

## Oferta publiczna NEONET S.A.

# Ile jest wart Neonet?

### Po pierwsze, otoczenie

Neonet w rzeczywistości posiada zaledwie sto kilkanaście sklepów. Reszta sklepów działa na zasadzie franczyzy. Nawet DI BRE Banku zwrócił uwagę na umiarkowaną korzyść z franczyzy, czyli głównie korzyść ze zwiększenia skali zakupów dokonywanych przez spółkę i możliwość wynegocjowania większych rabatów. Franczyzobiorcy są luźno związani ze swoim patronem i w przyszłości mogą rozejrzeć się za innymi rozwiązaniami, wszystko wskazuje na to, że nie będą musieli specjalnie szukać.

Spółka powinna się spodziewać, iż potentaci na rynku AGD wykorzystają swoje przewagi konkurencyjne. Media Markt i inni mega-hurtownicy w naturalny sposób stworzą sieci franczyzowe w małych miastach i na wsi. Zrobią to szybko i tanio, sklepy niezrzeszone ustawią się w kolejki. Media Markt praktycznie beznakładowo może wejść na rynek małych miast i wsi. Media Markt już się przygotowuje do poszerzenia rynku. Trudno się dziwić aby firmy wielkości Media Markt, reklamujące się w ogólnokrajowych mediach nie zorganizowały sieci franczyzowej w niewielkich miastach i na wsi. Reklama już dociera do przyszłych klientów i buduje markę. Do wejścia na polski rynek przygotowuje się międzynarodowa sieć Dixons. Neonet zakłada, że globalni gracze nie będą z nimi konkurować, czyli za pewne mieliby konkurować głównie ze sobą. Jest to błędne przekonanie. Plany Dixonsa obejmują także średnie miasta, poza tym dłaczego Media Markt, Dixons lub inna sieć miałyby być przewidywalne dla konkurencji? Rynek pokazuje, iż globalni gracze są zainteresowani wykorzystaniem swojej marki nawet w niszowych segmentach. Np. Yahoo przygotowuje polski content, google wprowadza polskojęzyczną obsługę poczty. Konkurencja wymaga maksymalizowanie zysków płynących np. z rozpoznawalności marki.

Sieci podobne do Neonet praktycznie nie mają szans z takimi markami jak Media Markt:

- przewaga kapitałowa i niskie koszty finansowania towarów,
- skala działalności i cena po jakiej kupują towary (sieć europejska)
- zaufanie klientów do wielkich marek.

Model jaki proponuje Neonet może był dobry w 1995 r. ale nie w 2005. Sieci typu Neonet zdają sobie z tego sprawę i na przykład rezygnują z rozbudowy sieci sprzedaży. Neonet także widzi jaki jest kierunek rozwoju rynku i „poszedł w emisję”.

Sieci AGD mają szansę w wąskiej specjalizacji, to jednak już nie taka skala działalności. I co najważniejsze wyspecjalizowane sieci będą powstawać ale nie tam gdzie ulokował się Neonet.

Neonet jest w takim miejscu, w którym zaraz będzie Media Markt lub inna sieć o skali europejskiej. Klienci Neonet oczekują tego co zagwarantuje im przysłowiowy Media Markt (niskie ceny, podstawowe produkty).

Biorąc pod uwagę zadłużenie Neonet i plany Media Markt oraz innych sieci uważam, że inwestycja jest co najmniej skrajnie ryzykowna.

Ponadto porównując same polskie sieci, wyraźnie widać przewagę Avans, który dysponuje 600 sklepami, w tym ponad połowa to sklepy własne, gdy Neonet posiada 358 wszystkich sklepów z których zaledwie nieco ponad 100 to sklepy własne. Także MARS posiada około 350 własnych sklepów.

Ponadto wydaje się, iż Neonet bagatelizuje nowe kanały dystrybucji jakimi jest na przykład sprzedaż przez internet (w tym za pośrednictwem Allegro i polskiego e-bay). Należy także zwrócić uwagę, iż świadomość marki Neonet wśród klientów jest znacznie niższa od Media Markt ale nawet polskie sieci jak Euro, Avans wydaje się, iż deklasują rywala.

### **Polityka zapasów**

Zapasy Neonet wzrosły w 2004 ponad proporcjonalnie w stosunku do roku 2003r.

Wzrost zapasów wyższy niż odpowiadający wzrostowi sprzedaży wyniósł 28 mln zł dla spółki Neonet i 17,2 mln licząc według załączonych do prospektu sprawozdań proforma Neonet.

Wydaje się, iż ten ponad proporcjonalny wzrost zapasów o 28 mln mógł dać spółce kilka milionów extra zysku na papierze. Specyfiką branży są bonusy na koniec roku uzależnione od wielkości całorocznej sprzedaży. Czyli większy bonus odnosił się procentowo nie tylko do kwoty 28 mln ale do kwoty kilka-kilkunastokrotnie wyższej. Dla dostawcy ponadnormatywny wzrost sprzedaży to bardzo dobra wiadomość i potrafi ją premiować extra bonusem (dla dostawcy to de facto przekroczenie planu! – co dla każdego działu sprzedaży AGD jest najważniejsze, firmy produkcyjne też mają koszty stałe, nie mówiąc o znaczeniu udziału w rynku, upowszechnianiu marki – te korzyści procentują w przyszłości).

Spółka Neonet tłumaczy, iż właśnie za rok 2004 zmieniła zasady rozliczania bonusów. I tak bonus od niesprzedanych zapasów w większości pomniejsza wartość tych zapasów. Wpływ bonusu na zysk netto przenosi się więc na następny okres – o czym dalej.

Tłumaczenie spółki jednej rzeczy nie wyjaśnia, mianowicie – należy przypuszczać – iż, bonusy nie są liczone w sposób proporcjonalny do osiągniętej sprzedaży, lecz polityka bonusów premiuje wzrost sprzedaży. Przekroczenie danych poziomów sprzedaży to dodatkowe pieniądze w postaci wyższego procentowo bonusu liczonego od całej sprzedaży lub od nadwyżki sprzedaży. Brak jest tych informacji w prospekcie. Gdyby procentowa wartość bonusu nie zależała od wielkości wygenerowanej sprzedaży to sens stosowania takiego rozwiązania przez dostawców byłby niewielki. Należy więc przypuszczać, iż wzrost zapasów ponadproporcjonalny w stosunku do sprzedaży aż o 28 mln złotych miał znaczący wpływ na wartość bonusów. Zwiększone zapasy i zakupy przez Neonet w roku 2004

Ponadto, należy przypuszczać, iż extra bonusy za 2004, w tym w wyniku wzrostu zapasów, będą miały wpływ na rozwiązania zastosowane przez dostawców w 2005 – dane wyjściowe będą znacznie wyższe, czyli spółka nie przekroczy oczekiwanej przez dostawców wartości sprzedaży. Jest jeszcze jedna rzecz, Neonet w 2004 wygenerował znaczną sprzedaż przez podmioty z którymi blisko współpracował (stąd i wyniki proforma w prospekcie), a które nabył w 2005 r. I to może być główny powód uzyskania przez Neonet w 2004 zwiększonych (ponad oczekiwania dostawców) bonusów. Jednak to ma taki skutek, iż baza wyjściowa dla umów na 2005 rok jest bardzo wysoka (i takie oczekiwania dostawców). Widząc politykę zgromadzenia wysokich zapasów na koniec 2004 spółce mogło bardzo zależeć na zaskoczeniu dostawców skalą zrealizowanej sprzedaży.

Ponadto, zwiększone zapasy i zakupy przez Neonet w roku 2004 będą miały ogromny wpływ na wynik roku 2005 - co spowoduje realizację jeszcze mniejszych bonusów.

Spółka podała, iż zmieniła zasady rozliczania bonusów, wartość zapasów na koniec 2004 r. została pomniejszona o przypadające na te towary bonusy. Zapasy z końca 2004 były sprzedawane w I kwartale 2005. Czyli gdyby nie zmiana polityki bonusów wynik finansowy za I kwartał 2005 byłby jeszcze gorszy. Neonet za I kwartał osiągnął stratę w wysokości 995. tys zł. Należy przypuszczać, iż gdyby nie zmiana zasad rozliczania bonusów strata netto wyniosłaby kilka milionów złotych. O czym należy wnioskować po informacji zawartej na str 189 prospektu, we wstępie do sprawozdania finansowego części: „opis przyjętych zasad (polityki) rachunkowości, w tym metod wyceny aktywów i pasywów oraz przychodów o kosztów, ustalenia wyniku finansowego oraz sposobu sporządzenia sprawozdania finansowego i danych porównywalnych ”. Tak się składa, iż zasadniczy efekt zmiany rozliczania bonusów przypada na ostatnie wyniki spółki przed emisją...

### Jednorazowe okoliczności

Zmiana rozliczania bonusów i wysoki poziom zapasów to nie jedyne jednorazowe okoliczności wpływające na wynik finansowy.

Zysk netto za 2004 rok zawyża o ponad 2 mln złotych transakcja na nieruchomości pomiędzy Neonet, a głównym akcjonariuszem Neonet (według MSR sztuczna transakcja).

Na wynik wpływa też rozwiązanie rezerwy na amortyzację środków trwałych PFRON w wysokości 1,7 mln.

Jednorazowe okoliczności (nadzwyczaj specyficzne) wpływające na wynik powodują, iż bez ich udziału z zysku w wysokości ponad 9 mln zł za 2004 może niewiele pozostać. Natomiast strata za I kwartał 2005 powinna wzrosnąć kilkakrotnie.

### Transakcje z głównym udziałowcem

11 lutego 2005 Neonet nabywa udziały Agencji Reklamowej XXL Sp. z o.o. za 59 tys. PLN. Natomiast wartość kapitałów własnych tej spółki to minus 190 tys PLN. Co ciekawsze AR XXL ma zobowiązania wobec Neonet. Czyżby emitent nabył XXL aby spółka ta zarobiła w lepszych czasach (po emisji) na współpracy z emitentem i mogła spłacić zobowiązania ...emitentowi.

Należy dodać, że udziały w AR XXL Neonet odkupuje od ...głównego akcjonariusza Neonet i osób powiązanych z głównym akcjonariuszem Neonet.

### Ile jest wart Neonet?

Analiza porównawcza na podstawie transakcji zakupu 40% udziałów ELBIS Sp. z o.o.

Dane porównawcze obu podmiotów można znaleźć na stronie 183 prospektu:

Dane ze sprawozdań finansowych za okres od 01.01.2004 do 31.12.2004	Przychody ze sprzedaży i operacji finansowych	Aktywa	Kapitał własny	Zysk netto
NEONET S.A.	412 000	218 772	22 064	9 435
ELBIS Sp. z o.o.	22 390	5 702	661	339
Procentowy udział wartości dla ELBIS Sp. z o.o. w wartości dla NEONET S.A.	<b>5,43%</b>	<b>2,61%</b>	<b>3,00%</b>	<b>3,59%</b>

Kapitał własny do aktywów jest znacznie wyższy w spółce ELBIS.

Zysk netto w stosunku do aktywów, jak i kapitałów własnych, także jest wyższy w spółce ELBIS. Również przychody do aktywów są wyższe w spółce ELBIS.

Z przytoczonych danych wynika, iż ROA (zwrot z aktywów), jak i ROE (zwrot z kapitałów własnych) jest znacznie wyższy dla spółki ELBIS.

Wartość 40% ELBIS została wyceniona na 60 tys. PLN. Czyli wartość rynkowa całej spółki to około 150 tys. PLN.

Wartość porównawcza Neonetu wynosi na podstawie wartości:

- aktywów – 5,7 mln
- kapitałów własnych – 5 mln
- zysku netto – 4,2 mln
- przychodów – 2,7 mln

Średnia arytmetyczna to 4,4 mln – czyli ponad 10 krotnie mniej niż przy wycenie 8 złotych za akcję (8 zł to najniższa cena z widełek). 8 zł, a 80 groszy za akcję to jednak różnica.

Zostało przyjęte, iż sprawozdania Neonetu i ELBIS są wiarygodne i oddają wartość aktywów w sposób rzetelny. Jak również przyjęte zostało założenie - zgodnie z postulatem transparentności - że pomiędzy spółkami (gdzie jedna ma status spółki publicznej, a dane drugiej pochodzą z prospektu emisyjnego pierwszej) nie mają zastosowania ceny transferowe, bądź inne nierynkowe przemieszczenia aktywów.

Neonet uważa, iż nie można go porównywać z ELBIS gdyż jest 20-30 krotnie większy. Porównanie jednak uwzględnia skalę działalności. Skala działalności powinna odzwierciedlać się na przykład w wynikach finansowych, efektywności operacyjnej, zyskowności, etc. I porównanie cen transakcji jest jak najbardziej na miejscu, gdyż właśnie jest oparte na tych zmiennych. Warto zauważyć, iż obie spółki charakteryzują podobne relacje udziału kapitałów własnych, sprzedaży do wyniku, wyniku do aktywów. Są to jak najbardziej porównywalne spółki. Skala Neonet powinna przynosić mu większe korzyści., np. w postaci zyskowności. Jednak tego nie widać, zwłaszcza uwzględniając transakcje jednorazowe Neonet.

Zupełnie inna rzecz budzi wątpliwości, wycena spółki ELBIS została dokonana poniżej jej ...zysku netto za 2004 rok. I to wszystko na podstawie informacji, które powinny być rzetelne. Raczej spodziewałem się, że Neonet wskaże inną przyczynę, która mogłaby cokolwiek wyjaśniać, np. wypłatę dywidendy. Spółki aż się proszą o porównanie, ta sama branża, podobne wskaźniki. To pokazuje z jaką rezerwą należy podchodzić do danych finansowych zawartych w prospekcie.

Jarosław Supłacz

12 lipiec 2005

© POLANDSECURITIES.COM

Adres Redakcji i Wydawcy:  
ul. Szarych Szeregów 18/20, 09-409 Płock  
Redaktor naczelny i Wydawca:  
Jarosław Supłacz  
Miejsce i data wydania:  
Płock, 12.07.2005