

**Handel**

Polska

NFI EMF

EMF PW; NFIWo.WA

Trzymaj

(Niezmieniona)

Gabriela Borowska

(48 22) 697 47 36

gabriela.borowska@dbre.com.pl

Operacyjnie lekko powyżej, netto poniżej oczekiwań

Obecna cena: 12,0 PLN; Cena docelowa: 19,0 PLN

Wyniki są zgodne z oczekiwaniami na poziomie przychodów ze sprzedaży, gdzie uwzględnione były w konsensusie i w naszych prognozach oczekiwania negatywnych LFL w Rosji. Na poziomie marży brutto na sprzedaży spółka zrealizowała wyższą rentowność od prognozowanej (+1,3 pp) ze względu głównie na utrzymanie rentowności w segmencie mody i urody, gdzie spodziewaliśmy się spadku sprzedaży i marży. Pozostałe koszty były wyższe o 3,4% od naszych oczekiwań, co wyniknęło w wyniku operacyjnym o -14,7% niższym od spodziewanego na poziomie raportowanym. Wynik operacyjny na poziomie działalności podstawowej (bez uwzględniania programu motywacyjnego) był o 6,3% wyższy od naszych prognoz. Ostatecznie wyniki operacyjne oczyszczone o program motywacyjny były nieco lepsze od naszych założeń, na poziomie netto wynik oczyszczony o przychody finansowe oraz po uwzględnieniu wysokiej stopy podatku i wyższych od spodziewanych wyników mniejszości były poniżej naszych oczekiwań (-13,5%). Zwracamy uwagę na: (i) poprawę marży brutto na sprzedaży r/r mimo ujemnych LFL w segmencie mody i urody, (ii) pozytywny wpływ na wynik operacyjny pozostałych zysków 4,7 mln PLN (uwzględnione w prognozach), (iii) pozytywny wpływ na wynik netto 4,7 mln PLN przychodów finansowych (nieuwzględnione w prognozach), (iv) negatywny wpływ na wynik (w stosunku do prognoz) wysokiej efektywnej stopy podatku dochodowego (27%) oraz większego udziału zysków mniejszości (1,4 mln PLN wobec prognozowanych 0,5 mln PLN). Wyniki lekko powyżej oczekiwań na poziomie skorygowanym operacyjnym i poniżej oczekiwań na poziomie skorygowanym netto. Sezonowość w NFI EMF jest silniejsza niż u innych detalistów z dużą wagą 4Q w wynikach rocznych. Dlatego naszym zdaniem mimo zaraportowanych słabszych od oczekiwań wyników nie wpłynie to istotnie na zmianę naszych oczekiwań co do wyniku za 2011.

Wyniki 2Q 2011

(mln PLN)	Wyniki r/r			Prognozy DI BRE		Konsensus	
	IIQ2011	IIQ2010	zmiana	IIQ2011P	zmiana	IIQ2011P	zmiana
Przychody	703,1	645,3	8,95%	707,5	-0,62%	707,5	-0,62%
EBITDA	46,4	59,8	-22,36%	48,7	-4,65%	48,0	-3,36%
EBITDA skorygowana	50,9	51,7	-1,56%	48,7		48,0	6,11%
marża	6,60%	9,26%	-	6,88%	-	6,78%	-
EBIT	18,4	33,9	-45,51%	21,6	-14,70%	21,3	-13,40%
EBIT skorygowany	23,0	25,8	-11,03%	21,6	6,30%	21,3	7,92%
Zysk brutto	10,8	18,3	-41,00%	9,4	14,59%	-	-
Zysk netto	6,4	7,6	-15,24%	7,1	-9,77%	6,0	7,45%

Źródło: NFI EMF, DI BRE, PAP

Sprzedaż

Przychody spółki w 2Q 2011 wzrosły o prawie 9% r/r i były zgodne z konsensusem i naszymi oczekiwaniami. Sprzedaż w porównywalnych placówkach w 2Q 2011 wzrosła r/r o 0,3%, najlepsze wyniki tutaj grupa Smyk (7,3% r/r), segment Empik (3,0% r/r), negatywne LFL dotyczyły głównie segmentu moda i uroda (-11,1% r/r) oraz szkół językowych (-0,9%). Wzrost sprzedaży w segmencie Empik nastąpił mimo mniejszej liczby nowości. Na wzrost sprzedaży w segmencie Smyk miało wpływ naszym zdaniem głównie przesunięcie świąt na 2Q 2011. Negatywne LFL w segmencie moda i uroda były wynikiem głównie słabej sprzedaży marki Peacocks w Rosji (LFL w segmencie w Rosji wyniosły -17,2% r/r). Sieć sprzedaży zwiększyła się w 2Q 2011 o 10% r/r w przypadku liczby placówek i powierzchni.

Rentowność

Marża brutto na sprzedaży wzrosła o 0,2 pp w porównaniu do 2Q 2010. Wzrost marży pochodzi głównie z Empiku (wzrost marży o 2,8 pp), gdzie zmiana marży w ujęciu procentowym wynika z poprawy rentowności na sprzedaży książek oraz na art. pap. Spadek rentowności w segmencie Smyk (-2,8 pp) wynika z wyższych cen zakupu ubrań (wynikających z wyższych cen bawełny) i z przeprowadzanych promocji. Niższa marża w szkołach językowych (-2,1 pp) to wynik lepszej sprzedaży do klientów korporacyjnych, których sprzedaż cechuje się niższą rentownością. Pozytywne jest naszym zdaniem utrzymanie rentowności w segmencie moda i uroda, który miał najniższe LFL.

Wyniki

EBITDA w 2Q 2011 zmniejszyła się o -1,6% r/r a marża EBITDA o -0,8 pp, na co wpłynęły głównie wyższe koszty najmu i wynagrodzeń wynikające ze wzrostu sieci. Na wynik operacyjny pozytywnie wpłynęły pozostałe zyski operacyjne 4,7 mln PLN (prognozowaliśmy 5,0 mln PLN), które są wynikiem rozwiązania rezerw utworzonych w koszty poprzednich okresów. Na wynik

netto pozytywnie wpłynęły również przychody finansowe 4,7 mln PLN (główni wyceny opcji put spółek). Zysk netto wyniósł 6,4 mln PLN. Spadek zysku r/r wynikał głównie z wyższych kosztów amortyzacji, wzrostu kosztów finansowych wynikającego z istotnie wyższego poziomu długu netto na koniec 2Q 2011 w porównaniu do 2Q 2010. O ponad 2 mln PLN wzrosło obciążenie podatkowe, co jest skutkiem głównie rozpoznania mniejszego niż w 2Q 2010 aktywa z tytułu podatku odroczonego od strat podatkowych do wykorzystania.

Wyniki raportowane vs. oczyszczone

Wyniki raportowane różnią się od wyników skorygowanych -4,5 mln PLN z tytułu wyceny akcji pracowniczych na poziomie wyniku operacyjnego i dodatkowo 4,4 mln PLN z tytułu wyceny instrumentów finansowych. Biorąc pod uwagę wyniki oczyszczone i porównanie ich do naszych prognoz, na poziomie operacyjnym był 6,3% powyżej naszych prognoz, wynik na poziomie brutto 10,5% powyżej naszych prognoz, natomiast przez wspomniany wysoki podatek dochodowy i wyższe niż prognozowane udziały mniejszości wynik netto był -13,5% niższy od naszych szacunków.

Segmenty operacyjne

(mln PLN)	Wyniki r/r				Marża		
	IIQ2011	IIQ2010	zmiana		IIQ2011	IIQ2010	zmiana pp
Przychody	703,1	645,3	9%	Marża brutto na sprzedaży	45%	45%	0,2
Smyk	205,4	176,7	16%	Smyk	44%	47%	-2,8
Empik	241,6	224,5	8%	Empik	37%	34%	2,8
Szkoły językowe	43,4	33,2	31%	Szkoły językowe	62%	64%	-2,1
Moda i uroda	212,7	210,9	1%	Moda i uroda	52%	52%	0,3
EBITDA raportowana	46,4	59,8	-22%	Marża EBITDA raportowana	7%	9%	-2,7
Smyk	20,0	13,7	45%	Smyk	10%	8%	2,0
Empik	15,9	12,2	31%	Empik	7%	5%	1,2
Szkoły językowe	7,2	6,2	17%	Szkoły językowe	17%	19%	-2,0
Moda i uroda	11,9	22,8	-48%	Moda i uroda	6%	11%	-5,2
EBITDA oczyszczona	50,9	51,7	-2%	Marża EBITDA oczyszczona	7%	8%	-0,8
Smyk	20,0	13,7	45%	Smyk	10%	8%	2,0
Empik	15,9	12,2	31%	Empik	7%	5%	1,2
Szkoły językowe	7,2	6,2	17%	Szkoły językowe	17%	19%	-2,0
Moda i uroda	11,9	22,8	-48%	Moda i uroda	6%	11%	-5,2
EBIT raportowany	18,4	33,9	-46%	Marża EBIT raportowana	3%	5%	-2,6
Smyk	13,8	8,0	73%	Smyk	7%	5%	2,2
Empik	5,2	3,4	53%	Empik	2%	2%	0,6
Szkoły językowe	5,0	4,4	13%	Szkoły językowe	11%	13%	-1,8
Moda i uroda	3,3	13,5	-76%	Moda i uroda	2%	6%	-4,9
EBIT oczyszczony	23,0	25,8	-11%	Marża EBIT oczyszczona	3%	4%	-0,7
Smyk	13,8	8,0	73%	Smyk	7%	5%	2,2
Empik	5,2	3,4	53%	Empik	2%	2%	0,6
Szkoły językowe	5,0	4,4	13%	Szkoły językowe	11%	13%	-1,8
Moda i uroda	3,3	13,5	-76%	Moda i uroda	2%	6%	-4,9
Liczba placówek	743	676	10%	Powierzchnia (tys. m2)	311,5	283,2	10%
Smyk	103	92	12%	Smyk	93,5	88,2	6%
Empik (z cafe i foto)	256	236	8%	Empik	142,4	127,6	12%
Szkoły językowe	141	120	18%	Szkoły językowe	-	-	-
Moda i uroda	243	228	7%	Moda i uroda	75,6	67,3	12%

Źródło: NFI EMF, DI BRE, PAP



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.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

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 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, KRUK, 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, 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, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, 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.