

11 maja 2011

Komentarz specjalny

**Handel**

Polska

Gabriela Borowska
(48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl

NG2

CCCC.WA; CCC PW

Akumuluj

(Niezmieniona)

Wyniki 1Q 2011**Obecna cena: 61,0 PLN; Cena docelowa: 63,0 PLN**

Słabe dane o przychodach spółki za 1Q 2011 były już znane, ponieważ NG2 raportuje miesięczne przychody ze sprzedaży. Nie jest więc zaskoczeniem słaba sprzedaż r/r, która zmniejszyła się w sumie o -5,5%, jak również nie jest zakończeniem strata netto, ponieważ strata na poziomie kilku mln PLN była zapowiadana przez zarząd i zarówno konsensus jak i nasze prognozy wskazywały na stratę w 1Q 2011. Pozytywnie oceniamy utrzymanie marży brutto na sprzedaży r/r, wyższą marżę na sprzedaży detalicznej r/r (56,0% wobec 53,9% w 1Q 2010) i utrzymanie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w przeliczeniu na m2 na niezmiennym poziomie. Gorzej wyglądają przepływy operacyjne, które wynikają ze zwiększonych zakupów towarów (zarówno po stronie zapasów jak i należności). Konsekwentnie twierdzimy, że mimo straty w 1Q 2011 ten kwartał nie będzie ważył istotnie w wyniku rocznym, dlatego wyniki uważamy za neutralne dla naszej wyceny. Bardziej istotne jest, czy po w miarę dobrych wynikach sprzedaży za kwiecień (wzrost 28% r/r) spółka wygeneruje dodatnie dynamiki LFL w maju i czerwcu. Maj 2010 był sprzedażowo słaby i podobnie jak w kwietniu 2010 zakończył się ujemną dynamiką -18% r/r. Dzięki niskiej bazie wyniki w maju 2011 powinny być dobre. Czerwiec 2010 był już bardzo dobry i pokazał dynamikę 26% r/r dlatego trend na rynku potwierdzi się w ciągu następnych dwóch miesięcy. Nasze nastawienie do spółki i sektora jest nadal pozytywne.

Wyniki 1Q 2011

(mln PLN)	Wyniki r/r			Wyniki vs. prognozy DI BRE		Wyniki vs. konsensus	
	IQ2011	IQ2010	zmiana	IQ2011P	zmiana	IQ2011P	zmiana
Przychody	184,9	195,7	-5,51%	185,3	-0,20%	185,0	-0,04%
EBITDA	4,0	14,9	-73,40%	1,1	275,82%	-	-
marża	2,14%	7,60%	-	0,57%	-	-	-
EBIT	-1,9	9,2	-	-4,3	-	-3,6	-
Zysk brutto	-3,7	7,2	-	-6,4	-	-	-
Zysk netto	-6,2	5,1	-	-6,6	-	-4,8	-

Źródło: NG2, DI BRE, PAP

Dobry w stosunku do naszych oczekiwań rachunek wyników...

Sprzedaż i wynik netto były zbliżone do prognoz, wynik operacyjny na poziomie -1,9 mln PLN wobec -4,3 mln PLN prognozowanych. Za część straty w 1Q 2011 odpowiada podatek dochodowy w kwocie 2,6 mln PLN przy stracie brutto na poziomie -3,8 mln PLN. Marża brutto na sprzedaży była zbliżona do prognoz i wyniosła 51,8% wobec 51,5% w 1Q 2010. Koszty sprzedaży i ogólne były niższe o -4,2% od naszych oczekiwań i wyższe o 6% r/r (koszty na średni m2 powierzchni były zbliżone r/r). W zmniejszeniu straty na działalności operacyjnej pomogły dodatnie różnice kursowe w kwocie około 2,0 mln PLN.

... i słabe przepływy z działalności operacyjnej

Wysoki poziom zapasów (wzrost o 17% r/r przy wzroście powierzchni o 5%, i wzrost 27% q/q), istotny wzrost zapasów w przeliczeniu na m2 powierzchni (11% r/r i 27% q/q) oraz wysoki stan należności (wzrost 121% r/r i 67% q/q) wpłynęły negatywnie na przepływy z działalności operacyjnej (-102 mln PLN wobec -41 mln PLN w 1Q 2010). Według zarządu wyższy stan zapasów i należności wynika z większych zakupów towarów przy atrakcyjnej cenie od producenta. Spółka chcąc zapobiec importowaniu inflacji kosztowej z Chin (wzrosły m.in. koszty pracy i ceny surowców) kupiła wcześniej więcej towaru (wysoki stan należności, to zaliczki na towary w drodze). Wysoki stan zapasów ma pozytywnie wpłynąć na wyniki finansowe w kolejnych kwartałach ze względu na oczekiwaną wyższą marżę brutto na sprzedaży.

Sieć sprzedaży w 2011

Spółka w 1Q 2011 otworzyła pierwszy sklep franczyzowy w Moskwie. Na konferencji poświęconej wynikom za 1Q 2011 zarząd zapowiedział, że w 2011 zostanie otwartych w sumie 7-8 sklepów w Rosji. Ze względu na rozzczarowujące wyniki sieci Quazi w 2011 zamknięta zostanie część sklepów (około 10), którym kończą się umowy najmu. W sumie całkowita powierzchnia sprzedaży w 2011 zwiększy się o 10%, z czego połowa nowej powierzchni zostanie otwarta w 1H 2011. Większość nowej powierzchni będzie otwierana na rynku czeskim.

Zapowiedź dywidendy

Zarząd zapowiedział również, że będzie rekomendował wypłatę dywidendy na poziomie 1,5 PLN na akcję. Wcześniej zapowiadano 1,5-2 PLN na akcję. 1,5 PLN wynika ze spodziewanych dużych nakładów inwestycyjnych w 2011 i wyższych wskaźników zadłużenia.

Rachunek wyników

(mln PLN)	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
Sprzedaż	184,9	195,7	-5,5%
Wynik brutto na sprzedaży	95,8	100,7	-4,8%
Marża	51,80%	51,50%	-
Koszty sprzedaży i ogólne	98,3	92,6	6,1%
Wynik na sprzedaży	-2,5	8,1	-
Pozostała działalność operacyjna	0,5	1,1	-
EBIT	-1,9	9,2	-
Wynik na działalności finansowej	-1,8	-2	-
Wynik brutto	-3,7	7,2	-
Podatek	2,6	2,1	-
Wynik netto	-6,2	5,1	-

Źródło: NG2, DI BRE

Przepływy finansowe

(mln PLN)	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
Przepływy operacyjne	-102,8	-41,6	-
Przepływy inwestycyjne	-26,4	-24,6	-
Przepływy finansowe	65,5	22	-
Gotówka	19,4	16,7	-
Zapasy	320,3	274,7	16,6%
Należności	127,2	57,5	121,1%
Zobowiązania	104,2	83	25,6%

Źródło: NG2, DI BRE

Dane na m2

(PLN)	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
Zapasy/m2	1 982	1 784	11,1%
Koszty sprzedaży i ogólne/m2/m-c	202,9	201,8	0,5%

Źródło: NG2, DI BRE

Sieć sprzedaży

	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
CCC własne	274	262	4,6%
CCC Czechy	45	40	12,5%
CCC franczyza	52	61	-14,8%
Boti	220	223	-1,4%
Boti franczyza	68	65	4,6%
Quazi	48	48	0,0%
Razem	707	699	1,1%
Powierzchnia własna tys. m2	140,9	132,5	6,29%
Powierzchnia ogółem tys. m2	161,6	153,9	4,96%

Źródło: NG2, DI BRE



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, AtlasEst, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.