



Vistula - Komentarz do wyników za 1Q'18

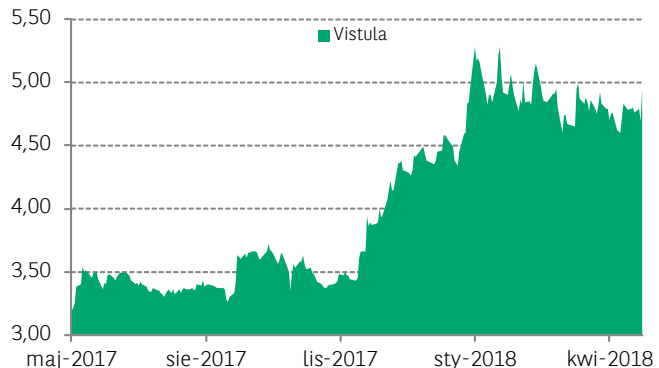
Michał Krajczewski, CFA +48 22 507 52 91, michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl

analitik: Michał Krajczewski, CFA

2018-05-16

Podstawowe dane o spółce

Cena	4,95
Kapitalizacja (mIn zł)	896,9
Free float	81,1%
Wartość dzienna obrotów (mIn PLN)	0,6
P/E	19,8
EV/EBITDA	12,89



Wyniki 1Q18

mIn PLN	1Q'18	1Q'17	r/r	1Q'18 konsensus		różnica	prognozy		różnica
				160,6	160,6		1Q'18	BGŻ BNP	
Przychody	160,6	136,2	17,9%	160,6	160,6	0,0%	160,6	158,8	1,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	77,8	68,0	14,4%	77,8	-	-	77,8	79,6	-2,3%
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	48,5%	49,9%		48,5%			48,5%	50,1%	
Koszty SG&A	75,5	66,7	13,1%	75,5	-	-	75,5	76,8	-1,7%
<i>udział w sprzedaży</i>	46,99%	48,97%	-1,98%	46,99%			46,99%	48,33%	-1,33%
EBITDA	6,1	4,8	26,9%	6,1	6,8	-10,6%	6,1	6,7	-9,7%
<i>marża EBITDA</i>	3,8%	3,5%		3,8%	4,2%		3,8%	4,2%	
EBIT	1,9	1,0	96,5%	1,9	2,8	-31,4%	1,9	2,5	-24,0%
<i>marża EBIT</i>	1,2%	0,7%		1,2%	1,7%		1,2%	1,6%	
- segment odzieżowy	-1,2	-1,1	9,1%				-1,2	-0,8	46,7%
- segment jubilerski	3,2	2,1	50,2%				3,2	3,4	-6,1%
Zysk netto	0,1	-0,8	-113,1%	0,1	1,0	-89,8%	0,1	1,0	-90,0%
<i>marża netto</i>	0,1%	-0,6%		0,1%	0,6%		0,1%	0,6%	
Cash flow operacyjny	-23,4	-23,3	0,7%	-23,4	-	-	-23,4	-	-

Komentarz do wyników

Wyniki Vistuli okazały się być wyraźnie niższe zarówno od rynkowego konsensusu, jak i BM BGŻ BNP Paribas w ujęciu procentowym, nominalnie różnice były jednak nie wielkie. Biorąc pod uwagę, iż I kwartał jest mało istotny dla wyniku rocznego, rezultaty oceniamy neutralnie.

Zgodnie z miesięcznymi raportami sprzedaż w części odzieżowej wyniosła 98,7 mln PLN (+16,9% r/r), przy czym pozytywnie wyróżniła się marka Wólczańki (+22% r/r, +12,3% r/r na m2) za sprawą mocnej sprzedaży koszul męskich. W Vistuli sprzedaż na m2 była o 5,5% r/r wyższa – kontynuowany był trend dobrej sprzedaży kolekcji okazjonalnych i casual. Przy tej samej powierzchni jak przed rokiem, przychody Deni Cler były o 2,1% wyższe r/r.

Bardzo dobra sprzedaż Wólczańki

W porównaniu do naszych prognoz umiarkowanie negatywnym zaskoczeniem była marża brutto na sprzedaży w segmencie odzieżowym (-2,1 pkt. proc. r/r). Spadek ten był spowodowany czynnikami pogodowymi – niską sprzedażą nowej kolekcji wiosennej w Vistuli, przy dużych wyprzedaniach kolekcji zimowej. Tymczasem spadek kursu USD/PLN pozytywnie wpływał na rentowność w Wólczańce (+0,7 pkt. proc.) i Deni Cler (+2,7 pkt. proc.).

Warunki pogodowe w marcu obniżają marżę w Vistuli

Pozytywnie, w naszej opinii, zaskakuje natomiast kontrola kosztów SG&A w segmencie odzieżowym, których udział w przychodach zmniejszył się o 2,25 pkt. proc. r/r. Pomimo rosnących wynagrodzeń, pozytywnie działały koszty czynszów i efekt skali sprzedaży.

Koszty SG&A pod kontrolą

Segment jubilerski, z uwagi na bardzo dobry marzec, zanotował 19,5% dynamikę przychodów. Mocno rosta sprzedaż zegarków (niżej marżowy produkt) i kolekcja srebrna (lepsza marża). W efekcie rentowność spadła jednak o 0,55 pkt. proc. Z powodu kosztów wynagrodzeń (bonusy sprzedażowe), mocno rosły koszty sklepów na m2 (+14,5%), łącznie



jednak koszty operacyjne segmentu zanotowały niższe tempo (+15,7% r/r) względem sprzedaży, przez co pozytywny efekt dźwigni wpływał na EBIT (+50,2% r/r).

Wysoka poprawa
wyników w Kruku

Przy stabilnym saldzie finansowym i koszcie podatku, Vistula zanotowała w 1Q'18 pierwszy od 2010 r. (i najwyższy od 2008 r.) zysk na poziomie netto. Cash flow operacyjny był stabilny za sprawą większej spłaty zobowiązań. Poprawa wyników wpłynęła na znaczne obniżenie wskaźnika dług netto do EBITDA do 1,25x (2,08x przed rokiem).

Perspektywy

Podtrzymujemy pozytywną ocenę Vistuli. Zarząd również podtrzymuje cele roczne przewidujące wzrost powierzchni o 9% r/r, poprawę sprzedaży na m2, wolniejszy od niego wzrost kosztów operacyjnych na m2 i utrzymanie marży brutto na sprzedaży.

Spadek marży w kwietniu wynikał głównie ze struktury sprzedaży (więcej działalności przerobowej r/r), natomiast z uwagi na korzystne kursy walutowe możliwa jest poprawa mbns w całym 2018 r. Początek maja był nieco słabszy (wpływ długiego weekendu), natomiast kolejne dni prezentowały się bardzo dobrze. Zarząd jest również zadowolony i pozytywnie ocenia silny wzrost obrotów w kanale e-commerce.

Oczekujemy
poprawy wyników
w 2018 r.,
podtrzymujemy
pozytywną ocenę
Spółki

Obecnie najbliższym terminem wydania zgody UOKiK na połączenie Vistuli z Bytomiem jest 10 czerwiec, natomiast realistycznie Zarząd spodziewa się przedłużenia procesu do końca czerwca. W takim scenariuszu proces formalnie zakończony zostałby w 3Q'18. Zarząd na razie nie dostrzega warunków do kolejnej zmiany parytetu wymiany akcji (0,72 obecnie).



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - (enterprise value - wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)
P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgowa) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług
OCF - (operating cash flow) - przepływy pieniężne z działalności operacyjnej



Nota prawna

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf

Autorzy: **Michał Krajczewski**
nr ewidencyjny: **KW/2018/05/16/VST/01**
Data sporządzenia: **2018-05-16**