

24 marca 2011

Komentarz specjalny



Handel

Polska

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

Vistula

VIST.WA; VST.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Wyniki 4Q 2010 neutralne ale poniżej oczekiwań

Obecna cena 2,13 PLN, Cena docelowa 2,10 PLN

Spółka podała wyniki za 4Q 2010 nieznacznie poniżej naszych oczekiwań (wynik netto -5,3% wobec naszych prognoz), jednak ponieważ 4Q jest kluczowym kwartałem pod względem wyniku netto zysk całego 2010 był na poziomie niższym o 15,7% od naszych prognoz (1,7 mln PLN zysku netto za cały 2010 wobec prognozowanych 2,0 mln PLN). Wyniki 4Q 2010 były r/r zbliżone pod względem sprzedaży i słabsze jeśli chodzi o rentowność brutto na sprzedaży, na co wpłynęły rosnące ceny surowców w segmencie jubilerskim (złoto, srebro). Dzięki przeprowadzonej w 2009-2010 restrukturyzacji kosztowej i sieci sprzedaży spółka poprawiła rentowność na sprzedaży i EBIT jednak wyższe koszty finansowe pogorszyły wynik na poziomie netto. Pozytywnie oceniamy coraz lepsze wyniki segmentu odzieżowego, w tym utrzymanie sprzedaży przy mniejszej sieci, a także poprawę rentowności brutto. Słabo przy tym wypada działalność jubilerska, która wprowadziła już ujemnej dwucyfrowej dynamiki sprzedaży/m2 ale pogarsza rentowność brutto na sprzedaży przez wysokie koszty surowców. Wyniki oceniamy neutralnie w stosunku do naszych prognoz i rekomendacji i podtrzymujemy trzymaj z ceną docelową 2,1 PLN.

Wyniki finansowe vs. prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

Wyniki (mln PLN)	Raportowane		Prognozy DI BRE		Konsensus	
	IVQ2010	IVQ2009	zmiana	I-IVQ 2010	I-IVQ 2009	zmiana
Przychody	107,4	104,2	3,1%	353,9	408,4	-13,3%
EBITDA	16,3	8,7	87,7%	39,2	57,9	-32,3%
marża	15,2%	8,3%		11,1%	14,2%	
EBIT	12,4	10,4	20,2%	23,3	40,2	-42,2%
Zysk brutto	6,5	6,5	-0,1%	1,6	11,1	-86,0%
Zysk netto	5,5	7,0	-20,4%	1,7	16,9	-90,2%

Źródło: DI BRE, Vistula

Przychody

Sprzedaż w 4Q 2010 wzrosła o 3,1% r/r i była o 2,7% niższa od naszych oczekiwań. Za zwiększenie sprzedaży odpowiedzialny był segment jubilerski, gdzie przychody wzrosły o 6,9% r/r. W całym 2010 przychody salonów jubilerskich były niższe o 0,8% r/r. Trend ten wynikał ze spadku popytu konsumpcyjnego co jest jeszcze bardziej widoczne przy uwzględnieniu wzrostu powierzchni handlowej segmentu (wzrost o 4,8% powierzchni na koniec okresu i o 10,9% średniej powierzchni w okresie). W segmencie odzieżowym sprzedaż była w 4Q 2010 na zbliżonym poziomie r/r przy powierzchni niższej na koniec roku o -1,6%. W całym 2010 segment odzieżowy na danych raportowanych wygenerował sprzedaż niższą o 20% r/r. Na danych porównywalnych, bez uwzględniania w 2009 Galerii Centrum sprzedaż segmentu była niższa o 9,2%. Zmniejszenie przychodów w działalności odzieżowej na danych porównywalnych (o 20,9 mln PLN) wynikało ze spadku sprzedaży hurtowej (8,2 mln PLN), braku sklepów licencyjnych i wyprzedażowych (9,6 mln PLN) oraz spadkiem sprzedaży usług przerobowych (3,1 mln PLN).

Spodziewaliśmy się wyższych przychodów ze sprzedaży w 4Q 2010, co wynikało ze zbliżonych prognozowanych przychodów segmentu jubilerskiego (48,7 mln PLN) i wyższej szacowanej sprzedaży w segmencie odzieżowym (61,6 mln PLN).

Sieć sprzedaży (tys. m2) oraz sprzedaż w rozbiciu segmentowym (mln PLN)

Sieć sprzedaży (tys. m2)	IVQ2010	IVQ2009	zmiana	I-IVQ 2010	I-IVQ 2009	zmiana
Stan na koniec okresu						
Segment jubilerski	6,6	6,3	4,8%	6,6	6,3	4,8%
Segment odzieżowy	17,5	17,8	-1,6%	17,5	17,8	-1,6%
Średnio w okresie						
Segment jubilerski	6,6	6,0	10,9%	6,5	5,7	14,5%
Segment odzieżowy	17,5	17,9	-2,5%	17,5	18,7	-6,4%
Sprzedaż						
Segment jubilerski	48,5	45,4	6,9%	144,4	145,6	-0,8%
Segment odzieżowy	58,0	57,6	0,7%	206,8	258,4	-20,0%
Pozostała	0,9	1,2	-29,5%	2,8	4,4	-36,3%
Razem	107,4	104,2	3,1%	353,9	408,4	-13,3%

Źródło: DI BRE, Vistula

Rentowność

Raportowana rentowność brutto na sprzedaży w 4Q 2010 była 2,3 p.p. niższa r/r (z 58,6% na 56,3%) a w całym 2010 o 3,5 p.p. wyższa r/r (z 51,5% na 55,0%). Istotnie na wynik brutto na sprzedaży w 4Q 2010 wpłynął spadek marży brutto w segmencie jubilerskim (z 57,0% w 4Q 2009 do 53,7% w 4Q 2010). W całym 2010 rentowność brutto na sprzedaży segmentu jubilerskiego zmniejszyła się o 3,7 p.p., co wynikało z wyższych cen surowców: złota i srebra, których przy obniżonym popycie nie udało się przenieść na ostatecznego konsumenta. Rentowność w segmencie odzieżowym była na zbliżonym poziomie r/r w 4Q 2010 i uległa znacznej poprawie w całym 2010 (wzrost o 8,8 p.p., na danych porównywalnych bez uwzględnienia Galerii Centrum o 6,6 p.p.). Na zwiększenie procentowej marży brutto na sprzedaży w tym segmencie miała naszym zdaniem wpływ (i) zmiana struktury sprzedaży w segmencie (mniej sprzedaży hurtowej oraz usług przerobowych) oraz (ii) restrukturyzacja sieci (likwidacja marek i powierzchni wyprzedażowych).

Nasze prognozy marży brutto na sprzedaży były niższe, co wynikało z prognozowanej zbliżonej rentowności w segmencie jubilerskim (54,0% wobec raportowanej 53,7%) i niższej prognozowanej rentowności w segmencie odzieżowym (56% wobec raportowanej 58,6%).

Rentowność brutto na sprzedaży (mln PLN)

Rentowność brutto na sprzedaży	IVQ2010	IVQ2009	zmiana p.p.	I-IVQ 2010	I-IVQ 2009	zmiana p.p.
Segment jubilerski	53,7%	57,0%	-3,3	54,6%	58,3%	-3,7
Segment odzieżowy	58,6%	58,5%	0,1	55,1%	46,3%	8,8
Pozostała	48,2%	122,8%	-74,6	71,0%	134,8%	-63,8
Razem	56,3%	58,6%	-2,3	55,0%	51,5%	3,5

Źródło: DI BRE, Vistula

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu

W 4Q 2010 r/r koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w 4Q 2010 były niższe r/r o 8,9% a w całym 2010 o 19,7%. Na danych porównywalnych, bez uwzględniania w 2009 Galerii Centrum koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były w całym 2010 niższe o 11% r/r. Spadek kosztów był wynikiem przeprowadzonej restrukturyzacji sieci (likwidacja sklepów licencyjnych) oraz niższych kosztów usług obcych, w tym głównie czynszów (lepsza relacja EUR/PLN niż w 2009, kiedy kurs był bardzo zmienny).

Spodziewaliśmy się niższych o około 1,0 mln PLN kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w 4Q 2010 jednak rozpoczęta kampania marketingowa i koszty otwarć nowych sklepów zwiększały koszty w 4Q 2010.

Wynik operacyjny

Na wynik operacyjny w 4Q 2010 pozytywnie wpłynęło saldo na pozostałej działalności operacyjnej w kwocie 0,6 mln PLN i w całym 2010 w kwocie 1,0 mln PLN, w 2009 roku było to odpowiednio 3,1 mln PLN w 4Q 2009 i 44,5 mln PLN w całym roku (ponad 34,4 mln PLN z tej kwoty dotyczyło zdarzeń jednorazowych). Ostatecznie wynik na działalności operacyjnej był 16,8% wyższy r/r w 4Q 2010 i 2x niższy w całym 2010 na danych raportowanych z uwzględnieniem działalności Galerii Centrum.

W naszych prognozach saldo pozostałej działalności operacyjnej miało neutralny wpływ na EBIT w 4Q 2010.

Wynik netto

Koszty finansowe w 4Q 2010 były wyższe r/r o 16,4% i wyższe od naszych prognoz o 5,0%, natomiast niższy niż szacowany podatek dochodowy dodatnie kontrybuował do wyniku netto i ostatecznie spółka wygenerowała 5,5 mln PLN wyniku netto w 4Q 2010 i 1,7 mln PLN w całym 2010 wobec prognozowanego odpowiednio 5,8 mln PLN i 2,0 mln PLN.

Bilans

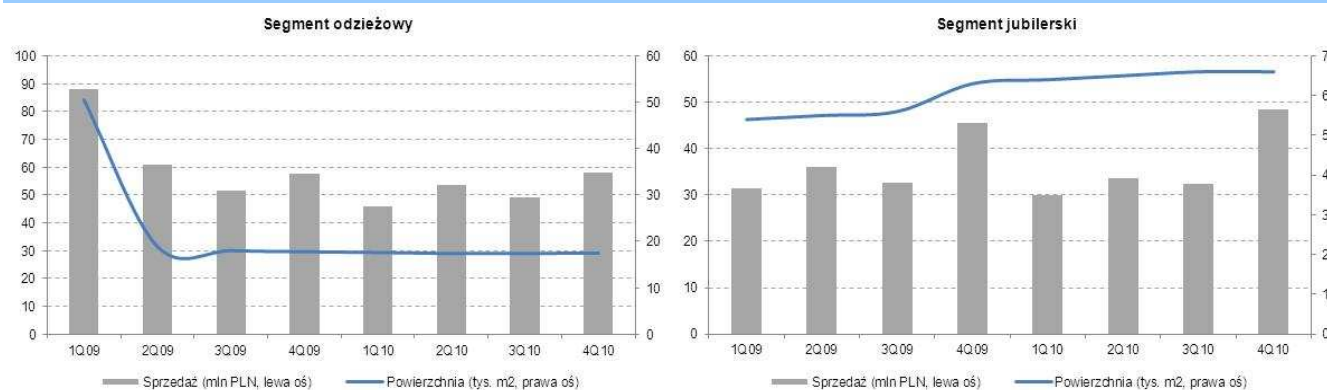
W bilansie uwagę zwracają: (i) zmiana struktury finansowania obcego, (ii) wysoki w porównaniu do 2009 roku stan zapasów oraz (iii) przekwalifikowanie części aktywów do sprzedaży.

Zmiana struktury zobowiązań finansowych (na koniec 2010 71% to krótkoterminowe wobec 83% na koniec 2009) wynika z harmonogramów spłat kredytów oraz z wyemitowanych obligacji w kwocie 50 mln PLN. Spółka w ciągu następnych 12 miesięcy musi spłacić/zrolować zobowiązania finansowe w kwocie 109 mln PLN.

Wyższe zapasy towarów r/r wynikają naszym zdaniem z dotowarowania salonów jubilerskich w 4Q 2010 przy jednoczesnym słabym popycie na biżuterię. Vistula wyemitowała obligacje w celu zatowarowania sklepów W. Kruk na 4Q 2010 i spodziewała się wyższej sprzedaży niż zrealizowana.

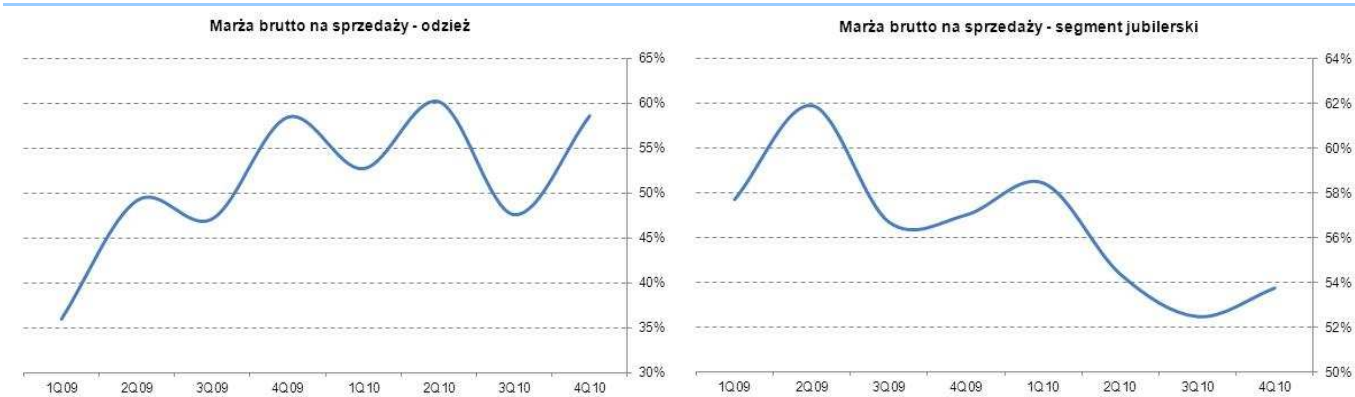
Spółka przekwalifikowała środki trwałe w Myślenicach na kwotę netto 4,9 mln PLN z rzeczowych aktywów trwałych na aktywa dostępne do sprzedaży na podstawie zawartej umowy sprzedaży środków trwałych. Sprzedaż nieruchomości nastąpiła w lutym 2011.

Sprzedaż (mln PLN) i powierzchnia (tys. m2) w rozbiciu segmentowym



Źródło: DI BRE, Vistula

Marża brutto na sprzedaży w rozbiciu segmentowym



Źródło: DI BRE, Vistula



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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@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

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

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

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@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 stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

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

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, 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, Komputronik, Kredyt Bank, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondy, 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: 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.