



# KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Vistula - 1Q'19

2019-05-21 17:01



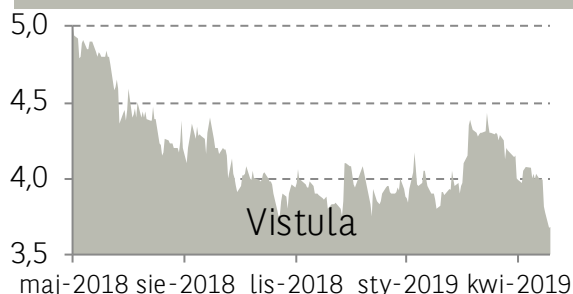
# BM

## PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

### Podstawowe dane o spółce

Cena	3,68
Kapitalizacja (mln zł)	862,8
Free float	85,5%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	1,2
P/E	12,7
EV/EBITDA	12,00

### Notowania spółki



## WYNIKI 1Q19

mln PLN	1Q'19	1Q'18	r/r	1Q'19	kons.	różnica
<b>Przychody</b>	214,4	160,6	33,5%	214,4	214,1	0,2%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	105,0	77,8	35,0%			
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	49,0%	48,5%				
<b>Koszty SG&amp;A</b>	106,2	75,5	40,7%			
<i>udział w sprzedaży</i>	49,51%	46,99%	2,51%			
<b>EBITDA z MSSF 16</b>	24,8	-				
<i>marża EBITDA</i>	11,6%					
<b>EBITDA bez MSSF 16</b>	4,4	6,1	-27,7%	4,4	4,6	-4,3%
<i>marża EBITDA</i>	2,1%	3,8%		2,1%	2,1%	
<b>EBIT</b>	-1,2	1,9	-164,3%	-1,2	0,1	-1341,0%
<i>marża EBIT</i>	-0,6%	1,2%		-0,6%	0,0%	
<b>- segment odzieżowy</b>	-5,2	-1,2	319,3%			
<b>- segment jubilerski</b>	3,9	3,2	23,9%			
<b>Zysk netto</b>	-2,4	0,1	-2269,4%	-2,4	-1,8	33,8%
<i>marża netto</i>	-1,1%	0,1%		-1,1%	-0,8%	
<b>Cash flow operacyjny</b>	-50,9	-23,4	117,1%			

## KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Opublikowane dziś przed sesją wyniki Vistuli były zbliżone do rynkowych oczekiwań. Wyniki są mocno nieporównywalne r/r z uwagi na przejęcie Bytomia (większa sezonowość w 1Q), standard rachunkowości MSSF 16 oraz kumulację różnicy w liczbie niedziel niehandlowych (8 dni różnicy r/r). W krótkim terminie presję na kurs akcji powodował powrót informacji o podatku od sprzedaży detalicznej po wyroku TSUE. Zarząd spółki skomentował, iż sprzedaż kolekcji sezonu wiosennego (od marca) jest znacząco lepsza, a prowadzone działania po połączeniu z Bytomiem przełożą się na wyraźniejszą poprawę wyników w kolejnych kwartałach. Biorąc pod uwagę niską wycenę VRG, traktujemy obecną przecenę jako okazję inwestycyjną.

Wyniki 1Q'19 zbliżone do konsensusu, nieporównywalne r/r

Obecna przecena może być okazją inwestycyjną



**BNP PARIBAS**  
BIURO MAKLERSKIE

Autor: Michał Krajczewski, CFA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.  
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00  
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl  
www.bnpparibas.pl



## KOMENTARZ I PERSPEKTYWY DO POSZCZEGÓLNYCH OBSZARÓW

- **Sprzedaż:** Z uwagi na 8 niedzieli niehandlowych więcej w 1Q'19, sprzedaż była rozczarowująca. Rok do roku sprzedaż porównywalna w części fashion w niedzielę w 1Q'19 spadła wg szacunków zarządu o ok. 9 mln zł (przy czym nie wiadomo ile z tej sprzedaży przesunięte zostało na inne dni oraz do e-commerce, a ile utracono trwale). Zarząd po słabszym styczniu i końcówce sezonu wyprzedazowego, widzi wyraźniejszą poprawę sprzedaży nowej kolekcji, co jest kontynuowane w kwietniu i maju.

*Oczekiwana poprawa sprzedaży w 2Q*

- **Plany na 2019 r.:**

- Wzrost powierzchni o 8% r/r do 55,7 tys. m<sup>2</sup>, w tym +6% r/r segment odzieżowy oraz +15% r/r segment jubilerski. Powierzchnia sklepów własnych ma zwiększyć się o 5% r/r, a franczyzy o 22% r/r (Kruk oraz pierwsze otwarcia franczyzowe w Bytomiu).
- Planowany CAPEX = 25 mln zł.
- Udział sprzedaży e-commerce ~14% do przychodów (12% w 2018 r.), poprzez dynamikę sprzedaży e-commerce >+50% r/r.
- Oferta: Vistula na wiosnę wprowadziła do sklepów kolekcję przy współpracy z marką Prosto (streetwear). W Bytomiu planowana jest większa kampania marketingowa jesienią, jednakże wydatki marketingowe mają być stabilne (poniżej 3% udziału w przychodach).
- Spółka podtrzymuje cel wzrostu marży brutto na sprzedaży o 1 pkt. proc. dzięki pierwszym synergiom (marże intake są o 2-4 pkt. proc. r/r wyższe, przy czym obecnie kursy walutowe są niekorzystne). Dynamika zysku netto w 2019 r. ma być wyższa względem dynamiki przychodów (dwucyfrowe tempo wzrostu).
- Podtrzymany został plan realizacji synergii z połączenia z Bytomiem w wysokości 8-10 mln zł (sprzedażowo-marżowe) i ok. 2 mln zł premii kosztowych. W sezonie wiosna/lato'19 wdrożona została wspólna polityka cenowa. Od sezonu jesień/zima'19 widoczne będą synergia kosztowa z tytułu logistyki i transportu. Od wiosna/lato'20 widoczne będą synergia z tytułu wspólnych zakupów i czynszów.

*Planowany 8% wzrost powierzchni sprzedaży*

*Podtrzymane cele poprawy marż oraz realizacji synergii przychodowo-kosztowych po połączeniu z Bytomiem*

- **Akwizycje:** spółka nadal prowadzi due dilligence czeskiego podmiotu, podtrzymuje termin decyzji na przełom 2/3Q br.
- **Podatek od sprzedaży detalicznej:** zarząd szacuje jego wielkość na ok. 4 mln zł w 2020 r., co stanowi ok. 5% prognozowanego zysku netto (konsensus wg Bloomberg). Na chwilę obecną nie są jednak znane szczegóły powrotu do pobierania podatku.
- **Kapitał obrotowy:** znaczne pogorszenie się cash flow operacyjnego r/r wynika zarówno z dalszego zwiększania zapasów w części jubilerskiej (+17% r/r na m<sup>2</sup>) pod otwarcia nowych salonów i pod dobrą sprzedaż zegarków, jak i rozczarowującej sprzedaży w 1Q w części fashion (zapasy na m<sup>2</sup> +3% r/r). Ponadto wg Zarządu dołączenie Bytomia do VRG zwiększać będzie sezonowe wahania cash flow, co ma z kolei pozytywnie wpływać na przepływy w II kwartale.

*4 mln zł potencjalnego podatku od sprzedaży w 2020 r.*

*Większa sezonowość wpływa na mocniejsze wahania cash flow w poszczególnych kwartałach*





## KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
<b>Michał Krajczewski, CFA</b>	<b>22 507 52 91</b>	<a href="mailto:michał.krajczewski@bnpparibas.pl">michał.krajczewski@bnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bnpparibas.pl">adam.aniol1@bnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bnpparibas.pl">szymon.nowak@bnpparibas.pl</a>
Lukas Cinikas	22 507 52 94	<a href="mailto:lukas.cinikas@bnpparibas.pl">lukas.cinikas@bnpparibas.pl</a>
Tomasz Mazurek	22 507 52 76	<a href="mailto:tomasz.mazurek@bnpparibas.pl">tomasz.mazurek@bnpparibas.pl</a>

Zespół Obsługi Rynku Wtórznego	Telefon:	Adres e-mail:
<b>Maciej Sokołowski</b>	<b>22 578 57 68</b>	<a href="mailto:maciej.sokolowski@bnpparibas.pl">maciej.sokolowski@bnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bnpparibas.pl">marcin.rzany@bnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bnpparibas.pl">monika.dudek@bnpparibas.pl</a>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bnpparibas.pl">artur.sulejewski@bnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bnpparibas.pl">s.orzechowski@bnpparibas.pl</a>
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	<a href="mailto:lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl">lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl</a>
Adrian Cieślak	22 578 57 69	<a href="mailto:adrian.cieslak@bnpparibas.pl">adrian.cieslak@bnpparibas.pl</a>

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





## NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącz- nie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej: BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. jest zabronione.

BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A., a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

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

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: [https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

