

Próchnik

Wydarzenia w spółce

18 listopada 2016 8:00

Przyspieszenie online poprzez akwizycje

W okresie 9M16 spółka zaraportowała przychody na poziomie PLN 41.0m (+38% r/r) oraz zysk netto PLN 2.4m (vs. strata netto PLN 0.1m w 9M15), co było zgodne z naszymi oczekiwaniami. Głównym motorem wzrostu była sprzedaż marki Próchnik (+60% r/r w 10M16), jak również 400% wzrost sprzedaży w internecie (w 3Q16 stanowiła ona 11% przychodów, vs. 3% rok wcześniej). Jednocześnie 15 listopada br. spółka ogłosiła nową strategię zakładającą rozwój sprzedaży internetowej m.in. w oparciu o planowane akwizycje trzech podmiotów o łącznej sprzedaży w 2016r w wysokości ok. PLN 6m, które będą sfinansowane poprzez emisję akcji. Uwzględniając planowane akwizycje spółka oczekuje wzrostu przychodów z internetu do PLN 20m w 2017r. oraz PLN 30m w 2018r. Zgadza się ze spółką, że inwestycje w segment online to „must have” dla każdej spółki detalicznej, w szczególności na rynku odzieży, gdzie emigracja do internetu jest obecnie najbardziej dynamiczna.

Wyniki za 9M16. W okresie 9M16 spółka zaraportowała przychody w wysokości PLN 41.0m (+38% r/r) oraz zysk netto PLN 2.4m (vs. strata netto PLN 0.1m rok wcześniej). Na uwagę zasługuje utrzymanie wysokiego poziomu rentowności brutto ze sprzedaży w wysokości 58.3%, jak również wysoka dynamika wzrostu przychodów ze sprzedaży internetowej (11% przychodów w 3Q16). Nasza obecna prognoza na 2016r. implikuje przychody w 4Q16 na poziomie PLN 22.0m oraz zysk netto PLN 1.0m (vs. PLN 0.3m rok wcześniej), co jest według nas możliwe do osiągnięcia.

Strategia rozwoju kanału internetowego. Spółka poinformowała o podjęciu uchwały w sprawie przyjęcia założeń nowej strategii w zakresie rozwoju internetowych kanałów dystrybucji w latach 2016-2018. W pierwszym etapie spółka planuje przejęcie trzech podmiotów (dystrybutora bielizny, dystrybutora akcesoriów oraz platformę multibrandową), których łączny przychód spółka szacuje na ok. PLN 6m w 2016r. Dzięki realizacji powyższych założeń spółka oczekuje wzrostu przychodów w kanale internetowym do ok. PLN 20m w 2017r. oraz do ok. PLN 30m w 2018r, w porównaniu do ok. PLN 2m w 2015r. oraz naszej prognozy PLN 7.8mln w 2016p.

Spółka planuje sfinansowanie transakcji m.in. dzięki planowanej emisji akcji. Według informacji prasowych, wartość transakcji zakupu trzech powyższych podmiotów spółka szacuje na poziomie ok. PLN 6m. Na te trzy oraz być może kolejne przejęcia spółka zamierza otrzymać zgodę NWZA na emisję do 12m nowych akcji (26% obecnej liczby akcji) w ramach kapitału docelowego.

Pozytywnie oceniamy strategię rozwoju sprzedaży internetowej przez Próchnik. Według szacunków Berenberga udział sprzedaży online w sprzedaży detalicznej w Polsce powinien wzrosnąć z ok. 8% w 2014r. do ok. 15% w 2019r., co implikuje 18% CAGR. Europejscy liderzy internetowego handlu odzieżowego są obecnie wyceniani na EV/Sales ok. 2.6x. Zakładając, że Próchnikowi udałoby się osiągnąć PLN 30m sprzedaży w internecie w 2018r, sam segment internetowy mógłby teoretycznie być warty więcej niż obecny MCAP spółki.

Tabela 1. Próchnik: Wybrane dane, 2014-18p

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody (PLNm)	39.7	44.7	63.0	74.4	80.5
EBITDA (PLNm)	-6.4	5.0	5.5	9.4	11.0
EBIT (PLNm)	-8.0	3.3	3.7	7.2	8.8
Zysk netto (PLNm)	-8.8	0.9	3.3	5.1	6.5
P/E (x)	-5.1	68.6	18.7	12.0	9.4
EV/EBITDA (x)	-10.8	14.3	12.7	7.1	5.6

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

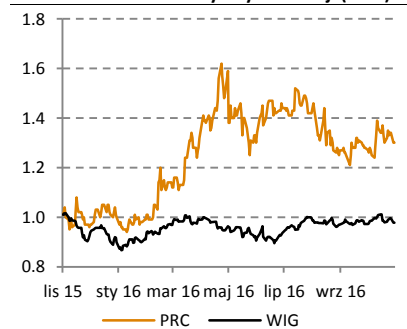
Podstawowe informacje

12M cena docelowa (PLN)	1.64
Cena bieżąca (PLN)	1.30
Min (52T)	0.93
Max (52T)	1.67
Kapitalizacja (PLNm)	61.1

Akcjonariat

	%
Progres FIZAN	32.47%
Soho Development	4.09%
MetLife OFE	5.28%
Pozostali	62.25%

Próchnik vs. WIG: relatywny kurs akcji (12M)



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Marek Szymański

Analityk Akcji

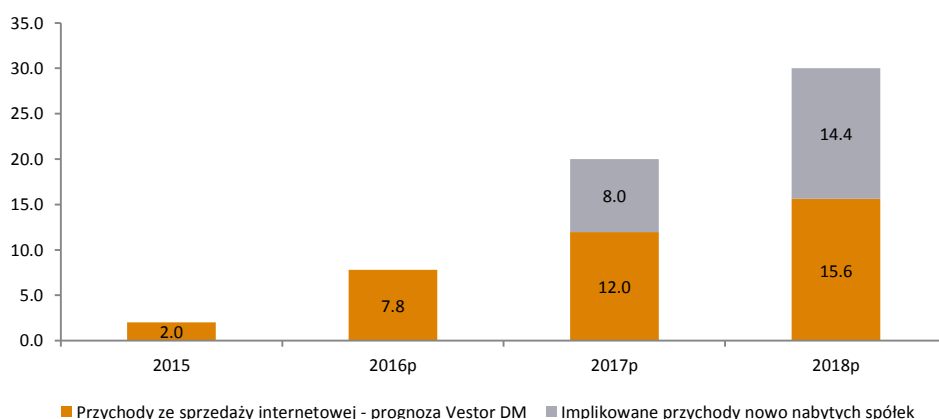
(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl

Strategia rozwoju segmentu online

Dnia 15 listopada b.r. spółka podjęła założenia dotyczące nowej strategii w zakresie rozwoju internetowych kanałów dystrybucji na lata 2016-18. W pierwszym etapie spółka zakłada rozwój kanału internetowego poprzez przejęcie przez spółkę 3 podmiotów – operatorów sklepów internetowych oraz platformy e-commerce o łącznej oczekiwanej sprzedaży w 2016r. na poziomie ok. PLN 6m. W rezultacie spółka oczekuje, że realizacja powyższych przejęć pozwoliłaby na osiągnięcie przychodów spółki w kanale internetowym w wysokości ok. PLN 20m w 2017r. oraz ok. PLN 30m w 2018r. Nasze obecne prognozy zakładają organiczny wzrost przychodów ze sprzedaży internetowej z ok. PLN 2.0m w 2015r. do PLN 7.8m w 2016p, PLN 12.0m w 2017p oraz PLN 15.6m w 2018p.

Wykres 1. Próchnik: Prognozowany organiczny wzrost sprzedaży kanałem internetowych oraz oczekiwania spółki uwzględniające planowane akwizycje (PLNm)



Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Dodatkowo spółka oczekuje pozytywnego efektu również w tradycyjnym kanale sprzedaży dzięki efektowi ROPO (*Research Online Purchase Offline*).

Jako potencjalne cele inwestycyjne na rynku e-commerce spółka wskazuje:

- Dystrybutor bielizny – szacowana liczba odwiedzających ok. 200tys. miesięcznie, szacowane przychody w 2016r. na poziomie ok. PLN 3m,
- Platforma multibrandowa – szacowana liczba odwiedzających ok. 240tys. miesięcznie, szacowane przychody w 2016r. na poziomie ok. PLN 2m,
- Dystrybutor akcesoriów – szacowana liczba odwiedzających ok. 20tys. miesięcznie, szacowane przychody w 2016r. na poziomie ok. PLN 1m.

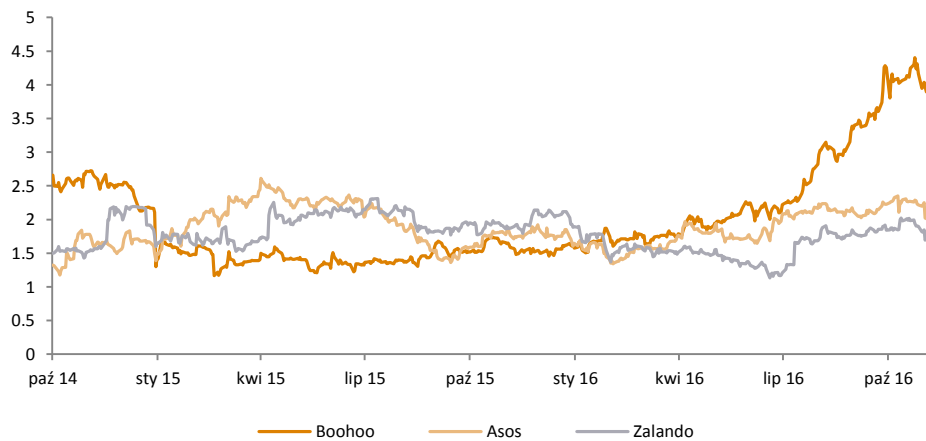
W ramach ogłoszonej przez spółkę strategii spółka planuje akwizycję trzech podmiotów generujących przychody na poziomie ok. PLN 6m. Według informacji prasowych łączną wartość transakcji spółka szacuje na poziomie PLN 6m, czyli na wskaźniku EV/Sales ok. 1x. Dla porównania zwracamy uwagę, że europejskie spółki odzieżowe są obecnie wyceniane na mnożniku EV/Sales na poziomie 2.6x w 2016p oraz 2.1x w 2017p.

Tabela 2. Wycena mnożnikowa europejskich internetowych spółek odzieżowych

	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			EV/SALES (x)		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Zalando	61.4	44.2	34.4	30.4	22.1	16.8	2.0	1.6	1.4
Yoox	51.2	44.2	32.6	20.9	16.2	12.1	1.7	1.4	1.2
Asos	82.0	62.8	49.9	41.5	31.3	24.5	2.7	2.1	1.8
Boohoo	106.8	69.1	53.4	68.5	42.8	33.9	6.5	4.8	3.8
MEDIANA	79.3	57.2	43.1	36.0	26.7	20.6	2.6	2.1	1.7

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Wykres 2. 1YF EV/Sales europejskich internetowych spółek odzieżowych



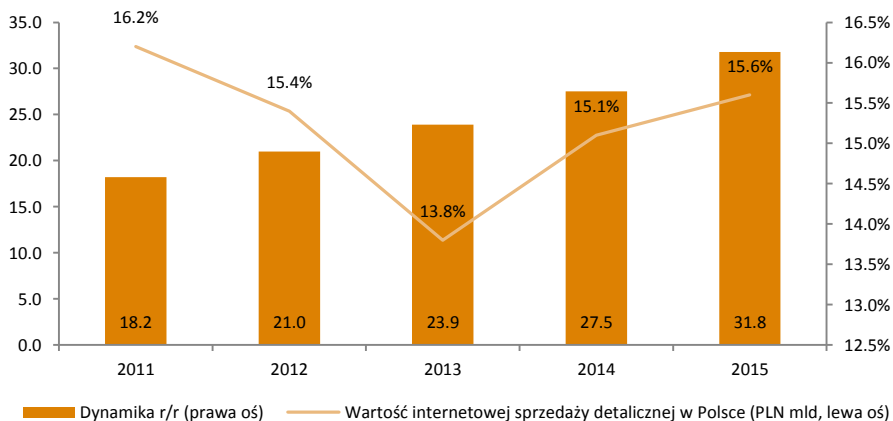
Źródło: Bloomberg, DM Vestor

W Polsce jest niewiele notowanych na GPW czystych firm internetowych działających w segmencie online. Jedną z nich jest Hubstyle, czyli dawna porównywarka Nokout.pl. Obecnie spółka w swojej ofercie posiada takie marki jak Sugarfree, Cardio Bunny, Emente, Kragelman oraz Freakylicks. Obecnie kapitalizacja spółki wynosi PLN 61.8m, generując w okresie 4Q15-3Q16 sprzedaż na poziomie PLN 20.5m (co implikuje wskaźnik EV/Sales w wysokości 3.0x) oraz stratę operacyjną PLN 3.9m.

Szacunki wzrostu rynku e-commerce w Polsce i na świecie

Według danych publikowanych przez PMR w ciągu ostatnich 5 lat CAGR polskiego e-commerce wynosił ok. 15%, a wartość rynku w 2015r. osiągnęła prawie PLN 32mld. Według prognoz PMR wartość ta podwoi się do 2020r. utrzymując obecne tempo wzrostu.

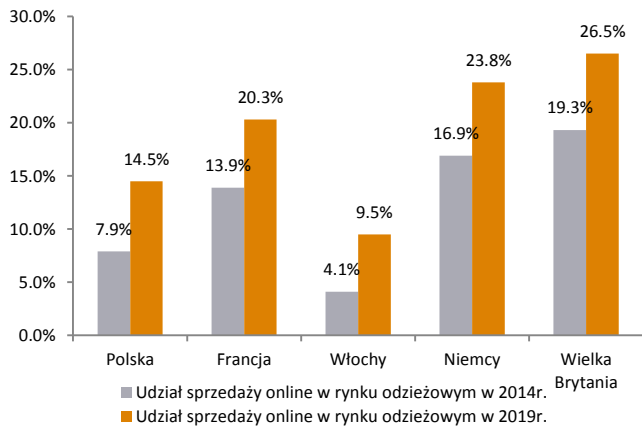
Wykres 3. Wartość i wzrost rynku e-commerce w Polsce



Źródło: PMR, DM Vestor

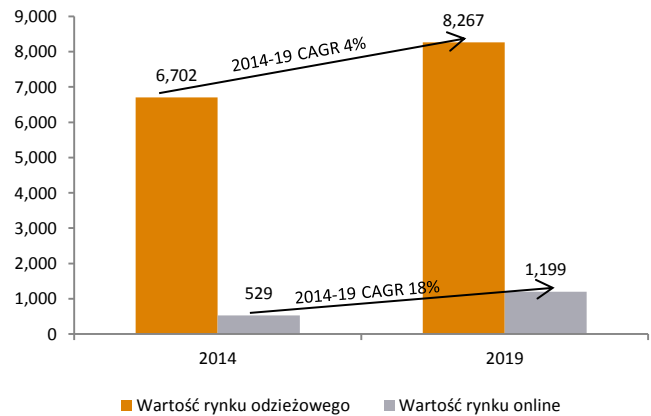
Z kolei analitycy Berenberga szacują całkowitą wartość rynku e-commerce w segmencie odzieżowym w Polsce na poziomie ok EUR 0.5 mld w 2014 (8% całości rynku odzieżowego) oraz oczekują wzrostu jego wartości do blisko EUR 1.2 mld w 2019r. (15% całości rynku odzieżowego). Implikuje to roczną stopę wzrostu CAGR na poziomie ok. 18%.

Wykres 4. Udział sprzedaży online w rynku odzieżowym w 2014r. oraz prognoza na 2019r.



Źródło: Berenberg research, DM Vestor

Wykres 5. Całkowita wartość rynku odzieżowego w Polsce oraz rynku online w latach 2014-19 (EURm)



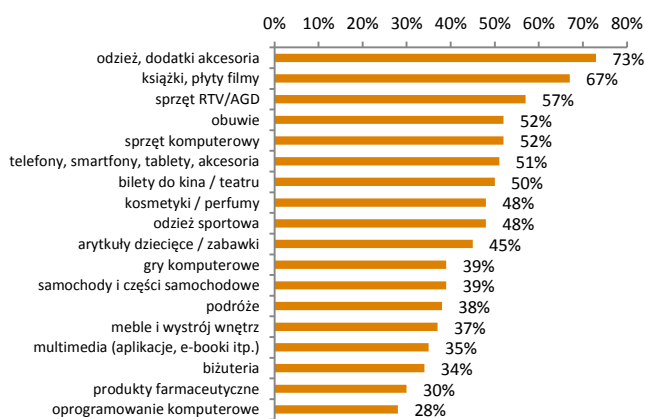
Źródło: Berenberg research, DM Vestor

Z ankiety przeprowadzonej przez Gemius w 2015r. wynika, że głównymi przesłankami do robienia zakupów w internecie są:

- Niższe ceny,
- Szeroko rozumiana wygoda w postaci całodobowego dostępu do sklepu,
- Brak konieczności fizycznej obecności w sklepie,
- Łatwość porównywania różnych ofert dostępnych na rynku.

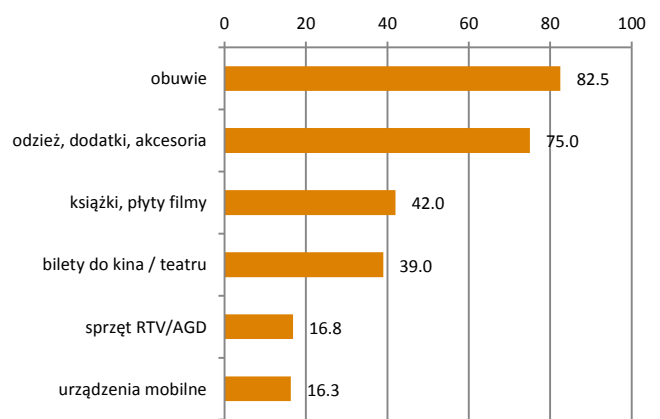
Internet jest nie tylko kanałem dystrybucji, ale również kanałem komunikacji z klientem. Według badań Gemius połowa e-sklepów wykazuje tzw. efekt ROPO. Najpopularniejszymi produktami w Polskim e-handlu są ubrania (73% użytkowników) i obuwie (52%) średnio w miesiącu wydając na te kategorie odpowiednio PLN 75 i PLN 85.

Wykres 6. Najczęściej kupowane produkty online w Polsce



Źródło: PMR, DM Vestor

Wykres 7. Średnie miesięczne wydatki e-kupujących według produktów (PLN)



Źródło: PMR, DM Vestor

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.) oraz jest przeznaczony do dystrybucji na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

VESTOR DM JEST STRONĄ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER ZAWARTEJ ZE SPÓŁKĄ PRÓCHNIK S.A., NA PODSTAWIE KTÓREJ SPORZĄDZA NA ZLECENIA EMITENTA RAPORTY ANALITYCZNE. VESTOR DM ZA PRZYGOTOWANIE RAPORTU W RAMACH ŚWIADCZENIA USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER OTRZYMAŁ WYNAGRODZENIE OD EMITENTA ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE W PRZYSZŁOŚCI. INICJUJĄCY RAPORT ANALITYCZNY ZOSTAŁ OPUBLIKOWANY Z DNIEM 26 PAŹDZIERNIKA 2016 R., A CENA DOCELOWA ZOSTAŁA OKREŚLONA JAKO 1,65 PLN PODCZAS GDY CENA RYNKOWA AKCJI WYNOŚIŁA 1.25 PLN.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUGI BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ W NASTĘPUJĄCYM ZAKRESIE – OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH ORAZ PROWADZENIA EWIDENCJI INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH. VESTOR DM OTRZYMYWAŁ Z TEGO TYTUŁU WYNAGRODZENIE W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE W PRZYSZŁOŚCI.

Niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazane obywatelowi Stanów Zjednoczonych, Kanady, Australii lub Japonii, tj. krajów gdzie jego dystrybucja może być prawnie ograniczona. Jego dystrybucja może być ograniczona przez prawo również w innych krajach. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE STANOWI ANI OFERTY ANI ZAPROSZENIA DO SUBSKRYPCJI LUB ZAKUPU DOWOLNYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE POWINIEN BYĆ TRAKTOWANY JAKO OFERTA SPRZEDAŻY LUB ZAKUPU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH. TEN DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY I ZAPREZENTOWANY WYŁĄCZNIE W CELACH INFORMACYJNYCH I NIE MOŻE BYĆ KOPIOWANY LUB DALEJ DYSTRYBUOWANY JAKIMKOLWIEK OSOBOM TRZECIM.

Niniejszy raport został w zamierzeniu przygotowany i przeznaczony do udostępnienia klientom instytucjonalnym oraz profesjonalnym w rozumieniu wyżej wymienionych regulacji, jak również innym inwestorom kwalifikowanym uprawnionym do otrzymywania rekomendacji, analiz i raportów w oparciu o umowę o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są podmiotami profesjonalnymi lub inwestorami instytucjonalnymi, będący klientami Vestor, powinni uzyskać poradę od ich własnego doradcy finansowego przed podjęciem jakichkolwiek decyzji na podstawie tego materiału w celu uzyskania niezbędnego wyjaśnienia jego treści.

Vestor nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej ani podatkowej ani zapewnienia, że jakakolwiek inwestycja lub strategia w nim zawarta jest odpowiednia lub adekwatna w określonych okolicznościach lub stanowi osobistą rekomendację dla odbiorcy. Vestor nie świadczy usług doradztwa w zakresie konsekwencji podatkowych działalności inwestycyjnej, w związku z czym adresat materiału powinien skontaktować się z doradcą podatkowym przed podjęciem decyzji inwestycyjnej na jego podstawie.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Vestor oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor, Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców materiału, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Jeżeli niniejszy materiał jest dystrybuowany przez podmiot inny niż Vestor lub podmioty powiązane, podmiot ten jest wyłącznie odpowiedzialny za dystrybucję. Klienci tego podmiotu powinni skontaktować się z tym podmiotem w celu uzyskania dalszych informacji. Poprzez udostępnienie niniejszego materiału Vestor nie świadczy porady inwestycyjnej na rzecz klientów takiego podmiotu dystrybuującego. Ani Vestor, jego podmioty powiązane, zarząd, dyrektorzy, czy pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności za szkodę lub utracone korzyści powstałe na skutek takiego wykorzystania niniejszego materiału.

Wszelkie opinie, prognozy i zawarte tu szacunki odzwierciedlają naszą ocenę w dniu publikacji i mogą ulec zmianie bez wcześniejszego powiadomienia. Analitycy działali z należytą starannością przy sporządzaniu tego dokumentu. Niniejsza analiza stosownych spółek i papierów wartościowych jest oparta na osobistych opiniach analityków o wspomnianych spółkach oraz papierach wartościowych. Opublikowane w niniejszym raporcie opinie, prognozy i szacunki odzwierciedlają osobiste przekonania analityków w czasie, gdy ta publikacja została wydana.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Vestor może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody Vestor.

Copyright © 2016 Vestor Dom Maklerski S.A. i / lub jej podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.