

Sektor detaliczny

(tłumaczenie)

Rekomendacje

		Kurs	Kapitalizacja	C/Z (x)		EV/EBITDA (x)		Wycena	Potencjał
		(PLN)	(mln EUR)	2010P	2011P	2010P	2011P	(PLN)	wzrostu
AmRest	Kupuj (podtrzymana)	77.5	268.8	16.1	10.4	6.6	4.8	95.0	22.6%
EMF	Kupuj (podwyższona)	14.10	355.6	15.9	10.8	7.3	5.6	16.50	17.0%
Emperia	Trzymaj (obniżona)	84.0	310.4	14.0	11.6	7.9	7.1	90.0	7.1%
Eurocash	Kupuj (podtrzymana)	16.7	534.0	16.6	13.4	9.2	7.5	21.0	25.7%
LPP	Trzymaj (obniżona)	1,782.0	760.7	15.9	12.0	8.9	7.1	1,855.0	4.1%
NG2	Trzymaj (podtrzymana)	54.5	511.7	16.4	12.5	11.4	9.1	53.90	-1.1%
Vistula	Kupuj (podtrzymana)	2.16	54.6	12.7	6.6	8.4	5.9	3.40	57.6%

Źródło: KBC Securities, Bloomberg

kurs zamknięcia z 05/02/2010

Zalecamy przeważenie polskich spółek detalicznych względem indeksu WIG. Mimo że są notowane przy stosunkowo wysokim 15,9x C/Z na 2010P, naszym zdaniem, branża detaliczna powinna w przyszłym roku skorzystać na oczekiwanym ożywieniu popytu. Prognozujemy w 2010 i 2011 roku odpowiednio 42% i 35% wzrost zysków w branży, około 7-11% powyżej konsensusu. Preferujemy Eurocash ze względu na wiodącą pozycję spółki i znaczące przepływy pieniężne, umożliwiające wypłatę dużej dywidendy i potencjalne przejęcia.

- **Prognozujemy 6-7% wzrost rynku FMCG w 2010-2011.** W 2009 oczekujemy 6% r/r wzrostu polskiego rynku FMCG, przede wszystkim pod wpływem inflacji cen żywności, i prognozujemy podobny poziom wzrostu w br., a w 2011 roku 7%. Jednakże presja inflacyjna prawdopodobnie zmniejszy się w br. i poprawa na rynku będzie efektem głównie realnego wzrostu stymulowanego spadkiem bezrobocia i wzrostem płac.
- **Wyboista droga do koniunktury.** Rozczarowujące wyniki sprzedaży spółek odzieżowo/obuwniczych w IV kw. 2009 roku wskazują na utrzymujący się słaby popyt. Z uwagi na wysoką bazę z I połowy ub. roku spodziewamy się w I półroczu br. dalszego spadku r/r tempa sprzedaży. Jednakże w II połowie roku popyt powinien się poprawić, a całkowite jego odbicie zakładamy w 2011 roku. Głównymi beneficjentami powinny być AmRest, EMF i Vistula, zważywszy ich ekspozycję na rosyjski rynek i/lub portfel marek z wyższej półki.
- **Konsensus nie nadaża.** Spodziewamy się podwyższenia konsensusu, zwłaszcza w przypadku EMF, AmRestu i Eurocashu. Wydaje się, że analitycy niedoszacowali korzyści płynące z programów kontroli kosztów, zatem oczekujemy podwyższenia oczekiwań konsensusu w odniesieniu do marż w latach 2010-2011. Nasze prognozy zysków dla sektora detalicznego na 2010 i 2011 rok są wyższe od konsensusu odpowiednio o 7% i 11%.
- **Preferujemy Eurocash.** Na polskim rynku hurtowym spółka jest niekwestionowanym liderem i jej pozycja wydaje się niezagrożona. Oczekujemy, że Eurocash utrzyma wysoką dynamikę wzrostu w stosunku do swoich konkurentów (segment cash&carry i delikatesy Centrum) i zwiększy udział w rynku w nadchodzących latach. Ponadto spółka nie ma zadłużenia i generuje wysoki cash flow, co pozwala na wypłacanie wysokiej dywidendy i na przejęcia.
- **Kupuj AmRest.** Wysoka ekspozycja spółki na segment QSR (szybkiej obsługi) w krajach Europy Środkowo-Wschodniej odporny na wpływ kryzysu daje jej dogodną pozycję w obliczu ożywienia gospodarczego. Dodatkowo, działalność w Czechach osiągnęła już próg rentowności na poziomie EBITDA, a działalność na rynku rosyjskim dobrze rokuje, co w naszej ocenie sugeruje wyższy potencjał wzrostu w porównaniu z bieżącym konsensem. Przy 10,4x C/Z na 2011P AmRest jest notowany z 10% dyskontem do polskich spółek detalicznych, które uważamy za nieuzasadnione.

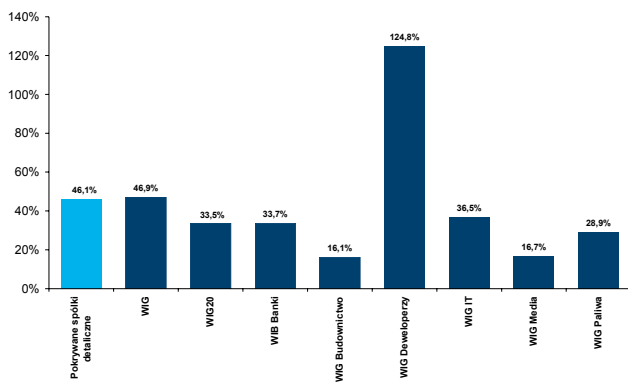
- **Kupuj EMF.** Podwyższyliśmy prognozę zysku netto w 2010 i 2011 roku odpowiednio o 25% i 32%, aby odzwierciedlały poprawę perspektyw działalności w segmencie wyższej półki modowej zarówno w Polsce, jak i krajach dawnego Związku Radzieckiego. Uważamy, że niezagrożona pozycja Empiku i Smyka w Polsce w połączeniu z ekspozycją na branżę modowe i potencjał wzrostu gwarantują EMF premię.
- **Trzymaj Emperię.** Nie zmieniamy prognoz zysków dla spółki na lata 2009-2011. Mimo że nasze prognozy są o 14% powyżej konsensusu, uważamy, że spółka jest wyceniona odpowiednio. W porównaniu z Eurocashem, Emperia ma perspektywy niższej dywidendy i wyższe zadłużenie netto.

Przeważaj polski sektor detaliczny

Zalecany przeważenie polskich spółek detalicznych w stosunku do indeksu WIG. W 2009 roku sektor wzrósł 46%, dając zwrot wyższy o 10% niż indeks WIG20. Oczekujemy, że spółki zależne od popytu konsumpcyjnego skorzystają na poprawie koniunktury, a także na restrukturyzacji i kursach wymiany walut. Chociaż wzrost bezrobocia sugeruje, że na całkowite odbicie popytu trzeba poczekać do 2011 roku, zakładamy w br. pozytywny wpływ kontroli kosztów na zyski. Podwyższyliśmy nasze prognozy zysków dla sektora na 2010 i 2011 rok odpowiednio o 3% i 6%, w efekcie są one wyższe od konsensusu na 2010-2011 rok o 7-11%. Uważamy, że rynek niedoszacował pozytywnego wpływu na marżę kursów wymiany walut i kontroli kosztów.

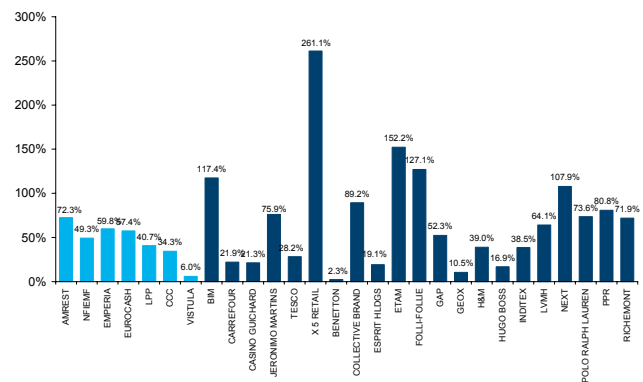
Polski sektor detaliczny jest notowany przy 15,9x C/Z na 201P z premią w stosunku do indeksu WIG (11,1x), ale nadal poniżej swojej historycznej rocznej średniej (17,8x). Wśród spółek sektora detalicznego preferujemy Eurocash (Kupuj, 26% potencjału wzrostu), notowany z 16% premią na 2011P). Uważamy, że duża premia jest uzasadniona wobec polskich konkurentów (13,4x C/Z na 2011P) dzięki wyjątkowemu modelowi biznesowemu spółki i niezagrożonej pozycji rynkowej. Ponadto wysoki cash flow powinien umożliwić wypłatę dywidendy i dalsze przejęcia. Podoba nam się także AmRest (Kupuj, 23% potencjału wzrostu), z ekspozycją na segment QSR w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, odporny na wpływ kryzysu. Oczekujemy wzrostu zysków spółki w związku z wyższym udziałem dojrzałych marek na rynku polskim i czeskim, a także poprawy marż w Rosji. Podoba nam się także EMF (Kupuj, 17% potencjał wzrostu) i Vistula (Kupuj, 58% potencjał wzrostu) z uwagi na ich ekspozycję na produkty z wyższej półki. Podchodzimy neutralnie do Emperii (Trzymaj, 7% potencjału wzrostu), LPP (Trzymaj, 4% potencjału wzrostu) i NG2 (Trzymaj, 1% potencjału spadku).

Sektor detaliczny wobec innych sektorów w 2009 roku



Źródło: Bloomberg

Spółki detaliczne w 2009 roku (EUR)



Źródło: KBC Securities

Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

EBITDA = EBIT + amortyzacja
EPS = zysk netto/ liczba akcji
DPS = dywidenda na akcję
BVPS = wartość księgowa/ liczba akcji
Marża EBITDA = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży
Marża zysku operacyjnego = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży
CFPS = Cash flow/ liczba akcji
Dług netto = zadłużenie odsetkowe – gotówka
ROE = zysk netto/ średni kapitał własny
EV = kapitalizacja rynkowa + Dług netto
P/E = kurs rynkowy/ EPS
P/CF = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)
P/BV = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgowa
P/S = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży
Stopa dywidendy = DPS/ kurs rynkowy *100%

Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metod wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

System rekomendacji

Kupuj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%,
Trzymaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,
Sprzedaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijjska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendacje w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

Rekomendacje wydane dla spółki AmRest w ciągu ostatnich 6 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
AmRest	49.0	39.9	Kupuj	31 marca 2009
AmRest	59.5	53.5	Kupuj	27 maja 2009
AmRest	76.7	81.4	Trzymaj	24 sierpnia 2009
AmRest	82.1	71.3	Kupuj	23 listopada 2009
AmRest	95.0	77.5	Kupuj	08 lutego 2010

Rekomendacje wydane dla spółki EMF w ciągu ostatnich 6 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
EMF	6.23	7.40	Sprzedaj	19 marca 2009
EMF	11.80	15.10	Sprzedaj	24 sierpnia 2009
EMF	16.50	14.10	Kupuj	08 lutego 2010

Rekomendacje wydane dla spółki Emperia w ciągu ostatnich 6 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Emperia	74.5	65.9	Kupuj	29 września 2009
Emperia	90.0	79.5	Kupuj	27 listopada 2009
Emperia	90.0	84.0	Trzymaj	08 lutego 2010

Rekomendacje wydane dla spółki Eurocash w ciągu ostatnich 6 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Eurocash	16.90	14.00	Kupuj	29 listopada 2009
Eurocash	21.0	16.7	Kupuj	08 lutego 2010

Rekomendacje wydane dla spółki LPP w ciągu ostatnich 6 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
LPP	833.0	940.0	Sprzedaj	19 marca 2009
LPP	1,295.0	1,466.0	Sprzedaj	24 sierpnia 2009
LPP	1,810.0	1,553.5	Kupuj	07 września 2009
LPP	1,797.0	1,560.0	Kupuj	16 listopada 2009
LPP	1,855.0	1,782.0	Trzymaj	08 lutego 2010

Rekomendacje wydane dla spółki NG2 w ciągu ostatnich 6 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
NG2	32.09	30.25	Trzymaj	19 marca 2009
NG2	44.2	43.0	Trzymaj	24 sierpnia 2009
NG2	53.90	54.5	Trzymaj	08 lutego 2010

Rekomendacje wydane dla spółki Vistula w ciągu ostatnich 6 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Vistula	0.68	1.04	Sprzedaj	19 marca 2009
Vistula	0.51	1.30	Sprzedaj	11 maja 2009
Vistula	3.20	2.75	Kupuj	24 sierpnia 2009
Vistula	3.40	2.16	Kupuj	08 lutego 2010

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

22 KUPUJ	50%
13 TRZYMAJ	30%
9 SPRZEDAJ	20%

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>micchal.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.bernattek@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>

Makroekonomia

Zsolt Papp +44 20 7614 6667 *zsolt.papp@kbcfp.com*

Departament Sprzedaży Detalicznej

Urszula Kowalska +48 22 581 07 99 *urszula.kowalska@kbcsecurities.pl*

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.

Copyright © 2010 KBC Securities

www.kbcsecurities.com

Brussels
+32 2 417 44 04

London
+44 20 7283 9666

New York
+1 212 845 22 89

Paris
+33 1 53 05 35 55