



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Vistula - 2Q'19

2019-08-28 16:56

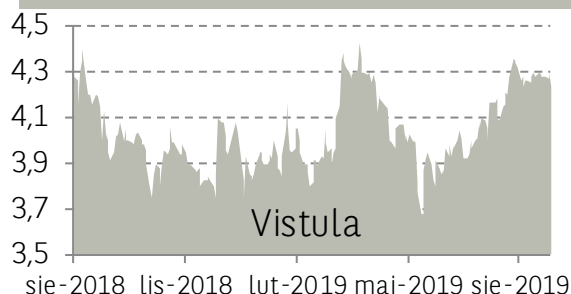


BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce	
Cena	4,24
Kapitalizacja (mln zł)	994,1
Free float	85,5%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	0,7
P/E	13,7
EV/EBITDA	9,97

Notowania spółki



WYNIKI 2Q19

mln PLN	2Q'19	2Q'18	r/r	2Q'19	kons.	różnica
Przychody	270,2	192,9	40,1%	270,2	270,0	0,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	144,6	100,6	43,8%			
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	53,5%	52,1%				
Koszty SG&A	115,5	80,8	43,0%			
<i>udział w sprzedaży</i>	42,74%	41,87%	0,87%			
EBITDA z MSSF 16	56,7	-				
<i>marża EBITDA</i>	21,0%					
EBITDA bez MSSF 16	34,8	23,6	47,7%	34,8	33,9	2,7%
<i>marża EBITDA</i>	12,9%	12,2%		12,9%	12,6%	
EBIT	28,6	19,2	49,0%	28,6	29,0	-1,5%
<i>marża EBIT</i>	10,6%	9,9%		10,6%	10,7%	
- segment odzieżowy	18,7	10,9	70,5%			
- segment jubilerski	9,9	8,2	20,4%			
Zysk netto	23,9	14,1	69,3%	23,9	21,2	12,6%
<i>marża netto</i>	8,8%	7,3%		8,8%	7,9%	
Cash flow operacyjny	49,5	21,4	131,3%			

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Opublikowane dziś przed sesją wyniki Vistuli były zgodne z rynkowymi oczekiwaniami. Wyniki pokazują silną poprawę w ujęciu r/r z uwagi na przejęcie Bytomia. Oceniamy je pozytywnie ze względu na wyraźną poprawę w ujęciu porównywalnym (szczególnie w Kruku i Wólczance). Ponadto dopiero w drugim półroczu widoczne będą większe efekty synergii po akwizycji Bytomia oraz poprawa kolekcji w tej marce. Umiarkowanie pozytywną informacją jest też odłożenie rozpoczęcia pobierania podatku od sieci detalicznych na 2021 r. Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie względem spółki.

Wyniki 2Q'19 zgodne z konsensusem, znaczna poprawa r/r

Pozytywnie oceniamy perspektywy spółki



BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

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:

- **Vistula:** marka odnotowała niewielki (-2,8% r/r) spadek sprzedaży na m2, co wg zarządu spowodowane jest mocnym wzrostem udziału franczyzy (20,9% w kwartalnie) – salony te cechują się znacznie niższą sprzedażą na m2 niż sklepy własne. Internet stanowi 11,5% sprzedaży.
- **Wólczanka:** Zarząd jest bardzo zadowolony z performance marki (+9,3% r/r obroty na m2) za co odpowiada e-commerce (33,1% udziału, sprzedaż +48% r/r). Rozszerzony został też asortyment o spodnie chinos.
- **Bytom:** słaba sprzedaż kolekcji wiosna-lato (-12,2% r/r na m2 w 2Q) z uwagi na zbyt mały udział nowych modeli w kolekcji casual i zbyt duży udział powtarzalnych modeli w kolekcji formalnej
- **Kruk:** nadal obserwowany jest dynamiczny wzrost sprzedaży zegarków (niższa marża), który rekompensowany z kolei jest wzrostem udziału biżuterii srebrnej (wysoka marża). Bardzo dobrze przyjęta także została nowa kolekcja Ewy Chodakowskiej.

▪ Zarząd podtrzymał plany na 2019 r.:

- Wzrost powierzchni o 8% r/r do 55,7 tys. m2, duży potencjał w przyszłości dostrzegany jest w rozwoju franczyzy 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.
- Bytom: Zarząd zapowiada wyciągnięcie wniosków i poprawę kolekcji w Bytomiu na okres jesień-zima'19. Ponadto w Bytomiu planowana jest większa kampania marketingowa jesienią, której w mediach ta marka nie miała od dłuższego czasu. Zarząd dostrzega także duży potencjał w zwiększeniu sprzedaży internetowej w Bytomiu
- Spółka podtrzymuje cel wzrostu marży brutto na sprzedaży o 1 pkt. proc. Pomimo dobrego pierwszego półrocza w tym zakresie, zarząd nie podwyższa oczekiwań z uwagi na mocniejsze wyprzedaże w sierpniu w części odzieżowej oraz niesprzyjające kursy walut. Kruk powinien przekładać rosnące ceny złota na ceny produktów (polityka stałej marży).
- Podtrzymany został plan realizacji synergii z połączenia z Bytomiem w wysokości 8-10 mln zł (sprzedażowo-marżowe) i ok. 2 mln zł premii kosztowych. Po 1H'19 spółka przedstawia, że zostało zrealizowanych ok. 1,5 mln zł synergii sprzedażowych (głównie polityka cenowa). W 2Q zrealizowana została także optymalizacja kosztów finansowania połączonych podmiotów.

Planowany 8% wzrost powierzchni sprzedaży

Działania w celu poprawy wyników w Bytomiu

Oczekiwana poprawa mbns w całym roku

Realizacja synergii zgodna z planem

- **Akwizycje:** spółka nadal prowadzi due diligence czeskiego podmiotu, jednak widzi pogarszające się wyniki podmiotu i nierozwiązane ryzyka, dlatego finalizacja przejścia w br. jest mało prawdopodobna.

- **Zapasy:** Zarząd zapowiedział, że dokonał w sierpniu mocniejszych wyprzedaży w części fashion w celu przygotowania „miejsca” pod szerszą ofertę produktową w kolejnych kwartałach. Może to skutkować ok. 1,5-2,0 pkt. proc. niższej r/r marży w części odzieżowej w sierpniu

Większa skala wyprzedaży w sierpniu





KONTAKT

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

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

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bnpparibas.pl
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	paulina.soldaj@bnpparibas.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 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 wyłącznie - 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

