

**Handel**

Polska

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

Vistula

VST PW; VIST. WA

Trzymaj

(Niezmieniona)

Wyniki słabe ale zgodne z oczekiwaniami**Obecna cena: 1,0 PLN; Cena docelowa: 2,1 PLN**

Vistula osiągnęła sprzedaż na poziomie 97,4 mln PLN, wzrost o 11,7% r/r, na poziomie zgodnym z naszymi oczekiwaniami i konsensusem. Wzrost sprzedaży wynikał głównie z segmentu odzieżowego (13,9%). Marża brutto na sprzedaży była na poziomie 55,6% niższa r/r o -1,3 p.p. Marża brutto na sprzedaży była niższa r/r w obu segmentach działalności. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły 45,2 mln PLN i były wyższe r/r o 13% i wynikały ze wzrostu powierzchni salonów jubilerskich, które są droższe niż salony odzieżowe oraz z większych wydatków na reklamę i marketing. Pozostała działalność operacyjna miała ujemne saldo na poziomie -0,8 mln PLN (-1,7 mln PLN w 2Q 2010). Wynik operacyjny wyniósł 8,1 mln PLN i był 3,2% wyższy r/r i 6,3% niższy od naszych prognoz (-8,7% wobec konsensusu rynkowego). Saldo działalności finansowej było ujemne i wyniosło -5,3 mln PLN (-6,3 mln PLN rok wcześniej). Wynik netto na poziomie 2,0 mln PLN, 88,4% wyższy r/r, na poziomie zbliżonym do konsensusu i naszych prognoz. Przepływy pieniędzy netto z działalności operacyjnej wyniosły w 2Q 2011 -2,1 mln PLN wobec -0,3 mln PLN rok wcześniej. Wyniki oceniamy jako słabe, ale zgodne z oczekiwaniami.

Wyniki 2Q 2011

(mln PLN)	Wyniki r/r			DI BRE		Konsensus	
	IIQ2011P	IIQ2010	zmiana	IIQ2011P	zmiana	IIQ2011P	zmiana
Przychody	97,4	87,1	11,7%	96,4	1,0%	96,5	0,9%
EBITDA	11,8	11,9	-0,6%	12,3	-4,4%	12,6	-6,4%
marża	12,1%	13,6%	-	12,8%	-5,3%	13,1%	-7,2%
EBIT	8,1	7,9	3,2%	8,7	-6,3%	8,9	-8,7%
Zysk brutto	2,8	1,5	84,5%	2,4	18,1%	-	-
Zysk netto	2,0	1,1	88,4%	2,0	1,6%	2,1	-5,5%

Źródło: Vistula, DI BRE, PAP

Grupa

Przychody ze sprzedaży zwiększyły się w 2Q 2011 o 11,7% r/r przy nieznacznym wzroście powierzchni w sumie o 0,4% r/r. Niewielka zmiana powierzchni całkowitej wynikała jednak z istotnych zmian między segmentami, gdzie zwiększyła się powierzchnia segmentu jubilerskiego a zmniejszyła segmentu odzieżowego. Sprzedaż wzrosła głównie w segmencie odzieżowym, marża brutto pogorszyła się w obu segmentach. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu za 1H 2011 zawierają dodatkowe 2,5 mln PLN kosztów marketingu i reklamy, których nie było w porównywalnym okresie 1H 2010. Spadek kosztów finansowych r/r wynika z obniżenia zadłużenia, którego poziom uległ zmniejszeniu o 17,5 mln PLN w okresie pomiędzy 1H 2010 a 1H 2011. Dzięki niższym kosztom finansowym wynik netto był w 2Q 2011 na poziomie wyższym o 88,4% r/r.

Powierzchnia

Segment odzieżowy zmniejszył całkowitą powierzchnię sprzedaży o -1,7% r/r, segment jubilerski zwiększył całkowitą powierzchnię sprzedaży o 6,2% r/r. Spadek w segmencie odzieżowym jest wynikiem likwidacji sieci salonów licencyjnych oraz salonów, które trwale utraciły zdolność generowania zysku operacyjnego w obrębie salonów firmowych marki Vistula, Wólczanka.

Segment odzieżowy

Przychody ze sprzedaży segmentu odzieżowego w 1H 2011 wyniosły 109,9 mln PLN i były o 10,5% wyższe r/r. Wzrost sprzedaży związany jest ze wzrostem detalicznej sprzedaży w salonach Vistula: o 18% r/r, oraz Wólczanka: o 15%, co oznaczało dynamikę sprzedaży oraz marżę brutto na m2 na poziomie przekraczającym 20%. Wzrost kosztów operacyjnych wynikał ze zwiększenia nakładów na promocję i marketing. W samym 2Q 2011 sprzedaż segmentu wzrosła o 13,9% przy spadku powierzchni o -1,7%, marża brutto zmniejszyła się o 2,9 p.p. jednak dzięki lepszej relacji pozostałych kosztów do sprzedaży spółka utrzymała marżę operacyjną segmentu na poziomie 23,0% wobec 23,1% w 1Q 2010.

Segment jubilerski

Sprzedaż w segmencie jubilerskim wzrosła w 1H 2011 o 1,7%, marża obniżyła się o 3,8 p.p. Powodem tego, były zmiany w strukturze sprzedaży (malejący udział złota a rosnący biżuterii srebrnej i zegarków). Koszty pozostałe segmentu dotyczyły kampanii marketingowej marki W. Kruk. W samym 2Q 2011 sprzedaż segmentu zwiększyła się o 5,3% przy wzroście powierzchni o 6,2%. Marża brutto na sprzedaży zmniejszyła się o -1,8 p.p. a pozostałe koszty segmentu wzrastały szybciej niż powierzchnia i sprzedaż i ostatecznie wynik operacyjny segmentu jubilerskiego zmniejszył się o -29%.

Przepływy pieniężne

Wzrost wartości zapasów (9% r/r) oraz należności (34% r/r) związany jest z przyjętymi założeniami odnośnie wzrostu

przychodów w kolejnych okresach oraz zwiększeniem przychodów w segmencie hurtowym. Wzrost wartości zobowiązań handlowych (20%) stanowi źródło finansowania zwiększonej wartości majątku obrotowego. Vistula zaraportowała w 2Q 2011 ujemne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej -2,1 mln PLN wobec -0,3 mln PLN rok wcześniej.

Zadłużenie

W zobowiązaniach krótkoterminowych istotną pozycję stanowią zobowiązania z tytułu emisji obligacji w kwocie 50 mln PLN, których termin zapadalności przypada na grudzień 2011. W strukturze pasywów widoczny jest spadek długoterminowych zobowiązań oraz wzrost zobowiązań krótkoterminowych. Zmiana w strukturze finansowania wynika w głównej mierze z realizowanych harmonogramów spłat zadłużenia kredytowego. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami spółka realizuje plan zmniejszenia zadłużenia. W tym celu podpisała warunkowe, przedwstępne umowy sprzedaży części posiadanych przez spółkę nieruchomości. Zgodnie z treścią zawartych umów przynajmniej jedna z transakcji powinna zostać zamknięta w 3Q 2011. Planowana transakcja będzie miała pozytywny wpływ na wynik finansowy spółki, a środki ze sprzedaży zostaną przeznaczone na spłatę zadłużenia. Na koniec 2Q 2011 dług netto grupy wyniósł 232,3 mln PLN i był zbliżony do długu netto z poprzedniego kwartału (237,9 mln PLN).

Wyniki r/r wg segmentów działalności

(tys. PLN)	1H 2011	1H 2010	Zmiana	2Q 2011	2Q 2010	Zmiana	1Q 2011	1Q 2010	Zmiana
Segment odzieżowy									
Przychody	109 872	99 428	10,5%	60 811	53 382	13,9%	49 061	46 046	6,5%
Marża brutto	59 127	56 419	4,8%	34 940	32 238	8,4%	24 187	24 181	0,0%
%	53,8%	56,7%	-	57,5%	60,4%	-	49,3%	52,5%	-
Koszty operacyjne	40 174	39 013	3,0%	20 945	19 906	5,2%	19 229	19 107	0,6%
Powierzchnia	17,20	17,50	-1,7%	17,20	17,50	-1,7%	17,50	17,60	-0,6%
Segment jubilerski									
Przychody	64 461	63 401	1,7%	35 347	33 564	5,3%	29 114	29 837	-2,4%
Marża brutto	33 827	35 676	-5,2%	18 568	18 242	1,8%	15 259	17 434	-12,5%
%	52,5%	56,3%	-	52,5%	54,3%	-	52,4%	58,4%	-
Koszty operacyjne	23 452	20 183	16,2%	12 626	9 890	27,7%	10 826	10 293	5,2%
Powierzchnia	6,90	6,50	6,2%	6,90	6,50	6,2%	6,60	6,40	3,1%

Źródło: Vistula, DI BRE

Wyniki kwartalne wg segmentów działalności

(tys. PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11
Segment odzieżowy						
Przychody	46 046	53 382	49 285	58 037	49 060	60 811
Powierzchnia	17,60	17,40	17,40	17,50	17,20	17,20
Średnia powierzchnia	17,69	17,50	17,40	17,45	17,35	17,20
Sprzedaż/średni m2	868	1 017	944	1 109	943	1 179
Zmiana r/r	-41%	-3%	1%	3%	9%	16%
Segment jubilerski						
Przychody	29 837	33 564	32 441	48 547	29 114	35 347
Powierzchnia	6,40	6,50	6,60	6,60	6,80	6,90
Średnia powierzchnia	6,35	6,45	6,55	6,60	6,70	6,85
Sprzedaż/średni m2	1 566	1 735	1 651	2 452	1 448	1 720
Zmiana r/r	-19%	-21%	-16%	-4%	-8%	-1%

Źródło: Vistula, 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 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

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.