

# REDAN

sektor / branża: handel detaliczny

TICKER: RDN

ISIN: PLREDAN00019

## Dane podstawowe Redan

Cena rynkowa	2,50
Cena docelowa	-
Max. cena 52 tyg.	6,46
Min. cena 52 tyg.	2,29
Liczba akcji w tys.	20 938
Kapitalizacja (w tys.)*	52345,1
EV (w tys.)*	72946,1

## Redan wychodzi na prostą

### Redan - detaliczna sprzedaż odzieży

Spółka Redan zajmuje się sprzedażą odzieży poprzez własne oraz franczyzowe sklepy działające pod markami Textil Market, Top Secret oraz Troll. Niewielki udział w sprzedaży ma też handel hurtowy skierowany do supermarketów. Grupa koncentruje swoją działalność na projektowaniu, marketingu i dystrybucji marek odzieżowych codziennego użytku. Redan dywersyfikuje swoją działalność na różne segmenty, oferując wyroby dopasowane do potrzeb różnych grup klientów.

### Znacząca poprawa wyników w 2008 r.

Od początku 2008 r. spółka osiąga dodatni wynik finansowy na działalności operacyjnej oraz zysk netto. W pierwszym półroczu tego roku zysk EBIT wyniósł 4,9 mln zł, a zysk netto 3,2 mln zł. Jest to rezultat prowadzonej przez ostatnie lata restrukturyzacji, która wprowadziła zmiany w zarządzaniu i organizacji sprzedaży. Obecnie spółka zatrudnia profesjonalnych projektantów, dzięki którym kolekcje bardziej trafiają w gusta klientów, więcej uwagi poświęca się również merchandisingowi.

Najbardziej do poprawy wyników przyczyniły się marki Textil Market oraz Top Secret. Pierwsza z nich zanotowała zysk EBIT na poziomie 1,5 mln zł (wobec 0,3 mln zł w pierwszej połowie 2007 r.), natomiast druga 2,0 mln zł (wobec 0,9 mln zł straty w pierwszej połowie 2007 r.). Obecnie trwają prace nad poprawą wyników marki Troll, która nadal przynosi straty. W tym celu zamknięto część nierentownych placówek, zmieniono docelową grupę klientów oraz charakterystykę sklepów. Z prognoz spółki wynika, że Troll znacznie przynosić zyski od 2010 r.

Zmienił się również model biznesowy prowadzony przez Redan. W efekcie coraz więcej sklepów powstaje w oparciu o franczyzę polegającą na tym, że to Redan jest właścicielem towarów, natomiast marża uzyskiwana ze sprzedaży dzielona jest między spółkę a franczyzobiorcę. Dzięki temu spółka zwolniona jest z ponoszenia nakładów na przystosowanie sklepów do sprzedaży, pozostawiając sobie jednocześnie znaczną część zysków pochodzących z takiej placówki.

## Notowania



## Analitik:

### Tomasz Manowiec

email: tomasz.manowiec@bgz.pl

tel. (22) 329 43 44

## Prognoza

W ostatnich kilku kwartałach sytuacja w spółce znacząco zmieniła się na lepsze. Przeprowadzona restrukturyzacja oraz praca włożona w budowanie marki zaczynają przynosić widoczne efekty i przekładają się na wyniki spółki. Rozwiązany został również problem nadmiernych zapasów, z którym spółka borykała się w ostatnich latach, nie ma również problemu z zadłużeniem, a kolejne raty spłacane są zgodnie z terminem. Pozwala to przewidywać, że w spółce natąpi długoterminowa poprawa wyników i znacznie ona przynosić zyski.

REDAN	2006	2007	1H 2008	2H 2008P	2008P	2009P
<b>Przychody (w mln.)</b>	245,9	259,2	137,6	149,6	287,2	324,5
<b>EBITDA (w mln.)</b>	7,0	-1,2	8,3	7,2	15,5	17,3
<b>EBIT (w mln.)</b>	0,7	-8,1	4,9	4,0	8,9	10,3
<b>Wynik netto (w mln.)</b>	0,1	-9,2	3,2	2,2	5,4	8,3
<b>EPS</b>	0,01	-0,44	0,15	0,11	0,26	0,40
<b>P/E*</b>	250,0	-5,7	16,4	23,7	9,7	6,3
<b>P/S*</b>	0,2	0,2	0,4	0,3	0,2	0,2
<b>EV/EBITDA*</b>	10,4	-60,8	8,8	10,1	4,7	4,2

\* przy cenie 2,50 zł za akcję

P - prognozy BM BGZ

## Charakterystyka spółki

### Wyniki finansowe

Redan zakończył 2007 r. ze stratą netto na poziomie 9,2 mln zł. W wynikach za 2008 r. widoczna jest znaczna poprawa rezultatów Redanu. W pierwszej połowie roku spółka zrealizowała niemal 200 mln zł przychodów oraz 3,6 mln zł zysku netto. Natomiast wynik EBITDA wyniósł 10,5 mln zł. Poprawa rentowności jest efektem przeprowadzonej w ostatnim czasie restrukturyzacji spółki.

Po bardzo słabych wynikach w latach 2005-2006 spółka wprowadziła zmiany w organizacji sprzedaży oraz w zarządzaniu. Zatrudnieni zostali profesjonalni projektanci, posiadający doświadczenie z innych firm z branży odzieżowej. Zmieniono również wystroj sklepów, rezygnując jednocześnie z większych placówek, w których nie wykorzystywano całej powierzchni. Obecnie większą wagę przywiązuje się również do merchandisingu, czyli odpowiedniego rozmieszczenia towarów w sklepie.

Na przełomie 2007 i 2008 r. dokonano pełnej integracji spółek zależnych, przenosząc ich siedziby do Łodzi, co przyniosło spore oszczędności w kosztach zarządu. Najważniejszym jednak aspektem było zamykanie nierentownych i niedających nadziei sklepów Top Secret i Troll. Dla tej drugiej marki proces ten jest nadal kontynuowany. Z tym związane były pewne koszty jednorazowe (m. in. rozwiązanie umów przed terminem wygaśnięcia), jednak w dłuższym terminie przełoży się to na poprawę sytuacji w spółce.

Powyższe elementy składają się na poprawę wyników z działalności Grupy. Marka Top Secret jest już rentowna, podobnie jak Textil Market. Natomiast Troll będzie przynosić stratę w tym roku i prawdopodobnie także w następnym. Powodzenie restrukturyzacji marki Top Secret pozwala jednak przypuszczać, że podobny efekt zostanie osiągnięty w przypadku Trolla.

**Tab. Wybrane dane finansowe Redan S.A.**

	2006	2007	1H 2008	2H 2008P	2008P	2009P
przychody	245,9	259,2	137,6	149,6	287,2	324,5
EBIT	0,7	-8,1	4,9	4,0	8,9	10,3
EBITDA	7,0	-1,2	8,3	7,2	15,5	17,3
wynik netto	0,1	-9,2	3,2	2,2	5,4	8,3
dług odsetkowy	50,8	46,8	33,5	28,3	28,3	15,0
zapasy	68,0	62,8	62,8	64,0	64,0	71,0

Źródło: spółka, BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

#### Trzeci kwartał 2008 r.

Jak wynika z comiesięcznych raportów o sprzedaży w sklepach grupy Redan, w trzecim kwartale 2008 r. Redan zrealizował 70 mln zł przychodów. Stanowi to wzrost w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego o 11%. Z naszych prognoz wynika, że spółka zakończy ten kwartał stratą na poziomie netto w wysokości 0,5 mln zł (bez uwzględnienia pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych). Stosunkowo duży wolumen sprzedaży nie połączył się z dużą rentownością. Wynika to z tego, że w trzecim kwartale prowadzona jest zawsze wyprzedaż kolekcji letniej, przez co znacznie obniżane są ceny towarów. Natomiast od września prowadzona jest już sprzedaż nowej kolekcji jesienno-zimowej, co wiąże się z większą marżą. Dlatego spodziewamy się poprawy wyniku w ostatnim kwartale roku, który tradycyjnie należy do najlepszych w branży ze względu na zwiększone wydatki konsumpcyjne w tym okresie. Na cały 2008 r. prognozujemy 287,2 mln zł przychodów oraz 5,4 mln zł zysku netto.

---

## Ryzyko działalności

---

Spółka zleca produkcję swoich ubrań podmiotom zlokalizowanym w Azji, natomiast rozliczeń z nimi dokonuje w dolarach. W związku z tym wystawiona jest na ryzyko zmiany kursu walutowego. Umacnianie się złotego w 2008 r. sprzyjało finansom Redanu, jednak ostatnio obserwujemy odwrócenie tej tendencji. Jeśli utrzyma się ona w dłuższym terminie, import stanie się droższy, co może przełożyć się na pogorszenie rentowności spółki.

Działając w branży handlu detalicznego, spółka jest wrażliwa na koniunkturę panującą w gospodarce kraju. W ostatnich kwartałach sprzedaż detaliczna rosła w tempie dwucyfrowym, czego efektem był również dynamiczny wzrost sprzedaży odzieży. Prognozy dla branży są optymistyczne, jednak należy brać pod uwagę możliwość spowolnienia wzrostu wydatków konsumpcyjnych, będącego wynikiem pogorszenia ogólnej kondycji gospodarczej.

Projektowanie i sprzedaż odzieży wiąże się zawsze z ryzykiem stworzenia kolekcji, która nie trafi w gusta klientów. W poprzednich latach zdarzały się takie przypadki z towarem Redanu. Zatrudnienie profesjonalnych projektantów minimalizuje taką ewentualność, jednak nie można jej wykluczyć.

Ostatnim ważnym aspektem ryzyka w działalności Redanu jest finansowanie spółki. Obecna umowa kredytowa wiążąca spółkę z konsorcjum banków jest niekorzystna ze względu na stosunkowo wysokie raty kwartalne, które będą płacone do 2010 r. Prowadzone są rozmowy mające na celu rozłożenie tych spłat na dłuższy okres, jednak nie wiadomo, czy dojdzie do porozumienia. Bez restrukturyzacji długu lub pozyskania nowych środków nie będzie możliwości rozbudowy sieci sprzedaży.

---

## Zapasy

---

W ostatnich latach na spółce ciążył problem nadmiernych zapasów. Powstał on w 2004 r., gdy sprowadzono z Azji towary znacznie przewyższające bieżące potrzeby Redanu. Duże zamówienie było efektem bardzo ambitnych planów rozwoju sieci sprzedaży detalicznej, do czego niezbędne byłoby spore zaplecze produktów. Dodatkowo zarządzający liczyli na zyski osiągnięte dzięki zaimportowaniu towarów przed wprowadzeniem kontyngentów obowiązujących w państwach członkowskich Unii Europejskiej, do której Polska wtedy przystępowała. Jednak sieć sklepów i sprzedaż z istniejącej powierzchni sklepowej nie zwiększały się tak dynamicznie, jak zakładały prognozy. Również kontyngenty UE nie okazały się tak niekorzystne, jak prognozowano.

Efektom tych dwóch czynników były nagromadzone zapasy o wartości ponad 100 mln zł, które trudno było upłynić na rynku. Od tamtej pory spółka sukcesywnie wyprzedawała te towary przede wszystkim kierując je do sieci dyskontów i supermarketów. Na dzień dzisiejszy z tej początkowej puli pozostało jedynie 2-3% towarów, natomiast pozostałe zapasy wykazywane w bilansie pochodzą już z kolejnych kolekcji. Obecnie spółka nie ma problemów z bieżącą sprzedażą odzieży, a wzrost zapasów wynika z rozbudowy sieci detalicznej i zapotrzebowania na towar w sklepach.

---

## Zadłużenie

---

Na przełomie 2004 i 2005 r. spółka miała niemal 100 mln zł zobowiązań odsetkowych (ok. 120% kapitałów własnych). Od tamtej pory wielkość ta systematycznie zmniejsza się i obecnie wynosi ok. 31 mln zł (ok. 45% kapitałów własnych). Spłata pozostałej części zobowiązań rozłożona jest do połowy 2010 r. Obecnie negocjowane są umowy z konsorcjum banków o zmianie warunków spłaty zadłużenia. Przeszłość spółki i jej

historyczne wyniki finansowe w połączeniu z ograniczoną akcją kredytową banków nie sprzyjają możliwości zaciągania nowych długów. Jest to jednak bardzo ważny element w działalności Redanu, gdyż od pozyskanych środków zależy rozwój sieci sprzedażowej.

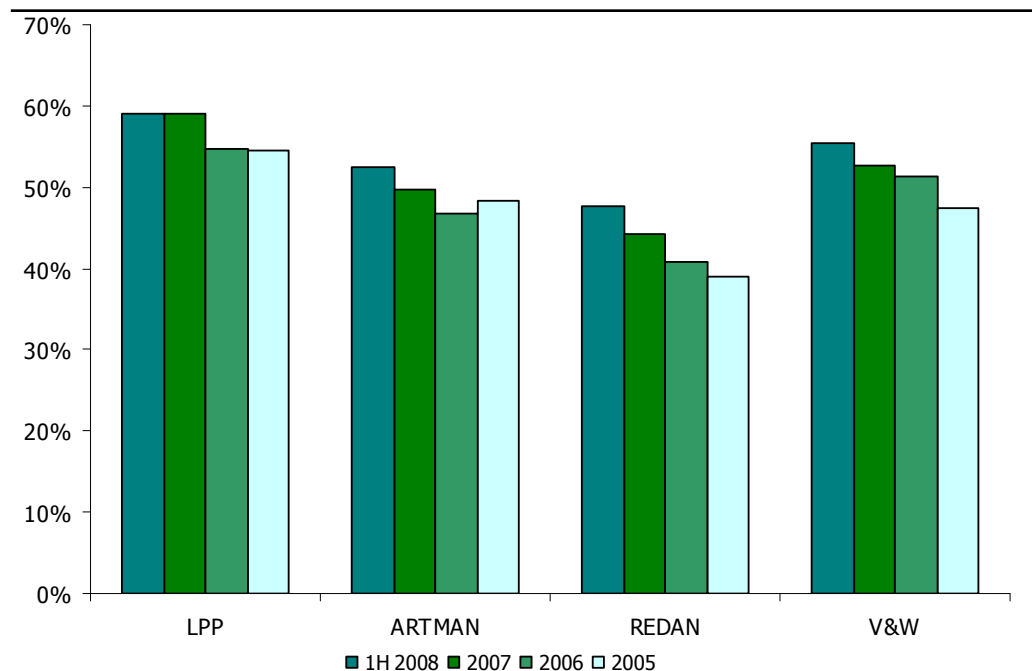
Istotne jest, iż już od kilku lat Redan regularnie i terminowo spłaca swoje zobowiązania wobec banków. Poprawa wyników w 2008 r. i zakładane podtrzymanie tej tendencji w 2009 r. powinny pozwolić spółce na uzyskanie dostępu do kapitału obcego.

## Rentowność

Rentowność Redanu w ostatnich latach systematycznie się zwiększa. Z poziomu 40% w 2005 r. marża brutto na sprzedaży wzrosła do 48% w pierwszej połowie 2008 r. Zestawienie z konkurentami pokazuje jednak, że istnieje jeszcze spory potencjał do wzrostu rentowności, który może zostać uzyskany poprzez wzrost cen w sklepach. Pozwoliłoby to na zwiększenie wartości marży, a co za tym idzie, również zysku netto.

Na poziomie netto bowiem w ostatnich latach spółka balansowała w okolicach progu rentowności, częściej będąc pod kreską. Dopiero ostatnie kwartały przynoszą zyski w Grupie. W prognozach zarządu oraz naszego biura zakłada się, że rentowność netto pozostanie już dodatnia i będzie stale się zwiększać.

### Rys. Marża na sprzedaży dla Redanu i konkurentów



Źródło: sprawozdania spółek, BM BGŻ S.A.

## Działalność operacyjna

Działalność operacyjna Redanu opiera się na sprzedaży detalicznej odzieży i dodatków poprzez sieć sklepów własnych oraz franszysowych. Sprzedaż prowadzona jest pod trzema głównymi markami, przy czym każda z nich adresowana jest do innej grupy docelowej. Badania wskazują na wysoką rozpoznawalność marek z Grupy Redan, co może sprzyjać wzrostowi sprzedaży w przyszłości.

Textil Market odpowiada za ok. 40% sprzedaży w całej grupie. Są to sklepy otwierane w małych i średnich miastach (15-70 tys. mieszkańców) i oferują klientom szeroką gamę odzieży oraz innych artykułów tekstylnych. W całej Polsce działa obecnie 138 sklepów pod marką Textil Market.

Top Secret generuje ok. 35% obrotów Redanu. Pod tą marką działa ok. 100 sklepów w Polsce (połowę z nich stanowią sklepy własne, reszta funkcjonuje w oparciu o franszyzę) oraz 20 placówek poza granicami kraju. Top Secret można znaleźć w większych miastach (pow. 50 tys. mieszkańców) głównie w galeriach handlowych. W ofercie znajduje się odzież kierowana do młodych profesjonalistów.

Ok. 15% przychodów pochodzi ze sklepów markowanych logo Troll. Ich oferta ma trafić przede wszystkim do młodych kobiet. Sklepy te funkcjonują w większych miastach przy głównych ulicach handlowych. Do tej pory powstało 80 takich sklepów, z czego 35 jest własnością spółki, a reszta oparta jest o umowy franszyzy.

Pozostała część sprzedaży pochodzi z transakcji zawieranych z supermarketami i dyskontami. Jednak udział tego segmentu stale zmniejsza się. Wynika to ze zmiany podejścia do tego kanału dystrybucji. Od niedawna spółka prowadzi sprzedaż tylko na zamówienie, nie sprowadzając towarów bez pewności, że znajdzie się na nie nabywca. Z jednej strony zmniejsza to zainteresowanie kontrahentów, z drugiej pozwala uniknąć ryzyka pozostania z niesprzedanym towarem.

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	tel.	e-mail
Tomasz Dumala	(22) 32 94 340	tomasz.dumala@bgz.pl
Marcin Lachowski	(22) 32 94 384	marcin.lachowski@bgz.pl
Grzegorz Kujawski	(22) 32 94 346	grzegorz.kujawski@bgz.pl
Tomasz Manowiec	(22) 32 94 344	Tomasz.manowiec@bgz.pl

**Obsługa klientów instytucjonalnych**

	tel.	e-mail
Wydział Operacji Brokerskich	(22) 32 94 327 (22) 32 94 328	makler@bmbgz.pl

**Obsługa klientów indywidualnych**

 Oddziały Banku BGŻ oraz internetowy serwis transakcyjny *bmBGŻ.net*
**BIURO MAKLESKIE BANKU BGŻ**

 ul. Żurawia 6/12, 00–503 Warszawa  
 tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303  
 e-mail: biuro.maklerskie@bgz.pl  
 www.bgz.pl

Biuro Maklerskie Banku BGŻ 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 sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ i jest udostępniana klientom wyłącznie w celach informacyjnych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. W szczególności nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ jest zabronione.