



KOMENTARZ DO WYNIKÓW Vistula - 4Q'18



BM

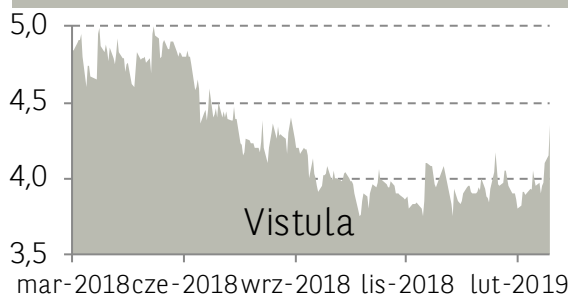
2019-03-19 18:03

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	4,35
Kapitalizacja (mln zł)	1 019,9
Free float	85,5%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	0,7
P/E	14,5
EV/EBITDA	12,19

Notowania spółki



WYNIKI 4Q18

mln PLN	4Q'18	4Q'17	r/r	4Q'18	kons.	różnica
Przychody	272,1	223,1	22,0%	272,1	276,2	-1,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	143,8	120,2	19,7%	143,8	-	
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	52,9%	53,9%		52,9%		
Koszty SG&A	103,4	87,2	18,7%	103,4	-	
<i>udział w sprzedaży</i>	38,01%	39,08%	-1,07%	38,01%		
EBITDA	45,6	35,6	28,0%	45,6	42,0	8,5%
<i>marża EBITDA</i>	16,8%	16,0%		16,8%	15,2%	
EBIT	40,8	31,4	29,7%	40,8	37,8	7,8%
<i>marża EBIT</i>	15,0%	14,1%		15,0%	13,7%	
- segment odzieżowy	20,1	14,0	44,1%			
- segment jubilerski	20,7	17,5	18,2%			
Zysk netto	32,4	23,7	36,9%	32,4	29,1	11,5%
<i>marża netto</i>	11,9%	10,6%		11,9%	10,5%	
Cash flow operacyjny	75,3	56,5	33,2%	75,3	-	

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Wyniki Vistuli okazały się być nieco powyżej rynkowego konsensusu, a z uwagi na konsolidację Bytom od 1 grudnia, dynamika ich poprawy r/r była wysoka. Wyniki oceniamy więc pozytywnie, podobnie jak perspektywy rozwoju na lata 2019-2020 z uwagi na silny popyt konsumencki, rozwój sieci franczyzowej i e-commerce wszystkich marek grupy, planowane do zrealizowania synergii z połączenia z Bytomiem oraz potencjalne przejście w segmencie jubilerskim w Czechach.

Pod względem nominalnej poprawy wyników, w segmencie odzieżowym mocno wpłynęła konsolidacja Bytomia od 1 grudnia ub. r. W ujęciu porównywalnym Bytom zanotował +10% r/r dynamiki powierzchni, jak i przychodów ze sprzedaży, przy minimalnie wyższej r/r marży brutto na sprzedaży. Pomimo rosnących kosztów sklepów, pozwoliło to na poprawę o prawie 6% EBITu sklepów. W dotychczasowych markach, zarówno Vistula, jak i Wólczanka zanotowały mniejsze tempo wzrostu EBIT - odpowiednio o 1,6% oraz o 3,1%, za co odpowiadały koszty rozwoju

Umiarkowana poprawa porównywalnych wyników w segmencie odzieżowym

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.inwestycyjni@bgzbnpparibas.pl
www.bgzbnpparibas.pl



franczyzy oraz gorsze przyjęcie damskiej kolekcji koszul. Deni Cler miało o 9% r/r niższy wynik (wyższy poziom kosztów sklepów), nominalnie różnica r/r nie jest jednak duża w skali grupy (0,4 mln PLN).

W 4Q'18, jak i w całym ubiegłym roku, siłą pociągową wyników był segment jubilerski. W kwartale uzyskał on 10,6% dynamikę sprzedaży na m² (b. dobra sprzedaż zegarków, pozytywne przyjęcie nowych kolekcji). Chociaż struktura sprzedaży (wzrost udziału zegarków, stabilizacja biżuterii srebrnej) działała niekorzystnie na marżę brutto na sprzedaży (-0,8 pkt. proc. r/r), to efekt dźwigni operacyjnej pozwolił na uzyskanie 21,2% dynamiki EBITu sklepów i 18,2% dynamiki wyniku operacyjnego całego segmentu w 4Q'18.

Mocny wzrost segmentu jubilerskiego

W efekcie EBITDA Grupy wyniosła 45,6 mln PLN (+28% r/r), a na poziomie netto wynik to 32,4 mln PLN (+36,9% r/r). **Pozytywnie należy ocenić też silną poprawę cash flow operacyjnego** – wyniósł on w IV kwartale 75,3 mln PLN wobec 56,5 mln PLN przed rokiem. Było to możliwe nawet pomimo wzrostu bilansowego stanu zapasów (+145,5 mln PLN) za które w dużej mierze odpowiadała sieć Bytom (+87,9 mln PLN). Spółka posiada bardzo bezpieczny poziom zadłużenia rzędu 1,0x dn/EBITDA.

Znaczny wzrost cash flow operacyjnego

PERSPEKTYWY

W trakcie konferencji po wynikach Zarząd przedstawił plany na 2019 r.:

- **Wzrost powierzchni sprzedaży o 8% r/r**
 - Vistula + 7% r/r, Wólczanka +4% r/r, Bytom +7% r/r, Deni Cler +2% r/r, Kruk +15% r/r
 - Wzrost powierzchni franczyzowej do 11,0 tys. m² (+22% r/r). Zarząd widzi coraz większe zainteresowanie ze strony franczyzobiorców wszystkimi markami Grupy, jest więc potencjał do rozwoju tego konceptu w Bytomiu.
 - Zarząd pozytywnie wypowiada się o wpływie na popyt kolejnych transferów społecznych planowanych przez PiS. Pozytywnym rozwiązaniem byłoby także ograniczenie zakazu handlu w niedzielę.
 - W efekcie przychody ze sprzedaży mają rosnąć w dwucyfrowym tempie.
- **Utrzymanie dotychczasowego (+50% r/r) tempa wzrostu sprzedaży e-commerce.** Celem jest uzyskanie 14% udziału przychodów online w całości sprzedaży. Sprzedaż w tym kanale w całym 2018 r. wyniosła 97 mln PLN. W maju ma zostać przeprowadzona wymiana systemów IT w Bytomiu, co otworzy również drogę do poprawy działania e-commerce tej marki.
- **Spółka chce poprawić marżę brutto na sprzedaży o 1 pkt. proc. r/r oraz utrzymać koszty SG&A pod kontrolą**
 - Zarząd podtrzymuje cel synergii z połączenia z Bytomiem na ok. 8-10 mln PLN na poziomie zysku brutto ze sprzedaży i ok. 2 mln PLN na poziomie kosztów SG&A.
 - Główne obszary synergii przychodowo-marżowych to:
 - zakupy (np. przeniesienie produkcji koszul w Bytomiu z Polski do Azji, co obniży ich cenę o kilkanaście procent – wpływ od kolekcji jesień-zima'19),
 - produkcja (renegocjacja cen np. w polskich zakładach – widoczne od kolekcji jesień-zima'19)
 - zarządzanie ceną (pierwsze efekty już od kolekcji wiosna-lato'19).
 - Główne obszary kosztowe to czynsze (stopniowa ich renegocjacja powinna dać efekty raczej w horyzoncie kilku lat) oraz logistyka (poprawa stawek u kurierów, renegocjacja kontraktu ze wspólnym operatorem logistycznym magazynów widoczna już od kolekcji wiosna-lato'19).
 - Zarząd bierze pod uwagę dalszą zmianę miksu sprzedażowego w Kruku i

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
www.bgzbnpparibas.pl



możliwy dalszy spadek marży w tym segmencie (większa sprzedaż zegarków).

- Kalkulowany w oczekiwaniach poziom USD/PLN to 3,80.
- Zarząd nie wyklucza dalszego wzrostu marży brutto na sprzedaży o kolejny 1 pkt. proc. w 2020 r. w wyniku realizacji wszystkich efektów synergii.
- W efekcie tempo wzrostu zysku netto ma być wyższe względem dynamiki przychodów.
- Plan CAPEX = 25 mln PLN.
- Zarząd dostrzega także potencjał do znacznej poprawy zarządzania kapitałem obrotowym po fuzji z Bytomiem.

Pozostałe kwestie:

- **MSSF 16:** wzrost zobowiązań z tytułu leasingu o ok. 300 mln PLN, zwiększenie amortyzacji w miejsce kosztów czynszów o ok. 82 mln PLN i zwiększenie kosztów odsetkowych (92% ekspozycji umów wynajmu na EUR) o ok. 4 mln PLN rocznie.
- **Projekt akwizycyjny za granicą:** Zarząd poinformował o rezygnacji z przejęcia słowackiej części sieci Klenoty Aurum, z uwagi na jej bardzo słabą kondycję finansową. Vistula jest natomiast w trakcie due dilligence czeskiej sieci (przypominamy iż ma ona 45 sklepów i w 2017 r. wygenerowała 72 mln PLN sprzedaży). **Decyzja odnośnie potencjalnego przejęcia ma zostać podjęta do połowy br.**, w razie pozytywnego rozstrzygnięcia, konsolidacja tego podmiotu miałaby mieć miejsce pod koniec roku. Zarząd planuje przejęcie na wskaźnikach niższych, niż jest notowana obecnie Vistula.
- W długim terminie Zarząd widzi przestrzeń do wzrostu sieci Kruk, a także pozostałych marek do ok. 200 sklepów na terenie Polski.
- Na razie nie ma tematu dywidendy ze względu na rozwój spółki (Zarząd nie wyklucza poszukiwania kolejnych celów akwizycyjnych: zarówno zagranicznych, lokalnych marek, jak i marki damskiej w Polsce) oraz zapisy w obecnej umowie kredytowej.





KONTAKT

Zespół 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
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl
Tomasz Mazurek	22 507 52 76	tomasz.mazurek1@raiffeisen.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórznego	Telefon:	Adres e-mail:
Maciej Sokołowski	22 578 57 68	maciej.sokolowski@raiffeisen.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
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	lukasz.zukowski1@raiffeisen.pl
Adrian Cieślak		adrian.cieslak@raiffeisen.pl

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	paulina.sotdaj@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
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
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 wyłącz- nie 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 jakąkolwiek 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