

## Textilmarket determinuje wartość grupy

### Aktualna rekomendacja

<b>Cena bieżąca [PLN]</b>	<b>2,22</b>
<b>Cena docelowa [PLN]</b>	<b>6,56</b>
<b>Potencjał</b>	<b>195,6%</b>
<b>Rekomendacja</b>	<b>KUPUJ</b>

### Kalendarium

Raport za 2014	19.03.2015
----------------	------------

### Podstawowe dane

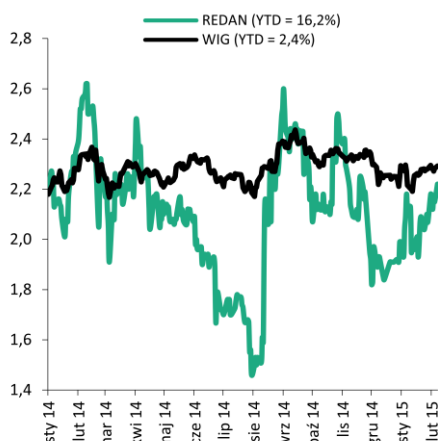
Kapitalizacja [mln PLN]	79,3
Liczba akcji [mln szt.]	35,7
Max/min 52 tyg. [PLN]	2,69 / 1,42
Dzienny obrót [3M, tys PLN]	69,9

### Struktura akcjonariatu [% głosów]

Radosław Wiśniewski	47,1
Piengiaj Wiśniewska	18,5
Pozostali	34,5

### Stopa zwrotu [%]

1M	3M	6M	12M	YTD
4,2	0,5	45,1	-14	16,2



### Profil firmy

Działalność Grupy dzieli się na dwa wyraźnie różniące się segmenty: modowy (Top Secret, Troll i Drywash) i dyskontowy (Textilmarket). Większość przychodów generowana jest na rynku krajowym, jednakże sieć modowa posiada też placówki w Rosji i Ukrainie. W 2015 planowane jest otwarcie kilkudziesięciu placówek zagranicznych sieci Textilmarket, który to jest motorem wyników spółki.

### Analitik

Marcin Stebakow  
[marcin.stebakow@dmbps.pl](mailto:marcin.stebakow@dmbps.pl)  
 tel. (22) 53 95 548

[ mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
<b>Przychody</b>	<b>440,1</b>	<b>468,3</b>	<b>504,8</b>	<b>545,5</b>	<b>602,5</b>	<b>655,9</b>
zmiana r/r	15,7%	6,4%	7,8%	8,1%	10,4%	8,9%
<b>EBITDA</b>	<b>-19,0</b>	<b>12,9</b>	<b>24,0</b>	<b>36,2</b>	<b>43,4</b>	<b>53,7</b>
marża EBITDA	-4,3%	2,8%	4,8%	6,6%	7,2%	8,2%
<b>EBIT</b>	<b>-28,2</b>	<b>4,8</b>	<b>16,2</b>	<b>27,6</b>	<b>34,0</b>	<b>43,3</b>
marża EBIT	-6,4%	1,0%	3,2%	5,1%	5,6%	6,6%
<b>Zysk netto</b>	<b>-27,0</b>	<b>3,4</b>	<b>0,5</b>	<b>11,2</b>	<b>15,4</b>	<b>21,0</b>
marża netto	-6,1%	0,7%	0,1%	2,0%	2,6%	3,2%
P/BV	0,5	1,2	1,1	0,9	0,8	0,8
P/E	-0,8	19,1	141,5	7,1	5,1	3,8
EV/EBITDA	-3,2	6,9	3,6	2,2	1,8	1,4
EV/EBIT	-2,1	18,4	5,4	2,8	2,3	1,7

Źródło: Spółka, P - Prognoza DM BPS

**Oszacowaliśmy wartość Grupy Redan na podstawie dwóch segmentów operacyjnych.** Część dyskontową metodą DCF wyceniliśmy na 221,7 mln PLN, a modową na 33,4 mln PLN, co w łącznym rozrachunku implikuje wartość Grupy Redan na poziomie 257,2 mln PLN tj. 7,2 PLN w przeliczeniu na akcję, która stanowi o znaczącym potencjale inwestycyjnym i skłania nas do wydania zalecenia KUPUJ.

**Zapowiedź zmian.** Od kilkudziesięciu kwartałów dyskontowa sieć Textilmarket (TXM) pozytywnie kontrybuuje do wyników grupy stanowiąc trzon i zapewniając środki na finansowanie deficytowego segmentu modowego, który za sprawą silnej konkurencji i niedopasowaniu oferty do zmieniających się warunków notował coraz to gorsze wyniki. W dodatku spółce ciążyły koszty obsługi zadłużenia oraz ekspozycja na rynki wschodnie, które też stały się katalizatorem wprowadzenia zmian.

**Umowa inwestycyjna.** Dobre wyniki części dyskontowej sprawiły, iż fundusz 21 Concordia nabył mniejszościowy pakiet akcji spółki zależnej Adesso prowadzącej sieć sklepów Textilmarket. Sprzedaż 25,1% akcji za 35 mln PLN wraz z kredytem zaciągniętym przez Adesso (40 mln PLN) posłużyła Grupie Redan do spłaty zadłużenia oraz zapewniła środki na rozwój działalności. Uważamy, iż po zatwierdzeniu rocznego sprawozdania finansowego fundusz skorzysta z opcji zwiększenia swojego zaangażowania przez zakup kolejnych 10,8% akcji Adesso za kwotę 15 mln PLN, co też ujęliśmy w szacunkach. Według wcześniejszych zapowiedzi, Adesso ma zadebiutować na GPW do końca 2015.

**Poprawa w części modowej.** Uważamy, iż zmniejszenie ekspozycji na rynki wschodnie (Rosja i Ukraina) wraz ze zmianami w ofercie w części modowej przyniosą w krótkim okresie pierwsze pozytywne efekty. W naszej ocenie zamykanie nierentownych salonów wraz z rozwojem sieci franczyzowej i kanału e-commerce powinno przełożyć się na rentowność biznesu modowego, dlatego uważamy iż dodatni wynik na poziomie EBIT powinien zostać osiągnięty już w 2015.

W całym 2014 przychody wyniosły 504,8 mln PLN (+7,6% r/r) a marża handlowa będzie zbliżona do ubiegłorocznej (42,2%). Obniżka kosztów wynikająca z zamknięcia nierentownych placówek sprawi, iż **EBIT wyniesie 16,4 mln PLN (+140% r/r) względem 6,7 mln PLN rok wcześniej. Na poziomie netto rozliczenie kosztów finansowych i zysku mniejszości spowoduje, iż zysk ukształtuje się na poziomie 0,5 mln PLN względem 5,2 mln PLN zysku rok wcześniej.**

W 2015 szacujemy, iż dzięki rozwojowi TXM **spółka wypracuje 23,7 mln PLN EBIT (+70,5% r/r) i 11,2 mln PLN zysku netto przypisanego akcjonariuszom dominującym.** W 2016 zwiększenie powierzchni handlowej z 117 tys. mkw do 128,0 tys. mkw przełoży się na 10,5% wzrost przychodów, marża handlowa zbliży się do poziomu 44%, co przy utrzymaniu dyscypliny kosztowej oznaczałoby będzie wzrost rentowności EBIT w okolicach 6,0%. **Tym samym kalkulujemy EBIT w wysokości 34,0 mln PLN z czego 90% stanowił będzie zysk TXM a 10% części modowej.**

Jeśli chodzi o **atrakcyjność pod kątem mnożników** to na lata 2015-16 Redan jest wyceniany ze znacznym dyskontem do innych „mniejszych” detalistów obecnych na GPW. Co prawda niski poziom mnożników wynikający m.in. z uregulowania zobowiązań finansowych i perspektyw spółki należałoby zestawzić z historią, która obok dużej koncentracji akcji w rękach małżeństwa Wiśniewskich i ekspozycją na rynki wschodnie może być czynnikiem zniechęcającym przed inwestycją w akcje Redanu. **Niemniej jednak potencjał inwestycyjny i uregulowanie kwestii zadłużenia sprawia, iż gra jest warta podwyższonego ryzyka.**

## Dom Maklerski Banku BPS SA

ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,  
tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556

[www.dmbps.pl](http://www.dmbps.pl)  
[dm@dmbps.pl](mailto:dm@dmbps.pl)

### Departament Analiz:

**Marcin Stebakow**, MPW – handel, przemysł spożywczy

Dyrektor Departamentu Analiz  
[marcin.stebakow@dmbps.pl](mailto:marcin.stebakow@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 548

**Marta Czajkowska-Baldyga** – banki  
[marta.czajkowska-baldyga@dmbps.pl](mailto:marta.czajkowska-baldyga@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 527

**Tomasz Kania** – usługi finansowe, deweloperzy, producenci maszyn górniczych  
[tomasz.kania@dmbps.pl](mailto:tomasz.kania@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 542

**Marek Straszak**, MPW, DI – budownictwo, materiały budowlane  
[marek.straszak@dmbps.pl](mailto:marek.straszak@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 540

**Marek Olewiecki**, MPW – przemysł tworzyw sztucznych  
[marek.olewiecki@dmbps.pl](mailto:marek.olewiecki@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 566

**Dariusz Świniarski**, MPW  
[dariusz.swiniarski@dmbps.pl](mailto:dariusz.swiniarski@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 528

**Paweł Kosecki**, MPW  
[pawel.kosecki@dmbps.pl](mailto:pawel.kosecki@dmbps.pl)  
tel.: (22) 57 81 472

**Adam Kaczyński**, MPW  
[adam.kaczyński@dmbps.pl](mailto:adam.kaczyński@dmbps.pl)  
tel.: (22) 57 81 475

### Analitycy techniczni:

**Jacek Borawski, Sławomir Rudaś**

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

**Piotr Majka**, MPW  
Wiceprezes Zarządu  
[piotr.majka@dmbps.pl](mailto:piotr.majka@dmbps.pl)  
Tel.: (22) 53 95 520

**Krzysztof Solus**, MPW  
Zastępca Dyrektora Departamentu Sprzedaży Instytucjonalnej  
[krzysztof.solus@dmbps.pl](mailto:krzysztof.solus@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 55

**Bogdan Dzimira**, MPW, Doradca Inwestycyjny  
[bogdan.dzimira@dmbps.pl](mailto:bogdan.dzimira@dmbps.pl)  
Tel.: (22) 53 95 523

**Jan Woźniak**, MPW  
[jan.wozniak@dmbps.pl](mailto:jan.wozniak@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 536

**Artur Kobos**, MPW  
[artur.kobos@dmbps.pl](mailto:artur.kobos@dmbps.pl)  
Tel.: (22) 53 95 511

**Bartosz Szaniawski**  
[bartosz.szaniawski@dmbps.pl](mailto:bartosz.szaniawski@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 525

### Departament Sprzedaży Detalicznej:

**Beata Zbrzezna**, MPW  
Dyrektor Departamentu Sprzedaży Detalicznej  
[beata.zbrzezna@dmbps.pl](mailto:beata.zbrzezna@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 544

**Lech Kucharski**, MPW  
[lech.kucharski@dmbps.pl](mailto:lech.kucharski@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 522

**Anna Pajkert**,  
[anna.pajkert@dmbps.pl](mailto:anna.pajkert@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 078

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### 1. Skróty zastosowane w Rekomendacji, inne niż zamieszczone w treści Rekomendacji

#### DM BPS

Dom Maklerski Banku BPS S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Grzybowska 81, wpisana do rejestru do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000304923, z kapitałem zakładowym w wysokości 6.669.000 złotych w całości opłaconym, posiadająca REGON: 141428071, NIP: 1080005418.

#### Rozporządzenie

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19.10.205 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. nr 206, poz. 1715).

### 2. Wyjaśnienia dotyczące stosowanej w Rekomendacji terminologii fachowej i wskaźników

**Dług netto** – suma kredytów, papierów dłużnych, oprocentowanych pożyczek pomniejszona o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

**EBIT** – zysk z działalności operacyjnej

**EBITDA** – zysk z działalności operacyjnej przed potrąceniem salda na działalności finansowej, opodatkowaniem i amortyzacją

**EV** – (wartość ekonomiczna; EV= MC + dług netto) suma kapitalizacji i długu netto

**Marża EBIT** – (EBIT/Przychody ze sprzedaży) zysk z działalności operacyjnej podzielony przez przychody ze sprzedaży

**Marża EBITDA** – (EBITDA/Przychody ze sprzedaży) EBITDA podzielony przez przychody ze sprzedaży

**ROA** – (zysk netto/aktywa) rentowność aktywów

**ROE** – (zysk netto/kapitał własny) rentowność kapitału własnego

**EBIT/EV** – iloraz zysku z działalności operacyjnej i wartości ekonomicznej (suma kapitalizacji i długu netto)

**P/E** – (Cena/Zysk) kursu akcji podzielony przez roczny zysk netto przypadający na akcję

**P/BV** – (Cena/Wartość Księgową) kurs akcji podzielony przez wartość księgową przypadającą na akcję

**P/CF** – Cena/(zysk netto + amortyzacja)+ kurs akcji podzielony przez sumę przypadającego na akcję zysku netto i amortyzacji

**Stopa dywidendy** – (DY) dywidenda na akcję podzielona przez kurs akcji

**Wskaźnik wypłaty dywidendy** – (D/E) dywidenda przypadająca na akcję podzielona przez zysk na akcję

**Wskaźnik pokrycia dywidendy** – (E/D) zysk na akcję podzielony przez dywidendę na akcję

### 3. Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych

- „**kupuj**” oznacza prognozowanie wzrostu o co najmniej 10%
- „**trzymaj**” oznacza prognozowanie wzrostu bądź spadku do 10%
- „**sprzedaj**” oznacza prognozowanie spadku ponad 10%

### 4. Podmiot odpowiedzialny za sporządzenie Rekomendacji i osoba ją sporządzająca

Podmiotem odpowiedzialnym za sporządzenie niniejszej rekomendacji, zwanej dalej „Rekomendacją”, będącej rekomendacją w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), jest Dom Maklerski Banku BPS SA z siedzibą w Warszawie, ul. Grzybowska 81, która jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie. Sporządzającym Rekomendację, zwanym dalej jako Analityk jest Marcin Stebakow, posiadający tytuł Maklera Papierów Wartościowych.

### 5. Termin obowiązywania Rekomendacji i data pierwszej publikacji

Rekomendacja została sporządzona i została przekazana do dystrybucji w dniu 18.02.2015 i jest kierowana do klientów oraz potencjalnych klientów DM BPS. Rekomendacja jest ważna w okresie 9-12 miesięcy od daty sporządzenia, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Planowane jest dokonywanie aktualizacji Rekomendacji raz na 6 miesięcy.

### 6. Historia Rekomendacji

DM BPS w okresie ostatnich 12 miesięcy nie sporządzał rekomendacji odnośnie instrumentów finansowych lub emitenta objętych niniejszą Rekomendacją.

### 7. Metody wyceny zastosowane w Rekomendacji

Przy sporządzaniu Rekomendacji oparto się o następujące metody wyceny: (i) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i (ii) porównawczą.

**Wycena metodą DCF** (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) polega na dyskontowaniu prognozowanych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. DCF uznawany jest za metodologicznie jedną z najlepszych metod wyceny. Wadą metody jest duża czasochłonność oraz wrażliwość na zmiany parametrów.

**Wycena metodą porównawczą** bazuje na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki z odpowiednimi mnożnikami innych porównywalnych spółek. Zaletami wyceny mnożnikowej jest niska czasochłonność oraz opieranie się na prawie jednej ceny. Wadą jest zmniejszenie znaczenia czynników specyficznych dla wycenianej spółki.

### 8. Źródła informacji

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności i rzetelności przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności na podstawie ogólnodostępnych informacji. Ponadto oparto się o informacje pochodzące od emitenta instrumentów finansowych objętych Rekomendacją, zawarte w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Ani DM BPS ani Analityk nie gwarantują kompletności i dokładności danych źródłowych, w szczególności w przypadku gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu Rekomendacji okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Rekomendacja przed jej dystrybucją została przekazana emitentowi instrumentów finansowych objętych Rekomendacją w celu potwierdzenia poprawności i sformułowanych wniosków. Emitent nie wywierał wpływu na ostateczną formę Rekomendacji.

### 9. Powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywizm Rekomendacji

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie Rekomendacji DM BPS nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych objętych Rekomendacją. DM BPS nie dokonuje ani nie dokonywał nabywania lub zbywania instrumentów finansowych objętych Rekomendacją na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną lub usługową. Według najlepszej wiedzy DM BPS emitent/emitenci instrumentów finansowych objętych Rekomendacją nie posiadają akcji/udziałów DM BPS lub podmiotów z nim powiązanych. Zgodnie z wiedzą DM BPS ani pomiędzy DM BPS ani Analitykiem lub jego osobami bliskimi, a emitentem nie występują jakiegokolwiek powiązania, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia.

Wynagrodzenie osób uczestniczących w sporządzaniu Rekomendacji, w tym Analityka, nie jest zależne od wyników finansowych transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej DM BPS dotyczących instrumentów finansowych, których dotyczy Rekomendacja. Ponadto, ani DM BPS ani Analityk nie otrzymał od emitenta jakiegokolwiek świadczenia pieniężnego lub niepieniężnego z tytułu sporządzenia Rekomendacji lub związanego z nią.

W okresie 12 miesięcy przed sporządzeniem Rekomendacji, DM BPS nie świadczył usług na rzecz emitenta/emitentów, których dotyczy Rekomendacja, ani nie otrzymał wynagrodzenia lub obietnicy wynagrodzenia od takich podmiotów. Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności DM BPS złożył emitentowi lub innym podmiotom wymienionym w Rekomendacji, ofertę świadczenia usług z zakresu, i że w wyniku złożenia takiej oferty, może dojść do zawarcia umów z emitentem lub takimi podmiotami.

Na dzień sporządzenia Rekomendacji, DM BPS nie posiada akcji emitenta instrumentów finansowych, będących przedmiotem rekomendacji. Ponadto DM BPS nie pełni funkcji animatora rynku lub animatora emitenta instrumentów finansowych, których dotyczy Rekomendacja. Na dzień sporządzenia Rekomendacji, Analityk nie posiada akcji emitenta instrumentów finansowych, będących przedmiotem rekomendacji. Według najlepszej wiedzy DM BPS podmioty z nimi powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych, objętych Rekomendacją, w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Rekomendacja nie stanowi jakiegokolwiek gwarancji, że strategia, prognoza czy projekcja cenowa w niej zawarte są odpowiednie dla konkretnego inwestora i że spełnią się one w przyszłości. Korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż sformułowane czynniki ryzyka. Ani DM BPS ani Analityk nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie Rekomendacji ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie Rekomendacji, lub jej części, oraz zwrócenie w niej zaleceń, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody DM BPS jest zabronione.