

czwartek, 9 marca 2017 | raport analityczny

TXM: kupuj (nowa)

TXM PW, TXM.WA | Handel, Polska

Polski dyskont odzieżowy

Textilmarket (TXM) zajmuje się dyskontową sprzedażą odzieży, artykułów gospodarstwa domowego oraz akcesoriów za pośrednictwem sklepów stacjonarnych oraz platformy internetowej. Spółka koncentruje się na rozwoju i optymalizacji efektywności sieci sprzedaży w Polsce (rozszerzanie oferty handlowej) oraz rozwija sieć sklepów w Czechach, na Słowacji oraz w Rumunii (bardzo dobre wyniki pierwszych sklepów). Niski poziom zadłużenia, wysoki poziom CFO/EBITDA gwarantują spółce możliwość dalszej dynamicznej ekspansji sklepów, które wymagają niskiego CAPEX/sklep (ok. 170-190 tys. PLN) oraz niskich nakładów na zatowarowanie (ok. 150 tys. PLN). Inwestycja w akcje TXM oferuje inwestorom ekspozycję na sprawnie działającą sieć sklepową w Polsce z opcją dalszej, intensywnej ekspansji zagranicznej. Na bazie naszych prognoz i dwóch metod wyceny wyznaczamy wartość akcji TXM na 6,95 PLN oraz rekomendujemy kupowanie akcji spółki.

Dalszy rozwój sieci sprzedażowej w Polsce

TXM posiada drugą pod względem wielkości sieć sprzedażową w segmencie odzieżowym w Polsce (347 sklepów na koniec 9M'16). Widzimy potencjał do wzrostu powierzchni sprzedażowej w tempie 18,9% CAGR 2016-18 (nowe sklepy oraz powiększenie istniejących). Bardzo dobra ekspozycja na polskiego klienta powinna sprawić, że TXM będzie beneficjentem programu 500+. Ponadto poszerzenie oferty produktowej oraz wzrost importu bezpośredniego powinny przełożyć się na poprawę rentowności sprzedaży do 43,3% w 2017 roku vs. 41% w 2015 roku.

Dynamiczny wzrost zagranicznej sieci sprzedaży

Oczekujemy, że sieć sprzedażowa w Czechach, na Słowacji oraz w Rumunii powiększy się z 31 placówek na koniec 9M'16 do 66 placówek na koniec 2017 roku (zgodnie z szacunkami zarządu). Motorem wzrostu sieci zagranicznej będzie bardzo atrakcyjny rynek rumuński (niskie nasycenie rynku oraz konsument zorientowany na towary z niższej półki cenowej), gdzie zakładamy średnio 19 otwarć rocznie w latach 2016-18. Oczekujemy, że udział zagranicznych sklepów w przychodach wzrośnie z 2,1% w 2015 roku do 21,5% w 2018 roku. Kolejne udane otwarcia sklepów mogą stworzyć potencjał do przyspieszenia tempa ekspansji przez spółkę.

Wzrost zysku netto w tempie 9,2% CAGR 2016-18

Dynamika przychodów spółki powinna rosnąć w tempie 19,3% CAGR w latach 2016-18P. Pomimo presji ze strony wyższych kosztów operacyjnych oczekujemy, że zysk netto spółki zwiększy się z 13,1 mln PLN w 2016 do 21 mln PLN w 2018 roku. Spółka posiadała niski wskaźnik DN/EBITDA na poziomie 0,8x, który powinien zmniejszyć się do 0,4x na koniec 2016 roku. Jednocześnie, atutem spółki jest wysoki wskaźnik CFO/EBITDA na średnim poziomie 64,4% w latach 2013-15, który powinien ustabilizować się na średnim poziomie 61,1% w latach 2016-20 (wysokie tempo ekspansji oraz dalszy rozwój kanału e-commerce). Spółka planuje wypłacać w dywidendzie minimum 35% zysku netto w kolejnych latach.

(mIn PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	275,8	314,8	378,4	452,4	530,7
EBITDA	24,9	25,2	22,3	27,9	33,9
marża EBITDA	9,0%	8,0%	5,9%	6,2%	6,4%
EBIT	21,1	21,0	17,2	22,2	27,2
Zysk netto	26,1	16,1	13,1	17,0	21,0
P/E	7,1	11,4	14,1	10,8	8,7
P/CE	6,2	9,0	10,1	8,1	6,6
P/BV	5,8	4,4	2,6	2,3	1,9
EV/EBITDA	8,2	8,1	8,7	7,4	6,2
DPS	0,27	0,00	0,14	0,18	0,22
DYield	4,9%	0,0%*	2,5%	3,2%	4,0%

*pożyczka do Redan została skompensowana dywidendą

Cena bieżąca	5,50 PLN
Cena docelowa	6,95 PLN
Kapitalizacja	183,90 mln PLN
Free float	39,40 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,04 mln PLN

Struktura akcjonariatu

	% akcji	% głosów
Redan	56,45%	67,95%
21 Concordia	22,12%	16,27%
Pozostali akcjonariusze	21,43%	15,78%

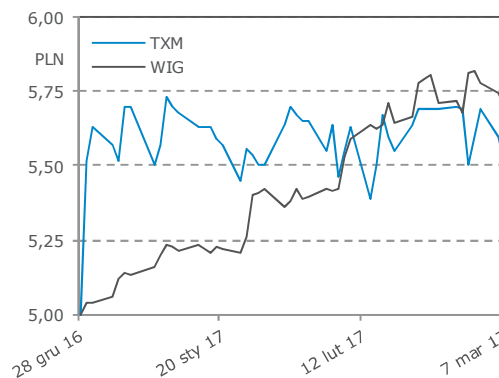
Strategia dotycząca sektora

Według szacunków agencji PMR, wartość rynku dyskontów odzieżowych w Polsce wyniesie 1,5 mld PLN na koniec 2016 roku oraz powinna rosnąć w tempie 15,3% CAGR 2016-21P. Czynniki wspierającymi rozwój dyskontów odzieżowych powinna być zwiększająca się siła nabywczą konsumentów z mniejszych miejscowości (wzrost wynagrodzenia minimalnego, program 500+). Rynek dyskontów odzieżowych w Czechy oraz na Słowacji, jest bliski nasycenia. Atrakcyjne perspektywy wzrostu prezentuje rynek rumuński, gdzie sklepy oferujące produkty z niższej półki cenowej cieszą się bardzo dużym zainteresowaniem.

Profil spółki

Grupa Textilmarket jest właścicielem drugiej pod względem wielkości sieci odzieżowych sklepów dyskontowych TXM Textilmarket oraz sklepu internetowego TXM24.pl. Spółka oferuje swoim klientom szeroki asortyment branży odzieżowej oraz gospodarstwa domowego. Zgodnie ze strategią sprzedażową spółki, oferowany asortyment charakteryzuje się atrakcyjnym poziomem cen w stosunku do oferowanej jakości. Na koniec 3Q'16 roku sieć sprzedażowa spółki składała się z 378 placówek, z czego 347 sklepów było zlokalizowanych w Polsce, 5 na Słowacji, 10 w Czechach oraz 16 w Rumunii.

Kurs akcji TXM na tle WIG



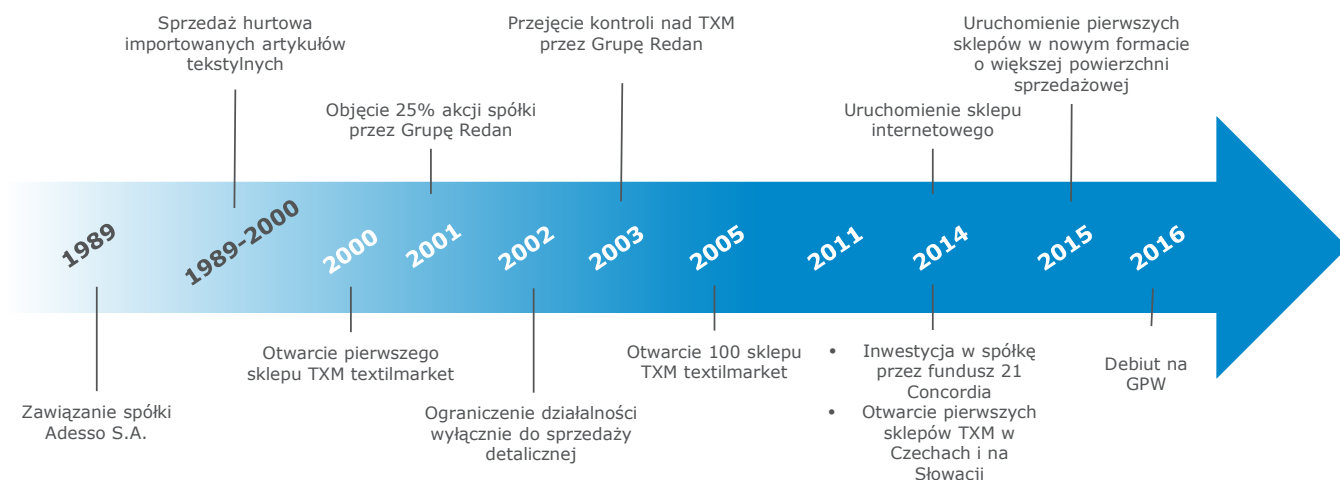
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
TXM	5,50	6,95	+26,4%

Analitik:

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

Profil spółki

Najważniejsze wydarzenia z historii spółki



Źródło: TXM

O firmie

Grupa TXM jest właścicielem drugiej pod względem wielkości sieci odzieżowych sklepów dyskontowych TXM Textilmarket oraz sklepu internetowego TXM24.pl. Spółka oferuje swoim klientom szeroki asortyment damskiej, męskiej i dziecięcej odzieży, bielizny, wyrobów dziewiarskich, obuwia, artykułów tekstylnych i akcesoriów domowych. Zgodnie ze strategią sprzedażową spółki, oferowany asortyment charakteryzuje się atrakcyjnym poziomem cen w stosunku do oferowanej jakości. **Na koniec 9M'16 roku sieć sprzedażowa spółki składała się z 378 placówek, z czego 347 sklepów było zlokalizowanych w Polsce, 5 na Słowacji, 10 w Czechach oraz 16 w Rumunii.** W średnim terminie Grupa TXM dąży do zdobycia pozycji lidera w sektorze dyskontowych sklepów z odzieżą w regionie CEE.

Firma TXM została zarejestrowana w Krakowie w 1989 roku. W początkowej fazie działalności spółka zajmowała się sprzedażą hurtową importowanych artykułów tekstylnych, piśmienniczych, a następnie artykułów pończosznich.

W 2000 roku spółka podjęła decyzję o rozpoczęciu budowy sieci samoobsługowych odzieżowych sklepów dyskontowych. W 2002 została podjęta decyzja o skoncentrowaniu się wyłącznie na detalicznym kanale sprzedaży. W 2005 roku sieć sprzedażowa spółki składała się ze 100 sklepów. W trakcie rozwijania sieci detalicznej, w 2001 roku 25% udziałów w TXM zakupiła Grupa Redan, by w 2003 roku włączyć TXM w strukturę Grupy.

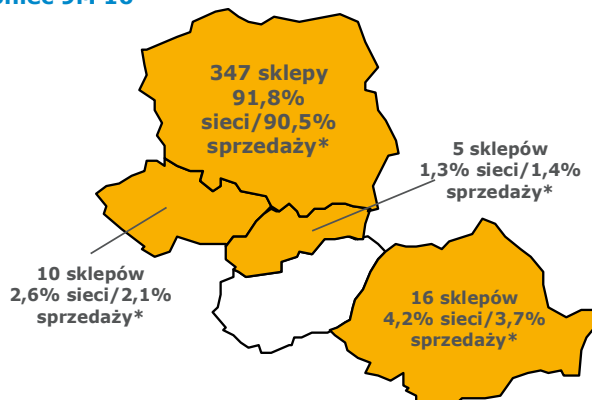
W 2014 roku udziałowcem spółki stał się fundusz 21 Concordia. W tym samym roku TXM przyjął strategię zakładającą ekspansję sieci detalicznej na rynki zagraniczne. W efekcie spółka otworzyła pierwsze sklepy na rynku czeskim oraz słowackim kończąc 2014 rok z 3 placówkami na Słowacji i 1 w Czechach. W 2015 roku powstały pierwsze sklepy TXM Textilmarket na rynku rumuńskim. **Atrakcyjne wyniki placówek działających na tym rynku skłaniają spółkę do przyspieszenia z ekspansją placówek w Rumunii.**

W kwietniu 2014 roku Grupa TXM otworzyła pierwszy dyskontowy sklep internetowy z odzieżą w Polsce pod adresem www.txm24.pl. Kanał e-commerce rozwija się w dynamicznym tempie, co jest wspierane przez działania marketingowe spółki oraz wprowadzanie nowoczesnych rozwiązań technologicznych (udoskonalenie oprogramowania sklepu od 2016 roku).

Sieć sprzedażowa spółki

Na koniec 3Q'16 spółka posiadała 378 sklepów zlokalizowanych w Polsce, Czechach, Rumunii i na Słowacji (w raporcie miesięcznym za XII'16 podano, że spółka posiadała łącznie już 405 sklepów na koniec 2016 roku; brak podziału szczegółowego na poszczególne kraje). Większość sklepów spółki jest zlokalizowana w miejscowościach od 12 do 70 tys. mieszkańców. Marginalna część sieci sprzedażowej TXM Textilmarket znajduje się w aglomeracjach (Warszawa, Poznań). Pierwsze placówki sprzedażowe na rynkach zagranicznych pojawiły się w 2014 roku (Czechy i Słowacja), a w 2015 roku spółka otworzyła pierwszy sklep na rynku rumuńskim.

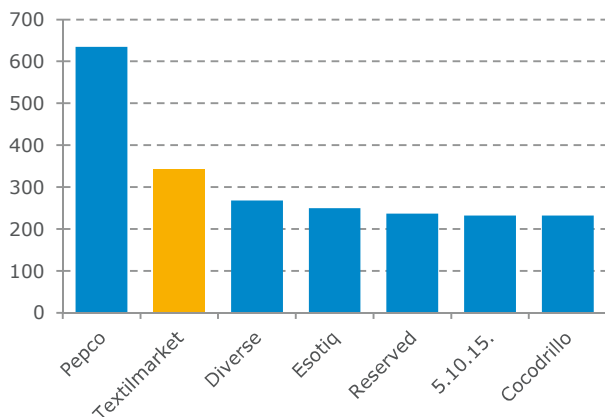
Sieć sprzedaży spółki w podziale geograficznym na koniec 9M'16



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku; *ilość sklepów na koniec 9M'16, udział w sprzedaży liczony dla danych za okres 9M'16. Prezentowane udziały w sprzedaży nie sumują się ze względu na sklep internetowy oraz przychody z innych źródeł.

Sieć sprzedażowa wzrosła z 251 sklepów w 2011 roku do 356 placówek na koniec 2015 roku. Jednocześnie sieć sklepów TXM była drugą po Pepco największą siecią sprzedażową w segmencie odzieżowym w Polsce.

Największe sieci sprzedażowe w branży odzieżowej w Polsce w na koniec 1Q'16 (ilość sklepów)



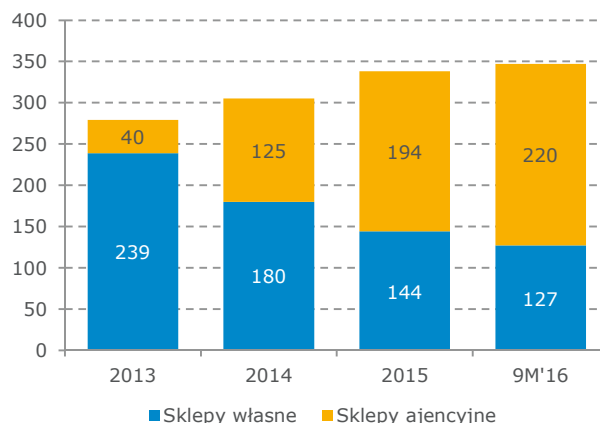
Źródło: TXM, PMR, dane spółek, Dom Maklerski mBanku

Struktura biznesu

Działalność spółki można podzielić na dwa główne obszary: rynek krajowy oraz sklepy zagraniczne. W ramach rynku krajowego działają sklepy własne prowadzone przez TXM funkcjonujące również w agencyjnym modelu obsługi oraz sklep internetowy. Działalność sklepów zagranicznych jest organizowana przez spółki celowe dedykowane do danego rynku. Cała sieć sklepów objęta jest spójną, centralną polityką handlową oraz logistyką.

Umowy najmu dla sklepów są zawierane na okres 2 i 5 lat oraz na czas nieokreślony. Pełny koszt działalności związany z działalnością sklepu własnego (zatarowanie, czynsz, wynagrodzenie personelu, amortyzacja i inne koszty działalności sklepu) ponosi TXM. Spółka jest w procesie stopniowego przekształcania własnych sklepów na model agencyjny, który wykazuje wyższą efektywność. W koncepcie tym zawierana jest umowa agencyjna z przedsiębiorcami, którzy zobowiązują się do zarządzania sklepem. Agent otrzymuje miesięczny ryczałt na utrzymanie sklepu i załogi (koszty najmu ponosi TXM) oraz jest uprawniony do uzyskania dodatkowej premii 1-3% uzależnionej od wygenerowanego obrotu. Analizy tego modelu zarządzania dowiodły, że pozwala on na zwiększenie efektywności sprzedaży placówki, przy zachowaniu niższych kosztów dla Grupy TXM. Na koniec 3Q'16 w modelu agencyjnym działa około 220 sklepów na rynku polskim (całkowita sieć na rynku polskim liczy 347 placówek). Planowane jest kontynuowanie procesu zmiany modelu sklepów własnych na agencyjne w tempie około 20 placówek kwartalnie, co implikuje zakończenie procesu w ciągu 1,5-2 lat. Do działalności realizowanej na rynku krajowym zalicza się kanał e-commerce, w ramach którego spółka prowadzi sklep www.txm24.pl od 2014 roku. W ofercie sklepu internetowego znajduje się asortyment spójny z ofertą detaliczną, jednak oferta sklepu e-commerce jest systematycznie powiększana o nowe produkty oraz kategorie. Produkty oferowane na platformie online podlegają również różnicowaniu cenowemu.

Struktura sklepów TXM Textilmarket według modelu zarządzania na rynku polskim w latach 2013-9M'16



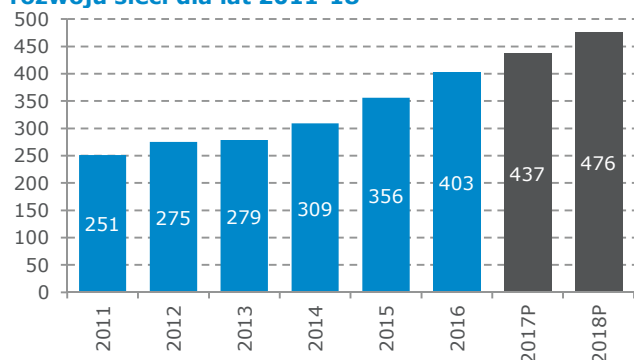
Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Sklepy zagraniczne spółki prowadzone są za pośrednictwem spółek celowych (w których każdorazowo TXM S.A. posiada 100% udziałów) dedykowanych do danego kraju, a ich działalność jest koordynowana przez TXM S.A. Towar oferowany przez sklepy zagraniczne do momentu transakcji sprzedaży pozostaje własnością TXM. Pierwsza inwestycja w nowy lokal jest dokonywana przez TXM, który następnie odsprzedaje poczynione inwestycje w lokal do spółki celowej. Umowa najmu jest zawierana przez spółkę celową, która ponosi również pozostałe koszty związane z prowadzeniem sklepu (m.in. wynagrodzenie personelu, amortyzacja). TXM rozlicza się z podmiotami zagranicznymi w ramach transakcji z podmiotami powiązanymi jako sprzedaż towarów (dokonują sprzedaży do spółki celowej w cenie detalicznej zrealizowanej sprzedaży do klienta) oraz zakup usług. Przyjęty model rozliczenia w efekcie obrazuje na poziomie TXM cały wynik działalności zagranicznej z uwzględnieniem 5% narzutu na koszty przenieszonego ze Spółki zagranicznej na TXM. Po 9M'16 zysk zatrzymany przez zagraniczne spółki celowe wyniósł 467 tys. PLN (nie jest wykazywany w raportach jednostkowych spółki).

Restrukturyzacja sieci sprzedaży w latach 2012-13

W latach 2012-13 nowy zarząd spółki przeprowadził gruntowną restrukturyzację sieci sklepów, w ramach której zamknięto 44 placówki o niezadowalającej rentowności. W kolejnych latach skala zamknięć uległa znacznemu zmniejszeniu i wyniosła odpowiednio 6 oraz 9 sklepów w latach 2014/15. W 2015 roku TXM przyspieszył z ekspansją sieci sprzedażowej otwierając brutto 56 placówek w Polsce i za granicą. Na koniec 2016 roku sieć sprzedażowa spółki zwiększyła się o 49 placówek netto do 405 lokalizacji.

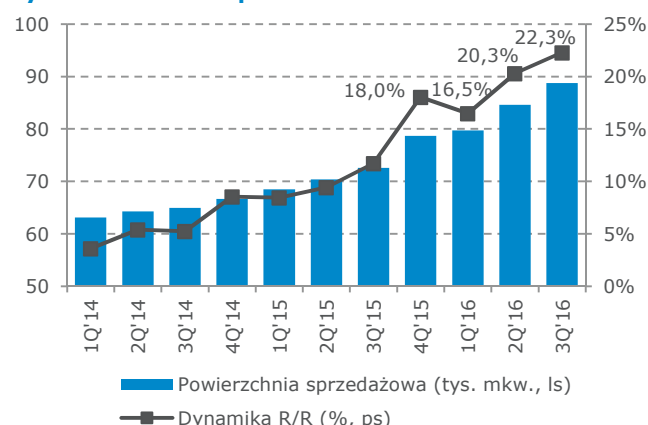
Sieć sklepów TXM Textilmarket oraz szacunki rozwoju sieci dla lat 2011-18



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Zgodnie z nową polityką rozwoju sieci sprzedaży, spółka planuje otwieranie sklepów o większej powierzchni sprzedażowej w lokalizacjach gwarantujących większy traffic (otwieranie sklepów w większych miastach oraz przenoszenie istniejących placówek do większych lokali o wyższym potencjale sprzedażowym). Powinno to pozwolić spółce na poprawę efektywności sprzedaży/mkw., jednocześnie negatywnie wpływając na koszty najmu. Sieć sprzedaży spółki zwiększyła się z 61,2 tys. mkw. na koniec 2013 roku do 100,4 tys. mkw. na koniec 2016.

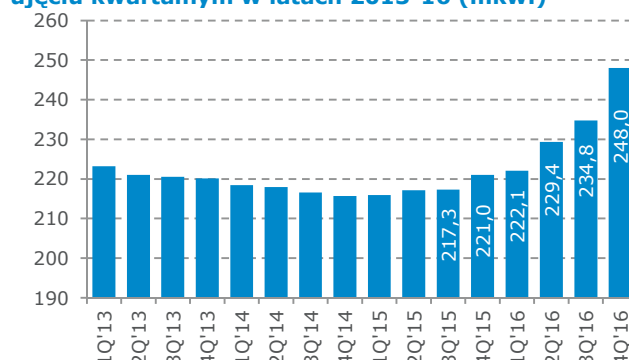
Powierzchnia sklepów TXM Textilmarket oraz dynamika wzrostu powierzchni w latach 2014-16



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Przyspieszenie tempa rozwoju powierzchni sprzedażowej było wynikiem trzech czynników: i) zwiększenia tempa nowych otwarć na rynku polskim i na rynkach zagranicznych; ii) wdrożenia nowego konceptu sklepu o formacie około 350 mkw. oraz iii) przenoszenia starszych sklepów (którym kończą się umowy najmu bądź tracą swoją efektywność) do nowych lokalizacji, które oferują większe powierzchnie sprzedażowe. Powierzchnia sklepów działających w sieci TXM Textilmarket zawierają się w przedziale od 100 do 400 mkw. Większość sklepów spółki ma powierzchnię 180-250 mkw. Na koniec 2016 średnia powierzchnia sklepu w Grupie wyniosła 248 mkw. i była o 12,2% wyższa R/R. Średnia powierzchnia sklepu na rynku polskim wyniosła 227 mkw. na koniec 3Q'16 i była większa o 4,5% R/R (na koniec 2016 roku spółka nie podała podziału powierzchni na kraje). **Zgodnie z planem zarządu średnia powierzchnia sprzedażowa w Polsce powinna się zwiększyć do 250 mkw. na koniec 2018 roku (+6,4% vs. stan na koniec 3Q'16).**

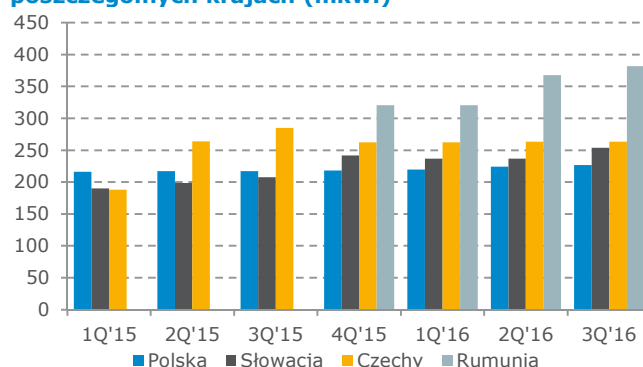
Średnia powierzchnia sklepów TXM Textilmarket w ujęciu kwartalnym w latach 2013-16 (mkw.)



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Do wysokiego wzrostu średniej powierzchni sprzedażowej TXM w 3Q'16 przyczyniła się ekspansja zagraniczna sieci. **Placówki, które powstały na Słowacji, w Czechach oraz w Rumunii były otwierane w większym formacie. Najwyższą średnią powierzchnię mają sklepy działające na rynku rumuńskim.** W 3Q'16 średnia powierzchnia placówki w Polsce wyniosła 227 mkw. vs. średnio 323 mkw. dla sklepów działających na rynkach zagranicznych.

Średnia powierzchnia sklepów TXM Textilmarket w poszczególnych krajach (mkw.)



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

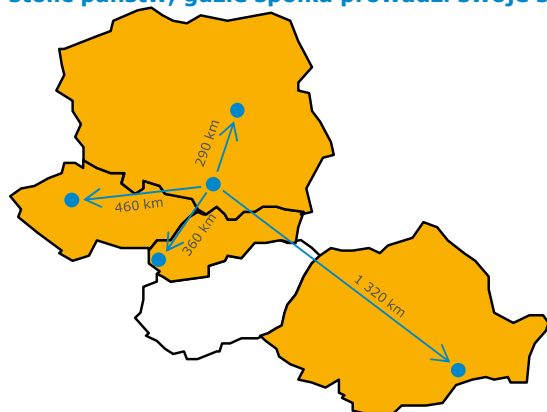
Planowany dalszy rozwój sieci na rynkach zagranicznych oraz powiększanie powierzchni sklepów działających w Polsce powinny wpłynąć na znacznie wyższą dynamikę wzrostu powierzchni sprzedażowej od tempa otwarć nowych placówek spółki. **Według założeń przedstawionych przez zarząd, spółka powinna powiększyć powierzchnię sprzedażową z 76,5 tys. mkw. na koniec 2015 roku do 132,1 tys. mkw. na koniec 2018 roku.**

Centrum dystrybucyjne

Grupa TXM korzysta z wynajmowanego centrum dystrybucyjnego zlokalizowanego w Mysłowicach (skrzyżowanie dróg A4 i S1), które może obsłużyć do 500 sklepów. Za wynajem magazynu jest odpowiedzialna spółka Adesso sp. z o.o., która jest podmiotem zależnym od TXM S.A. Umowa najmu obowiązuje do 2022 roku. Łączna powierzchnia najmu pomieszczeń magazynowych wynosi 5 878 mkw., natomiast powierzchnia biurowa wynosi 819 mkw. Centrum dystrybucyjne jest magazynem wysokiego składowania, podzielonym na dwie części. Jedna część zajmuje się obsługą stacjonarnej sieci sprzedaży, zaś druga obsługuje sklep internetowy. Logistyką towarów do sklepów zlokalizowanych w kraju oraz klientów detalicznych sklepu www.txm24.pl zajmują się zewnętrzne

firmy spedycyjne (DHL oraz DPD). Biorąc pod uwagę plany dynamicznego rozwoju sieci sprzedażowej, spółka planuje zainwestować w moce logistyczne (zwiększenie obecnej powierzchni magazynowej lub przeniesienie do nowego magazynu).

Lokalizacja centrum dystrybucyjnego względem stolic państw, gdzie spółka prowadzi swoje sklepy

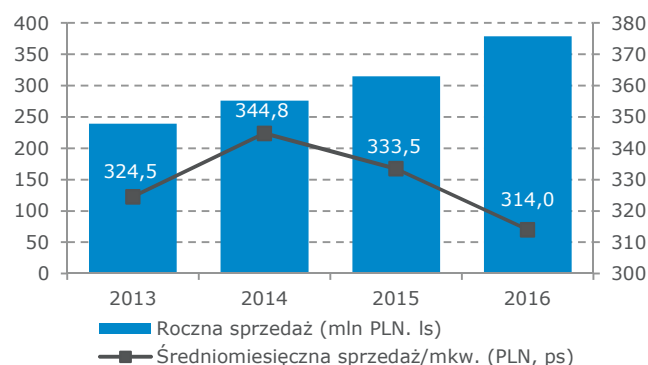


Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Sprzedaż

Spółka zrealizowała 378,4 mln PLN przychodów ze sprzedaży w 2016 roku, co było wyższym R/R poziomem o 20,2%. Wzrost sprzedaży był kombinacją dwóch czynników: i) wzrostu powierzchni sprzedażowej (+27,7% R/R; pozytywny) oraz ii) zmniejszenia efektywności sprzedaży/mkw. (-5,8% R/R; negatywny). Prognoza opublikowana przez zarząd dla 2016 roku została zrealizowana w 99,1%.

Sprzedaż TXM oraz efektywność sprzedaży/mkw. w latach 2013-16



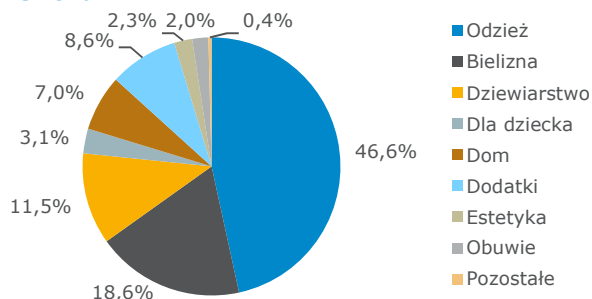
Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Oferta sprzedażowa

TXM oferuje swoim klientom asortyment branży odzieżowej oraz gospodarstwa domowego. Oferta odzieżowa obejmuje ubrania i dodatki dla pań, panów, dzieci oraz niemowląt. Oferowane artykuły gospodarstwa domowego to produkty do kuchni, pokoju, łazienki oraz akcesoria do sprzątnięcia. Największy udział w sprzedaży w 2015 roku miały: odzież (46,6%), bielizna (18,6%) oraz dziewiarstwo (11,5%). Coraz większe znaczenie zyskuje kategoria dom (7% sprzedaży w 2015 roku), w ramach której spółka oferuje **artykuły gospodarstwa domowego**. W przyszłych okresach planowane jest zwiększenie oferty w ramach tej kategorii, co powinno pozytywnie przełożyć się na osiągnięte marże oraz rentowność sprzedaży spółki. Spółka również oferuje asortyment

w kategorii dziecięcej. W 2016 roku sprzedaż towarów z tego segmentu może być dodatkowo stymulowana przez rozpoczęcie programu rządowego 500+.

Wartościowy podział sprzedaży zrealizowanej w 2015 roku



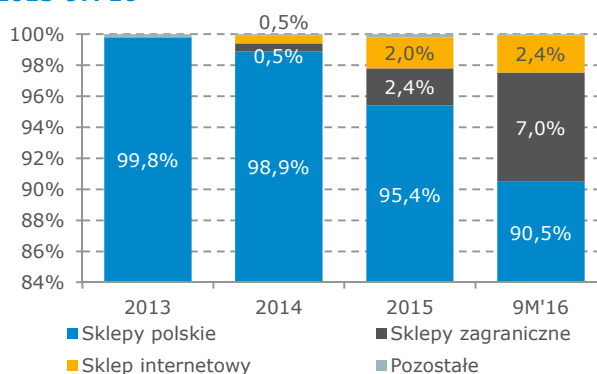
Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

W ramach kategorii dziewiarstwa, spółka poszerza ofertę produktów markowych poprzez np. wprowadzenie szerszej oferty firm GATTA czy MORAJ. Jednocześnie TXM stara się aktywizować sprzedaż największej kategorii, jaką jest odzież, poprzez aktywny marketing oraz tworzenie materiałów promocyjnych (w 1Q'16 powstał pierwszy katalog przedstawiający proponowane przez spółkę kreacje na sezon wiosenno-letni).

Sprzedaż według kanałów dystrybucji

Największym kanałem dystrybucji w spółce jest sprzedaż realizowana za pośrednictwem sklepów w Polsce (90,5% w 9M'16). Na istotności zyskują: sprzedaż realizowana na rynkach zagranicznych (7% w 9M'16 vs. 2,4% w 2015 roku) oraz sprzedaż realizowana za pośrednictwem sklepu internetowego (2,4% w 9M'16 vs. 2% w 2015 roku). Oba kanały powinny dynamicznie zwiększać swój udział w sprzedaży.

Sprzedaż według kanałów dystrybucji w latach 2013-9M'16



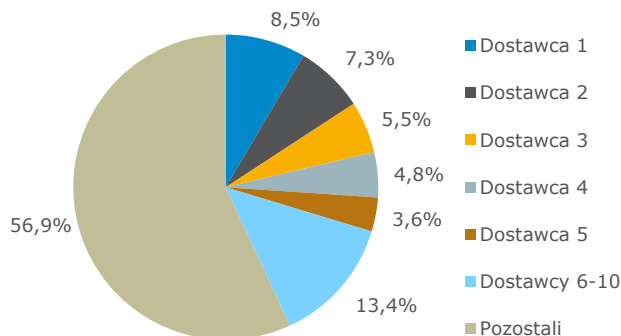
Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Kanały zaopatrzenia

Grupa TXM w odróżnieniu od spółek modowych nie wprowadza do swojej oferty specjalnie zaprojektowanych kolekcji, co pozwala na ograniczenie kosztów oraz ryzyka związanego z projektowaniem kolekcji i jej odbiorem przez klientów. **Większość zakupu towaru Grupy TXM jest realizowana u podmiotów z siedzibą w Polsce, które zajmują się produkcją oraz importem towarów. Zakup od podmiotów działających w Polsce oraz niski poziom zleconej produkcji pozwala spółce ograniczyć okres od zakupu towaru do dostawy do**

sklepu do dwóch tygodni. Wieloletnia działalność pozwoliła Grupie na wypracowanie odpowiedniej formuły zakupowej dywersyfikującej dostawców. Zakupiony przez spółkę towar jest dowożony do centrum dystrybucyjnego w Mysłowicach na koszt dostarczającego podmiotu. Ponadto TXM ma możliwość zwrotu części niesprzedanego towaru lub uzyskania rabatu na przyszłe zamówienia.

Udział dostaw od 10 największych dostawców w wartości dostaw ogółem w 2015 roku



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

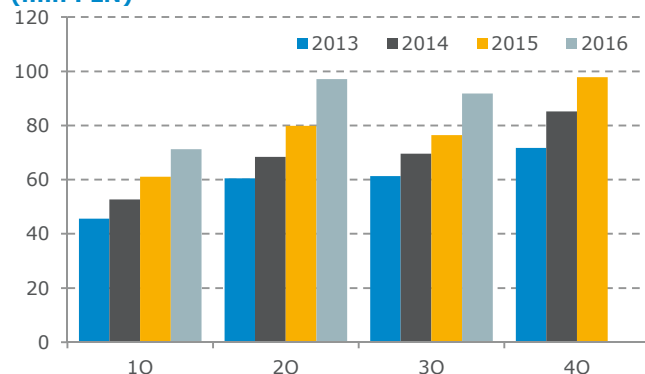
Największy dostawca do TXM odpowiadał za 8,5% wartościowego udziału dostaw ogółem w 2015 roku (vs. 10,6% w 9M'16 roku). Koncentracja dostaw od 10 największych podmiotów wynosiła 43,1% w 2015 roku (vs. 43,9% w 2014 roku oraz 36,6% w 2013 roku) i zmniejszyła się do 37,8% w 9M'16. TXM posiada pięć głównych źródeł zaopatrzenia:

- 1) import z Dalekiego Wschodu;
- 2) import z Anglii;
- 3) import z Turcji;
- 4) kraj – produkcja krajowa;
- 5) kraj – import z Chin.

Sezonowość sprzedaży

Sprzedaż realizowana przez spółkę podlega pewnej sezonowości, gdzie najwyższa wartość przychodów jest generowana w 4Q (średnio 30,7% całorocznej sprzedaży w latach 2013-15). Najgorszym pod względem przychodów kwartałem jest 1Q, który średnio odpowiadał za 19,2% rocznych przychodów w latach 2013-15. W 2Q oraz 3Q średni udział w rocznej sprzedaży był na poziomie 25% w latach 2013-15. Wysoka sprzedaż realizowana w 4Q wynika z dwóch podstawowych czynników: i) wzmożonych zakupów w okresie przedświątecznym (m.in. Święta Bożego Narodzenia, ale również Dzień Wszystkich Świętych); ii) wyższej ceny jednostkowej oferowanych towarów w ramach kolekcji jesień-zima; oraz iii) braku w kwartale efektu zmiany sezonów, co wiąże się z brakiem efektu wyprzedazowego. W 1Q'16 niższa sprzedaż wynika z przeprowadzania wyprzedazy w segmencie odzieżowo-obuwniczym.

Sprzedaż w ujęciu kwartalnym w latach 2013-16 (mln PLN)



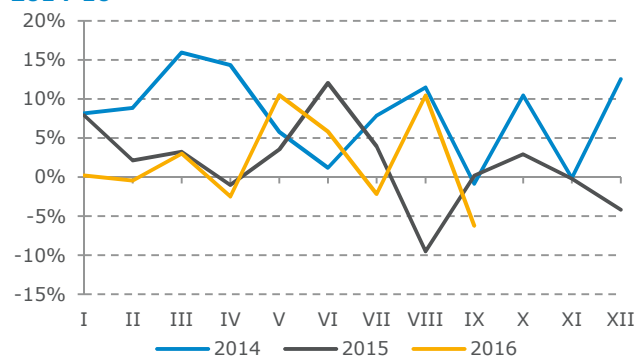
Źródło: TXM, Redan, Dom Maklerski mBanku

Planowane zwiększenie udziału w ofercie artykułów gospodarstwa domowego powinno przyczynić się do zmniejszenia sezonowości sprzedaży.

Sprzedaż w placówkach porównywalnych

Spółka poprawiła sprzedaż w placówkach porównywalnych o 1,3% R/R w 2015 roku vs. 8,0% w 2014 roku. Zmniejszenie dynamiki poprawy efektywności sprzedaży wynikało z efektu wysokiej bazy oraz trudnych warunków rynkowych. W 3Q'16 spółka zmniejszyła wskaźnik lfl o 1,8% vs. -2,1% w 3Q'15 oraz 6% w 3Q'14 (w 9M'16 sprzedaż porównywalna wzrosła o 1,4% R/R vs. +2,1% w 9M'15).

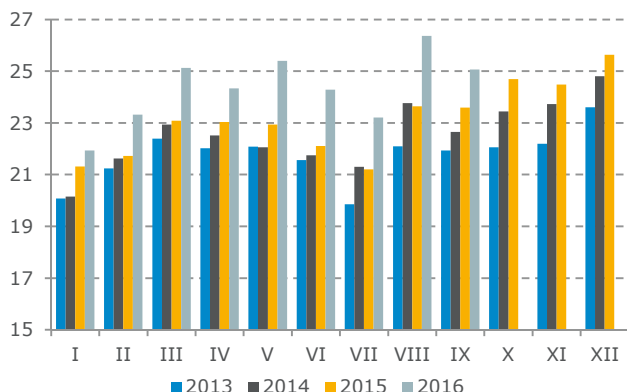
Sprzedaż w placówkach porównywalnych w latach 2014-16



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

W przyszłych kwartałach katalizatorem wzrostu sprzedaży porównywalnej powinno być:
i) zwiększenie odpowiedzialności sklepów działających na polskim rynku (przenoszenie istniejących sklepów do lokalizacji o wyższym trafficu);
ii) poszerzenie oraz optymalizacja oferty sprzedażowej (m.in. w kategoriach artykułów gospodarstwa domowego, markowych produktów);
iii) większy popyt konsumpcyjny ze względu na wzrost dochodu rozporządzalnego polskich gospodarstw domowych;
iv) wzrost średniej wartości paragonu. Efekt modernizacji oferty sprzedażowej oraz poprawiającej się sytuacji materialnej grupy docelowej TXM jest widoczny w dynamice średniej wartości paragonu spółki odnotowanej w polskich sklepach.

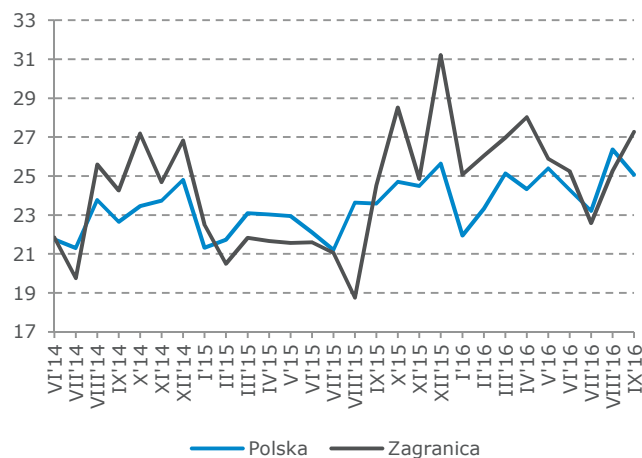
Średnia wartość paragonu w polskiej sieci sprzedaży w ujęciu miesięcznym w latach 2013-16 (PLN)



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Średnia wartość paragonu zwiększała się w każdym miesiącu 2015 roku oraz w 3Q'16. Średnia z miesięcznych dynamik poprawy wartości średniego paragonu wyniosła 2,5% w 2015 roku oraz 9,1% w 3Q'16. **Istotny wzrost wartości średniego paragonu od II'16 może być wspierany przez dodatkowy popyt związany z programem 500+.** Wartość średniego paragonu w polskiej sieci sprzedaży była większa niż analogiczny wskaźnik liczony dla sieci zagranicznej przez większość 2015 roku.

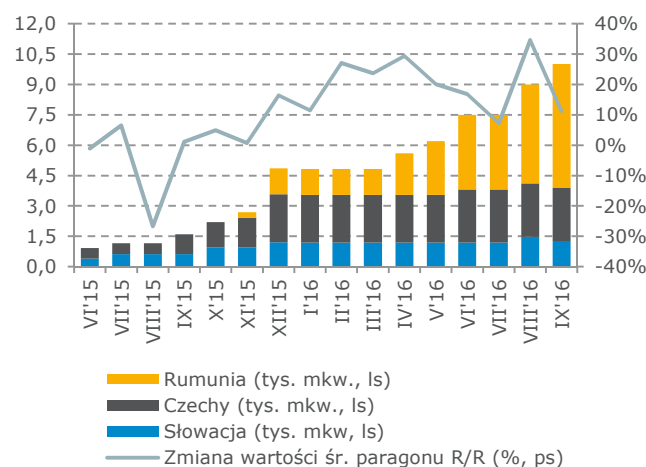
Średnia wartość paragonu w Polsce oraz na rynkach zagranicznych w latach 2014-16 (PLN)



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Pod koniec 2015 roku **sklepy w sieciach zagranicznych odnotowywały znacznie wyższe średnie wartości paragonu niż w poprzednich miesiącach**, na co wpłynęło przyspieszenie z ekspansją sklepów na rynku czeskim oraz otwarciem pierwszych sklepów na rynku rumuńskim.

Powierzchnia sprzedażowa sklepów na rynkach zagranicznych oraz dynamika średniej wartości paragonu na rynkach zagranicznych R/R w latach 2014-16



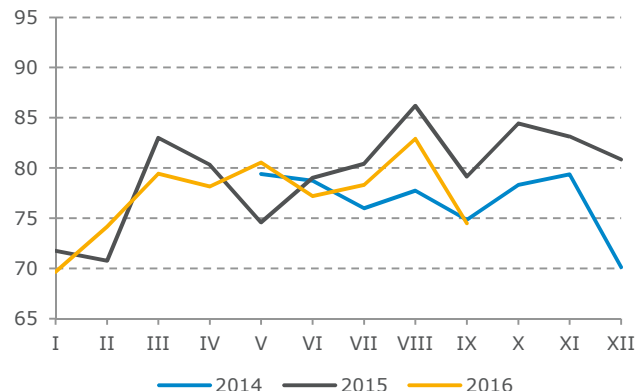
Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Podobny trend w wartości średniego paragonu powinien być kontynuowany w kolejnych miesiącach. Czynnikiem, który jest dla spółki największym wyzwaniem na rynkach zagranicznych jest wciąż niska odwiedzalność sklepów. Wzmacnianie obecności na tych rynkach poprzez kontynuację ekspansji sieci sprzedażowej powinno wpłynąć na zwiększenie rozpoznawalności placówek TXM oraz na wzrost odwiedzalności. Prowadzone są również aktywności marketingowe mające na celu wzrost świadomości marki wśród potencjalnych klientów.

Wartość średniego paragonu w e-commerce

Najwyższą wartość średniego paragonu spółka generuje w kanale e-commerce, co związane jest z kosztami przesyłki. **Wartość średniego paragonu w kanale e-commerce była ponad dwa razy większa niż w polskich sklepach stacjonarnych w 2015 roku.** W 2H'16 wprowadzono nową platformę informatyczną dla sklepu internetowego, pozwalającą m.in. na lepszą analizę danych zakupowych klientów. Podobnie jak w sieci stacjonarnej, **do sklepu internetowego wprowadzane są produkty o wyższej cenie jednostkowej, co powinno pozytywnie wpłynąć na wartość średniego paragonu w kolejnych miesiącach.**

Średnia wartość paragonu zrealizowana w kanale internetowym w ujęciu miesięcznym w latach 2014-16 (PLN)

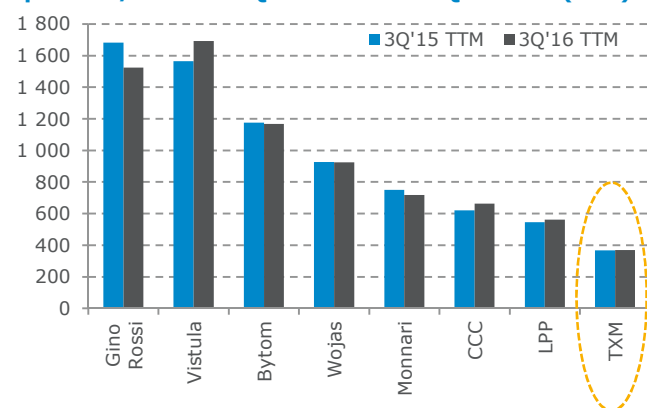


Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Efektywność sprzedaży TXM na tle branży

Pomimo poprawy sprzedaży porównywalnej spółki, jej sprzedaż/mkw. jest na najniższym poziomie w porównaniu ze spółkami działającymi na rynku odzieżowym oraz obuwniczym. Główną przyczyną takiego stanu rzeczy jest znacznie niższa cena jednostkowa oferowanych towarów (spółka działa w innym segmencie rynku), co przekłada się na niższy poziom średniego paragonu. Innym czynnikiem jest obecność sklepów TXM w mniejszych miejscowościach, gdzie odwiedzalność sklepów oraz siła nabywczą klientów jest znacznie niższa niż w dużych miastach. Dodawanie towarów o wyższej cenie jednostkowej, poszerzanie oferty o produkty z nowych kategorii oraz otwieranie sklepów w lokalizacjach o większym potencjale sprzedażowym powinny pozwolić spółce na zwiększanie wskaźnika efektywności sprzedaży/mkw. w kolejnych okresach.

Sprzedaż/mkw. w 3Q'16 LTM oraz 3Q'15 LTM (PLN)

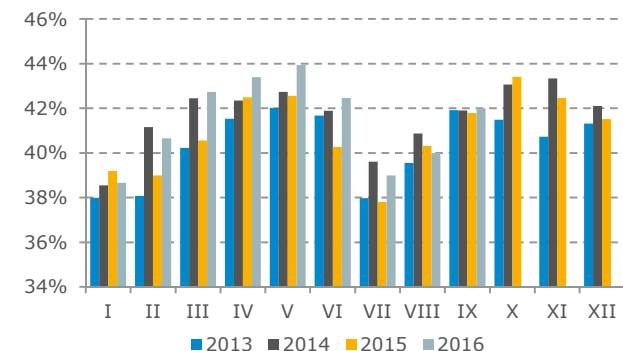


Źródło: Vistula, Gino Rossi, Bytom, Wojas, Monnari, CCC, LPP, TXM, Dom Maklerski mBanku

Stabilna rentowność sprzedaży

Marża brutto na sprzedaży spółki zmniejszyła się o 0,4p.p. R/R do 41,1% w 2015 roku, podczas gdy wiele podmiotów z sektora odzieżowego i obuwniczego zaraportowało istotny spadek rentowności sprzedaży, na co duży wpływ miała aprecjacja USDPLN. TXM kupuje dużą część towarów od importerów, jednak dzięki prowadzonym negocjacom oraz dzięki selektywnemu doborowi ofert spółka nie była obciążona nadmiernie przez umocnienie się USDPLN w 2015 roku. Ponadto TXM odnotował poprawę marży brutto na sprzedaży w 9M'16 o 1,2p.p. do 41,6%, podczas gdy wiele podmiotów działających w branży odzieżowej i obuwniczej zaraportowało spadki marż R/R.

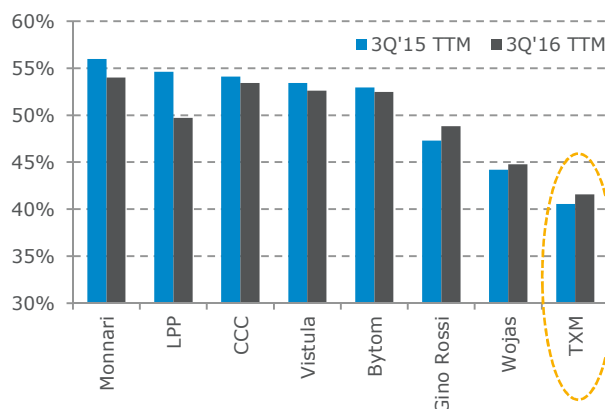
Marża brutto na sprzedaży w ujęciu miesięcznym w latach 2013-16



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Marża brutto na sprzedaży TXM kształtuje się na niższym poziomie niż u innych podmiotów działających w branży odzieżowej, co wynika z dyskontowego charakteru biznesu spółki. Rentowność sprzedaży podlega pewnej cykliczności, co jest związane z okresami wyprzedazowymi w ciągu roku. Amplituda wahań marży brutto na sprzedaży była relatywnie niska w latach 2013-15 i wyniosła maksymalnie 5p.p. w ciągu roku. Poprawienie warunków zakupu pozwoliło spółce na zwiększenie marży brutto na sprzedaży LTM w 3Q'16 do 41,6% (+1,0p.p. R/R), pomimo spadku rentowności sprzedaży u wielu spółek z segmentu obuwniczego i odzieżowego z tytułu aprecjacji USDPLN R/R oraz wzmożonej konkurencji.

Marża brutto na sprzedaży w TXM oraz w spółkach z sektora odzieżowego i obuwniczego (%)



Źródło: Vistula, Gino Rossi, Bytom, Wojas, Monnari, CCC, LPP, TXM, Dom Maklerski mBanku

W kolejnych okresach spółka planuje zwiększenie udziału bezpośredniego importu w zakupach, co może pozytywnie wpłynąć na poziom marży (omijanie marży importera), jednak jednocześnie może przyczynić się do zwiększenia ryzyka związanego z rozliczeniami walutowymi.

Strategia

Spółka zwiększa oraz optymalizuje powierzchnię sprzedażową w Polsce, rozwija sieć sklepów na rynkach zagranicznych oraz koncentruje się na zwiększeniu rentowności (wzrost udziału importu bezpośredniego oraz skrócenie płatności do dostawców). Wszystkie działania powinny przełożyć się na istotny wzrost wartości dla akcjonariuszy oraz umocnić pozycję TXM w regionie. W ramach rozbudowy sieci sprzedażowej Grupa TXM planuje zwiększyć w latach 2016-18 posiadaną sieć sprzedaży do 382 sklepów w Polsce (+44 sklepów vs. 2015 rok) oraz do 94 sklepów za granicą (76 otworzyć względem stanu na koniec 2015 roku).

Filary przyjętej przez spółkę strategii obejmują:

- dynamiczny rozwój sklepów w Polsce,
- kontynuację ekspansji zagranicznej,
- rozwój działalności e-commerce,
- dalszą optymalizację oferty i procesów zakupowych,
- optymalizację kosztów i procesów operacyjnych,
- umacnianie wizerunku marki TXM.

Rozwój sieci sklepów w Polsce

Na koniec 2015 roku spółka posiadała w Polsce 336 sklepów o łącznej powierzchni 73,8 tys. mkw. **Grupa TXM przyjęła cel powiększenia sieci sprzedażowej w Polsce do 382 sklepów o łącznej powierzchni sprzedaży 98,4 tys. mkw. na koniec 2018 roku.** Oprócz otwierania nowych placówek sprzedażowych o większym formacie około 350 mkw. vs. stary format 170-250 mkw., **Grupa planuje powiększenie istniejących sklepów. W efekcie planowane jest zwiększenie średniej powierzchni sprzedażowej do około 250 mkw. na koniec 2018 roku vs. 221 mkw. na koniec 2015 roku.**

Rozwój sieci sklepów na rynkach zagranicznych

Sieć zagraniczna sklepów Grupy TXM, która jest rozwijana od połowy 2014 roku w Czechach, na Słowacji i w Rumunii liczyła 18 sklepów o powierzchni 4,9 tys. mkw. na koniec 2015 roku. **Zarząd planuje dalszą ekspansję na wymienionych rynkach z największym naciskiem na rynek rumuński, gdzie wyniki sprzedażowe sklepów są znacznie powyżej oczekiwań.** Jednocześnie zarząd Grupy TXM nie wyklucza otwierania nowych placówek na innych rynkach lub podjęcia rozmów z podmiotami o podobnym profilu biznesowym do TXM w sprawie przejęcia lub nawiązania współpracy. **Celem zarządu spółki jest powiększenie zagranicznej sieci sprzedażowej do około 76 placówek na koniec 2018 roku.**

Dalszy rozwój kanału e-commerce

W 2015 roku sklep internetowy www.txm24.pl działał pełny rok obrotowy generując 6,4 mln PLN sprzedaży. W 9M'16 platforma internetowa kontynuuje pozytywny trend w sprzedaży odnotowując 6,2 mln PLN przychodów. Grupa TXM zamierza umacniać swą pozycję w segmencie sprzedaży internetowej poprzez aktywną promocję istniejącego sklepu. Planowane jest skoncentrowanie się na zwiększeniu rozpoznawalności sklepu www.txm24.pl oraz na dalszym rozwijaniu modelu sprzedaży na zasadach omnichannel. Grupa TXM planuje integrację sieci stacjonarnej z platformą internetową w celu odbioru towarów zamówionych przez platformę internetową w stacjonarnych sklepach TXM Textilmarket. Ponadto **intencją zarządu jest otwarcie kolejnych platform internetowych we wszystkich krajach, w których funkcjonuje stacjonarna sieć spółki. Planowane jest zwiększenie udziału kanału e-commerce w sprzedaży do 4-5% na koniec 2018 roku vs. 2% w 2015 roku.**

Optymalizowanie oferty sprzedażowej i procesów zakupowych

Spółka prowadzi proces modyfikowania oferty, który oprócz zwiększania ilości modeli oferowanej odzieży skupia się na: i) zwiększeniu ilości asortymentu przeznaczonego dla dzieci; ii) zwiększeniu asortymentu w kategorii artykułu gospodarstwa domowego (ograniczenie sezonowości związanej ze sprzedażą odzieży oraz ograniczenie ryzyka związanego z warunkami pogodowymi); iii) rozszerzaniu półki artykułów markowych w sklepach oraz iv) wprowadzaniu większej ilości produktów o wyższej cenie jednostkowej. Ponadto regularnie rozwijana jest szerokość asortymentu pod marką własną spółki, która zyskuje coraz większy udział w sprzedaży spółki. W przyszłości Grupa TXM planuje rozwój w kolejnych kategoriach towarów jak kosmetyki oraz obuwie.

Jednocześnie Grupa TXM planuje zwiększyć skalę importu bezpośredniego. Produkcja zlecana przez spółkę obejmuje przede wszystkim tzw. produkty evergreen (niewrażliwe na sezonowość). **Zwiększenie udziału importu bezpośredniego powinno pozytywnie wpłynąć na generowaną przez spółkę marżę (przejęcie części marży od importerów), jednocześnie zwiększając ryzyko niekorzystnej zmiany kursów walutowych (zwiększenie zmienności marży brutto na sprzedaży).**

Optymalizowanie kosztów i procesów operacyjnych

Spółka planuje kontynuację zmiany modelu sklepów z własnych na sklepy agencyjne. **Na koniec 2015 roku własna sieć salonów TXM Textilmarket liczyła około 130 placówek, które będą sukcesywnie przekształcane na model agencyjny (przekształcenia w tempie około 20 lokalizacji kwartalnie).** Analiza wyników finansowych sklepów działających w modelu agencyjnym wykazała, że placówki te charakteryzują się wyższą efektywnością sprzedaży przy zachowaniu odpowiedniej dyscypliny kosztowej. Dalsza zmiana modelu sklepów na agencyjne powinna zmniejszyć negatywny wpływ rosnących kosztów najmu (przenoszenie sklepów do lokalizacji droższych o większej odwiedzalności) oraz rosnących kosztów wynagrodzeń.

Grupa planuje przeprowadzić działania mające na celu optymalizację procesów logistycznych obejmujące automatyzację systemów pobierania, sortowania i konfekcjonowania towarów. Na zwiększenie wydajności logistycznej powinno przełożyć się zwiększenie powierzchni magazynowej oraz zakup nowych maszyn, które usprawniłyby procesy logistyczne (np. sortery). W miarę rozwoju sieci sprzedażowej na rynku rumuńskim spółka planuje otwarcie centrum dystrybucyjnego w tym kraju, co powinno przełożyć się na zmniejszenie kosztów transportu przyporządkowanych dla tego rynku.

Umocnianie wizerunku marki TXM

Grupa TXM planuje kontynuować zabiegi mające na celu wzrost rozpoznawalności marki TXM na rynku połączone z kampanią informacyjną o wysokiej jakości w stosunku do ceny oferowanych towarów. Jednocześnie będą przeprowadzane kampanie informujące klientów o nowych produktach oferowanych przez sklepy. **Spółka planuje aktywnie prowadzić kampanie marketingowe wykorzystując tradycyjne techniki reklamy oraz kanał internetowy.** Ponadto prowadzone będą systematyczne prace modernizacyjne w starszych sklepach TXM (zmiana logotypów, haseł reklamowych, wystroju), dostosowujące je do wizerunku zgodnego z aktualnym pozycjonowaniem marki TXM Textilmarket.

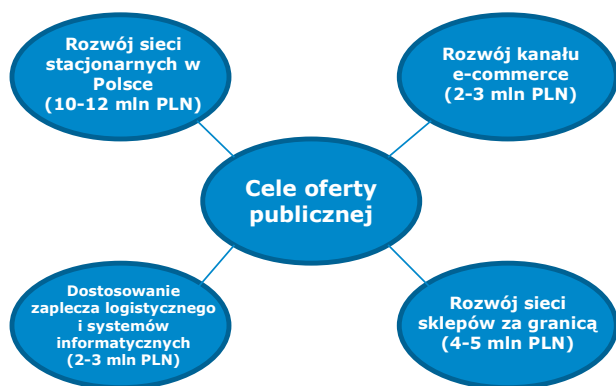
Cele oferty publicznej akcji

Środki pozyskane z emisji akcji Serii E spółka planuje przeznaczyć na wsparcie realizacji celów rozwojowych. **TXM sprecyzował cztery obszary, na które powinny zostać przeznaczone dodatkowe środki:**

- 1) rozwój sieci sklepów stacjonarnych w kraju (10-12 mln PLN);
- 2) rozwój handlu e-commerce (2-3 mln PLN);
- 3) ekspansja zagraniczna (4-5 mln PLN);
- 4) dostosowanie zaplecza logistycznego do rozwoju sieci sprzedaży (2-3 mln PLN).

Środki przeznaczone na kanał e-commerce zostaną zainwestowane w implementację nowej platformy do zarządzania sklepem internetowym, akwizycję nowych klientów oraz aktywny marketing.

Cele oferty publicznej akcji Serii E



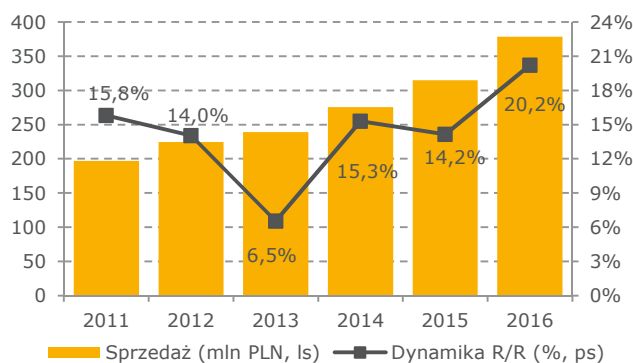
Źródło: TXM, Redan, Dom Maklerski mBanku

Analiza RZiS

Sprzedaż we wzrostowym trendzie

Sprzedaż spółki rosła w średniorocznym tempie 14,2% CAGR w latach 2011-15. W 2016 roku sprzedaż spółki sięgnęła 378,4 mln PLN (+20,2% R/R). Głównymi czynnikami wpływającymi na wzrost sprzedaży był rozwój powierzchni sprzedażowej oraz poprawa efektywności sprzedaży istniejącej sieci.

Sprzedaż TXM oraz dynamika sprzedaży w latach 2011-16

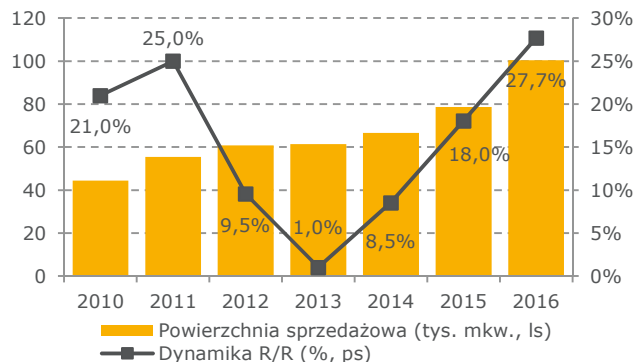


Źródło: TXM, Redan, Dom Maklerski mBanku

Sieć sprzedażowa dynamicznie się powiększała w latach 2010-2011. Wyniki sklepów działających w części nowych lokalizacji plasowały się poniżej oczekiwań i spółka zdecydowała na przeprowadzenie gruntownej restrukturyzacji sieci w latach 2012-13. W wyniku

podjętych działań zamknięto 44 sklepy o niezadowalającej rentowności. Na koniec 2016 roku sieć spółki liczyła 100,4 tys. mkw. i była większa o 27,7% R/R.

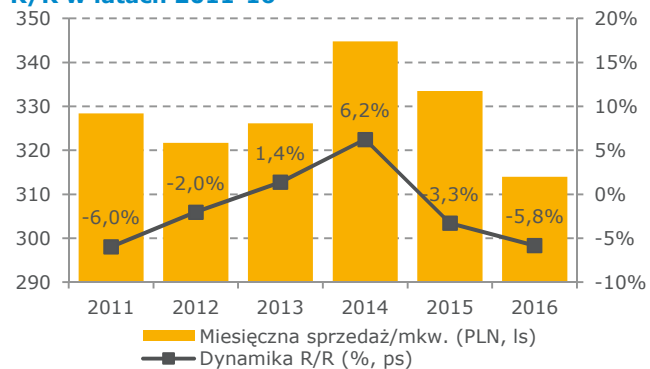
Powierzchnia sprzedażowa oraz dynamika zmian powierzchni R/R w latach 2010-16



Źródło: TXM, Redan, Dom Maklerski mBanku

Słabe wyniki sklepów miały odzwierciedlenie w spadku efektywności sprzedaży/mkw. w latach 2011/12 o odpowiednio -6% oraz -2%. Restrukturyzacja sieci przyczyniła się do poprawy efektywności sprzedaży w kolejnych latach, doprowadzając do poprawy średniej miesięcznej sprzedaży/mkw. o 0,9%/6,2% R/R odpowiednio w latach 2013/14. Dalszy intensywny rozwój sieci sprzedażowej przełożył się na obniżenie wartości wskaźnika o 3,3% R/R w 2015 roku oraz o 5,8% R/R w 2016 roku.

Średnia miesięczna sprzedaż/mkw. oraz dynamika R/R w latach 2011-16

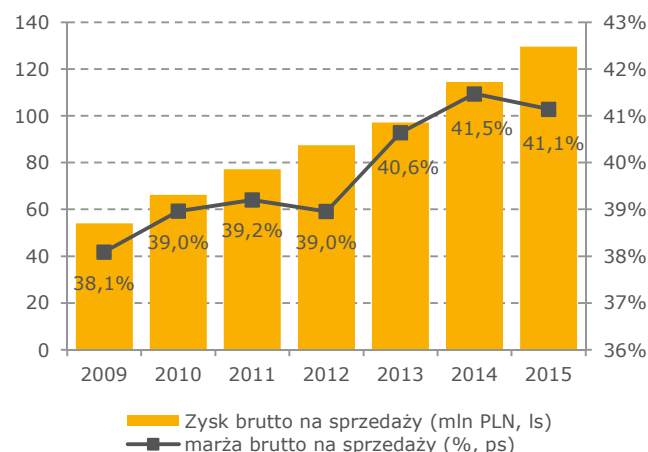


Źródło: TXM, Redan, Dom Maklerski mBanku

Rosnąca marża brutto na sprzedaży

Zysk brutto na sprzedaży TXM rósł w średniorocznym tempie 15,7% CAGR 2011-15, wyższym niż dynamika poprawy sprzedaży w analogicznym okresie. Wynika to bezpośrednio ze zwiększenia rentowności sprzedaży w wyniku modyfikowania oferty sprzedażowej oraz coraz większego udziału własnego importu. Marża brutto na sprzedaży od 2009 roku znajduje się w trendzie wzrostowym. **Nieznaczny spadek rentowności sprzedaży (o 0,4p.p. R/R do 41,1%) został odnotowany w 2015 roku, co było związane ze znaczną aprecjacją USD/PLN, wzmógł konkurencją na rynku oraz wyjątkowo niesprzyjającymi warunkami pogodowymi, które wpłynęły na znaczne obniżenie popytu (spółka była zmuszona do przeprowadzenia dodatkowych akcji promocyjnych w celu zmniejszenia zapasów).**

Zysk brutto na sprzedaży oraz marża brutto na sprzedaży w latach 2009-15

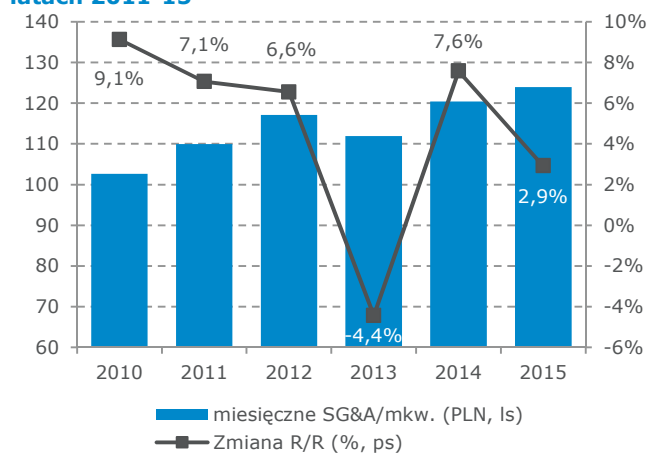


Źródło: TXM, Redan, Dom Maklerski mBanku

Koszty SG&A pod presją

W latach 2010-2015 wskaźnik miesięcznych kosztów SG&A/mkw. zwiększał się w tempie 4,7% CAGR 2010-15. Średnio w 2015 roku wskaźnik ten wyniósł 123,9 PLN. Za wzrost **wskaźnika odpowiada przede wszystkim:**
i) podpisywanie umów na najem powierzchni w lokalizacjach o wyższym potencjale sprzedażowym;
ii) presja ze strony kosztów wynagrodzeń oraz
iii) rozwój sklepów na rynkach zagranicznych (koszty wynagrodzeń oraz koszty najmu wyższe niż na rynku polskim).

Miesięczne koszty SG&A/mkw. oraz dynamika R/R w latach 2011-15

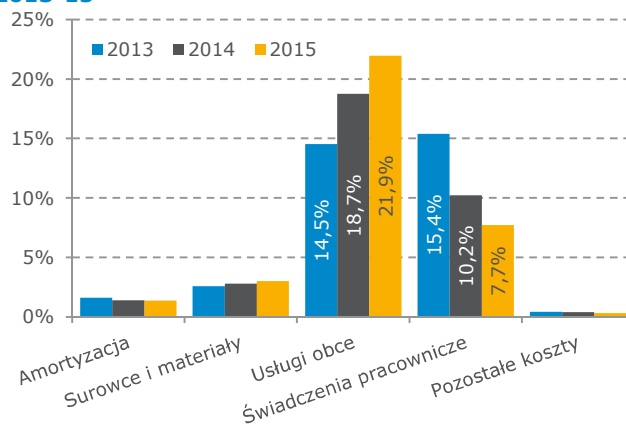


Źródło: TXM, Redan, Dom Maklerski mBanku

Podczas analizy zmiany narzutu poszczególnych kosztów rodzajowych, zauważalne są dwa trendy:

1) zwiększenie narzutu usług obcych;
2) zmniejszenie narzutu kosztów pracowniczych.
 Wyższy udział kosztów usług obcych wynika z dwóch zdarzeń: i) rozliczenia działalności sklepów ajencyjnych na rynku polskim stanowiące łącznie 2/3 tej kategorii kosztowej (zmniejszenie bezpośredniego zatrudnienia przez TXM) oraz ii) rozliczania działalności sklepów zagranicznych, które TXM ujmuje jako faktury na usługi obce od spółek celowych. Udział kosztów świadczeń pracowniczych w odniesieniu do sprzedaży spółki zmniejsza się ze względu na prowadzony proces przekształcania sklepów własnych na sklepy ajencyjne (koszty wynagrodzeń rozlicza agent, który otrzymuje zryczałtowaną opłatę za prowadzenie sklepu).

Narzut wybranych kosztów rodzajowych w latach 2013-15

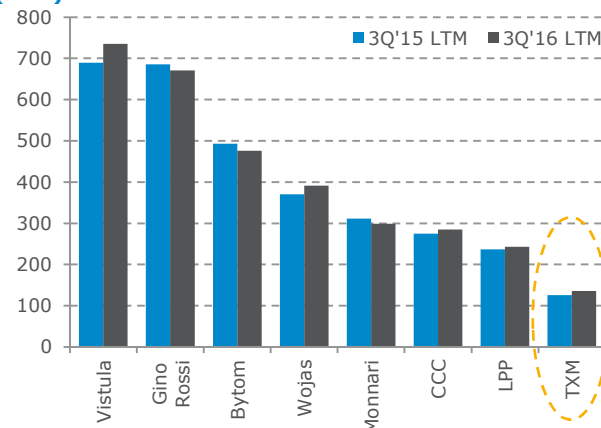


Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Koszty SG&A na tle innych spółek

Pomimo wzrostu kosztów SG&A/mkw. LTM R/R w TXM, poziom tego wskaźnika jest najniższy na tle innych spółek działających w segmencie odzieżowym i obuwniczym. Niskie koszty SG&A/mkw. są pochodną niskich kosztów czynszów, ograniczonych wydatków na marketing oraz relatywnie niskich kosztów wynagrodzeń w TXM.

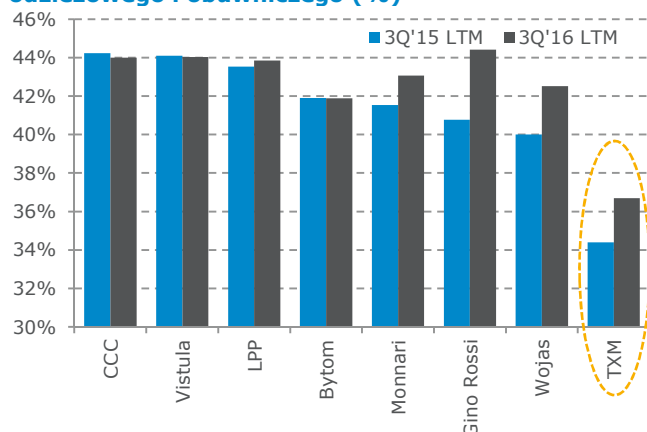
Wskaźnik kosztów SG&A/mkw. w TXM oraz w spółkach z sektora odzieżowego i obuwniczego (PLN)



Źródło: Vistula, Gino Rossi, Bytom, Monnari, CCC, LPP, TXM, Dom Maklerski mBanku

Niski poziom wskaźnika SG&A/mkw. implikuje narzut kosztów SG&A w TXM o około 6,7p.p. niższy niż średnia w innych spółkach działających na rynku odzieżowym i obuwniczym w 3Q'16 LTM. Oczekujemy, że w kolejnych okresach spółka będzie poprawiała wskaźnik sprzedaży/mkw. (pozyskiwanie lepszych lokalizacji) kosztem wzrostu narzutu SG&A (wzrost stawek czynszów oraz wzrost kosztów wynagrodzeń).

Narzut SG&A w TXM oraz w spółkach z sektora odzieżowego i obuwniczego (%)



Źródło: Vistula, Gino Rossi, Bytom, Monnari, CCC, LPP, TXM, Dom Maklerski mBanku

Niski poziom niedoborów

Spółka ujmuje niedobory (zniszczenia, kradzieże) w wartości sprzedanych towarów i materiałów. TXM podejmuje działania mające na celu zmniejszenie poziomu niedoborów (bramki antykradzieżowe, monitoring, zapisy w umowach z agentami), dzięki czemu **wskaźnik niedoborów liczony jako udział tej pozycji kosztowej w przychodach systematycznie zmniejsza się i wyniósł odpowiednio 0,9%/0,6%/0,4% w latach 2013-15.** Wartość wskaźnika niedoborów jest porównywalna dla rynku krajowego i rynków zagranicznych.

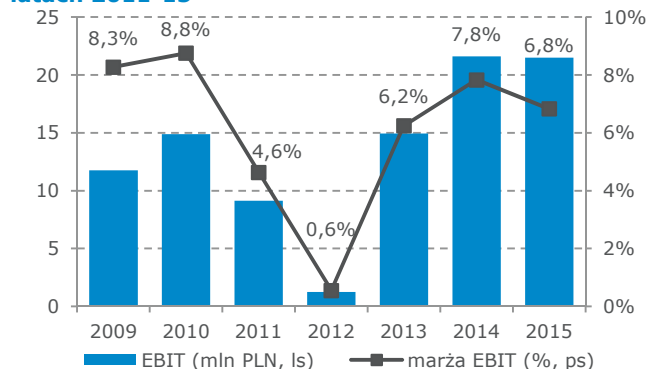
Niskie saldo na pozostałej działalności operacyjnej

Saldo na pozostałej działalności operacyjnej stanowiło odpowiednio 0,1%/-0,1%/0,04% przychodów w latach 2013-15. Największą pozycją w ramach pozostałej działalności operacyjnej są rozliczenia sprzedaży sklepów na rynku zagranicznym do spółek celowych zajmujących się zarządzaniem tymi sklepami (wykazywane jako przychody ze sprzedaży materiałów do budowy środków trwałych oraz koszt sprzedaży materiałów). Inwestycja w nowe placówki ponoszona jest przez TXM S.A., a następnie jest ona sprzedawana do odpowiedniej spółki celowej. Ze względu na niski narzut salda działalności operacyjnej, pozycja ta jest mało istotna z punktu analizy spółki.

Rentowność na poziomie EBIT

Pomimo znacznej poprawy rentowności EBIT od poziomu zanotowanego w 2012 roku (0,6% marży EBIT), jej obecne wartości są poniżej odczytów z lat 2009-10. Obniżenie marży EBIT o 1p.p. R/R do 6,8% w 2015 roku wynikało ze zmniejszenia marży brutto na sprzedaży w 2015 roku oraz wyższych kosztów rozwijania działalności na rynku polskim oraz na rynkach zagranicznych (wszystkie zagraniczne biznesy generowały stratę na poziomie skonsolidowanym).

EBIT oraz rentowność na poziomie operacyjnym w latach 2011-15



Źródło: TXM, Redan, Dom Maklerski mBanku

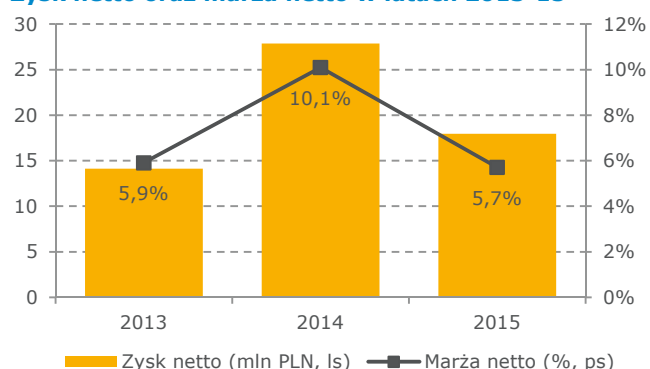
Przychody/koszty finansowe

Saldo na działalności finansowej spółki wyniosło odpowiednio 0,5/-1,3/-1,1 mln PLN w latach 2013-15. Największymi pozycjami rozliczanymi w działalności finansowej w badanym okresie były udzielone poręczenia po stronie przychodów finansowych (odpowiednio 0,5/0,3 mln PLN w latach 2013-14) oraz odsetki od kredytów, pożyczek otrzymanych oraz płatności leasingowe (odpowiednio -1,8/-1,2 mln PLN w latach 2014-15). **Odsetkowe koszty finansowe w relacji do zobowiązań oprocentowanych wyniosły odpowiednio 6,5%/4,1% w latach 2014-15. W kolejnych okresach wskaźnik ten powinien ulec stopniowemu zmniejszeniu ze względu na zaniechanie używania kredytów od jednostek powiązanych.**

Wynik netto i podatek dochodowy

Wysoka wartość zysku netto na poziomie 27,9 mln PLN w 2014 roku (vs. 14,1 mln PLN w 2013 roku) wynika z rozpoznania przez spółkę odroczonego podatku dochodowego na poziomie 9,8 mln PLN, powstałego w wyniku nabycia praw do znaku towarowego „Textil Market” za 54,5 mln PLN. W 2015 roku zysk TXM uległ znormalizowaniu i wyniósł 16,1 mln PLN.

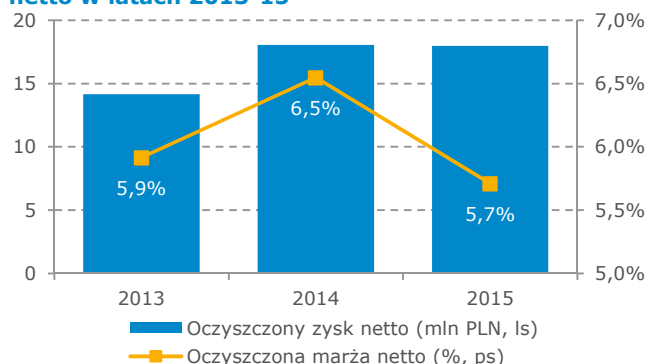
Zysk netto oraz marża netto w latach 2013-15



Źródło: TXM, Redan, Dom Maklerski mBanku

Po oczyszczeniu o odroczonego podatek dochodowy, zysk netto w 2015 roku odnotował delikatny spadek względem rezultatu wypracowanego w 2014 roku (18,0 mln PLN w 2015 roku vs. 18,1 mln PLN zysku oczyszczonego w 2014 roku). Zmniejszeniu o 0,8p.p. R/R do 5,7% w 2015 roku uległa oczyszczona marża netto. Jest to pochodna zmniejszenia marży brutto na sprzedaży R/R w 2015 roku oraz podwyższenia kosztów SG&A/mkw. R/R.

Oczyszczony zysk netto oraz oczyszczone marża netto w latach 2013-15

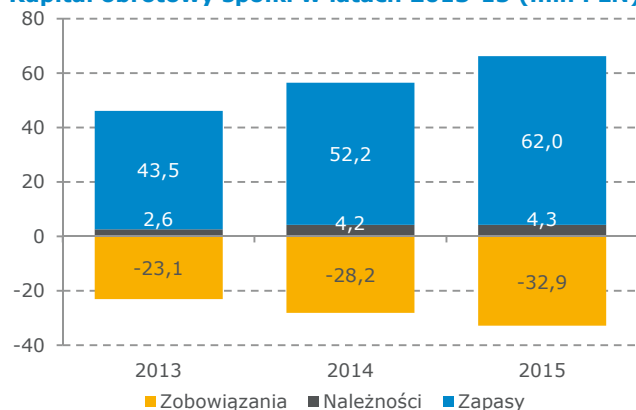


Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Bilans

Suma bilansowa zwiększyła się z 75,7 mln PLN na koniec 2013 roku do 128 mln PLN na koniec 2015 roku. Największą składową po stronie aktywów są zapasy (58,8% sumy bilansowej na koniec 3Q'16) oraz rzeczowe aktywa trwałe (17,9% sumy bilansowej na koniec 3Q'16). Wzrost tych dwóch pozycji odpowiada przede wszystkim za zwiększenie się sumy aktywów w latach 2013-15. Dodatkowo w 2014 roku spółka rozpoznała aktywo z tytułu podatku odroczonego w wysokości 10,2 mln PLN, które po częściowym rozliczeniu zmniejszyło się do 6,5 mln PLN na koniec 3Q'16. W strukturze bilansu niską istotność mają należności, na które w głównej mierze składają się rozliczenia ze spółkami celowymi. W wyniku wygaszenia pożyczek między podmiotami powiązаныmi, pozycja pozostałe aktywa finansowe w aktywach obrotowych wynosi 0 na koniec 2015 roku (pożyczka udzielona Redanowi, który kontroluje 64% kapitału TXM). W pozycji aktywa klasyfikowane jako przeznaczone do zbycia rozpoznawane są nakłady inwestycyjne poniesione przez TXM S.A. na sklepy rozwijane za granicą (aktywa te sukcesywnie są sprzedane do spółek celowych prowadzących sieć TXM w innych krajach).

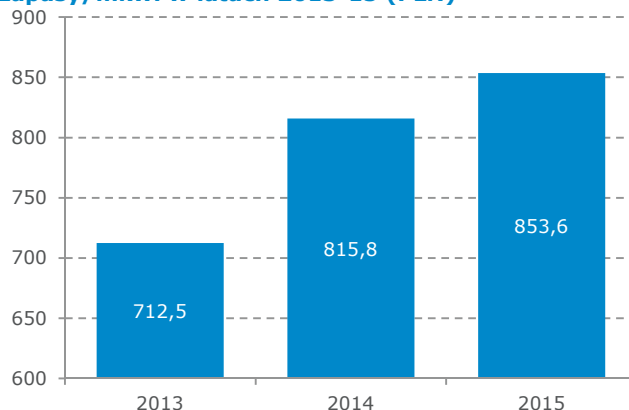
Kapitał obrotowy spółki w latach 2013-15 (młn PLN)



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Wzrost poziomu zapasów/mkw. w latach 2014-15 wynikał przede wszystkim ze zwiększenia ceny jednostkowej towaru, powiększenia ilości oferowanych towarów oraz uruchomienia sklepu internetowego.

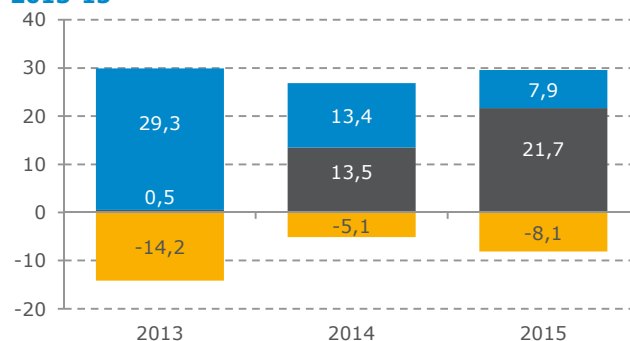
Zapasy/mkw. w latach 2013-15 (PLN)



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Po stronie pasywów największy udział na koniec 2015 roku miał kapitał własny (37,1%), następnie zobowiązania z tytułu dostaw i usług (29,3%) oraz krótkoterminowe pożyczki i kredyty bankowe (19,3%). Dług brutto spółki utrzymywał się na stabilnym poziomie w latach 2013-15 (28-30 mln PLN). Wskaźnik DN/EBITDA nie ulegał większym zmianom w latach 2013-15 i oscylował około poziomu 0,8x (0,8x w 2013, 0,9x w 2014, 0,8x w 2015).

Oprocentowane zobowiązania oraz środki pieniężne spółki na koniec okresu rozliczeniowego w latach 2013-15



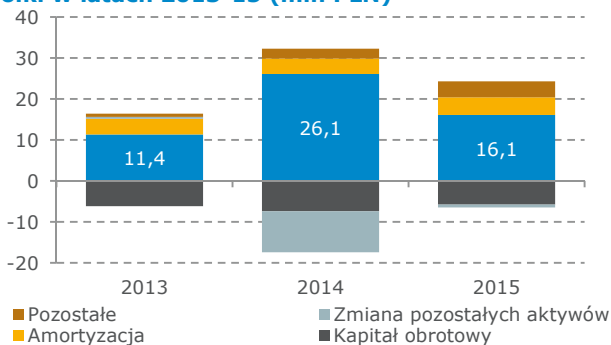
■ Kredyty długoterminowe ■ Kredyty krótkoterminowe
■ Środki pieniężne i ekwiwalenty

Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Przepływy pieniężne i CAPEX

W latach 2013-15 przepływy z działalności operacyjnej w relacji do wyniku EBITDA rosły i wyniosły odpowiednio 54,7%/58,5%/69,5%. Pozytywnie na poprawę wskaźnika w 2015 roku wpłynęło lepsze zarządzanie kapitałem obrotowym (-5,8 mln PLN w 2015 roku vs. -7,4 mln PLN w 2014 roku) oraz rozpoczęcie amortyzowania aktywa podatkowego, które pomniejszyło podatek zapłacony o 2,2 mln PLN w 2015 roku. Pozostała część aktywa powinna być rozliczana równomiernie w kolejnych latach, co powinno przełożyć się na obniżenie wartości podatku zapłaconego w kolejnych 4 latach. W 2014 roku w pozycji zmiana stanu pozostałych aktywów (-10 mln PLN) skorygowana została wartość aktywa na podatek odroczonego, wykazana w RZIS. Amortyzacja spółki była na zbliżonym poziomie w latach 2013-14 (3,8 mln PLN) i wzrosła do 4,3 mln PLN w 2015 roku, co wynikało ze zwiększenia inwestycji w rozwój sieci sklepowej.

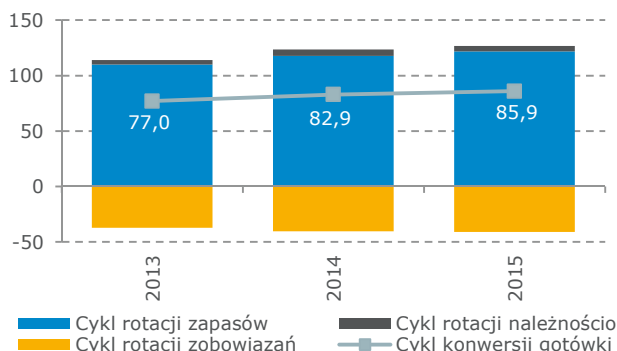
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej spółki w latach 2013-15 (mln PLN)



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Spółka podwyższyła cykl konwersji gotówki w latach 2013-2015, co było przede wszystkim związane ze wzrostem cyklu konwersji zapasów (ze 110,1 dni w 2013 roku do 121,8 dnia w 2015 roku). Wzrost ten częściowo został skompensowany przez wydłużenie cyklu konwersji zobowiązań (z 37,1 dni w 2013 roku do 40,8 dnia na koniec 2015 roku). Wprowadzanie droższego asortymentu oraz zwiększanie ilości oferowanego towaru może wpływać na utrzymanie się tendencji zwiększania cyklu rotacji zapasów w dniach.

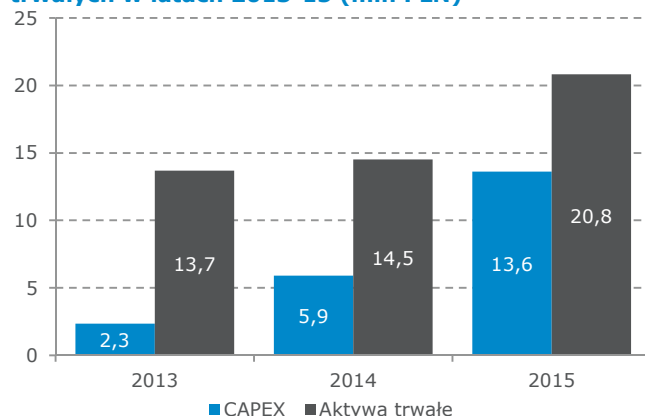
Wskaźniki rotacji w dniach oraz cykl konwersji gotówki w latach 2013-15



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Nakłady spółki związane z przystosowaniem i wyposażeniem wynajmowanych przez spółkę lokali są relatywnie niskie w porównaniu do innych spółek modowych. Średni koszt przystosowania sklepu (podstawowy format 180-250 mkw.) to 70-110 tys. PLN, a zatowarowanie sklepów to nakład średnio około 150-170 tys. PLN. TXM w większości lokalizacji uzyskuje tzw. twarde fit-outy (układ wentylacyjny oraz wstępne przystosowanie lokalu na potrzeby sprzedaży). Jednocześnie duża standaryzacja sklepu umożliwia wykorzystanie wyposażenia w innej lokalizacji w przypadku zamknięcia danej lokalizacji. **Nakłady inwestycyjne wykazane przez spółkę w przepływach z działalności inwestycyjnej wyniosły odpowiednio 2,3/12,1/16,6 mln PLN w latach 2013-15.** Wzrost wydatków inwestycyjnych wynikał bezpośrednio z: i) powiększania sieci sprzedażowej (nakłady na wyposażenie sklepów); ii) inwestycji w centrali (nowa siedziba, środki transportu); iii) nakładów związanych z uruchomieniem sklepu internetowego; iv) przejściem od Redan spółki Adesso sp. z o.o. (spółka zajmuje się wynajmem magazynu).

Nakłady inwestycyjne oraz wartość aktywów trwałych w latach 2013-15 (mln PLN)



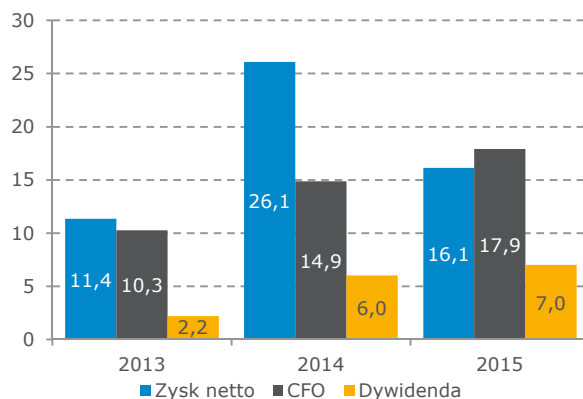
Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

W przyszłych okresach gros nakładów inwestycyjnych zostanie przeznaczonych na rozwój sieci sprzedażowej w Polsce i na rynkach zagranicznych. Wraz z rozwojem sieci sklepów, TXM planuje zainwestować w powiększenie powierzchni magazynowej w obecnej lokalizacji lub wynająć nową powierzchnię magazynową. Nakłady na ten cel szacowane są na 2-4 mln PLN i powinny być częściowo sfinansowane przez środki pozyskane z emisji akcji Serii E. Oprócz dalszego rozwoju polskiej sieci logistycznej, **spółka planuje otworzyć lokalny magazyn na rynku rumuńskim w połowie 2017 roku**, na co powinien zostać przeznaczony 1 mln PLN. Pozwoli to na ograniczenie kosztów logistycznych związanych z zaopatrzeniem dynamicznie rozwijającej się sieci sklepów na rynku rumuńskim. **W celu usprawnienia zarządzania procesami logistyczno-sprzedażowymi, spółka w 2017 roku uruchomiła system informatyczny klasy ERP-SAP.**

Wyплаты dywidendy oraz polityka dywidendowa

Strategia spółki zakłada coroczną wypłatę dywidendy równą lub większą niż 35% wypracowanego zysku netto. Kwota przeznaczona na dywidendę nie może przekraczać zysku netto za ostatni rok obrotowy, powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz o kwoty przeniesione z zysku kapitałów zapasowego i rezerwowych.

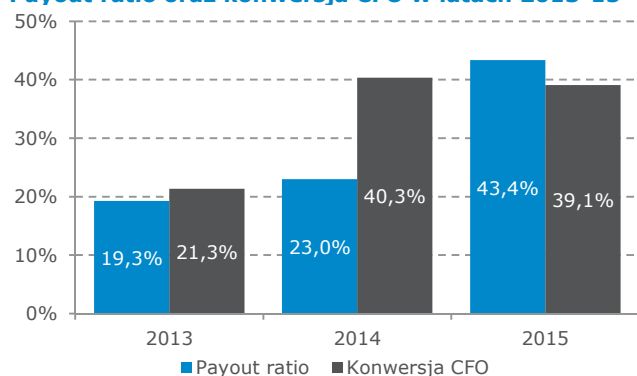
Zysk netto, CFO oraz wypłacona dywidenda w latach 2013-15



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Spółka przeznaczyła 7 mln PLN na wypłatę dywidendy z zysku 2015 roku, co odpowiadało wskaźnikowi payout ratio na poziomie 43,4%. Wskaźnik przedstawiający relację wypłaconej dywidendy do zysku netto był niższy w latach 2013-14 i wynosił odpowiednio 19,3% oraz 23%. Z 2013 roku spółka przeznaczyła na wypłatę dla akcjonariuszy zysk netto wypracowany w okresie od 01.01.2013 do 10.07.2013 (moment przekształcenia TXM w spółkę akcyjną) w wysokości 2,2 mln PLN. Zysk wypracowany w pozostałej części 2013 roku w wysokości 9 mln PLN przeznaczono na zasilenie kapitału obrotowego. Zysk netto za 2014 rok w wysokości 26,1 mln PLN został podzielony w ten sposób, że 6 mln PLN zostało wypłacone w dywidendzie (kwota ta została przeznaczona na skompensowanie należnej pożyczki od Redan w 2015 roku), a pozostałe 20,1 mln PLN przeznaczono na kapitał zapasowy (relatywnie niski payout ratio w 2014 roku wynika z wysokiej bazy zysku netto, który został zasilony przez 9,8 mln PLN wartości rozpoznanego aktywa podatkowego).

Payout ratio oraz konwersja CFO w latach 2013-15



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

W latach 2013-14 spółka oprócz regularnej dywidendy wypłacała akcjonariuszom część środków zgromadzonych w ramach kapitału zapasowego. W 2013 roku NWZ spółki zatwierdziło wypłatę środków zgromadzonych w kapitale zapasowym (niepodzielone zyski z lat obrotowych 2008, 2009, 2010, 2011 oraz 2012) w kwocie 26,6 mln PLN. W 2014 roku NWZ spółki zatwierdziło wypłatę środków z kapitału zapasowego, na które składał się zysk osiągnięty przez TXM od 11.07.2013 do 31.12.2013 w wysokości 9 mln PLN. Środki zostały wypłacone na rzecz spółki Redan będącej jedynym akcjonariuszem.

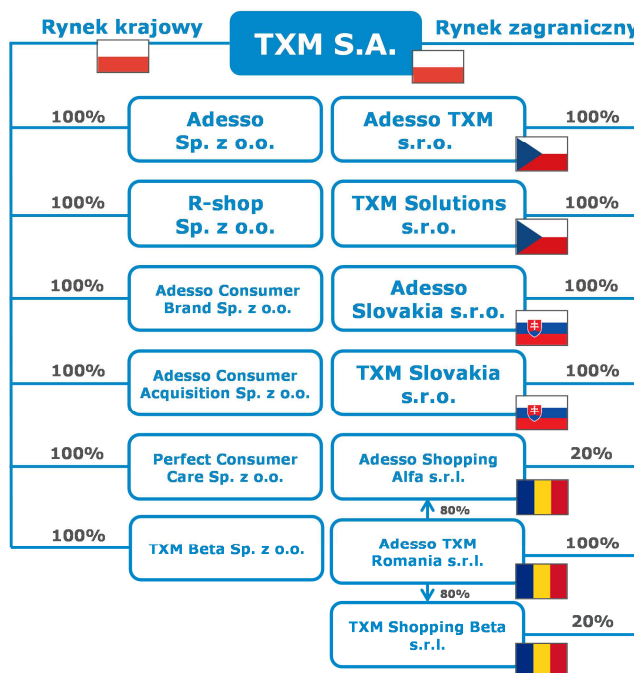
Program motywacyjny

Program motywacyjny został przyjęty na NWZ dnia 10.07.2015 i obejmuje członków zarządu (Lech Przemieniecki, Krzysztof Tomczyk oraz Robert Kwiecień). Program zakłada przydzielenie do 510 tys. warrantów subskrypcyjnych serii A (1,4% łącznej liczby akcji po IPO) z ograniczeniem do 170 tys. akcji na jednego uczestnika programu. Liczba warrantów subskrypcyjnych przysługujących w ramach programu uzależniona będzie od spełnienia kryteriów biznesowych zgodnych z planami strategicznymi Grupy TXM, w tym od: i) średniej rocznej stopy wzrostu zysku EBITDA Grupy TXM od 2013 do 2016 roku; ii) wielkości udziału przychodów ze sprzedaży uzyskanych przez Grupę TXM w internetowym kanale sprzedaży w relacji do całkowitej sprzedaży; iii) liczby rynków zagranicznych spełniających kryteria określone w regulaminie programu (m.in. wynik operacyjny z działalności operacyjnej na danym rynku musi być dodatni; w danym kraju musi znajdować się odpowiednio dużo sklepów sieci TXM działających nie krócej niż 12 miesięcy). Szczegółowy opis założeń programu, wzór do wyliczenia ilości należnych warrantów subskrypcyjnych oraz szczegółowy opis poszczególnych składowych programu znajduje się w uchwałach przyjętych przez NWZ dnia 10.07.2015.

Struktura Grupy Kapitałowej TXM

Grupa Kapitałowa TXM składa się z 14 spółek, w której podmiotem dominującym jest TXM S.A. Emitent w Grupie Kapitałowej pełni rolę spółki holdingowej, która koordynuje funkcjonowanie spółek zależnych oraz prowadzi sieć sklepów dyskontowych TXM na rynku polskim. W zakresie zarządzania funkcjonowaniem spółek zależnych, TXM S.A. zarządza: i) wyborem, zakupem i sprzedażą towarów; oraz ii) wyborem lokalizacji pod sklepy sieci na rynkach polskim i zagranicznym oraz zajmuje się ich adaptacją.

Struktura Grupy Kapitałowej TXM S.A.



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Przedmiot działalności spółek zależnych przedstawia się następująco:

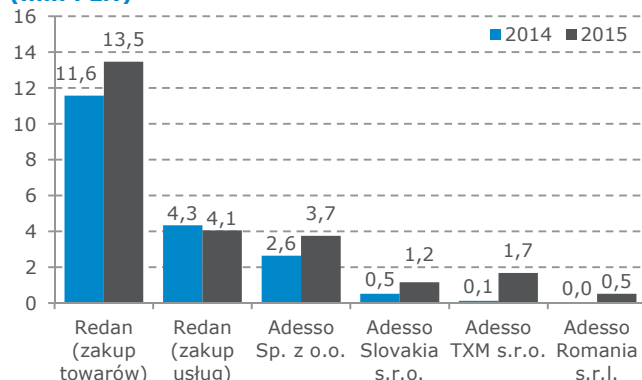
- Adesso sp. z o.o. – spółka celowa, która wynajmuje od podmiotu zewnętrznego centrum magazynowo-logistyczne w Mysłowicach, za pomocą którego spółka obsługuje własną sieć sprzedaży.
- R-shop sp. z o.o. – spółka celowa zajmująca się prowadzeniem sklepu zlokalizowanego w Katowicach.
- Adesso Consumer Brand sp. z o.o., Adesso Consumer Acquisition Sp. z o.o., Perfect Consumer Care Sp. z o.o. – spółki celowa powołana w celu prowadzenia sklepów TXM Textilmarket.
- TXM Beta Sp. z o.o. – spółka celowa powołana w celu prowadzenia sklepów TXM Textilmarket.
- Adesso TXM s.r.o. – spółka czeska, za pomocą której realizowana jest sprzedaż na rynku czeskim w ramach sieci TXM.
- TXM Solutions s.r.o. – spółka celowa działająca na rynku czeskim zajmująca się prowadzeniem sieci sklepów na tym rynku.
- Adesso Slovakia s.r.o. – spółka słowacka, za pomocą której realizowana jest sprzedaż na rynku słowackim w ramach sieci TXM.
- TXM Slovakia s.r.o. – spółka celowa działająca na rynku słowackim zajmująca się prowadzeniem sieci sklepów na tym rynku.
- Adesso TXM Romania s.r.l. – spółka celowa działająca na rynku rumuńskim zajmująca się prowadzeniem sieci sklepów na tym rynku.
- TXM Shopping Alfa s.r.l., TXM Shopping Beta s.r.l. – spółki rumuńskie powołane w celu prowadzenia sklepów TXM Textilmarket na terenie Rumunii.

Transakcje z podmiotami powiązаныmi

Rozliczenia z podmiotami powiązаныmi spółki można podzielić na trzy kategorie: 1) rozliczenie z Redan S.A.; 2) rozliczenie ze spółkami zależnymi zarządzającymi sieciami sprzedaży działającymi na rynku słowackim, czeskim oraz rumuńskim oraz 3) rozliczenie ze spółką odpowiedzialną za zarządzanie magazynem. Łącznie płatności na rzecz podmiotów powiązanych, na które składa się zakup towarów oraz zakup usług wyniosły 25,8 mln PLN w 2015 roku oraz 21,4 mln PLN w 2014 roku, co stanowiło odpowiednio 7,7% oraz 8,2% przychodów wygenerowanych w tych latach.

Największa część rozliczeń przypadała na rozliczenie ze spółką Redan. Składa się ono z kosztu zakupu towarów importowanych z Dalekiego Wschodu (TXM płaci za usługi logistyczno-celne do Redan) oraz płaci za usługi związane z działalnością operacyjną. **Pod koniec 2015 roku zakres realizowanych rozliczeń między TXM a spółką Redan S.A. został ograniczony**, co skutkowało wyeliminowaniem zarządzania płynnością finansową całej GK Redan (wzajemne pożyczki, poręczenia). **W 2017 roku dalszemu ograniczeniu powinny ulegać: i) płatności za usługi prawne i analityczne; oraz ii) współpraca w zakresie systemu SAP. Po skutecznym wdrożeniu systemu SAP, TXM będzie miało narzędzie aby samodzielnie przejąć zarządzanie importem bezpośrednim.**

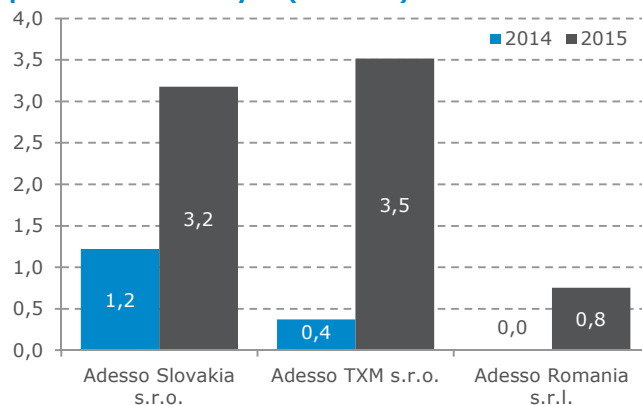
Rozliczenie zakupu towarów oraz zakupu usług z podmiotami powiązаныmi w latach 2014-15 (mln PLN)



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Ze spółkami Adesso Slovakia s.r.o. (Adesso Slovakia), Adesso TXM s.r.o. (Adesso Czechy) oraz Adesso Romania s.r.l. (Adesso Rumunia), odpowiadającymi za zarządzanie zagraniczną siecią sprzedażową, TXM rozlicza koszty prowadzenia sieci w poszczególnych krajach (wykazywane jako zakup usług) oraz otrzymuje płatności za sprzedane towary (TXM sprzedaje towary za granicą na zasadzie komisji, pozostając właścicielem towaru do momentu transakcji sprzedaży). Płatność do podmiotu Adesso Sp. z o.o. jest związana z wynajmowaniem magazynu (Adesso wynajmuje magazyn i podnajmuje go do TXM).

Rozliczenie sprzedaży towarów zrealizowane z podmiotami zależnymi (mln PLN)



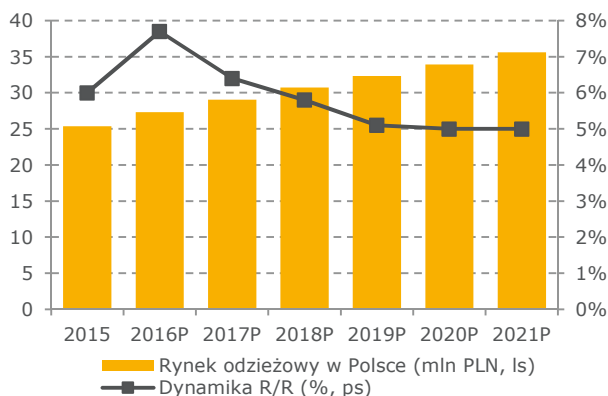
Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Zgodnie z informacjami przekazanymi przez zarząd TXM, żadna ze spółek zależnych nie zaraportowała straty operacyjnej w 2015 roku. Wynik finansowy spółek prezentował się następująco: Adesso sp. z o.o. (ok. 0,1 mln PLN), Adesso TXM s.r.o. (ok. 0,1 mln PLN), Adesso Slovakia s.r.o. (ok. 0,1 mln PLN), Adesso TXM Romania s.r.l. i R-Shop (ok. 0,0 mln PLN), TXM Solutions s.r.o. i TXM Slovakia s.r.o. (spółki zarejestrowane w 2015 roku nieprowadzące działalności).

Rynek dyskontów odzieżowych w Polsce

Według prognoz PMR **wartość rynku odzieżowego w Polsce powinna rosnać w tempie 5,8% CAGR w latach 2016-21P** do 35,6 mld PLN w 2021 roku vs. 25,4 mld PLN. Na wzrost wartości rynku powinny wpływać dalsze rozwijanie sieci sprzedażowych głównych sieci odzieżowo-obuwicznych oraz przeniesienie coraz większych wolumenów sprzedaży do kanału internetowego.

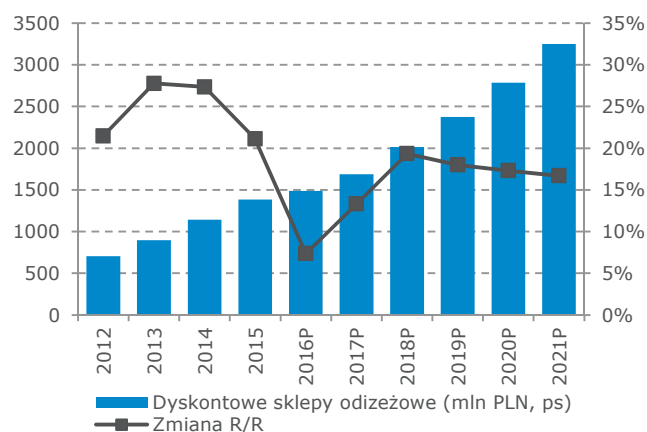
Wartość i dynamika R/R rynku odzieżowego w Polsce w latach 2015-2021P



Źródło: TXM, PMR, Dom Maklerski mBanku

Zgodnie z danymi przedstawionymi przez PMR, **sprzedaż dyskontów odzieżowych będzie stanowiła 5,4% całkowitej wartości rynku odzieżowego na koniec 2016 roku oraz wzrośnie do 9% w 2021 roku**. Szacowana wartość sprzedaży dyskontów odzieżowych wyniesie 1,5 mld PLN na koniec 2016 roku i powinna rosnać w tempie 15,3% CAGR 2015-21P. Za dynamiczny wzrost rynku powinny odpowiadać: i) intensywny rozwój istniejących sieci sklepów; ii) powolny spadek popularności innych kanałów oferujących taną odzież (np. sklepy chińskie, bazyry itp.); iii) nadal wysoki odsetek rodzin o niskim dochodzie rozporządzalnym; iv) ewolucja oferty sprzedażowej dyskontów odzieżowych o dodatkowe kategorie towarów.

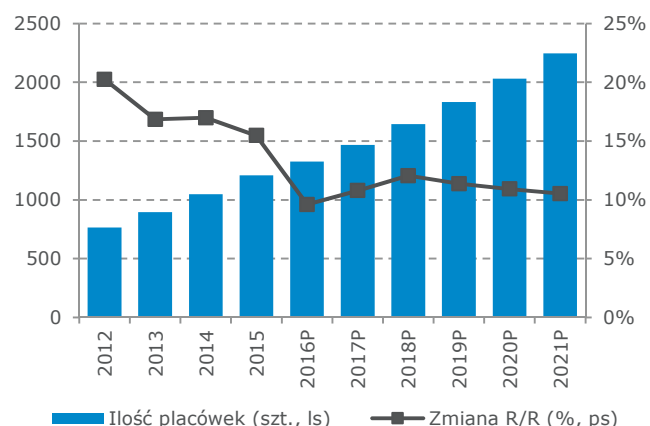
Wartość i dynamika R/R sprzedaży dyskontowych sklepów odzieżowych w Polsce w latach 2012-2021P



Źródło: TXM, PMR, Dom Maklerski mBanku

Według szacunków agencji PMR, **niska półka cenowa stanowi około 40% wartości całego rynku w Polsce**. Oprócz dyskontowych sklepów odzieżowych, można do niej zaliczyć wiele różnych kanałów dystrybucji jak bazyry, dyskontowe sklepy spożywcze, hipermarkety itp. **Liczba sklepów pięciu największych sieci dyskontowych wyniosła 1 209 placówek na koniec 2015 roku**. Do największych dyskontowych sieci odzieżowych w Polsce można zaliczyć Pepco, TXM, KiK, Takko Fashion oraz Szachownica. Dyskonty odzieżowe zdobyły mocną pozycję na rynku po części wchodząc na miejsce małych, prywatnych sklepów z odzieżą. **PMR szacuje, że liczba dyskontów odzieżowych na rynku będzie się zwiększała w tempie 10,9% CAGR 2015-21P**.

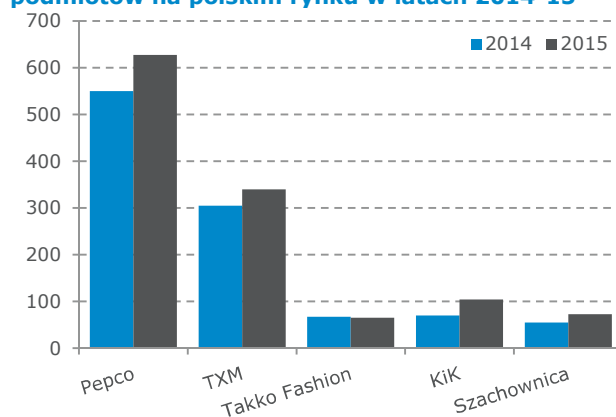
Ilość dyskontów odzieżowych na rynku polskim oraz dynamika wzrostu placówek R/R w latach 2012-21P



Źródło: TXM, PMR, Dom Maklerski mBanku

Najszybciej rozwijającym się graczem na rynku polskim jest Pepco z 627 placówkami sprzedażowymi na koniec 2015 roku. Sieć rozwija się w tempie około 70-80 otwarć rocznie. W strukturze oferty Pepco, odzież ma 45% udziału, a resztę stanowią artykuły wyposażenia wnętrz, zabawki, ozdoby itp. Z pozostałych sieci na rozwój stawiają KiK (+34 sklepy w 2015 roku) oraz Szachownica (+18 sklepów w 2015 roku). Sieć Takko Fashion zmniejszyła się o 2 placówki R/R w 2015 roku.

Ilość dyskontów odzieżowych 5 największych podmiotów na polskim rynku w latach 2014-15



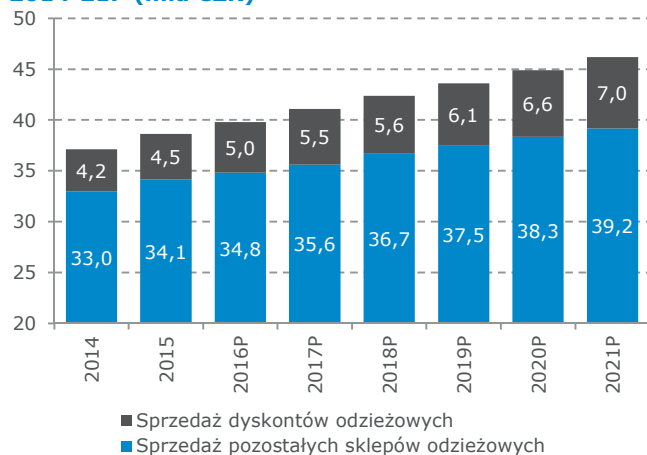
Źródło: TXM, PMR, Dom Maklerski mBanku

Pewną konkurencją dla TXM na rynku polskim pozostają sieci działające na rynku spożywczym jak Tesco, Auchan, Carrefour, które według wycień PMR skupiają 70% całkowitej wartości sprzedaży odzieży i obuwi w sklepach spożywczych. Coraz większe znaczenie zyskują również największe sieci dyskontów jak Biedronka czy Lidl.

Czechy – umiarkowany wzrost rynku

Według szacunków PMR wartość rynku odzieżowego w Czechach wyniesie w 2016 roku 39,8 mld CZK (około 6,5 mld PLN) i będzie rosła w tempie 3% CAGR 2015-21. Historycznie wzrost rynku odzieżowego w Czechach był napędzany przez rosnącą konsumpcję prywatną oraz rozwój sieci sprzedażowych prowadzony przez największych graczy na rynku.

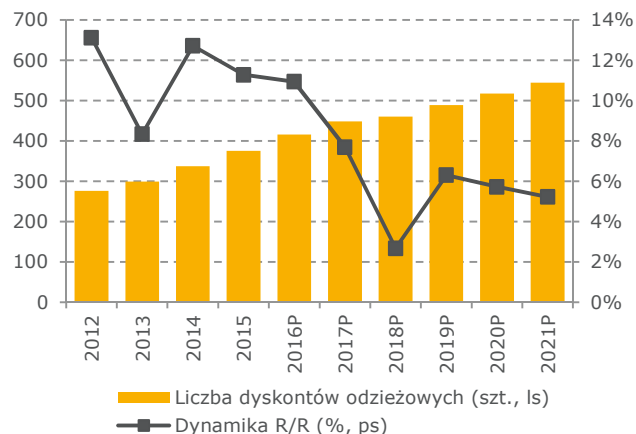
Rozbicie wartościowe rynku odzieżowego w Czechach zależności od formatu sklepu w latach 2014-21P (mld CZK)



Źródło: TXM, PMR, Dom Maklerski mBanku

Odzież z niskiej półki cenowej w Czechach oferowana jest przede wszystkim na bazarach, w hipermarketach (Tesco), w dyskontach odzieżowych (KiK, Takko Fashion) oraz w sklepach niezależnych. Agencja PMR szacuje, że wartość sprzedaży realizowana przez dyskonty odzieżowe wyniesie 5 mld CZK (około 816,5 mln PLN) i będzie się zwiększała w tempie 7,7% CAGR w latach 2016-21P. Niższe szacunki wzrostu niż dla rynku polskiego wynikają z relatywnie dużego nasycenia rynku dyskontami odzieżowymi, które stanowiły 11,3% rynku w 2015 roku. Liczba dyskontów odzieżowych wyniosła 375 placówek na koniec 2015 roku, z czego większość przypadła na marki KiK oraz Takko Fashion.

Ilość dyskontów odzieżowych na rynku czeskim oraz dynamika wzrostu placówek R/R w latach 2012-21P

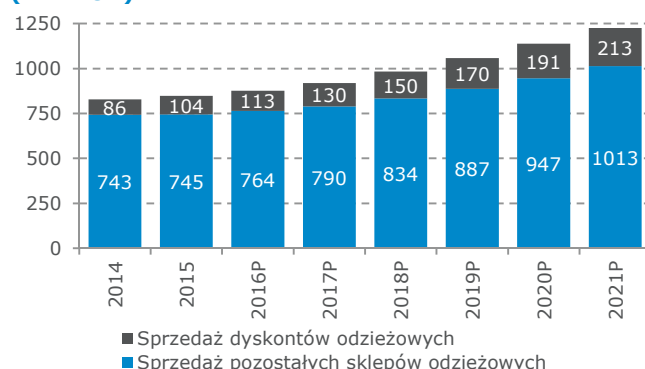


Źródło: TXM, PMR, Dom Maklerski mBanku

Słowacja – wysoka konkurencja ze strony innych marek

Agencja PMR szacuje, że wartość rynku odzieżowego na Słowacji wyniesie 877,5 mln EUR (około 3,9 mld PLN) i będzie się zwiększała w tempie 6,3% CAGR 2016-21P. W strukturze rynku największy udział w sprzedaży mają sklepy oferujące towary w niskim i średnim segmencie cenowym. Wzrost rynku powinien być wspierany przede wszystkim przez coraz większe wydatki słowackich konsumentów oraz przez umiarkowany wzrost sieci sprzedaży.

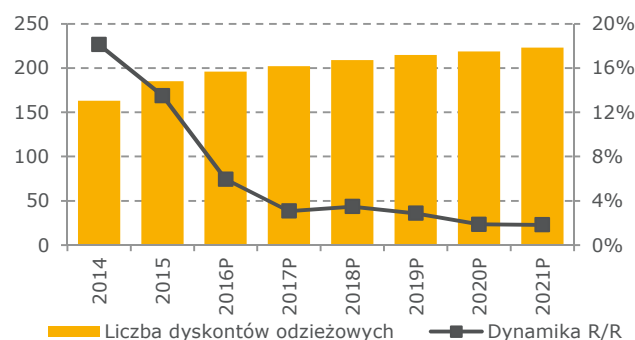
Rozbicie wartościowe rynku odzieżowego w zależności od formatu sklepu w latach 2014-21P (mln EUR)



Źródło: TXM, PMR, Dom Maklerski mBanku

Historycznie segment najniższej półki cenowej był dominujący na Słowacji, głównie za sprawą wysokiej popularności sklepów wielobranżowych oraz bazarów. Obecnie największymi graczami w segmencie dyskontów odzieżowych są Pepco, Kik oraz Takko Fashion. Dyskonty odzieżowe zdobywają udziały rynkowe głównie kosztem hipermarketów i bazarów. Rynek dyskontów odzieżowych osiągnął na Słowacji relatywnie wysokie nasycenie rynku (w 2015 roku dyskonty odzieżowe stanowiły 11,3% rynku odzieżowego), jednak dalszy wzrost powinien być stymulowany przez rozwój sklepów nowych graczy, powiększanie sieci sklepowej przez obecnych liderów oraz coraz wyższe wydatki słowackiego konsumenta. Należy zwrócić uwagę, że największe sieci dyskontów odzieżowych najczęściej zajmują powierzchnie handlowe obok siebie przyciągając klienta zorientowanego na cenę. Bliskość wielu sklepów z tego samego segmentu, wpływa na zwiększenie konkurencji, co w efekcie może prowadzić do obniżenia osiągniętej rentowności sprzedaży.

Ilość dyskontów odzieżowych na rynku słowackim oraz dynamika wzrostu placówek R/R w latach 2012-21P

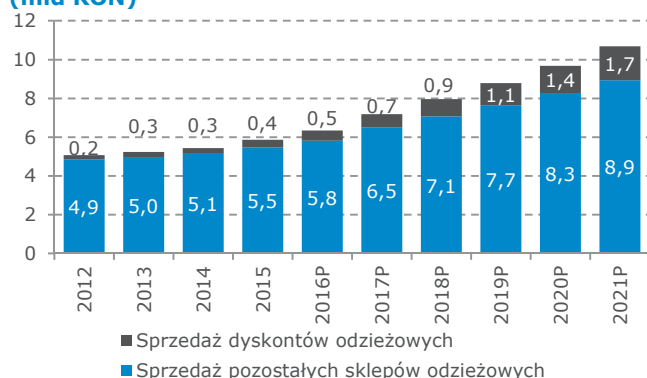


Źródło: TXM, PMR, Dom Maklerski mBanku

Rumunia – wysoki potencjał rozwoju

W Rumunii pozytywnie na rozwój rynku odzieżowego powinna wpływać wysoka dynamika konsumpcji prywatnej (+8,5% w 2015 roku dane: European Commission), która między innymi była napędzana przez około 8,5% R/R wzrostu średniego wynagrodzenia w Rumunii w 2015 roku (dane: Romanian National Institute of Statistics). **Według szacunków PMR wartość rynku odzieżowego w Rumunii wyniesie 6,4 mld RON (około 6,2 mld PLN) i będzie rósł w tempie 10,5 CAGR 2016-21P.** Determinantami wzrostu będzie kontynuacja poprawy sytuacji konsumenta na rynku, dynamiczny rozwój sieci sprzedażowej przez największych graczy na rynku oraz przez wchodzenie nowych podmiotów na rynek rumuński.

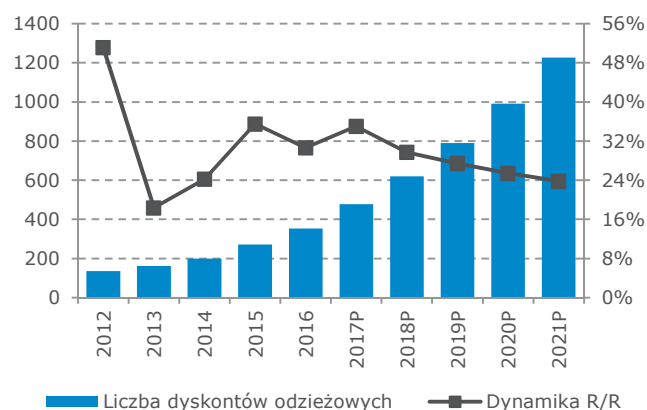
Rozbicie wartościowe rynku odzieżowego w Rumunii w zależności od formatu sklepu w latach 2012-21P (mld RON)



Źródło: TXM, PMR, Dom Maklerski mBanku

Najniższa półka cenowa w segmencie odzieżowym jest dominująca na rynku rumuńskim, co wynika głównie z wysokiej popularności sklepów wielobranżowych oraz bazarów. Po kryzysie ekonomicznym ten segment rynku szybko zyskiwał udziały ze względu na gwałtowne zmniejszenie się siły nabywczej konsumentów. W 2014 roku na rynku działały dwie sieci dyskontów odzieżowych: i) lokalna firma PPT (Preturi Pentru Tine) oraz ii) Takko Fashion. W 2015 roku weszło dwóch kolejnych graczy Pepco oraz TXM. PPT na koniec 2015 roku posiadało ponad 160 sklepów w Rumunii. Sieć posiada również sieć sprzedażową na Mołdawii oraz w Bułgarii. Pepco w pierwszym roku działalności otworzyło około 40 nowych sklepów oraz planuje utrzymać tempo rozwoju w 2016 roku.

Ilość dyskontów odzieżowych na rynku rumuńskim oraz dynamika wzrostu placówek R/R w latach 2012-21P



Źródło: TXM, PMR, Dom Maklerski mBanku

Według szacunków PMR, wartość sprzedaży dyskontów odzieżowych na rynku rumuńskim wyniesie 524 mln RON w 2016 roku (około 514 mln PLN) oraz powinna rosnać w tempie 28,2% CAGR 2016-21P. Wzrost wartości rynku powinien być wspierany przez: i) niewielkie nasycenie rynku formatem dyskontów odzieżowych; ii) niską ilość graczy w segmencie dyskontowym; iii) wysoką popularność danego segmentu; iv) wspierające otoczenie makroekonomiczne.

Wyniki za 3Q'16

Na koniec 3Q'16 działało łącznie 378 sklepów TXM Textilmarket o łącznej wielkości 88,7 tys. mkw. (+22,3% R/R). W podziale na kraje, spółka posiadała 347 sklepy w Polsce (+20 placówek R/R), 5 na Słowacji (+2 placówki R/R), 10 sklepów w Czechach (+6 placówek R/R) oraz 16 sklepów w Rumunii (+16 placówek R/R). Sprzedaż spółki wzrosła o 20,1% R/R do 91,8 mln PLN w 3Q'16. Dynamika sprzedaży spółki R/R w 3Q'16 była poniżej dynamiki wzrostu powierzchni R/R, co implikuje zmniejszenie sprzedaży/mkw. o 1% R/R (efekt wysokiego tempa ekspansji powierzchni sprzedażowej R/R oraz niesprzyjających warunków pogodowych w IX'16).

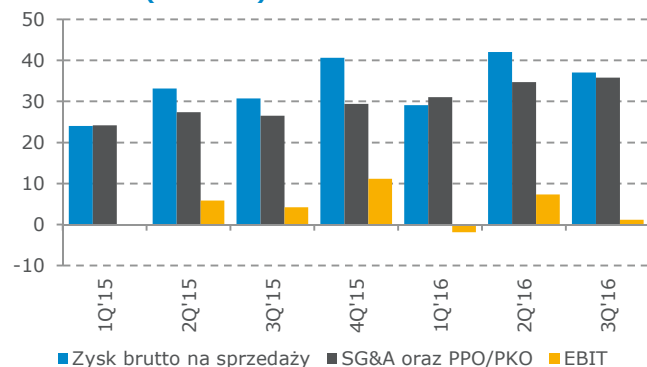
Wyniki TXM za 3Q'16 vs. 3Q'15

(mln PLN)	3Q'16	3Q'15	R/R	9M'16/2016P	9M'15/2015
Przychody	91,8	76,5	20,1%	68,4%	69,0%
ZBNS	37,0	30,7	20,5%	67,7%	68,2%
marża	40,3%	40,2%	0,1p.p.		
SG&A	35,6	26,2	36,0%	71,5%	71,7%
EBIT	1,2	4,2	-71,8%	38,7%	47,0%
marża	1,3%	5,5%	-4,2p.p.		
EBITDA	2,5	5,3	-52,1%	46,8%	51,4%
Marża	2,7%	6,9%	-4,1p.p.		
Zysk netto	0,2	3,4	-93%	33,4%	46,0%

Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Marża brutto na sprzedaży wzrosła o 0,1p.p. R/R do 40,3% w 3Q'16. Na rentowność w 3Q'16 wpłynęły trzy czynniki: i) zwiększanie oferty produktowej (pozytywny); ii) coraz większy udział importu własnego (pozytywny) oraz iii) niesprzyjające warunki pogodowe w IX'16 (negatywny; niższa sprzedaż wysokomarżowych towarów z kolekcji jesień-zima). **Koszty SG&A wzrosły o 36% R/R do 35,6 mln PLN w 3Q'16**, w znacznie wyższym tempie niż zysk brutto na sprzedaży. **Wysoka dynamika kosztów operacyjnych wynika z wyższych kosztów najmu** (przenoszenie sklepów do większych lokalizacji, otwieranie nowych sklepów w lokalizacjach o lepszym potencjale sprzedażowym), **gorszych wyników sieci czeskiej, dodatkowego zatrudnienia w dziale handlowym oraz ze wzrostu kosztów wynagrodzeń.** Wskaźnik średnich miesięcznych kosztów SG&A/mkw. zwiększył się o 12,2% R/R do 136,9 PLN w 3Q'16. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej było niskie i wyniosło -0,235 mln PLN w 3Q'16 vs. -0,353 mln PLN w 3Q'15. **EBIT zmniejszył się w ujęciu rocznym i wyniósł 1,2 mln PLN w 3Q'16 vs. 4,2 mln PLN w 3Q'15.** Saldo na działalności finansowej wyniosło -0,431 mln PLN w 3Q'16 vs. -0,109 mln PLN w 3Q'15 (spadek wynikał ze zmniejszenia zadłużenia oraz braku dodatkowych kosztów obsłużenia pożyczek do podmiotów powiązanych). **Spółka zakończyła 3Q'16 z zyskiem netto na poziomie 0,2 mln PLN (vs. 3,4 mln PLN w 3Q'15).**

Zysk brutto na sprzedaży, koszty SG&A, saldo na pozostałej działalności operacyjnej oraz EBIT kwartalnie (mln PLN)



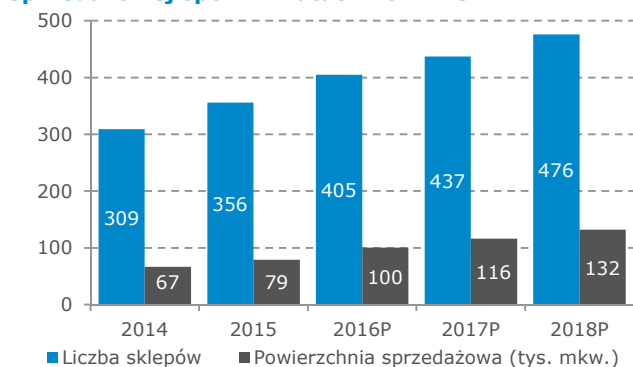
Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Wypracowanie niższego wyniku R/R przełożyło się na zmniejszenie CFO R/R do 2,9 mln PLN w 3Q'16 vs. 6,1 mln PLN w 3Q'15. Wskaźnik CFO/EBITDA wyniósł 157% w 3Q'16 vs. 115% w 3Q'15, co było efektem skutecznego zarządzania kapitałem obrotowym. Nakłady inwestycyjne w 3Q'16 wyniosły -5,0 mln PLN vs. -0,2 mln PLN w 3Q'15. Wzrost był przede wszystkim efektem wyższych nakładów na rozwój sieci sprzedażowej.

Prognozy finansowe

Zgodnie z danymi opublikowanymi w raportach miesięcznych, spółka zakończyła 2016 rok z 405 sklepami o łącznej powierzchni 100,4 tys. mkw. Oczekujemy, że sieć sprzedażowa na koniec 2017-18 roku wyniesie odpowiednio 437 oraz 476 sklepów o powierzchni 107,9 tys. mkw. oraz 120,4 tys. mkw. (oba szacunki zgodne z oczekiwaniami zarządu).

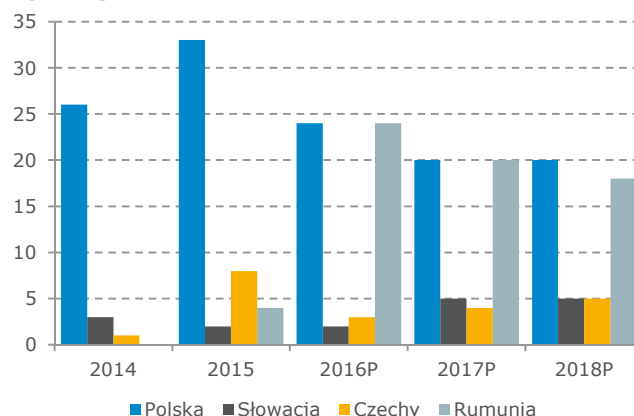
Nasze oczekiwania dotyczące rozwoju sieci sprzedażowej spółki w latach 2014-18P



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Zakładamy, że na rynku polskim spółka będzie posiadała 371 sklepów o łącznej powierzchni sprzedażowej 91,9 tys. mkw. na koniec 2017 roku. Dla rynków zagranicznych zakładamy wzrost o 23 placówki w 2017 roku, z czego gros otwarć (20 lokalizacji) zakładamy dla rynku rumuńskiego, gdzie szybkiej ekspansji sprzyja niska konkurencja oraz duża dostępność lokalizacji. Szacujemy, że na koniec 2017 roku sieć zagranicznych sklepów będzie się składała z 66 placówek (zgodnie z założeniami zarządu) vs. szacowane 43 lokalizacje na koniec 2016 roku oraz 18 placówek na koniec 2015 roku.

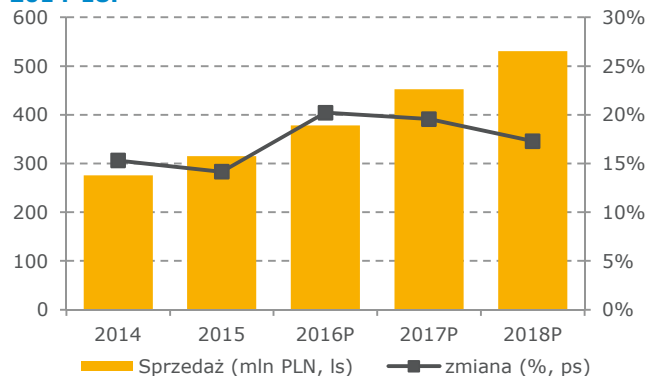
Otwarcia sklepów w podziale na kraje w latach 2014-18P



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Według naszych założeń powierzchnia sprzedażowa spółki powinna się zwiększać w tempie 18,9% CAGR w latach 2016-18P. **Oczekujemy jednocześnie, że wskaźnik sprzedaży/mkw. obniży się o 2,5% R/R do 352 PLN w 2016 roku**, na co wpływ będą miały: i) dynamiczny wzrost powierzchni sprzedaży w Polsce i w Rumunii (negatywny); ii) zwiększanie średniej wartości paragonu (pozytywny); iii) większa odpowiedzialność sklepów (pozytywny). W 2017 roku wskaźnik powinien zmniejszyć się o 1,1% R/R do 348 PLN. Pomimo obniżenia wskaźnika sprzedaży/mkw., oczekujemy szybszego tempa wzrostu sprzedaży od dynamiki wzrostu powierzchni R/R (w efekcie skumulowania otwarć w 4Q'16, średnia dynamika wzrostu powierzchni powinna wynieść 29,8% R/R w 1-3Q'17 oraz obniżyć się do 15,5% R/R w 4Q'17). **W efekcie Prognozujemy, że przychody spółki wzrosną o 19,6% R/R do 452 mln PLN w 2017 roku oraz o 17,3% R/R do 531 mln PLN w 2018 roku.**

Sprzedaż oraz dynamika sprzedaży w latach 2014-18P

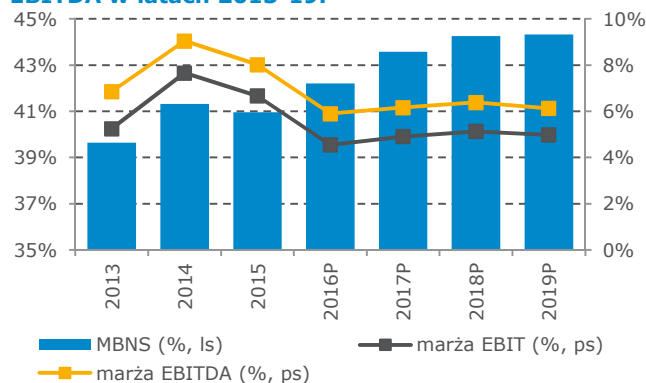


Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Marża brutto na sprzedaży w 2015 roku zmniejszyła się o 0,3p.p. R/R do 41,0%, co było efektem presji ze strony konkurencji oraz niesprzyjających warunków pogodowych. **W 9M'16 widoczna jest poprawa marży brutto na sprzedaży i uważamy, że ta tendencja powinna się utrzymać w 4Q'16, podwyższając rentowność sprzedaży o 1,2p.p. R/R do 42,2% w 2016 roku.** Głównymi katalizatorami wzrostu marży brutto na sprzedaży powinny być: i) poszerzenie oferty sprzedażowej o artykuły gospodarstwa domowego; ii) wprowadzanie większej ilości produktów o wyższej cenie jednostkowej (m.in. wprowadzanie produktów marek) oraz iii) coraz większy udział importu bezpośredniego. **Kontynuacja powyższych działań powinna naszym zdaniem pozwolić spółce na poprawę marży brutto**

na sprzedaży do odpowiednio 43,6% (+1,4p.p. R/R) oraz 44,3% (+0,7p.p. R/R) w latach 2017-18.

Marża brutto na sprzedaży, marża EBIT oraz marża EBITDA w latach 2013-19P

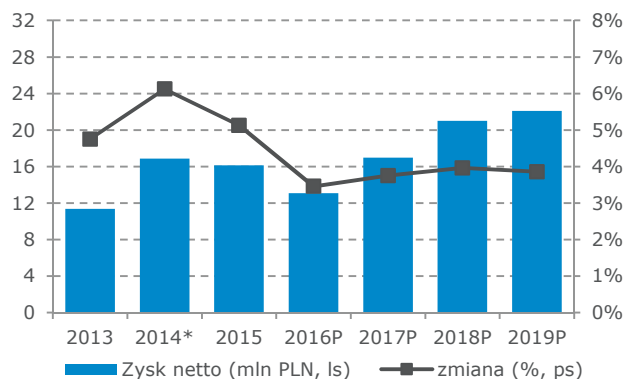


Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku

Przenoszenie sklepów do lepszych lokalizacji, dalszy rozwój sieci zagranicznych sklepów (wyższe koszty wynagrodzeń oraz logistyki), wyższe koszty wynagrodzeń w Polsce, rozbudowa zespołów handlowego i sprzedażowego oraz dodatkowe nakłady na marketing, powinny przyczynić się do podwyższenia wskaźnika kosztów SG&A/mkw. w średnim terminie. Oczekujemy, że w latach 2016-18 wartość tego wskaźnika wzrośnie o odpowiednio 5,8%/2,8%/3,5% do 131/135/140 PLN. **Prognozujemy, że negatywny efekt zwiększenia kosztów SG&A/mkw. nie zostanie skompensowany przez wzrost marży brutto na sprzedaży w 2016 roku, co powinno przełożyć się na zmniejszenie marży EBIT o 2,2p.p. R/R do 4,5%.** W kolejnych latach oczekujemy utrzymania się rentowności zysku operacyjnego na poziomie zbliżonym do 5%.

Dodatkowe środki pieniężne pozyskane z emisji akcji powinny poprawić wskaźnik DN/EBITDA spółki, zmniejszając go do 0,4x na koniec 2016 roku vs. 0,8x na koniec 2015 roku. Oczekujemy, że średnie saldo na działalności finansowej powinno wynieść -1,2 mln PLN w latach 2016-18 (taki sam poziom jak w latach 2014-15). Spółka rozpoznała aktywo podatkowe w 2014 roku, co skutkowało pozytywną wartością podatku w RZiS. W okresie prognozy przyjmujemy 19% efektywną stopę podatkową. Jednocześnie oczekujemy, że spółka będzie amortyzowała aktywo podatkowe w tempie 2 mln PLN rocznie w latach 2016-19, co pozytywnie powinno wpływać na wartość zapłaconego podatku wykazywaną w przepływach pieniężnych. **Biorąc powyższe pod uwagę oczekujemy, że zysk netto zmniejszy się o 19% R/R do 13,1 mln PLN w 2016 roku. W latach 2017-18 oczekujemy odpowiednio wzrostu zysku netto o 29,8% R/R oraz 23,9% R/R do 17/21 mln PLN.**

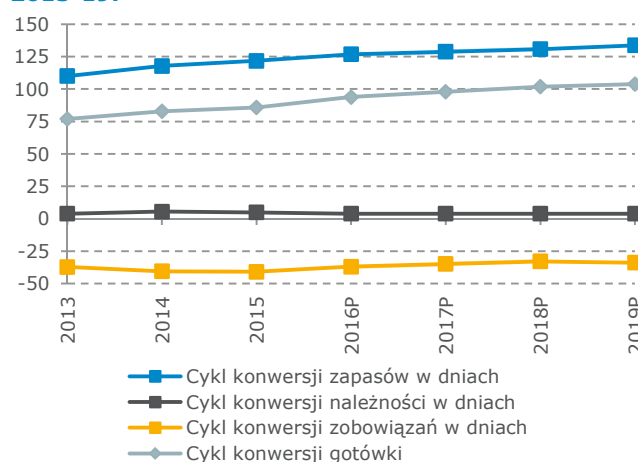
Zysk netto oraz marża zysku netto w latach 2013-19P



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku; *wartość oczyszczona o rozpoznane aktywo podatkowe

Oczekujemy, że cykl konwersji gotówki w dniach zwiększy się o 8 dni do 93,9 dni w 2016 roku, a następnie do 97,9 dni w 2017 roku oraz 101,9 dni w 2018 roku. Wzrost wskaźnika konwersji gotówki powinien wynikać z: i) potrzeby zatowarowania nowych sklepów w związku z dynamiczną ekspansją; ii) wprowadzaniem towarów do sklepów o wyższej wartości jednostkowej; oraz iii) coraz większego zapotrzebowania na towary przez sklep internetowy. **Prognozujemy, że wskaźnik CFO/EBITDA wyniesie średnio 61,1% w latach 2016-2020, co jest przede wszystkim efektem wyższego zapotrzebowania na kapitał obrotowy, łagodzonego przez amortyzowanie aktywa podatkowego (vs. średnio 64,4% w latach 2013-15) oraz średnio 73,8% w latach 2021-25 (wzrost wynika z mniejszego zapotrzebowania na kapitał obrotowy w związku z mniejszą dynamiką nowych otwarć oraz optymalizacją istniejącej sieci sprzedażowej).**

Cykl konwersji gotówki w dniach TXM w latach 2013-19P



Źródło: TXM, Dom Maklerski mBanku;

Oczekujemy, że największe nakłady inwestycyjne na poziomie 22,3 mln PLN spółka poniesie w 2017 roku, co będzie związane z planowaną dużą ilością otwarć nowych sklepów, rozwojem mocy logistycznych (Polska oraz Rumunia) oraz implementacją systemu SAP. **Szacujemy, że średni koszt poniesiony na sklep wyniesie 0,192 mln PLN w latach 2016-25. Jednocześnie zakładamy Capex odtworzeniowy na poziomie 1% przychodów w okresie prognozy.**

Główne czynniki ryzyka

Ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną na głównych rynkach

TXM zarządza siecią sklepów działających na rynku polskim, czeskim, słowackim oraz rumuńskim. Wskaźniki makroekonomiczne dla tych rynków, a w szczególności dynamika PKB, stopa bezrobocia, dynamika średniej płacy w gospodarce mogą wpływać na sytuację ekonomiczną gospodarstw domowych w tych krajach. Pogorszenie się sytuacji ekonomicznej na jednym z wymienionych rynków może istotnie wpłynąć na dynamikę konsumpcji i obniżyć sprzedaż realizowaną przez sieć sprzedażową spółki.

Ryzyko związane z mniejszą od zakładanej ilości otwarć sklepów

W latach 2017-18 spółka planuje intensywną ekspansję sieci sprzedażowej, w wyniku której ilość sklepów powinna zwiększyć się z 356 placówek na koniec 2015 roku do 476 na koniec 2018 roku (+120 sklepy lub 33,7% w latach 2015-18). Planowane wysokie tempo nowych otwarć może zostać zakłócone przez czynniki takie jak brak odpowiednich lokalizacji pod nowe sklepy czy przedłużające się negocjacje warunków umowy najmu. Niższa od planowanych liczba otwarć może stanowić zagrożenie dla opracowanej prognozy dla spółki.

Ryzyko związane ze zmiennością kursów walutowych

Grupa TXM jest w niskim stopniu narażona na bezpośrednie ryzyko zmiany kursów walutowych, ponieważ większość kosztów spółka ponosi w PLN. Sprzedaż wyrażona w walutach obcych wyniosła 2,4% całkowitej sprzedaży w 2015 roku oraz 7% całkowitej sprzedaży w 9M'16. Udział kosztów wyrażonych w walutach obcych w kosztach ogółem wynosi: poniżej 1% w latach 2013-14, 2% w 2015 roku oraz 5,4% w 9M'16. Koszty te były wyrażone w EUR, USD, CZK oraz RON. Wraz z rozwojem zagranicznej sieci sprzedaży przez Grupę TXM, udział kosztów wyrażonych w walutach obcych w kosztach ogółem będzie się zwiększał.

Spółka kupuje część towarów wytworzonych w Chinach oraz Bangladeszu bezpośrednio od importerów w Polsce. Walutą rozliczeniową jest PLN, jednak w przypadku znacznej aprecjacji USD/PLN, istnieje prawdopodobieństwo, że część z wyższych kosztów zakupu zostanie przetransferowanych na TXM. Udział tego kanału zaopatrzenia wyniósł około 7,9% całkowitej wartości zakupów w 2015 roku oraz 11,9% w 9M'16. Ponadto spółka kupuje importowane towary z Dalekiego Wschodu za pośrednictwem Redan, który w całym procesie zakupu odpowiada za transport towaru oraz wprowadzenie go na teren UE. Udział bezpośredniego importu realizowanego przez spółkę może się zwiększać w kolejnych okresach, co powinno przełożyć się na podwyższenie ryzyka walutowego.

Udział kosztów najmu denominowanych w EUR w łącznych kosztach najmu wyniosły odpowiednio 8,9%/13,8%/13,7% w latach 2013-15. W 9M'16 udział kosztów czynszów denominowanych w EUR wyniósł 16,3%. Jednocześnie spółka rozlicza koszty najmu magazynu w EUR, które w latach 2013-15 wyniosły odpowiednio 256/302/372 tys. EUR. W 9M'16 koszty te wyniosły 227 tys. EUR. Znaczna aprecjacja EUR/PLN negatywnie wpłynie na poziom kosztów SG&A raportowanych przez spółkę (wzrost kursu EUR/PLN o 0,1 PLN przekłada się na około 124 tys. PLN wzrostu kosztów najmu – dane za 2015 rok).

Ryzyko związane z konkurencją na rynku

Spółka działa na szeroko rozumianym rynku odzieżowym, charakteryzującym się relatywnie wysokim nasyceniem rynku oraz wysoką konkurencją wśród spółek modowych. Grupa TXM pozycjonuje się jako odzieżowa spółka dyskontowa, której głównymi konkurentami są Pepco, Kik czy Takko, które pomimo odmiennego modelu biznesowego, mają zbliżoną grupę docelową klientów. Mniejszą konkurencją dla TXM stanowią sklepy z odzieżą chińską oraz sklepy z odzieżą używaną. Istnieje ryzyko, że konkurencja na rynku będzie się nasilać, do czego może się przyczynić: i) wejście kolejnych podmiotów na rynek; ii) wojna cenowa oraz iii) agresywna akwizycja klienta prowadzona przez konkurencję. Wzrost konkurencji na rynku może mieć bezpośredni wpływ na obniżanie się wskaźników efektywności sprzedaży spółki oraz na erozję osiąganego marż.

Ryzyko wzrostu kosztów pracy

Koszty wynagrodzeń stanowią istotną część kosztów operacyjnych Grupy TXM. Łącznie z wynagrodzeniem wypłacanym dla agentów oraz pracowników pozyskanych z agencji pracy tymczasowej, koszty wynagrodzeń w latach 2013-15 wyniosły odpowiednio 38,5/43,9/53,3 mln PLN lub 46,7%/47,5%/49,3% kosztów podstawowej działalności operacyjnej. Wzrostowy trend w wartości średniego wynagrodzenia w Polsce może wywierać presję na podwyższanie płac przez Grupę TXM w kolejnych okresach. Ponadto na koniec 9M'16 spółka zatrudniała 278 osób z wynagrodzeniem minimalnym, co stanowi 34% całkowitego zatrudnienia. Coroczne podwyżki płacy minimalnej w gospodarce będą wpływały na zwiększenie kosztów SG&A w spółce. Konsekwencja ustawowego podwyższenia płacy minimalnej od 1.01.2017 będzie skutkowało wzrostem rocznych kosztów wynagrodzeń o około 0,6 mln PLN w 2017.

Ryzyko zmian legislacyjnych wpływających na rynek i działalność TXM

Zmiany prawa w Polsce oraz w innych krajach, gdzie spółka prowadzi swoją sieć sprzedaży mogą wpłynąć na pewne ograniczenia w prowadzeniu biznesu lub generować dodatkowe koszty związane z nowymi regulacjami. Od 01.09.2016 r. został wprowadzony podatek handlowy, który zakładał: i) 17 mln PLN miesięcznej sprzedaży netto jako kwotę wolną od podatku; ii) stawkę 0,8% na miesięczną sprzedaż netto pomiędzy 17 a 170 mln PLN oraz iii) stawkę 1,4% na miesięczną sprzedaż netto powyżej 170 mln PLN. Na wniosek Komisji Europejskiej, pobieranie nowej daniny zostało zawieszono do czasu zakończenia postępowania mającego na celu ustalenie czy podatek nie jest nieuprawnioną pomocą publiczną. Parlament RP uchwalił ustawę zawieszającą pobieranie podatku handlowego do końca 2017 roku. Obecnie nie są prowadzone prace nad nową formą podatku handlowego. Innym zagrożeniem, które może negatywnie wpłynąć na sprzedaż sklepów zlokalizowanych w Polsce może być wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę. Naszym zdaniem taka regulacja miałaby negatywny wpływ na sprzedaż w krótkim terminie. W dłuższym terminie sprzedaż powinna się znormalizować, a spółka mogłaby korzystać z niższych kosztów zatrudnienia.

Wycena

Wartość spółki TXM szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Implikowana wycena z metody zdyskontowanych przepływów wynosi 6,62 PLN na akcję, zaś wartość oszacowana na bazie spółek porównywalnych to 6,36 PLN na akcję.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	6,36
Wycena DCF	50%	6,62
	cena wynikowa	6,49
	cena docelowa za 9 m-cy	6,95

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec lutego 2017 roku. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2015 korygując go o wypłaconą dywidendę oraz pozyskane środki z emisji.
- Zakładamy obniżenie marży EBITDA o 2,1p.p. R/R do 5,9% w 2016 roku oraz utrzymanie się średniej rentowności EBITDA na poziomie 6,1% w latach 2016-2025P.
- Oczekujemy, że spółka przeznaczy 22,3 mln PLN w 2017 roku na rozwój sieci w Polsce i za granicą, inwestycje w zaplecze logistyczne oraz na zakup infrastruktury logistycznej. Oczekujemy dodatkowych nakładów inwestycyjnych na system logistyczny w wysokości 5 mln PLN w 2021 roku.
- Zakładamy wydatki inwestycyjne na poziomie 13,5 mln PLN oraz 10,6 mln PLN odpowiednio w latach 2018-19. Ponadto zakładamy, że średnie wydatki

inwestycyjne na sklep wyniosą 192 tys. PLN w latach 2016-25. Capex odtworzeniowy zakładamy na średnim poziomie 1% przychodów w latach 2016-25P.

- Przyjmujemy, że spółka będzie amortyzowała aktywo podatkowe o 2 mln PLN rocznie, co wpłynie na obniżenie kwoty zapłaconego podatku dochodowego w latach 2016-19.
- Uwzględniamy środki pozyskane z emisji 4 mln akcji w wysokości 20 mln PLN.
- Dla lat 2020-25 przyjmujemy stopę opodatkowania na poziomie 19%.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5% (rentowność 10-letnich obligacji w Polsce).
- Po roku 2025 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2,0%.
- Przyjmujemy wartość beta na poziomie 1,2x w okresie prognozy.

Model DCF

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026+
Przychody ze sprzedaży	378,4	452,4	530,7	573,2	608,9	641,5	671,2	696,5	717,5	738,4	
zmiana	20,2%	19,6%	17,3%	8,0%	6,2%	5,4%	4,6%	3,8%	3,0%	2,9%	
EBITDA	22,3	27,9	33,9	35,1	37,5	38,5	40,4	42,0	43,6	44,4	
marża EBITDA	5,9%	6,2%	6,4%	6,1%	6,2%	6,0%	6,0%	6,0%	6,1%	6,0%	
Amortyzacja	5,1	5,7	6,7	6,6	7,0	7,4	7,7	8,0	8,3	8,1	
EBIT	17,2	22,2	27,2	28,5	30,4	31,1	32,7	33,9	35,3	36,3	
marża EBIT	4,5%	4,9%	5,1%	5,0%	5,0%	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	
Opodatkowanie EBIT	1,1	2,1	3,1	3,3	5,8	5,9	6,2	6,5	6,7	6,9	
NOPLAT	16,1	20,1	24,1	25,2	24,7	25,2	26,5	27,5	28,6	29,4	
CAPEX	-13,7	-22,3	-13,5	-10,6	-9,9	-15,2	-9,5	-9,7	-9,9	-8,1	
Kapitał obrotowy	-10,4	-10,1	-12,5	-6,2	-5,8	-5,4	-6,0	-4,5	-4,0	-4,0	
FCF	-3,0	-6,7	4,7	15,0	16,0	12,0	18,8	21,4	23,1	25,4	25,4
WACC	8,9%	9,0%	8,9%	9,0%	9,1%	9,2%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	
współczynnik dyskonta	101,4%	93,0%	85,4%	78,4%	71,8%	65,8%	60,1%	54,9%	50,1%	45,8%	
PV FCF	-3,0	-6,2	4,0	11,8	11,5	7,9	11,3	11,7	11,6	11,6	

WACC	8,9%	9,0%	8,9%	9,0%	9,1%	9,2%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko kredytowe	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	6,6%	9,5%	11,3%	11,7%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	11,9%	9,7%	11,0%	8,8%	6,2%	5,2%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,00%
Wartość rezydualna (TV)	339
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	155
Zdyskontowane FCF w okresie prognozy	72
Wartość firmy (EV)	227
Dług netto	26
Środki pozyskane z emisji	20,0
Wartość firmy	221
Liczba akcji (mln)	33,4
Wartość firmy na akcję (PLN)	6,62
9-miesięczny koszt kapitału własnego	7,1%
Cena docelowa (PLN)	7,09
EV/EBITDA('17) dla ceny docelowej	7,9
P/E('17) dla ceny docelowej	13,0
Udział TV w EV	69%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF po okresie prognozy				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC -1,0 p.p.	8,36	8,83	9,39	10,05	10,84
WACC -0,5 p.p.	7,03	7,36	7,74	8,18	8,69
WACC	6,49	6,77	7,09	7,45	7,87
WACC +0,5 p.p.	6,01	6,25	6,52	6,83	7,17
WACC +1,0 p.p.	5,21	5,39	5,58	5,80	6,05

Wycena porównawcza

Wycenę wskaźnikową dla TXM przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2017-18P. Każdy ze wskaźników uzyskał wagę 50%. Nie przeprowadzaliśmy różnicowania wag dla poszczególnych lat. W wycenie porównawczej pod uwagę wzięliśmy spółki zagraniczne o podobnym profilu działania do TXM. Informacyjnie zostały wykazane spółki z sektora odzieżowego notowane na GPW, jednak naszym zdaniem ze względu na inny segment rynku nie są one podmiotami porównywalnymi do TXM. Do wyceny porównawczej wybraliśmy 3 polskie spółki (Vistula, Monnari oraz Bytom), a także podmioty zagraniczne:

Premier Investments spółka przez spółki zależne zajmuje się sprzedażą odzieży casualowej oraz biznesowej dla kobiet i mężczyzn pod markami The Just Group, Smiggle, portmans, Just Jeans, peteralexander, Jay Jays, JACQUIE oraz dotted.

The Buckle zajmuje się sprzedażą odzieży, obuwia oraz akcesoriów w niskiej i średniej półce cenowej. Grupą docelową spółki są młodzi ludzie w wieku 20-30 lat. Sprzedaż jest prowadzona za pośrednictwem 450 sklepów stacjonarnych oraz platformy internetowej.

Express oferuje odzież oraz akcesoria dla osób w wieku 20-30 lat. Spółka obecnie posiada ponad 600 sklepów własnych działających w USA, Kanadzie oraz w Puerto Rico. Sieć franczyzowa spółki działa na Bliskim Wschodzie oraz w Ameryce Łacińskiej.

Brown Group prowadzi sprzedaż odzieży, obuwia oraz artykułów gospodarstwa domowego przy wykorzystaniu własnej sieci sprzedażowej, sprzedaży katalogowej oraz kanału e-commerce. Spółka prowadzi działalność w Wielkiej Brytanii, Europie, oraz USA.

Duluth Holdings prowadzi sprzedaż odzieży, obuwia, akcesoriów, wyposażenia do domów oraz narzędzi za pośrednictwem Duluth Trading. Sieć sprzedaży liczy 7 sklepów własnych, 2 outlety oraz sklep e-commerce.

Giordano International Limited to spółka, która za pośrednictwem spółek zależnych zajmuje się dystrybucją oraz sprzedażą odzieży oraz akcesoriów pod markami Giordano, Giordano Ladies, Giordano Junior, BSX oraz Concept One.

Stein Mart sprzedaje odzież, obuwie, akcesoria, wyposażenie wnętrz oraz pościel w cenach do 60% niższych niż w regularnych sklepach. Placówki spółki są zlokalizowane przede wszystkim w mniejszych centrach handlowych.

Citi Trends oferuje odzież, akcesoria oraz artykuły gospodarstwa domowego w odpowiedniej relacji ceny do jakości. Spółka stara się oferować produkty znanych marek w cenie niższej o 20-70% niż regularna cena. Spółka posiada około 520 sklepów zlokalizowanych w 31 stanach.

Analiza porównawcza

	Cena	P/E			EV/EBITDA		
		2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
VISTULA	6350	16,2	14,8	12,3	10,3	9,5	8,7
MONNARI	3,23	11,1	12,0	10,8	7,2	7,1	6,2
BYTOM SA	9,7	11,4	11,4	11,4	9,1	8,5	7,8
PREMIER INV LTD	2,27	19,6	18,5	16,2	12,5	11,4	10,0
THE BUCKLE INC	13,38	6,0	8,8	10,8	2,6	3,6	4,0
EXPRESS INC	18,15	6,7	11,7	11,6	1,9	3,0	2,8
BROWN (N) GROUP	9,51	8,5	8,9	9,1	b.d.	7,4	7,2
DULUTH HLDGS - B	203,7	37,9	30,5	25,6	22,2	17,6	13,3
GIORDANO INTL	19,04	14,8	13,4	12,2	8,0	7,5	6,9
STEIN MART INC	4,15	4,8	45,8	17,5	3,9	7,3	5,9
CITI TRENDS INC	2,98	16,9	19,0	13,7	4,3	4,9	4,0
Minimum		4,8	8,8	9,1	1,9	3,0	2,8
Maksimum		52,8	45,8	27,2	22,2	17,6	13,6
Mediana		11,4	13,4	12,2	7,6	7,4	6,9

Implikowana wycena

Mediana	11,4	13,4	12,2	7,6	7,4	6,9
Waga wskaźnika		50%			50%	
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%

Wartość firmy na akcję (PLN)

6,36



Rachunek wyników

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody ze sprzedaży	239,2	275,8	314,8	378,4	452,4	530,7	573,2	608,9
zmiana		15,3%	14,2%	20,2%	19,6%	17,3%	8,0%	6,2%
Koszt własny sprzedaży	-144,4	-161,8	-185,9	-218,7	-255,2	-295,8	-319,1	-339,0
Zysk brutto na sprzedaży	94,8	113,9	128,9	159,7	197,2	234,9	254,1	269,9
marża brutto na sprzedaży	39,6%	41,3%	41,0%	42,2%	43,6%	44,3%	44,3%	44,3%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-82,5	-92,5	-108,1	-140,9	-175,0	-207,7	-225,6	-239,5
Pozostała działalność operacyjna	0,2	-0,3	0,1	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	12,6	21,1	21,0	17,2	22,2	27,2	28,5	30,4
zmiana		68,3%	-0,7%	-18,0%	29,1%	22,5%	4,8%	6,7%
marża EBIT	5,2%	7,7%	6,7%	4,5%	4,9%	5,1%	5,0%	5,0%
Wynik na działalności finansowej	0,4	-1,3	-1,1	-1,1	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2
Zysk brutto	12,9	19,9	19,9	16,1	21,0	26,0	27,3	29,2
Podatek dochodowy	1,6	-6,2	3,7	3,1	4,0	4,9	5,2	5,5
Zysk netto	11,4	26,1	16,1	13,1	17,0	21,0	22,1	23,6
zmiana		129,7%	-38,1%	-19,0%	29,8%	23,9%	5,0%	7,1%
marża	4,7%	9,5%	5,1%	3,5%	3,8%	4,0%	3,9%	3,9%
Oczyszczony zysk netto	11,4	16,9	16,1	13,1	17,0	21,0	22,1	23,6
zmiana		48,7%	-4,4%	-19,0%	29,8%	23,9%	5,0%	7,1%
marża	4,7%	9,5%	5,1%	3,5%	3,8%	4,0%	3,9%	3,9%
Amortyzacja	3,8	3,8	4,3	5,1	5,7	6,7	6,6	7,0
EBITDA	16,4	24,9	25,2	22,3	27,9	33,9	35,1	37,5
zmiana		52,2%	1,2%	-11,6%	24,9%	21,5%	3,7%	6,6%
marża EBITDA	6,9%	9,0%	8,0%	5,9%	6,2%	6,4%	6,1%	6,2%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	33,4*	33,4*	33,4*	33,4	33,4	33,4	33,4	33,4
EPS	0,3	0,8	0,5	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7
ROA	15,0%	27,3%	14,4%	8,6%	9,6%	10,8%	10,3%	10,1%
ROE	88,9%	82,7%	38,7%	18,6%	20,9%	22,2%	20,2%	19,0%

*liczba akcji po IPO

Bilans

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
AKTYWA	75,7	95,5	112,3	152,2	176,1	194,0	213,5	233,6
Majątek trwały	15,2	27,4	36,0	42,6	57,3	62,2	64,1	67,0
Rzeczowe aktywa trwałe	13,7	14,5	20,8	29,4	46,1	53,0	56,9	59,8
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	0,4	10,2	8,0	6,0	4,0	2,0	0,0	0,0
Pozostałe	1,1	2,7	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
Majątek obrotowy	60,5	68,1	76,3	109,6	118,8	131,8	149,4	166,6
Zapasy	43,5	52,2	62,0	76,0	90,1	106,0	116,9	127,1
Należności	2,6	4,2	4,3	4,1	4,9	5,8	6,3	6,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	14,2	5,1	8,1	27,6	21,8	18,1	24,2	31,0
Pozostałe	0,2	6,5	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
PASYWA	75,7	95,5	112,3	152,2	176,1	194,0	213,5	233,6
Kapitał własny	12,8	31,5	41,7	70,2	81,2	94,9	109,2	124,6
Zobowiązania długoterminowe	30,1	14,1	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Kredyty i pożyczki	29,3	13,4	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
Pozostałe	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Zobowiązania krótkoterminowe	32,7	49,8	62,2	73,6	86,4	90,6	95,8	100,5
Kredyty i pożyczki	0,5	13,5	21,7	29,7	37,7	37,7	37,7	37,7
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	23,1	28,2	32,9	36,3	41,1	45,3	50,5	55,2
Pozostałe	9,1	8,1	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
Dług	29,9	26,9	29,6	37,6	45,6	45,6	45,6	45,6
Dług netto	15,7	21,7	21,4	10,0	23,7	27,5	21,3	14,6
(Dług netto / kapitał własny)	123,0%	68,9%	51,4%	14,2%	29,2%	29,0%	19,5%	11,7%
(Dług netto / EBITDA)	1,0	0,9	0,8	0,4	0,8	0,8	0,6	0,4
BVPS	0,4	0,9	1,2	2,1	2,4	2,8	3,3	3,7



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy operacyjne	10,3	14,9	17,9	11,2	15,9	18,5	25,8	26,3
Zysk netto	11,4	26,1	16,1	13,1	17,0	21,0	22,1	23,6
Podatek zapłacony	0,0	0,0	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	0,0
Amortyzacja	3,8	3,8	4,3	5,1	5,7	6,7	6,6	7,0
Kapitał obrotowy	-6,1	-7,4	-5,8	-10,4	-10,1	-12,5	-6,2	-5,8
Pozostałe	1,2	-7,6	1,1	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Przepływy inwestycyjne	-2,3	-10,3	-14,6	-13,7	-22,3	-13,5	-10,6	-9,9
CAPEX	-2,3	-5,9	-13,6	-13,7	-22,3	-13,5	-10,6	-9,9
Pozostałe	0,1	-4,4	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-3,2	-13,6	-0,3	22,0	0,7	-8,7	-9,1	-9,6
Kredyty i pożyczki	26,3	-3,6	2,1	8,0	8,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	-28,7	-8,9	0,0	-4,6	-5,9	-7,4	-7,7	-8,3
Pozostałe	-0,8	-1,1	-2,4	18,6	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Zmiana stanu środków na koniec okresu	4,8	-9,0	3,0	19,5	-5,7	-3,8	6,2	6,7
Środki pieniężne na koniec okresu	14,2	5,1	8,1	27,6	21,8	18,1	24,2	31,0
DPS (PLN)	0,86	0,27	0,00	0,14	0,18	0,22	0,23	0,25
FCF	6,4	7,8	4,2	-3,0	-6,7	4,7	15,0	16,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	1,0%	2,1%	4,3%	3,6%	4,9%	2,6%	1,8%	1,6%

Wskaźniki rynkowe

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
P/E	16,2	7,1	11,4	14,1	10,8	8,7	8,3	7,8
P/CE	12,1	6,2	9,0	10,1	8,1	6,6	6,4	6,0
P/BV	14,4	5,8	4,4	2,6	2,3	1,9	1,7	1,5
P/S	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
FCF/EV	3,2%	3,8%	2,1%	-1,5%	-3,2%	2,2%	7,3%	8,1%
EV/EBITDA	12,2	8,2	8,1	8,7	7,4	6,2	5,8	5,3
EV/EBIT	15,9	9,7	9,8	11,3	9,3	7,8	7,2	6,5
EV/S	0,8	0,7	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
DYield	15,6%	4,9%	0,0%	2,5%	3,2%	4,0%	4,2%	4,5%
Cena (PLN)	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Liczba akcji na koniec roku (mln)	33,4*	33,4*	33,4*	33,4	33,4	33,4	33,4	33,4
MC (mln PLN)	183,9	183,9	183,9	183,9	183,9	183,9	183,9	183,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	200	206	205	194	208	211	205	199

*liczba akcji po IPO

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 Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 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 obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski 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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. otrzymał od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 9 marca 2017 o godzinie 08:40.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 9 marca 2017 o godzinie 08:40.

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 Domu Maklerskiego mBanku.

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 Domu 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.

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.

Dom Maklerski mBanku nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki TXM S.A.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

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

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

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

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

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

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

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

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

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

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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