



analitik: Michał Krajczewski, CFA

data sporządzenia: 16.05.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln PLN)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. PLN)	P/E	P/BV
<b>77,08</b>	<b>951,3</b>	<b>81,38%</b>	<b>1 230,5</b>	<b>21,0</b>	<b>1,52</b>

Emperia Holding prowadzi działalność w trzech segmentach: handlu detalicznego, jako operator sieci supermarketów Stokrotka, jako deweloper nieruchomości handlowych oraz w segmencie IT oferując rozwiązania dla przedsiębiorstw produkcyjnych i handlowych. EKD (64.20)

Wyniki kwartalne	1Q '17	1Q '16	r/r	1Q '17	1Q '17 - konsensus	różnica
<b>Przychody</b>	<b>600,4</b>	<b>586,7</b>	<b>2,3%</b>	<b>600,4</b>	<b>621,3</b>	<b>-3,4%</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>171,9</b>	<b>161,4</b>	<b>6,5%</b>	<b>171,9</b>	-	-
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	28,6%	27,5%		28,6%		
<b>EBITDA</b>	<b>19,9</b>	<b>21,2</b>	<b>-6,4%</b>	<b>19,9</b>	<b>20,8</b>	<b>-4,4%</b>
<i>marża EBITDA</i>	3,3%	3,6%		3,3%	3,3%	
<b>EBIT</b>	<b>7,4</b>	<b>9,3</b>	<b>-20,3%</b>	<b>7,4</b>	<b>8,5</b>	<b>-12,8%</b>
<i>marża EBIT</i>	1,2%	1,6%		1,2%	1,4%	
<b>Zysk netto</b>	<b>6,4</b>	<b>7,6</b>	<b>-15,4%</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>	<b>-9,6%</b>
<i>marża netto</i>	1,1%	1,3%		1,1%	1,1%	

## Komentarz do wyników

Wyniki Emperii Holding w I kwartale br. okazały się być gorsze od konsensusu o 4,4% na poziomie EBITDA i o 9,6% na poziomie zysku netto. Równocześnie Spółka, przy minimalnym wzroście przychodów (+2,3% r/r), zanotowała 6,4% spadek r/r EBITDA oraz 15,4% spadek zysku netto.

W segmencie detalicznym przychody wyniosły 590,4 mln PLN (+2,7% r/r), co było wartością zbliżoną do tej z miesięcznych raportów (587 mln PLN). Równocześnie powierzchnia sklepów Stokrotka wzrosła o 7,1% r/r. Spółka zanotowała dynamikę sprzedaży lfl na poziomie -2,8% r/r, na co wpływ miał o jeden dzień krótszy luty oraz efekt przesunięcia Wielkanocy. Z wyłączeniem powyższych czynników, lfl wyniósłby -0,3% r/r w 1Q'17. Z uwagi na mniejszą skalę działań promocyjnych, marża brutto na sprzedaży została zwiększona o 1,3 pkt. proc. r/r, a zysk na wspomnianym poziomie wyniósł 169,1 mln PLN (+7,8% r/r). Tempo poprawy EBITDA było wolniejsze (+6,7% r/r do 9,9 mln PLN) z uwagi na wzrost kosztów wynagrodzeń, przy stabilnych kosztach marketingu. Zysk netto segmentu wyniósł 1,0 mln PLN wobec 0,4 mln PLN straty przed rokiem.

W segmencie nieruchomości, Emperia zanotowała 0,7% spadek przychodów r/r do 17,5 mln PLN ze względu na zmniejszenie liczby posiadanych nieruchomości z 91 do 87 obiektów. Zysk EBITDA został jednak poprawiony o 1% r/r do 10,3 mln PLN, gdyż Spółka pozbywała się nieruchomości nie związanych z podstawową działalnością operacyjną. Zysk netto spadł jednak do 5,7 mln PLN z 6,3 mln PLN z uwagi na zwiększone obciążenie podatkowe - spółka Elpro Development, która zarządza nieruchomościami przestała korzystać z tarczy podatkowej.

W segmencie IT, trzeci kwartał z rzędu Emperia notuje spadek przychodów i wyników z uwagi na utratę ważnego klienta. Przychody wyniosły 8,5 mln PLN (-16,5% r/r), a EBITDA to 0,4 mln PLN (-85,2% r/r). Zarząd oczekuje jednak odbicia wyników w kolejnych kwartałach z uwagi na zwiększenie tempa fakturowania na nowych projektach. Większego odchylenia wyników nie obserwowaliśmy w przypadku segmentu Zarządzanie centralne oraz w wyłączeniach konsolidacyjnych.

Słabszy w ujęciu r/r był również cash flow operacyjny, który w 1Q'17 wyniósł -10,9 mln PLN wobec 3,8 mln PLN w 1Q'16. Za powyższe odpowiadał wyższy poziom spłaty zobowiązań, a także nieco gorsza rotacja zapasów w segmencie detalicznym, które na koniec kwartału były sezonowo wyższe przed Wielkanocą.



# Emperia

## Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

**Wyniki Emperii oceniamy lekko negatywnie, głównie z powodu nie sprostaniu rynkowemu konsensusowi.**

Zarząd Spółki spodziewa się utrzymania niewielkich dynamik sprzedaży lfl w 1H'17 z uwagi na wysoką bazę. Narastająco po kwietniu było to -1,1% r/r (-0,3% r/r z wyłączeniem efektu krótszego lutego).

W ubiegłym roku podwyżki płac dokonane były na początku 2Q, przez co wzrost kosztów wynagrodzeń w kolejnych kwartałach 2017 r. ma być już mniej widoczny, Spółka dodatkowo widzi potencjał do optymalizacji tych kosztów (np. ograniczenie rotacji pracowników).

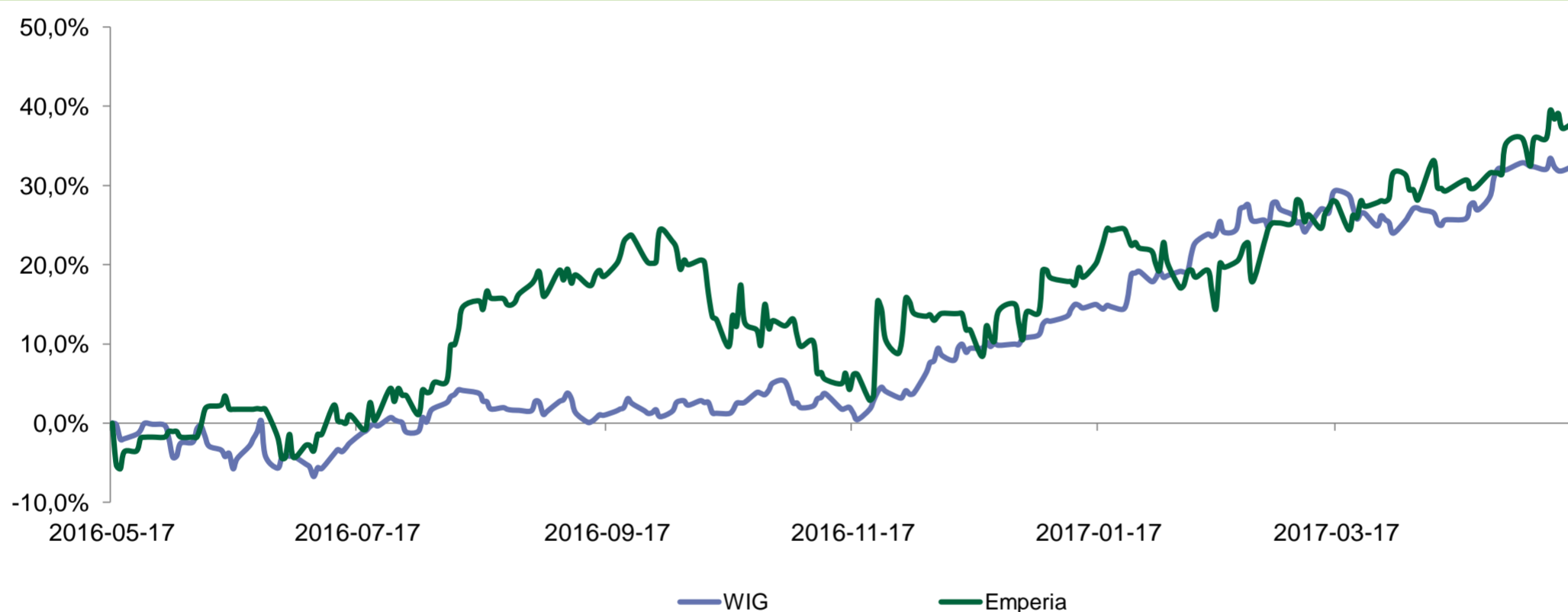
W br. planowana jest rozbudowa centrum logistycznego w Lublinie, a na przełomie 2017 i 2018 r. ma być otwarte nowe centrum na południu Polski, co pozwoli na dalszą optymalizację kosztów logistyki.

W 2Q'17 ma być przeprowadzony test reklamy telewizyjnej (w miejsce radiowej), jednakże koszty marketingu w relacji do przychodów mają być bez zmian r/r.

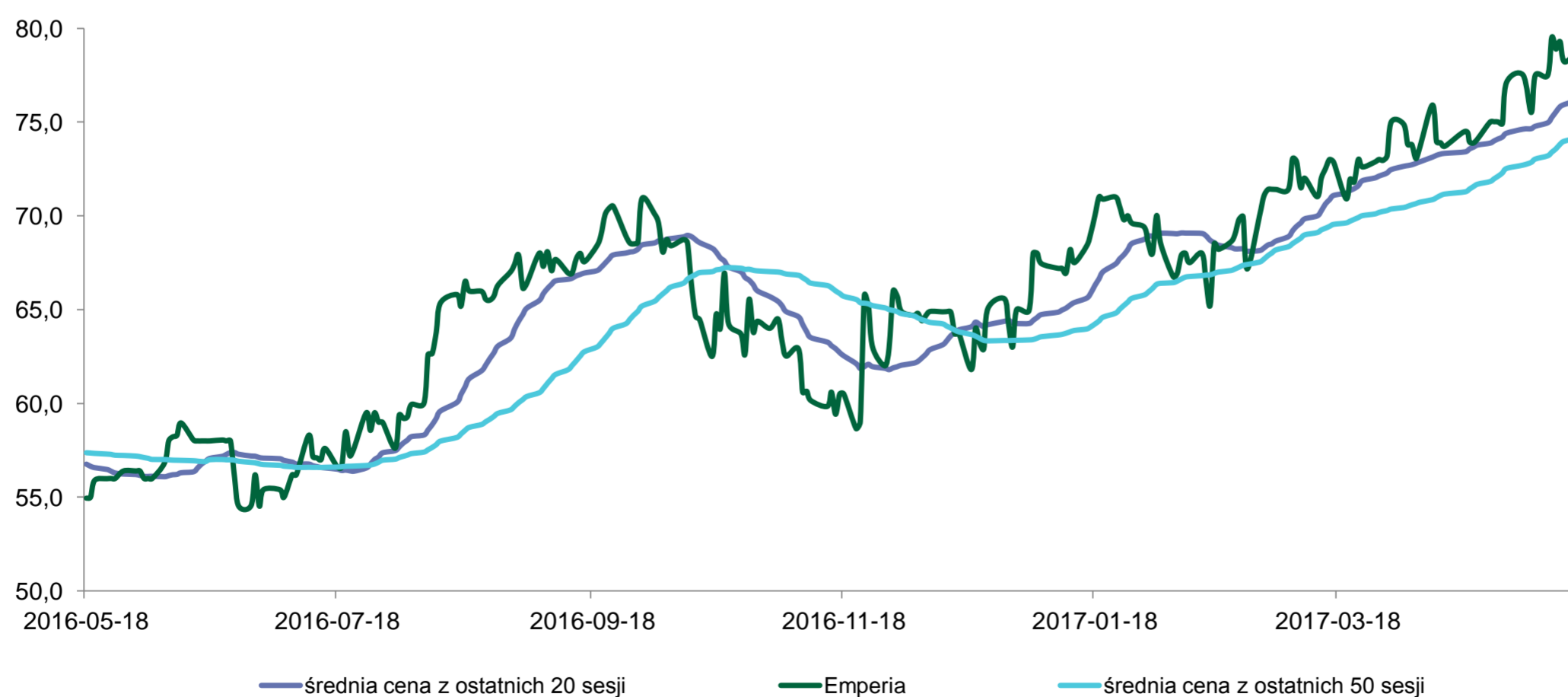
Zarząd podtrzymał cel otwarć supermarketów (+15) i marketów (+40), mniej będzie otwarć franczyzowych względem planu (+35). Spółka zadowolona jest także z otwartego pierwszego sklepu w formacie convenience. W br. w ramach testów ma być otwarte 10 placówek convenience. Zarząd widzi równocześnie dużą szansę na przyspieszenie tempa otwarć w 2018 r., przy większym udziale własnych inwestycji w nieruchomości.

**Podtrzymujemy naszą pozytywną ocenę Spółki z uwagi na umiarkowanie optymistyczne zapowiedzi odnośnie perspektyw kolejnych kwartałów. Na cenę akcji pozytywnie powinny wpływać zapowiedzi pozyskania inwestora, który ma być zainteresowany nabyciem 100% udziałów (potencjalne wezwanie). Przewidywany termin wyboru inwestora to 3Q'17, w pozytywnym scenariuszu zakończenie procesu może mieć miejsce jeszcze w 2017 r.**

## Emperia vs WIG



## Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





**Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego**      telefon      adres email

<b>Michał Krajczewski, CFA</b>	<b>22 507 52 91</b>	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	<a href="mailto:kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl">kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórne**      telefon      adres email

<b>Damian Zemlik</b>	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Paulina Rudolf	22 507 52 73	<a href="mailto:paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl">paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 566 97 04	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego**      telefon      adres email

Marek Jaczewski	22 566 97 23	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
-----------------	--------------	--

**Internetowe serwisy transakcyjne**

**bmBGZ.net**

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

**eIPO.bmBGZ**

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny  
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych  
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów  
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)  
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją  
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej  
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję  
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję  
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji  
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji  
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży  
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości  
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej  
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas 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 BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas 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 Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas 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 Banku BGŻ BNP Paribas 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 jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. 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 Banku BGŻ BNP Paribas 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.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)