

25 maja 2009

Komentarz specjalny

Handel detaliczny

Polska

Empik Media&Fashion

NFIWo.WA EMF.PW

Agnieszka Król
(48 22) 697 47 40
agnieszka.krol@dibre.com.pl

Obecna cena 9,69 PLN

NFI Empik Media& Fashion – informacja o wynikach za 1Q2009 rok

Grupa EM&F osiągnęła w 1Q2009 dodatni wynik finansowy netto na poziomie 3,3 mln PLN, choć konsensus rynkowy zakładał stratę netto w wysokości 3,5 mln PLN. Przychody ze sprzedaży Grupy wzrosły w 1Q2009 roku o 33,3% do 570,9 mln PLN względem 428,2 mln PLN w 1Q2008 roku, notując w każdej z pięciu grup działalności podstawowej (Grupa Empik, Grupa Smyk, Grupa Learning Systems, Grupa Marek Fraszczowych i Licencjonowanych oraz Pozostałe) dodatnie dynamiki sprzedaży. W 72,5% przychody ze sprzedaży pochodziły z segmentu *Media i Rozrywka* (tj. Empik, Smyk oraz szkoły językowe). Największe przychody generowane były w grupie sklepów i szkół NLTL (nieporównywalna grupa sklepów i szkół językowych, ang. *not like-to-like*, działających od co najmniej 12 miesięcy na dzień 31 marca 2009 r.) oraz nowo otwartych punktach, a także w tych wynikających z konsolidacji sprzedaży spółek przejętych w 2008 roku: Spiele Max i Amersport (17,3% udział w przychodach ogółem).

W porównywalnej grupie sklepów (LTL) zaobserwowano „płaską” bądź ujemną dynamikę sprzedaży, która jest przypisywana spowolnieniu gospodarczemu i spadkowi sprzedaży detalicznej w Polsce. EMF kontynuując ekspansję w regionie (w 1Q09 w stosunku do 1Q08 liczba nowych punktów sieci sprzedaży wynosiła: w Polsce – 115, w Niemczech – 45, w Rosji i Kazachstanie – 30, na Ukrainie – 6), zanotowała na rynkach zagranicznych w obszarze sprzedaży detalicznej wzrost przychodów z poziomu 65,4 mln PLN do 167,5 mln PLN r/r (wzrost o 156,2%). Niekorzystne różnice kursowe, które obciążyły marżę brutto oraz koszty operacyjne, spowodowały jednak spadek EBITDA i EBIT (oczyszczonych) r/r odpowiednio o: 42,5% (z 23,7 mln PLN do 13,6 mln PLN) oraz 189,1% (z 7,6 mln PLN do -6,8 mln PLN). Istotny wpływ na spadek tych pozycji miała również dywidenda w wysokości 9 mln PLN za 2008 rok z tytułu mniejszościowych udziałów w Sephora Polska, która jak dotąd nie została wypłacona. W 1Q2009 roku całkowity EBIT (tj. z uwzględnieniem wyceny instrumentów finansowych na poziomie 633 tys. PLN, negatywnej wyceny programu akcji pracowniczych w wysokości 2 mln PLN oraz kontynuacji odpisów z tytułu trwałej utraty wartości firmy Maratex na poziomie 26,1 mln PLN) wyniósł -34,3 mln PLN w porównaniu do 12,7 mln PLN w 1Q2008. Zadłużenie netto wyniosło w 1Q2009 497 mln PLN wobec 238,8 mln PLN r/r. Źródłem tego wzrostu było zarówno zwiększenie zadłużenia krótkoterminowego (wzrost o 167,8 mln PLN mający związek ze skróceniem cyklu rotacji zobowiązań i spadkiem zobowiązań handlowych o 200 mln PLN), jak i długoterminowego (wzrost o 125 mln PLN, którym przede wszystkim sfinansowano nabycie Spiele Max i Amersport).

Wyniki finansowe NFI Empik Media & Fashion za 1Q2009

(mln PLN)	1Q2009	1Q2008	Zmiana	Konsensus	Wyniki vs konsensus
Przychody ze sprzedaży	570,9	428,2	33,3%	541	5,5%
EBIT	-34,3	12,7	-370,0%	-1,7	1915,1%
EBIT oczyszczony**	-6,8	7,6	-189,1%	-	-
Marża EBIT oczyszczona	-1,2%	1,8%	-	-	-
EBITDA	12,3	28,8	-57,5%	-	-
EBITDA oczyszczona*	13,6	23,7	-42,5%	-	-
Marża EBITDA oczyszczona	2,4%	0,1	-	-	-
Zysk brutto	-19,6	5,9	-435,0%	-	-
Zysk netto z działalności podstawowej	3,3	7,0	-53,0%	-3,5	-193,5%
Zysk netto oczyszczony z działalności podstawowej**	2,4	2,8	-15,5%	-	-

Źródło: NFI Empik M&F, PAP

* Z wyłączeniem wyceny instrumentów finansowych oraz wyceny programu akcji pracowniczych

** Z wyłączeniem wyceny instrumentów finansowych, wyceny programu akcji pracowniczych oraz odpisu aktualizacyjnego wartości firmy (Bukva i Maratex)

Segment Media i Rozrywka

Przychody tego segmentu wyniosły w 1Q2009 roku 414 mln PLN i były o 38,5% większe niż w 1Q2008 roku. W 74,8% była to zasługa sprzedaży krajowej. W ramach tej dywizji największe przychody zanotowała Grupa Empik w wysokości 230 mln PLN oraz Grupa Smyk (wł. ze Spiele Max) na poziomie 175 mln PLN. W dużej mierze przyczyniły się do tego otwarcia nowych sklepów (140 placówek, z czego 78 Empików w Polsce i 45 sklepów przejętego Spiele Max w Niemczech). Przychody spółek nabytych w tym segmencie wyniosły 82,3 mln PLN. W związku z tym, marża EBITDA w tym segmencie obniżyła się w omawianym okresie z 18,9% do 16,2% r/r.

Marki segmentu Media i Rozrywka w 1Q2009

	1Q2009	1Q2009	1Q2009	1Q2008	1Q2008	1Q2008	Zmiana	Zmiana	Zmiana
	EMPIK*	SMYK****	SZKOŁY JĘZYKOWE	EMPIK**	SMYK	SZKOŁY JĘZYKOWE	EMPIK	SMYK	SZKOŁY JĘZYKOWE
Liczba punktów	222	113	82	147	55	75	51,0%	105,5%	9,3%
Przychody ze sprzedaży (mln PLN)	229,9	174,9	32,7	218,0	77,0	27,0	5,5%	127,2%	20,9%
Udział w przychodach ogółem	40,3%	30,6%	5,7%	38,2%	18,0%	6,3%	-	-	-
EBITDA oczyszczona*** skorygowana o wpływ różnic kursowych (mln PLN)	9,2	-2,3	4,4	5,5	-1,7	5,0	68,4%	30,7%	-12,3%
Marża EBITDA	4,0%	-1,3%	13,5%	2,5%	-2,3%	18,6%	-	-	-

Źródło: NFI Empik Media&Fashion

* W tym: Empik sklepy, Empik Cafe, Empik Laboratoria foto.

**W tym: Empik sklepy, Empik Laboratoria foto.

*** Pozycja oczyszczona oznacza wyłączenie efektu wyceny instrumentów finansowych i kosztu programu motywacyjnego (w 1Q08 również o wpływ dywidendy)

**** Łącznie ze Spiele Max. Przychody spółki są konsolidowane od września 2008 r.

Segment Moda i Uroda

Przychody tego segmentu (spółki Ultimate Fashion, Maratex i Amersport) wyniosły w 1Q2009 roku 156,9 mln PLN i wzrosły w ujęciu r/r o 21,3%, stanowiąc 27,5% sprzedaży ogółem. Wpływ na ten wynik miała w podobnym stopniu sprzedaż krajowa (51,4% udział w sprzedaży segmentu ogółem), jak i zagraniczna. Pomimo notowanego 10-12% spadku ruchu klientów w centrach handlowych w Polsce i 10-15% w Rosji i na Ukrainie, obserwowano wzrost konwersji (ok. 2-3%), co oznacza, że wchodzący do sklepów kupowali częściej. Klienci wybierali głównie tańsze marki o profilu 'fashion' (takie jak: Aldo, Peacocks, Mango, River Island), których poziomy sprzedaży odnotowały dodatnie dynamiki (ok. 6-7%), natomiast droższe marki takie jak: Hugo Boss, Mexx, Esprit charakteryzowały negatywne dynamiki (spadek o ok. 11-12%). Potwierdza to średnia wielkość paragonu, która nieznacznie się zmniejszyła (średnio o 3-4%), biorąc pod uwagę marcowe podwyżki cen konsumenckich o ok. 5-8%. Największy wpływ na wzrost sprzedaży miały lokalizacje w dużych miastach, stąd notowane wysokie dynamiki sprzedaży w Warszawie i dziesięciu największych miastach w Polsce, Moskwie, Sankt Petersburgu (Rosja), Kijowie (Ukraina). EMF kontynuowała ekspansję w omawianym segmencie, zwiększając sieć o 27,5% (55 placówek) r/r, z czego 30 sklepów (na terenie Rosji, Kazachstanu i Ukrainy) przypadło na spółkę Maratex konsolidowaną od 4Q2007 roku.

Plany na przyszłość – ostrożny rozwój i optymalizacja kosztów

Maciej Dyjas, prezes zarządu powiedział, że strategią Grupy będzie ochrona obecnych marż EBITDA nawet przy „płaskich”/ujemnych wskaźnikach LTL poprzez wzrost cen konsumenckich i renegocjację cen zakupowych rekompensującą wzrost kursów walutowych (w 1Q2009 wzrost EUR/PLN o 12,7%; USD/PLN - 19,6%). W skali Grupy 60% zakupów odbywa się w walutach lokalnych lub na warunkach, w których dostawcy przejmują ryzyko kursowe (Empik, LSP, Spiele Max, Optimum Distribution Polska, Czechy, Słowacja), a reszta w EUR/USD. EMF chce się również skoncentrować na podjętych w 2008 r. działaniach optymalizacyjnych mających na celu obniżkę kosztów: operacyjnych, osobowych oraz najmu powierzchni handlowej. Prognozowana redukcja kosztów jednostkowych w całym 2009 roku wynosi min. 15%, a największe oszczędności spodziewane są w obszarach takich jak: oświetlenie (ok. 58%, głównie za sprawą dokonanej już renegocjacji cen zakupu energii po cenach hurtowych niższych o ok. 30% w oparciu o jeden kontrakt dla całej Grupy), systemy zabezpieczeń (ok. 39%), utrzymanie i kontrole techniczne (ok. 29%), opakowania (ok. 25%), ochrona (ok. 20%) oraz usługi logistyczne (ok. 15%). Ma temu służyć rozpoczęty w 2008 roku projekt rozwoju i udoskonalania platform i infrastruktury logistycznych, informatycznych i telekomunikacyjnych (wspólnie z m.in. Accenture, Exorigo, DHL, Spedimex, Oracle) oraz centralizacja zakupu usług takich jak: logistyka, IT, energia. Podjęto również działania mające na celu redukcję kosztów najmu. W Rosji i na Ukrainie, gdzie wszystkie koszty najmu płacone są głównie wg przelicznika EUR, planowane jest osiągnięcie oszczędności na poziomie 15-25%. Już osiągnięte zannualizowane oszczędności wynoszą ok. 15% (Rosja) i 33% (Ukraina). Na rynku polskim, gdzie 20-30% kosztów najmu płaconych jest w PLN (reszta w EUR), renegocjacje postępują. Spółce udało się m.in. wynegocjować współfinansowanie otwarć nowych sklepów w centrach handlowych w proporcji 50%/50%. Zarząd zakłada obniżki na poziomie 10%. Stan na koniec 1Q2009 roku to zabezpieczone 6-7%.

Prezes zapewnił o zamiarze kontynuacji rozwoju w regionie, jednakże główna uwaga ma być skupiona na selektywnych inwestycjach o dużej atrakcyjności. Podkreślił, że zwiększa się oferta potencjalnych lokalizacji w istniejących centrach handlowych (Rosja, Ukraina, Polska: Arkadia, Złote Tarasy), a ceny za mkw. nowych sklepów kształtują się ok. 30-50% poniżej poziomów z 2008 roku. Zarząd upatruje tu szansy na nowe otwarcia, a Dyjas potwierdził, że są już negocjowane niektóre wcześniej niedostępne lokalizacje. Planowane otwarcia w 2009 roku to 61-73 sklepy, z czego 40-48 w Polsce i 11-15 w Rosji. Jak poinformował prezes, EMF prowadzi rozmowy z Galerią Centrum w sprawie aktualnie zajmowanych lokalizacji (zaznaczył, że szczególnie atrakcyjna jest dla Spółki lokalizacja w Warszawie na ulicy Marszałkowskiej), jednakże na decyzję należy poczekać do 1Q2010. Grupa EMF zamierza przeznaczyć na inwestycje w tym roku ok. 117,6 mln PLN (około połowę mniej niż w 2008 roku).



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

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

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

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@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

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Elektrobudowa, Erbud, Es-System, Farmacol, Fortis Bank, GTC, Komputronik, Macrologic, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sygnity, Torfarm, Unibep.

Assesco 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.