

Emperia

(tłumaczenie)

4 marca 2010

Branża detaliczna FMCG

 Kurs 77,0 PLN *
 Wycena 81,0 PLN

Trzymaj
 (podtrzymanie)

Stopa zwrotu	1M	3M	12M
Absolutna	-13%	-8%	53%
Relatywna do WIG20	-12%	7%	-9%
Max/ min. (12-mies.)	88,8/44,8 PLN		
Reuters	EDRO.WA		
Bloomberg	EMP.PW		
Kapitalizacja (mln EUR)	298,4		
Następne wydarzenie w spółce:	17 maja - publikacja wyników za I kwartał 2010		
PLN /EUR	3,90		

FY/e 31.12 (mln PLN)	2009	2010P	2011P	2012P
Sprzedaż	5,543.7	6,038.5	6,573.5	7,104.2
EBITDA	174.2	199.5	227.1	265.4
EBIT	110.7	124.9	143.9	174.5
Zysk netto	68.2	78.8	92.2	113.9
EPS (PLN)	4.5	5.2	6.1	7.5
C/Z (x)	17.1	14.8	12.6	10.3
Dywid. na akcję (PLN)	0.6	0.7	0.8	0.9
Stopa dywidendy	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%
EV/EBITDA (x)	8.5	7.8	7.0	5.8

Źródło: KBC Securities

* kurs zamknięcia z 4/03/2010

Obniżyliśmy prognozy zysków dla spółki w obliczu słabych wyników za IV kwartał 2009 roku, uwzględniając niższe marże działalności hurtowej i wyższe koszty finansowe ze względu na wyższe wydatki inwestycyjne. Obniżyliśmy prognozę zysku netto na 2010 i 2011 odpowiednio o 13,2% i 15,9% do 78,8 mln zł (+15,6% r/r) i 92,2 mln zł (+17,0% r/r). Nasza wycena spadła o 10% do 81,0 zł na akcję, co implikuje 5% potencjał wzrostu. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj.

Rekomendacja Trzymaj podtrzymana

- Rynek hurtowy.** Na polskim rynku hurtowym FMCG Emperia jest trzecim kluczowym graczem i oczekujemy, że będzie wypierać z rynku lokalnych hurtowników, którzy nadal są w większości. Chociaż baza klientów spółki ma większą ekspozycję na konkurencję ze strony nowoczesnego handlu niż baza Eurocashu, składana roczna stopa wzrostu przychodów Emperii w latach 2009-2014 wyniesie, według naszych szacunków, 7,1%. Zakładamy w tym okresie wzrost udziału spółki w rynku z 6% do 7%.
- Trwa restrukturyzacja działalności hurtowej.** Wyniki działalności hurtowej w IV kwartale rozczarowały i obniżyliśmy prognozę marży operacyjnej na 2010 i 2011 rok odpowiednio z 2,5% do 2,2% i z 2,7% do 2,3%. Na wyniki Emperii może korzystnie wpłynąć redukcja zatrudnienia, poprawa zarządzania i wdrożenie systemów IT, jednak uważamy, że są niewielkie szanse na szybki wzrost marży.
- Działalność detaliczna.** Wyniki działalności detalicznej spółki poprawiły się w IV kw. 2009 roku, co skłoniło nas do podwyższenia prognozy marży operacyjnej na lata 2010-2011. Spodziewamy się, że operacje detaliczne nadal będą odczuwały brak dojrzałości i uważamy, że osiągnięcie poziomu zysku operacyjnego w działalności detalicznej zbliżonego do międzynarodowych konkurentów (3-5%) będzie długotrwałym procesem.
- Zyski niższe od oczekiwań zarządu.** Zakładamy, że warunki programu opcji menedżerskich nie zostaną spełnione w latach 2010-2012. Uważamy, że zbyt ambitnie spółka podchodzi do potencjalnych korzyści płynących z restrukturyzacji działalności hurtowej. Nasza prognoza zysku netto na 2010/2011/2012 rok jest o 7%/10%/7% niższa od założeń programu opcji menedżerskich.
- Wydatki inwestycyjne w br.** Biorąc pod uwagę prognozy zarządu, podwyższyliśmy prognozę wydatków inwestycyjnych na 2010 rok i lata następne do 201 mln zł. Mimo że Emperia prawdopodobnie nie uruchomi nowego centrum dystrybucyjnego, większość sklepów Stokrotka zostanie zbudowanych, co pociągnie za sobą zakup gruntu i wybudowanie nieruchomości.
- Negatywne informacje w cenie.** Od początku tygodnia kurs akcji Emperii spadł o 7,2% w związku z rozczarowującymi wynikami za IV kwartał. Notowana przy 10,3x P/E na 2010P Emperia nie wyróżnia się wśród polskich porównywalnych spółek i, naszym zdaniem, jest to uzasadnione. Mimo pozycji lidera, którą spółka zajmuje na rynku hurtowym FMCG, szansa na szybką poprawę jej hurtowej marży jest niewielka.

Emperia: program opcji menedżerskich o prognozy KBC

(mln PLN)	2010P			2011P			2012P		
	Emperia*	KBC	Różnica	Emperia*	KBC	Różnica	Emperia*	KBC	Różnica
Zysk netto	84,9	78,8	-7,2%	102,0	92,2	-9,6%	122,9	113,9	-7,3%

Źródło: Spółka, KBC Securities; *minimalne założenia

Emperia: zmiana prognoz

(mln PLN)	2010P			2011P		
	Poprzednia	Nowa	Zmiana	Poprzednia	Nowa	Zmiana
Sprzedaż	6 049,7	6 038,5	-0,2%	6 580,7	6 573,5	-0,1%
Zysk zysku brutto na sprzedaży	983,3	980,1	-0,3%	1082,2	1079,4	-0,3%
EBIT	135,5	124,9	-7,8%	158,0	143,9	-9,0%
Działalność finansowa netto	-23,4	-26,4	12,7%	-22,7	-28,6	25,9%
Zysk netto	90,8	78,8	-13,2%	109,6	92,2	-15,9%
EBITDA	202,0	199,5	-1,2%	226,5	227,1	0,3%
Marża EBITDA	3,3%	3,3%		3,4%	3,5%	
Marża EBIT	2,2%	2,1%		2,4%	2,2%	
Marża netto	1,5%	1,3%		1,7%	1,4%	

Źródło: Spółka, KBC Securities

Emperia: prognozy KBC w porównaniu z konsensem

(mln PLN)	2010P			2011P		
	Konsensus	KBC	Różnica	Konsensus	KBC	Różnica
Sprzedaż	5 989,9	6 038,5	0,8%	6 513,6	6 573,5	0,9%
EBITDA	197,6	199,5	0,9%	216,9	227,1	4,7%
EBIT	126,1	124,9	-1,0%	139,4	143,9	3,2%
Zysk netto	84,9	78,8	-7,2%	99,2	92,2	-7,0%
Marża EBITDA	3,3%	3,3%		3,3%	3,5%	
Marża EBIT	2,1%	2,1%		2,1%	2,2%	
Marża netto	1,4%	1,3%		1,5%	1,4%	

Źródło: KBC Securities, inne domy maklerskie

Lista kontaktów

Analitycy

Dyrektor, Banki	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
Banki	Marta Czajkowska-Baldyga	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>michal.konarski@kbcsecurities.pl</i>
Paliwa, Farmaceutyki	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>
Telekomunikacja, Media,	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
IT	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
Handel Detaliczny	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
Przemysł, Metale	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
Nieruchomości	Lucian Albulescu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albulescu@kbcsecurities.ro</i>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bermatek@kbcsecurities.pl</i>
Koordynator	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>
Tłumacz	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>

Departament Sprzedaży Detalicznej

Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	<i>urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</i>
------------------	------------------	--

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrument finansowy, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.