

piątek, 2 października 2020 | wycinek z *Przeгляд miesięczny*

VRG kupuj (bez zmian)

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

Spółka zaraportowała wyniki za 2Q'20, które były zgodne ze wstępnymi szacunkami (te były powyżej oczekiwań rynkowych). Głównym powodem zaskoczenia były niższe niż oczekiwane koszty SG&A, na które pozytywny wpływ miało otrzymanie dotacji oraz brak płatności czynszów w okresie lockdown. Na koniec 2Q'20 dług netto wyniósł 79 mln PLN vs. 150 mln PLN w analogicznym okresie poprzedniego roku, a wskaźnik DN/EBITDA wyniósł 1,3x na koniec 2Q'20 (-0,2x r/r pomimo istotnego spadku wyników r/r). Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły 14,7 mln PLN w 1H'20 (oczyszczone o wpływ MSSF 16) vs. -43,7 mln PLN w 1H'19, a poprawa wynika przede wszystkim z optymalizacji kapitału obrotowego (zmniejszenie poziomu zapasów i wydłużenie płatności zobowiązań). Sprzedaż spółki za sierpień wzrosła o 1,3% r/r kontynuując pozytywny trend odbudowy sprzedaży. We wrześniu zaangażowanie w spółkę zwiększał główny akcjonariusz, Pan Jerzy Mazgaj. Zarząd VRG opublikował we wrześniu projekty uchwał dotyczące planowanego skupu akcji własnych oraz Programu Motywacyjnego dla Zarządu na lata 2021-23. W wydanym we wrześniu raporcie podnieśliśmy nasze prognozy, na kolejne lata, niemniej nowe szacunki są poniżej poziomu wyznaczonego w projekcie Programu Motywacyjnego. Zarząd spółki podtrzymał cele na 2020 rok zakładające 25% udziału online w sprzedaży w 2020 roku, spadek sprzedaży o nie więcej niż 20% r/r, utrzymanie kosztów SG&A pod kontrolą oraz wypracowanie dodatniej EBITDA MSR17 w 2020 roku. Ograniczenie spadku sprzedaży r/r oraz utrzymanie dyscypliny kosztowej powinno wspierać odbudowę wyniku spółki w kolejnych kwartałach.

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Segment odzieżowy (S)	483	692	544	648	746
Segment odzieżowy (EBIT)	33	43	-17	12	36
Segment jubilerski (S)	323	376	360	418	439
Segment jubilerski (EBIT)	39,4	44,5	35,7	42,6	45,0
MBNS	51,2%	52,1%	49,6%	50,7%	51,0%
Przepływy oper.	54	109	110	156	151
D&A	17	24	21	19	20
Dodatkowy D&A (MSSF 16)		87	96	99	104
Kapitał obrotowy	-21	-75	7	9	-25
Przepływy inw.	-19	-17	-15	-20	-22
Przepływy fin.	-18	-100	-73	-141	-132
Kredyty/pozyczki	8	-5	27	-42	-28
FCF	37	-6	35	48	33
FCF/EBITDA	41%	-6%	88%	71%	35%
CFO/EBITDA	60%	19%	35%	84%	51%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż det/mkw.	1 408	1 675	1 808	1 804	1 818	1 824	1 829	1 834	1 840	1 845	1 845
SG&A/mkw.	652	772	808	805	811	814	820	826	832	839	839
Powierzchnia	53	53	56	57	59	59	60	61	62	62	62
Przychody	904	1 066	1 185	1 227	1 266	1 290	1 309	1 329	1 350	1 371	1 399
EBITDA	39	67	94	105	108	110	109	107	106	104	106
marża EBITDA	4,4%	6,3%	7,9%	8,6%	8,5%	8,5%	8,3%	8,1%	7,9%	7,6%	7,6%
EBIT	19	48	74	85	87	89	88	86	85	83	85
Podatek	-3	9	14	16	17	17	17	16	16	16	16
CAPEX	15	20	22	22	22	21	21	20	20	20	21
Kapitał obrotowy	7	9	-25	-22	-8	-8	-8	-9	-9	-6	-6
FCF	35	48	33	45	62	64	63	62	60	61	62
PV FCF	34	43	27	34	43	41	38	34	31	29	
WACC	8,6%	8,7%	8,8%	8,5%	8,5%	8,4%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
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	2,34 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	3,14 PLN	+34,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	3,14 PLN	2020-09-23

Podstawowe dane			VRG PW	vs. WIG
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	+0,6%	+4,4%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	-42,1%	-26,9%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M		0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	548,6	Średni obrót 6M		0,8 mln PLN
EV (mln PLN)	618,3	EV/EBITDA 12M fwd	9,8	+15,1%
Free float	36,7%	EV/EBITDA 5Y avg	8,5	premija

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	806	1 068	904	1 066	1 185
EBITDA skor.	89	111	39	67	94
marża EBITDA	11,1%	10,4%	4,4%	6,3%	7,9%
EBIT	72	87	19	48	74
Zysk netto	54	66	8	29	53
P/E	10,2	8,3	68,8	18,9	10,3
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA skor.	6,9	5,5	15,7	8,6	5,9
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	1 048	719	927	1 049
Sprz./mkw. (jubilerski)	2 540	2 689	2 314	2 693	2 759
SG&A/mkw. (odzieżowy)	420	598	538	626	643
SG&A/mkw. (jubilerski)	1 118	1 216	1 140	1 304	1 368
Środki pieniężne	34	25	47	42	40
Dług netto	63	66	70	33	7
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	0,6	1,8	0,5	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	6,1	5,9	5,2	4,7	3,7	3,5
Maksimum	174,6	53,4	28,2	22,0	23,9	15,2
Mediana	18,3	19,9	13,5	8,2	7,2	5,7
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	845
Dług netto	66
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	3,32

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	2,60
DCF	50%	3,32
Cena wynikowa		2,96
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		3,14

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 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 + 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, 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.

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, Sygnity, 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, BZŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, iz Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, 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, Primatech, 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, Witthen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

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

Asseco 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.

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) – 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	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj
	data wydania	2020-09-23	2020-07-02	2020-06-03	2020-04-06	2020-02-05	2019-12-02
	cena docelowa (PLN)	3,14	2,43	2,43	2,00	4,50	4,50
	kurs z dnia rekomendacji	2,51	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 Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@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