

# Sektor detaliczny

## (tłumaczenie)

### Rekomendacje

		Kurs (PLN)	Kapitalizacja (mln €)	C/Z (x)		EV/EBITDA (x)		Wycena (PLN)	Potencjał wzrostu
				2010P	2011P	(PLN)	2011P		
AmRest	Kupuj (podtrzymana)	69.0	243.5	23.1	16.6	6.5	5.9	79.5	15.2%
EMF	Trzymaj (obniżona)	17.98	461.4	21.5	15.4	8.7	7.0	18.00	0.1%
Emperia	Kupuj (podwyższona)	77.5	291.4	14.8	12.3	7.9	7.0	90.0	16.1%
Eurocash	Trzymaj (obniżona)	20.8	676.7	21.5	17.4	12.4	9.7	21.5	3.3%
LPP	Sprzedaj (obniżona)	1,791.0	777.9	16.7	13.7	9.0	7.6	1,600.0	-10.7%
NG2	Kupuj (podwyższona)	56.65	541.1	15.0	12.9	11.7	9.4	63.50	12.1%
Vistula	Kupuj (podtrzymana)	2.96	76.1	17.4	9.0	8.6	6.2	3.50	18.3%

Źródło: KBC Securities, Bloomberg

kurs zamknięcia z 10/05/2010

**Pozostawiliśmy w zasadzie bez zmian nasze prognozy zysków dla sektora detalicznego na 2010 rok, natomiast prognozy na 2011 rok obniżyliśmy średnio o 7% ze względu na oczekiwania wzrostu kosztów. Popyt konsumpcyjny powinien, naszym zdaniem, pozostać słaby, dopóki nie nadejdzie oczekiwane ożywienie na przełomie 2011/2012. Notowany przy stosunkowo wysokim wskaźniku C/Z na 2010P (17,4x) sektor detaliczny nadal oferuje, w naszej ocenie, wartość; podobają nam się spółki takie jak Vistula, Emperia, NG2 i AmRest. Obniżyliśmy natomiast rekomendacje dla LPP, Eurocashu i EMF.**

- **Oczekiwane słabe wyniki za I kwartał.** Oczekujemy, że słaby popyt konsumencki odcisnie piętno na wynikach spółek detalicznych, także z branży FMCG w styczniu i lutym br., częściowo pod wpływem niekorzystnej pogody. W marcu sytuacja poprawiła się nieco, jednak oczekujemy, że wyniki za I kwartał będą nienajlepsze. W związku z tym, że I kwartał jest tradycyjnie kiepski, spodziewamy się, że brak ożywienia popytu nie odbije się za mocno na kursach akcji
- **Poprawa popytu na horyzoncie.** W kwietniu br. osłabił się popyt, jednakże oczekujemy zatrzymania tej tendencji i stopniowego jej odwrócenia w dalszej części roku. Pod względem sprzedaży w porównywalnych sklepach oczekujemy w br. poprawy w NG2 większej niż w przypadku spółek FMCG (Emperii i Eurocashu). Z drugiej strony zakładamy, że marki popularne LPP i wysokopółkowe marki modowe EMF pozostaną w tyle.
- **Ożywienie popytu na przełomie 2011/2012.** Prognozujemy na 28% składaną roczną stopę wzrostu zysków sektora w latach 2010-2012 pod wpływem wzrostu popytu. Dynamikę wzrostu sprzedaży w porównywalnych sklepach w br. prognozujemy na 2%, a w latach 2011-2012 na 6% r/r. Oczekujemy wzrostu sprzedaży na 1 mkw. w 2012 ponad poziom sprzed kryzysu. Ponadto zakładamy, że EURO2012 będzie czynnikiem stymulującym popyt konsumencki w Polsce, a AmRest i hurtownicy FMCG będą największymi beneficjentami.
- **Restrukturyzacja w cenie.** Wydajemy rekomendacje Kupuj dla Emperii i Vistuli. Obie te spółki zakończyły restrukturyzację i oczekujemy na jej efekty. Wyniki Vistuli pokazały już poprawę, a Emperia powinna zanotować wzrost marż na działalności detalicznej i hurtowej. Uważamy, że pozytywne wiadomości są już w cenie akcji spółek.
- **Kupuj AmRest.** Prywatną emisję dla amerykańskiego funduszu equity oceniamy jako pogwałcenie zasad ładu korporacyjnego i oczekujemy, że transakcja rozwodni o 15% EPS w latach 2011-2012. Zakładamy, że udział Warburga Pincusa osiągnie 33% w kapitale AmRestu. Jednakże wydaje się, że spółka jest zdeterminowana wzmocnić swoją wiodącą pozycję na rynku restauracji szybkiej obsługi Europie Środkowo-Wschodniej, a jej wycena jest atrakcyjna.

- **Przychody po presją w Eurocashu i LPP.** Obniżamy rekomendację dla Eurocashu do Trzymaj i dla LPP do Sprzedaj. W obu przypadkach oczekujemy spadku przychodów; w przypadku Eurocashu oczekujemy pogorszenia przychodów z działalności dostawczej ze względu na wygaśnięcie kontraktu z PKN i pogorszenia przychodów od niezależnych klientów detalicznych, a w przypadku LPP zakładamy niższy udział przychodów nowych sklepów i umiarkowany wzrost sprzedaży w porównywalnych sklepach, w związku z czym obniżyliśmy nasze prognozy przychodów dla tej spółki o 6-8% na lata 2010-2011.

#### Spółki detaliczne : zmiany

(mln PLN)		Wycena (PLN)	Rekomendacja	Zysk netto		Wycena	Rekomendacja	Zmiana	
				2010P	2011P			Zysk netto 2010P	Zysk netto 2011P
<b>AmRest</b>	Poprzednia	95.0	Kupuj	68.4	105.4	-16.3%	podtrzymana	-27.7%	-21.0%
	Nowa	79.5	Kupuj	49.4	83.2				
<b>EMF</b>	Poprzednia	16.50	Kupuj	91.9	135.9	9.1%	obniżona	-5.7%	-10.5%
	Nowa	18.0	Trzymaj	86.7	121.6				
<b>Emperia</b>	Poprzednia	81.0	Trzymaj	78.8	92.2	11.1%	podwyższona	0.7%	3.3%
	Nowa	90.0	Kupuj	79.4	95.2				
<b>Eurocash</b>	Poprzednia	21.0	Kupuj	135.7	169.2	2.4%	obniżona	-3.4%	-3.4%
	Nowa	21.5	Trzymaj	131.1	163.4				
<b>LPP</b>	Poprzednia	1855.0	Trzymaj	196.4	260.3	-13.7%	obniżona	-4.4%	-11.8%
	Nowa	1,600.0	Sprzedaj	187.8	229.5				
<b>NG2</b>	Poprzednia	53.9	Trzymaj	127.3	167.7	17.8%	podwyższona	14.2%	0.2%
	Nowa	63.5	Kupuj	145.3	168.0				
<b>VST</b>	Poprzednia	3.40	Kupuj	18.9	36.4	3.0%	podtrzymana	0.5%	0.5%
	Nowa	3.50	Kupuj	19.0	36.6				

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 przeznaczony 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 Belgijska 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
AmRest	79.5	69.0	Kupuj	12 maja 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
EMF	18.00	17.98	Trzymaj	12 maja 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
Emperia	81.0	77.0	Trzymaj	4 marca 2010
Emperia	90.0	77.5	Kupuj	12 maja 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
Eurocash	21.5	20.8	Trzymaj	12 maja 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
LPP	1,600.0	1,791.0	Sprzedaj	12 maja 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
NG2	63.50	56.65	Kupuj	12 maja 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
Vistula	3.50	2.96	Kupuj	12 maja 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.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 44 rekomendacje inwestycyjne:

20 KUPUJ	46%
16 TRZYMAJ	36%
8 SPRZEDAJ	18%

# Lista kontaktów

## Analitycy

<b>Dyrektor, Banki</b>	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
<b>Banki</b>	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>
<b>Paliwa, Farmaceutyki</b>	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>
<b>Telekomunikacja, Media,</b>	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
<b>IT</b>	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
<b>Handel Detaliczny</b>	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
<b>Przemysł, Metale</b>	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
<b>Nieruchomości</b>	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>
<b>Koordynator</b>	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>
<b>Tłumacz</b>	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](http://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