

piątek, 26 lipca 2019 | raport analityczny

## VRG: kupuj (podtrzymana)

VRG PW; VRGP.WA | Handel, Polska

### Rekordowy wzrost wyników w 2019 roku

Połączenie z Bytom pod koniec 2018 roku idealnie wpisuje się w strategię VRG zakładającą stworzenie „domu marek” w regionie. Modyfikacja strategii cenowej w segmencie odzieżowym przyniosła pierwsze pozytywne efekty w 2Q'19 w postaci wzrostu marży brutto na sprzedaży r/r (+1,6p.p. r/r), pomimo znacznie wyższego kosztu zakupu kolekcji wiosna-lato'19 denominowanego w USD (ok. 35% kosztów kolekcji). Bardziej korzystny kurs USDPLN oraz efekty synergii powinny pozwolić spółce na dalszy wzrost rentowności w 2H'19. W segmencie jubilerskim mocne otoczenie makroekonomiczne oraz odpowiednio dobrana oferta (wzrost ilości zegarków) sprzyja poprawie sprzedaży porównywalnej. Powyższe, połączone z utrzymaniem dyscypliny kosztowej powinny wpłynąć na poprawę wyniku EBITDA (bez MSSF 16) o 39% r/r do 124 mln PLN w 2019 roku. Oczekiwana poprawa rezultatów oraz ograniczenie nakładów inwestycyjnych w związku z rozwojem formatu franczyzowego, powinny pozwolić spółce na istotne poprawienie FCF w kolejnych okresach do średnio 57 mln PLN w latach 2019-22P vs. średnio 20 mln PLN w latach 2015-18. Biorąc pod uwagę nasze szacunki wyników spółka jest obecnie wyceniona na 13,3x/11,6x PE'19/20. Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację dla spółki i ustalamy cenę docelową na poziomie 5,20 PLN/akcja.

### Bardzo dobre wyniki 2Q'19

Zgodnie z opublikowanymi raportami miesięcznymi oczekujemy wzrostu sprzedaży o 39% r/r w 2Q'19. Zwracamy uwagę na poprawę marży brutto na sprzedaży o 1,6p.p. r/r do 53,7% w 2Q'19, pomimo wyższego kursu USDPLN przy zakupie kolekcji. W 2Q'19, oczekujemy wzrostu EBITDA o 53% r/r do 36,1 mln PLN.

### Synergie będą wspierały rentowność

Pierwsze efekty synergii po połączeniu z Bytom widoczne są już w wynikach VRG za 2Q'19. Konsekwentne realizowanie synergii w kolejnych obszarach jak synergia zakupowe oraz optymalizacja kosztów, powinny wpłynąć pozytywnie na rentowność VRG w kolejnych kwartałach. W 2019 roku oczekujemy wzrostu marży brutto na sprzedaży o 0,7p.p. r/r do 51,9% oraz wzrostu marży EBITDA o 0,8p.p. r/r do 11,9%.

### Poprawa OCF w kolejnych okresach

Średnia wartość wskaźnika przepływów operacyjnych z działalności operacyjnej (OCF) / EBITDA wyniosła 38% w latach 2013-18, osiągając najwyższą wartość w 2018 roku (60%). Na poprawę wskaźnika wpływ miała poprawa rezultatów VRG. Uważamy, że na OCF w kolejnych latach wpływ będą miały trzy czynniki (1) konsolidowanie Bytom o niższym cyklu konwersji gotówki w dniach, (2) prognozowany wzrost wyniku VRG oraz (3) zwiększone zapotrzebowanie na kapitał obrotowy z tytułu przyspieszenia ekspansji w segmencie jubilerskim (wskaźnik zapasów/mkw. na poziomie ponad 20 tys. PLN). Biorąc pod uwagę nasze szacunki, oczekujemy że wskaźnik OCF/EBITDA wyniesie 49% w latach 2019-22P. Uważamy, że spółka ma potencjał do zmniejszenia wskaźnika cyklu konwersji gotówki w przyszłych okresach z wysokiego poziomu 427 dni na koniec 2018 roku.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	688,5	805,7	1 035,3	1 132,9	1 238,6
EBITDA skor.*	78,4	89,2	123,7	138,2	149,0
marża EBITDA skor.*	11,4%	11,1%	11,9%	12,2%	12,0%
EBIT skor.*	62,8	71,9	101,4	115,5	125,9
Zysk netto skor.*	43,2	53,5	73,9	85,0	94,0
P/E skor.*	16,9	18,4	13,3	11,6	10,5
P/CE skor.*	12,4	13,9	10,2	9,1	8,4
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA skor.*	18,8	14,4	12,3	11,1	9,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

\*skorygowane o wpływ MSSF 16

Cena bieżąca	4,20 PLN
Cena docelowa	5,20 PLN
Kapitalizacja	985 mln PLN
Free float	458 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,76 mln PLN

### Akcjonariat

OFE PZU	14,54%
OFE NN	12,27%
Ipopema TFI	10,86%
Jerzy Mazgaj	9,19%
TFI Forum	6,64%
Pozostali	46,50%

### Profil spółki

Vistula Retail Group (VRG) specjalizuje się w projektowaniu oraz dystrybucji wysokiej jakości kolekcji mody dla mężczyzn i kobiet oraz biżuterii. W ramach VRG działają marki: Bytom, Vistula, Wólczanka, Deni Cler oraz W. Kruk. Fuzje i przejęcia są oprócz organicznego wzrostu głównym czynnikiem napędzającym wyniki Grupy. Planem strategicznym VRG jest stworzenie przez grupę „domu marek” w regionie, co powinno pozwolić na konsekwentne zwiększanie wyników spółki w kolejnych latach.

### Kurs akcji VRG na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
VRG	5,20	-	kupuj	przeważają

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
VRG	4,20	5,20	+23,8%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
EBITDA	+0,7%	-2,0%	-1,3%
Zysk netto	-1,6%	-3,5%	-1,7%
Sprzedaż/mkw.	-0,3%	-1,7%	-2,0%
SG&A/mkw.	-0,5%	0,3%	0,4%
Powierzchnia	-0,1%	0,6%	-1,1%

### Analitik:

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

## Czynniki ryzyka

### Pogorszenie się sytuacji makroekonomicznej

Pogorszenie się sytuacji konsumentów na rynku oraz mniejsza skłonność do konsumpcji może negatywnie przełożyć się na sprzedaż spółki. Obecne odczyty gospodarcze wskazują na silny popyt konsumpcyjny wynikający z rosnących płac, dobrej sytuacji na rynku zatrudnienia (niskie bezrobocie) oraz z wprowadzenia prospołecznych programów socjalnych.

### Oslabienie się PLN względem innych walut

Coraz wyższą część płatności za zamawiane towary spółka realizuje w walutach obcych. Na koniec 2018 roku zakupy realizowane w USD/EUR/CHF stanowiły odpowiednio 35%/22%/8%. Oslabienie się PLN względem wymienionych walut może skutkować wzrostem kosztu zakupu sprzedawanych towarów i w efekcie obniżyć generowaną marżę brutto na sprzedaży. Po stronie kosztów SG&A VRG denominuje około 24% kosztów SG&A (stan na koniec 2018 roku) w EUR. Umocnienie EUR/PLN przełoży się na wzrost kosztów działalności spółki i może prowadzić do obniżenia rentowności.

### Zaostrzenie się wojny cenowej

VRG działa w trudnym i mocno konkurencyjnym otoczeniu rynkowym, gdzie główni konkurenci mogą zdecydować się na walkę ceną o klienta. Coraz większa część kolekcji spółek odzieżowych to ubrania z segmentu casual, w którym marki VRG muszą konkurować z międzynarodowymi podmiotami. Potencjalne zaostrzenie walki cenowej na rynku może przełożyć się na zwiększoną presję na rentowność sprzedaży osiąganą przez Spółkę.

## Słaby odbiór kolekcji w markach VRG

Sprzedaż w markach VRG zależy w dużym stopniu od atrakcyjności oferowanych kolekcji. W ostatnich latach VRG odpowiednio zarządzało produktami, co przełożyło się na wzrosty sprzedaży porównywalnej. Zapraszanie znanych osobistości przy tworzeniu kolekcji marek zwiększało atrakcyjność oferowanych produktów. Potencjalne niedopasowanie oferowanych produktów do potrzeb klientów w przyszłości, może przełożyć się na pogorszenie wyników sprzedażowych w poszczególnych markach spółki.

### Nieodpowiednia polityka cenowa

Wprowadzenie nieodpowiedniej polityki cenowej zakładającej maksymalizację rentowności sprzedaży, może negatywnie przełożyć się na generowane wyniki sprzedażowe. Segment odzieżowy jest mocno konkurencyjny, a potencjalni klienci wrażliwi na wszelkie okazje cenowe. Zbyt wysoki wzrost cen może wpłynąć na obniżenie popytu i częściowe zniechęcenie klientów. Prowadzona w ostatnich latach strategia cenowa VRG potwierdziła swoją skuteczność przekładając się na wzrost efektywności sprzedaży w obu segmentach.

### Nieudane akwizycje

Zgodnie z założonymi celami, VRG dąży do stworzenia „domu marek” co wiąże się z fuzjami i przejęciami podmiotów na rynku polskim i w regionie CEE. Historia przejęć VRG potwierdza umiejętności Grupy w doborze oraz w integracji przejętych spółek. Niemniej, nie można wykluczyć ryzyka związanego z potencjalnymi komplikacjami związanymi z realizacją założonych wyników przez przejęty podmiot. Ryzyko to obejmuje również opóźnienie w czasie lub brak założonych przed przejęciem synergii.

## Wycena

Wartość akcji spółki VRG na podstawie wyceny DCF szacujemy na 5,00 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 4,80 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	5,00
Wycena DCF	50%	4,80
	cena wynikowa	4,90
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>5,20</b>

## Wycena porównawcza

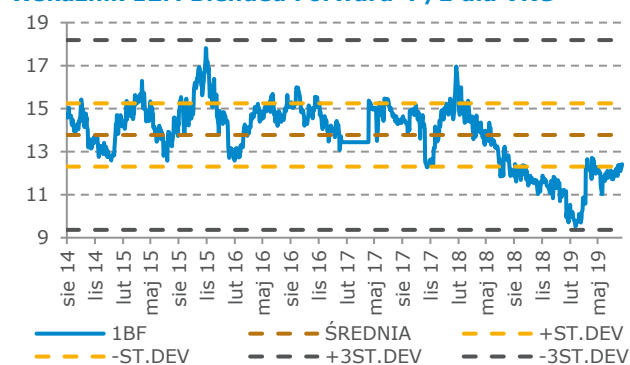
Wycenę wskaźnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2019-21P. Przykładamy równą wagę do obydwu wskaźników. Grupa porównawcza wzięta do wyceny składa się z dwóch grup spółek: spółki odzieżowe oraz spółki jubilerskie. Zwracamy uwagę,

że profil wzrostu mierzony wskaźnikiem PEG dla VRG jest bardziej atrakcyjny niż dla większości spółek uwzględnionych w wycenie porównawczej, co mogłoby implikować premię do wyceny dla spółki.

## Wycena porównawcza

	Cena	PEG			P/E			EV/EBITDA		
		2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
<b>Spółki odzieżowe</b>										
HENNES & MAURI-B	168,04	4,6	4,3	4,0	21,8	20,2	19,1	10,7	10,0	9,5
INDITEX	27,5	3,9	3,6	3,4	24,6	22,6	21,2	15,4	11,6	10,9
KAPPAHL AB	13,89	-0,6	-0,5	-0,5	8,0	7,6	7,5	5,5	4,5	4,5
MARKS & SPENCER	211,7	0,1	0,1	0,1	8,8	10,5	10,5	4,8	5,1	5,2
NEXT PLC	5658	3,5	3,3	3,2	13,1	12,6	12,1	9,8	9,9	9,8
HUGO BOSS -ORD	57,7	1,5	1,3	1,2	15,4	13,8	12,6	9,6	8,9	8,3
CCC SA	157	0,3	0,2	0,2	25,4	18,5	15,5	10,4	8,7	7,4
LPP	7825	1,3	1,1	1,0	22,1	19,1	17,7	12,5	11,5	10,5
<b>Spółki jubilerskie</b>										
TIFFANY & CO	94,4	0,9	0,9	0,8	20,2	19,1	17,6	12,7	12,3	11,4
PANDORA A/S	262,3	-2,5	-2,5	-2,3	6,4	6,4	6,0	5,7	5,7	5,4
LAO FENG XIANG-A	45,4	1,3	1,1	1,0	17,4	15,2	13,4	9,0	8,0	7,0
CHOW SANG SANG	11,2	0,8	0,8	0,7	6,9	6,4	5,9	4,9	4,5	4,2
LUK FOOK HLDGS I	25,1	1,4	1,3	1,2	9,9	9,6	8,7	7,9	7,4	6,8
CHOW TAI FOOK JE	7,6	1,4	1,2	1,1	17,1	14,6	13,0	11,7	10,2	9,2
LAO FEN XIANG-B	3,5	0,7	0,6	0,5	9,2	8,1	7,1	9,0	8,0	7,0
Minimum		-2,5	-2,5	-2,3	6,4	6,4	5,9	4,8	4,5	4,2
Maksimum		4,6	4,3	4,0	25,4	22,6	21,2	15,4	12,3	11,4
Mediana (spółki odzieżowe)		1,4	1,2	1,1	18,6	16,1	14,1	10,1	9,4	8,9
Mediana (spółki jubilerskie)		0,9	0,9	0,8	9,9	9,6	8,7	9,0	8,0	7,0
<b>Mediana</b>		<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>15,4</b>	<b>13,8</b>	<b>12,6</b>	<b>9,6</b>	<b>8,7</b>	<b>7,4</b>
VRG		0,6	0,6	0,5	13,4	11,6	10,5	8,4	7,1	6,2
premia (dyskonto)		-	-	-	-13%	-16%	-17%	-12%	-18%	-15%
<b>Implikowana wycena</b>										
Mediana		1,3	1,1	1,0	15,4	13,8	12,6	9,6	8,7	7,4
Waga wskaźnika						50%			50%	
Waga roku					17%	17%	17%	17%	17%	17%
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>5,00</b>									

## Wskaźnik 12M Blended Forward P/E dla VRG



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Wskaźnik 12M Blended Forward EV/EBITDA dla VRG



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Dodatkowe założenia

### Wskaźniki efektywności

	2015	2016	2017	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>Powierzchnia sprzedażowa</b>								
VRG	28,0	30,5	33,3	51,6	55,4	59,0	62,5	66,3
zmiana r/r	7%	9%	9%	55%	7%	6%	6%	6%
Segment odzieżowy	20,6	22,2	24,6	42,1	45,0	47,7	50,6	53,6
zmiana r/r	8,2%	8,2%	10,7%	70,9%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Segment jubilerski	7	8	9	10	10	11	12	13
zmiana r/r	3,4%	11,2%	5,0%	10,0%	9,0%	8,0%	6,0%	6,0%
<b>Sprzedaż/mkw.</b>								
VRG	1 581	1 705	1 798	1 581	1 612	1 651	1 699	1 719
zmiana r/r	9,6%	7,8%	5,5%	-12,1%	1,9%	2,4%	3,0%	1,1%
Segment odzieżowy	1 308	1 413	1 495	1 207	1 264	1 294	1 329	1 353
zmiana r/r	7,9%	8,1%	5,8%	-19,3%	4,7%	2,4%	2,7%	1,8%
Segment jubilerski	2 283	2 374	2 602	2 814	2 951	3 061	3 178	3 178
zmiana r/r	13,1%	4,0%	9,6%	8,2%	4,9%	3,7%	3,8%	0,0%
<b>SG&amp;A/mkw.</b>								
VRG	698	744	766	668	677	691	709	716
zmiana r/r	6,4%	6,6%	2,9%	-12,9%	1,5%	2,0%	2,6%	1,0%
Segment odzieżowy	571	618	618	420	530	541	553	559
zmiana r/r	2,1%	8,3%	0,0%	-32,1%	26,3%	2,1%	2,2%	1,0%
Segment jubilerski	964	970	1 062	1 118	1 175	1 219	1 266	1 279
zmiana r/r	12,6%	0,5%	9,5%	5,3%	5,2%	3,7%	3,9%	1,0%
Cykl konwersji gotówki w dniach	364	362	350	427	377	372	372	372
Cykl konwersji zapasów w dniach	11	13	11	11	12	13	15	16
Cykl konwersji należności w dniach	174	154	121	179	149	149	149	149
Cykl konwersji zobowiązań w dniach	201	220	240	259	241	237	238	240

\*wskaźniki zaburzone przez konsolidację Bytom od XII'18

## Założenia dla segmentów operacyjnych

	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>Segment odzieżowy</b>								
Sprzedaż	310	363	420	483	660	720	784	846
Zysk brutto na sprzedaży	166	189	214	245	340	375	408	441
Koszty SG&A	141	165	183	212	287	310	336	359
PPO/PKO	-1	0	0	2	-1	-1	-1	-1
EBIT	24	24	32	35	53	64	72	80
Marża brutto na sprzedaży	53,4%	52,0%	50,9%	50,7%	51,5%	52,1%	52,1%	52,1%
zmiana r/r (p.p.)	0,2	-1,4	-1,1	-0,2	0,8	0,6	0,0	0,0
marża EBIT	7,6%	6,6%	7,6%	7,3%	8,0%	8,9%	9,1%	9,5%
zmiana r/r (p.p.)	1,5	-1,0	0,9	-0,3	0,7	0,9	0,2	0,3
Narzut SG&A/sprzedaż	45,4%	45,5%	43,5%	43,9%	43,4%	43,1%	42,8%	42,5%
zmiana r/r (p.p.)	-2,0	0,1	-2,0	0,4	-0,5	-0,3	-0,2	-0,3
<b>Segment jubilerski</b>								
Sprzedaż	204	236	271	323	369	413	455	482
Zysk brutto na sprzedaży	107	123	145	167	193	216	236	250
Koszty SG&A	86	96	111	128	147	165	181	194
PPO/PKO	-1	0	-1	1	0	0	0	0
EBIT	20	27	34	40	46	52	54	56
Marża brutto na sprzedaży	52,6%	52,3%	53,6%	51,9%	52,3%	52,3%	51,8%	51,8%
zmiana r/r (p.p.)	-1,8	-0,3	1,3	-1,7	0,4	0,0	-0,5	0,0
marża EBIT	9,7%	11,4%	12,5%	12,3%	12,4%	12,5%	12,0%	11,6%
zmiana r/r (p.p.)	-2,0	1,7	1,1	-0,2	0,1	0,0	-0,5	-0,4
Narzut SG&A/sprzedaż	42,2%	40,8%	40,8%	39,7%	39,8%	39,8%	39,8%	40,2%
zmiana r/r (p.p.)	-0,2	-1,4	0,0	-1,1	0,1	0,0	0,0	0,4

## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec lipca 2019 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2018 r.
- Zakładamy wzrost marży brutto na sprzedaży o 0,7p.p. r/r do 51,9% w 2019 roku oraz dalszy wzrost rentowności do 52% w 2020 roku.
- Zakładamy średni CAPEX poziomie 25,9 mln PLN w latach 2019-28P.

- W modelu nie uwzględniamy wpływu różnic kursowych na wyniki spółki.
- Oczyszczamy dane finansowe o wpływ MSSF 16.
- Do obliczeń przyjmujemy stopę opodatkowania na poziomie 19% w latach 2019-28P.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5%.
- Po roku 2026 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2,0%.
- Przyjmujemy współczynnik unleveraged beta na poziomie 1,0 oraz leveraged beta na średnim poziomie 1,08.

### Model DCF

(mln PLN)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	+
Przychody ze sprzedaży	1 035	1 133	1 239	1 328	1 397	1 463	1 540	1 623	1 709	1 800	
zmiana	28,5%	9,4%	9,3%	7,2%	5,2%	4,7%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	
EBITDA	124	138	149	159	161	163	175	183	192	201	
marża EBITDA	11,9%	12,2%	12,0%	12,0%	11,5%	11,2%	11,4%	11,3%	11,2%	11,1%	
Amortyzacja	22,3	22,7	23,1	23,6	24,1	24,7	25,2	25,7	26,2	26,4	
EBIT	101	116	126	136	136	139	150	158	166	174	
marża EBIT	9,8%	10,2%	10,2%	10,2%	9,8%	9,5%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	
Opodatkowane EBIT	18,4	22,0	23,9	25,8	25,9	26,3	28,5	29,9	31,5	33,1	
NOPLAT	83	94	102	110	111	112	121	128	134	141	
CAPEX	-25,0	-24,2	-24,5	-25,4	-25,9	-26,3	-26,8	-27,2	-27,6	-26,4	
Kapitał obrotowy	-51,3	-27,5	-40,6	-34,4	-28,5	-27,4	-32,2	-34,3	-36,4	-38,7	
FCF	29	65	60	74	80	83	88	92	96	102	104
WACC	8,8%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%	8,7%	8,7%	
współczynnik dyskonta	96,4%	88,4%	81,1%	74,4%	68,3%	62,7%	57,6%	53,0%	48,7%	44,9%	
PV FCF	28,0	57,1	48,7	54,8	54,8	52,3	50,5	48,7	46,9	45,9	

WACC	8,8%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%	8,7%	8,7%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	18,1%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	5,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%	8,7%	8,7%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,00%
Wartość rezydualna (TV)	1 564
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	702
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	488
Wartość firmy (EV)	1 189
Dług netto	63
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	1 126
Liczba akcji (mln)	234,46
Wartość firmy na akcję (PLN)	4,80
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,3%
<b>Cena docelowa (PLN)</b>	<b>5,10</b>

EV/EBITDA ('19) dla ceny docelowej	9,1
P/E ('19) dla ceny docelowej	16,2
Udział TV w EV	59,0%

### Analiza wrażliwości

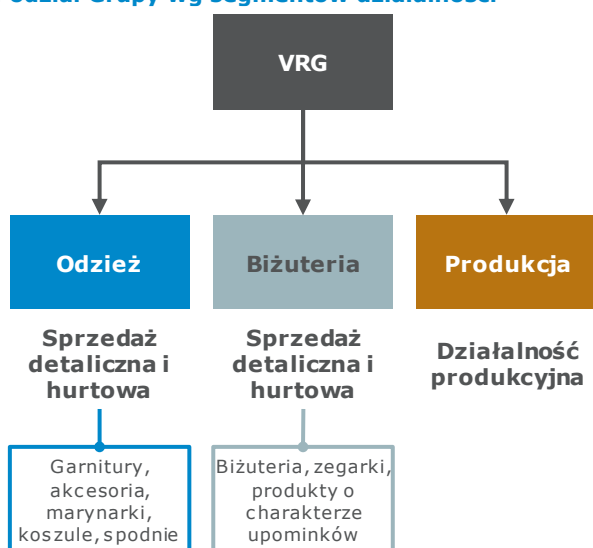
	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	5,9	6,3	6,7	7,2	7,8
WACC +0,5 p.p.	5,0	5,2	5,5	5,8	6,2
WACC	4,6	4,8	<b>5,1</b>	5,3	5,6
WACC -0,5 p.p.	4,3	4,5	4,7	4,9	5,2
WACC -1,0 p.p.	3,8	3,9	4,1	4,2	4,4

## Model biznesowy i strategia

### VRG jako „dom marek”

Vistula Retail Group (VRG) specjalizuje się w projektowaniu oraz dystrybucji wysokiej jakości kolekcji mody dla mężczyzn i kobiet oraz biżuterii. W ramach VRG działają marki: Bytom, Vistula, Wólczanka, Deni Cler oraz W. Kruk. Pod koniec 2018 roku spółka sfinalizowała proces połączenia z Bytom. Fuzje i przejęcia są, oprócz organicznego wzrostu, głównym czynnikiem napędzającym wyniki Grupy. Zgodnie z zapowiedziami zarządu, VRG obecnie prowadzi due diligence potencjalnego celu akwizycyjnego działającego w segmencie jubilerskim na rynku czeskim (Klenoty Aurum). **Planem strategicznym VRG jest stworzenie przez grupę „domu marek” w regionie, co powinno pozwolić na konsekwentne zwiększanie wyników spółki w kolejnych latach.**

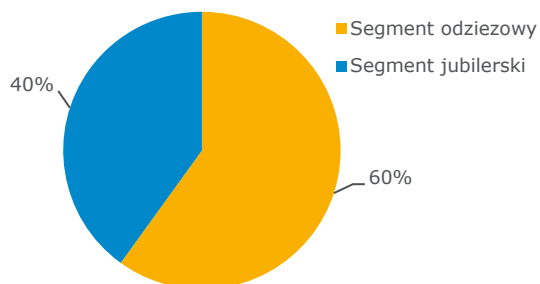
### Podział Grupy wg segmentów działalności



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Na potrzeby raportowania, Spółka wyróżnia dwa segmenty: odzieżowy i jubilerski. Segment produkcyjny wspiera wyżej wymienione segmenty.

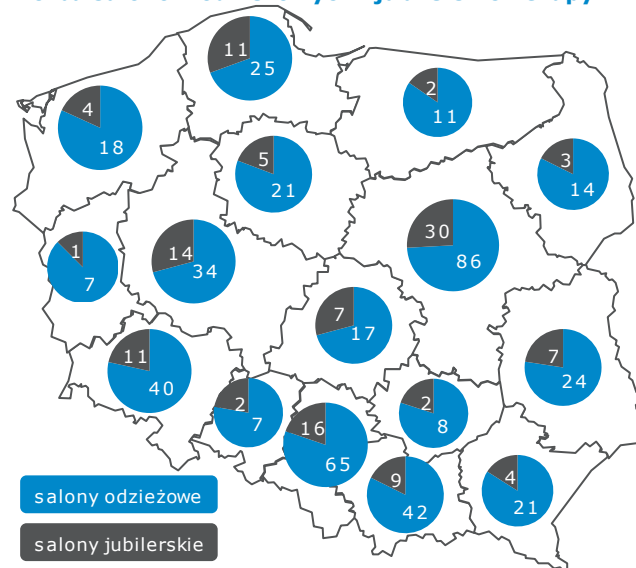
### Struktura sprzedaży VRG w podziale na segmenty



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

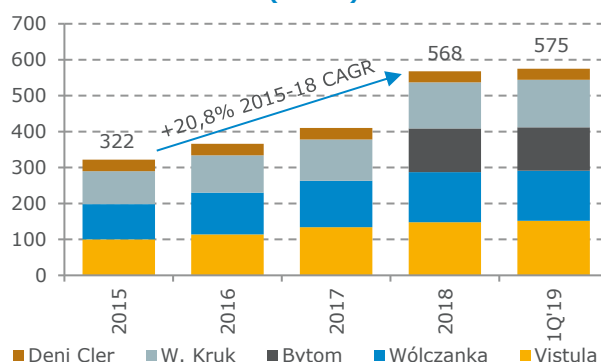
Na koniec 1Q'19 VRG posiadało 575 salonów o łącznej powierzchni 52,4 tys. mkw. Największy udział w liczbie salonów ma marka Vistula z 26% udziału, następnie Wólczanka z 24% oraz Bytom z 21%. W latach 2015-18 sieć sprzedaży Grupy VRG zwiększała się w średniorocznym tempie 20,8% z uwzględnieniem fuzji z Bytom oraz 11,5% uwzględniając jedynie marki Vistula, Wólczanka, Deni Cler oraz W. Kruk.

### Liczba salonów odzieżowych i jubilerskich Grupy



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

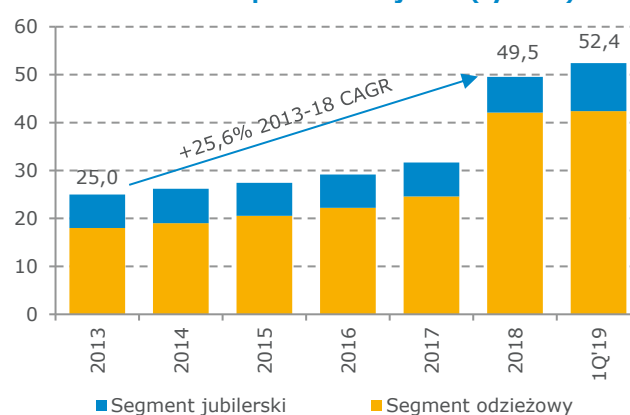
### Struktura salonów VRG (liczba)



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

VRG konsekwentnie umacnia pozycję rynkową marek w Grupie, co jest efektem zwiększania sieci sprzedaży, inwestowania w działania marketingowe (kampanie marketingowe, współpraca ze znanymi osobami przy projektowaniu części kolekcji) oraz inwestowania w rozwój e-commerce. **W latach 2013-18 powierzchnia sprzedażowa spółki zwiększała się w średniorocznym tempie 25,6% z uwzględnieniem fuzji ze spółką Bytom oraz w tempie 10,5% z wyłączeniem fuzji ze spółką Bytom. Celem Grupy na 2019 rok jest zwiększenie powierzchni sprzedażowej w tempie 8% r/r.**

### Powierzchnia sieci sprzedażowej VRG (tys. m<sup>2</sup>)

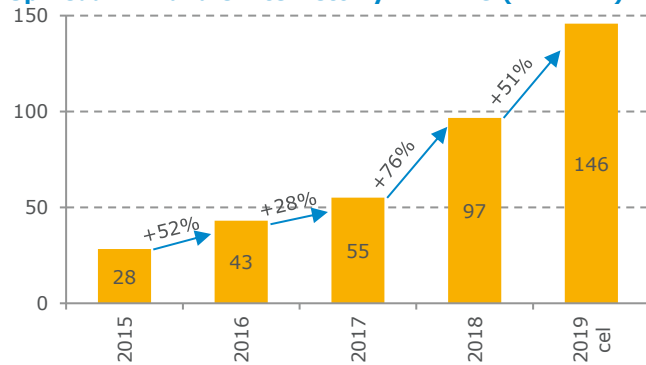


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku



Oprócz rozwoju stacjonarnej sieci sprzedaży, VRG intensywnie inwestuje w rozwój kanału internetowego. Na przestrzeni lat spółka optymalizowała platformę sprzedażową oraz procesy logistyczne w ramach kanału. **Srednioroczny wzrost sprzedaży w kanale internetowym wyniósł 50,6% w latach 2015-2018.** Na koniec 2018 roku sprzedaż w kanale internetowym stanowiła 12% sprzedaży Grupy i wyniosła 97 mln PLN. Plan na 2019 rok zakłada wypracowanie wzrostu o 51% r/r do 146 mln PLN.

#### Sprzedaż w kanale internetowym w VRG (mln PLN)



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

#### Posiadane marki biznesowe

Grupa VRG systematycznie poszerza asortyment artykułów komplementarnych w swoich salonach firmowych obejmujący między innymi ofertę produktów smart casual, ekskluzywną galanterię skózaną i obuwiu. VRG prowadzi salony własne i franczyzowe pod pięcioma markami:

- Vistula – na rynku polskim od 1967 roku, life-stylowa moda męska obejmująca także klasyczną kolekcję krawiecką submarki Lantier oraz kolekcję submarki Vistula Red będącej odbiciem najnowszych trendów w modzie.
- Bytom – marka istniejąca na rynku polskim od 1945 roku, oferująca kolekcje mody męskiej.
- Wólczanka – marka istniejąca od 1948 roku, występuje na rynku jako butik z ofertą koszul męskich, w tym także ekskluzywnej linii submarki Lambert.
- W.KRUK – marka reprezentująca tradycyjne jubilerstwo o rodowodzie sięgającym 1840 roku. Oferta marki W.KRUK obejmuje biżuterię oraz zegarki szwajcarskich marek, między innymi: Rolex (wyłączny dystrybutor na rynku polskim), IWC, Breitling, Omega, Tag Heuer.
- Deni Cler Milano – marka wywodząca się z Mediolanu, zarządzana przez spółkę zależną DCG S.A., oferująca luksusową odzież dla kobiet.

#### Strategia rozwoju

Od 2000 roku podstawą strategii VRG S.A. jest realizacja wizji „Domu Marek” i dystrybutora na rynku detalicznym. W obliczu spadku przychodów z eksportu przerobowego spowodowanego odchodzeniem zleceniodawców z Europy Zachodniej na bardziej konkurencyjne rynki krajów Dalekiego Wschodu, własny potencjał produkcyjny grupy kapitałowej VRG S.A. jest stopniowo ograniczany w celu jego dostosowania do istniejących możliwości sprzedaży na rynku krajowym i zagranicznym. Działalność produkcyjna jest przenoszona do innych wyspecjalizowanych podmiotów krajowych i zagranicznych, nie powiązanych kapitałowo i organizacyjnie z VRG. W długim terminie rozwój VRG jest oparty na kilku czynnikach:

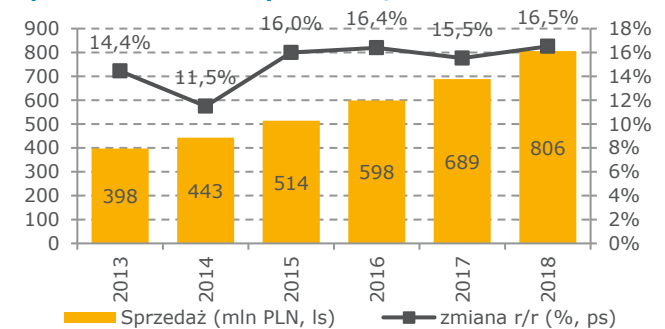
1. Rozwoju detalicznej sieci sprzedażowej.
2. Rozwoju internetowego kanału sprzedaży.
3. Budowaniu „domu marek” w regionie przez przejmowanie podmiotów z branży.
4. Wzmacnianie pozycji rynkowej marek przez odpowiednio zaplanowane działania marketingowe.
5. Optymalizację źródeł zaopatrzenia przez stopniowe zwiększanie wolumenu zamówień z lokalizacji o niższym koszcie wytworzenia

#### Zdrowa struktura wzrostu sprzedaży

VRG podwoiła wartość generowanej sprzedaży między latami 2013-18 wypracowując 806 mln PLN w 2018 roku. Sprzedaż w 2018 roku była częściowo wspierana przez konsolidację spółki Bytom od grudnia 2018. Średnioroczne tempo wzrostu sprzedaży wyniosło 15,2% w latach 2013-18. **Wśród najważniejszych czynników mających wpływ na wzrost sprzedaży można wymienić:**

1. Konsekwentny rozwój powierzchni sprzedażowej sklepów.
2. Poszerzanie asortymentu w poszczególnych markach oraz współpraca ze znanymi osobami przy tworzeniu kolekcji
3. Wzrost zamożności społeczeństwa.
4. Dynamiczny rozwój kanału internetowego oraz omnichannel.

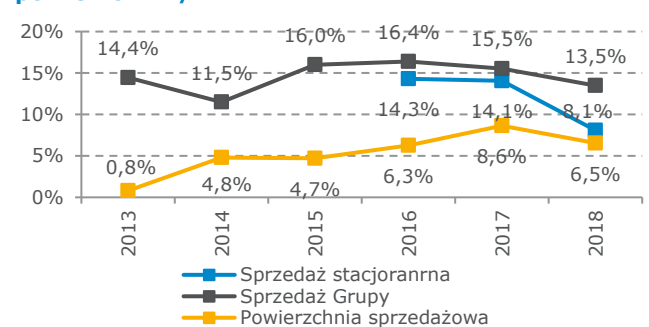
#### Sprzedaż VRG oraz dynamika r/r w latach 2013-18



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

**Dynamika sprzedaży VRG r/r była wyższa od tempa wzrostu powierzchni sprzedażowej w każdym z analizowanych lat w okresie 2013-18,** co wskazuje na konsekwentną poprawę efektywności sprzedaży. Od 2015 roku oczyszczamy sprzedaż Grupy o kanał internetowy, w związku z jego dynamicznym rozwojem. W 2018 roku oczyszczamy dane o spółkę Bytom. Oczyszczona dynamika sprzedaży stacjonarnej również była wyższa niż dynamika powierzchni w latach 2013-18 pomimo wprowadzenia ograniczenia handlu w niedzielę od 2018 roku.

#### Znacznie wyższa dynamika sprzedaży vs. dynamika powierzchni r/r



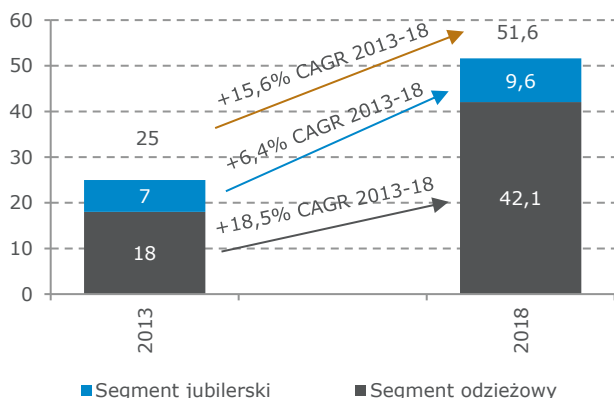
Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku



## Konsekwentny rozwój powierzchni sprzedażowej

Głównym komponentem napędzającym sprzedaż spółki jest wzrost powierzchni sprzedażowej, który utrzymywał się na poziomie 18,5% CAGR 2013-18 z uwzględnieniem fuzji z Bytom oraz 7,5% CAGR 2013-18 (organicznie). Wyższe tempo wzrostu powierzchni w latach 2013-18 odnotował segment odzieżowy (+7,8% CAGR 2013-18 bez uwzględnienia Bytom).

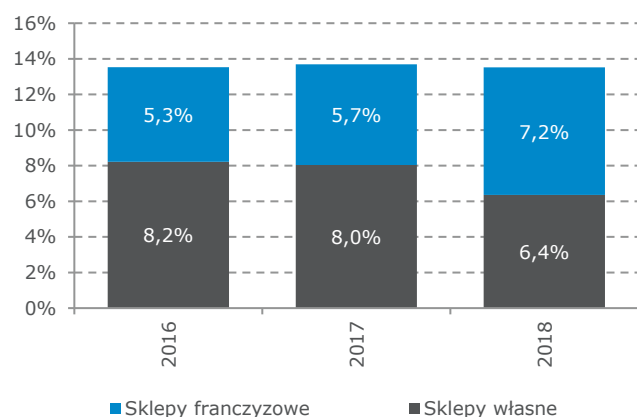
### Zmiana powierzchni sprzedażowej w segmentach działalności VRG



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

**Czynnikiem napędzającym wzrost powierzchni sprzedażowej w segmencie odzieżowym było skoncentrowanie się spółki na rozwoju modelu franczyzowego.** W latach 2015-18 udział powierzchni franczyzowej w całkowitej powierzchni wzrósł o 8,2p.p. r/r do 17,5%. Biorąc pod uwagę dekompozycję dynamiki wzrostu powierzchni, model franczyzowy zwiększył swój udział w każdym z lat w okresie 2015-18, odpowiadając za 7,2% wzrostu całkowitej powierzchni r/r w 2018 roku.

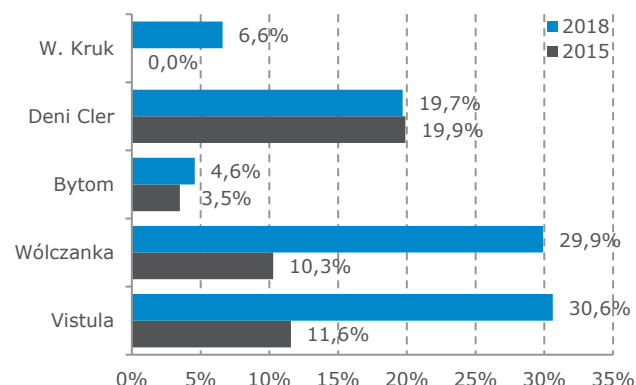
### Komponenty wzrostu powierzchni sprzedażowej oczyszczone o fuzję spółki Bytom



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Za istotny wzrost udziału powierzchni franczyzowej w latach 2015-18 odpowiadały głównie marki Vistula oraz Wólczanka, w których udział powierzchni franczyzowej wyniósł około 30% na koniec 2018 roku. Od 3Q'17 VRG rozpoczęło otwieranie konceptu franczyzowego w marce W. Kruk. **Oczekujemy przyspieszenia otwarć sklepów franczyzowych w segmencie jubilerskim oraz widzimy potencjał do istotnego wzrostu udziału franczyzy w marce Bytom w kolejnych latach.**

## Udział powierzchni franczyzowej w całkowitej powierzchni w markach VRG

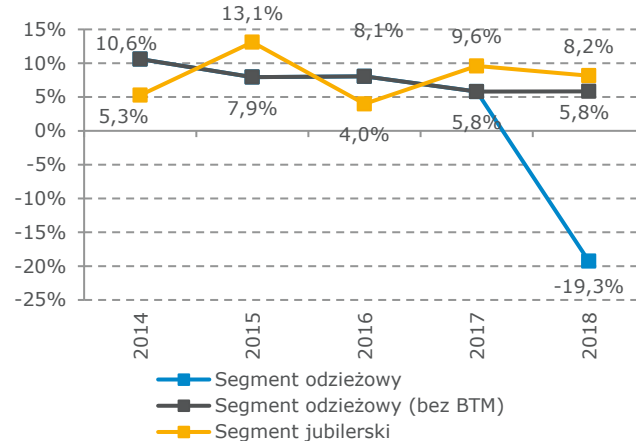


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku; \*nasze szacunki dla 2015 roku

## Ciągła praca nad asortymentem sklepów i polityką cenową

**Wskaźnik sprzedaży/mkw. odnotował dodatnią wartość w obu segmentach w każdym z lat w okresie 2014-18.** Istotne obniżenie efektywności sprzedaży r/r w segmencie odzież w 2018 roku wynikało z konsolidacji wyników BTM od grudnia 2018. Wzrost sprzedaży w poprzednich latach był napędzany m.in. przez odpowiednie zarządzanie produktem (wzrost udziału kolekcji casual, kolekcje okazjonalne, wprowadzenie kolekcji koszul damskich) oraz sprzyjające trendy rynkowe.

### Sprzedaż/mkw. w podziale na segmenty



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

**W latach 2015-18 wskaźnik sprzedaży/mkw. rósł najszybciej w marce Wólczanka.** Niska dynamika wzrostu efektywności w sklepach Vistula wynika z efektu wysokiej bazy zbudowanej w 2016 i częściowo w 2017 roku dzięki wprowadzeniu kolekcji okazjonalnej z Robertem Lewandowskim oraz z wprowadzenia ograniczenia handlu w niedziele. Konsekwentna poprawa sprzedaży w marce W. Kruk jest związana z rosnącym udziałem sprzedaży zegarków oraz dobrej sprzedaży kolekcji przygotowanych przez Martynę Wojciechowską.

**Sprzedaż/mkw. w poszczególnych markach**

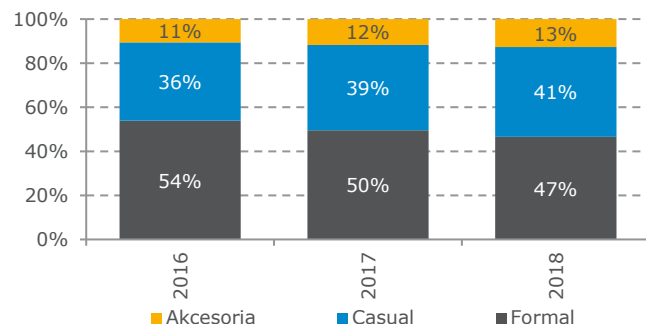
	2015	2016	2017	2018	2015-18 CAGR
Vistula	1 125	1 265	1 298	1 302	5,0%
Wólczanka	1 475	1 739	1 937	2 045	11,5%
Deni Cler	1 034	1 121	1 095	1 169	4,2%
W. Kruk	2 329	2 412	2 613	2 886	7,4%

**zmiana r/r**

Vistula	12,4%	2,6%	0,3%
Wólczanka	17,9%	11,4%	5,6%
Deni Cler	8,4%	-2,3%	6,8%
W. Kruk	3,6%	8,3%	10,4%

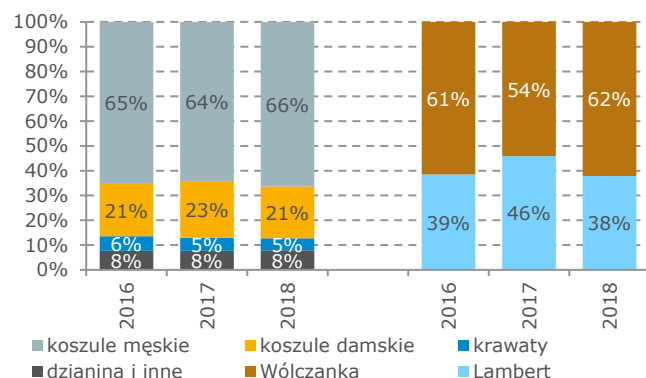
Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

**W strukturze asortymentu sklepów Vistula coraz wyższy udział w sprzedaży zyskują akcesoria i odzież casualowa (głównie wzrost udziału marki Vistula RED).** Zwiększenie udziału tych kategorii sprzyja zwiększaniu zaopatrzenia z Dalekiego Wschodu, co powinno pozytywnie wpływać na marżę brutto na sprzedaży. Istotnym czynnikiem wpływającym na sprzedaż/mkw. w Vistula są kolekcje okazjonalne, które w latach 2016/17 stanowiły odpowiednio 12%/9% sprzedaży marki. **W 2019 roku spółka ogłosiła współpracę przy tworzeniu kolekcji z PROSTO, co powinno wspierać wzrost sprzedaży porównywalnej w kolejnych kwartałach.**

**Struktura asortymentu w marce Vistula**


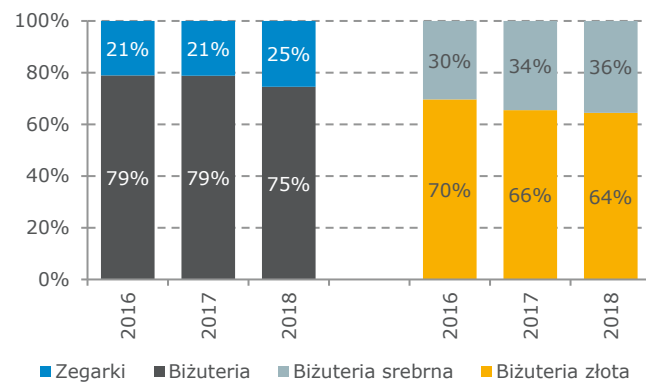
Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

**W sklepach Wólczanka struktura sprzedaży w podziale na grupy produktów nie uległa istotnym zmianom w latach 2016-18 pomimo średniorocznego wzrostu sprzedaży w tempie 19,5% w analizowanym okresie.** Jedyną kategorią o dynamice wzrostu sprzedaży istotnie odbiegającej od średniej są krawaty. Udział poszczególnych marek w sprzedaży był stabilny i wyniósł 38%/62% odpowiednio dla Lambert/Wólczanka.

**Struktura asortymentu w marce Wólczanka**


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

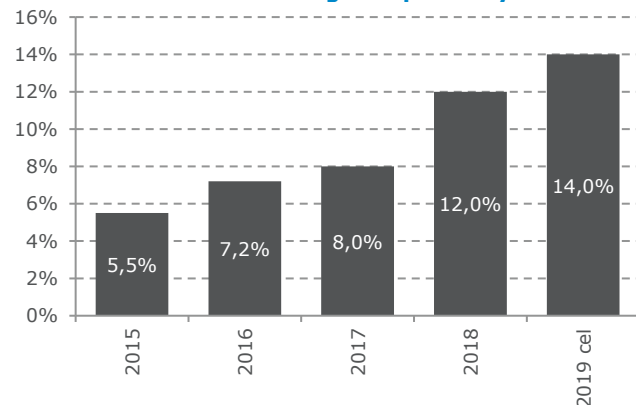
**Bardzo dobra sprzedaż salonów W. Kruk w 2018 roku wspierana była przez wzrost sprzedaży biżuterii srebrnej (m.in. kolekcja Martyny Wojciechowskiej) oraz istotnym wzrostem udziału sprzedaży zegarków.** Sprzedaż zegarków realizowana jest na niższej marży niż średnia dla segmentu, co ma odzwierciedlenie w poziomie marży brutto na sprzedaży w 2018 roku.

**Struktura asortymentu w marce W. Kruk**


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

**Kanał internetowy osiąga kolejne rekordy**

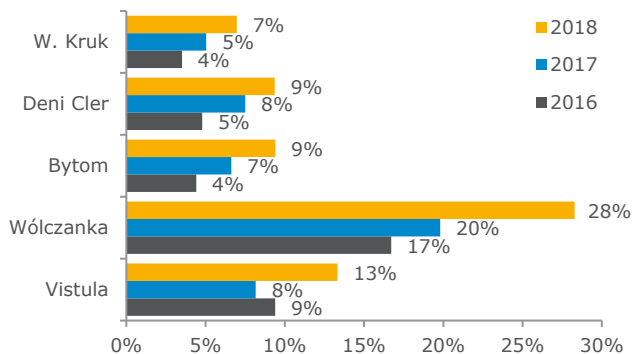
**VRG wypracowało średnioroczny wzrost kanału internetowego na poziomie 50,6% CAGR 2015-18.** Grupa prognozuje utrzymanie wysokiego tempa poprawy również w 2019 roku (prognozowany wzrost +51% r/r). Biorąc pod uwagę udział sprzedaży internetowej w sprzedaży poszczególnych marek widzimy wysoki potencjał do dalszego rozwoju tego kanału sprzedaży.

**Udział kanału internetowego w sprzedaży VRG**


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Niekwestionowanym liderem pod względem udziału kanału internetowego w sprzedaży jest marka Wólczanka (+8p.p. r/r do 28% w 2018 roku). Drugą pod względem istotności marką jest Vistula, w której stabilizacja udziału sprzedaży kanału internetowej w sprzedaży ogółem w 2017 roku r/r wynikała za zmiany sposobu rozliczenia zwrotów. **Widzimy potencjał do dalszego zwiększania udziału kanału internetowego w sprzedaży w markach Vistula, Wólczanka oraz do istotnego zwiększenia udziału w marce Bytom (osiągnięcie wartości wskaźnika odnotowanego w marce Vistula w 2018 roku oznaczałoby 50% potencjału wzrostu).**

### Udział kanału internetowego w sprzedaży w poszczególnych markach VRG

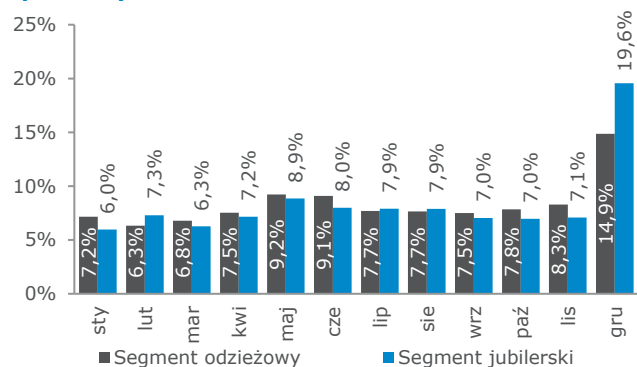


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

### Sezonowość sprzedaży

W VRG najważniejszymi kwartałami pod względem sprzedaży są 4Q oraz 2Q. Oba segmenty generują najwyższe obroty w grudniu, który ma szczególną istotność dla segmentu jubilerskiego. Ze względu na model zaopatrzenia sklepów (możliwość reagowania na zmianę warunków pogodowych) oraz strukturę oferowanych towarów, spółka ma relatywnie niską wrażliwość sprzedaży na zmieniające się warunki pogodowe.

### Średni udział poszczególnych miesięcy w rocznej sprzedaży w latach 2013-18



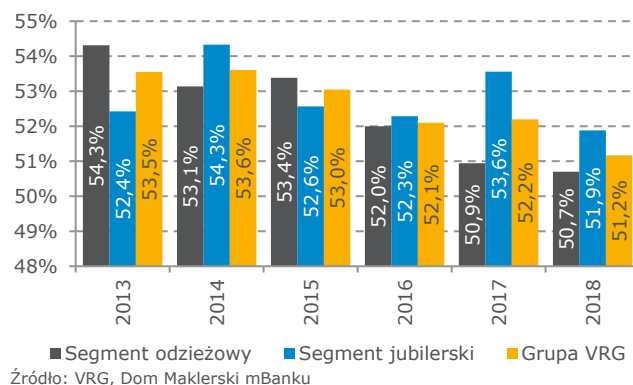
Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

### Potencjał do poprawy marży brutto na sprzedaży

Marża brutto na sprzedaży VRG zmniejszyła się z 53,5% w 2013 roku do 51,2% w 2018 roku. W podziale na segmenty można zaobserwować stabilizację rentowności sprzedaży w segmencie jubilerskim w analizowanym okresie oraz spadek rentowności w segmencie odzieżowym (spadek o 3,6 p.p. do 50,7% w okresie 2013-18). Naszym zdaniem na obniżenie marży brutto na sprzedaży w latach 2013-18 w segmencie odzieżowym wpływ miały zwiększona aktywność promocyjna oraz coraz wyższy udział kanału internetowego w sprzedaży. Wśród najważniejszych czynników mających wpływ na wzrost marży brutto na sprzedaży w przyszłych okresach można wymienić:

1. Połączenie z Bytom – nowa strategia cenowa oraz synergia zakupowe
2. Optymalizacja kosztów zaopatrzenia

### Marża brutto na sprzedaży w VRG

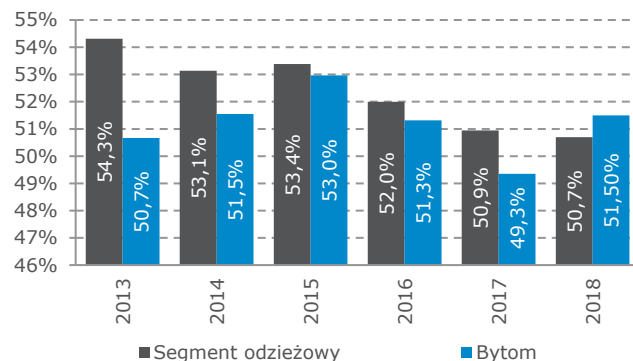


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

### Zmiana polityki cenowej oraz synergia zakupowe

Porównując dane o marży brutto na sprzedaży segmentu odzieżowego oraz spółki Bytom w latach 2013-18, widoczna jest presja na rentowność obu biznesów od 2016 roku. Naszym zdaniem powyższa tendencja była napędzana przez zaostrzenie polityki promocyjnej przez największych graczy na rynku. Zgodnie z szacunkami zarządu VRG, połączenie ze spółką BTM powinno pozwolić na zrealizowanie 8-10 mln PLN synergii marżowych (poprawa rentowności w markach Vistula, Wólczanka i Bytom) oraz 2 mln PLN synergii na poziomie kosztów SG&A.

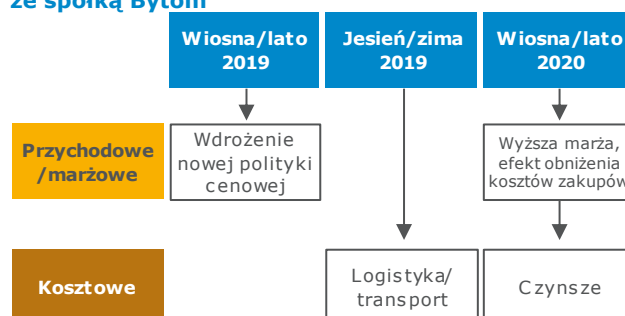
### Marża brutto na sprzedaży w segmencie odzieżowym vs. Bytom



Źródło: VRG, Bytom, Dom Maklerski mBanku; \*dane dla BTM wyliczone na podstawie sprawozdań kwartalnych i prezentacji VRG

Zgodnie z harmonogramem synergii ze spółką BTM, pierwszym etapem było wprowadzenie nowej polityki cenowej. Naszym zdaniem początkowe efekty takich działań odbijają się na spadku efektywności sprzedaży w markach segmentu odzieżowego.

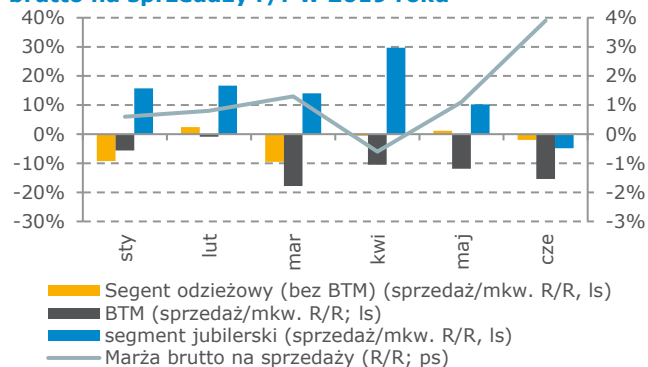
### Harmonogram oczekiwanych synergii po połączeniu ze spółką Bytom



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Należy zauważyć, że spółka istotnie poprawiła marżę brutto na sprzedaży w 2Q'19 (+1,6p.p. r/r na poziomie Grupy), pomimo niesprzyjającego kursu USDPLN podczas kupowania kolekcji. Czynnikiem wspierającym rentowność sprzedaży w czerwcu był znacznie niższy udział niskomarżowej sprzedaży zegarków w segmencie jubilerskim (w efekcie spadek efektywności sprzedaży w segmencie).

### Zmiana efektywności sprzedaży oraz zmiana marży brutto na sprzedaży r/r w 2019 roku



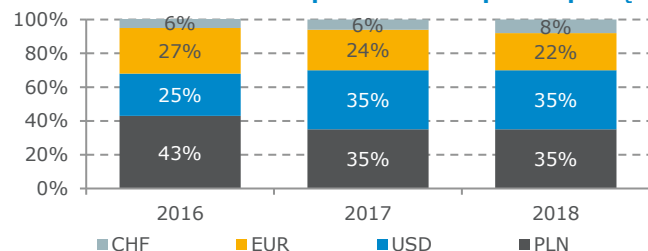
Źródło: VRG, Bytom, Dom Maklerski mBanku

Przy okazji zamawiania kolejnych kolekcji, VRG powinno generować dodatkowe synergije wynikające z lepszych warunków zakupowych. Ten czynnik oraz bardziej sprzyjający kurs USDPLN zakupu kolekcji jesień-zima'20 powinny wspierać osiąganą przez spółkę rentowność w 2H'19.

### Optymalizacja kosztów zaopatrzenia

VRG stara się optymalizować koszty zakupu towarów poprzez zamawianie coraz większej części kolekcji w krajach o niższych kosztach wytworzenia. Takiej tendencji sprzyja coraz wyższy udział kolekcji casualowej oraz akcesoriów w ofercie marek VRG. W latach 2016-18 Grupa odnotowała wzrost udziału kolekcji zamawianej w USD (wyższe zakupy towarów na Dalekim Wschodzie) oraz wzrost kolekcji denominowanej w CHF (zwiększenie udziału zegarków w sprzedaży segmentu jubilerskiego). Konsolidacja BTM powinna wpłynąć na dalsze zwiększanie zakupów denominowanych w USD.

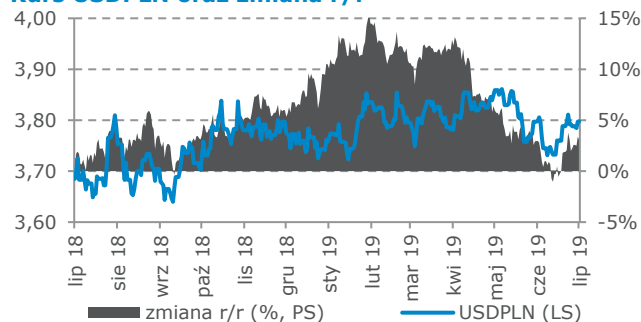
### Struktura walutowa zakupów towarów przez spółkę



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

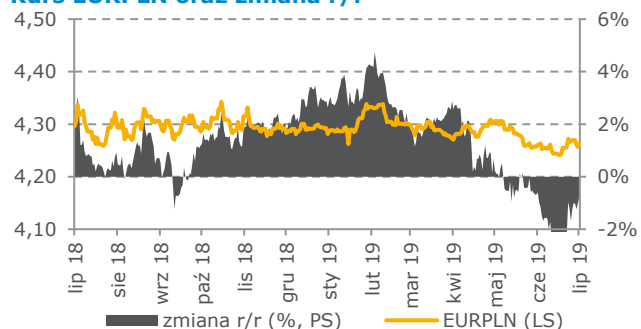
Biorąc pod uwagę zachowanie się kursu USDPLN, spółka kupowała kolekcję wiosna-lato'19 po kursie USDPLN wyższym o około 10% r/r (zmiana z przełomu 2018/19). Pomimo znacznie wyższych kosztów zakupu kolekcji r/r, VRG istotnie poprawiła marżę brutto na sprzedaży w 1H'19, co wskazuje na skuteczność zmienionej polityki cenowej. W przypadku kolekcji jesień-zima'20, szacujemy że średni kurs USDPLN zakupu towarów jest nieznacznie wyższy r/r. Biorąc pod uwagę dynamikę r/r kursu EURPLN, oczekujemy pozytywnego wpływu waluty na koszty zakupu w 2H'19 (22% kosztów zakupu sprzedanych towarów denominowanych było w EUR w 2018 roku).

### Kurs USDPLN oraz zmiana r/r



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

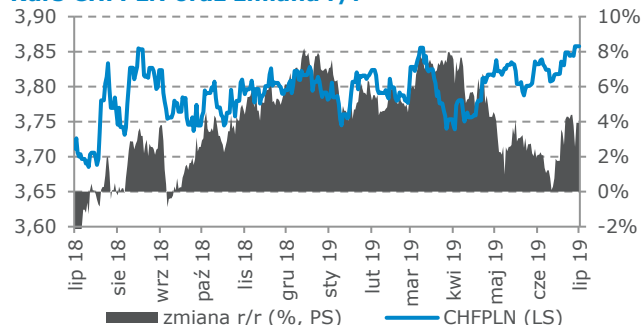
### Kurs EURPLN oraz zmiana r/r



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wzrost wartości sprzedanych zegarków w 2018 roku spowodował zwiększenie ekspozycji spółki na CHFPLN. Biorąc pod uwagę dynamikę zmian kursu franka szwajcarskiego r/r, oczekujemy lekko negatywnego wpływu waluty na rentowność spółki w kolejnych kwartałach.

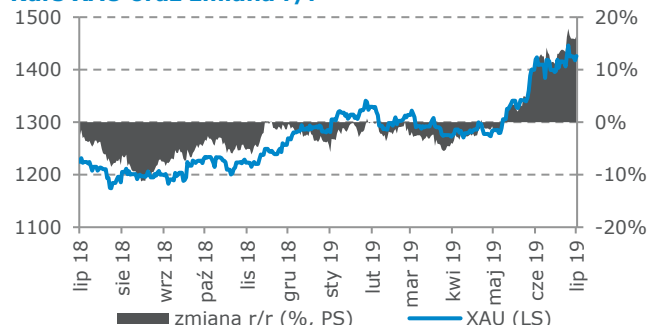
### Kurs CHFPLN oraz zmiana r/r



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Istotne wzrosty ceny złota pod koniec 2Q'19 r/r nie powinny mieć istotnego wpływu na rentowność segmentu jubilerskiego. Ceny oferowanych wyrobów są wyznaczone zgodnie z panującymi trendami na rynku surowców.

### Kurs XAU oraz zmiana r/r

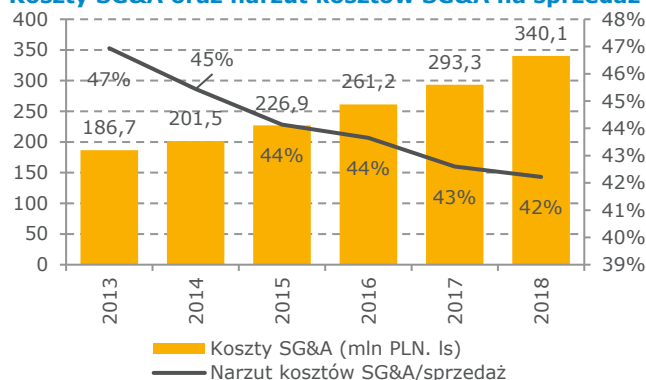


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu pod kontrolą

W latach 2013-18 średnioroczny wzrost kosztów SG&A wyniósł 12,8% vs. 15,2% CAGR 2013-18 sprzedaży. Dzięki dobrej dyscyplinie kosztowej oraz odpowiedniemu zarządzaniu sprzedażą (konsekwentna poprawa sprzedaży porównywalnej w latach 2013-18), narzut kosztów SG&A na sprzedaż zmniejszył się w każdym z analizowanych lat. Naszym zdaniem zakładane utrzymanie poprawy efektywności sprzedaży w kolejnych kwartałach powinno pozwolić na utrzymanie podobnej wartości wskaźnika narzutu kosztów pomimo oczekiwanej dalszej presji ze strony wynagrodzeń.

### Koszty SG&A oraz narzut kosztów SG&A na sprzedaż



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

W 2018 roku najwyższą dynamikę wzrostu miesięcznych kosztów sklepów/mkw. r/r odnotowała marka W. Kruk, na co wpływ miała wysoka sprzedaż oraz intensywny rozwój franczyzy. Wskaźnik kosztów sklepów/mkw. w pozostałych markach VRG rosły w jednocyfrowym tempie poniżej tempa wzrostu wskaźnika sprzedaży/mkw. r/r. VRG od grudnia 2018 konsoliduje wyniki Bytom, w którym koszty sklepów/mkw. są niższe niż dla VRG. Będzie to prowadziło do rozważania wskaźnika kosztów Grupy w kolejnych kwartałach (analogicznej zależności) oczekujemy w przypadku wskaźnika sprzedaży/mkw.)

### Zmiana wskaźnika miesięcznych kosztów sklepów/mkw. w markach VRG

	2015	2016	2017	2018	zmiana 2015-18
Vistula	377,0	418,0	429,0	446,0	5,8%
Wólczanka	529,0	674,0	732,0	761,0	12,9%
Bytom			411,0	424,0	
Deni Cler	372,0	399,0	402,0	426,0	4,6%
W. Kruk	664,0	721,0	779,0	866,0	9,3%
VRG*	535,5	584,4	602,1	535,4	0,0%

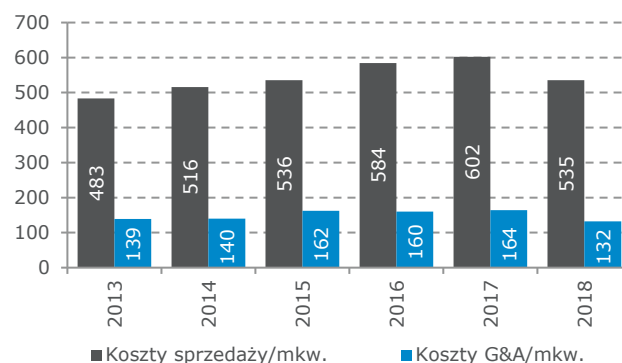
### zmiana r/r

Vistula	10,9%	2,6%	4,0%
Wólczanka	27,4%	8,6%	4,0%
Bytom			3,2%
Deni Cler	7,3%	0,8%	6,0%
W. Kruk	8,6%	8,0%	11,2%
VRG	9,1%	3,0%	-11,1%

Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku; \*wycięzenia własne

W latach 2013-17 wyższą średnioroczną dynamikę wzrostu odnotował wskaźnik miesięcznych kosztów sprzedaży/mkw. vs. wskaźnik miesięcznych kosztów ogólnego zarządu (odpowiednio 5,7% vs. 4,2% CAGR 2013-17). W analizie pomijamy rok 2018, którego porównywalność jest zaburzona przez konsolidację spółki Bytom. **Widzimy potencjał do rozważania kosztów G&A/mkw. w kolejnych okresach.**

### Wskaźnik miesięcznych kosztów sprzedaży/mkw. oraz kosztów G&A/mkw.

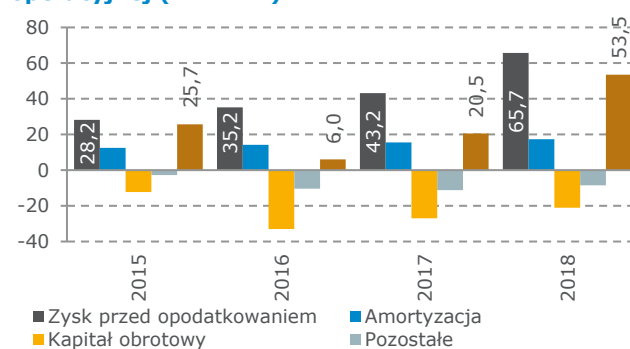


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

## Wysokie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy

Wysokie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy wynika z bardzo wysokiego poziomu zapasów w segmencie jubilerskim. Niemniej wzrost skali biznesu oraz poprawa rentowności pozwala spółce na generowanie coraz wyższych przepływów z działalności operacyjnej pomimo ciągłej ekspansji powierzchni sprzedażowej. **Wygenerowana gotówka z działalności operacyjnej zwiększyła się z 26 mln PLN w 2017 roku do 54 mln PLN w 2018 roku, co głównie wynikało ze wzrostu wyniku w tym okresie.**

### Dekompozycja przepływów z działalności operacyjnej (mln PLN)

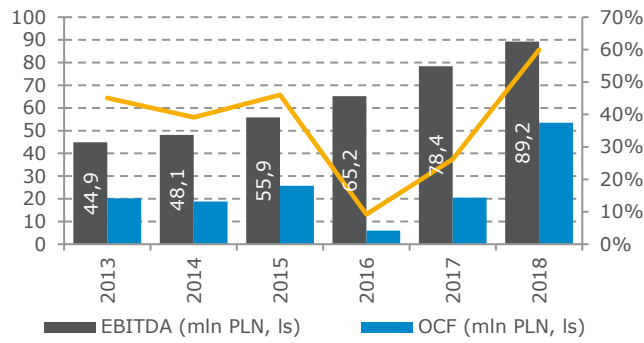


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Średnia wartość wskaźnika OCF (przepływów z działalności operacyjnej)/EBITDA wyniosła 37,6% w latach 2013-18, a sam wskaźnik osiągnął najwyższą wartość w okresie w 2018 roku. Oczekujemy, że prognozowana dalsza poprawa wyniku VRG w 2019 roku oraz konsolidacja spółki BTM o niższym cyklu konwersji gotówki od VST, powinny skompensować wyższe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (zakładane przyśpieszenie wzrostu powierzchni sprzedażowej w segmencie jubilerskim) i pozwolić na utrzymanie wysokiej wartości wskaźnika OCF/EBITDA.



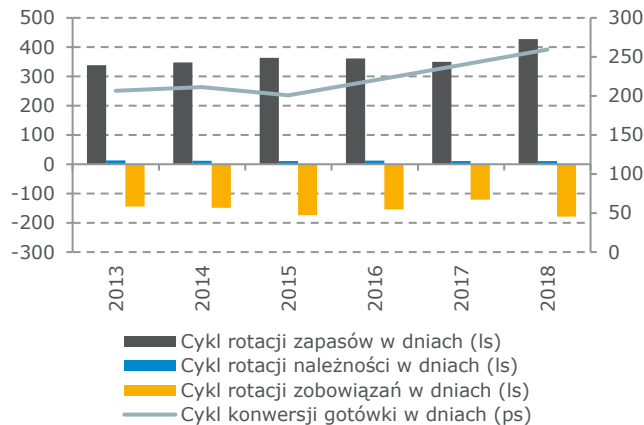
**EBITDA, OCF oraz wskaźnik OCF/EBITDA**



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

**VRG ma bardzo wysoką wartość cyklu konwersji gotówki w dniach, co wynika przede wszystkim z wysokiej wartości zapasów w segmencie jubilerskim.** W 2018 roku wyliczone wskaźniki rotacji są zaburzone przez połączenie ze spółką Bytom. Naszym zdaniem spółka ma potencjał do optymalizacji poziomu zapasów w średnim terminie. Ponadto, VRG wraz z konsolidacją spółki Bytom rozpoznała 20,9 mln PLN z faktoringu odwrotnego na koniec 2018 roku. **Zwiększenie skali użycia faktoringu odwrotnego stwarza potencjał do wydłużenia cyklu konwersji zobowiązań w dniach.**

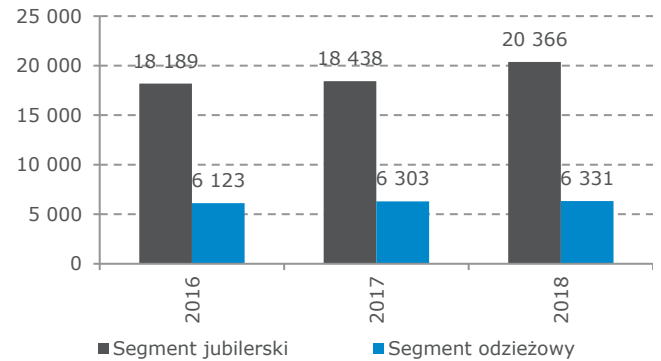
**Wskaźniki rotacji składników kapitału obrotowego w dniach oraz cykl konwersji gotówki**



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

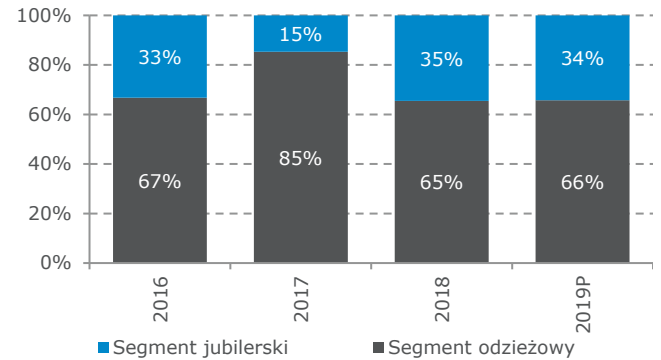
W 2018 roku wskaźnik zapasów/mkw. w segmencie jubilerskim zwiększył się o 10,5% r/r, na co wpływ miało wyższe zatowarowanie w kategorii zegarki oraz przygotowanie pod przyspieszenie ekspansji sieci w 2019 roku. Zgodnie z opublikowanym celem rozwoju sieci, powierzchnia salonów działających w segmencie jubilerskim ma się powiększyć o 15% r/r (+1,4 tys. mkw. w 2019 roku vs. 0,9 tys. mkw. w 2018 roku). **Zakładając dalszy wzrost wskaźnika zapasów/mkw. o 1% r/r w obu segmentach oraz uwzględniając plany ekspansji powierzchni na 2019 rok, szacujemy że VRG powiększy zapasy o około 54 mln PLN w 2019 roku.**

**Zapasy/mkw. w segmencie jubilerskim i segmencie odzieżowym**



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

**Udział segmentów w nowej powierzchni w poszczególnych latach**

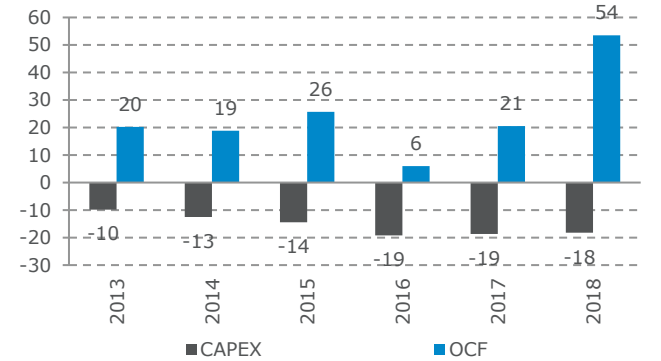


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

**Capex się stabilizuje przez franczyzę**

**Generowany przez spółkę OCF pozwala na pokrycie w pełni potrzeb inwestycyjnych.** Głównymi czynnikami wpływającymi na poziom Capex były inwestycje w rozwój sieci sprzedażowej oraz rozwój IT. Oczekujemy, że wzrost udziału powierzchni franczyzowej w nowych otwarciach może przełożyć się na utrzymanie relatywnie niskiego poziomu nakładów kapitałowych w kolejnych latach.

**Udział segmentów w nowej powierzchni w poszczególnych latach**



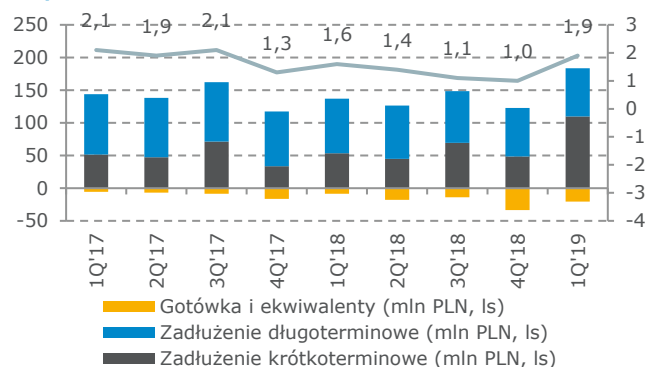
Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku



## DN/EBITDA na bezpiecznym poziomie

Wzrost wskaźnika długu netto w relacji do EBITDA na koniec 1Q'19 jest związany ze zwiększeniem zatowarowania pod ekspansję w 2019 roku oraz z rozpoznaniem faktoringu odwrotnego na potrzeby finansowania dostawców w wysokości 16,6 mln PLN. **Oczekiwana poprawa przepływów pieniężnych w przyszłych okresach powinna pozwolić spółce na redukcję wskaźnika DN/EBITDA w kolejnych latach.**

### Poziom zadłużenia, gotówki netto oraz wskaźnik DN/EBITDA



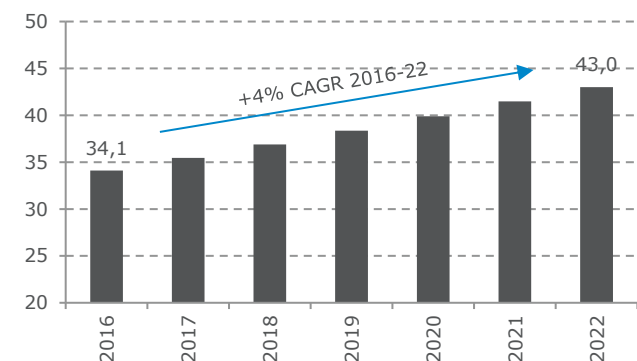
Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

## Otoczenie rynkowe

### Rynek odzieżowy

Według danych PMR 2017, wartość rynku odzieżowo-obuwicznego w Polsce wynosi 34,1 mld PLN, w którym 26,3 mld PLN stanowi odzież (dane za 2016 rok). Średni roczny wskaźnik wzrostu sektora wynosi ok. +4% r/r (w latach 2016-2022). W 2022 roku prognozowana wartość rynku modowego w Polsce wyniesie >43 mld PLN (według prognozy PMR). Obecnie zarejestrowanych jest >2 tys. podmiotów zajmujących się produkcją odzieży. Wśród jednych z największych spółek na polskim rynku odzieżowym i obuwniczym można wymienić Inditex, H&M, LPP, Monnari Tade, czy CCC.

### Prognoza wartości runku modowego w latach 2016-22

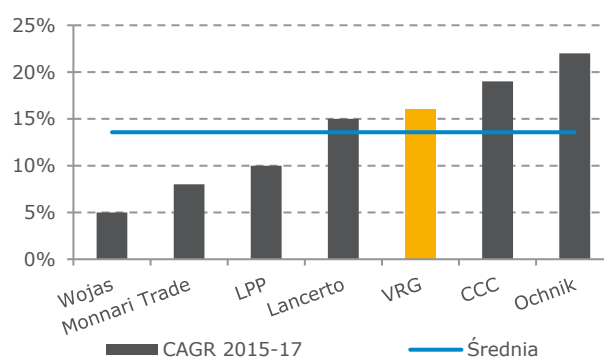


Źródło: PMR, Dom Maklerski mBanku

Na sektor odzieżowy istotny wpływ mają trendy konsumenckie. Spółki działające w branży dynamicznie dostosowują się do zmian w preferencjach klientów. Istotnym czynnikiem wpływającym na efektywność sprzedaży i skuteczność kampanii marketingowych jest wprowadzanie rozwiązań IT. W ostatnich latach intensywne nakłady na ten obszar ponosiło LPP (wprowadzanie nowych rozwiązań, wprowadzenie technologii RFID w 2019 roku).

W latach 2015-17 przychody wszystkich spółek odzieżowych rosły w średnim tempie 13,6%. Segment odzieżowy Grupy Vistula rośnie r/r średnio +16,0% (w latach 2015-17), co jest wynikiem wyżej wyliczonej średniej dla analizowanych podmiotów. Średnia zmiana wysokości przychodów spółki wynosi 53,5 mln PLN.

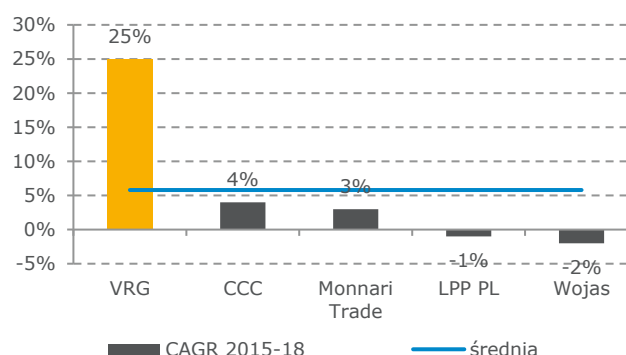
### Średnioroczny wzrost sprzedaży spółek odzieżowych i obuwniczych w latach 2015-17



Źródło: Dane spółek, Dom Maklerski mBanku

Biorąc pod uwagę dynamikę zmian liczby placówek w poszczególnych markach w Polsce, widoczna jest stopniowa optymalizacja liczby lokalizacji w niektórych podmiotach. Z drugiej strony, **spółki decydują się na powiększanie średniej powierzchni swoich salonów w najlepszych lokalizacjach, co pozwala na zwiększenie atrakcyjności salonu, ekspozycję większej ilości towaru oraz optymalizację kosztów w przeliczeniu na mkw. (często obniżenie kosztów najmu/mkw. oraz kosztów pracowniczych/mkw.).**

### Średnioroczne tempo wzrostu liczby sklepów spółek w latach 2015-18

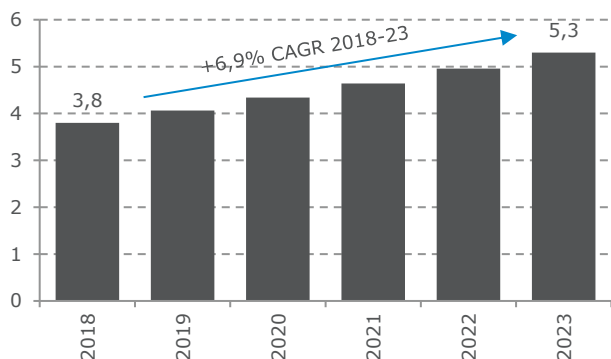


Źródło: Dane spółek, Dom Maklerski mBanku

## Rynek jubilerski

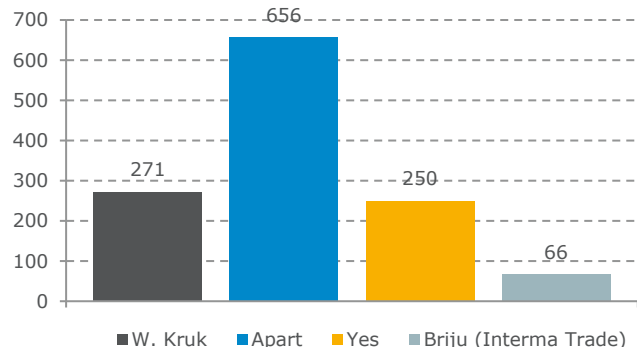
Według szacunków KPMG, wartość rynku biżuterii i zegarków wyniosła 3,8 mld PLN w 2018 roku, z czego 3 mld PLN przypadało na biżuterię, a 0,8 mld PLN na zegarki. Prognozowana wartość rynku luksusowej biżuterii i zegarków w 2023 roku ma wynieść 5,3 mld PLN, co przekłada się na średnioroczny wzrost rynku w tempie 6,9% CAGR 2018-23. Czynnikiem napędzającym wartość rynku jest wzrost zamożności społeczeństwa. Zgodnie z szacunkami KPMG, liczba zamożnych osób zwiększyła się o 8,7% r/r do 1303 tys. osób w 2018 roku, a ich łączny dochód powinien wynieść 284 mld PLN (+9,1% r/r)

### Prognoza rynku biżuterii i zegarków w latach 2018-23



Źródło: KPMG, Dom Maklerski mBanku

### Przychody spółek jubilerskich w 2017 roku (mln PLN)



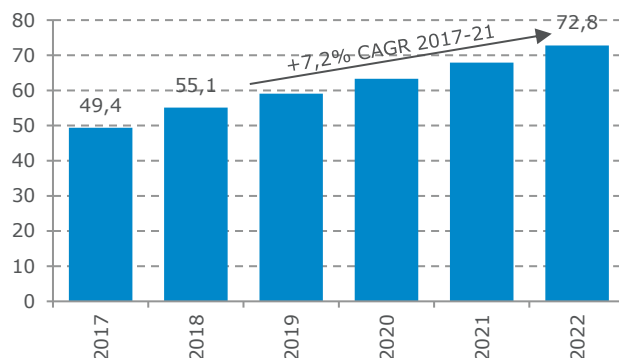
Źródło: Dane spółek, Dom Maklerski mBanku

Rynek jubilerski w Polsce jest rozdrobiony, gdzie zarejestrowanych jest >11,5 tys. sklepów jubilerskich (źródło: Rzeczpospolita). Na rynku krajowym występują trzej główni gracze: Apart, Kruk i Yes. Mniejsze podmioty to Briju, Jubitom, czy Schubert.

## Rynek e-commerce

Przyszłość branży modowej jest silnie związana ze stałym rozwojem e-commerce i pojawianiem się nowych sklepów internetowych. **Rynek e-commerce w Polsce miał wartość 49,4 mld PLN w 2018 roku, a w 2019 roku ma wzrosnąć o 11,5% r/r do 55,1 mld PLN.** Według badań „E-commerce w Polsce 2017”, w 2017 roku 54% polskich internautów kupowało online (vs. 50% w roku 2016). Średni udział zakupów internetowych w całościowym handlu w Polsce wynosi 12,4% przy średniej europejskiej na poziomie 11,3% (źródło: DPDgroup Barometr E-shopper 2017).

### Wartość rynku e-commerce w Polsce w latach 2017-21 (mld USD)



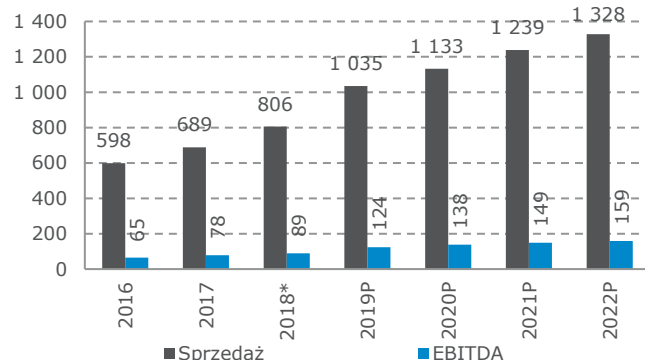
Źródło: PMR, Dom Maklerski mBanku

Z danych Statista wynika, że największy potencjał sprzedaży internetowej posiada segment modowy. Zgodnie z badaniem przeprowadzonym przez GFK w 2018 roku, 5 największych marek w wybranych segmentach rynku skupia średnio 80% ruchu w swojej kategorii. W obecnym otoczeniu rynkowym sklep internetowy jest uzupełnieniem wymaganych przez klientów kanałów sprzedażowych i pełni funkcję nie tylko dystrybucyjną, ale również informacyjną i marketingową.

## Nasze prognozy

**Oczekujemy, że konsolidacja wyników Bytom oraz pierwsze efekty synergii pozwolą VRG na poprawę sprzedaży/EBITDA o 28,5%/39% r/r do 1035/124 mln PLN w 2019 roku.** Oprócz wzrostu sprzedaży, głównymi czynnikami wpływającymi na wynik powinny być (1) poprawa marży brutto na sprzedaży oraz (2) utrzymanie dyscypliny kosztowej. W latach 2020/21 oczekujemy nieznaczniejszego zmniejszenia dynamiki poprawy rezultatów spółki głównie ze względu na zmniejszenie tempa wzrostu powierzchni.

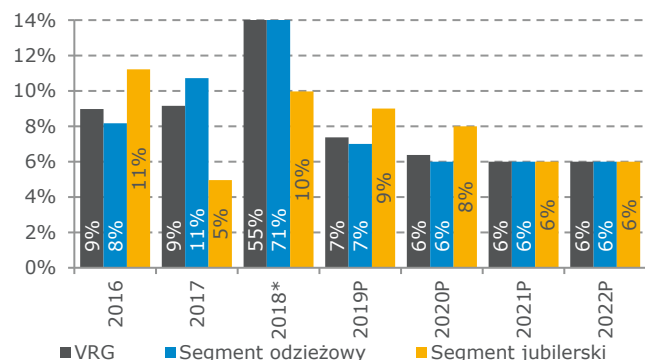
### Prognozowany wzrost sprzedaży oraz EBITDA do 2022 roku



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

**Wzrost powierzchni w 2019 roku szacujemy zgodnie z przedstawionymi celami spółki.** W kolejnych latach oczekujemy wyższej dynamiki wzrostu powierzchni w segmencie jubilerskim w związku z dalszym rozwojem konceptu franczyzowego. **Uwzględniając nasze prognozy oczekujemy wzrostu powierzchni Grupy w tempie 6,4% CAGR 2018-22.**

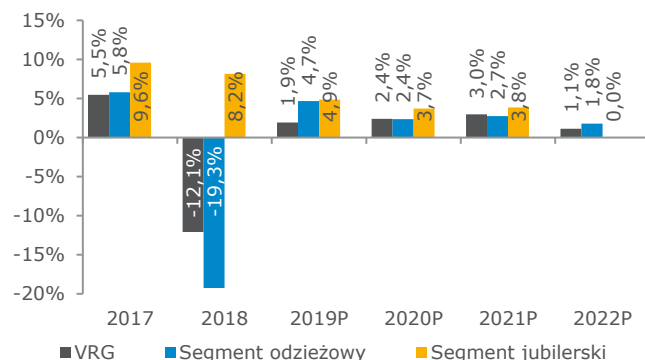
### Wzrost powierzchni sprzedażowej VRG w podziale na segmenty



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku; \*dynamika zaburzona przez konsolidację spółki BTM

Wskaźnik sprzedaży/mkw. w 2018 roku był zaburzony przez konsolidację wyników Bytom. W kolejnych latach oczekujemy utrzymania pozytywnych trendów w segmencie jubilerskim (spółka zwiększa udział zegarków w sprzedaży) oraz stopniowego pozytywnego wpływu zmodyfikowanej polityki cenowej na wyniki segmentu odzieżowego. **W efekcie prognozujemy, że wskaźnik sprzedaży/mkw. dla VRG wzrośnie w tempie 2,1% CAGR 2018-22.**

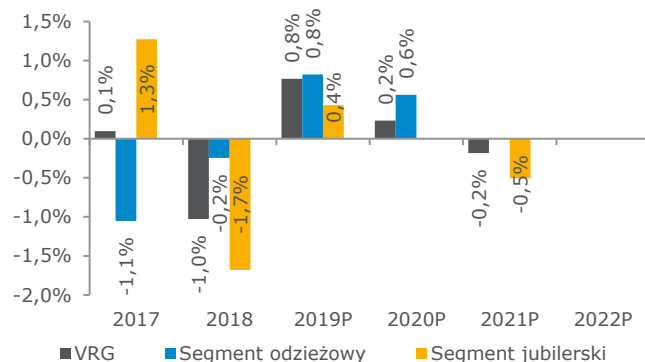
### Zmiana wskaźnika sprzedaży/mkw. r/r



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku; \*dynamika zaburzona przez konsolidację spółki BTM

Po spadkach marży brutto na sprzedaży w 2018 roku oczekujemy odbicia rentowności w 2019 roku wspieranej zmianą polityki cenowej w segmencie odzieżowym oraz brakiem negatywnego wpływu kursu USDPLN na rentowność w 2H'19. W 2020 roku oczekujemy pozytywnego wpływu synergii zakupowych na rentowność segmentu odzieżowego. Jednocześnie przyjmujemy bardziej konserwatywne założenia dotyczące rentowności w segmencie jubilerskim w 2021 roku.

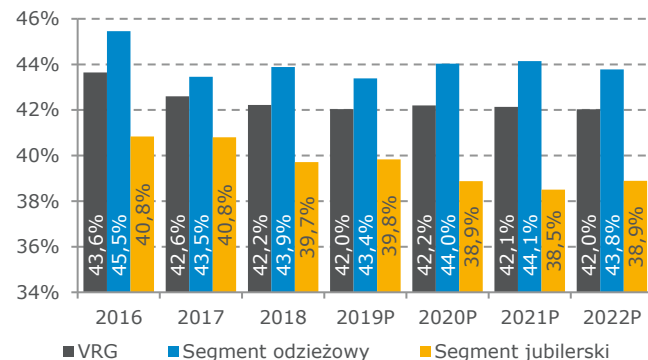
### Zmiana marży brutto na sprzedaży r/r



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Wzrost efektywności sprzedaży w latach 2019-22 powinien pozwalać VRG na kompensowanie presji kosztowej wynikającej z rosnących kosztów wynagrodzeń. W efekcie **nie oczekujemy istotnej zmiany narzutu kosztów SG&A na sprzedaż w latach 2019-22.**

### Narzut kosztów SG&A na sprzedaż spółki



Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

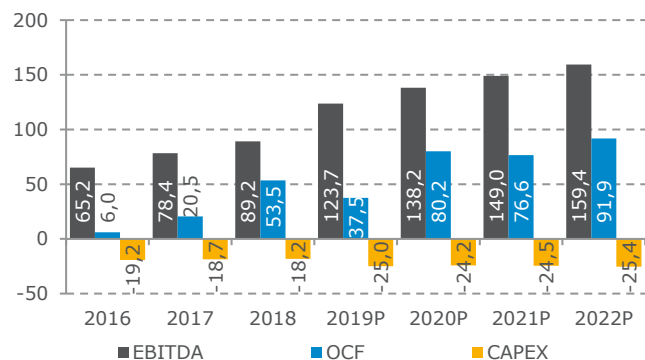
Biorąc wszystkie powyższe czynniki, oczekujemy poprawy marży EBIT w VRG o 0,9p.p. r/r do 9,8% w 2019 roku oraz utrzymania tego poziomu rentowności w kolejnych latach.

### Podstawowe wskaźniki efektywności

	'17	'18	'19P	'20P	'21P
Sprzedaż/mkw. (PLN)	1 798,4	1 581,1	1 611,7	1 650,5	1 699,5
MBNS	52,2%	51,2%	51,9%	52,2%	52,0%
Narzut SG&A	42,6%	42,2%	42,0%	41,9%	41,7%
SG&A/mkw.	766,1	667,5	677,5	691,3	709,3
marża EBIT	9,1%	8,9%	9,8%	10,2%	10,2%
Powierzchnia (tys. mkw.)	33,3	51,6	55,4	59,0	62,5
<b>zmiana r/r</b>					
Sprzedaż/mkw.	5,5%	-12,1%	1,9%	2,4%	3,0%
MBNS	0,1p.p.	-1p.p.	0,8p.p.	0,2p.p.	-0,2p.p.
Narzut SG&A	-1p.p.	-0,4p.p.	-0,2p.p.	-0,2p.p.	-0,1p.p.
SG&A/mkw.	2,9%	-12,9%	1,5%	2,0%	2,6%
marża EBIT	0,6p.p.	-0,2p.p.	0,9p.p.	0,4p.p.	0p.p.
Powierzchnia	9,2%	55,0%	7,4%	6,4%	6,0%

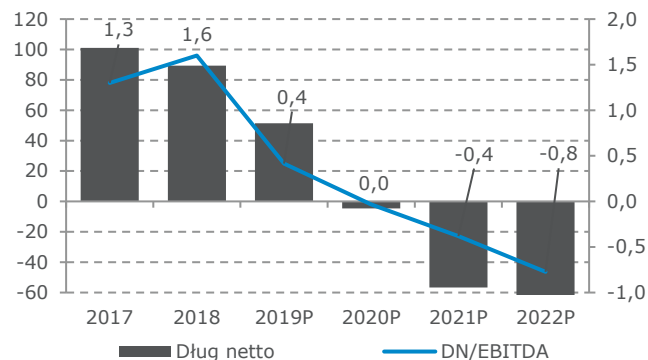
Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

**Prognozujemy, że w latach 2019-22P wskaźnik OCF/EBITDA (oczyszczony o MSSF 16) będzie na średnim poziomie 49%, co jest poniżej wartości 60% wygenerowanej w 2018 roku.** W związku z zakładanym intensywnym rozwojem powierzchni sprzedażowej w segmencie jubilerskim, uwzględniamy wyższe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy w kolejnych latach.

**EBITDA, przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (OCF)\* oraz CAPEX**


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku; \*oczyszczone o wpływ MSSF 16

Zakładana poprawa wyniku spółki oraz ograniczenie wzrostu CAPEX w związku z przyspieszeniem rozwoju sklepów franczyzowych, powinny pozwolić spółce na **obniżenie wskaźnika DN/EBITDA (oczyszczone o MSSF 16) do 0 w 2020 roku.**

**Dług netto oraz wskaźnik DN/EBITDA**


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

**Prognozy 2Q'19**

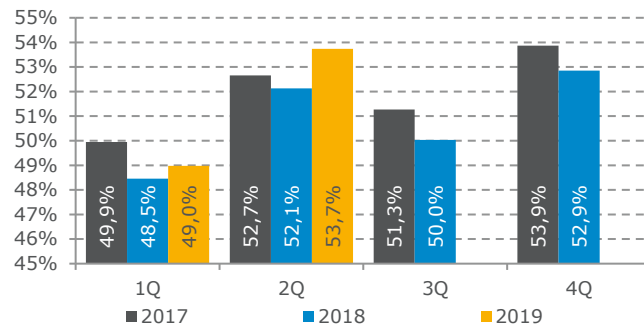
Zgodnie z opublikowanymi raportami miesięcznymi oczekujemy wzrostu sprzedaży o 39% r/r w 2Q'19. Zwracamy uwagę na poprawę marży brutto na sprzedaży o 1,6p.p. r/r do 53,7% w 2Q'19, pomimo wyższego kursu USDPLN przy zakupie kolekcji. W 2Q'19, oczekujemy wzrostu EBITDA o 53% r/r do 36,1 mln PLN.

**Prognozy kwartalne dla VRG**

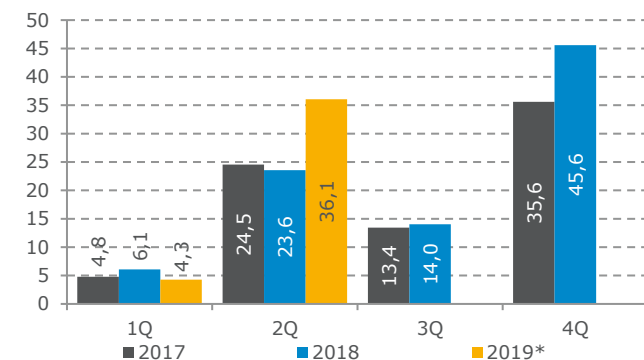
(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r	2019P	YTD
Przychody	269,0	192,9	39%	1085,0	33%
ZBNS.	144,5	100,6	44%	562,1	32%
marża	53,7%	52,1%		51,8%	
EBITDA	36,1	23,6	53%	122,9	24%
marża EBITDA	13,4%	12,2%		11,3%	
EBIT	30,5	19,2	59%	100,9	21%
Zysk brutto	27,8	17,6	58%	89,7	20%
Zysk netto	22,5	14,1	59%	74,9	19%

Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Zwracamy uwagę, że marża brutto na sprzedaży oraz wynik EBITDA będą dodatkowo wspierane przez efekt bazy w kolejnych kwartałach.

**Kwartałny poziom marży brutto na sprzedaży w latach 2017-19**


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

**EBITDA kwartalnie w latach 2017-19**


Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku; \*prognoza mDM

**Program motywacyjny zarządu vs. Nasze oczekiwania**

Zwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy zatwierdziło dnia 27.06.2018 program motywacyjny dla zarządu VRG na lata 2018-20. W ramach przyjętego programu spółka wyemituje 7 050 000 warrantów subskrypcyjnych (trzy transe po 2 350 000 dla każdego z lat) konwertowane na akcje serii P. Program zakłada wzrost kursu VRG w każdym z okresów o nie mniej niż +7,5p.p. vs. WIG, zaraportowanie EBITDA na poziomie 95/130/145 mln PLN w latach 2018-20 oraz zaraportowanie zysku netto na poziomie 54/77/85 mln PLN w latach 2018-20. Realizacja warunków jest rozpatrywana osobno dla każdego z lat, a wagi są przyporządkowane następująco 50% dla warunku pierwszego oraz po 25% dla warunków drugiego i trzeciego. Realizacja warunku drugiego i trzeciego na poziomie ponad 90% celu uprawnia do objęcia 50% przyporządkowanych warrantów subskrypcyjnych.

**Założenia programu motywacyjnego oraz prognozy mDM**

	2018	2019P	2020P
Wzrost kursu akcji ponad WIG	+7,5p.p.	+7,5p.p.	+7,5p.p.
EBITDA	95	130	145
Zysk netto	55	78	90

**Prognoza mDM**

	2018	2019P	2020P
EBITDA	89	206	225
Zysk netto	54	74	85

**Realizacja programu**

	2018	2019P	2020P
VRG PW vs. WIG	+1,7p.p.		
EBITDA	93,9%	158,2%	155,5%
Zysk netto	97,3%	94,7%	94,4%

Źródło: VRG, Dom Maklerski mBanku

Uwzględniając nasze założenia dla spółki, oczekujemy realizacji celu na poziomie EBITDA/zysku netto w przedziale 90-100% w latach 2018-20, co implikuje przyznanie 25% z puli warrantów subskrypcyjnych (1 762 5000 sztuk). Cel dotyczący zachowania się kursu spółki nie został zrealizowany w 2018 roku, jednak zgodnie z przyjętymi założeniami, nieprzydzielone warranty mogą zostać przekazane w przypadku +15p.p. wzrostu kursu VRG ponad WIG w 2019 roku oraz w przypadku 22,5p.p wzrostu kursu VRG ponad WIG w 2020 roku.

## Podatek od sprzedaży detalicznej

Wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej podważający decyzje Komisji Europejskiej dotyczącą wprowadzenia podatku od sprzedaży detalicznej w Polsce zwiększył szanse na ustanowienie nowej daniny. Zgodnie z informacjami prasowymi KE odwołała się od decyzji TSUE. Przygotowana zmiana do ustawy o podatku detalicznym zakłada obowiązek składania deklaracji podatkowych przez spółki detaliczne od września 2019. W przypadku uprawomocnienia się wyroku potwierdzającego słuszność formuły podatku detalicznego, ma obowiązywać 3-miesięczny termin płatności naliczonego podatku. Podatek od sprzedaży detalicznej liczony jest od sprzedaży miesięcznej zrealizowanej w sklepach stacjonarnych (nie dotyczy sprzedaży internetowej) i obejmuje trzy progi: (1) kwotę wolną od opodatkowania do 17 mln PLN, (2) 0,8% dla sprzedaży między 17-170 mln PLN miesięcznie, oraz (3) 1,4% dla sprzedaży powyżej 170 mln PLN miesięcznie. Zgodnie z wyliczeniami VRG, podatek od sprzedaży detalicznej mógłby przełożyć się na możliwy koszt w wysokości 4 mln PLN w 2020 roku. **Naszym zdaniem, istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że potencjalny negatywny wpływ podatku na wyniki zostanie zniwelowany przez dostosowanie polityki cenowej spółki. Nie uwzględniamy potencjalnego wprowadzenia podatku w naszych prognozach.**

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	443,4	514,2	598,5	688,5	805,7	1 035,3	1 132,9	1 238,6	1 327,7
zmiana	11,5%	16,0%	16,4%	15,0%	17,0%	28,5%	9,4%	9,3%	7,2%
Koszt własny sprzedaży	205,7	241,4	286,7	329,1	393,4	497,6	541,9	594,7	637,5
Zysk brutto na sprzedaży	237,7	272,7	311,8	359,4	412,3	537,7	591,0	643,8	690,2
marża brutto na sprzedaży	53,6%	53,0%	52,1%	52,2%	51,2%	51,9%	52,2%	52,0%	52,0%
Koszty sprzedaży	158,5	174,1	205,1	230,5	272,8	414,9	474,5	516,9	553,4
Koszty ogólnego zarządu	43,0	52,8	56,1	62,8	67,3	20,2	0,0	0,0	0,0
Pozostała działalność operacyjna netto	0,6	-2,5	0,4	-3,2	-0,2	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0
EBIT	36,8	43,3	50,9	62,8	71,9	101,4	115,5	125,9	135,8
zmiana	9,4%	17,8%	17,6%	23,3%	14,4%	41,1%	14,0%	9,0%	7,8%
marża EBIT	8,3%	8,4%	8,5%	9,1%	8,9%	9,8%	10,2%	10,2%	10,2%
Wynik na działalności finansowej	-11,3	-11,2	-6,6	-7,8	-6,2	-11,2	-10,6	-9,8	-9,0
Zysk brutto	25,5	32,1	44,3	55,0	65,7	90,2	104,9	116,1	126,8
Podatek dochodowy	-5,2	-6,8	-9,3	-11,8	-12,2	-16,3	-19,9	-22,1	-24,1
Zysk netto	20,3	25,4	35,0	43,2	53,5	73,9	85,0	94,0	102,7
zmiana	-55,0%	25,0%	38,2%	23,3%	23,9%	38,0%	15,0%	10,7%	9,2%
marża	4,6%	4,9%	5,9%	6,3%	6,6%	7,1%	7,5%	7,6%	7,7%
Amortyzacja	11,3	12,5	14,2	15,5	17,3	22,3	22,7	23,1	23,6
EBITDA	48,1	55,9	65,2	78,4	89,2	205,6	225,5	241,5	257,4
EBITDA (bez MSSF 16)	48,1	55,9	65,2	78,4	89,2	123,7	138,2	149,0	159,4
zmiana	7,1%	16,0%	16,7%	20,2%	13,8%	38,7%	11,7%	7,8%	7,0%
marża EBITDA	10,9%	10,9%	10,9%	11,4%	11,1%	11,9%	12,2%	12,0%	12,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	173,9	173,9	173,9	173,9	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5
EPS	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4
ROA	3,2%	3,8%	4,8%	5,6%	5,7%	5,5%	5,2%	5,4%	5,5%
ROE	4,8%	5,7%	7,4%	8,3%	7,9%	8,8%	9,2%	9,3%	9,3%



## Bilans

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>AKTYWA</b>	645,3	697,3	751,5	778,8	1 113,4	1 569,4	1 680,7	1 804,5	1 934,2
Majątek trwały	420,2	424,6	428,5	425,5	593,2	918,4	940,1	961,7	985,0
Rzeczowe aktywa trwałe	52,0	57,0	61,3	59,4	78,0	84,0	85,5	86,8	88,7
Wartości niematerialne i prawne	359,2	357,7	357,6	358,8	507,3	507,1	507,1	507,1	507,1
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	7,4	7,9	8,2	5,8	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Pozostałe	1,6	2,0	1,3	1,5	1,5	320,8	341,0	361,3	382,8
Majątek obrotowy	225,1	272,7	323,0	353,4	520,1	651,1	740,6	842,9	949,2
Zapasy	196,1	240,6	284,0	315,3	460,8	514,6	553,0	606,9	650,6
Należności	14,5	15,2	21,0	20,2	23,9	34,3	41,5	49,7	57,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	13,2	15,6	16,8	16,4	33,5	98,8	142,8	182,9	237,4
Pozostałe	1,4	1,4	1,3	1,4	1,9	3,3	3,3	3,3	3,3
<b>PASYWA</b>	645,3	697,3	751,5	778,8	1 113,4	1 569,4	1 680,7	1 804,5	1 934,2
Kapitał własny	430,6	458,5	494,4	542,5	805,1	879,2	964,1	1 058,2	1 160,9
Zobowiązania długoterminowe	109,6	101,1	95,1	85,3	76,8	283,4	283,4	283,4	283,4
Kredyty i pożyczki	0,0	98,1	91,9	82,1	70,8	70,5	70,5	70,5	70,5
Pozostałe	109,6	3,0	3,2	3,2	6,0	212,9	212,9	212,9	212,9
Zobowiązania krótkoterminowe	105,1	137,7	162,0	151,0	231,5	406,9	433,1	463,0	489,9
Kredyty i pożyczki	6,0	5,9	17,7	20,4	14,6	79,7	67,7	55,7	43,7
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	83,7	114,9	121,2	108,8	192,8	203,0	221,0	242,6	260,1
Leasing finansowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	114,3	134,5	154,8	176,2
Pozostałe	15,4	16,9	23,2	21,8	24,0	9,9	9,9	9,9	9,9
Dług	6,0	103,9	109,6	102,6	85,4	150,2	138,2	126,2	114,2
Dług netto	-7,2	88,4	92,8	86,2	51,9	51,4	-4,6	-56,7	-123,1
(Dług netto / kapitał własny)	-1,7%	19,3%	18,8%	15,9%	6,4%	5,8%	-0,5%	-5,4%	-10,6%
(Dług netto / EBITDA)	-0,1	1,6	1,4	1,1	0,6	0,3	0,0	-0,2	-0,5
BVPS	2,5	2,6	2,8	3,1	3,4	3,7	4,1	4,5	5,0

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>Przepływy operacyjne</b>	18,8	25,7	6,0	20,5	53,5	119,4	167,4	169,0	189,9
Zysk brutto	20,3	28,2	35,2	43,2	65,7	72,3	85,0	94,0	102,7
Amortyzacja	11,3	12,5	14,2	15,5	17,3	22,3	22,7	23,1	23,6
Amortyzacja leasingu finansowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	81,9	87,2	92,5	98,0
Zmiana stanu rezerw	0,6	1,8	2,3	0,5	-2,9	-2,6	0,0	0,0	0,0
Kapitał obrotowy	-12,5	-12,3	-33,0	-27,0	-21,1	-51,3	-27,5	-40,6	-34,4
Pozostałe	-0,9	-4,6	-12,7	-11,8	-5,6	-3,2	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	-12,3	-12,6	-18,0	-15,3	-18,6	-24,8	-24,2	-24,5	-25,4
CAPEX	-12,5	-14,4	-19,2	-18,7	-18,2	-25,0	-24,2	-24,5	-25,4
Pozostałe	0,2	1,8	1,2	3,4	-0,4	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	-11,6	-10,7	13,2	-5,0	-17,8	-29,4	-99,2	-104,5	-110,0
Kredyty i pożyczki	-0,8	108,1	9,4	-8,4	8,0	53,6	-12,0	-12,0	-12,0
Dłużne papiery wartościowe	-10,5	-119,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,3	0,2	3,9	3,4	-25,8	-83,0	-87,2	-92,5	-98,0
<b>Zmiana stanu środków na koniec okresu</b>	-5,0	2,4	1,3	0,3	17,1	65,3	44,0	40,1	54,4
Wpływ różnic kursowych	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	13,2	15,6	16,8	16,4	33,5	98,8	142,8	182,9	237,4
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	15,7	20,0	2,3	19,2	36,6	29,1	64,6	60,0	73,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	2,8%	2,8%	3,2%	2,7%	2,3%	2,4%	2,1%	2,0%	1,9%

**Wskaźniki rynkowe\***

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
P/E*	36,0	28,8	20,8	16,9	18,4	13,3	11,6	10,5	9,6
P/CE*	23,1	19,3	14,8	12,4	13,9	10,2	9,1	8,4	7,8
P/BV	1,7	1,6	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
P/S	1,6	1,4	1,2	1,1	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7
FCF/EV*	0,9%	-0,1%	2,7%	2,2%	0,6%	0,2%	2,5%	3,4%	5,4%
EV/EBITDA*	20,8	23,3	33,8	18,8	14,4	12,3	11,1	9,7	8,7
EV/EBIT*	27,5	33,7	73,8	28,4	21,1	18,0	16,7	14,3	12,6
EV/S*	1,9	1,6	1,4	1,2	1,3	1,0	0,9	0,7	0,6
OCF/EBITDA	39%	46%	9%	26%	60%	30%	58%	51%	58%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cena (PLN)</b>	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Liczba akcji na koniec roku (mln)	173,9	173,9	173,9	173,9	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5
MC (mln PLN)	730	730	730	730	985	985	985	985	985
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)*	831	828	837	829	1 048	1 036	980	928	862

\*oczyszczone o MSSF 16

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgową  
**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 księgową) – 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 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPIJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które 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 przedstawieniem wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 26 lipca 2019 o godzinie 08:43.  
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 26 lipca 2019 o godzinie 08:43.

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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w 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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

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

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

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

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

**Rekomendacje dotyczące spółki VRG wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-05-29	2019-03-28	2018-12-05	2018-11-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,90	4,29	3,83	4,06

## Dom Maklerski mBanku

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

### Departament Analiz

**Kamil Kliszc**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

**Aleksandra Szklarczyk**  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Poniąkowski**  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

**Mikołaj Lemańczyk**  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
finanse

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)