

Emperia

sektor / branża: Handel detaliczny

 Ticker: **EMP**

 ISIN: **PLELDRD00017**
Neutralnie
86,9 zł
Profil spółki

Emperia Holding prowadzi swoją działalność w dwóch segmentach handlu FMCG - detal i dystrybucja. Segment detaliczny to supermarkety i sklepy osiedlowe (własne i franczyzowe), a dystrybucja opiera się o magazyny cash&carry oraz centra logistyczne.

Poprzednie zalecenie	cena docelowa	data
KUPUJ	109,8 zł	15.09.2008

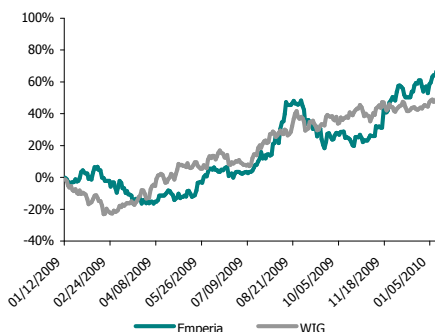
Dane podstawowe

Kurs (8/01/10)	88,2
Wycena DCF	91,1
Wycena porównawcza	82,8
Liczba akcji (tys.)	15 115
Kapitalizacja (mln zł)	1 333,2
EV (mln zł)	1 637,5

Notowania

max cena 52 tygodnie (zł)	88,8
min cena 52 tygodnie (zł)	42,9
Średni wolumen obrotów (tys.)	23,55

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
Aviva OFE	11,9%	11,9%
Jarosław Wawerski	7,2%	7,2%
Artur Kawa	6,6%	6,6%
Pozostali	74,3%	74,3%



Analitik:

Tomasz Manowiec

Makler Papierów Wartościowych

tel. (0-22) 329 43 44

e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

Wyniki za 1-3Q 2009 r.

Pierwsze trzy kwartały ubiegłego roku były okresem dużych zmian w strukturach Emperii. Proces restrukturyzacji negatywnie odbił się na bieżących wynikach Spółki, w związku z czym nie były one w tym okresie najlepsze. Dynamika przychodów wyniosła jedynie 4%, co pozwoliło osiągnąć prawie 4,1 mld zł przychodów. Poprawie uległa natomiast rentowność sprzedaży, której wskaźnik wzrósł z poziomu 15% do 15,9%. Był to nie tylko efekt lepszych marż, ale również wzrostu udziału detalu w strukturze przychodów. Wynik netto został jednak w dużym stopniu obciążony kosztami restrukturyzacji, przez co rentowność operacyjna i rentowność netto były słabe. Księgowo wynik ten został zaburzony przez sprzedaż spółki zależnej Arsenal, która przyniosła 17 mln zł zysku. Wynik netto za trzy kwartały 2009 r. wyniósł 52,2 mln zł w stosunku do 45,5 mln zł w 2008 r.

Prognoza na 4Q i cały 2009 r.

Poprawa wyników, która nastąpiła w trzecim kwartale, dobrze wróży również na czwarty kwartał. Oczekujemy, że dynamika przychodów będzie większa niż we wcześniejszych kwartałach i wyniesie ok. 12%. Pozwoliłoby to wypracować przez cały rok prawie 5,6 mld zł przychodów, czyli mniej więcej tyle co założenia Zarządu na ubiegły rok. Zakładamy również, że Emperia utrzyma bieżący poziom rentowności sprzedaży, a zakończenie procesu restrukturyzacji zmniejszy obciążenie wyniku kosztami. W konsekwencji prognozujemy zysk operacyjny i zysk netto odpowiednio na poziomie 27 oraz 19,9 mln zł. Natomiast całoroczna prognoza zakłada zysk operacyjny w wysokości 113 mln zł, a zysk netto 72 mln zł.

Proces restrukturyzacji i perspektywy Spółki

W ostatnich kwartałach Emperia poddała procesowi restrukturyzacji część dystrybucyjną swojej działalności. Nastąpiło połączenie siedmiu spółek w jeden podmiot działający pod jednym numerem NIP. Sprzedano również niepasującą do modelu Emperii spółkę Arsenal. Zmiany w segmencie detalicznym polegały głównie na ujednoliceniu formatów sklepów oraz integracji systemów IT. Po przeprowadzonych zmianach Emperia stała się jeszcze silniejszym graczem na rynku dystrybucji z rozbudowaną siecią centrów logistycznych oraz magazynów cash&carry. Pozwoli to na dalszy rozwój Grupy w tym segmencie, który w połączeniu z rozwojem detalu (sklepów własnych jak i franczyzowych) powinien skutkować stabilnym, długoterminowym wzrostem przychodów i rentowności.

Wycena i podsumowanie

Wycena Spółki została sporządzona za pomocą metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metody porównawczej. Przyjęte przez nas założenia do modelu DCF pozwoliły uzyskać cenę jednej akcji Emperii na poziomie 91,1 zł, natomiast z wyceny porównawczej otrzymana wartość jednego waloru wynosi 82,8 zł.

Przeprowadzona w Grupie restrukturyzacja spowodowała pogorszenie wyników Emperii, jednak już od 3Q 2009 r. obserwowana jest poprawa osiąganych rezultatów. Dokonane zmiany będą się przyczyniać do dalszego rozwoju Grupy i umacniania pozycji na rynku FMCG oraz stopniowej poprawy wyników. Niemniej jednak ponad 100% wzrost kursu, jaki miał miejsce w ostatnich miesiącach, w naszym odczuciu w pełni oddaje już poprawę sytuacji w Spółce i potencjał dalszego wzrostu wydaje się być ograniczony. Dodatkowo warto zwrócić uwagę na fakt, że znaczna część ubiegłorocznego wyniku pochodzi z transakcji jednorazowej, a wskaźniki na bieżący rok nie kształtują się na atrakcyjnych poziomach. W związku z powyższym zdecydowaliśmy się zmienić zalecenie dla Emperii na neutralne z ceną docelową na poziomie 86,9 zł, jako średnią z zastosowanych metod wyceny.

mln zł	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	4 424,8	5 257,1	5 565,5	5 810,5	6 097,0	6 348,3
zmiana r/r (%)	214,5%	18,8%	5,9%	4,4%	4,9%	4,1%
EBITDA	176,2	148,9	176,0	174,8	203,4	230,4
EBIT	136,2	96,0	113,4	108,4	122,5	135,5
marża EBIT (%)	3,1%	1,8%	2,0%	1,9%	2,0%	2,1%
Zysk netto	88,4	59,2	72,1	71,1	82,9	94,3
marża netto (%)	2,0%	1,1%	1,3%	1,2%	1,4%	1,5%
EPS (zł)	5,85	3,92	4,77	4,71	5,49	6,24
DPS (zł)	1,58	0,88	0,59	0,72	0,94	1,37
P / E	15,1	22,5	18,5	18,7	16,1	14,1
EV / EBITDA	9,3	11,0	9,3	9,4	8,1	7,1

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych;
- metody porównawczej.

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży.

Wycena DCF

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość spółki Emperia w wysokości 1376,5 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 91,07 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając przyszłych akwizycji;
- dynamika przychodów oparta jest o wzrost liczby sklepów, wzrost sprzedaży w istniejących sklepach oraz wzrost przychodów ze sprzedaży hurtowej;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności dziesięcioletnich obligacji, skarbowych wynoszącą 6,2%, natomiast premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- współczynnik beta został obliczony jako lewarowana beta z wartością wyjściową równą 1;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy przyjmujemy w wysokości 2%;
- koszt kapitału obcego przyjęliśmy na stałym poziomie dla całego okresu prognozy (6%);
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- prognoza nakładów inwestycyjnych opiera się na planach Spółki oraz nakładach ponoszonych na nowe sklepy otwierane w danym roku, a także uwzględnia nakłady odtworzeniowe, przy czym wartość nakładów będzie stopniowo się zmniejszać ze względu na wolniejsze tempo rozwoju;
- bieżące zadłużenie długoterminowe będzie spłacane zgodnie z harmonogramem, natomiast nowe kredyty inwestycyjne będą uzależnione od nakładów inwestycyjnych danego roku; zadłużenie krótkoterminowe będzie redukowane wraz z występowaniem nadwyżek finansowych w kolejnych latach;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata przyjęliśmy na poziomie wzrostu wydajności, który zakładamy w wysokości 4% rocznie;
- zakładamy utrzymanie dotychczasowej polityki dywidendy w bieżącym roku (15% zysku netto), a w kolejnych latach zakładamy jej stopniowy wzrost do 50% zysku netto;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności będą utrzymane na poziomie z 2008 r. (odpowiednio 43, 29 i 28 dni), w kolejnych latach rotacja należności będzie się skracać ze względu na zwiększanie udziału sprzedaży detalicznej;
- nie zakładamy nowych emisji akcji, ani skupu akcji własnych;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 13.01.2010 r.

Tab. Wycena metodą DCF

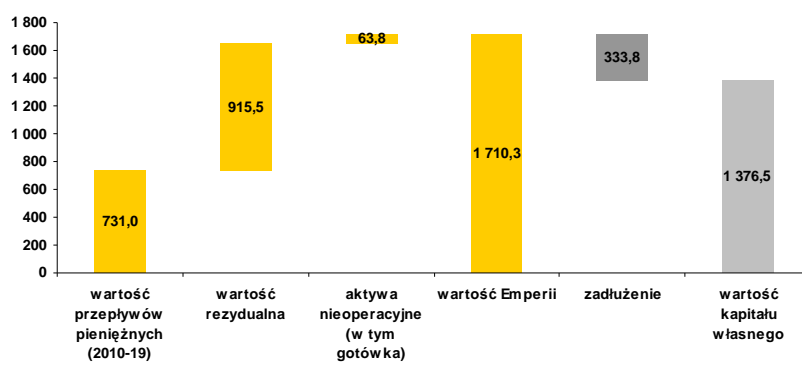
(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody	5 810,5	6 097,0	6 348,3	6 601,7	6 844,3	7 086,7	7 327,9	7 567,0	7 802,8	8 034,3
EBIT	108,4	122,5	135,5	150,3	158,0	192,0	201,3	211,1	221,1	230,6
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	87,8	99,3	109,8	121,8	128,0	155,5	163,1	171,0	179,1	186,8
Amortyzacja	66,4	80,9	94,8	106,2	116,7	100,6	108,6	115,7	121,9	127,8
CAPEX	135,0	130,0	120,0	110,0	100,0	90,0	80,0	70,0	66,8	68,0
Inwestycje w kapitał obrotowy	0,9	1,6	-0,3	-0,9	-1,9	-2,6	-3,3	-4,0	-4,7	-5,5
FCFF	18,3	48,5	84,9	118,8	146,6	168,7	195,0	220,7	238,9	252,1
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszt kapitału własnego	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	12,3%	12,2%	12,1%	12,1%	12,0%
Koszt długu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
% kapitału własnego	79,7%	81,7%	82,4%	84,3%	87,2%	88,5%	90,0%	91,3%	92,2%	93,0%
% długu	20,3%	18,3%	17,6%	15,7%	12,8%	11,5%	10,0%	8,7%	7,8%	7,0%
WACC	11,2%	11,3%	11,3%	11,3%	11,4%	11,4%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Suma zdyskontowanych FCFF	731,0									
Wartość rezydualna (TV)	2 692,5									
Zdyskontowana TV	915,5									
Wartość działalności operacyjnej	1 646,5									
Gotówka netto	-300,5									
Aktywa nieoperacyjne	30,5									
Wartość kapitału własnego	1 376,5									
Liczba akcji (mln szt.)	15,12									
Wartość 1 akcji (13.01.2010)	91,07 zł									

Źródło: BM BGZ.

P - prognozy BM BGZ

Zdyskontowana wartość prognozowanych przez nas wolnych przepływów pieniężnych w latach 2010-2019 wynosi 731 mln zł. Natomiast wartość rezydualna, odzwierciedlająca wartość przepływów po okresie prognozy, wynosi po zdyskontowaniu 915,5 mln. Dodatkowo Emperia posiada aktywa nieoperacyjne o wartości 63,8 mln, co w sumie składa się na wartość całej Spółki w wysokości 1710,3 mln zł. Po odjęciu od tej wielkości sumy zadłużenia, otrzymujemy wartość kapitałów własnych Emperii na poziomie 1376,5 mln zł, czyli 91,07 zł na jedną akcję.

Rys. Składowe wartości Emperii z wyceny metodą DCF



Źródło: BM BGZ.

Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości wyceny DCF na przyjęte do modelu założenia odnośnie wartości średniego ważonego kosztu kapitału oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy. Wycena charakteryzuje się dość znaczącą wrażliwością zarówno na zmianę tempa wzrostu

przepływów w nieskończoność, jak również na zmianę wartości WACC. Przyjęte przez nas założenia pozwoliły wyznaczyć cenę na poziomie 91,1 zł.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	-1,0	99,0	102,9	107,4	112,4	118,0
	-0,5	91,5	94,9	98,8	103,0	107,8
	0	84,8	87,8	91,1	94,7	98,8
	+0,5	78,7	81,3	84,2	87,4	90,9
	+1,0	73,2	75,5	78,0	80,7	83,8

Źródło: BM BGŻ.

Wycena porównawcza

Przy szacowaniu wartości spółek metodą porównawczą wykorzystaliśmy trzy popularne wskaźniki rynkowe – P/E (cena do zysku na jedną akcję), EV/EBIT (wartość przedsiębiorstwa do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (wartość przedsiębiorstwa do zysku przed opodatkowaniem, oprocentowaniem i amortyzacją). Do analizy porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki dla konkurencyjnych spółek z sektora handlu FMCG – Bomi i Eurocash. W obliczeniach oparliśmy się o nasze prognozy na lata 2009-2011. W analizie nie braliśmy pod uwagę spółki Alma, która wykazuje ujemne wyniki finansowe. Należy również zaznaczyć, że wycena została skorygowana o jednorazowy zysk Emperii w 2009 r. pochodzący ze sprzedaży spółki zależnej. Poniżej znajduje się krótka charakterystyka porównywanych spółek.

Eurocash działa przede wszystkim w segmencie dystrybucji poprzez sieć hurtowni cash&carry oraz włączone do grupy spółki dystrybucyjne KDWT i McLane Polska. Spółka dynamicznie rozbudowuje również franszysową sieć sklepów delikatesowych pod marką Delikatesy Centrum oraz sieć niewielkich sklepów abc działających również w formie franszyzy. Wraz ze spółką McLane do Grupy włączona została sieć supermarketów IGA. Poza tym do Grupy należy także spółka PayUp, będąca ogólnopolskim dystrybutorem elektronicznych usług finansowych.

Bomi opiera swoją działalność o dwa segmenty – detaliczny i dystrybucyjny. W segmencie detalicznym spółka funkcjonuje w oparciu o sieć delikatesów i supermarketów oraz franszysową sieć sklepów osiedlowych pod marką Sieć 34. Za część dystrybucyjną odpowiada głównie spółka zależna Rabat Pomorze, obejmująca swoim zasięgiem przede wszystkim północną część kraju.

Tab. Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
Eurocash	16,9	14,7	12,8	12,7	11,4	10,2	23,5	20,9	18,3
Bomi	12,9	12,1	11,7	9,5	8,8	8,4	11,8	11,4	10,7
Średnia	14,9	13,4	12,2	11,1	10,1	9,3	17,6	16,1	14,5
Emperia									
wskaźniki dla Emperia	14,4	15,1	13,4	9,3	9,4	8,1	18,5	18,7	16,1
Implikowana cena 1 akcji Emperia	75,92	75,82	78,90	98,04	96,66	105,01	69,27	75,98	79,63
Wagi dla wskaźników	33%			33%			33%		
Wycena 1 akcji	82,80 zł								

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

Prognozowane wskaźniki Emperii są bardzo zbliżone do wskaźników pozostałych spółek, w związku z czym otrzymana wycena, wynosząca 82,8 zł, również nie odbiega znacząco od bieżących notowań rynkowych spółki. W konsekwencji wycena porównawcza nie wskazuje ani na potencjał wzrostowy Emperii, ani na jej przewartościowanie w stosunku do konkurentów z branży FMCG. Warto dodać, że najpopularniejszy wskaźnik służący do oceny spółek (P/E) wykazuje najmniej korzystne wartości w powyższej wycenie.

Podsumowanie wyceny

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z powyższych wartości – wyceny metodą DCF oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Spółki wynosi 86,9 zł. Otrzymana przez nas cena docelowa jest bardzo zbliżona do bieżących notowań Emperii na rynku. W związku z tym zdecydowaliśmy się zmienić swoją rekomendację dla spółki z kupuj do neutralnie z nową ceną docelową.

Tab. Podsumowanie wyceny

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	91,07	50%
metoda porównawcza	82,80	50%
Emperia		
wycena akcji	86,9 zł	
obecna cena akcji	88,2 zł	

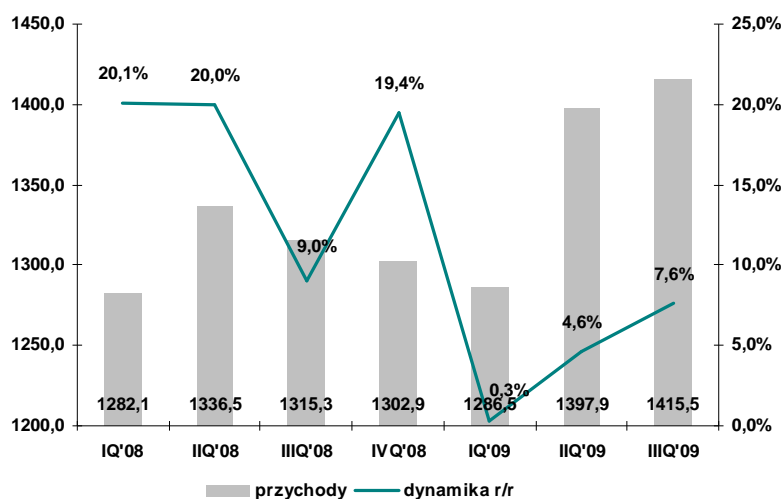
Źródło: BM BGŻ.

Sytuacja w Spółce

Wyniki finansowe

Zakończony niedawno rok był dość trudnym dla Emperii ze względu na przeprowadzenie procesu restrukturyzacji w segmencie dystrybucyjnym. Odbiło się to również na dynamice przychodów, która była najniższa od wielu lat i za pierwsze trzy kwartały wyniosła 4,2%. Wartość przychodów w tym okresie przekroczyła już 4 mld zł. Przy tak dużej skali działalności trudno oczekiwać, by tempo rozwoju było dużo wyższe. Dlatego prognozujemy, że bez znaczących akwizycji Emperia będzie zwiększać swoją sprzedaż w kolejnych latach z jednocyfrową dynamiką.

Rys. Wartość przychodów Emperii (mln zł) oraz ich dynamika r/r

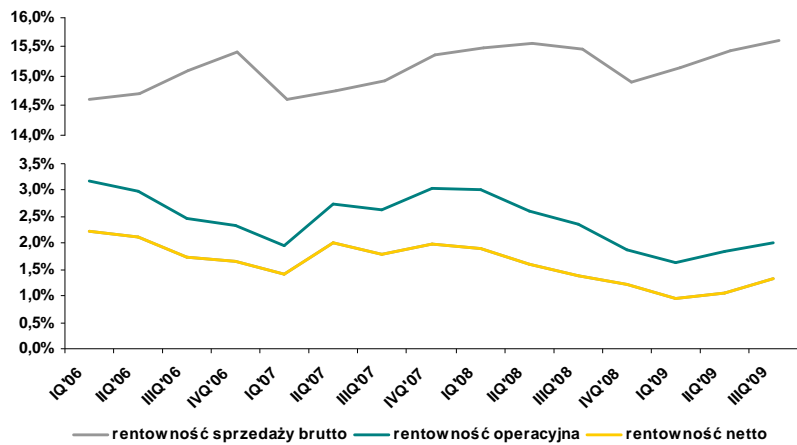


Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGZ.

Warto zwrócić uwagę na zmiany w poziomie rentowności Emperii w ostatnich kwartałach. Rentowność brutto ze sprzedaży charakteryzuje się stałą tendencją wzrostową, co jest efektem zwiększania udziału sprzedaży detalicznej w całkowitych przychodach Grupy. Wyższa marża osiągnięta ze sprzedaży detalicznej powoduje, że ogólny wynik Grupy również ulega poprawie. Jednorazowe spadki tego wskaźnika wynikały z przyłączenia spółek dystrybucyjnych, które działają na niższym poziomie rentowności. W najbliższych kwartałach można oczekiwać kontynuacji tendencji wzrostowej wskaźnika marży brutto, co będzie wynikało z dalszego zwiększania udziału sprzedaży detalicznej w strukturze przychodów Grupy.

Jeżeli chodzi o rentowność operacyjną, to przez cały 2008 r. wykazywała ona tendencję spadkową, co wiązało się w dużej mierze z wysokimi kosztami związanymi z rozpoczętym wtedy procesem restrukturyzacji segmentu dystrybucji. Koszty te w znaczącym stopniu obciążały wyniki całego roku i powodowały spadek rentowności. W efekcie obniżała się również rentowność netto, która w pierwszym kwartale ubiegłego roku zbliżyła się nawet do zera. Jednocześnie można zaobserwować, że wtedy właśnie nastąpiło odwrócenie negatywnego trendu i od tego czasu rentowność powoli wraca do poziomów notowanych w poprzednich latach. Warto jednak dodać, że pozytywny wpływ na rentowność miały również transakcje jednorazowe – sprzedaż centrum handlowego w Łomży i spółki zależnej Arsenal.

Rys. Rentowność Emperii (narastająco za cztery kolejne kwartały)



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

Wzrost rentowności sprzedaży oraz zakończenie procesu restrukturyzacji w części dystrybucyjnej przyczyniły się do poprawy osiąganych wyników przez Grupę Emperia. Na wszystkich poziomach wypracowana rentowność była wyższa niż w roku poprzednim. W efekcie Emperia osiągnęła w pierwszych trzech kwartałach 2009 r. ponad 133 mln zł zysku EBITDA oraz ponad 52 mln zł zysku netto, co można uznać za dobry wynik. Wpływ na ten rezultat miały jednak dwie transakcje jednorazowe – sprzedaż centrum handlowego w Łomży oraz spółki zależnej Arsenal. Z transakcji tych osiągnięto ponad 20 mln zł dodatkowych przychodów, co dołożyło do wyniku ok. 17 mln zł. Należy brać pod uwagę ten czynnik przy ocenie wyników Emperii za 2009 r. Warto również dodać, że praktycznie cały zysk w 2009 r. pochodził z działalności dystrybucyjnej, a część detaliczna w pierwszych trzech kwartałach roku zarobiła jedynie 0,8 mln zł, generując jednocześnie ok. 1/3 przychodów. Jest to efektem dużej liczby otwarć nowych sklepów, które w początkowej fazie działalności przynoszą straty, a dopiero po kilku kwartałach zaczynają zarabiać.

Tab. Wyniki finansowe Emperii w 2009 r.

(mln PLN)	1-3Q 2008	1-3Q 2009	zmiana r/r	4Q 2008	4Q 2009 P	zmiana r/r	2009 P
przychody	3 933,8	4 099,9	4,2%	1 302,9	1 465,7	12,5%	5 565,5
zysk brutto ze sprzedaży	588,2	651,2	10,7%	192,5	232,2	20,7%	883,4
rentowność brutto ze sprzedaży	15,0%	15,9%	+0,9 p.p.	14,8%	15,8%	+1,0 p.p.	15,9%
zysk operacyjny	76,4	86,4	13,2%	21,9	27,0	23,2%	113,4
rentowność operacyjna	1,9%	2,1%	+0,2 p.p.	1,7%	1,8%	+0,4 p.p.	2,0%
EBITDA	115,0	133,6	16,2%	40,7	42,5	4,3%	176,0
rentowność EBITDA	2,9%	3,3%	+0,3 p.p.	3,1%	2,9%	+0,1 p.p.	3,2%
saldo finansowe	-10,9	-16,9	54,5%	-4,9	-3,8	-22,3%	-20,7
zysk netto	45,5	52,2	14,6%	19,0	19,9	5,1%	72,1
rentowność netto	1,16%	1,27%	+0,1 p.p.	1,46%	1,36%	+0,1 p.p.	1,30%

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Prognozujemy, że czwarty kwartał będzie całkiem dobry dla Grupy Emperia i osiągnie ona wynik lepszy niż w 2008 r. Oczekujemy ok. 12% dynamiki przychodów, co pozwoliłoby wypracować prawie 5,565 mld zł przychodów w całym roku. Wartość ta jest bardzo zbliżona do oczekiwań Zarządu, które zakładały 5,6 mld zł sprzedaży. Niska dynamika w pierwszych trzech kwartałach raczej nie pozwoli na realizację tego planu.

Zakładamy jednocześnie wysoką rentowność sprzedaży brutto, na poziomie zbliżonym do osiągniętego w całym roku. Dzięki temu całoroczny zysk brutto ze sprzedaży może wynieść ok. 883 mln zł. Jeżeli chodzi o zysk operacyjny i EBITDA, to w czwartym kwartale spodziewamy się wartości odpowiednio 27 mln zł

i ok. 42,5 mln zł. Byłaby to znacząca poprawa w stosunku do 2008 r. (wzrost EBITDA o 4% i EBIT o 23%) zrealizowana tylko z działalności operacyjnej, bez żadnych transakcji jednorazowych.

Po uwzględnieniu kosztów finansowych związanych z obsługą zadłużenia oraz zapłaconego podatku, zysk netto w ostatnim okresie ubiegłego roku powinien wynieść ok. 20 mln zł, a w konsekwencji w całym roku ok. 72 mln zł. Wartość ta przekracza wynik z poprzedniego roku o prawie 13 mln zł (wzrost o 22%), jednak po uwzględnieniu sprzedaży centrum handlowego i spółki Arsenal otrzymujemy wartość zbliżoną do tej z 2008 r. Celem Zarządu na 2009 r. była poprawa zysku netto w stosunku do roku poprzedzającego, co zostało osiągnięte, przy czym realizacja tego założenia zawdzięczana jest w dużej mierze zyskom z działalności pozaoperacyjnej.

Podobne założenie odnośnie zysku netto (poprawa w stosunku do roku poprzedzającego) zostało przyjęte na 2010 r. Realizacja tego planu jest realistyczna, nawet bez uwzględniania żadnych czynników jednorazowych. Poprawa rentowności połączona ze wzrostem udziału sprzedaży detalicznej oraz niższe koszty działalności (restrukturyzacja pozwoliła na obniżenie zatrudnienia o ok. 300 osób) przyczynią się do większych zysków w kolejnych latach.

Warto dodać, że Emperia nie ma problemu z zadłużeniem, które stanowi obecnie ok. 40% wartości kapitałów własnych i mniej więcej dwukrotność zysku EBITDA, co jest bezpiecznym poziomem. Duża zdolność do generowania gotówki pozwoli zapewne stopniowo zmniejszać obecny poziom zadłużenia, a wysokie nakłady inwestycyjne będą niemal w całości finansowane środkami własnymi. Atutem Emperii jest również wypłacana rokrocznie dywidenda, co będzie podtrzymane także w kolejnych latach.

Działalność operacyjna

W ciągu ostatnich kilku kwartałów w strukturach Grupy Kapitałowej Emperia zaszły znaczące zmiany. Została bowiem przeprowadzona restrukturyzacja całego segmentu dystrybucyjnego, polegająca głównie na integracji siedmiu podmiotów działających w części hurtowej w jeden podmiot (Tradis Sp. z o.o.), funkcjonujący pod jednym numerem NIP. Jest to kluczowy czynnik decydujący o dalszym rozwoju Grupy, ponieważ tworzy możliwość pozyskania dużych ogólnokrajowych odbiorców (np. sieci stacji benzynowych czy sklepików z prasą). Dodatkowo wprowadzone zmiany spowodowały, że segment hurtowy będzie obsługiwany przez wspólny back-office – system informatyczny i finansowo-księgowy. Nowa organizacja zapewni również większą siłę zakupową oraz lepsze zarządzanie flotą i przedstawicielami handlowymi. Przeprowadzone zmiany pozwoliły także na redukcję zatrudnienia o ok. 300 osób.

Drugim aspektem restrukturyzacji była decyzja o sprzedaży spółki zależnej Arsenal, która zajmowała się przede wszystkim eksportem za wschodnią granicę. Jej model działania nie wpasowywał się dobrze w struktury Emperii, w związku z czym postanowiono sprzedać tę spółkę. Do nowej struktury nie włączono dwóch spółek zależnych DEF (segment FMCG) i Ambra (segment kosmetyczno-drogerijny), które będą rozwijane niezależnie. W 2009 r. zostały również otwarte trzy centra dystrybucyjne – w Stargardzie Szczecińskim, Białymstoku i Poznaniu. Dzięki nim obsługa magazynów cash&carry oraz innych odbiorców może być prowadzona znacznie sprawniej.

Dynamicznie rozwijany jest również segment detaliczny, który odpowiada już za prawie 1/3 przychodów Grupy. W ciągu ubiegłego roku liczba placówek sieci własnych i partnerskich Grupy Emperia zwiększyła się o ponad 1100. W dużej mierze był to efekt włączenia do Grupy kolejnych sieci Lewiatan oraz PSD Spółem. Równolegle otwierane są kolejne sklepy własne – supermarkety Stokrotka, których jest już 156, oraz sklepy franczyzowe pod marką Groszek. Rozwój segmentu detalicznego postępuje wraz z integracją poszczególnych sklepów, polegającą na ujednoczeniu formatów wszystkich placówek oraz wprowadzeniem zintegrowanego systemu IT. Proces ten, zapoczątkowany w ubiegłym roku, rozciągnie się w czasie prawdopodobnie na cały bieżący rok.

Tab. Liczba sklepów w sieciach własnych i partnerskich Grupy Emperia

	2007	2008	2009	
Stokrotka	96	135	156	sklepy własne
Delima	3	5	6	
Groszek	526	888	1099	sklepy partnerskie
Euro Sklep	-	438	607	
PSD Spółem	-	-	262	
Spółem Tychy	36	25	25	
Milea	34	62	92	
Lewiatan	141	934	1355	
Razem	836	2487	3602	

Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Tak szybki rozwój wymaga wysokich nakładów inwestycyjnych, które w ubiegłym roku wyniosły ok. 160 mln zł. Suma przeznaczona na ekspansję w bieżącym roku będzie nieco niższa i powinna zmieścić się w przedziale 120-150 mln zł. Istotne jest, że większość z tych nakładów Spółka jest w stanie sfinansować ze środków własnych, ponieważ posiada bardzo silny cash flow operacyjny (zysk netto powiększony o amortyzację niemal w całości może pokryć zapotrzebowanie finansowe Spółki). Dalszy wzrost nie będzie zapewne tak dynamiczny, jak w ubiegłych latach i oczekiwana jest jednocyfrowa dynamika przychodów. Czynnikiem, który mógłby przyspieszyć tempo rozwoju są akwizycje, nad którymi Emperia stale pracuje i nie jest wykluczone, że do Grupy dołączą w tym roku kolejne podmioty.

Tabele i prognozy (wybrane pozycje)

Tab. Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	1 487,2	1 725,3	1 848,6	1 952,5	2 039,2	2 095,8	2 195,9
Aktywa trwałe	690,1	851,3	932,4	1 001,1	1 050,2	1 075,3	1 079,2
Wartości niematerialne i prawne	3,6	6,4	9,8	13,7	15,7	15,5	14,9
Rzeczowe aktywa trwałe	435,9	579,6	645,0	709,8	756,9	782,3	786,7
Aktywa obrotowe	797,1	874,0	916,2	951,5	989,0	1 020,5	1 116,7
Zapasy	344,1	415,8	440,2	459,6	482,2	502,1	522,1
Należności krótkoterminowe	353,2	396,8	420,1	430,7	443,5	453,1	462,2
Środki pieniężne	92,4	50,0	33,3	38,7	40,7	42,7	109,8
PASYWA	1 487,2	1 725,3	1 848,6	1 952,5	2 039,2	2 095,8	2 195,9
Kapitał własny	689,3	745,1	808,2	868,5	937,1	1 010,7	1 091,0
Kapitał zakładowy	14,8	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
Kapitał zapasowy	558,8	641,0	647,5	708,8	765,7	827,9	893,9
Zysk netto	88,4	59,2	72,1	71,1	82,9	94,3	108,6
Zobowiązania i rezerwy	797,9	980,2	1 040,4	1 084,1	1 102,1	1 085,1	1 104,9
Zobowiązania długoterminowe	131,6	290,8	189,3	230,6	228,3	222,5	212,3
Zobowiązania krótkoterminowe	633,7	652,9	816,5	818,9	839,2	828,1	858,1
<i>w tym zobowiązania finansowe</i>	<i>205,2</i>	<i>314,6</i>	<i>333,8</i>	<i>349,8</i>	<i>335,1</i>	<i>289,8</i>	<i>280,8</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ogółem	4 424,8	5 257,1	5 565,5	5 810,5	6 097,0	6 348,3	6 601,7
<i>zmiana r/r</i>	214,5%	17,4%	5,9%	4,4%	4,9%	4,1%	4,0%
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	3 759,2	4 444,3	4 682,1	4 881,3	5 114,8	5 318,1	5 524,7
Zysk brutto na sprzedaży	665,6	812,8	883,4	929,2	982,2	1 030,2	1 077,0
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	15,0%	15,5%	15,9%	16,0%	16,1%	16,2%	16,3%
Koszty sprzedaży	466,6	618,2	694,5	720,3	754,2	783,9	810,4
Koszty ogólnego zarządu	78,9	100,7	95,6	100,4	105,4	110,7	116,3
Zysk (strata) ze sprzedaży	120,1	93,9	93,3	108,4	122,5	135,5	150,3
EBITDA	176,2	148,9	176,0	174,8	203,4	230,4	256,5
EBIT	136,2	96,0	113,4	108,4	122,5	135,5	150,3
<i>marża operacyjna</i>	3,1%	1,8%	2,0%	1,9%	2,0%	2,1%	2,3%
Saldo z działalności finansowej	-25,7	-15,6	-20,7	-20,6	-20,2	-19,2	-16,3
Zysk (strata) brutto	110,5	80,4	92,7	87,8	102,4	116,4	134,1
<i>marża brutto</i>	2,5%	1,5%	1,7%	1,5%	1,7%	1,8%	2,0%
Podatek dochodowy	22,1	19,7	20,4	16,7	19,4	22,1	25,5
Zysk (strata) netto	88,4	59,2	72,1	71,1	82,9	94,3	108,6
<i>marża netto</i>	2,0%	1,1%	1,3%	1,2%	1,4%	1,5%	1,6%

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy z działalności operacyjnej	98,9	30,2	110,5	157,9	183,1	209,4	232,8
Zysk netto	88,4	59,2	72,1	71,1	82,9	94,3	108,6
Amortyzacja	40,0	52,9	62,6	66,4	80,9	94,8	106,2
Odsetki	13,1	15,6	15,3	21,3	21,0	20,0	17,1
Zmiana kapitału obrotowego	-27,7	-76,1	-16,4	-0,9	-1,6	0,3	0,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-138,0	-176,6	-127,2	-135,0	-130,0	-120,0	-110,0
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-135,5	-203,0	-160,0	-135,0	-130,0	-120,0	-110,0
Przepływy z działalności finansowej	118,9	103,9	0,0	-17,5	-51,1	-87,4	-55,6
Odsetki	-14,2	-16,1	-17,5	-21,3	-21,0	-20,0	-17,1
Kredyty netto	-79,0	121,4	25,6	15,9	-14,6	-45,4	-8,9
Dywidenda	-23,4	-13,3	-8,9	-10,8	-14,2	-20,7	-28,3
Zmiana stanu środków pieniężnych	79,8	-42,4	-16,7	5,4	2,0	2,0	67,1
Środki pieniężne:							
na początek okresu	12,7	92,4	50,0	33,3	38,7	40,7	42,7
na koniec okresu	92,4	50,0	33,3	38,7	40,7	42,7	109,8

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki finansowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
rentowność brutto na sprzedaży	15,0%	15,5%	15,9%	16,0%	16,1%	16,2%	16,3%
rentowność EBITDA	4,0%	2,8%	3,2%	3,0%	3,3%	3,6%	3,9%
rentowność EBIT	3,1%	1,8%	2,0%	1,9%	2,0%	2,1%	2,3%
rentowność netto	2,0%	1,1%	1,3%	1,2%	1,4%	1,5%	1,6%
ROA	5,9%	3,4%	3,9%	3,6%	4,1%	4,5%	4,9%
ROE	12,8%	7,9%	8,9%	8,2%	8,8%	9,3%	10,0%
dług/aktywa	13,8%	18,2%	18,1%	17,9%	16,4%	13,8%	12,8%
dług/kapitał własny	29,8%	42,2%	41,3%	40,3%	35,8%	28,7%	25,7%
dług/EBITDA	1,2	2,1	1,9	2,0	1,6	1,3	1,1
EBIT/odsetki	9,6	6,0	6,5	5,1	5,8	6,8	8,8
płynność bieżąca	1,3	1,3	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3
płynność szybka	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7
płynność gotówkowa	0,15	0,08	0,04	0,05	0,05	0,05	0,13
rotacja zapasów (dni)	28,4	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9
rotacja należności (dni)	29,1	27,6	27,6	27,1	26,6	26,1	25,6
rotacja zobowiązań (dni)	45,6	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2
cykl rotacji gotówki (dni)	11,9	13,2	13,2	12,7	12,2	11,7	11,2

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki dla ceny bieżącej

(PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	5,99	3,92	4,77	4,71	5,49	6,24	7,18
DPS	1,58	0,88	0,59	0,72	0,94	1,37	1,87
Dividend yield	1,8%	1,0%	0,7%	0,8%	1,1%	1,6%	2,1%
BVPS	46,67	49,29	53,47	57,46	62,00	66,87	72,18
P/E	15,1	22,5	18,5	18,7	16,1	14,1	12,3
P/BV	1,93	1,79	1,65	1,54	1,42	1,32	1,22
P/S	0,30	0,25	0,24	0,23	0,22	0,21	0,20
P/CE	10,4	11,9	9,9	9,7	8,1	7,0	6,2
EV/EBIT	12,02	17,06	14,44	15,10	13,36	12,08	10,89
EV/EBITDA	9,30	10,99	9,30	9,37	8,05	7,11	6,38
EV/S	0,37	0,31	0,29	0,28	0,27	0,26	0,25

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Nota prawna

Biuro Maklerskie BGŻ 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 S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ 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 BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ 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 BGŻ 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 BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ 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** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

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 BGŻ 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.

Doradztwo Inwestycyjne	telefon	adres email
Tomasz Dumala	(022) 329 43 40	tomasz.dumala@bgz.pl
Marcin Lachowski	(022) 329 43 84	marcin.lachowski@bgz.pl
Grzegorz Kujawski	(022) 329 43 46	grzegorz.kujawski@bgz.pl
Tomasz Manowiec	(022) 329 43 44	tomasz.manowiec@bgz.pl

Operacje Brokerskie	telefon	adres email
Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni (022) 329 43 23	jaroslaw.duszczyk@bgz.pl
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni (022) 329 43 26	marek.niewiadomski@bgz.pl
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni (022) 329 43 25	grzegorz.leszek@bgz.pl
Monika Dudek	Klienci detaliczni (022) 329 43 24/20	monika.dudek@bgz.pl
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni (022) 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgz.pl

Oferty Publiczne (IPO)	telefon	adres email
Marek Jaczewski	(022) 329 43 53	marek.jaczewski@bgz.pl
Bogusław Bączyk	(022) 329 43 42	boguslaw.baczuk@bgz.pl

Internetowe serwisy transakcyjne	strona www
 Zlecenia na GPW i New Connect	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html
 Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html

Oddziały	adres	telefon	adres	telefon
Białystok	ul. Suraska 3a	(085) 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25 (077) 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	(023) 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9 (029) 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	(074) 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d (024) 264 17 17
Elk	ul. Armii Krajowej 24	(087) 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17 (061) 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	(095) 721 63 29	Przemyśl	ul. Kamienny Most 6 (016) 675 05 86
Inowrocław	ul. Dworcowa 52/54	(052) 353 37 00	Radom	ul. Traugutta 29 (048) 361 22 70
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	(075) 753 30 98	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9 (017) 852 05 21
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	(041) 366 02 15	Siedlce	ul. Joselewicza 3 (025) 640 90 04
Kołobrzeg	Plac Ratuszowy 5a/1	(094) 354 74 63	Sieradz	ul. Sarańska 5 (043) 822 61 34
Kraków	ul. Pawia 5	(012) 632 70 11	Szczecin	ul. Jagiellońska 97 (091) 480 02 07
Lublin	ul. 1-go Maja 16 a	(081) 531 91 44	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5 (015) 822 39 50
Łomża	ul. Dworna 12	(086) 215 41 99	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c (014) 629 11 98
Łódź	ul. Piotrkowska 57	(042) 670 20 70	Warszawa	ul. Zielna 41/43 (022) 322 90 50
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	(095) 742 15 13	Warszawa	ul. Żurawia 6/12 (022) 329 44 17
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	(018) 443 53 91	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a (084) 638 54 03
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	(089) 527 27 10		