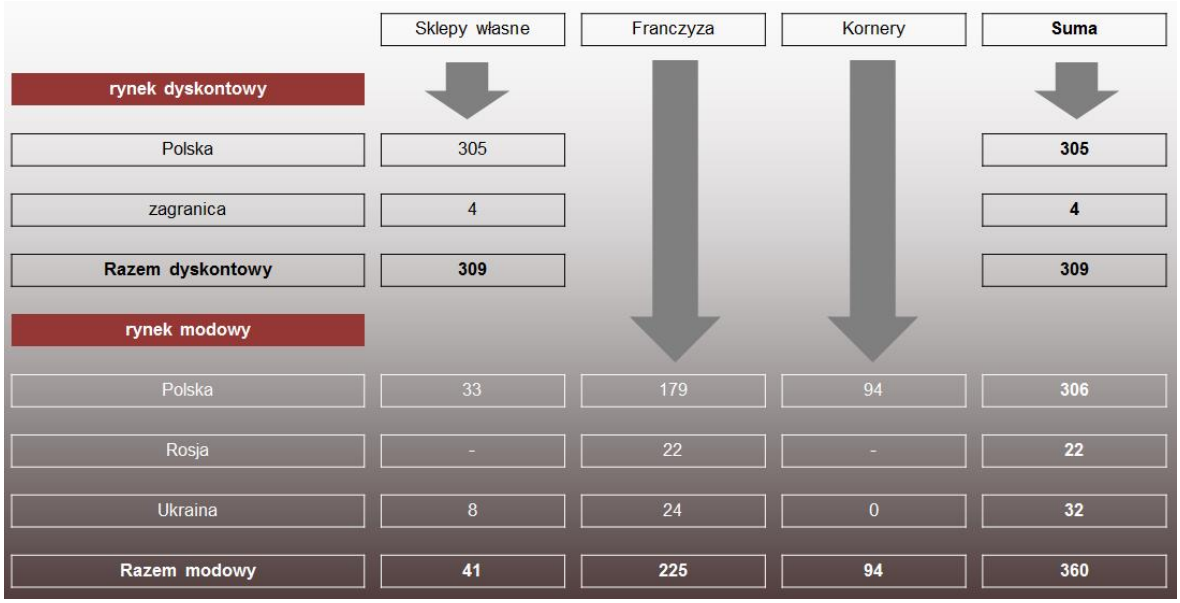
REDAN S.A.

1. Profil spółki

Grupa Kapitałowa Redan powstała w 1995 r. i jest jedną z wiodących polskich firm zajmujących się projektowaniem oraz dystrybucją odzieży. W Grupie funkcjonują dwa niezależne segmenty – dyskontowy i modowy - są one niezależne od siebie w ujęciu biznesowym, operacyjnym jak i kadrowym (w tym autonomiczności Zarządów obu segmentów). Za ten pierwszy odpowiada spółka zależna TXM, która prowadzi i zarządza siecią sklepów dyskontowych pod marką TXM textilmarket. Są one zlokalizowane głównie w małych i średnich miastach w Polsce i oferują szeroką gamę ubrań oraz akcesoriów dla kobiet, mężczyzn oraz dzieci. TXM textilmarket jest wiodącą siecią dyskontów odzieżowych w Polsce. W 2014 roku segment dyskontowy rozpoczął rozwój w dwóch nowych kanałach dystrybucji – poprzez sprzedaż w sklepie internetowym oraz rozpoczął ekspansje na rynki zagraniczne (obecnie działają tam 4 sklepy). W segmencie modowym funkcjonują marki własne Top Secret, Troll i Drywash, pod którymi oferowana jest odzież zaprojektowana przez zespół własnych projektantów. Sprzedaż realizowana jest poprzez sieć sklepów mono oraz multibrandowych. Sklepy w segmencie modowym funkcjonują w ramach formatu franczyzowego, jak i formy sklepów własnych. Na koniec grudnia 2014 r. łączna ilość lokali handlowych w Grupie Redan wynosiła 669. Dokładny podział obrazuje poniższy diagram. W ramach działalności zagranicznej Grupa posiada sieć sprzedaży obejmującej lokalizacje w Rosji i Ukrainie (część modowa) oraz w Czechach i na Słowacji (część dyskontowa)

Diagram 1 – struktura sieci sprzedaży GK Redan na koniec grudnia 2014 roku



Źródło: Redan S.A.

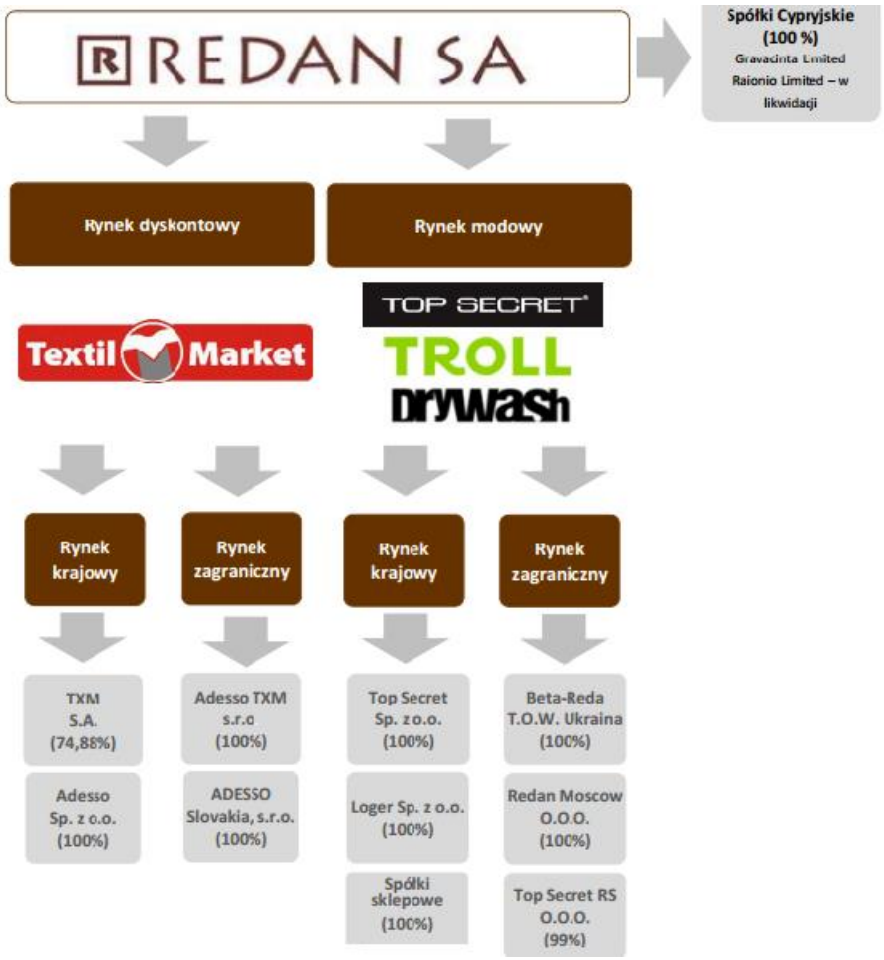
Redan prowadzi też sprzedaż za pośrednictwem sklepów internetowych. W segmencie dyskontowym funkcjonuje sklep www.txm24.pl – jedyny sklep dyskontowy online w Polsce - uruchomiony w pierwszej połowie 2014 roku. Z kolei sklep marki Top Secret - www.topsecret.pl działa od 2007 roku i obecnie jest w piątce największych odzieżowych sklepów online w Polsce. Obecnie odpowiada on za 15% udziałów sprzedaży w segmencie modowym. Redan prowadzi też sklepy internetowe Top Secret na rynkach rosyjskim i ukraińskim.

Obydwie części biznesowe Grupy posiadają niezależne od siebie centra logistyczne. Centrum obsługujące segment modowy zlokalizowane jest w Łodzi. W tym samym miejscu znajduje się również siedziba Redanu. Obsługa logistyczna segmentu dyskontowego odbywa się z magazynu zlokalizowanego w Mysłowicach. Za logistykę na rynku ukraińskim odpowiada magazyn w Kijowie, a obsługa logistyczna na terenie Rosji prowadzona jest z Moskwy.

W skład Grupy Kapitałowej na dzień 31 grudnia 2014 r. wchodzi też szereg spółek celowych odpowiedzialne m.in. za prowadzenie działalności na rynkach zagranicznych,

prowadzenie sklepów własnych części modowej oraz zarządzających nieruchomościami magazynowymi.

Strukturę Grupy przedstawia poniższy diagram.

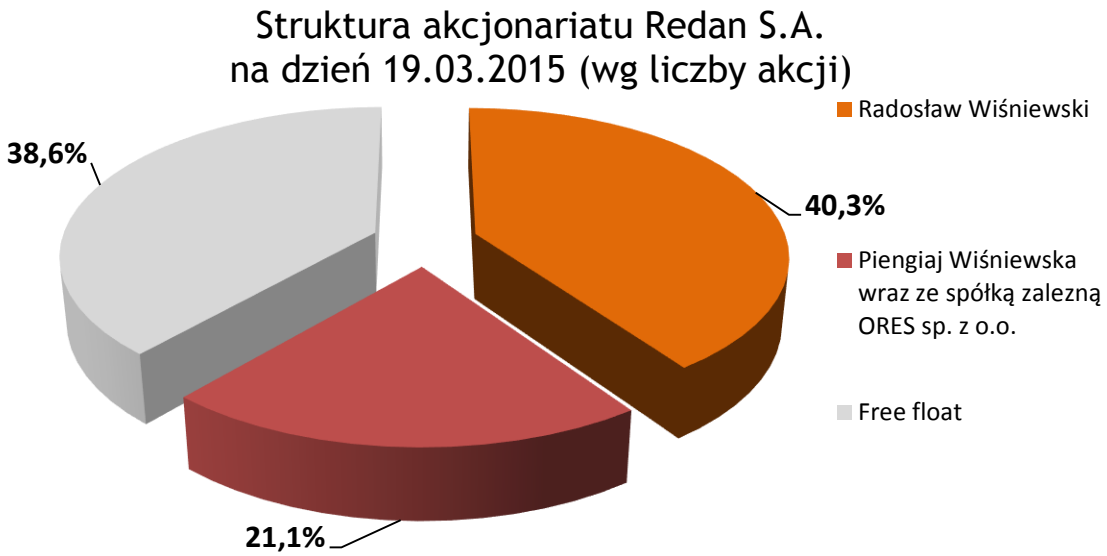


Źródło: Redan S.A.

2. Akcjonariat

Większościowym akcjonariuszem Redanu jest Radosław Wiśniewski, który posiada 40,3% wszystkich akcji. Z racji posiadania przez niego części akcji imiennych, uprzywilejowanych co do głosu, dysponuje on ilością ok. 47% głosów na Walnym Zgromadzeniu. Drugim znaczącym akcjonariuszem w Redanie jest Piengiaj Wiśniewska,

żona Radosława Wiśniewskiego, która wraz ze spółką zależną ORES sp. z o.o posiada 21,1% wszystkich akcji. Pakiet ten przekłada się na ok. 18% głosów na WZ. Żaden z pozostałych akcjonariuszy nie posiada pakietu udziałów ponad progiem 5%. Free float stanowi 38,6% wszystkich akcji. Kapitał zakładowy spółki dzieli się obecnie na 34 666 200 akcji.



Źródło: Redan S.A.

Dodatkowo, w trakcie rejestracji są jeszcze 1 043 044 akcje, które wynikają z zamiany obligacji zamiennych na akcje Redan. Obecnie jest złożony w Komisji Nadzoru Finansowego prospekt emisyjny dotyczących tych akcji. Gdy zostanie on zatwierdzony, akcje te podwyższą kapitał spółki.

3. Analiza i opis branży

W branży handlu odzieżą osiągane wyniki finansowe przez sieciowe marki zależą przede wszystkim od trzech czynników: (1) poziomu sprzedaży przypadającej na m^2 powierzchni handlowej, (2) wysokości uzyskiwanej marży handlowej, czyli różnicy pomiędzy realizowaną ceny zakupu i sprzedaży oraz (3) wysokości kosztów operacyjnych

(w tym przede wszystkim najmu lokali, wynagrodzeń). Osiągane wyniki zależą także w dużej mierze od zatowarowania sklepu (ilości i jakości), doboru właściwego mixu produktowego, wizerunku marki (pozwala sprzedawać towary z wyższą marżą), czy efektywności działań marketingowych. Analizując kwartalne wyniki finansowe należy pamiętać o występującej w branży sezonowości. Najlepszym okresem w roku kalendarzowym jest czwarty kwartał. To w nim uzyskiwane są przez spółki odzieżowe najwyższe przychody ze sprzedaży, a także najwyższe poziomy marży handlowej. Istotną kwestią są też warunki najmu lokalu uzależnione od np. rozpoznawalności marki (np. generatorzy ruchu w galeriach osiągają korzystniejsze warunki), okresu, w którym umowa została zawarta (cykle koniunkturalne wpływają na poziom czynszów) oraz możliwości ich renegocjacji. Poziom realizowanej sprzedaży uwarunkowany jest również od czynników zewnętrznych wpływających na popyt ze strony klientów. Ostatnie dane prezentowane przez GUS pokazują pozytywne tendencje w zakresie spadku bezrobocia czy wzrostu wynagrodzeń, co powinno przekładać się na wzrost wydatków konsumenckich.

Siłę i rozpoznawalność marek funkcjonujących m.in. w branży odzieży i obuwia w Polsce bada od kilku lat Rzeczpospolita. W ostatnim rankingu, który został opublikowany pod koniec listopada 2014 r. znalazły się dwie marki własne Redanu – Top Secret i Troll.

RANKING MOCY MAREK | Odzież i obuwie

Pozycja 2014	Pozycja 2013	Nazwa marki	Moc marki 2014	Moc marki 2013	Siła marki (0 – 100)	Postrzegana wartość (0 – 100)	Prestiż (0 – 100)	Postrzegana jakość (0 – 100)	Świadomość marki (0 – 100)
1	1	Reserved	477	496	65	56	79	80	50
2	2	Wólczanka	458	467	62	51	84	84	44
3	5	Gatta	451	443	61	59	83	85	25
4	3	Diverse	440	455	59	56	79	79	33
5	12	Cropp	437	423	58	55	76	76	33
6	13	Wojas	437	417	61	48	86	86	33
7	-	Próchnik	435	-	58	50	87	84	25
8	4	Lasocki	432	449	60	53	82	82	46
9	8	Vistula	432	433	58	51	85	82	31
10	6	Ochnik	429	441	57	49	87	85	16
11	16	Monnari	425	407	57	46	83	82	19
12	9	Bytom	423	429	56	54	82	84	27
13	10	House	423	429	56	55	74	75	33
14	22	Deni Cler	412	374	55	51	81	81	10
15	15	Kazar	409	410	57	43	87	85	20
16	11	Gino Rossi	408	427	57	43	88	85	27
17	21	Solar	402	382	53	47	79	76	11
18	14	Top Secret	402	417	53	55	72	74	28
19	19	Carry	400	396	53	55	65	71	22
20	17	Troll	381	398	50	59	70	73	18
21	20	Simple	380	386	50	46	74	72	12

Źródło: Rzeczpospolita

Liderem rankingu mocy marek w segmencie odzieży i obuwia w 2014 r. pozostała marka Reserved należąca do giełdowego LPP. Drugie miejsce utrzymała Wólczanka, a na trzecie awansowała Gatta. Top Secret w 2014 r. uplasował się na 18 pozycji a Troll na 20.

Część dyskontowa

Istotnym czynnikiem wpływającym na sprzedaż w sieci TXM textilmarket jest odpowiedni, dostosowany pod danego klienta mix produktowy, układ w sklepie i precyzyjnie zaadresowane działania marketingowe - skutecznym narzędziem są tu

gazetki i ulotki promocyjne, które TXM doskonali od 3 lat. W sieci TXM textilmarket uruchomienie 1 sklepu własnego to wydatek ok. 90 tys. zł na przystosowanie lokalu (umeblowanie, oświetlenie, system IT, inne). Powiększanie sieci lokali handlowych wymaga angażowania nowego kapitału obrotowego, towar do jednego sklepu to ok. 150 tys. zł na zatowarowanie, z czego jednak ok. 60% pokryte jest zobowiązaniami handlowymi. W segmencie dyskontowym w przeciwieństwie do części modowej kupowany jest gotowy produkt. Znaczna większość towaru nabywana jest u dostawców z Polski, co nie oznacza, że są to towary wyprodukowane w kraju. Natomiast poniżej 10% pochodzi bezpośrednio z importu własnego z krajów z Dalekiego Wschodu.

Część modowa

W segmencie modowym istotnym jest budowanie wizerunku i siły marki. Odbywa się to przede wszystkim poprzez komunikację z klientem m.in. w miejscu zakupowym, skuteczne zarządzanie witryną, działania marketingowe m.in. o charakterze ATL-owym, oparte o czasopisma (współpraca z większością czasopism modowych), czy program lojalnościowy (Collection Club dla klientów Top Secret obecnie ma w bazie ok. 400 tys. osób). W segmencie tym nie są obecnie otwierane nowe sklepy własne. Rozwój następuje przede wszystkim poprzez wykorzystanie modelu franczyzowego. Koszty dostosowania lokalu w tym koncepcie leżą po stronie partnera franczyzowego, a nie spółki, a wartość pierwszego zatowarowania wynosi ok. 115 tys. zł (przy powierzchni ok. 150 m^2), przy 40% udziale zobowiązań handlowych. W części modowej spółka sama odpowiada za projektowanie kolekcji, którą zleca do produkcji u dostawców w 90% pochodzących z Dalekiego Wschodu (współpraca z wachlarzem ok. 100 dostawców, z czego największa fabryka odpowiada za 3% całego importu, więc nie ma uzależnienia od dostawców). Pozostała część zamawiana jest u dostawców, głównie z Turcji i Polski. Grupa Redan nie posiada własnych zakładów produkcyjnych - jest firmą stricte handlową.

4. Analiza wyników finansowych

Poniższa tabela obrazuje syntetyczne wyniki GK Redan za okres lat 2012-2014.

Wybrane dane finansowe Grupy Redan S.A. (tys. zł)	2012 r.	2013 r.	2014 r.
Przychody ze sprzedaży	444 366	477 422	507 478
Zysk z działalności operacyjnej	-28 201	4 445	12 361
EBITDA	-18 989	12 533	19 864
Zysk brutto	-28 406	3 140	631
Zysk netto	-26 983	2 955	9 663
Aktywa ogółem	201 934	202 895	252 423
Kapitał własny	47 275	51 636	103 726
Przepływy pieniężne z dział. operacyjnej	-1 083	17 196	-9 912
Przepływy pieniężne z dział. inwestycyjnej	-10 879	-3 154	-5 073
Przepływy pieniężne z dział. finansowej	15 899	-7 098	16 432

Źródło: Redan S.A.

Rok 2012 był dla spółki niekorzystny pod względem wyników finansowych. Strata netto w tym okresie wyniosła 26,9 mln zł. Na wynik ten duży wpływ miały dokonane odpisy aktualizujące utratę wartości aktywów na łączną kwotę ponad 17 mln zł. Główną przyczyną gorszego wyniku części dyskontowej w roku 2012 był spadek marży handlowej, co było wynikiem spadku marży procentowej jak i spadkiem sprzedaży. Najważniejszymi powodami takiej sytuacji były: (1) nasilenie konkurencji (2) „zastokowanie" sklepów będące wynikiem wprowadzenia nowych asortymentów, które nie zostały dobrze przyjęte przez klientów oraz (3) nietrafione otwarcia sklepów w większych miastach. Sklepy te cechowały się też wyższymi kosztami działalności, które jednak nie przełożyły się na spodziewany wyższy poziom sprzedaży.

W segmencie modowym spółka wprowadziła lepszą jakościowo, ale jednocześnie droższą ofertę towarową, co przy pogorszeniu koniunktury odbiło się negatywnie na wielkości sprzedaży. Prowadzone działania agresywnego wsparcia sprzedaży odbiły się z kolei na poziomie osiągniętej marży. Zarząd zidentyfikował przyczyny gorszych wyników w 2012

roku, dokonał zmian strategii działania zarówno na rynku modowym jak i dyskontowym oraz przystąpił do działań konsekwentnie ją wdrażających w kolejnych okresach.

Pomiędzy styczniem a końcem grudnia 2012 r. struktura bilansu prezentowała się następująco – kapitał własny zmniejszył się z 76,5 mln zł do 48 mln zł, a kapitał obcy wzrósł z 94,2 mln zł do 149,5 mln zł. Takie niekorzystne proporcje w pasywach miały prawo budzić u wielu inwestorów obawy przed pogarszającą się sytuacją spółki.

Rok 2013 przyniósł jednak zdecydowaną poprawę. Zawarta umowa restrukturyzacyjna z bankami zapewniła stabilne finansowanie działalności. Konsekwentne wdrażanie zmodyfikowanych strategii działalności w obydwu sektorach zaowocowały pozytywnym wynikiem na poziomie netto w kwocie blisko 3 mln zł. Strategia ta w sektorze modowym polegała na dostosowaniu oferty produktowej do oczekiwań klientów zarówno w ujęciu trendowości oferowanego produktu, jego jakości oraz ceny jak i czasu jego zaoferowania, minimalizowaniu udziału nierentownych kanałów dystrybucji oraz rozwoju dochodowych obszarów (położono nacisk na rozwój kanału e-commerce oraz sieci sklepów franczyzowych, natomiast zamknięta została część sklepów własnych, które były nierentowne), pracy nad poprawą parametrów operacyjnych uzyskiwanych w sklepach oraz rygorystycznej dyscypliny kosztowej. Przeprowadzone procesy jednak jeszcze nie wystarczyły, by segment modowy stał się rentowny i rok 2013 zakończył się stratą operacyjną w kwocie 6,3 mln zł. Znacznie lepiej wynikowo w tym okresie wypadł segment dyskontowy, który wygenerował 13,1 mln zł zysku operacyjnego dzięki m.in. zmianie oferty w sklepach, „odstokowaniu" sieci i rezygnacji z asortymentów niskorotujących, optymalizacji lokalizacji (zamknięcie części sklepów przynoszących straty), dodatkowej dyscyplinie kosztowej (renegocjacje stawek czynszów, optymalizacja kosztów wynagrodzeń i PFRON) oraz wdrożeniu efektywniejszych działań marketingowych.

Rok 2014 przyniósł Grupie Redan kontynuację pozytywnych tendencji w uzyskanych wynikach finansowych. Sprzedaż była wyższa o 7,5% rok do roku i osiągnęła wartość 507,5 mln zł. Na uwagę zasługuje wzrost zysku operacyjnego, który wyniósł 12,4 mln zł wobec 4,4 mln zł rok wcześniej, co zostało osiągnięte dzięki znacznie wolniej rosnącym kosztom na tle wzrostu przychodów. Wyniki na poziomie brutto i netto wynoszące

odpowiednio 0,6 mln zł i 9,7 mln zł ujmują w sobie istotne zdarzenia jednorazowe. Należy do nich zaliczyć ujęcie w kosztach finansowych 8,7 mln zł straty na wycenie pozycji walutowej (efekt osłabienia hrywny do dolara oraz złotówki do dolara) oraz rozpoznanie +9,0 mln zł podatku dochodowego (wpływającego dodatnio na wynik), w wyniku utworzenia aktywa na odroczony podatek dochodowy.

Poniżej zaprezentowano bardziej szczegółowe wyniki Grupy Redan dla roku 2013 i 2014 z podziałem na wyniki segmentu dyskontowego i modowego.

Wyniki segmentu dyskontowego (mln zł)		
	2013 r.	2014 r.
Sprzedaż	239,1	275,9
Marża handlowa	97,2	116,1
Marża handlowa w %	40,6%	42,1%
Koszty sprzedaży i zarządu	82,0	92,5
Wynik na sprzedaży	15,2	23,6
Wynik na działalności operacyjnej	**13,1**	**21,6**
Wyniki segmentu modowego (mln zł)		
	2013 r.	2014 r.
Sprzedaż	229,7	228,1
Marża handlowa	100,2	97,3
Marża handlowa w %	43,6%	42,6%
Koszty sprzedaży i zarządu	103,8	103,4
Wynik na sprzedaży	-3,6	-6,1
Wynik segmentu przed opodatkowaniem	**-6,3**	**-7,0**

Źródło: Redan S.A.

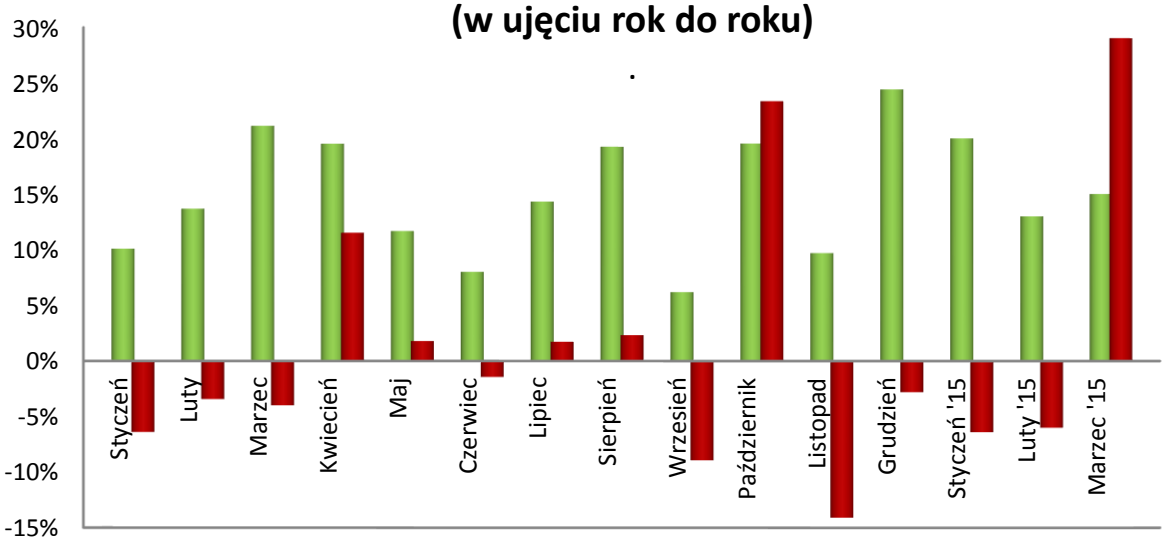
W 2014 roku bardzo dobrze wypadł segment dyskontowy. Jego core biznes jest zlokalizowany głównie w Polsce w ramach sieci sklepów własnych, W roku tym jednak inaugurację miały dwa nowe, obiecujące kanały dystrybucji: (1) sklep on-line (pierwsze w Polsce dyskontowy sklep internetowy) oraz (2) sklepy zagraniczne (pierwsze placówki zostały ostatnio otwarte w Czechach i na Słowacji). Segment dyskontowy kontynuuje dynamiczny wzrost generowanych wyników. Sprzedaż w nim osiągnęła 275,9 mln zł i była wyższa o 15,4% rok do roku. Sklepy porównywalne osiągnęły wzrost sprzedaży o 7,4%. Przy wyższych przychodach wzrosła również marża handlowa o 1,5 punktu

procentowego osiągając 42,1%. Zysk na poziomie operacyjnym wzrósł o 66% względem 2013 roku i wyniósł 21,6 mln zł. Według zarządu głównymi czynnikami poprawy jest trafny wybór oferty towarowej, efektywne akcje marketingowe oraz optymalizacja kosztów funkcjonowania, które to działania są kontynuowane od początku 2013 roku. Spółka podkreśla, że wdrażane zmiany mają charakter trwały.

Pozytywne tendencje w 2014 roku, jakie zostały zaobserwowane w części modowej na rynku polskim zostały przesłonięte przez wyniki, jakie zostały osiągnięte za granicą. Część modowa zanotowała stratę na poziomie wyniku operacyjnego 7,0 mln zł, czyli o 0,7 mln zł gorzej niż w roku poprzednim. Jednak jest to strata mniejsza niż wzrosty zysków segmentu dyskontowego. Determinującym dla negatywnego wyniku był wpływ rynków wschodnich zwłaszcza w aspekcie osłabienia walut. Działający tam segment modowy zanotował pogorszenie wyników, głównie w rezultacie dewaluacji hrywny i rubla. Dodatkowym negatywnym czynnikiem było wygenerowanie ujemnych różnic kursowych wynikających z umocnienia dolara do złotówki. Redan podjął działania ograniczające ryzyka prowadzenia działalności za granicą m.in. poprzez zmniejszenie liczby sklepów na Ukrainie, wstrzymanie rozwoju sieci sklepów w Rosji, stałe dostosowywanie cen wobec kursów walut i warunków rynkowych oraz uruchomienie sklepów outletowych celem wyprzedaży towarów z poprzednich sezonów. Działania widać już po spadku udziału sprzedaży w Rosji i na Ukrainie, z 29% w 2013 r. do 19% w 2014 r. W obecnym roku spółka zamierza jeszcze obniżyć ten udział.

Dla spółek handlowych pożądanym czynnikiem jest, by wzrost sprzedaż był wyższy od tempa przyrostu powierzchni handlowej. Poniżej prezentujemy miesięczną dynamikę sprzedaży dla całego 2014 roku i pierwszych trzech miesięcy 2015 roku.

Miesięczna dynamika sprzedaży w segmencie dyskontowym i modowym w 2014 r. i 2015 r. (w ujęciu rok do roku)



	Styczeń	Luty	Marzec	Kwiecień	Maj	Czerwiec	Lipiec	Sierpień	Wrzesień	Październik	Listopad	Grudzień	Styczeń '15	Luty '15	Marzec '15
Dyskont	10,1%	13,7%	21,1%	19,5%	11,7%	8,0%	14,3%	19,3%	6,2%	19,5%	9,7%	24,4%	20%	13%	15%
Moda**	-6,4%	-3,4%	-4,0%	11,5%	1,8%	-1,4%	1,7%	2,3%	-8,9%	23,4%	-14,1%	-2,8%	-6,4%	-6%	29%

Źródło: Redan S.A.

***tylko sprzedaż towarów*

Wprowadzone działania optymalizacyjne i zmiany owocują zwiększającą się sprzedażą łączną w poszczególnych miesiącach 2014 i 2015 roku w stosunku do porównywalnych okresów. Regularne zwyżki dynamiki sprzedaży notuje segment dyskontowy. Segment modowy bardzo widoczny wzrost dynamiki osiągnął w październiku 2014 roku oraz szczególnie w marcu 2015 roku. Z kolei w ubiegłym roku listopadowa i grudniowa ujemna wartość była pod mocnym wpływem deprecjacji hrywny i rubla. Co warto podkreślić, na polskim rynku segment modowy w ostatnich miesiącach notował istotnie dodatnie dynamiki wzrostu sprzedaży. Wartość sprzedaży towarów części modowej Top Secret na rynku polskim w marcu 2015 roku wyniosła 17 mln zł i była wyższa o 40% od osiągniętej w tym samym okresie poprzedniego roku. Z kolei przychody zrealizowane na rynkach zagranicznych wyniosły równowartość w złotych kwoty 3 mln zł i zmniejszyły się o 14% r./r. Łączna wartość sprzedaży towarów na rynku modowym Grupy Redan w

marcu 2015 r. wyniosła 20 mln zł i była wyższa o 29% od osiągniętej w marcu 2014 roku. Według zarządu spółki są to objawy wskazujące na zasadność wprowadzanych zmian oraz efekt dobrego przyjęcia wiosennej kolekcji przez klientów. Wiceprezes Redanu – Bogusz Kruszyński pytany o perspektywy rozwoju w poszczególnych segmentach podczas ostatniego czatu internetowego w marcu tego roku skomentował:

> *„Wzrosty sprzedaży będą pochodną: (i) rozwoju sieci sklepów – o ok. 10% r./r. oraz (ii) wzrostów sprzedaży w sklepach porównywalnych – to w TXM będziemy dążyć do powtórzenia wyników 2014 r. +7%, zaś w fashion naszym celem jest znaczące przekroczenie wyników 2014 r. (również było to 7%). Na poziomie marży procentowej w TXM powinien nastąpić nieznaczny wzrost, zaś w modzie – oczekujemy znacznej poprawy. Co do kosztów - nie powinny rosnąć szybciej niż sprzedaż. Na wynik będzie wpływało dodatkowo przypisanie części zysku TXM dla akcjonariuszy mniejszościowych."*

Bardzo ważnym wydarzeniem w 2014 roku było sfinalizowanie w listopadzie transakcji sprzedaży 25% akcji spółki zależnej Redanu TXM S.A. (dawniej Adesso, zarządzająca siecią TXM textilmarket) funduszowi 21 Concordia za kwotę 35 mln zł. Redan otrzymane środki w całości przeznaczył na całkowitą spłatę zobowiązań wobec instytucji finansowych (banków i obligatariuszy), które były stroną umowy restrukturyzacyjnej. Tym samym umowa ta została rozwiązana. Dodatkowo 21 Concordia skorzystała na początku kwietnia br. z przysługującej jej na podstawie umowy inwestycyjnej opcji kupna kolejnych 11% akcji TXM S.A. za kwotę 15 mln zł. Redan aktualnie dysponuje większościowymi udziałami w ilości 64%. Zarząd Redanu podkreśla, że strategicznie zamierza zachować kontrolę nad TXM S.A.

Wybrane elementy bilansu Grupy Redan S.A. (tys. zł)	31.12.2014 r.
Aktywa trwałe	**69 128**
Rzeczowe aktywa trwałe	37 239
Pozostałe aktywa niematerialne	7 234
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	22 022
Pozostałe aktywa finansowe	2 328
Aktywa obrotowe	**183 295**
Zapasy	126 773
Należności z tyt. dostaw i usług oraz pozostałe należności	27 065

Bieżące aktywa podatkowe	6 284
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	21 938
Kapitał własny	**103 726**
Zobowiązania długoterminowe	**23 198**
Długoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	22 090
Rezerwa na podatek odroczony	988
Zobowiązania krótkoterminowe	**125 499**
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	88 607
Krótkoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	15 922
Bieżące zobowiązania podatkowe	12 560
Rezerwy krótkoterminowe	2 586
Przychody przyszłych okresów	1 306
Pozostałe zobowiązania	4 518
Suma bilansowa	**252 423**

Źródło: Redan S.A.

W strukturze aktywów dominują aktywa obrotowe jak na firmę handlową przystało. Na koniec 2014 r. majątek trwały stanowił 27,4% sumy bilansowej i składał się przede wszystkim z rzeczowych aktywów trwałych (nieruchomość będąca centrum logistycznym części modowej zlokalizowana w Łodzi, nakłady na inwestycje w obcych obiektach – lokalach handlowych i ich wyposażenie oraz maszyny i urządzenia wraz ze środkami transportu), wartości niematerialnych (oprogramowanie i licencje m.in. wdrażanego obecnie w Grupie systemu informatycznego wspomagającego zarządzanie SAP), pozostałych aktywów finansowych (różnego rodzaju kaucje zdeponowane w ramach zabezpieczenia sklepowych umów najmu) oraz aktywa z tytułu podatku odroczonego. Majątek obrotowy o wartości 183,3 mln zł to przede wszystkim zapasy (126,8 mln zł), którymi są w niemal całości towary służące do zatowarowania sklepów. Warto podkreślić, że wartość zapasów wzrosła w grupie kapitałowej o 10,3 mln zł w ciągu poprzedniego roku, co może przekładać się w większym stopniu na zatowarowanie półek sklepowych oraz wzrost łącznej powierzchni sieci handlowej. Spółka dodaje też, że wzrost zapasów wywodzi się z szybszych dostaw kolekcji modowych niż w 2013 roku. Stan środków pieniężnych na rachunkach spółki wyniósł 21,9 mln zł z końcem 2014 roku.

Po stronie pasywów w perspektywie ubiegłego roku znacznie wzrosła wartość i udział w strukturze kapitałów własnych, które według ostatniego dnia bilansowego miały wartość 103,7 mln zł wobec 51,6 mln zł na koniec 2013 roku. Jest to w dużej mierze efekt

wykazania tylko w bilansie (a nie w rachunku wyników za rok 2014) zysku na sprzedaży 25,12% udziałów w spółce zależnej TXM oraz zarejestrowanie podwyższenia kapitału Redan S.A. o akcje serii T o wartości 7,7 mln zł. W zobowiązaniach długoterminowych dominowały długoterminowe kredyty na kwotę 22,1 mln zł. Z kolei krótkoterminowa część kredytów miała wartość 15,9 mln zł, co daje łączną wartość długu oprocentowanego 38 mln zł. Po uwzględnieniu środków pieniężnych dług netto opiewał na 16,1 mln zł na ostatni dzień grudnia 2014 roku. W zobowiązaniach krótkoterminowych największą pozycją były zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania wynoszące 88,6 mln zł. Struktura kapitału obrotowego, z jaką mamy do czynienia w bilansie Redanu, czyli wysoka wartość zobowiązań handlowych przy niskim stanie należności handlowych, a wysokiej wartości zapasów oznacza, że spółka kupuje od dostawców towary z odroczonym terminem płatności, oferuje je w swoich sklepach klientom i sprzedaje im je za gotówkę. Jest to typowa struktura dla firm zajmujących się handlem detalicznym.

5. Ocena przyszłych wyników

Po spłacie przez Redan „starych" długów i rozwiązaniu umowy restrukturyzacyjnej, Grupa uzyskała nowe finansowanie dłużne. W listopadzie 2014 r. TXM zawarł z Alior Bankiem umowy finansowe o łącznej wartości 40 mln zł. Z kolei w grudniu 2014 r. podpisana została umowa o linię na akredytywa o wartości 7 mln USD. Obydwa źródła nowego kapitału zapewniają finansowanie obecnych planów rozwojowych. Na koniec 2014 r. Zarząd określał, że Grupa Kapitałowa dysponowała kapitałem w kwocie 32 mln zł. Miał być on przeznaczony m.in. na zwiększenie majątku obrotowego TXM, wymianę systemu wspomagającego zarządzanie - SAP, inwestycje w segmencie modowym – głównie na zwiększenie majątku obrotowego. Ma to się przełożyć na uzyskiwanie wyższej marży m.in. poprzez efekt szybszych płatności za towar przekładający się na niższe jego ceny.

Na 2015 r. plany rozwojowe w segmencie dyskontowym, zakładają otwarcie 50 nowych sklepów TXM textilmarket w połowie w kraju i zagranicą (Czechy, Słowacja, Rumunia). Dla przykładu w 2014 roku sieć powiększyła się o 40 sklepów. Nieustannie spółka pracuje

nad uatrakcyjnieniem oferty towarowej oraz dba o dużą rotację nowych modeli i wzorów. Przedstawiciele TXM deklarują, że prowadzą bardzo restrykcyjną politykę kontroli kosztów oraz konsekwentnie realizują założenia polityki zakupowej. Duże nadzieje wiązane są też z rozwojem sprzedaży w kanale internetowym (www.txm24.pl), który w ostatnich miesiącach znacznie przekracza założenia. Zarząd twierdzi, że realizowane działania przełożą się na dalszy intensywny wzrost sprzedaży i marży w sklepach porównywalnych. Rozszerzone w tym roku nakłady na marketing zakładają m.in. emisję reklamy telewizyjnej TXM textilmarket w kwietniu.

Zarząd Redanu jest pewny, że wartość TXM S.A. będzie rosła wraz z osiąganiem coraz lepszych wyników finansowych tej spółki. Przedstawiciele 21 Concordia jako nowy udziałowiec będą czynnie wspierali rozwój sieci poprzez wprowadzenie dwóch swoich przedstawicieli do Rady Nadzorczej. Umowa inwestycyjna z funduszem przewiduje również debiut giełdowy TXM S.A. w terminie do końca 2015 roku (prospekt emisyjny ma być złożony w połowie tego roku). Przy tej okazji TXM zamierza pozyskać nowe środki, które mają zapewnić finansowanie rozwoju na kolejne 2-3 lata i będą w całości przeznaczone na rozwój sieci TXM textilmarket. Można spodziewać się, że po emisji tempo rozwoju sieci dyskontowej jeszcze się zwiększy.

W toku jest również proces zmian w segmencie modowym, którego wyniki ulegają poprawie, ale dotychczas w nie do końca zadawalającym tempie. Kontynuowany jest zatem proces lepszego dostosowania kolekcji „do klienta". W praktyce zmiany w kolekcjach wymagają sporo czasu (nawet do 18 miesięcy) od momentu pierwszych kroków do finalnej sprzedaży nowego towaru. Z racji rozpoczęcia tego procesu na początku 2013 r., pierwsze kolekcje po zmianach są oferowane w sklepach od kolekcji jesienno-zimowej 2014 r. Obecnie wprowadzona kolekcja wiosna/lato 2015 według wypowiedzi przedstawicieli spółki sprzedaje się dobrze, co znajduje potwierdzenie w wynikach sprzedażowych części modowej za marzec 2015 roku. Podkreślają oni też wprowadzenie zmian w sposobie zarządzania zapasami, a po intensyfikacji działań marketingowych oczekują wzrostu rozpoznawalności marki Top Secret i przyciągnięcie nowych klientów do sklepów. Zarządzający dbają też o sprzedaż większej części towarów w pierwszych cenach. Wdrażany jest nowy koncept sklepów marki Top Secret – zmianie podlega wygląd sklepu i jego układ. Wszystkie nowe sklepy otwierane od ok.

półtora roku funkcjonują w nowym koncepcie. Obecnie zmiany obejmują 60% sieci. Sieć sprzedaży w tym roku ma się zwiększyć o około 20 nowych sklepów franczyzowych w Polsce. Z kolei zamknięciom będą podlegać lokalizacje o najsłabszych wynikach. Zapowiedziane ograniczanie sieci sprzedaży na Wschodzie jest dla spółki bez kosztowe ze względu na franczyzowy model działalności. Celem segmentu modowego na ten rok jest osiągnięcie marży handlowej na poziomie 50% w Polsce. O perspektywach segmentu modowego w liście do akcjonariuszy w raporcie rocznym za 2014 rok Wiceprezes Redanu Bogusz Kruszyński napisał:

> *„ (…) kluczowe znaczenie dla rezultatów fashion będzie miał wynik wypracowany w Polsce. Na tym zaś rynku już w 2014 r. zanotowaliśmy ponad 50% wzrost zysku przed opodatkowaniem. Tendencja ta będzie utrzymana, gdyż jest efektem zmian w zakresie tworzenia kolekcji, zatowarowania oraz zarządzania jej sprzedażą. Dodatkowo w 2015 r. zwiększymy skalę działań promocyjnych, dzięki którym wzrośnie rozpoznawalność marki Top Secret w Polsce. Razem, cały pakiet powyższych działań spowoduje, że zaczniemy na części modowej zarabiać. To na pewno bardzo szybko spowoduje wzrost wartości akcji Redan."*

W okresie czwartego kwartału 2014 r., a dokładnie w październiku, spółka TXM SA nabyła prawa ochronne do znaku „TXM textilmarket" (jeszcze przed transakcją sprzedaży 25% akcji przez Redan do funduszu 21 Concordia). Znak ten został wyceniony na kwotę 54,5 mln zł. W listopadzie natomiast Top Sercet Sp. z o.o. nabyła prawa do znaków „Top Secret", „Drywash" i „Troll". Ich wyceny wyniosły odpowiednio 31,4 mln zł, 2,8 mln zł oraz 1,2 mln zł. Poszczególne wyceny zostały sporządzone przez rzeczoznawców. Znaki te podlegają obecnie amortyzacji podatkowej.

Ciążące mocno wynikom finansowym w 2014 roku różnice kursowe (-8,7 mln zł) powinny mieć potencjalnie o wiele mniejszy wpływ w obecnym roku. Redan istotnie zmniejszył ekspozycję na ryzyko walutowe. Obecne otwarte pozycje dotyczące pary walutowej hrywna/dolar amerykański to około 300 tys. USD, natomiast ekspozycja na rubla prawie zniknęła. Od lutego 2015 r. wdrożona została aktywna strategia zabezpieczania

ekspozycji walutowej mająca na celu w pierwszej kolejności ograniczenie wpływu wahań kursowych na parę PLN/USD.

Redan nie przedstawił żadnych planów w zakresie potencjalnych akwizycji. W opinii zarządu jednym z warunków koniecznych zanim ewentualnie takie możliwości będą rozpatrywane jest uzyskanie trwałej rentowności segmentu modowego.

6. Analiza wskaźnikowa

W tabeli poniżej przedstawiono wybrane wskaźniki finansowe i rynkowe dla Grupy Redan na koniec grudnia 2014 roku.

Wybrane wskaźniki dla spółki Redan S.A.	
Dług netto	16,1 mln zł
Dług netto / EBITDA	0,81
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,59
Wskaźnik płynności bieżącej	1,5
ROA	3,8%
ROE	8,7%
Rentowność operacyjna	2,5%
Rentowność netto	1,9%
C/WK	1,35
C/Z	14
Kapitalizacja (na dzień 29.04.2015)	ok. 140 mln zł

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Redan S.A.

Poziom zadłużenia oprocentowanego pomniejszony o stan środków pieniężnych wyniósł na koniec 2014 roku 16,1 mln zł. To oznacza znaczący jego spadek, gdyż na koniec września 2014 r. wynosił jeszcze 45,9 mln zł. Dług netto do zysku EBITDA na ostatni dzień bilansowy przyjmował poziom 0,81 wobec 2,3 na koniec 3q2014. Po transakcji sprzedaży części udziałów w TXM oraz pozyskaniu nowych kredytów przez TXM, Redan w listopadzie 2014 r. spłacił „stare" długi wobec banków i wykupił wszystkie wyemitowane obligacje. Wskaźnik ogólnego zadłużenia również zniżkował na koniec poprzedniego roku

do 0,59. Mimo to wysokość wskaźnika wciąż przekracza wartości optymalne określane w literaturze ekonomicznej (0,5). Pewne usprawiedliwienie wyższych wartości tego wskaźnika mają firmy stricte handlowe, które wielkość zapasów finansują kredytem kupieckim, czyli zobowiązaniami krótkoterminowymi, a do ich działalności nie są wymagane aktywa trwałe o dużej wartości. Wskaźnik płynności bieżącej wynoszący 1,5 zmieścił się w wartości optymalnych (1,2-2,0). Rentowność uwzględniająca zysk netto wobec kapitałów własnych, aktywów ogółem czy przychodów ze sprzedaży przyjmuje odpowiednio poziomy 8,7%, 3,8% i 1,9%. Należy jednak pamiętać, że wynik netto był zaburzony znaczącymi zdarzeniami jednorazowymi. Mniej narażony na nie wskaźnik rentowności na poziomie operacyjnym w 2014 roku zwyżkował do 2,5% wobec 0,9% w 2013 roku. Wskaźniki rynkowe dla Redanu wynoszą na dzień 29 kwietnia 2015 roku odpowiednia C/WK 1,35 i C/Z 14. Kapitalizacja na ten sam dzień wyniosła około 140 mln zł.

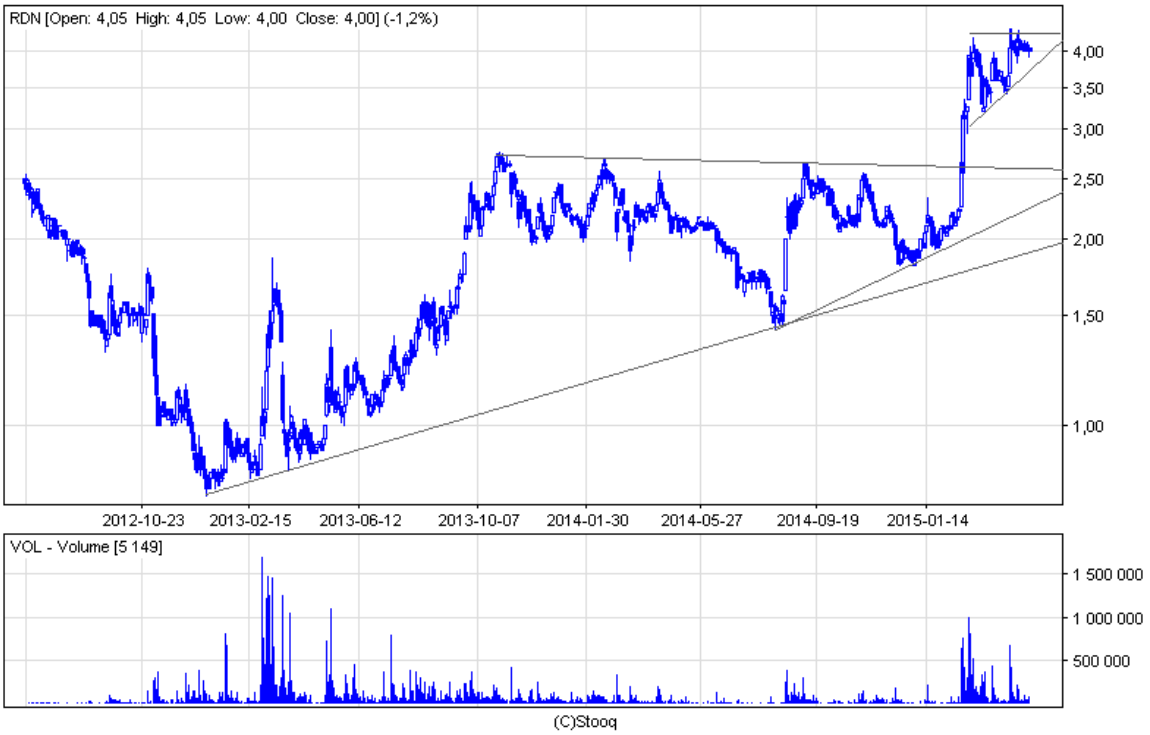
Ciekawie wygląda zestawienie liczb biorąc pod uwagę transakcję sprzedaży 25% udziałów w TXM. Z przeliczenia ceny transakcyjnej na 100% udziałów TXM wynika, że całe TXM zostało wycenione w listopadzie 2014 roku na 140 mln zł. Obecna kapitalizacja Redanu to właśnie ok. 140 mln zł. W następujący sposób o potencjalnej wartości akcji Redanu mówił wiceprezes spółki Bogusz Kruszyński podczas czatu internetowego organizowanego przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych w marcu bieżącego roku:

> *„Oceniam w uproszczeniu, że dziś TXM jest wart ok. 10-12 razy EBITDA. To oznacza ok. 240-250 mln zł. Bliżej końca roku, gdy będziemy widzieć większą EBITDA – wycena wzrośnie, o ile mnożniki na rynku się nie zmienią. Oczywiście dziś akcje TXM są więcej warte niż w połowie 2014 r., gdyż EBITDA za 12 poprzedzających m-cy wzrosła."*
>
> *„Patrząc na wyceny TXM kurs akcji Redan nadal jest niedowartościowany. Zgadzam się, że niewiadoma w postaci wyników części modowej może powodować to niedowartościowanie. Mam nadzieję, że wyniki Top Secret w tym roku udowodnią, że będziemy na tym biznesie zarabiać. To powinno skasować to niedoszacowanie."*

„Sam TXM jest wart ok. 240-250 mln zł. Rynek przyjmuje jakieś dyskonto ze względu na Fashion. Ja go nie przyjmuję. To wskazuje na wycenę akcji Redan na poziomie ok. 7 zł. Ale to oczywiście ocena prezesa."

7. Analiza techniczna

Jeszcze na początku 2013 r. akcje Redanu były notowane poniżej wartości 1 zł. Poprawiające się wyniki od 2013 r. dały fundamenty do odbicia cen akcji od historycznych minimów, a informacja o zawarciu umowy dotyczącej sprzedaży 25% akcji TXM zaowocowała na przełomie sierpnia i września 2014 roku wzrostem cen akcji z poziomów okolic 1,5 zł do 2,6 zł.. Obecnie na wykresie ukształtowała się średnioterminowa linia trendu wzrostowego, który trwa od stycznia 2013 r. W krótkim terminie kurs pozostaje w trendzie rosnącym, a ostatnie wyznaczone maksimum wynosi 4,35 zł. Wsparciem obecnie jest poziom około 2,50 zł a następnie 2,20 i 1,95 zł.



Źródło: http://stooq.com

8. Podsumowanie raportu i wnioski

Grupa Kapitałowa Redan jest jedną z wiodących polskich firm zajmujących się projektowaniem oraz dystrybucją odzieży. Spółka prowadzi działalność poprzez dwa niezależne segmenty – dyskontowy i modowy. Za ten pierwszy odpowiada sieć sklepów dyskontowych pod marką TXM textilmarket. Segment modowy reprezentowany jest przez marki Top Secret, Troll i Drywash. Na koniec 2014 roku sieć handlowa całej Grupy liczyła 669 lokali handlowych.

Wyniki finansowe Grupy Redan za 2014 rok pokazały 7,5% wzrost sprzedaży i poprawę na generowanym zysku operacyjnym i EBITDA. Na poziomie zysku brutto i netto ciążyły istotne zdarzenia jednorazowe, do których przede wszystkim zaliczymy ujemne różnice kursowe (8,7 mln zł) oraz utworzenie aktywa na odroczony podatek dochodowy (12,7 mln zł). Istotną poprawę wyników osiągnął w ostatnim czasie segment dyskontowy, który wykazuje wyraźne tendencje wzrostowe zarówno w zakresie sprzedaży jak i poziomu marży handlowej. W segmencie modowym poprawę wyników uniemożliwiła sytuacja geopolityczna na Ukrainie i w Rosji, jednak widoczna jest tu znacząc poprawa wyniku na rynku krajowym. Przy utrzymaniu pozytywnych tendencji segmentu dyskontowego i odwróceniu tendencji w segmencie modowym Grupa Redan może wykazać poprawę wyników finansowych. Zarząd Redanu twierdzi, że poczynione zmiany i optymalizacje kosztowe w obydwu segmentach zaowocują lepszymi wynikami w przyszłości. Do najważniejszych procesów optymalizacyjnych należy zaliczyć zmiany w produkcie i ofercie asortymentowej dla Klienta, poprawę sprawności operacyjnej, dążenie do poprawy marży poprzez poprawę cen zakupu towarów i zmiany w strukturze finansowania. Przeniesienie w czwartym kwartale 2014 r. marek własnych do spółek zależnych wygeneruje oszczędności podatkowe w wysokości po ok. 3,3 mln zł rocznie w kolejnych 5 latach.

Analiza wskaźników finansowych zgodnie z ostatnim sprawozdaniem finansowym za 2014 rok wykazała wzrost poziomów rentowności, obniżony poziom zadłużenia oraz zadowalający poziom płynności. Kondycja finansowa Grupy Redan uległa znacznej poprawie po sprzedaży mniejszościowego pakietu udziałów w zależnej spółce TXM. Dzięki temu spółka spłaciła „stare" długi wobec banków, wykupiła wszystkie

wyemitowane obligacje i tym samym rozwiązała umowę restrukturyzacyjną z wierzycielami. Jednocześnie Grupa pozyskała nowe finansowanie, które zostanie przeznaczone na realizację inwestycji. Zarząd Redanu twierdzi, że zyski spółki będą rosły w kolejnych okresach. Spółka ma możliwość pozyskania kapitału przy okazji debiutu TXM na giełdzie pod koniec obecnego roku. Nowe środki mają zostać przeznaczone na zdynamizowanie rozwoju w kolejnych okresach.

Rafał Irzyński

Główny analityk SII

rirzynski@sii.org.pl

Autorzy niniejszej opinii nie są powiązani w żaden sposób z Emitentem. Inwestor powinien mieć na uwadze, że w ciągu ostatnich 12 miesięcy SII świadczyło usługi z zakresu relacji inwestorskich spółce Redan S.A. Stowarzyszenie nie wyklucza także w przyszłości złożenia oferty świadczenia podobnych usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Treść powyższej analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autorów i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Zgodnie z powyższym Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autorzy nie ponoszą jakiejkolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na podstawie niniejszych komentarzy i analiz.