



# KOMENTARZ DO WYNIKÓW

## Vistula - 2Q'18



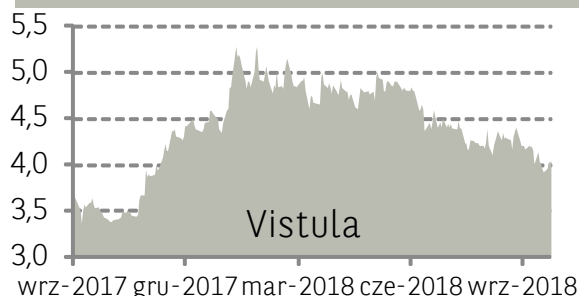
# BM

## PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

### Podstawowe dane o spółce

Cena	4,03
Kapitalizacja (mln zł)	730,2
Free float	81,2%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	0,6
P/E	16,1
EV/EBITDA	10,78

### Notowania spółki



## WYNIKI 2Q18

mln PLN	2Q'18	2Q'17	r/r	2Q'18	kons.	różnica	prognozy		
							2Q'18	BGŻ BNP	różnica
<b>Przychody</b>	192,9	171,9	12,2%	192,9	192,6	0,1%	192,9	192,9	0,0%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	100,6	90,5	11,1%	100,6	-		100,6	100,4	0,2%
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	52,1%	52,7%		52,1%			52,1%	52,0%	
<b>Koszty SG&amp;A</b>	80,8	69,2	16,7%	80,8	-		80,8	79,6	1,5%
<b>udział w sprzedaży</b>	41,87%	40,24%	1,63%	41,87%			41,87%	41,27%	0,60%
<b>EBITDA</b>	23,6	24,5	-4,0%	23,6	24,9	-5,3%	23,6	24,5	-3,9%
<i>marża EBITDA</i>	12,2%	14,3%		12,2%	12,9%		12,2%	12,7%	
<b>EBIT</b>	19,2	20,8	-7,7%	19,2	20,9	-8,2%	19,2	20,2	-5,2%
<i>marża EBIT</i>	9,9%	12,1%		9,9%	10,9%		9,9%	10,5%	
- segment odzieżowy	10,9	12,9	-15,4%				10,9	10,6	3,6%
- segment jubilerski	8,2	7,8	5,1%				8,2	9,7	-14,8%
<b>Zysk netto</b>	14,1	14,0	0,6%	14,1	15,2	-7,2%	14,1	14,8	-4,6%
<i>marża netto</i>	7,3%	8,2%		7,3%	7,9%		7,3%	7,7%	
<b>Cash flow operacyjny</b>	21,4	7,2	197,0%	21,4	-		21,4	-	

## KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Wyniki Vistuli okazały się być nieco poniżej rynkowego konsensusu, jak i prognoz BM BGŻ BNP. Jednak z uwagi na niewielką, nominalną różnicę, oceniamy je neutralnie. Uważamy, iż rynek przykłada większe znaczenie do perspektywy połączenia z Bytomem i potencjalnego przejścia spółek jubilerskich w Czechach i na Słowacji.

Zarówno przychody, jak i marża brutto na sprzedaży nie były zaskoczeniem z uwagi na publikowane raporty miesięczne przez Vistulę. Wskazywały one na utrzymanie dwucyfrowego tempa wzrostu przychodów, przy lepszej dynamice notowanej w segmencie jubilerskim. Jednak z uwagi na wzrost udziału sprzedaży zegarków, jak i większe wyprzedaże starszego asortymentu, Kruk zanotował prawie 2,0 pkt. proc. spadku marży brutto ze sprzedaży.

Odwrotną tendencję obserwowaliśmy w przypadku Vistuli, gdzie niekorzystna (ciepła i krótka wiosna) pogoda oraz zakaz handlu w niedzielę niekorzystnie wpływał na przychody. Marka Vistula poprawiła natomiast rentowność o 1,6 pkt. proc., głównie z uwagi na lepsze warunki zakupowe (kurs walutowy). Wólczanka, podobnie jak w poprzednich kwartałach, utrzymała wysoką dynamikę sprzedaży (+17,7% r/r), przy umiarkowanym spadku marży (większy udział e-commerce). Przyzwoite wyniki wypracowała natomiast marka Deni Cler – przy obrotach

*Dobra sprzedaż przy słabszej marży w Kruku*

*Nieco gorsza sprzedaż ale przy lepszej marży w segmencie odzieżowym*

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA



**BGŻ BNP PARIBAS**  
BIURO MAKLESKIE

Biurowisko Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas  
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00  
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bgzbnpparibas.pl  
www.bgzbnpparibas.pl



większych o 4% (ale +10,5% r/r na m2), stabilnej marży i płaskich kosztach, EBIT sklepów został zwiększony o 19,3% r/r.

Segment odzieżowy odnotował +16,9% r/r wyższe koszty operacyjne, a częściowo wzrost wynikał z nakładów marketingowych i kampanii reklamowej przed MŚ w Piłce Nożnej. Zbliżoną dynamikę kosztów miał segment jubilerski, co z kolei było pochodną rozwoju franczyzy. W efekcie EBIT w segmencie odzieży spadł o 15,4% r/r, a w segmencie jubilerskim był o 5,1% r/r wyższy. Łącznie, zysk netto w Spółce był na zbliżonym r/r poziomie z powodu niższego o połowę salda kosztów finansowych.

*Wzrost kosztów sprzedaży związany z rozwojem sieci franczyzowej i nakładami na marketing*

**Pozytywnie należy ocenić natomiast silną poprawę cash flow operacyjnego** – wyniósł on w II kwartale 21,4 mln PLN (prawie 3x więcej r/r), na co korzystnie wpłynęło zarządzanie zapasami. Ich poziom jest stabilny od kilku kwartałów, przy rosnącej powierzchni handlowej i sprzedaży. Równocześnie mocno obniżył się wskaźnik długu netto do EBITDA z 1,9x przed rokiem do 1,4x pod 2Q'18.

*Lepsza rotacja zapasów wpływa pozytywnie na cash flow operacyjny*

## PERSPEKTYWY

**W trakcie konferencji po wynikach Zarząd podtrzymał dotychczasowe plany odnośnie rozwoju organicznego oraz przedstawił pierwsze szacunki synergii dla fuzji z Bytmem oraz pierwsze informacje odnośnie potencjalnego przejęcia w Czechach i na Słowacji.**

- Podtrzymane zostały cele na 2018 r. dotyczące:
  - wzrostu powierzchni sprzedaży o ok. 9% r/r (głównie rozwój franczyzy: +36% r/r, w podziale na segmenty: odzież +7% r/r, a Kruk +14% r/r),
  - przekroczenia udziału 10% e-commerce w sprzedaży,
  - w efekcie powyższych czynników celem jest dwucyfrowy wzrost przychodów
  - utrzymania stabilnej r/r marży brutto (w ujęciu całego roku)
  - wyższej dynamiki wzrostu zysku netto względem przychodów

*Zarząd podtrzymuje dotychczasowe cele na 2018 r. – ich realizacja pozwoli na osiągnięcie wyników zgodnych z konsensusem*

Powyższe cele oceniamy jako realne do spełnienia. W drugim półroczu Spółka powinna powrócić do generowania dwucyfrowych dynamik wyników. Przy ich realizacji (nawet bez uwzględnienia konsolidacji Bytomia od grudnia'18), naszym zdaniem Vistula jest w stanie zrealizować wyniki zakładane przez konsensus rynkowy, czyli 778 mln PLN przychodów (+12,9% r/r), 93 mln PLN EBITDA (+18,6% r/r) oraz 55 mln PLN zysku netto (+27,2% r/r), co przekłada się na P/E'18=13,2x i EV/EBITDA = 9,2x.

- Szacowane synergie z połączenia z Bytmem to ok. 8-10 mln PLN na poziomie zysku brutto ze sprzedaży i ok. 2 mln PLN na poziomie kosztów SG&A. Ich pełna realizacja byłaby możliwa od momentu sprzedaży kolekcji wiosna-lato'20, choć pierwsze synergie marżowe mogą być widoczne już w 2Q'19, a kosztowe w 3Q'19. Pełne synergie stanowią ok. 13% EBIT i 15% zysku netto połączonych spółek w porównaniu do wyników za 2017 r. Planem Zarządu Vistuli jest zwołanie NWZA jeszcze w październiku i dokonanie wpisu do KRS na koniec listopada, co umożliwiłoby pełne połączenie od początku grudnia. Obecnie nie ma już mowy o renegeacji parytetu wymiany akcji.
- Projekt akwizycyjny za granicą dotyczy sieci Klenoty Aurum, która posiada w Czechach 45 sklepów i w 2017 r. wygenerowała 72 mln PLN sprzedaży, oraz sieci Montre, która posiada na Słowacji 20 sklepów i w 2017 r. wygenerowała 23 mln PLN. Jednakże ok. ¼ przychodów pochodzi z biznesu hurtowego, który nie będzie przejmowany przez Vistulę. Sieci mają wspólnych właścicieli i akwizycja dotyczyłaby obydwu naraz (albo żadnej). Są one rentowne na poziomie EBITDA, ale jest to rentowność znacząco poniżej tej w Kruku. Do końca roku Vistula chce przeprowadzić pełny due dilligence, a ewentualne podpisanie umowy planowane jest w 1Q'19. Akwizycja sfinansowana byłaby ze środków własnych, nie jest w tym celu konieczna emisja akcji.

*Fuzja z Bytmem coraz bliżej, synergie pozwoliły by na zwiększenie o 15% połączonego zysku netto*

*Kolejne akwizycje opcją na dywersyfikację geograficzną i dalszy wzrost skali*





## KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl">szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl</a>

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

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	<a href="mailto:paulina.soldaj@bgzbnpparibas.pl">paulina.soldaj@bgzbnpparibas.pl</a>

### 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 księgową) - 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  
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

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA



**BGZ BNP PARIBAS**  
BIURO MAKLESKIE

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas  
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00  
e-mail: [doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl](mailto:doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl)  
[www.bgzbnpparibas.pl](http://www.bgzbnpparibas.pl)



## NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłączeni na potrzeby Klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ 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 BGŻ 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 jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ 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 (0%; + 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 odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ 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 BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji 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](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)