20 marca 2012

Komentarz specjalny

BRE DOM INWESTYCYJNY

Handel

Polska

Grupa Solar

Czas na zakupy!

Solar jest jedną z wiodących marek modowych na polskim rynku z półki wyższej skierowaną do kobiet. W porównaniu do notowanych spółek z branży Solar wyróżnia się: (i) znacznie wyższą rentownością (średnio za lata 2008-2010 22% marży EBIT i 18% marży netto); (ii) wysokim poziomem operacyjnych przepływów pieniężnych (0,43x EBITDA) oraz (iii) gotówką netto na bilansie. Dobrze rozwinięta sieć sprzedaży w kraju obejmuje m.in. 72 salony własne w najważniejszych lokalizacjach. W oparciu o sklepy franczyzowe i partnerskie, które nie wymagają angażowania istotnych nakładów finansowych, Grupa planuje w kolejnych latach dalszą ekspansję w kraju, ale także zagranicą. Wymagający niskich nakładów inwestycyjnych model biznesowy w połączeniu z bardzo wysoką rentownością i dodatnimi przepływami pieniężnymi pozwoli na realizację stabilnej polityki dywidendowej. W przypadku spowolnienia gospodarczego lojalna grupa bardziej zamożnych klientów w połączeniu z dobrze postrzeganą marką i wysokiej jakości produktem sprawiają, że wyniki spółki są mniej podatne na dekoniunkturę niż u detalistów masowych.

Silna marka i wysoka jakość

Solar jest marką bardzo dobrze postrzeganą, która kojarzy się z dobrym jakościowo produktem i jest pozycjonowana w wyższym przedziale cenowym. Oznacza to wyższą rentowność i mniejszą wrażliwość wyników na zmiany koniunktury w porównaniu do spółek z ofertą skierowaną dla klienta masowego. Solar będzie też pierwszą spółką odzieżową notowaną na GPW, która rzeczywiście osiąga dobre wyniki w segmencie premium.

Lider w rentowności na rynku polskim

Okres 2008-2010 był dla detalistów w Polsce bardzo trudny ze względu na spowolnienie w konsumpcji, zmienność kursów walut (2009) i zdarzenia jednorazowe (2010). Mimo to, w tym czasie, wyniki Solar charakteryzowały się bardzo wysoką rentownością: spółka osiągała marżę brutto na poziomie wyższym od liderów rynku notowanych na GPW (LPP, NG2) i na poziomie zbliżonym do światowych potentatów (Inditex, H&M). Relatywnie niskie koszty SGA do sprzedaży powodują, że Solar może pochwalić się najwyższą rentownością EBIT spośród wymienionych firm.

Rozwój poprzez franczyzę i możliwa dywidenda

Solar ma rozwiniętą sieć sprzedaży salonów własnych na rynku polskim, co w połączeniu z wysoką rentownością będzie skutkowało generowaniem wyższych przepływów pieniężnych w kolejnych latach. Strategia spółki zakłada ekspansję na rynki zagraniczne (przede wszystkim rosyjski i niemiecki). Plany dotyczą przede wszystkim rozwoju sieci franczyzowej (+15 w 2012-2013) i sklepów partnerskich (+15) w kraju i zagranicą, co nie wiąże się z nakładami inwestycyjnymi, a jedynie nakładami na kapitał obrotowy. Niskie zapotrzebowanie na kapitał w połączeniu z lepszymi przepływami z działalności operacyjnej przełożą się na stabilną politykę dywidendową.

Struktura akcjonariatu przed ofertą*

Stanisław Bogacki	25%
Maria Pyzio	25%
Paweł Nowak	50%

** bezpośrednio i pośrednio*

Prezentacja sektora

Sektor detaliczny odzieży i obuwia przechodził w ostatnich trzech latach okres spowolnienia. Spodziewamy się odbicia w sektorze w najbliższym czasie, bardziej w efekcie niskiej bazy lat poprzednich niż w wyniku ogólnej poprawy koniunktury w handlu.

Profil spółki

Solar projektuje i sprzedaje autorskie kolekcje odzieży damskiej oraz dodatków odzieżowych pod marką Solar. Produkcja odzieży marki Solar odbywa się w firmach zewnętrznych w Polsce oraz na Dalekim Wschodzie. Spółka operuje przez 72 salony własne, 15 sklepów franczyzowych i 147 sklepy partnerskie w kraju i zagranicą.

(mln PLN)	2009	2010	2011*	2012*
Przychody	198,65	183,02	190,91	201,03
EBIT	30,5	42,3	-	-
marża EBIT	*15,37%*	*23,13%*	-	-
EBITDA	34,4	46,9	70,8	76,6
Zysk netto	22,9	32,4	52,4	57,9

** szacunki i prognozy Solar*

Gabriela Borowska
(48 22) 697 47 36
Gabriela.borowska@dibre.com.pl
www.dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania, oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania.

Podsumowanie

Silna rozpoznawalna marka i rozwinięta sieć sprzedaży

Solar to jedna z wiodących na polskim rynku marek modowych skierowanych do kobiet. Grupa projektuje i sprzedaje autorskie kolekcje odzieży damskiej oraz dodatków i akcesoriów pod marką Solar. Spółka w przeciwieństwie do np. znanych z GPW detalistów LPP i NG2 kieruje swoją ofertę do zasobniejszych klientek (kobiet aktywnych zawodowo, w wieku 25-50 lat, kupujących towary dobrej jakości z wyższej półki cenowej). Sieć sprzedaży obejmuje salony własne (72 salony) oraz 15 sklepów franczyzowych (nadzorowaną przez Spółkę zależną – Solar Franczyza) i 147 sklepów partnerskich (nadzorowaną przez Spółkę zależną – Solar Dystrybucja). Sklepy własne zlokalizowane są w centrach handlowych o atrakcyjnych lokalizacjach we wszystkich głównych miastach w kraju, natomiast sieć salonów franczyzowych i partnerskich pokrywa swoim zasięgiem mniejsze miejscowości w kraju oraz kilkadziesiąt miast zagranicznych (m.in. w takich krajach jak: Niemcy, Rosja, Ukraina, Belgia, Wielka Brytania, Słowacja, Litwa itd.). Potwierdzeniem wysokiej efektywności modelu biznesowego oraz rozpoznawalności marki są wyniki finansowe uzyskiwane przez Solar. Grupa generuje wysoką rentowność na poziomie średnio za lata 2008-2010 22% EBIT i 18% zysku netto oraz dodatnie przepływy pieniężne, około 0,43x EBITDA. Z w/w powodów Spółka Solar powinna być traktowana jako dojrzały biznes generujący wysokie i stabilne wyniki oraz przepływy pieniężne.

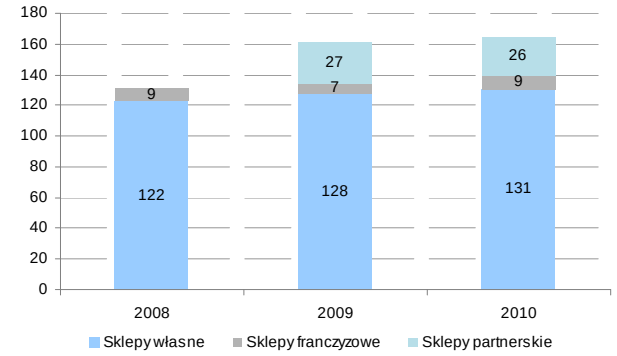
Dojrzały bilans, brak długu i dobry poziom przepływów operacyjnych

Solar generuje dodatnie przepływy pieniężne na poziomie średnio około 0,43x EBITDA za lata 2008-2010. Spółka wynegocjowała niższe koszty zakupu w zamian za częściowe kredytowanie dostawców. Wymagający ograniczonych nakładów inwestycyjnych model biznesowy skupiony w kolejnych latach na rozwoju głównie sieci franczyzowej i sieci sklepów partnerskich nie będzie pochłaniał istotnych wydatków inwestycyjnych. Spółka posiada też relatywnie mały majątek dlatego nakłady odtworzeniowe będą dotyczyły głównie posiadanej sieci salonów własnych. Zapotrzebowanie na gotówkę będzie więc wynikało przede wszystkim z finansowania kapitału obrotowego.

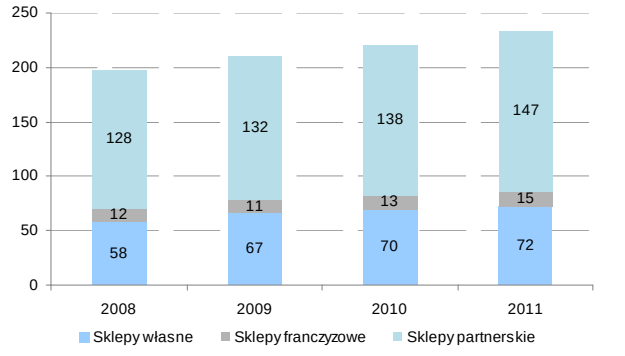
Dalszy rozwój skoncentrowany na sieci franczyzowej poza granicami kraju

Rozwój Spółki w kolejnych latach skupi się jednak głównie na sieci franczyzowej i partnerskiej poza granicami kraju, przede wszystkim na rynku rosyjskim i niemieckim. Takie podejście jest bezpieczniejsze dla wyników finansowych, a niższa rentowność brutto na sprzedaży (która i tak jest zdecydowanie powyżej średniej w branży) jest rekompensowana przez brak nakładów finansowych. Spółka nie będzie również ponosiła ryzyka działalności na zagranicznym rynku, ponieważ sklepy są prowadzone przez lokalnych przedsiębiorców. W przyszłości Solar nie wyklucza też przejmowania sklepów franczyzowych i ich zamiany na placówki własne.

Sprzedaż w salonach własnych, sieci franczyzowej i partnerskiej (mln PLN)



Podział sklepów na sieci dystrybucji (liczba sklepów)



Źródło: Solar, DI BRE

Bardzo wysoka rentowność w relacji do spółek z GPW…

Solar w porównaniu do spółek z branży handlowej notowanych na GPW cechuje się wyższą rentownością na każdym poziomie rachunku wyników. Porównując Spółkę do średnich dla branży (średnia ze spółek osiągających dodatnie wyniki) Solar ma najwyższą spośród nich marżę brutto na sprzedaży i wyniku operacyjnego, odpowiednio o 6p.p. i 16p.p. wyższą od spółek handlowych z GPW[1]. Porównując Solar do liderów polskiego rynku (LPP i NG2), to rentowność za lata 2008-2010 na poziomie brutto na sprzedaży i operacyjnym była w Solar lepsza odpowiednio o 5p.p. i 10p.p.

[1] *Patrz „Porównanie do branży”*

Średnia rentowność Solar vs. spółki z GPW

Średnia 2008-2011	Solar	LPP	NG2	EMF
Marża brutto na sprzedaży	62,8%	56,0%	54,1%	42,7%
Marża EBIT	25,4%	11,4%	14,1%	3,8%
Marża zysku netto	20,0%	8,2%	11,4%	3,3%

Źródło: DI BRE, Bloomberg, Sprawozdania spółek, szacunki wyników

… a także w relacji do światowych liderów branży

Solar osiąga rentowność operacyjną wyższą również w relacji do zagranicznych marek luksusowych i na poziomie zbliżonym do liderów rynku odzieżowego takich jak: Inditex i H&M. W porównaniu do spółek z branży luksusowej Solar osiąga rentowność brutto o -2p.p. poniżej liderów, jednak dzięki lepszej relacji kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu do sprzedaży rentowność EBIT jest już w Spółce o 10p.p. lepsza. Światowi liderzy (Inditex, H&M) mają marżę brutto zbliżoną do Solar, ale już procentową marżę EBIT Spółka ma lepszą o 3p.p.

Średnia rentowność Solar vs. liderzy zagraniczni

Średnia 2008-2011	Solar	Inditex	H&M
Marża brutto na sprzedaży	62,8%	57,5%	61,6%
Marża EBIT	25,4%	16,7%	21,3%
Marża zysku netto	20,0%	12,7%	16,3%

Źródło: DI BRE, Bloomberg, Sprawozdania spółek

Bardzo dobre wyniki w okresie ostatniego spowolnienia w handlu

Z historycznych danych finansowych Grupy Solar znamy okres 2008-2010, który był dla spółek handlowych wyjątkowo trudny, ze względu na początki spowolnienia w gospodarce w 2008 (ujemne dynamiki sprzedaży), dużą zmienność EUR i USD w 2009 i jednorazowe czynniki negatywnie wpływające na sprzedaż w 2010 (żałoba narodowa, powodzie). Mimo to, Grupa Solar osiągnęła w tym okresie bardzo dobre wyniki. Spowolnienie w handlu dotknęło sprzedaż w salonach własnych Solar, natomiast przeprowadzone w tym czasie przejęcia w ramach podmiotów pod wspólną kontrolą (Solar Franczyza, Solar Dystrybucja) skutkowały dodatnimi dynamikami sprzedaży na poziomie Grupy. Rentowność podobnie jak u wszystkich detalistów z branży była w 2009 niższa, jednak w całym tym okresie Spółka dalej utrzymywała ponadprzeciętne poziomy marży (średnio 23% skorygowanej marży na sprzedaży). Spółka przeszła okres spowolnienia z wynikami zdecydowanie powyżej branży. Pomogło w tym dobre postrzeganie marki oraz stabilna i lojalna grupa klientów, która na poziomie cenowym półki wyższej nie jest tak zmienna jak w markach tańszych i masowych (LPP, NG2).

Kompetentny Zarząd

Wyniki osiągane przez Grupę Solar potwierdzają, iż przyjęta przez Zarząd (w którego skład wchodzą właściciele i jednocześnie założyciele Spółki) strategia rozwoju pozwoliła stworzyć z sukcesem markę salonów o zasięgu krajowym, rozwijającą się na rynkach zagranicznych, generującą bardzo dobrą rentowność i satysfakcjonujący poziom przepływów pieniężnych.

Profil spółki

Solar to jedna z wiodących na polskim rynku marek modowych skierowanych do kobiet. Spółka projektuje, zarządza produkcją i sprzedaje autorskie kolekcje odzieży damskiej oraz dodatków odzieżowych pod marką Solar, zarówno w salonach własnych jak i sieci sklepów franczyzowych i partnerskich w kraju i zagranicą. Kolekcje tworzone są z myślą o kobietach aktywnych zawodowo, dbających o swój wygląd, ceniących elegancję. Spółka doświadczenie na rynku odzieżowym zdobywa od 1989. Produkty marki utożsamiane są przez klientów z wysoką jakością, własnym, wyrazistym stylem i ciekawą interpretacją aktualnych trendów modowych. Rocznie przygotowywane są trzy główne kolekcje obejmujące sezony: wiosna-lato, jesień-zima oraz karnawał. Produkcja odzieży marki Solar odbywa się w firmach zewnętrznych w Polsce oraz na Dalekim Wschodzie.

Grupa Solar prowadzi sprzedaż towarów przez sieć:

- salonów własnych (obecnie jest 72 salonów własnych, w tym 8 outletów),
- sklepów franczyzowych (15 sklepów, w tym 8 w Polsce, 7 za granicą),
- sklepów partnerskich (Spółka współpracuje ze 147 sklepami, 116 w Polsce, 31 za granicą).

Rynki zagraniczne, gdzie w sklepach partnerskich lub franczyzowych sprzedawane są towary Spółki, to m.in. Niemcy, Belgia, Wielka Brytania, Rosja, Ukraina oraz Słowacja, Litwa i Białoruś. W 2010 eksport stanowił 1,4% sprzedaży ogółem. Na koniec 2010 łączne zatrudnienie wyniosło 777 osób. W 2010 sprzedaż obejmowała prawie 1 mln sztuk odzieży oraz 0,4 mln sztuk dodatków i akcesoriów.

Struktura Grupy i istotne spółki współpracujące

Solar Company S.A. („*Solar*") ma 100% udziałów w kapitałach i 100% udziałów w głosach w PHU Solar, Solar Dystrybucja i Solar Franczyza.

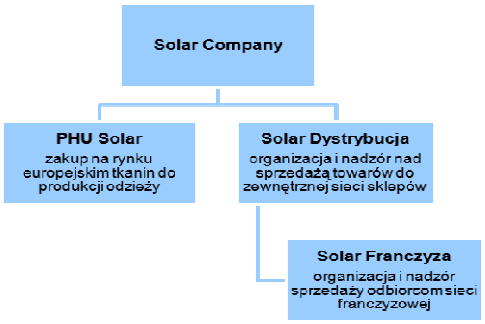
- PHU Solar zajmuje się kupowaniem na rynku europejskim tkanin do produkcji odzieży realizowanej w Polsce,

- Solar Dystrybucja zajmuje się sprzedażą odzieży i akcesoriów do sklepów partnerskich w kraju i za granicą,

- Solar Franczyza to sprzedaż do sklepów franczyzowych w kraju i za granicą.

Około 20% kolekcji Spółki produkowane jest w Polsce, natomiast pozostałe 80% na Dalekim Wschodzie, głównie w Chinach. Na wyłączne zlecenie Grupy Solar organizacją produkcji, czyli zamawianiem towaru, logistyką i przechowywaniem towarów produkowanych na Dalekim Wschodzie zajmuje się nie powiązana z Solar firma APH Grutex. Firma ta działa wyłącznie na zlecenie Solar i jest wyłącznym dostawcą towarów importowanych z Dalekiego Wschodu do Grupy. Fakt, że model biznesowy jest skonstruowany w ten sposób sprawia, że przy porównaniu Grupy Solar z konkurencją należy zwrócić uwagę na elementy wyników finansowych (zapasy, należności), na które taki model ma wpływ (opisujemy to w rozdziale „Porównanie do branży" oraz „Czynniki ryzyka").

Struktura organizacyjna Grupy SOLAR



Źródło: Solar, DI BRE

Tkaniny niezbędne do produkcji realizowanej w Polsce nabywane są przez PHU Solar (Spółkę zależną Solar Company), a następnie odsprzedawane producentom w celu realizacji produkcji.

Tkaniny na potrzeby produkcji realizowanej na Dalekim Wschodzie nabywane są przez samych producentów na podstawie specyfikacji Spółki. Na potrzeby Solar pracuje stała, szeroka grupa producentów, obejmująca obecnie 16 podmiotów krajowych oraz 26 firm na Dalekim Wschodzie.

Gotowa odzież i dodatki dostarczane są od producentów do firmy APH Grutex, a następnie sprzedawane poszczególnym spółkom Grupy w celu dystrybucji ich za pośrednictwem sieci sklepów własnych, sklepów franczyzowych oraz sklepów partnerskich.

Zasadą jest, że dana kolekcja sprzedawana jest w sklepach przez okres jednego sezonu. Następnie końcówki kolekcji oferowane są w tym samym sezonie na wyprzedażach, a w kolejnym sezonie ewentualnie w sklepach outletowych marki Solar. Cykl sprzedaży outletowej trwa maksymalnie dwa lata.

Rola APH Grutex w modelu biznesowym i działalności operacyjnej Grupy Solar

Grupa Solar ma nietypową dla branży strukturę modelu biznesowego, gdzie proces zamawiania i magazynowania towarów jest wyłączony do spółki spoza Grupy: APH Grutex. APH Grutex pełni dla Grupy Solar rolę podmiotu importowo-logistycznego. Spółki z Grupy składają zamówienia na kolekcje w APH Grutex. Płatności za towary przed kolejnymi sezonami są dokonywane w formie przedpłaty. APH Grutex składa zamówienia u dostawców (zaakceptowanych przez Solar) na cały towar, zarówno odzież, jak i wszystkie dodatki oraz materiały reklamowe. Po dotarciu towaru do magazynów APH Grutex spółki odbierają kolejne jego partie i sprzedają w sklepach własnych, do odbiorców sklepów franczyzowych i partnerskich.

Wg zarządu spółki główne zalety takiego modelu biznesowego, to: (i) bezpieczeństwo pod względem niezakłóconych i terminowych dostaw towarów, (ii) oraz brak konieczności sporządzania dokumentacji cen transferowych wewnątrz Grupy z uwagi na to, że one nie występują – wszystkie spółki Grupy kupują od podmiotu niepowiązanego. Inne spółki z branży nie posiadają takiej struktury i dlatego ich struktura kapitału obrotowego różni się od danych raportowanych przez Solar (o tym piszemy w rozdziale „Porównanie do branży").

Dodatkowymi zaletami takiej struktury wg zarządu Solar są: (i) nieposiadanie stanów magazynowych, (i) nie prowadzenie gospodarki magazynowej (iii) możliwość swobodnego dobierania poszczególnych modeli towaru, który aktualnie skończył się w sklepach. Naszym zdaniem zaletą jest, że Spółka nie ma dużych stanów magazynowych (na bilansie uwzględniany jest tylko zapas będący w sklepach sieci własnej), jednak pozostałe zapasy wykazywane są w formie należności, stąd też wpływa to jedynie na przesunięcia w strukturze pozycji w kapitale obrotowym (neutralny wpływ na kapitał obrotowy, jako wskaźnik całościowy).

Strategia 2012-2013

Głównymi strategicznymi celami rozwoju na lata 2012-2013 są: (i) kontynuacja rozwoju w oparciu o markę Solar, (ii) dalszy rozwój sieci sprzedaży na rynku krajowym, (iii) ekspansja na rynki zagraniczne oraz (iv) dalsze zwiększanie efektywności prowadzonej działalności operacyjnej.

Grupa Solar od początku istnienia realizuje strategię rozwoju opartą o koncentrację na jednej marce. W ramach jej doskonalenia Spółka podejmuje i zamierza podejmować m.in. działania ukierunkowane na: dalszy wzrost homogeniczności i wysokiej jakości marki, rozwój jakościowy sieci sklepów (większa powierzchnia pozwalająca na lepszą ekspozycję kolekcji, wyższą jakość obsługi, szeroki asortyment magazynowy w sklepach) i dalszą poprawę jakości sklepów sieci zewnętrznej (partnerskich i franczyzowych).

Spółka zamierza kontynuować rozwój sieci na rynku polskim, w miarę dostępności atrakcyjnych lokalizacji i nowoczesnych powierzchni handlowych. W szczególności Grupa Solar zainteresowana jest rozwojem sieci sprzedaży w miastach średniej wielkości poprzez sklepy franczyzowe i partnerskie. W 4Q 2011 został otwarty sklep internetowy, co jest jednym z elementów tendencji rozwoju rynku odzieżowego.

W planach zarządu jest otwarcie 8 sklepów franczyzowych za granicą w 2012 roku, w tym 3 sklepy w Rosji oraz 2 sklepy w Niemczech. W kolejnym roku zamierza otworzyć za granicą 15 sklepów franczyzowych, w tym 7 sklepów w Rosji oraz 4 sklepy w Niemczech. Ponadto Spółka rozważa otwarcie dwóch sklepów własnych w Rosji na przełomie lat 2013 i 2014.

Grupa zamierza aktywnie rozszerzać działalność na rynkach zagranicznych poprzez rozwój sieci sklepów franczyzowych oraz partnerskich. Wiąże się to z mniejszym ryzykiem działalności na zagranicznych rynkach i niższymi nakładami kapitałowymi na rozwój, niż

byłoby to w przypadku sieci własnej, ale również taka polityka generuje niższe marże brutto na sprzedaży. W pierwszej kolejności planowana jest ekspansja na rynki: niemiecki i rosyjski, poprzez zwiększenie liczby sklepów partnerskich i franczyzowych, w tym przekształcenie dobrze prosperujących sklepów partnerskich w sklepy franczyzowe. Zwiększenie rozpoznawalności marki Solar na rynkach zagranicznych ma się odbywać, m.in. poprzez organizację wspólnych akcji reklamowych, zwiększenie sprzedaży na rynkach zagranicznych, na których Solar jest już obecny. W dalszej perspektywie Grupa Solar planuje również wprowadzenie marki na kolejne rynki europejskie oraz do krajów arabskich.

Wyniki finansowe

Sprzedaż

Solar osiąga przychody ze sprzedaży w salonach własnych Spółki (71% przychodów za 2010), sklepach franczyzowych (5% sprzedaży w 2010) i sklepach partnerskich (14%). Przed nabyciem udziałów Solar Dystrybucja sprzedaż kolekcji do większości sklepów partnerskich prowadzona była przez Solar Dystrybucja jako podmiot zewnętrzny, natomiast sprzedaż kolekcji do sklepów franczyzowych przed nabyciem Solar Franczyza prowadzona była przez poprzednika prawnego Spółki Solar Dystrybucja. Niewielka część sprzedaży pochodzi ze sprzedaży usług i dotyczy podnajmu powierzchni magazynowej firmie importowo-logistycznej APH Grutex (odpowiedzialnej za zamawianie i magazynowanie kolekcji) oraz opłat pobieranych od sklepów franczyzowych.

Przychody ze sprzedaży

	2008*	2009	2010	2008	2009	2010	2009/2008	2010/2009
	(mln PLN)			(udział %)			(dynamika %)	
Salony Własne	122,5	127,8	130,7	75%	64%	71%	4%	2%
Sklepy Franczyzowe	8,6	6,8	8,8	5%	3%	5%	-20%	28%
Sklepy Partnerskie	23,3	26,5	25,7	14%	13%	14%	-	-3%
Pozostała Sprzedaż	7,5	37,1	17,6	5%	19%	10%	-	-
Usługi	0,9	0,6	0,8	1%	0%	0%	-40%	38%
Razem	**162,8**	**198,8**	**183,6**	**100%**	**100%**	**100%**	**22%**	**-8%**

*Źródło: Solar, DI BRE, *dane za 2008 zawierają dla porównania sprzedaż do sklepów partnerskich, która nie była wtedy konsolidowana*

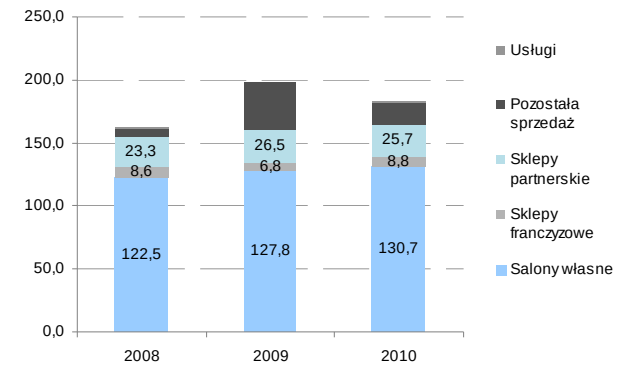
Sieć sprzedaży

(Liczba sklepów na koniec roku)	2008	2009	2010	2011
Salony własne	58	67	70	72
Sklepy franczyzowe	12	11	13	15
Sklepy partnerskie	128	132	138	147

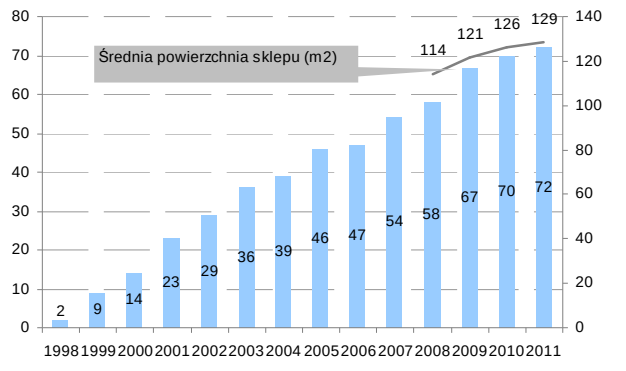
Źródło: Solar, DI BRE

W 2009 po nabyciu udziałów w Solar Dystrybucja Spółka zrealizowała jednorazową transakcję, związaną z restrukturyzacją łańcucha dostaw, która polegała na sprzedaży końcówek kolekcji z poprzednich sezonów znajdujących się na stanie magazynowym Solar Dystrybucja do firmy zewnętrznej APH Grutex za kwotę 29,5 mln PLN. Niższa dynamika sprzedaży w 2010 związana była w Spółce, tak jak w całej branży handlowej ze zdarzeniami z 2Q 2010, czyli żałobą narodową w kwietniu, kiedy galerie handlowe były zamknięte przez dwa weekendy z rzędu oraz powodziami w maju 2010. Wcześniej sklepy franczyzowe nie zaopatrywały się w całą kolekcję na dany sezon, a w wybrane modele. Obecnie trendy w Spółce są takie, że sklep franczyzowy będzie zaopatrywał się w większą część kolekcji.

Przychody w podziale na segmenty sprzedaży (mln PLN)



Liczba salonów własnych na koniec roku



Źródło: Solar, DI BRE

Salony własne

Na koniec 2011 Spółka prowadziła 72 salony własne, w tym 8 salonów typu outlet. Średnia powierzchnia salonów w ostatnich trzech latach wzrosła ze 114m2 w 2008 do 129m2 w 2011. Nowe otwierane przez Spółkę salony mają powierzchnię w przedziale 140-160m2, więc z roku na rok ten rosnący trend będzie kontynuowany. W sumie w ostatnich trzech latach liczba placówek własnych zwiększyła się z 58 do 72 lokalizacji, a całkowita powierzchnia z 6,6 tys. m2 do 9,3 tys. m2. Sprzedaż spadła o 6% w 2009 i o 11% w 2010.Naszym zdaniem jest to wynik po części okresu, za który Spółka pokazuje dane, rok 2008 był ostatnim dobrym sprzedażowo dla detalistów, od 2008 detaliści odzieżowi zaczęli generować ujemne dynamiki LFL. Po części jest to również kwestia rosnącej powierzchni, w tym również średniej powierzchni nowo otwieranych salonów, co nie od początku idzie w parze z większą sprzedażą. Średni okres w którym sklep dochodzi do pełnej obrotowości to teoretycznie około 9-12 miesięcy. W praktyce zależy to od lokalizacji sklepu.

Sklepy franczyzowe

Sprzedaż do sklepów franczyzowych jest najmniejszym ale najszybciej rosnącym segmentem w Grupie. Na koniec 2011 Spółka prowadziła sprzedaż do 15 sklepów franczyzowych, w tym 7 sklepów zagranicznych. Średnia powierzchnia sklepu franczyzowego jest niższa niż salonów własnych i wynosi około 71m2.

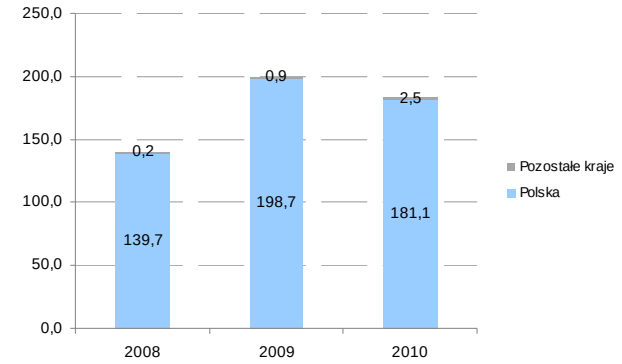
Sklepy partnerskie

Spółka, która odpowiedzialna jest za sprzedaż do sklepów partnerskich jest konsolidowana w wynikach Grupy od 3Q 2009. Spółka na koniec 2011 sprzedawała do 147 sklepów partnerskich, w tym 31 zlokalizowanych poza granicami kraju.

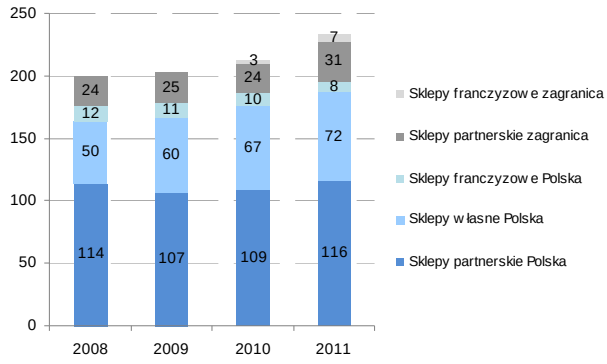
Struktura geograficzna sprzedaży

W 2010 98,6% sprzedaży pochodziło z rynku polskiego, pozostałe 1,4% z zagranicy. Spółka nie prowadzi salonów własnych poza granicami kraju. Za granicą jest obecnie 7 sklepów franczyzowych oraz 31 sklepów partnerskich, z którymi Solar współpracuje.

Struktura geograficzna sprzedaży (mln PLN)



Struktura geograficzna sieci sprzedaży (liczba sklepów)



Źródło: Solar, DI BRE

Sezonowość sprzedaży typowa dla branży

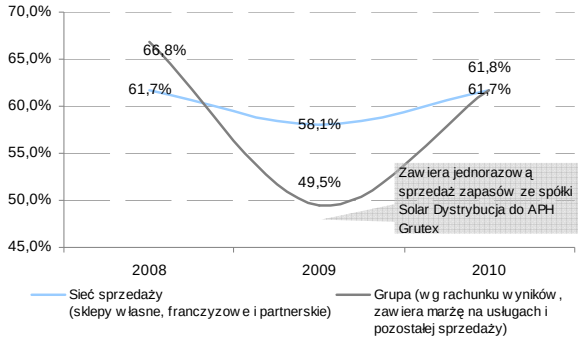
Działalność Spółki charakteryzuje się znaczącą sezonowością popytu, marży i sprzedaży, co wynika ze specyfiki branży odzieżowej, uzależnionej od aktualnych trendów mody i panujących warunków pogodowych. W branży nasilenie popytu i zwiększenie sprzedaży następuje w okresie zmian pór roku, co jest połączone z wprowadzaniem do sklepów nowych kolekcji. Marże realizowane w danym sezonie (marzec-maj, wrzesień-listopad) są znacząco wyższe niż w okresie wyprzedaży (styczeń-luty i lipiec-sierpień). Przychody ze sprzedaży są najwyższe w 4Q, a najniższe w 1Q. Z kolei w okresach wyprzedaży następuje zmniejszenie realizowanych marż oraz spadek zasobów magazynowych. Zjawisko sezonowości ma wpływ na marże i wyniki finansowe realizowane w poszczególnych miesiącach i kwartałach oraz wpływa na zróżnicowane zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

Rentowność znacznie powyżej innych detalistów

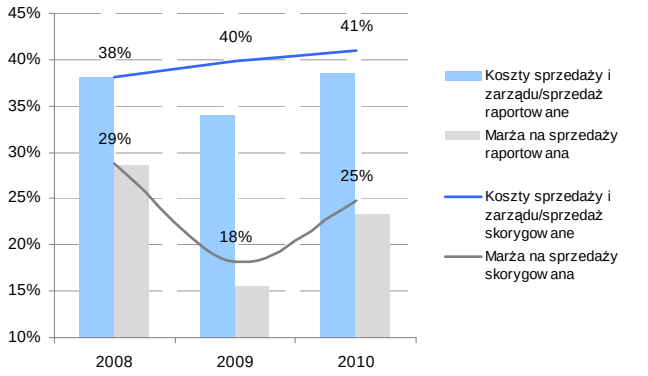
Marża brutto na sprzedaży ukształtowała się na poziomie 66% w 2008, w 2009 spadła do poziomu 58% (50% na poziomie raportowanym), co było wynikiem trudnej sytuacji rynkowej i podobnie jak w innych spółkach z branży wynikało ze spadku dynamiki konsumpcji dla branży handlu detalicznego (w tym branży odzieżowej) i realizacją większej części sprzedaży w

drodze wyprzedaży. Spółki handlowe w 2009 miały wysoki stan zapasów, co przy słabej sprzedaży wymuszało przeprowadzanie na szeroką skalę wyprzedaży, to z kolei uderzało w rentowność brutto. Dodatkowy negatywny wpływ na marże osiągane w branży w 2009 miała duża zmienność USD, co przekładało się na marże brutto na sprzedaży. W 2009 Spółka zrealizowała też jednorazową transakcję sprzedaży kolekcji zalegających w magazynach firmie APH Grutex o wartości 29,5 mln PLN. Transakcja została zrealizowana z minimalną marżą na poziomie 3%. W 2010 nastąpił ponowny wzrost rentowności brutto na sprzedaży do poziomu 61%, co było efektem poprawy sytuacji rynkowej.

Rentowność brutto na sprzedaży



Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu



Źródło: Solar, DI BRE

Wzrost zatrudnienia był w 2009-2010 zbieżny ze wzrostem sieci sprzedaży salonów własnych: wzrost zatrudnienia w 2009 i 2010 wyniósł odpowiednio 19% i 7% przy wzroście liczby salonów o odpowiednio 16% i 6% (wzrost powierzchni sprzedaży był większy i wyniósł 24% i 13%).

Wynik operacyjny

Marża wyniku operacyjnego wynosiła w 2008-2010 średnio 22% (marża EBITDA 25%). Główną przyczyną spadku zysku na działalności operacyjnej w 2009 był spadek realizowanych marż na sprzedaży towarów (z 66% w 2008 do 50% 2009), z kolei przyczyną spadku rentowności procentowej w 2009 była: (i) transakcja sprzedaży części zapasu podmiotowi zewnętrznemu (bez tego marża spadła nie do 50% a do około 58%), (ii) duża zmienność kursów walutowych i wyprzedaże. W 2010 Spółka odnotowała wzrost zysku na działalności operacyjnej o 39%, czego główną przyczyną była poprawa uzyskiwanych marż na sprzedaży towarów (wzrost z 50% w 2009 do 61% w 2010, bez wspomnianej transakcji z 58% do 61%). Saldo pozostałej działalności operacyjnej pozostawało bez istotnego wpływu na wielkość realizowanego zysku na działalności operacyjnej w latach 2008-2010.

Przychody i koszty finansowe

Przychody finansowe to głównie przychody odsetkowe związane z zainwestowanymi środkami (lokaty bankowe, udzielone pożyczki), różnice kursowe, dyskonto zaliczek. Koszty finansowe to przede wszystkim odsetki od umowy kupna udziałów Solar Dystrybucja, różnice kursowe oraz odsetki od leasingu finansowego. W sumie przychody i koszty finansowe netto zwiększyły wynik finansowy Spółki o 0,5 mln PLN w 2008, a w 2009-2010 obciążyły wynik odpowiednio o -1,5 mln PLN i -1,8 mln PLN. Głównym źródłem kosztów finansowych netto były koszty obsługi zobowiązań z tytułu zakupu udziałów Solar Dystrybucja. Obecnie tych zobowiązań już nie ma. W sierpniu 2011 dokonano podwyższenia kapitału zakładowego Solar (które zostało objęte przez akcjonariuszy Solar), z jednoczesnym potrąceniem wzajemnych należności (z tytułu opłacenia podwyższenia kapitału w drodze emisji akcji serii B i pozostałych zobowiązań wobec akcjonariuszy z tytułu nabycia Solar Dystrybucja i Solar Franczyza).

Niewielki majątek trwały i niska amortyzacja

Rzeczowe aktywa trwałe stanowią około 17% całego majątku Spółki na koniec 2010 (13% na koniec 3Q 2011), to dość mało biorąc pod uwagę medianę spółek z branży, która wynosi 28% aktywów. Rzeczowe aktywa trwałe stanowiły w Spółce około 10% sprzedaży za 2010, podczas gdy mediana dla branży wynosiła około 20%. Niska wartość rzeczowego majątku trwałego wynika z faktu, że Spółka w zasadzie nie posiada majątku trwałego, biura i magazyny Spółki, a także sieć sprzedaży są wynajmowane od właścicieli Spółki. Udział rzeczowych aktywów trwałych w sumie bilansowej jest relatywnie niski, ponieważ obejmują one głównie wyposażenie salonów sprzedaży sieci sklepów własnych oraz środki transportu wykorzystywane na podstawie umów leasingu finansowego. Nieznaczna wartość rzeczowych aktywów trwałych wpływa na relatywnie niską wartość amortyzacji.

Specyficzny kapitał obrotowy skupiony na należnościach

Majątek obrotowy stanowił na koniec 2010 78% całego majątku Spółki (84% na koniec 3Q 2011), w tym należności stanowiły około 60% majątku Spółki (49% w 3Q 2011), a zapasy tylko 5% (20% w 3Q 2011). Specyficzna struktura kapitału obrotowego wynika z modelu biznesowego Spółki. Towary zamawiane są przez firmę nie będącą podmiotem powiązanym: APH Grutex, która ma je na swoim stanie magazynowym. Towary wykazane w zapasach, to tylko ta część kolekcji, która znajduje się w salonach własnych. Towary zamówione, a nie wprowadzone do sprzedaży są wykazywane jako należności. Towary nie sprzedane są również zwracane do APH Grutex i wykazywane jako należności. Niesprzedane towary są sprzedawane na wyprzedażach, a niesprzedane są po raz kolejny zwracane do APH Grutex i po roku trafiają do sklepów outletowych.

Konsolidacja spółek zależnych wpłynęła na obniżenie kapitałów własnych

Solar Dystrybucja została nabyta w 3Q 2009, a Solar Franczyza została nabyta przez Solar Dystrybucja w 4Q 2010. Ponieważ połączone jednostki znajdują się ostatecznie pod kontrolą tej samej strony zarówno przed, jak i po połączeniu jednostek, a kontrola ta nie jest tymczasowa (przedsięwzięcia pod wspólną kontrolą), to rozliczenie nabycia zostało przeprowadzone w taki sposób, że:

(i) Nie dokonano wyceny do wartości godziwej przejmowanych aktywów netto.
(ii) Kapitały własne Grupy zostały skorygowane o nadwyżkę ceny nabycia nad wartością przejmowanych aktywów netto.
(iii) Wszystkie pozycje kapitałowe zostały zsumowane, natomiast wartość kapitału zakładowego spółki przejmowanej skorygowała pozycję „zyski zatrzymane".
(iv) Za okres, w którym nastąpiło nabycie (odpowiednio 2009 w przypadku Solar Dystrybucja i 2010 w przypadku Solar Franczyza) połączono wartość obrotów przejmowanej spółki zależnej oraz Grupy Kapitałowej dokonując eliminacji wzajemnych obrotów i rozrachunków.

Podwyższenia kapitału

W styczniu 2011 dokonano umorzenia udziałów Spółki o wartości 0,99 mln PLN, a następnie dokonano podwyższenia kapitału zakładowego o kwotę 1,99 mln PLN, w rezultacie w 3Q 2011 kapitał zakładowy zwiększył się do 2,00 mln PLN. W sierpniu 2011 NWZ dodatkowo podwyższyło kapitał zakładowy o 28 mln PLN do 30 mln PLN. Wyemitowano 280 mln akcji o wartości nominalnej 0,1 PLN po cenie emisyjnej 0,1 PLN. Akcje zostały zaoferowane w ramach subskrypcji prywatnej trzem dotychczasowym, akcjonariuszom. Spółka następnie podpisała z akcjonariuszami umowy potrącenia wierzytelności akcjonariuszy z tytułu pozostałej do zapłaty ceny sprzedaży Solar Dystrybucja. Następnie dokonano scalenia wszystkich akcji Spółki poprzez zamianę wartości nominalnej akcji z 0,1 PLN na 1,0 PLN przy niezmienionym kapitale zakładowym.

Spłata zobowiązań finansowych

Zobowiązania finansowe stanowiły na koniec 2010 30% sumy bilansowej Spółki i były to kwoty głównie (w 98%) związane z opisywanymi transakcjami nabycia udziałów w Spółce Solar Dystrybucja. W sierpniu 2011 dokonano podwyższenia kapitału zakładowego Solar (które zostało objęte przez akcjonariuszy Solar), z jednoczesnym potrąceniem wzajemnych należności (z tytułu opłacenia podwyższenia kapitału w drodze emisji akcji serii B i pozostałych zobowiązań wobec akcjonariuszy z tytułu nabycia Solar Dystrybucja i Solar Franczyza).

Przepływy pieniężne

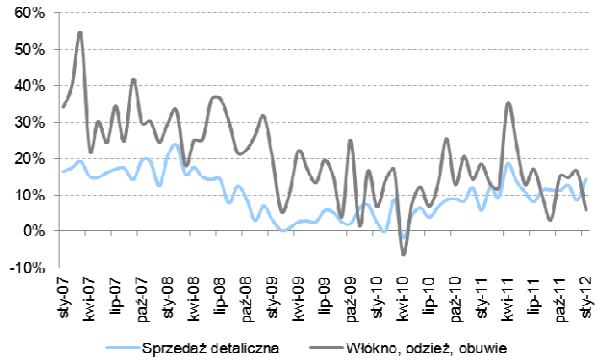
Spółka w okresie 2008-2010 osiągała dodatnie przepływy z działalności operacyjnej na poziomie średnio 43% EBITDA. Przepływy z działalności inwestycyjnej, poza nakładami inwestycyjnymi na nabycie rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych i prawnych na poziomie średnio około 4% przychodów ze sprzedaży dotyczyły również nabycia udziałów w spółkach Solar Dystrybucja (2009) oraz Solar Dystrybucja i Solar Franczyza (2009-2010). Inwestycje w aktywa finansowe obejmowały: (i) zakup Solar Dystrybucja w 2009 w cenie nabycia 60,0 mln PLN, oraz (ii) zakup Solar Franczyza przez Solar Dystrybucja w 2010 w cenie nabycia 19,6 mln PLN (zapłacone w pełnej kwocie w 2010).

Otoczenie rynkowe

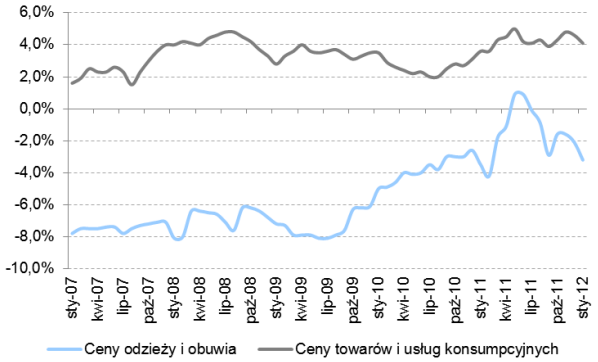
Rynek detaliczny odzieży i obuwia

Sprzedaż detaliczna odzieży i obuwia rośnie szybciej niż sprzedaż detaliczna ogółem. W przedstawionym na wykresie okresie 2007-2011 sytuacja kiedy sprzedaż detaliczna w segmencie włókno, odzież, obuwie była niższa niż sprzedaż ogółem zdarzyła się tylko dwa razy: w listopadzie 2009, oraz w kwietniu 2010. Inaczej sytuacja wygląda w przypadku cen, które w sprzedaży detalicznej odzieży i obuwia były w tym okresie zawsze poniżej cen towarów i usług konsumpcyjnych. W ostatnich miesiącach można było zauważyć rosnący trend w cenach odzieży i obuwia. Nie bez wpływu były tutaj kursy walut, ponieważ duża część przedsiębiorstw kupuje towary na rynkach Dalekiego Wschodu, gdzie płaci w USD. Historycznie w przedstawionym okresie niższe ceny wspomagały wyższą sprzedaż detaliczną odzieży i obuwia.

Sprzedaż detaliczna ogółem i sprzedaż detaliczna włókno odzież i obuwie r/r



Ceny towarów i usług konsumpcyjnych oraz ceny odzieży i obuwia r/r

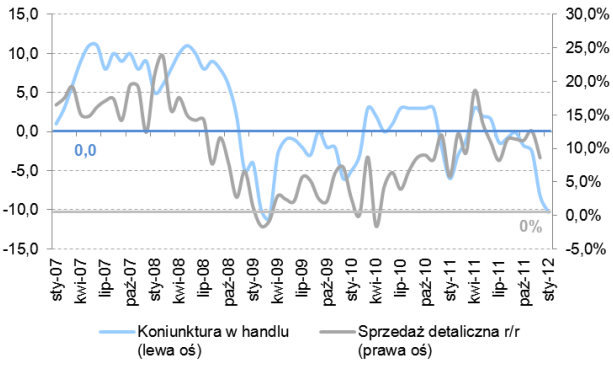


Źródło: GUS, DI BRE

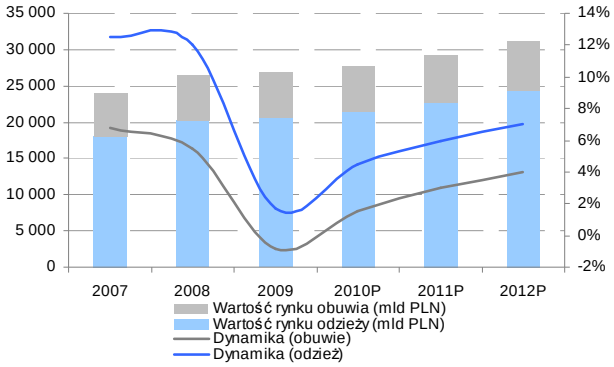
Wartość rynku

Wartość rynku odzieży i obuwia szacowana jest w Polsce na około 27,9 mld PLN, z czego rynek odzieży stanowi średnio około 76% rynku. Sprzedaż odzieży charakteryzuje się wyższą dynamiką w porównaniu do rynku obuwia. Wg PMR Publications wynika to z faktu, że zakup odzieży wiąże się jednorazowo z mniejszym wydatkiem i zakupy te zdarzają się częściej. Obuwie kupowane jest kilka razy do roku i wynika ze zużycia poprzedniej pary a nie ze zmiany trendów w modzie. Sama koniunktura w handlu jest w ostatnim okresie oceniana głównie negatywnie, czego nie potwierdzają późniejsze dane GUS o sprzedaży detalicznej.

Koniunktura w handlu oraz sprzedaż detaliczna



Wartość rynku odzieżowego i obuwniczego w Polsce



Źródło: GUS, DI BRE, PMR Publications

Perspektywy rozwoju branży odzieżowej w Polsce

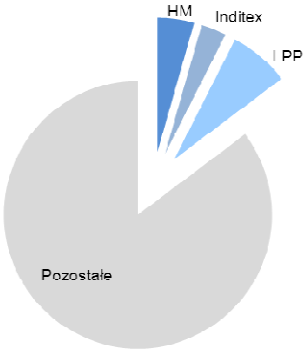
PMR Publications szacuje, że w kolejnych latach następował będzie dalszy wzrost rynku odzieży i obuwia i że rynek odzieży będzie wzrastał szybciej. Według PMR Publications, obecnie na rynku odzieżowym w Polsce widoczny jest wyższy popyt na tańszą odzież, co widać w dynamicznym rozwoju dyskontów niespożywczych. Rośnie też popularność sklepów outletowych i znaczenie wyprzedaży. Zauważalna jest koncentracja handlu w galeriach handlowych kosztem lokalizacji przy ulicach handlowych, również w mniejszych miastach, rozwój sprzedaży tańszych marek w centrach handlowych oraz ekspansja największych marek w mniejszych miastach. Wg PMR segment odzieży codziennej ze średniej półki cenowej ma największe szanse na rozwój. Jest to rodzaj odzieży kupowany najczęściej, najczęściej się zużywający, najbardziej dostępny i posiadający najszersze grono odbiorców. Z badań wynika również, że Polakom coraz bardziej zaczyna zależeć na dobrej jakości kupowanej odzieży i dlatego bardzo prawdopodobny jest zwrot ku odzieży z wyższej półki cenowej.

Konkurencja w Polsce

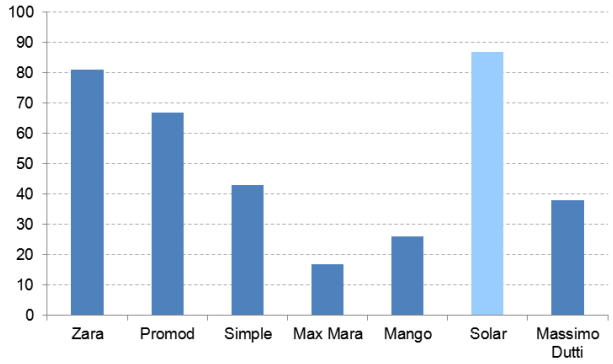
Rynek odzieży w Polsce charakteryzuje się wysokim stopniem konkurencji i dużym rozdrobnieniem. Duże rozdrobnienie rynku wiąże się z brakiem jednoznacznego lidera rynkowego. Według szacunków Spółki, największe przedsiębiorstwa nie przekraczają udziału rynkowego rzędu kilku procent. Wg naszych szacunków największym podmiotem jest LPP z udziałem w rynku na poziomie około 7% za 2010, dwie kolejne spółki odzieżowe to Hennes & Mauritz z udziałem 4-5% i Inditex, który nie raportuje sprzedaży w Polsce, ale najważniejsze marki (Zara, Stradivarius, Pull & Bear i Bershka) mają w sumie udział w rynku na poziomie około 3-4%.

Segment odzieży damskiej stanowi największy segment rynku odzieżowego w Polsce. Jako konkurentów Solar można określić wszystkie firmy prowadzące sprzedaż odzieży damskiej za pośrednictwem salonów sprzedaży. Według zarządu, główne marki konkurencyjne wobec Spółki (rozumiane jako marki o zbliżonym profilu działalności lub o podobnym profilu klienta docelowego) to m.in. Zara, Promod, Simple, Max Mara, Mango.

Liderzy rynku odzieżowego w Polsce (2010)



Liczba salonów w Polsce marki Solar (bez sklepów partnerskich) i głównych konkurentów



Źródło: DI BRE, Sprawozdania spółek

Porównanie do branży

Porównaliśmy wyniki finansowe i sieć sprzedaży Grupy Solar do spółek z branży notowanych na GPW oraz innych grup spółek w celu pokazania wyników grupy na tle branży, benchmarków polskich i zagranicznych oraz grupy spółek luksusowych. Podzieliliśmy grupę porównawczą na:

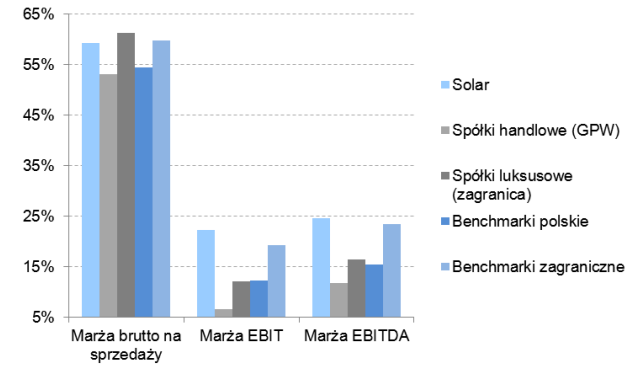
- Benchmarki polskie, do których zaliczamy liderów rynku: LPP i NG2,
- Benchmarki zagraniczne, do których zaliczamy światowych liderów: Inditex i Hennes & Mauritz (H&M),
- Spółki handlowe (GPW), w której znajdują się spółki notowane: LPP, NG2, Redan, NFI EMF, Vistula,
- Spółki luksusowe (zagranica), w których znajdują się: Burberry, Luxottica, Prada, Hugo Boss oraz Bulgari.

Wysoka rentowność i dynamika sprzedaży

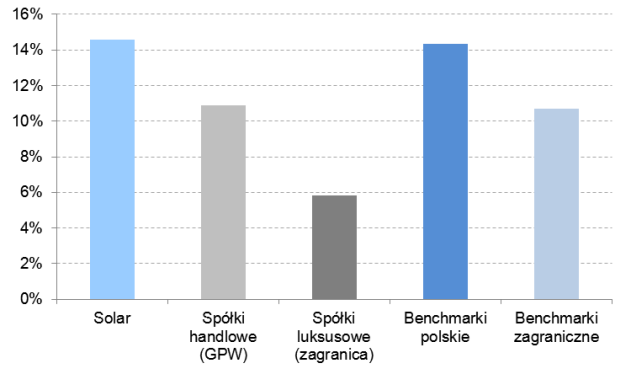
Średnio w 2008-2010 Solar osiągał wyższą marżę brutto na sprzedaży od spółek polskich detalicznych (w tym liderów branży LPP i NG2), zbliżoną bardziej do spółek zagranicznych z branży luksusowej i zagranicznych liderów branży odzieżowej. Naszym zdaniem wyższa marża wynika w tym przypadku z wyższego pozycjonowania marki niż to jest w przypadku konkurencji krajowej. Spółka produkuje głównie na Dalekim Wschodzie (80% produkcji), czyli podobnie jak inne podmioty, jednak wyższa jakość tkanin i wykonania oraz inne salony i inny klient pozwala na wyższe pozycjonowanie i tym samym na osiąganie wyższej ceny detalicznej i marży.

Średnia dynamika sprzedaży 2008-2010 była w Solar zbliżona do benchmarków polskich (czyli LPP i NG2). W przypadku Grupy Solar pozytywny wpływ na sprzedaż miało nabycie spółek: Solar Franczyza i Solar Dystrybucja, bez tych transakcji, gdyby policzyć tylko sprzedaż salonów własnych dynamika ta byłaby na poziomie 2,5%. W porównywalnych spółkach również miały miejsca przejęcia w tym okresie, m.in. LPP kupiło w 2008 spółkę Artman.

Rentowność średnia 2008-2010



Dynamika sprzedaży 2008-2010



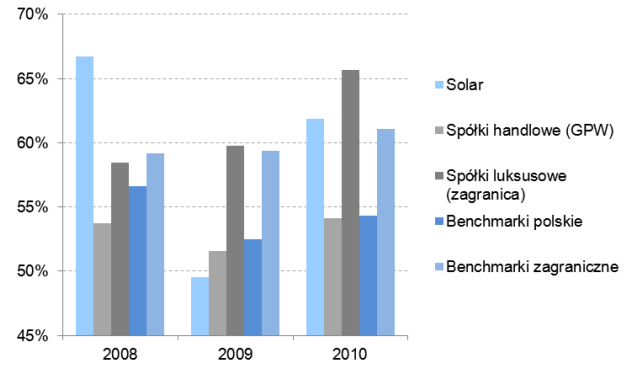
Źródło: DI BRE, Bloomberg

Marża brutto na sprzedaży w Solar i w innych spółkach w branży wahała się w latach 2008-2009. Najsłabiej w branży było w 2009, który poza ogólnym osłabieniem gospodarczym charakteryzował się bardzo dużą zmiennością kursów walutowych, co wpływa na rentowność brutto na sprzedaży. Solar podobnie jak inne spółki miał w tym okresie słabszą rentowność, która została poprawiona w 2010. W 2009 spółki miały także sporo zapasu, który musiały wyprzedawać, stąd 2009 charakteryzował się w branży dobrym poziomem sprzedaży ale niższymi marżami.

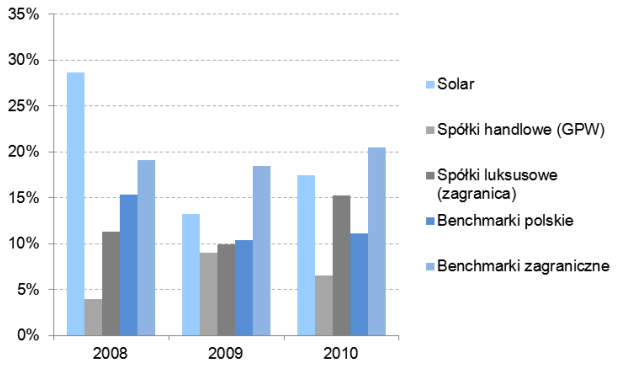
Solar ma najniższy ze wszystkich porównywalnych grup wskaźnik kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu do przychodów. Niższe koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wynikają naszym zdaniem z innej struktury sprzedaży (sprzedaż franczyzowa i poprzez sklepy partnerskie nie generuje np. kosztów powierzchni), z wyższej sprzedaży na średni m2, wynikającej z lepszego pozycjonowania. Dzięki temu marża zysku operacyjnego i marża EBITDA w Spółce jest na imponującym poziomie porównywalnym do benchmarków zagranicznych. Tak samo jak w całej branży marża zysku operacyjnego pogorszyła się w 2009 co wynikało z niesprzyjającego kształtowania się kursów walutowych (duża zmienność USD

wpływającego na marże brutto na sprzedaży oraz duża zmienność EUR wpływającego na wynik operacyjny poprzez koszty czynszów).

Marża brutto na sprzedaży



Marża EBIT



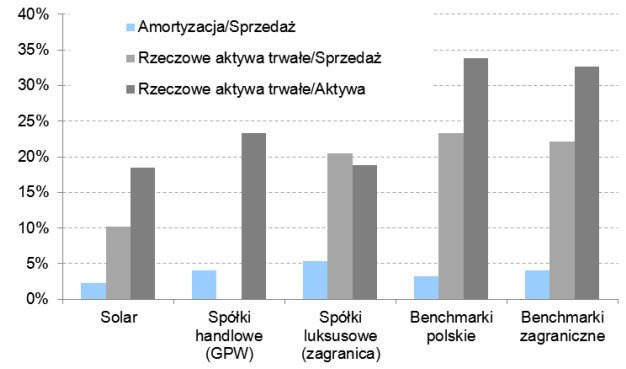
Źródło: DI BRE, Bloomberg

Nietypowy bilans i dobre przepływy pieniężne

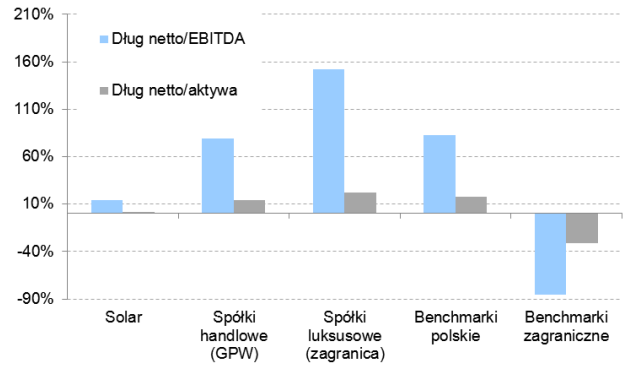
Solar ma niski udział majątku trwałego w aktywach, ponieważ Spółka wynajmuje budynki biurowe i nie ma magazynów, ze względu na zewnętrzną logistykę, prowadzoną przez oddzielną firmę. Przez to Solar ma niższą od branży amortyzację majątku trwałego. Porównując Spółkę do benchmarków i branży widać, że rzeczowe aktywa trwałe do sprzedaży są o połowę mniejsze niż w innych spółkach.

Spółka nie ma długu, jednak jeszcze w okresie 2008-2010 nie miała również jak benchmarki zagraniczne gotówki netto. Solar jednak jest w dużo bardziej komfortowej sytuacji pod względem struktury finansowania w porównaniu do innych spółek z rynku krajowego.

Majątek trwały i amortyzacja (średnia ze wskaźników 2008-2010)



Zadłużenie (średnia ze wskaźników 2008-2010)

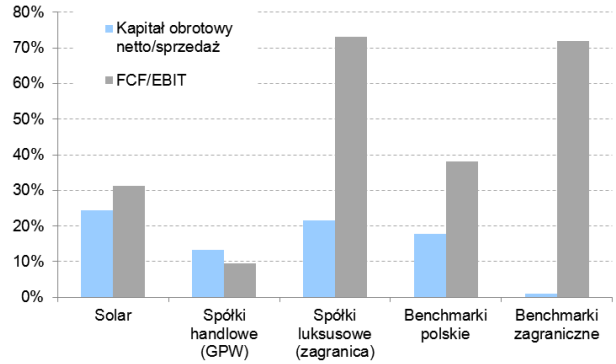


Źródło: DI BRE, Bloomberg

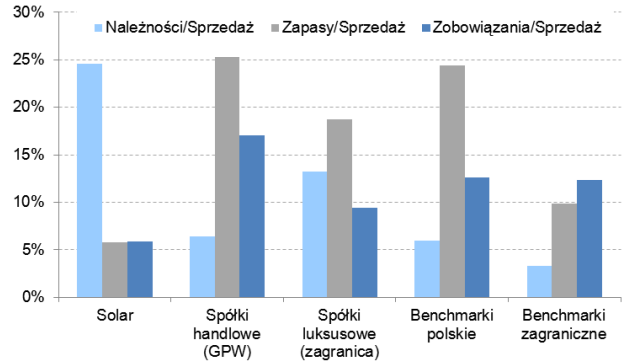
Solar ma specyficzną strukturę kapitału obrotowego, wynikającą z modelu biznesowego i wyłączonego poza Grupę procesu zamawiania i magazynowania towarów. Dlatego analiza zapasów powinna iść w parze z analizą należności. Spółkę charakteryzuje wysoki stan należności, nietypowy dla branży detalicznej ze względu na sprzedaż głównie gotówkową. Należności w Solar wynikają jednak z przyjętego modelu biznesowego działalności Grupy i współpracy z podmiotem importowo-logistycznym, czyli z magazynowanych w firmie zewnętrznej zapasów, co było wspomniane przy opisie APH Grutex w pierwszej części raportu. Z tego też powodu Solar ma niski w porównaniu do reszty rynku stan zapasów oraz niski stan zobowiązań (Spółka stosuje przedpłaty przy zamawianiu towarów).

Kapitał obrotowy netto do sprzedaży kształtuje się w Spółce na poziomie zbliżonym do branży handlowej z kraju, natomiast ze względu na niskie nakłady inwestycyjne (otwarcia sklepów franczyzowych nie wymagają nakładów, Spółka nie ma też majątku trwałego wymagającego inwestycji odtworzeniowych) FCF/EBIT wypada od nich lepiej.

Kapitał obrotowy (średnia ze wskaźników 2008-2010)



Przepływy pieniężne (średnia ze wskaźników 2008-2010)



Źródło: DI BRE, Bloomberg

Rachunek wyników

(mln PLN)	2008	2009	2010
Przychody ze sprzedaży	**140,3**	**198,6**	**183,0**
zmiana	-	*41,57%*	*-7,87%*
Koszt własny sprzedaży	46,6	100,3	70,0
Zysk brutto na sprzedaży	93,8	98,3	113,0
marża brutto na sprzedaży	*66,82%*	*49,51%*	*61,76%*
Koszty sprzedaży i zarządu	53,7	67,3	70,3
Pozostała działalność operacyjna netto	0,0	-0,5	-0,4
EBIT	**40,1**	**30,5**	**42,3**
zmiana	-	*-23,80%*	*38,61%*
marża EBIT	*28,56%*	*15,37%*	*23,13%*
Wynik na działalności finansowej	0,7	-1,5	-1,8
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	**40,8**	**29,1**	**40,6**
Podatek dochodowy	8,1	6,2	8,1
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	**32,7**	**22,9**	**32,4**
zmiana	-	*-30,01%*	*41,73%*
marża	*23,30%*	*11,52%*	*17,72%*
Amortyzacja	3,1	3,9	4,5
EBITDA	**43,2**	**34,4**	**46,9**
zmiana	-	*-20,27%*	*36,23%*
marża EBITDA	*30,75%*	*17,32%*	*25,61%*
Liczba akcji na koniec roku (mln)	2,0	2,0	2,0
EPS	16,3	11,4	16,2
CEPS	17,9	13,4	18,5
ROA	*43,74%*	*22,27%*	*29,10%*
ROE	*51,15%*	*45,04%*	*50,74%*

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010
AKTYWA	**74,8**	**102,8**	**111,5**
Majątek trwały	**18,9**	**23,1**	**25,0**
Rzeczowe aktywa trwałe	14,9	19,1	18,9
Wartości niematerialne i prawne	0,2	0,2	1,1
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	1,5	1,6	1,6
Pozostałe aktywa trwałe	2,3	2,3	3,3
Majątek obrotowy	**55,9**	**79,6**	**86,5**
Zapasy	8,2	16,9	5,5
Należności krótkoterminowe	25,2	38,5	66,5
Rozliczenia międzyokresowe	1,1	0,9	0,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	21,3	23,3	14,2

(mln PLN)	2008	2009	2010
PASYWA	**74,8**	**102,8**	**111,5**
Kapitał własny	**63,9**	**50,8**	**63,9**
Kapitał akcyjny	63,9	50,8	63,9
Pozostałe kapitały własne	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	**0,9**	**37,1**	**29,6**
Pożyczki i kredyty	0,1	35,9	27,7
Pozostałe	0,8	1,2	1,9
Zobowiązania krótkoterminowe	**9,9**	**14,9**	**18,0**
Pożyczki i kredyty	0,1	4,1	6,2
Zobowiązania handlowe	9,4	10,3	10,6
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,2
Pozostałe	0,4	0,5	0,9
Dług	0,2	40,0	33,9
Dług netto	-21,2	16,7	19,7
(Dług netto / Kapitał własny)	*-33,09%*	*32,94%*	*30,83%*
(Dług netto / EBITDA)	-0,5	0,5	0,4
BVPS	32,0	25,4	32,0

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2008	2009	2010
Przepływy operacyjne	**14,4**	**15,5**	**24,3**
Zysk netto	32,7	22,9	32,4
Amortyzacja	3,1	3,9	4,5
Kapitał obrotowy	-16,9	-6,6	-20,3
Pozostałe	-4,6	-4,7	7,6
Przepływy inwestycyjne	**-4,1**	**-8,5**	**-30,5**
CAPEX	-4,8	-8,2	-4,8
Inwestycje kapitałowe	0,0	-0,7	-25,9
Pozostałe	0,7	0,4	0,2
Przepływy finansowe	**-4,6**	**-5,1**	**-2,9**
Emisja akcji	0,0	1,0	0,0
Dług	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-4,6	-4,1	0,0
Pozostałe	-0,1	-2,0	-2,9
Zmiana stanu środków pieniężnych	**5,6**	**1,9**	**-9,1**
Środki pieniężne na koniec okresu	21,3	23,3	14,2
DPS (PLN)	2,3	2,1	0,0
FCF	10,8	10,0	9,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	*3,45%*	*4,14%*	*2,61%*

Czynniki ryzyka

Ryzyko związane z konkurencją
Branża dystrybucji odzieży damskiej, charakteryzuje się wysoką konkurencyjnością. Równolegle z rozwojem makroekonomicznym kraju i poprawą sytuacji ekonomicznej konsumentów wzrasta chłonność rynku, co z kolei przyciąga na polski rynek konkurencyjne podmioty zagraniczne. Presja konkurencyjna daje się zaobserwować także w segmentach średnim i wyższym, w którym uplasowana jest Spółka. Można spodziewać się, że wraz ze wzrostem stopnia nasycenia rynku, walka konkurencyjna pomiędzy poszczególnymi podmiotami będzie się nasilać.

Ryzyko związane z kształtowaniem się kursów walutowych
Część ponoszonych kosztów denominowana jest w EUR. Dotyczy to zakupów tkanin do produkcji w krajach UE (na potrzeby produkcji krajowej stanowiącej około 20% produkcji ogółem) oraz czynszów sklepowych, które standardowo wyrażone są w EUR. Z kolei 80% produkcji kupowane jest na Dalekim Wschodzie, głównie w Chinach, gdzie walutą rozliczeniową jest USD. Osłabienie się PLN względem EUR i USD może mieć negatywny wpływ na wyniki Spółki, jednak ze względu na wyższe niż u konkurencji marże i rozwój przez sklepy franczyzowe i partnerskie, wpływ kursów walutowych jest tu niższy niż w sektorze.

Ryzyko zmian w trendach mody
Odpowiednie rozpoznanie aktualnych trendów modowych i dopasowanie asortymentu do gustów odbiorców jest kluczowym czynnikiem sukcesu w branży odzieżowej. W szczególności znaczenie ma fakt, iż trendy modowe na dany sezon powinny być rozpoznane z około rocznym wyprzedzeniem z uwagi na stosunkowo długi proces produkcyjny. Ewentualne rozminięcie się z aktualnymi preferencjami klientów może spowodować powstanie zapasów trudno zbywalnych oraz wpłynąć negatywnie na wyniki finansowe.

Ryzyko związane z warunkami pogodowymi
Asortymenty oferowane są w sklepach w okresach sezonowych, obejmujących sezony: wiosna-lato, jesień-zima oraz karnawał. W przypadku wystąpienia warunków pogodowych innych niż przeciętne w danym sezonie (np. długa i ciepła jesień, krótka zima) może wpłynąć to na długość trwania tego sezonu sprzedaży, co w krótkim okresie może przełożyć się na zmniejszenie realizowanych marż oraz negatywnie wpłynąć na wyniki finansowe.

Ryzyko związane z dostępnością nowych lokalizacji
Istotnym czynnikiem warunkującym powodzenie realizacji strategii rozwoju Spółki, zakładającej m.in. rozwój sieci sprzedaży w kraju i za granicą, jest dostępność nowych atrakcyjnych lokalizacji. Dostępność nowych lokalizacji ma bezpośredni związek z sytuacją na rynku nieruchomości komercyjnych oraz dostępnością finansowania dłużnego na potrzeby tego typu przedsięwzięć. W razie wystąpienia niekorzystnych trendów na rynku nieruchomości komercyjnych, może dojść do opóźnień lub nawet wstrzymania budowy nowych wielkopowierzchniowych obiektów handlowych.

Ryzyko związane z procesem produkcji i terminowością dostaw
Proces produkcyjny w branży odzieżowej jest stosunkowo długi. Kolekcje dostarczane do sklepów w danym sezonie projektowane są z co najmniej półrocznym wyprzedzeniem. Następnie Spółka zleca produkcję podmiotom zewnętrznym. Poszczególne partie kolekcji dostarczane są do sklepów w krótkich odstępach czasu, co wymaga wysokiej efektywności procesów logistycznych oraz terminowości dostaw. Ewentualne opóźnienia w realizacji dostaw zarówno od producentów zewnętrznych do magazynu, jak i z magazynu do sklepów mogłoby wywrzeć negatywny wpływ na wyniki finansowe. W szczególności, ryzyko związane z terminowością dostaw dotyczy dostaw od producentów zlokalizowanych na Dalekim Wschodzie, której obejmują 80% produkcji zlecanej przez Solar.

Ryzyko związane z sezonowością
Działalność Solar charakteryzuje się znaczącą sezonowością popytu, marży i sprzedaży. Wynika to ze specyfiki branży odzieżowej, uzależnionej od aktualnych trendów mody i panujących warunków pogodowych. W branży odzieżowej nasilenie popytu i zwiększenie sprzedaży następuje zwykle w okresie zmian pór roku, co jest połączone z wprowadzaniem do sklepów nowych kolekcji. Marże realizowane w danym sezonie (marzec-maj i wrzesień-listopad) są znacząco wyższe niż w okresie wyprzedaży (lipiec-sierpień oraz styczeń-luty). Przychody ze sprzedaży są najwyższe w 4Q, a najniższe w 1Q. Z kolei w okresach wyprzedaży następuje zmniejszenie realizowanych marż oraz spadek zasobów magazynowych. Jest to zjawisko charakterystyczne dla całej branży odzieżowej. Zjawisko

sezonowości ma wpływ na marże i wyniki finansowe realizowane w poszczególnych miesiącach i kwartałach oraz wpływa na zróżnicowane zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

Ryzyko lokalizacji sklepów

Strategia Spółki zakłada m.in. rozwój sieci sprzedaży poprzez otwieranie nowych placówek, zarówno własnych, jak i franczyzowych. W przypadku niewłaściwego rozpoznania potencjału rozpatrywanej lokalizacji istnieje ryzyko, że nowo otwarty salon nie zrealizuje zakładanego poziomu sprzedaży, bądź też nastąpi to w dłuższym niż zakładany horyzoncie czasowym.

Ryzyko wzrostu kosztów produkcji u dostawców

Solar realizuje produkcję odzieży w formie outsourcingu, co jest powszechną praktyką w branży odzieżowej. Około 80% produkcji realizowanych jest w krajach Dalekiego Wschodu (głównie Chiny). W przypadku wystąpienia ewentualnego wzrostu kosztów produkcji u dotychczasowych dostawców, Spółka jest w stanie stosunkowo szybko nawiązać współpracę z nowymi dostawcami oferującymi konkurencyjne warunki cenowe, jednak w przejściowym okresie może to wpłynąć na poziom realizowanych marż.

Ryzyko związane z APH Grutex

Solar zamawia prawie całą swoją kolekcję poprzez firmę importowo-logistyczną APH Grutex, która nie jest podmiotem powiązanym, a APH Grutex prowadzi działalność wyłącznie na zlecenie Solar. Naszym zdaniem fakt, że ta część działalności Spółki jest prowadzona poprzez podmiot, który nie jest powiązany jest związana z pewnymi korzyściami, ale i potencjalnymi zagrożeniami, m.in.: z zakończeniem działalności przez APH Grutex, rozpoczęcie prowadzenia konkurencyjnej działalności. W przypadku zakończenia prowadzenia działalności przez APH Grutex Solar musiałby samodzielnie prowadzić import z Dalekiego Wschodu, oraz sam prowadzić logistykę magazynową, bądź w oparciu o inny podmiot, przy czym wg informacji otrzymanych od Spółki, to Solar zarządza relacjami z dostawcami na Dalekim Wschodzie. APH Grutex nie prowadzi obecnie działalności konkurencyjnej do Solar. Struktura kapitału obrotowego Solar świadczy o przynajmniej częściowym finansowaniu działalności APH Grutex kapitałem obrotowym Spółki, co zmniejsza możliwość prowadzenia działalności przez APH Grutex bez Grupy Solar. Wg zarządu taki model biznesowy ma liczne zalety, w tym: (i) bezpieczeństwo pod względem niezakłóconych i terminowych dostaw towarów oraz (ii) oraz brak konieczności sporządzania dokumentacji cen transferowych wewnątrz Grupy z uwagi na to, że one nie występują – wszystkie spółki Grupy kupują od podmiotu niepowiązanego, (iii) nieposiadanie stanów magazynowych, (iv) nieprowadzenie gospodarki magazynowej (v) możliwość swobodnego dobierania poszczególnych modeli towaru, który aktualnie skończył się w sklepach.

Ryzyko dotyczące transakcji z podmiotami powiązanymi

W latach poprzednich Spółka zawierała liczne transakcje z podmiotami powiązanymi. Na koniec 3Q 2011 część z nich, jak np.: pożyczki, poręczenia wekslowe zostały uregulowane. Nadal jednak Spółka wynajmuje powierzchnię biurowo-magazynową na której prowadzi działalność od podmiotu powiązanego. Ponieważ wynajmowane nieruchomości są wykorzystywane jako miejsca siedziby Spółki i spółek z Grupy, to ich wynajem ma istotne znaczenie.

Ryzyko związane z powiązaniami rodzinnymi pomiędzy członkami organów

Istnienie powiązań rodzinnych między członkami organów Spółki rodzi potencjalne ryzyko oddziaływania na funkcjonowanie zarządu i rady nadzorczej, a tym samym możliwość wystąpienia potencjalnego konfliktu interesów związanych z prawidłowym sprawowaniem nadzoru nad organem, w którego skład wchodzą osoby spokrewnione i powinowate.

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych:

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler"

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
***EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)*
***EBIT** - Zysk operacyjny*
***EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją*
***BOOK VALUE** - wartość księgowa*
***WNDB -** wynik na działalności bankowej*
***P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją*
***MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży*
***EBIT/EV**- zysk operacyjny do wartości ekonomicznej*
***P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję*
***ROE -** (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych*
***P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję*
***Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent*
***Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży*

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem opracowania. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże 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 nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do opracowania wybrano istotne informacje z historii spółki.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.
DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami opracowania są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .
Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.
DI BRE jest oferującym akcje Solar w ofercie publicznej.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu opracowania ale miały lub mogły mieć dostęp do opracowania przed jego przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane były opracowania, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejsze opracowanie.