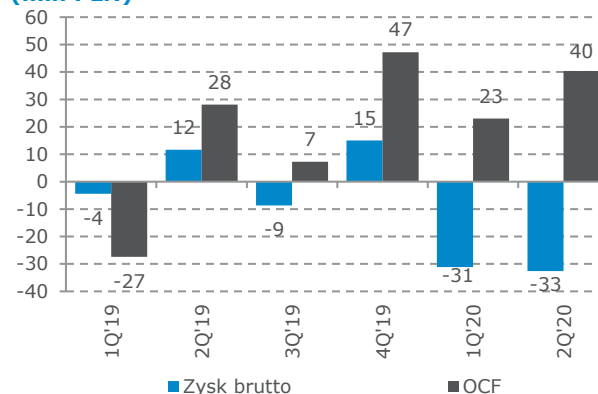
	2015	2016	2017	2018	2019	2020P
Powierzchnia (tys. mkw.)						
VRG	26,2	28,0	30,5	33,3	51,6	54,4
Segm. odzieżowy	19,0	20,6	22,2	24,6	42,1	43,7
Segm. jubilerski	7,2	7,4	8,3	8,7	9,6	10,6
zmiana r/r						
VRG	7%	9%	9%	15%	5%	-3%
Segm. odzieżowy	8%	8%	11%	17%	4%	-5%
Segm. jubilerski	3%	11%	5%	10%	11%	3%

Źródło: VRG, mBank

Optymalizacja kapitału obrotowego

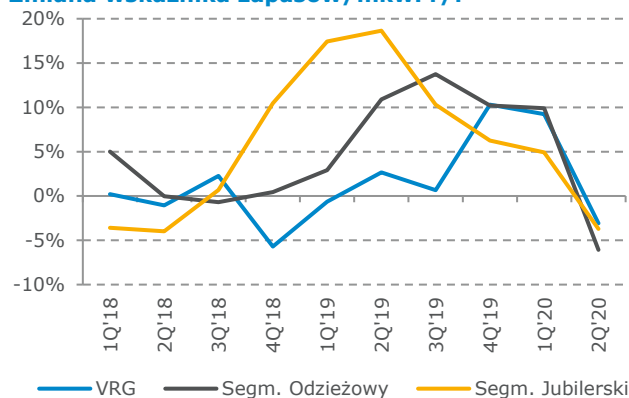
Nieoczekiwane zdarzenie jakim był wybuch pandemii COVID-19 oraz zamknięcie sklepów przyspieszyło w spółce proces optymalizacji kapitału obrotowego. Pomimo istotnego obniżenia zysku brutto r/r, przepływy z działalności operacyjnej odnotowały istotną poprawę r/r w 1H'20. Było to możliwe dzięki ograniczeniu skali zamówień, lepszej ściągłości należności oraz dzięki częściowemu wykorzystaniu programu finansowania dostawców (zwiększenie stanu zobowiązań). W 2Q'20 pomimo spadku zysku brutto o 19 mln PLN (oczyszczone o rezerwę na zapasy w wysokości 13,9 mln PLN), przepływy z działalności operacyjnej były wyższe o 40 mln PLN r/r.

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



Źródło: VRG, mBank

Efekt optymalizacji zapasów jest widoczny od 2Q'20. W 1Q'20 nastąpił wzrost poziomu zapasów w obu segmentach wynikający z istotnego spadku sprzedaży w drugiej połowie marca (początek przymusowego zamknięcia sklepów). Największy potencjał do optymalizacji kapitału obrotowego VRG jest w zapasach. Na koniec 2Q'20 łączne zapasy spółki wyniosły 485,3 mln PLN (224,6 mln PLN segment odzieżowy i 260,7 mln PLN segment jubilerski). Zgodnie z celami przedstawionymi przez Zarząd VRG po 1Q'20, zapasy na koniec roku powinny być o 15% niższe w segmencie odzieżowym (zakładamy -10% r/r) oraz -5% w segmencie jubilerskim (zakładamy -4%). Uwzględniając założenia zarządu spółka powinna uwolnić około 63 mln PLN gotówki z zapasów w 2020 roku (56% EBITDA MSR 17 z 2019 roku).

Zmiana wskaźnika zapasów/mkw. r/r


Źródło: VRG, mBank

Widzimy także potencjał do optymalizacji kapitału obrotowego przez większe wykorzystanie programu finansowania dostawców w kolejnych kwartałach. Na koniec 2020 roku zakładamy, że dług netto spółki zwiększy się o 4 mln PLN r/r do 70 mln PLN (celem Zarządu jest utrzymanie płaskiego poziomu r/r). Uwzględniając powyższe oczekujemy, że FCF yield wyniesie 5,9/8,2% odpowiednio w 2020/21 roku.

Zmiany w składzie zarządu

- Dnia 29 czerwca 2020 roku, dotychczasowy prezes VRG, Pan Grzegorz Pilch (pełnił funkcję od 2009 roku) został zastąpiony przez Pana Michała Wójcika (były prezes Bytom).
- Dnia 13 lipca 2020 roku Pan Michał Wójcik oraz Pan Mateusz Żmijewski (Wiceprezes Zarządu od 2008 roku) zostali odwołani. Rada Nadzorcza powołała do zarządu Pana Andrzeja Jaworskiego na Prezesa Zarządu, Pana Radosława Jakociuka na Wiceprezesa Zarządu oraz delegowała Pana dr Ernesta Podgórskiego z Rady Nadzorczej do tymczasowego wykonywania czynności Wiceprezesa Zarządu ds. finansowych.
- Dnia 11 września Pan dr Ernest Podgórski złożył rezygnację z pełnionej funkcji ze skutkiem na dzień 13 września 2020 roku. Obowiązki Wiceprezesa Zarządu ds. finansowych pełni Pan Michał Zimnicki.

Planowany skup akcji własnych oraz program motywacyjny na lata 2021-23

VRG poinformowało o zwołaniu NWZA na dzień 13 października, na którym głosowane będą m.in. projekty uchwał dotyczące ustanowienia programu skupu akcji własnych oraz założenia Programu Motywacyjnego na lata 2021-23.

- Projekt skupu akcji własnych zakłada przeznaczenie nie więcej niż 135 mln PLN na skup akcji. Program miałby obowiązywać do końca 2023 roku. Przedmiotem skupu byłoby maksymalnie 46,9 miliona akcji spółki (19,09% ogólnej liczby głosów). Cena skupu nie mogłaby być niższa niż 0,7 PLN na akcję i nie wyższa niż 2,88 PLN na akcję. Uchwalenie oraz realizacja skupu byłoby pozytywną wiadomością dla akcjonariuszy, zwłaszcza zważywszy na fakt, że VRG nie wypłacało dywidendy w poprzednich latach. Pan Jerzy Mazgaj zadeklarował, że nie będzie brał udziału w potencjalnym skupie akcji własnych.

- Program motywacyjny na lata 2021-23 obejmowałby przydzielenie osobom uprawnionym nie więcej niż 6 750 000 akcji podzielonych na trzy równe transze (2,9% ogólnej liczby głosów). Realizacja programu uzależniona jest od trzech warunków:
 - średnia cena akcji w roku nie może być niższa niż 3,10/3,90/4,60 PLN odpowiednio w latach 2021-23 (waga 50%);
 - EBIT VRG będzie nie niższy niż 71,7/87,3/100 mln PLN odpowiednio w latach 2021-23. (waga 25%);
 - zysk netto VRG będzie nie niższy niż 51,4/62,9/74,6 mln PLN odpowiednio w latach 2021-23 (waga 25%).

Nasze założenia są niższe niż zaproponowane wartości EBIT i zysku netto w latach 2021-23. Największa różnica względem naszych oczekiwań występuje w 2021 roku, w którym zakładamy bardziej konserwatywną ścieżkę odbudowy wyników

Założenia projektu Programu Motywacyjnego 2021-23 vs. prognozy mBank

	2021P	2022P	2023P
Program motywacyjny (mln PLN)			
EBIT	71,7	87,3	100,0
zysk netto	51,4	62,9	74,6
Prognozy mBank (mln PLN)			
EBIT	47,8	73,6	84,6
zysk netto	29,1	53,3	66,0
Różnica			
EBIT	-33,3%	-15,7%	-15,4%
zysk netto	-43,5%	-15,3%	-11,5%

Źródło: VRG, mBank

Outlook na 2020 rok

Pandemia COVID-19 oraz jej konsekwencje są istotnym wyzwaniem dla VRG w 2020 roku. Tempo odbudowy sprzedaży jest powyżej naszych wstępnych założeń oraz szacunków Zarządu VRG. Prace mające na celu obniżenie kosztów oraz optymalizację kapitału obrotowego przyniosły pozytywne skutki w 2Q'20 ograniczając negatywny wpływ COVID-19 na działalność VRG. Powyższe pozwoliło na zminimalizowanie ryzyka utraty płynności. W kolejnych miesiącach wyzwaniem dla spółki będzie odbudowa sprzedaży i rentowności w segmencie odzieżowym. Spółka dynamicznie rozwija kanał e-commerce, do czego była wcześniej odpowiednio przygotowana. Naszym zdaniem proces ten przeciągnie się na 2021 rok. Segment jubilerski pokazuje odporność w obecnym otoczeniu rynkowym. Największym ryzykiem dla naszych prognoz byłoby potencjalne ponowne zamknięcie sklepów w okresie jesienno-zimowym. Naszym zdaniem taki scenariusz ma niskie szanse realizacji.

Podstawowe wskaźniki efektywności

	2017	2018	2019	2020P	2021P
Sprzedaż/mkw. (PLN)	1 798,4	1 581,1	1 679,3	1 408,1	1 675,3
MBNS	52,2%	51,2%	52,1%	49,6%	50,7%
Narzut SG&A	42,6%	42,2%	43,9%	46,3%	46,1%
SG&A/mkw.	766,1	667,5	737,5	652,5	772,5
marża EBIT	9,1%	8,9%	8,2%	2,1%	4,5%
Powierzchnia (tys. mkw.)	33,3	51,6	54,4	52,6	53,4

zmiana r/r					
Sprzedaż/mkw.	5,5%	-12,1%	6,2%	-16,1%	19,0%
MBNS	0,1p.p.	-1p.p.	0,9p.p.	-2,4p.p.	1,1p.p.
Narzut SG&A	-1p.p.	-0,4p.p.	1,7p.p.	2,4p.p.	-0,2p.p.
SG&A/mkw.	2,9%	-12,9%	10,5%	-11,5%	18,4%
marża EBIT	0,6p.p.	-0,2p.p.	-0,7p.p.	-6,1p.p.	2,5p.p.
Powierzchnia	9,2%	55,0%	5,4%	-3,2%	1,5%

Źródło: VRG, mBank

Zmiana prognoz

Podnosimy nasze prognozy ze względu na lepsze od oczekiwanego tempo odbudowy sprzedaży w obu segmentach (zwłaszcza w segmencie jubilerskim) oraz niższy od zakładanego spadek marży brutto na sprzedaży r/r. Powyższe czynniki mają istotny wpływ na wynik EBIT/EBITDA oraz zysk netto w analizowanym okresie. Nasze prognozy są poniżej wyników zakładanych w projekcie Programu Motywacyjnego na lata 2021-23.

Zmiany prognoz na lata 2020-2021P

(mIn PLN)	2020			2021		
	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
Przychody	823,7	904,3	9,78%	1 032,1	1 065,9	3,27%
MBNS	47,9%	49,6%	1,8p.p.	48,8%	50,7%	1,9p.p.
EBITDA	5,9	39,4	563,13%	50,9	67,3	32,37%
marża	0,7%	4,4%	3,6p.p.	4,9%	6,3%	1,4p.p.
EBIT	-16,8	18,2		29,2	47,8	63,59%
Zysk brutto	-36,2	5,3		13,4	35,9	167,18%
Zysk netto	-36,0	8,0		10,9	29,1	167,18%

Źródło: 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	904,3	1 065,9	1 185,3
zmiana	11,5%	16,0%	16,4%	15,0%	17,0%	32,6%	-15,4%	17,9%	11,2%
Koszt własny sprzedaży	205,7	241,4	286,7	329,1	393,4	512,2	455,5	525,2	580,8
Zysk brutto na sprzedaży	237,7	272,7	311,8	359,4	412,3	556,1	448,7	540,7	604,5
marża brutto na sprzedaży	53,6%	53,0%	52,1%	52,2%	51,2%	52,1%	49,6%	50,7%	51,0%
Koszty sprzedaży	158,5	174,1	205,1	230,5	272,8	383,1	380,0	491,5	529,5
Koszty ogólnego zarządu	43,0	52,8	56,1	62,8	67,3	86,1	39,1	0,0	0,0
Pozostała działalność operacyjna netto	0,6	-2,5	0,4	-3,2	-0,2	0,6	-11,1	-1,0	-1,0
EBIT	36,8	43,3	50,9	62,8	71,9	87,5	18,6	48,2	73,9
zmiana	9,4%	17,8%	17,6%	23,3%	14,4%	21,7%	-78,8%	159,4%	53,4%
marża EBIT	8,3%	8,4%	8,5%	9,1%	8,9%	8,2%	2,1%	4,5%	6,2%
Wynik na działalności finansowej	-11,3	-11,2	-6,6	-7,8	-6,2	-8,1	-24,0	-13,4	-8,6
Zysk brutto	25,5	32,1	44,3	55,0	65,7	79,4	-5,4	34,8	65,3
Podatek dochodowy	-5,2	-6,8	-9,3	-11,8	-12,2	-15,4	-0,8	-6,6	-12,4
Zysk netto	20,3	25,4	35,0	43,2	53,5	64,0	-6,2	28,2	52,9
zmiana	-55,0%	25,0%	38,2%	23,3%	23,9%	19,5%	-	-	87,6%
marża	4,6%	4,9%	5,9%	6,3%	6,6%	6,0%	-0,7%	2,6%	4,5%
Amortyzacja	11,3	12,5	14,2	15,5	17,3	23,6	20,8	19,1	19,7
EBITDA	48,1	55,9	65,2	78,4	89,2	198,5	135,2	166,6	197,4
EBITDA (bez MSSF 16)	48,1	55,9	65,2	78,4	89,2	111,1	39,4	67,3	93,6
zmiana	7,1%	16,0%	16,7%	20,2%	13,8%	24,5%	-64,6%	71,1%	39,0%
marża EBITDA skor.	10,9%	10,9%	10,9%	11,4%	11,1%	10,4%	4,4%	6,3%	7,9%
EBIT (bez MSSF 16)	36,8	43,3	50,9	62,8	71,9	87,5	18,2	47,8	73,6
Zysk netto (bez MSSF 16)	20,3	25,4	35,0	43,2	53,5	65,9	8,0	29,1	53,3
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	0,0	0,1	0,2
ROA	3,2%	3,8%	4,8%	5,6%	5,7%	5,0%	-0,4%	1,9%	3,5%
ROE	4,8%	5,7%	7,4%	8,3%	7,9%	7,7%	-0,7%	3,2%	5,8%

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	1 451,6	1 480,4	1 521,0
Majątek trwały	420,2	424,6	428,5	425,5	593,2	847,0	862,8	866,3	878,0
Rzeczowe aktywa trwałe	52,0	57,0	61,3	59,4	78,0	71,6	61,9	62,3	64,1
Wartości niematerialne i prawne	359,2	357,7	357,6	358,8	507,3	499,7	499,4	499,4	499,4
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	7,4	7,9	8,2	5,8	6,4	7,7	12,7	12,7	12,7
Pozostałe	1,6	2,0	1,3	1,5	1,5	268,0	288,9	292,0	301,9
Majątek obrotowy	225,1	272,7	323,0	353,4	520,1	584,3	588,8	614,1	643,0
Zapasy	196,1	240,6	284,0	315,3	460,8	535,5	489,7	511,3	535,6
Należności	14,5	15,2	21,0	20,2	23,9	19,9	49,1	57,8	64,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	13,2	15,6	16,8	16,4	33,5	25,3	47,5	42,4	40,5
Pozostałe	1,4	1,4	1,3	1,4	1,9	3,6	2,6	2,6	2,6

(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	1 451,6	1 480,4	1 521,0
Kapitał własny	430,6	458,5	494,4	542,5	805,1	863,3	857,1	885,3	938,2
Zobowiązania długoterminowe	109,6	101,1	95,1	85,3	76,8	243,4	267,5	250,6	224,7
Kredyty i pożyczki	0,0	98,1	91,9	82,1	70,8	55,9	54,6	34,6	-1,2
Pozostałe	109,6	3,0	3,2	3,2	6,0	187,5	212,9	216,0	225,9
Zobowiązania krótkoterminowe	105,1	137,7	162,0	151,0	231,5	324,7	326,9	344,5	358,1
Kredyty i pożyczki	6,0	5,9	17,7	20,4	14,6	21,3	62,5	40,5	48,5
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	83,7	114,9	121,2	108,8	192,8	191,7	164,3	203,8	209,4
Leasing finansowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	86,3	90,1	90,1	90,1
Pozostałe	15,4	16,9	23,2	21,8	24,0	25,3	10,1	10,1	10,1
Dług	6,0	103,9	109,6	102,6	85,4	77,2	117,2	75,2	47,3
Dług netto	100,5	98,2	106,5	98,6	63,1	66,1	69,7	32,8	6,8
(Dług netto / kapitał własny)	23,3%	21,4%	21,5%	18,2%	7,8%	7,7%	8,1%	3,7%	0,7%
(Dług netto / EBITDA)	2,1	1,8	1,6	1,3	0,7	0,6	1,8	0,5	0,1
BVPS	2,5	2,6	2,8	3,1	3,4	3,7	3,7	3,8	4,0

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	109,6	155,7	151,3
Zysk brutto	20,3	28,2	35,2	43,2	65,7	79,4	-10,3	28,2	52,9
Amortyzacja	11,3	12,5	14,2	15,5	17,3	23,6	20,8	19,1	19,7
Amortyzacja leasingu finansowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	87,4	95,9	99,3	103,8
Zmiana stanu rezerw	0,6	1,8	2,3	0,5	-2,9	0,3	-1,0	0,0	0,0
Kapitał obrotowy	-12,5	-12,3	-33,0	-27,0	-21,1	-75,3	7,5	9,1	-25,1
Pozostałe	-0,9	-4,6	-12,7	-11,8	-5,6	-6,7	-3,2	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-12,3	-12,6	-18,0	-15,3	-18,6	-16,8	-14,6	-19,5	-21,5
CAPEX	-12,5	-14,4	-19,2	-18,7	-18,2	-25,0	-15,0	-19,5	-21,5
Pozostałe	0,2	1,8	1,2	3,4	-0,4	8,2	0,4	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-11,6	-10,7	13,2	-5,0	-17,8	-100,1	-72,8	-141,3	-131,7
Kredyty i pożyczki	-0,8	108,1	9,4	-8,4	8,0	-4,7	27,5	-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	-100,3	-99,3	-103,8
Zmiana stanu środków na koniec okresu	-5,0	2,4	1,3	0,3	17,1	-8,2	22,2	-5,0	-1,9
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	47,4	42,4	40,5
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	34,6	47,8	32,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	2,8%	2,8%	3,2%	2,7%	2,3%	2,3%	1,7%	1,8%	1,8%

Wskaźniki rynkowe*

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
P/E*	21,5	17,2	12,5	10,1	11,0	8,9	73,8	20,2	11,0
P/CE*	13,8	11,5	8,9	7,4	8,3	6,6	20,5	12,2	8,1
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
P/S	1,0	0,8	0,7	0,6	0,7	0,6	0,7	0,6	0,5
FCF/EV*	2,9%	3,7%	0,4%	3,6%	5,6%	-0,9%	5,3%	7,7%	5,5%
EV/EBITDA*	11,2	9,6	8,3	6,8	7,3	5,9	16,7	9,2	6,4
EV/EBIT*	14,6	12,3	10,7	8,5	9,1	7,5	36,2	13,0	8,1
EV/S*	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,6	0,7	0,6	0,5
OCF/EBITDA	39%	46%	9%	26%	60%	19%	35%	84%	51%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	2,51	2,51	2,51	2,51	2,51	2,51	2,51	2,51	2,51
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)	436	436	436	436	588	588	588	588	588
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)*	537	535	543	535	652	655	658	621	595

*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. 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, 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 stanowił 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, 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.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 23 września 2020 o godzinie 08:30.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 23 września 2020 o godzinie 08:30.

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 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	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

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 Poniąkowski
+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