

**Handel**

Polska

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

Handel

Spółki handlowe wchodzą w dobry okres

Detaliści z branży odzież/obuwie mają za sobą słaby 1Q 2011, jednak historycznie pierwszy kwartał nie wpływał istotnie na wyniki roczne spółek z branży, dlatego naszym zdaniem nie mają większego znaczenia prognozowane przez nas dobre wyniki LPP (3,2 mln PLN zysku netto wobec 217 mln PLN zysku rocznego), słabe wyniki NG2 (ponad 6 mln PLN straty wobec rocznego zysku netto na poziomie 146 mln PLN). Spodziewamy się również straty w NFI EMF, Vistuli i Redanie. Bardziej istotny z punktu widzenia wyniku rocznego jest 2Q 2011. Drugi kwartał odpowiada średnio za 25% sprzedaży rocznej i 28% rocznego wyniku na sprzedaży, a kwiecień jest jego najlepszym marżowo miesiącem. Uważamy, że spółki handlowe będą się w tym kwartale zachowywały lepiej od rynku ze względu na: (i) niską bazę, która w kwietniu 2010 wynikała z żałoby narodowej, w maju z powodzi, (ii) inny układ świąt wielkanocnych niż w 2010 (w tym roku święta wchodzą w 2Q 2011), (iii) umocnienie PLN vs USD i EUR, które sprzyjają rentowności brutto na sprzedaży i marży operacyjnej oraz (iv) uspokojenie na rynku surowców, koniec wzrostów cen bawełny pozytywnie wpłynie na spółki pod koniec 2011 i w 2012.

Nasze typy na zbliżające się kwartały, to LPP i NG2, podtrzymujemy nasze rekomendacje akumulowania akcji. Podtrzymujemy również opinię, że ceny złota i srebra będą negatywnie wpływały na wyniki Vistuli, spółka musi jeszcze rozwiązać kwestię finansowania, dalej zalecamy trzymanie akcji. Sytuacja w branży pozytywnie wpłynie na spółki zrestrukturyzowane (kosztowo, finansowo oraz w powierzchni handlowej) takie jak: Redan, Gino Rossi.

Rekomendacje DI BRE dla wybranych spółek

Spółka	Ticker	Cena rynkowa	Cena docelowa	Rekomendacja
LPP	LPP PW	2 108	2 300	Akumuluj
NG2	CCC PW	60,0	63,0	Akumuluj
Vistula	VST PW	2,04	2,10	Trzymaj

Źródło: DI BRE

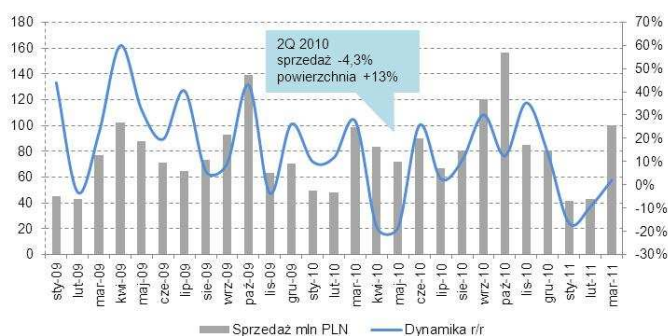
Niska baza 2010 pomoże dynamikom w kwietniu

Efekt niskiej bazy sprzedaży w kwietniu 2011 jest wynikiem dwóch czynników: (i) żałoby narodowej z kwietnia 2010 i związanego z tym zamknięcia sklepów, oraz (ii) innym układem świąt wielkanocnych w 2011.

W kwietniu 2010 ze względu na żałobę narodową handel w kraju był krótszy o dwa weekendy, a poza tym nastroje konsumentów i tak nie sprzyjały zakupom. Pewne jest, że we wzroście dynamiki przychodów ze sprzedaży w kwietniu 2011 pomagają efekt niskiej bazy z 2010. Efekt ten widać po danych o miesięcznej sprzedaży raportowanych przez niektórych detalistów. LPP w kwietniu 2010 raportowało spadek przychodów o 10% przy wzroście w tym okresie powierzchni o ponad 20%. Obuwnicze NG2 wygenerowało w kwietniu 2010 przychody niższe o 18% r/r na powierzchni większej o ponad 10%. Intersport pokazał wtedy dynamikę przychodów ze sprzedaży -22% r/r.

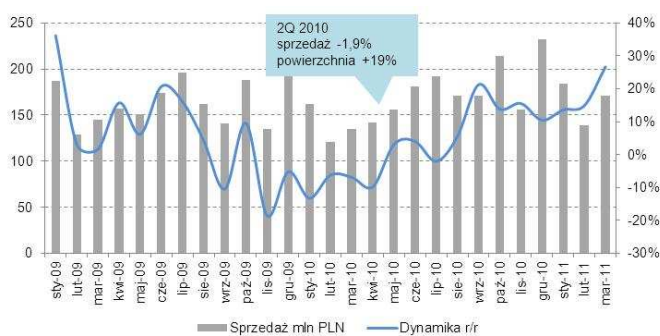
Drugim czynnikiem, ważniejszym dla spółek z branży FMCG, ale istotnym również dla branży odzież/obuwie jest inny układ świąt wielkanocnych. W 2010 roku wyższa sprzedaż przed świętami wchodziła w wyniki 1Q. W 2011 efekt świąt wejdzie w wyniki kwietnia, co jeszcze bardziej pomoże dodatniemu dynamikom w porównaniu do słabego kwietnia 2010. Spółki detaliczne już zapowiadają rekordową sprzedaż za ten miesiąc, co naszym zdaniem jest również efektem chłodnego marca, część sprzedaży kolekcji wiosennej przesunęła się na kolejny miesiąc.

Sprzedaż miesięczna i dynamika r/r NG2



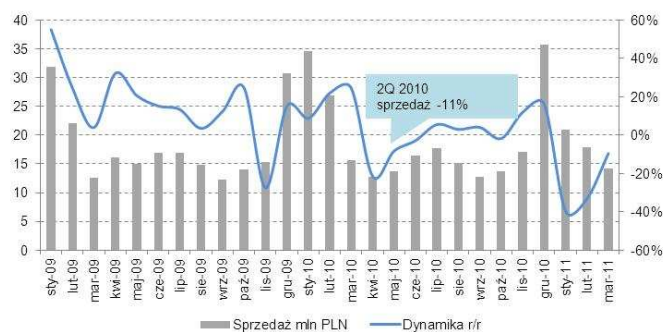
Źródło: NG2 SA, DI BRE

Sprzedaż miesięczna i dynamika r/r LPP

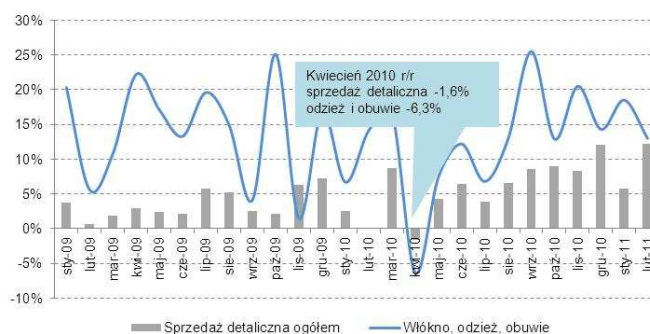


Źródło: LPP SA, DI BRE

Sprzedaż miesięczna i dynamika r/r Intersport



Sprzedaż detaliczna r/r



Źródło: Intersport SA, DI BRE

Źródło: GUS

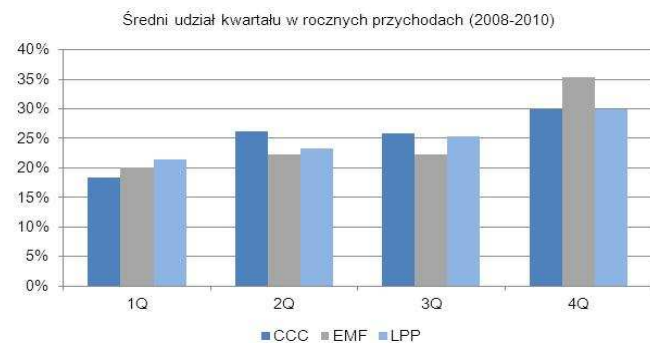
1Q jak zwykle sprzedażowo dobry, wynikowo słaby

Spółki detaliczne chętnie mówią o dobrej sprzedaży rozpoczynającego się 2Q 2011 trochę z powodu zbliżających się wyników 1Q 2011. Pierwszy kwartał z reguły nie jest istotny dla detalu pod względem wyników rocznych, pokazuje jednak tendencje w sprzedaży, które mogą się przenieść na kolejne kwartały. Spodziewamy się słabych wyników za 1Q 2011 u detalistów. Poprawę r/r pokaże naszym zdaniem LPP, które raportowało bardzo wysoką dynamikę sprzedaży 27% r/r w marcu (najważniejszy miesiąc 1Q). W pozostałych spółkach (poza NG2, które ma za sobą wyjątkowo słaby kwartał) nie spodziewamy się istotnych pozytywnych i negatywnych zaskoczeń w wynikach, natomiast szacujemy wyniki słabsze r/r.

Pierwszy kwartał średnio historycznie u trzech detalistów z GPW (LPP, NG2, NFI EMF) odpowiadał za około 5% rocznego wyniku na sprzedaży. Kolejne kwartały to odpowiednio 28%, 20% i 47%. Dlatego naszym zdaniem 1Q 2011 mimo iż słaby dla większości detalistów nie powinien wpływać istotnie na wynik całego roku. Najważniejsze kwartały są przed nami, a pozytywnie będzie na nie wpływał właśnie efekt niskiej bazy, inny układ świąt a w kolejnych kwartałach: polepszająca się koniunktura w handlu, stabilizacja cen surowców i sprzyjające kursy walutowe.

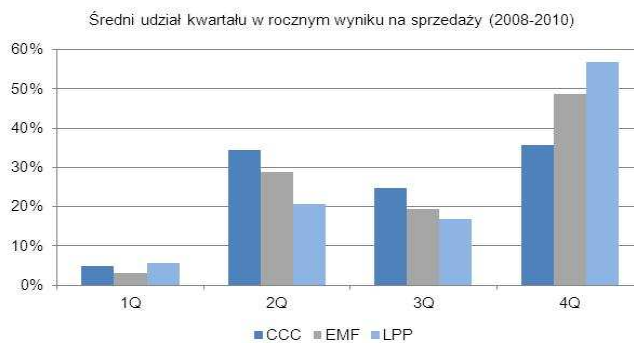
Bardziej istotny dla wyników rocznych od zakończonego 1Q 2011 jest 2Q 2011, który zgodnie z tym co zapowiadają zarządy spółek rozpoczyna się od rekordowej sprzedaży w sklepach (LPP, NG2, Vistula i Redan). Kwiecień jest istotny przede wszystkim dla branży obuwniczej, ponieważ jest miesiącem przejścia konsumenta z obuwia zimowego na letnie. NG2 w kwietniu, listopadzie i październiku osiąga najwyższą sprzedaż w roku i najwyższe rentowności. Dla spółek odzieżowych jest to również najbardziej rentowny miesiąc drugiego kwartału.

Średni udział kwartału w rocznych przychodach (2008-2010)



Źródło: Sprawozdania finansowe spółek, DI BRE

Średni udział kwartału w rocznym wyniku na sprzedaży (2008-2010)



Źródło: Sprawozdania finansowe spółek, DI BRE

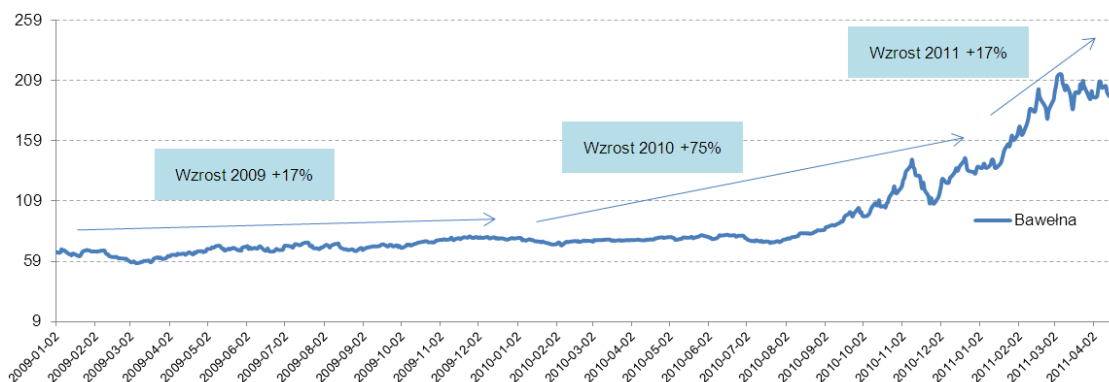
Uspokojenie cen bawełny, rośnie złoto i srebro

Ostatnie wyhamowanie wzrostu cen bawełny, jeśli okaże się trwałe powinno pozytywnie wpływać na wyniki spółek odzieżowych w końcówce 2011 i w 2012 roku. W ciągu ostatniego roku ceny bawełny wzrosły o 120%. Od początku 2010 roku cena bawełny wzrosła o 150%, wełny o około 40%, jedwabiu o 100%, Inu o prawie 40%. Ceny włókien sztucznych, które są powiązane z cenami ropy i surowców ropopochodnych również wzrosły o około 30-35%. Pozytywny jest, że obecnie cena bawełny ustabilizowała się, natomiast więcej surowca na rynku ma się pojawić jesienią, kiedy na rynek wejdzie bawełna ze zwiększonych upraw. Sama cena surowca nie wpływa w 100% na ostateczną cenę produktu. Spółki odzieżowe z polskiego i zagranicznego rynku szacowały, że wzrost cen bawełny o 100% powinien wpłynąć na około 8-10% wzrost kosztów wytworzenia. Naszym zdaniem przy sprzyjającym kursie USDPLN i rosnącej sprzedaży/m2 taki poziom wzrostów spółki są w stanie przerzucić na ostatecznego klienta.

Gożej sytuacja wygląda w branży jubilerskiej. Ceny surowców dalej rosną, co będzie negatywnie wpływać na wyniki np. Vistuli. Ceny złota w USD wzrosły w ciągu ostatniego roku o prawie 31%, ceny srebra o 142%, przy czym ceny złota bardziej wpływają na wyniki jubilerów. W ostatecznej cenie produktu złotego surowiec waży dużo więcej niż w produkcie srebrnym. Spółki jubilerskie już od początku 2011 podwyższyły ceny aby przenieść przynajmniej część wzrostu cen surowca na

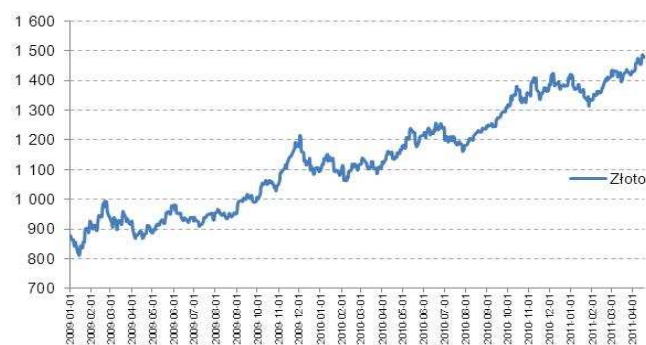
ostatecznego klienta. Naszym zdaniem w bieżącym roku sprzedaż towarów luksusowych nie odbuduje się szybko, więc spółki część tego wzrostu cen będą musiały wziąć na siebie, co będzie widoczne w niższej rentowności.

Ceny bawełny



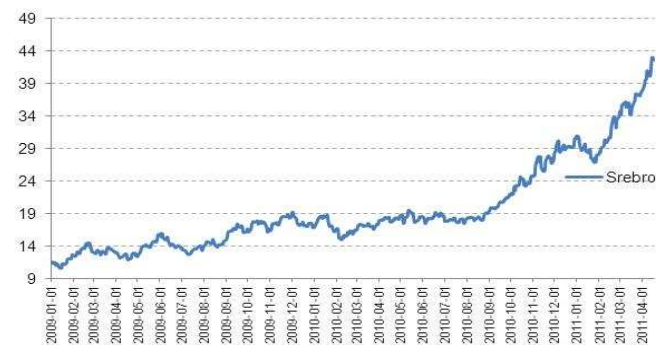
Źródło: Bloomberg

Ceny złota



Źródło: Bloomberg

Ceny srebra

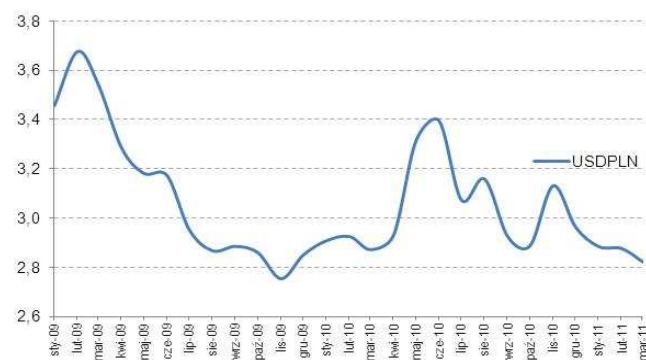


Źródło: Bloomberg

O rentowności ostatecznie zadecyduje kurs USDPLN i EURPLN

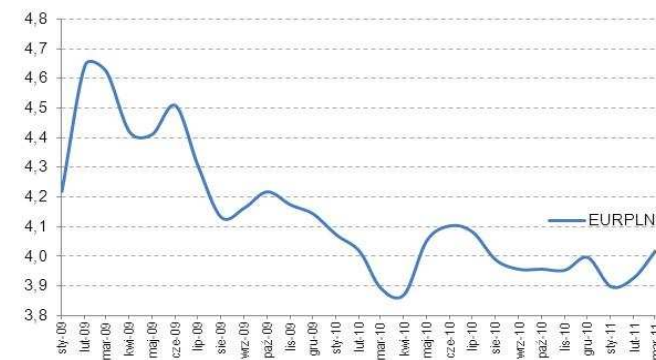
Ekspozycja spółek handlowych na waluty jest znacząca. Spółki z branży odzież/obuwie kupują większość swoich towarów na Dalekim Wschodzie, gdzie główną walutą rozliczeniową jest USD (rzadziej EUR, np. w Indiach). Dodatkowo czynsze, które stanowią średnio ponad 30% wszystkich kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu są denominowane w EUR. Dlatego zmiany cen surowców są oczywiście istotne, jednak ostatecznie o rentowności decydują kursy walutowe, a te są sprzyjające. Poza NFI EMF żadna ze spółek notowanych nie stosuje zabezpieczeń walutowych. Przy sprzyjającym kursie USDPLN marże brutto na sprzedaży będą wyższe, silniejszy PLN do EUR wpłynie z kolei pozytywnie na wynik na poziomie operacyjnym.

USDPLN



Źródło: Bloomberg

EURPLN



Źródło: Bloomberg

Restrukturyzacja z lat poprzednich wesprze wyniki

Inne czynniki pozytywnie wpływające na detalistów w 2011 mają już charakter wewnętrzny ale dotyczą wielu spółek z branż: (i) przeprowadzona w 2009-2010 restrukturyzacja sieci i kosztowa, oraz (ii) ekspozycja na rynki wschodzące. Naszym zdaniem przeprowadzone przez większość detalistów procesy restrukturyzacji kosztowej i sieci sprzedaży w 2009-2010 wpłyną w 2011 pozytywnie na wyniki. Przy wzroście przychodów ze sprzedaży na m2 powierzchni wzrost wyniku operacyjnego powinien być wyższy. Pozytywnie zakończone restrukturyzacje dotyczą LPP (koszty na m2), Redan (przeniesienie marki Troll do sklepów multibrandowych) oraz Gino Rossi (restrukturyzacja sieci sprzedaży, natomiast w tym przypadku na wycenę spółki będzie jednak wpływała w najbliższym czasie transakcja nabycia spółki Kazar). Z kolei ekspozycja spółek na Rosję i Ukrainę będzie wspierała wzrosty sprzedaży. Właściwie poza NFI EMF, który słabą sprzedaż w tych krajach tłumaczy wysoką bazą 2010 i słabą kolekcją odzieżową, spółki z branży notują na tych rynkach dodatnie dynamiki sprzedaży.

Nasze typy

Naszym zdaniem wszystkie opisane czynniki pozytywnie wpłyną w bieżącym roku na wyniki i wyceny spółek zrestrukturyzowanych: LPP, Redan, Gino Rossi oraz o dominującym udziale rynkowym na rynku krajowym: LPP, NG2. Z kolei nie będą wystarczające dla zadłużonej i działającej w segmencie jubilerskim Vistuli (naszym zdaniem spółka najpierw musi wyjaśnić kwestię finansowania). Z kolei AmRest i po części Gino Rossi będą musiały przekonać akcjonariuszy, że poczynione i planowane akwizycje przyniosą wzrost wartości.

Prognozy DI BRE dla wybranych spółek na lata 2011 i 2012

	Wynik netto (mln PLN)		P/E		EBITDA (mln PLN)		EV/EBITDA	
	2011P	2012P	2011P	2012P	2011P	2012P	2011P	2012P
LPP	217,4	258,2	17,1	14,4	398,1	448,5	9,8	8,7
NG2	146,7	176,8	15,7	13,0	211,3	252,3	11,2	9,4
Vistula	10,3	21,0	22,5	11,0	49,6	63,5	8,3	6,5

Źródło: 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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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

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 księgową

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 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

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: Asseco BS, 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: Asseco BS, AtlasEst, 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, Wafama, 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, 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.

DI BRE Banku S.A. jest oferującym akcje KRUK.

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

Wskaznikowa – 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.