



Dom Maklerski BDM S.A.

EUROCASH

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 38,0 PLN

10 SIERPNIA 2015

Od marca kurs akcji Eurocash uległ znacznej odbudowie i obecnie znajduje się na pułapach z czerwca ubiegłego roku. W naszej ocenie jest to efekt polepszającego się otoczenia makroekonomicznego, szczególnie odczytów inflacji (obecnie deflacja wynosi 0,8%; poprawa o 0,6 p.p. względem stycznia). Uważamy, że w cenie są uwzględnione także pozostałe pozytywne czynniki – poprawa rentowności operacyjnej w Tradisie, prowadzone działania mające na celu obniżenie kosztów SG&A, spadek zadłużenia czy spodziewany bardzo dobry cash flow operacyjny w '15 (głównie efekt skrócenia rotacji zapasów wyrażonej w dniach). Naszym zdaniem pozytywnie na inwestorów zadziałał również odczyt sprzedaży Ifl dla Biedronki, który wyniósł 2,4% (jest to spadek względem odczytu z 1Q'15 o 0,5 p.p.; według nas Eurocash może przedstawić odczyt słabszy o kilka pkt. procentowych). Sądzymy natomiast, że pozostała część '15 oraz początek '16 może przynieść kilka negatywnych aspektów. Przede wszystkim na wynikach grupy bardzo mocno powinna odbijać się cały czas presja produkcyjna oraz negatywny mix sprzedażowy. Rentowność produktów impulsowych i wyrobów tytoniowych kształtuje się na poziomie 2,0-2,5% i po podpisaniu umowy z Kolporterem odpowiada za ok. 30% przychodów (pułap utrzymujemy na zbliżonym poziomie w naszym modelu). Tym samym szacujemy, że ubytek marży brutto ze sprzedaży w '15 wyniesie ok. 0,6-0,8 p.p. r/r, a w perspektywie kolejnych lat zakładamy wzrost do 10,3% (wpływ poprawy efektywności Tradisu). Zwracamy również uwagę, że efekty akwizycji nie przełożyły się do tej pory w pełnym wymiarze na wyniki finansowe Eurocash. Spółka jest notowana z istotną premią dla wskaźnika EV/EBITDA względem grupy porównawczej (ok. 40% w latach 2015-17), a także w odniesieniu do Jeronimo Martins, które jest liderem rynku. W naszej opinii premia ta jest nieuzasadniona – generowane przez właściciela Biedronki marże brutto oraz EBITDA są istotnie wyższe, lepszy jest również mix sprzedażowy oraz model biznesowy (sklepy agencyjne, a nie franczyza). Podsumowując, uważamy że obecne pułapy cenowe są nieatrakcyjne i decydujemy się na rozpoczęcie wydawania rekomendacji dla Eurocash od zalecenia Redukuj z ceną docelową na poziomie 38,0 PLN. Zaznaczamy jednak, że podchodzimy konserwatywnie do wyników Tradisu (zarząd liczy, że rentowność EBITDA wyniesie za 3-4 lata >3,5%; w modelu przyjmujemy poziom 2,4%). Nie uwzględniamy także potencjalnych efektów wprowadzenia podatku od obrotów sklepów wielkopowierzchniowych.

W bieżącym roku oczekujemy wzrostu przychodów do 20,6 mld PLN, co implikuje wzrost o blisko 21% r/r. Głównym motorem zwiększenia obrotów są jednak prowadzone akwizycje (szacujemy, że mariaż z Kolporterem i InMedio przyniesie w skali roku ok. 2,7-2,8 mld PLN). Znacznie słabsza może się jednak okazać rentowność brutto (presja produkcyjna), która częściowo powinna być zniwelowana przez realizowane oszczędności (koszty SG&A). Tym samym według naszych założeń EBITDA wyniesie 487,5 mln PLN (+18,2% r/r). W perspektywie '16 nie uwzględniamy w modelu akwizycji i dalszej konsolidacji rynku przez Eurocash, a jedynie wzrost organiczny i skupienie się na poprawie rentowności. Szacujemy, że przychody podwyższą się do 21,6 mln PLN (+5,1% r/r), a wynik operacyjny wyniesie blisko 408,1 mln PLN.

W długim terminie liczymy, że Eurocash utrzyma marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 10,3%, a CAGR przychodów w okresie 2014-24 wyniesie 5,6%. Długoterminowa rentowność EBITDA jest utrzymana na pułapie 2,5%. Przyjmujemy także, że grupa będzie wypłacać w latach 2016-17 dywidendę na poziomie 60%, później ulegnie zwiększeniu do 100%.

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	16 537,5	16 963,8	20 559,1	21 614,1	22 624,9	23 617,6
EBITDA [mln PLN]	402,1	412,5	487,5	547,0	566,0	585,0
EBIT [mln PLN]	285,7	287,2	347,1	408,1	427,2	446,0
Wynik netto [mln PLN]	221,0	183,1	261,0	323,9	364,5	404,0
P/BV	6,7	5,7	5,0	4,3	3,9	3,8
P/E	26,7	32,2	22,6	17,8	16,4	14,9
EV/EBITDA	16,1	16,4	13,0	11,2	10,5	10,1
EV/EBIT	22,7	23,5	18,3	15,1	14,0	13,3
DPS	0,9	0,8	0,8	1,1	1,4	2,6

Wycena końcowa [PLN]	38,0
Potencjał do wzrostu / spadku	-10,6%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	42,5
Kapitalizacja [mln PLN]	5 893,4
Ilość akcji [mln. szt.]	138,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	44,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	31,2
Stopa zwrotu za 3 mc	10,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	11,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	16,6%
Akcjonariat (% głosów):	
Luis Amaral	43,7%
Pozostali	56,3%

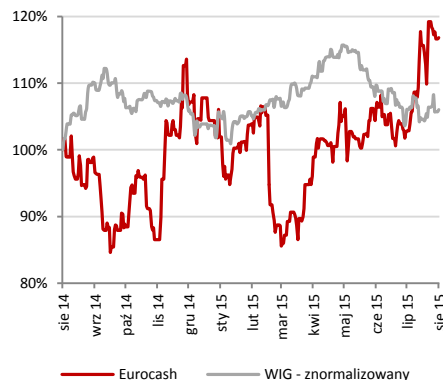
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	9
WYNIKI ZA 1Q'2015	10
PROGNOZA NA 2015	13
OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI	17
OPIS FORMATÓW SPRZEDAŻOWYCH	18
EUROCASH NA TLE JERONIMO MARTINS	19
OTOCZENIE RYNKOWE.....	22
PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH	24
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....	26

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Eurocash dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 50% wagi, podobnie jak metodzie porównawczej. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 37,5 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 39,4 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 5 270,3 mln PLN, czyli **38,0 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN
A	Wycena DCF	5 082,6	36,7
B	Wycena porównawcza	5 458,0	39,4
C = (50%*A + 50%*B)	Wycena końcowa	5 270,3	38,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

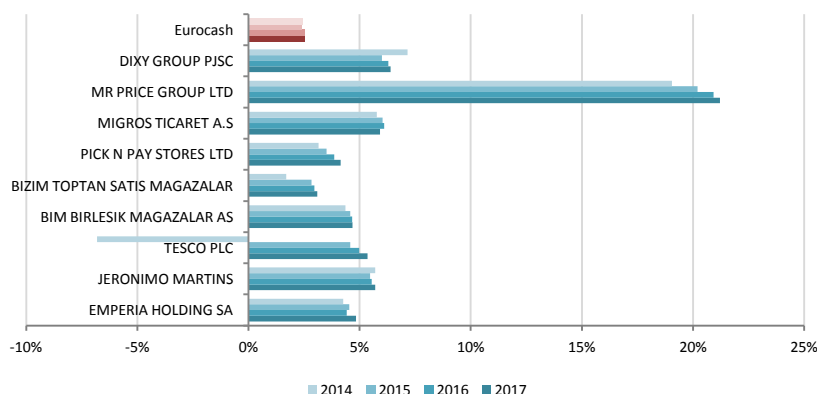
Rok 2015 dla Eurocash stoi pod znakiem wielu negatywnych wyzwań. Presja deflacyjna szczególnie mocno widoczna na początku roku oraz producencka, która ciągle się utrzymuje, odbijają się na wynikach grupy. Do tego dochodzi niekorzystny mix sprzedażowy (wpływ zwiększenia udziału produktów tytoniowych i impulsowych w przychodach). Dużym obciążeniem dla wyników grupy szczególnie w 1H'15 były także podwyższone koszty finansowe, wynikające z wysokiego poziomu zadłużenia na koniec '14. Znacznym wyzwaniem dla spółki może się także okazać zapowiadany powrót do poziomów rotacji zapasów, które istotnie wzrosły w końcówce '14 (m. in. zapas alkoholi).

Szacujemy, że pomimo ponad 20% wzrostu przychodów r/r wyniki 2Q'15 nie będą znacznie odbiegać od zaprezentowanych w 2Q'14. Według naszych założeń Eurocash może wypracować przychodów 5,2 mld PLN, przy jednoczesnym spadku marży brutto do 10% (-0,7 p.p. r/r), co implikuje zysk brutto ze sprzedaży na poziomie 518,9 mln PLN. Tym samym EBITDA może wynieść ok. 120 mln PLN (rentowność 2,3%; nieznaczny spadek marży wynika z prowadzonego procesu ograniczania kosztów SG&A), a zysk netto powinien być bliski 62,4 mln PLN.

W perspektywie całorocznej oczekujemy, że spółka wypracuje 20,6 mld PLN przychodów (w tym 2,7-2,8 mld PLN z InMedio oraz Kolportera), przy średniej marży brutto 10,1%. Przyjmujemy, że dzięki kontroli kosztów stałych (spadek do 8,3-8,5%), EBITDA podniesie się do 487 mln PLN. W następnych latach zakładamy, że Eurocash nie przeprowadzi kolejnych akwizycji i skupi się na rozwoju organicznym (przede wszystkim rozbudowa sieci Delikatesów Centrum), a także poprawie marży operacyjnej (uwaga spółki powinna koncentrować się na segmencie Tradisu). Szacujemy, że wpływy ze sprzedaży w latach '16-'17 wzrosną odpowiednio do 21,6-22,6 mld PLN, a EBITDA do 547-566 mln PLN.

Podsumowując, uważamy że pomimo poprawy klimatu gospodarczego w sektorze FMCG, obecne pułapy cenowe akcji Eurocash są nieatrakcyjne. W naszej opinii panująca na rynku konkurencja ogranicza w istotny sposób pole do znaczącej poprawy marży w kolejnych latach, co ma wymierne przełożenie na osiągnięte wyniki finansowe. Sądzymy, że nasze założenia na okres 2015-16 jest maksymalnym pułapem, który jest w stanie obecnie wypracować spółka. Wskazujemy także, że grupa jest wyceniana z dużą premią względem Jeronimo Martins, która naszym zdaniem ma lepszy model biznesowy, a w ostatnim okresie zaprezentowała pozytywny odczyt dla sprzedaży lfl (uważamy, że odczyt dla Eurocash będzie słabszy o kilka pkt. procentowych). Dużym wyzwaniem może się okazać również zapowiadana skala obniżenia zadłużenia oraz poziomu zapasów, z którym spółka „została” na koniec '14. Dlatego też decydujemy się na rozpoczęcie wydawania rekomendacji dla Eurocash od zalecenia Redukuj z ceną docelową 38,0 PLN. Implikuje ona wskaźniki P/E'15-'16 w przedziale 20,2x-16,0x oraz EV/EBITDA na lata 2015-16 na poziomach 12,0x-10,5x.

Porównanie marż EBITDA dla grupy porównawczej



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 4%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1.

Główne założenia modelu:

- Spodziewamy się, że w roku 2015 marża brutto ze sprzedaży obniży się do 10,1%, co oznacza spadek o 0,6 p.p. r/r (wpływ presji deflacyjnej w 1Q'15 oraz presji ze strony producentów, niekorzystny mix sprzedażowy). W '16 zakładamy wzrost do 10,3% i utrzymanie w długim terminie. Wrażliwość EBIT oraz zysku netto na zmianę marży brutto ze sprzedaży została zaprezentowana w tabelach poniżej.
- Szacujemy, że przychody ze sprzedaży w '15 wzrosną do 20,6 mld PLN (+21% r/r), co wynika z konsolidacji wyników Kolportera, InMedio (od 4Q'14) oraz sklepów państwa Rogala (od 2H'15). W kolejnych latach w modelu nie zakładamy akwizycji, a jedno wzrost organiczny.
- Zakładamy, że grupa będzie kontynuować program kontroli kosztów stałych, który powinien pozwolić na widoczne obniżenie relacji kosztów SG&A vs przychody. Liczymy, że przełoży się to na poprawę wyników poszczególnych segmentów. Sądymy, że największy wpływ prowadzonych działań optymalizacyjnych będzie widoczny w przypadku Tradisu (marża EBIT'15 ok. 2,0%, w '16 wzrost to 2,4%).
- Spodziewamy się, że w latach 2015-17 Eurocash utrzyma dotychczasowy poziom wypłaty dywidendy. Oczekujemy jednak, że w długim terminie spółka zwiększy wskaźnik wypłaty do 100%.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 16,0% w latach 2015-24. W okresie rezydualnym przyjmujemy znormalizowaną stawkę w wys. 19%.
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2024 roku na poziomie 2,5%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2024 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 138,6 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 10.08.2015.

Metoda DCF dała wartość spółki Eurocash na poziomie 5,1 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 36,7 PLN.

Wrażliwość wyniku EBIT na zmianę rentowności brutto (pozostałe założenia niezmiennione)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
-0,3%	-61,7	-64,8	-67,9	-70,9	-73,8	-76,6	-79,4	-82,2	-84,8	-87,5
-0,2%	-41,1	-43,2	-45,2	-47,2	-49,2	-51,1	-53,0	-54,8	-56,6	-58,3
-0,1%	-20,6	-21,6	-22,6	-23,6	-24,6	-25,5	-26,5	-27,4	-28,3	-29,2
0,0%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
0,1%	20,6	21,6	22,6	23,6	24,6	25,5	26,5	27,4	28,3	29,2
0,2%	41,1	43,2	45,2	47,2	49,2	51,1	53,0	54,8	56,6	58,3
0,3%	61,7	64,8	67,9	70,9	73,8	76,6	79,4	82,2	84,8	87,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość wyniku netto na zmianę rentowności brutto (pozostałe założenia niezmiennione)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
-0,3%	-50,2	-54,5	-57,0	-59,5	-62,0	-64,4	-66,7	-69,0	-71,3	-73,4
-0,2%	-32,9	-36,3	-38,0	-39,7	-41,3	-42,9	-44,5	-46,0	-47,5	-49,0
-0,1%	-15,6	-18,2	-19,0	-19,8	-20,7	-21,5	-22,2	-23,0	-23,8	-24,5
0,0%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
0,1%	18,9	18,2	19,0	19,8	20,7	21,5	22,2	23,0	23,8	24,5
0,2%	36,2	36,3	38,0	39,7	41,3	42,9	44,5	46,0	47,5	49,0
0,3%	53,4	54,5	57,0	59,5	62,0	64,4	66,7	69,0	71,3	73,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	20 559,1	21 614,1	22 624,9	23 617,6	24 591,2	25 545,1	26 478,7	27 391,6	28 283,0	29 152,0
EBIT [mln PLN]	347,1	408,1	427,2	446,0	464,4	482,4	500,0	517,2	534,1	550,5
Stopa podatkowa	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Podatek od EBIT [mln PLN]	55,6	65,4	68,4	71,4	74,4	77,3	80,1	82,9	85,6	88,2
NOPLAT [mln PLN]	291,5	342,8	358,8	374,5	390,0	405,1	419,9	434,4	448,5	462,3
Amortyzacja [mln PLN]	140,4	138,8	138,8	139,2	139,7	140,3	140,9	141,5	142,0	142,2
CAPEX [mln PLN]	-136,0	-138,8	-141,0	-142,6	-143,8	-144,5	-144,6	-144,4	-143,6	-142,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	192,3	34,6	22,2	8,7	7,2	5,7	4,2	2,0	-1,0	-2,5
FCF [mln PLN]	488,2	377,3	378,8	379,7	393,0	406,6	420,4	433,5	445,8	459,5
DFCF [mln PLN]	472,7	336,2	310,5	286,2	272,3	259,0	246,0	233,0	220,0	208,2
Suma DFCF [mln PLN]	2 844,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	7 065,8									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	3 200,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	6 044,8									
Dług netto [mln PLN]	852,3									
Dywidenda [mln PLN]	109,9									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	5 082,6									
Ilość akcji [tys.]	138,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	36,7									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,5%

Przychody zmiana r/r	21,2%	5,1%	4,7%	4,4%	4,1%	3,9%	3,7%	3,4%	3,3%	3,1%
EBIT zmiana r/r	20,9%	17,6%	4,7%	4,4%	4,1%	3,9%	3,7%	3,4%	3,3%	3,1%
FCF zmiana r/r	-1593,1%	-22,7%	0,4%	0,2%	3,5%	3,5%	3,4%	3,1%	2,8%	3,1%
Marża EBITDA	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Marża EBIT	1,7%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Marża NOPLAT	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX / Przychody	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	96,9%	100,0%	101,5%	102,5%	102,9%	103,0%	102,6%	102,0%	101,2%	100,2%
Zmiana KO / Przychody	-0,9%	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-5,3%	-3,3%	-2,2%	-0,9%	-0,7%	-0,6%	-0,5%	-0,2%	0,1%	0,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	89,7%	92,2%	93,3%	94,1%	94,9%	95,7%	96,4%	97,1%	97,8%	98,4%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Udział kapitału obcego	10,3%	7,8%	6,7%	5,9%	5,1%	4,3%	3,6%	2,9%	2,2%	1,6%
WACC	8,6%	8,7%	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
beta	0,7	36,8	38,5	40,4	42,7	45,5	48,7	52,7	57,7	64,2
	0,8	34,2	35,6	37,2	39,1	41,4	44,0	47,1	51,0	55,8
	0,9	31,9	33,1	34,5	36,1	37,9	40,0	42,6	45,6	49,3
	1,0	29,8	30,9	32,0	33,4	34,9	36,7	38,7	41,2	44,1
	1,1	28,0	28,9	29,9	31,0	32,3	33,8	35,5	37,5	39,9
	1,2	26,3	27,1	28,0	29,0	30,1	31,3	32,7	34,4	36,3
	1,3	24,8	25,5	26,3	27,1	28,1	29,1	30,3	31,7	33,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / Wzrost/spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
premia za ryzyko	3,00%	39,8	41,8	44,2	47,0	50,4	54,5	59,7	66,3	75,3
	4,00%	34,2	35,6	37,2	39,1	41,4	44,0	47,1	51,0	55,8
	5,00%	29,8	30,9	32,0	33,4	34,9	36,7	38,7	41,2	44,1
	6,00%	26,3	27,1	28,0	29,0	30,1	31,3	32,7	34,4	36,3
	7,00%	23,5	24,1	24,7	25,5	26,3	27,2	28,2	29,4	30,7
	8,00%	21,1	21,5	22,1	22,6	23,2	23,9	24,7	25,5	26,5
	9,00%	19,1	19,4	19,8	20,3	20,8	21,3	21,9	22,5	23,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,00%	64,2	60,5	57,3	54,5	52,0	49,9	48,0	46,3	44,7
	4,00%	52,2	49,0	46,3	44,0	42,0	40,2	38,7	37,3	36,1
	5,00%	43,6	40,9	38,6	36,7	35,0	33,6	32,4	31,3	30,3
	6,00%	37,1	34,8	32,9	31,3	29,9	28,8	27,7	26,8	26,1
	7,00%	32,1	30,1	28,5	27,2	26,0	25,1	24,2	23,5	22,8
	8,00%	28,1	26,4	25,1	23,9	23,0	22,1	21,4	20,8	20,3
	9,00%	24,9	23,4	22,2	21,3	20,5	19,8	19,2	18,6	18,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

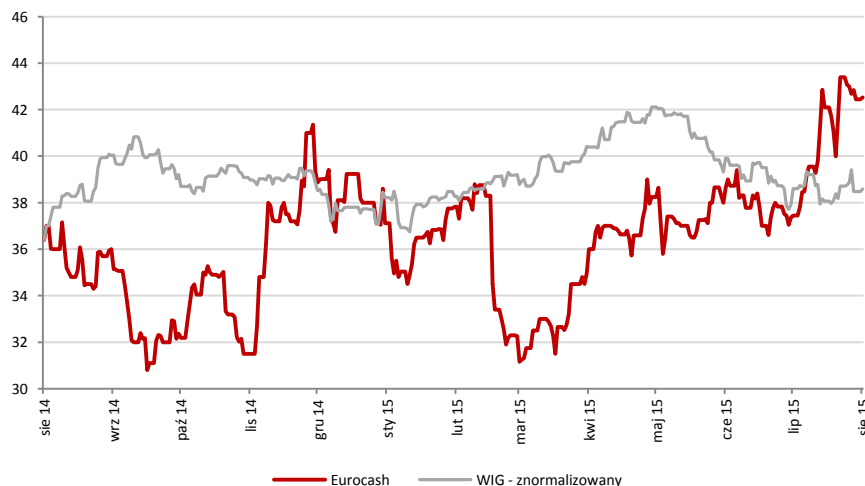
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-17 dla wybranych spółek z branży FMCG. W wycenie uwzględniliśmy podmioty zagraniczne oraz Emperię (jedyna duża spółka notowana na GPW), co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Eurocash. Analizę oparliśmy na trzech wskaźnikach: P/E, EV/EBIT i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Eurocash metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **39,4 PLN**.

Wycena porównawcza

	Cena	Waluta	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
			2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
EMPERIA HOLDING	74,9	PLN	24,9	23,1	18,1	8,4	7,6	6,2	16,4	14,6	11,1
JERONIMO MARTINS	13,5	EUR	26,0	22,8	19,7	11,7	10,6	9,6	18,4	16,1	14,0
TESCO	2,1	GBP	22,8	17,3	14,4	9,0	7,9	6,9	19,1	15,1	12,4
BIM BIRLESİK MAGAZALAR	46,5	TRY	26,8	21,8	18,8	17,1	13,8	11,7	21,6	17,5	14,4
BİZİM TOPTAN SATIŞ MAGAZALAR	12,1	TRY	23,3	17,6	12,9	6,4	5,1	4,2	8,6	7,3	5,9
PICK N PAY STORES	58,9	ZAR	26,5	21,2	17,4	11,5	9,7	8,2	19,3	15,7	12,6
MIGROS TICARET	20,2	TRY	27,8	21,4	16,8	9,2	7,8	7,0	14,3	12,0	10,4
Mediana			26,0	21,4	17,4	9,2	7,9	7,0	18,4	15,1	12,4
Eurocash	42,6	PLN	22,6	17,8	16,4	13,0	11,2	10,5	18,3	15,1	14,0
Premia/dyskonto (grupa)			-13,3%	-16,8%	-5,9%	41,8%	42,7%	50,3%	-0,4%	0,0%	12,8%
Premia/dyskonto (Jeronimo Martins)			-13,3%	-21,8%	-17,1%	12,0%	5,7%	9,9%	-0,4%	-6,7%	0,0%
Wycena wg wskaźnika [PLN]			49,0	51,1	45,2	29,0	29,2	28,1	42,7	42,5	37,6
Waga roku			33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]				48,4			28,8			40,9	
Waga wskaźnika				33%			33%			33%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]				39,4							
Wycena końcowa spółki [mld PLN]				5,5							

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

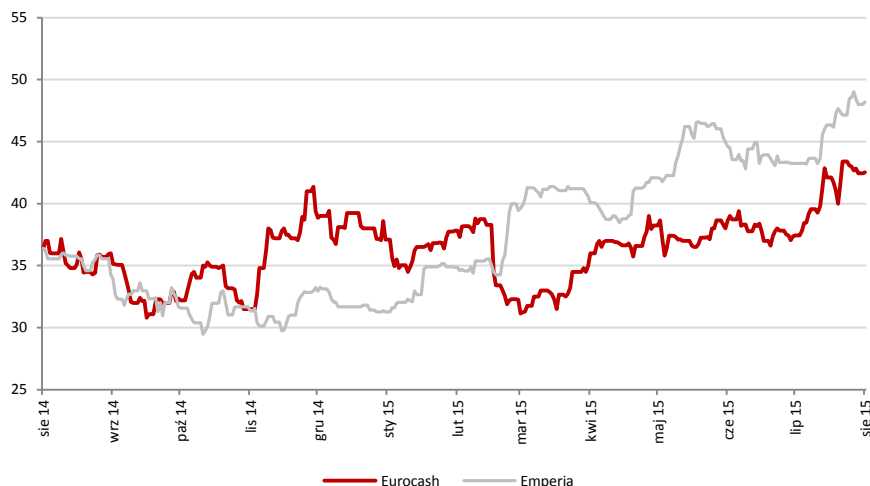
Zachowanie kursu na tle WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Od marca kurs Eurocash zachowywał się znacznie lepiej niż rynek, dyskontując dobry cash flow operacyjny i lepsze wyniki Tradisu.

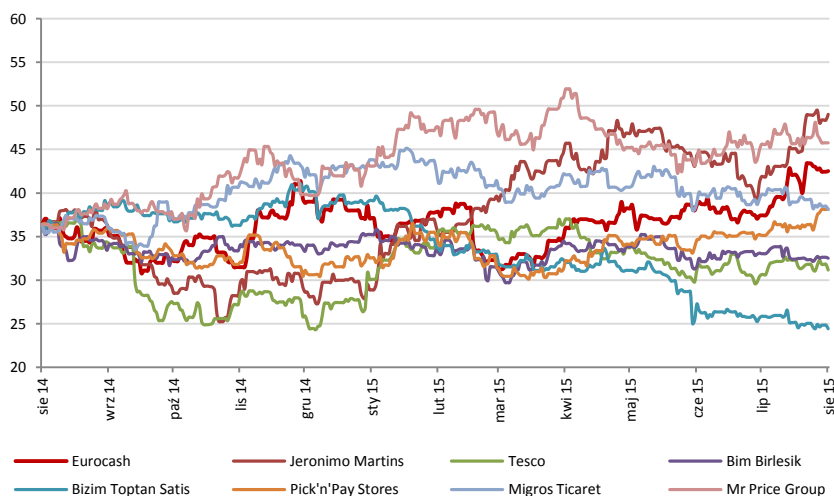
Zachowanie kursu na tle Emperii



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs akcji Eurocash zachowuje się słabiej od lubelskiej Emperii, która jest właścicielem ogólnopolskiej sieci Stokrotka.

Zachowanie kursu na tle podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Otoczenie makroekonomiczne**
Branża FMCG jest szczególnie wrażliwa na czynniki gospodarcze. Presja deflacyjna odbija się na cenach sprzedawanych produktów, co bardzo mocno przekłada się na realizowaną marżę brutto. Na wyniki dystrybutorów wyraźny efekt wywierają również spowolnienie PKB, spadek siły nabywczej, wzrost bezrobocia oraz zmniejszenie wydatków na konsumpcję.
- **Presja producencka**
W środowisku deflacyjnym spółce jest ciężko reagować na podwyżki cen prowadzone przez producentów. W efekcie rentowność brutto ze sprzedaży, którą jest w stanie osiągać Eurocash, ulega dużym spadkom.
- **Konkurencja cenowa i rozdrobnienie sektora dystrybutorów FMCG**
Polski rynek dystrybutorów jest bardzo rozdrobniony. Funkcjonuje na nim ok. 4 tys. podmiotów, co powoduje, że dystrybutorzy mocno konkurują o potencjalnego klienta, zaniżając tym samym ceny i obniżając marżę. Z drugiej strony pojawienie się podmiotu chcącego skonsolidować rynek może spowodować zachwianie obecnej struktury (Eurocash ma ok. 26% udziałów w rynku) i wzmocnić konkurencję cenową.
- **Procesy akwizycyjne**
Od kilku lat grupa była głównym podmiotem konsolidującym rynek FMCG. Od 2011 Eurocash nabył m.in. grupę Tradis, Inmedio, PayUp czy Rogala. Zwracamy uwagę, że problemy z integracją przejmowanych podmiotów mogą mocno obciążać wyniki finansowe spółki.
- **Sezonowość wyników**
Branża dóbr szybkozbywalnych cechuje się silną sezonowością. Z reguły sprzedaż w 1Q jest niższa niż w pozostałej części roku (o ile nie występują one-off'y w postaci świąt wielkanocnych). Najwyższa sprzedaż jest realizowana w okresie lata (zwiększona sprzedaż wyrobów alkoholowych i tytoniowych), natomiast zwiększone marże są realizowane w 4Q (święta Bożego Narodzenia, bonusy od dostawców).

WYNIKI ZA 1Q'2015

Wyniki Eurocash w 1Q'15 można uznać za rozczarowujące. Pomimo przyrostu przychodów o 23,8% r/r (wpływ fuzji z Kolporterem przeprowadzonej w 4Q'14 i nabycia Inmedio), spółce nie udało się poprawić kolejnych poziomów rachunku wyników. Największy wpływ wywarła utrzymująca się presja deflacyjna oraz presja produkcyjna, co przełożyło się na ubytek marży brutto w wys. 1,1 p.p. (zaraportowana rentowność 9,1%). Do tego należy wziąć pod uwagę także niekorzystny mix produktowy (szacujemy, że wyroby tytoniowe wygenerowały ok. 500 mln PLN obrotu przy marży 2,5%) i brak wysokomarżowego kontraktu z AmRestem. Tym samym EBITDA grupy okazała się nieznacznie wyższa r/r i wyniosła 41,8 mln PLN (+0,2 mln PLN r/r). Na poziomie netto Eurocash odnotował 3,1 mln PLN straty.

W ujęciu segmentowym największy przyrost obrotów był zauważalny w segmencie „Klienci zewnętrzni”, gdzie spółka zanotowała 2,8 mld PLN przychodów, co implikuje wzrost o 31,4% r/r. Jest to w dużej mierze efekt ww. umowy z Kolporterem, co jednocześnie negatywnie odbiło się na rentowności operacyjnej (spadek do 0,1%; -0,4 p.p. r/r). Spółki Tradis prowadzące aktywną dystrybucję wygenerowały 1,0 mld PLN obrotów (+6,3% r/r), kontynuując proces poprawy marży EBIT segmentu (widoczne od 3 kwartałów). Klienci zintegrowani (Delikatesy Centrum, Lewiatan, Groszek) wypracowali 609,2 mln PLN przychodów, realizując 16,6 mln PLN zysku operacyjnego. Dzięki konsolidacji Inmedio i PayUp od 4Q'14, segment „Inne” zwiększył przychody do 150,2 mln PLN. Zwracamy uwagę, że Eurocash wskazywał, że pozytywne efekty synergii na poziomie EBIT będą odczuwalne dopiero w perspektywie 2-3 lat.

Wyniki Eurocash za 1Q'15 [mln PLN]

	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	2013	2014	zmiana r/r
Przychody	3 721,4	4 605,8	23,8%	16 537,5	16 963,8	2,6%
Wynik brutto ze sprzedaży	379,6	419,3	10,5%	1 673,7	1 812,3	8,3%
EBITDA	41,6	41,8	0,5%	402,1	412,5	2,6%
EBIT	12,1	6,8	-44,0%	285,7	287,2	0,5%
Zysk brutto	0,3	-5,5	-1756,0%	226,1	218,8	-3,2%
Zysk netto	1,3	-3,1	-329,1%	221,0	183,1	-17,1%
marża brutto ze sprzedaży	10,2%	9,1%		10,1%	10,7%	
marża EBITDA	1,1%	0,9%		2,4%	2,4%	
marża EBIT	0,3%	0,1%		1,7%	1,7%	
marża netto	0,0%	-		1,3%	1,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody wg segmentów [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15
Przychody ze sprzedaży	3 863,8	4 199,0	4 244,6	4 230,2	3 721,4	4 288,7	4 507,9	4 445,8	4 605,8
Klienci zewnętrzni	2 047,7	2 253,1	2 569,1	2 478,5	2 160,8	2 528,7	2 785,4	2 703,1	2 839,7
Spółki Tradis prowadzące aktywną dystrybucję	1 186,0	1 203,7	1 074,9	1 060,1	946,9	1 043,9	992,8	1 037,0	1 006,7
Klienci zintegrowani	594,4	726,1	586,7	679,1	601,1	681,7	729,5	646,7	609,2
Inne	35,6	16,0	13,8	12,4	12,4	34,5	0,2	59,1	150,2
Wynik EBIT	21,2	84,3	85,8	94,4	12,1	69,6	80,5	125,0	6,8
Klienci zewnętrzni	-13,4	49,5	21,0	26,6	10,5	52,2	22,8	64,6	4,2
Spółki Tradis prowadzące aktywną dystrybucję	14,6	17,0	15,1	17,0	-7,0	11,5	18,6	25,8	-0,7
Klienci zintegrowani	11,6	9,6	41,6	47,7	8,8	7,1	37,2	35,2	16,6
Inne	8,5	8,1	6,1	5,1	-0,2	-1,2	1,9	-0,7	-13,4
marża operacyjna	0,5%	2,0%	2,0%	2,3%	0,3%	1,6%	1,8%	2,8%	0,1%
Klienci zewnętrzni	-	2,2%	0,8%	1,1%	0,5%	2,1%	0,8%	2,4%	0,1%
Spółki Tradis prowadzące aktywną dystrybucję	1,2%	1,4%	1,4%	1,6%	-	1,1%	1,9%	2,5%	-
Klienci zintegrowani	2,0%	1,3%	7,1%	7,0%	1,5%	1,0%	5,1%	5,4%	2,7%
Inne	23,7%	50,6%	44,5%	41,1%	-	-	1095,3%	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

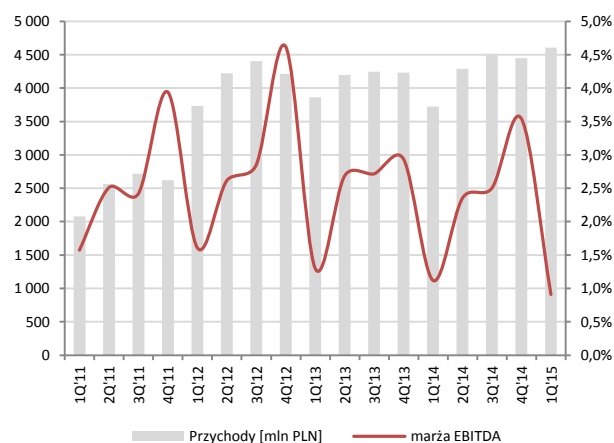
W podziale na formaty największą dynamikę zaprezentował EC Serwis (sprzedaż wyrobów tytoniowych), który dzięki fuzji z Kolporterem zanotował wzrost obrotów o blisko 84% r/r do 1,3 mld PLN. Dwucyfrowy przyrost przychodów osiągnęły także EC Alkohole (głównie dzięki wzrostowi sprzedaży wódki i piwa; +18% r/r) oraz Delikatesy Centrum, które wypracowały 440,2 mln PLN (lekko dodatnie lfl, zwiększone zakupy klientów przed okresem wielkanocnym, przyłączenie do sieci franczyzowe blisko 110 sklepów). Znacznie słabiej zaprezentował się natomiast segment Eurocash Gastronomia. Brak kontraktu z AmRestem spowodował ubytek blisko 60 mln PLN przychodów (spółce udało się natomiast przedłużyć umowę ze Sphinxem).

Sprzedaż wg formatów

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15
Cash&Carry	992,8	1 116,2	1 240,9	1 192,3	1 083,8	1 210,7	1 314,9	1 190,3	998,1
Delikatesy Centrum	369,9	381,7	456,3	446,4	391,6	450,1	484,6	471,3	440,2
Eurocash Dystrybucja	1 261,6	1 260,1	1 145,0	1 131,2	1 013,3	1 111,0	1 063,0	1 077,9	1 005,3
Eurocash Alkohole	417,5	442,2	482,6	549,3	380,7	499,2	572,7	572,3	447,9
Papierosy i produkty impulsowe	637,5	767,1	805,4	737,0	696,4	818,7	852,6	923,3	1 263,5
Eurocash Gastronomia	142,3	205,4	167,5	148,2	132,4	146,5	158,0	99,1	75,2
Inne	42,4	26,3	28,2	25,9	23,2	52,6	62,2	111,7	159,4

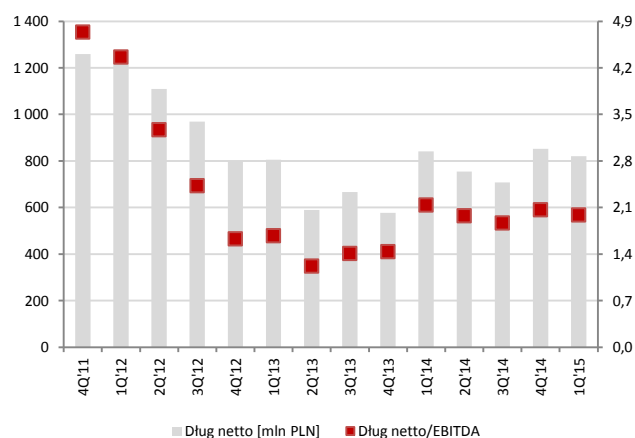
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża EBITDA



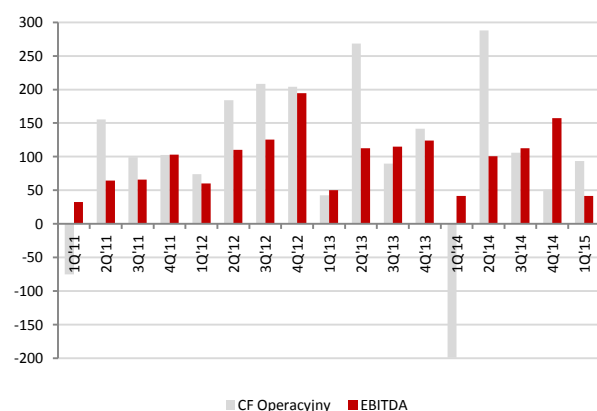
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dług netto/EBITDA



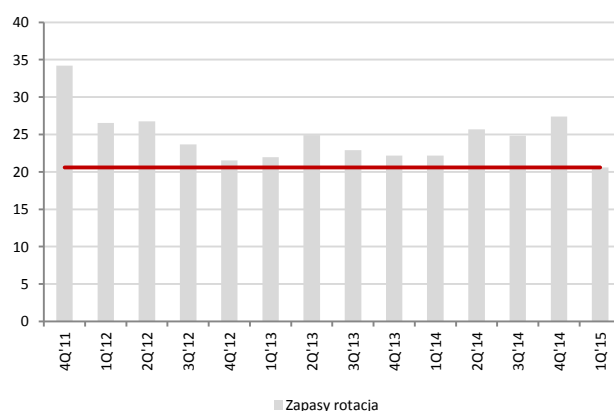
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

CF Operacyjny vs EBITDA



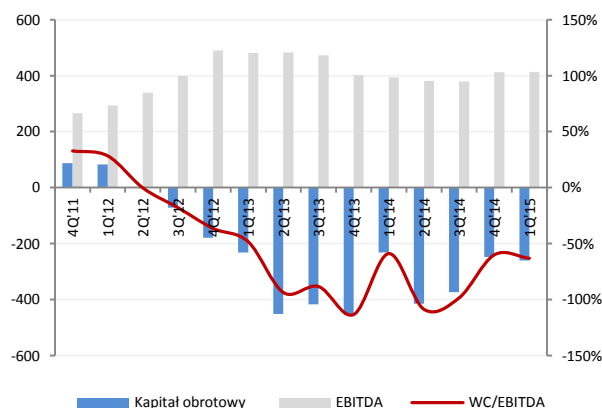
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rotacja zapasów



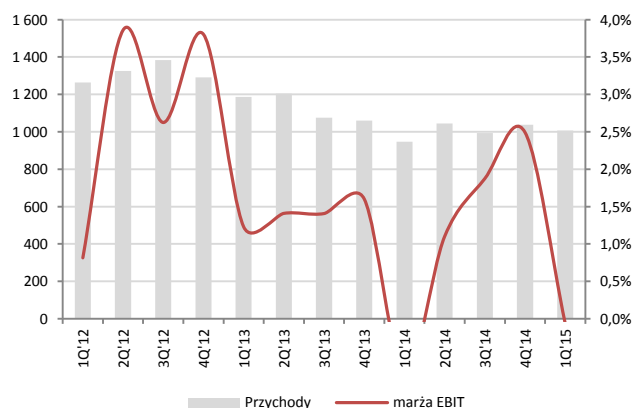
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Kapitał obrotowy na tle EBITDA (zannualizowana)



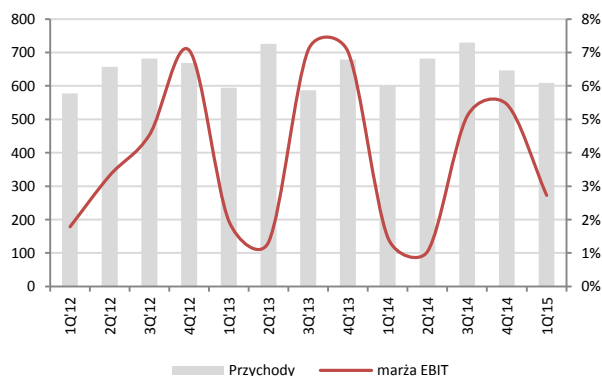
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność operacyjna Tradisu (aktywna dystrybucja)



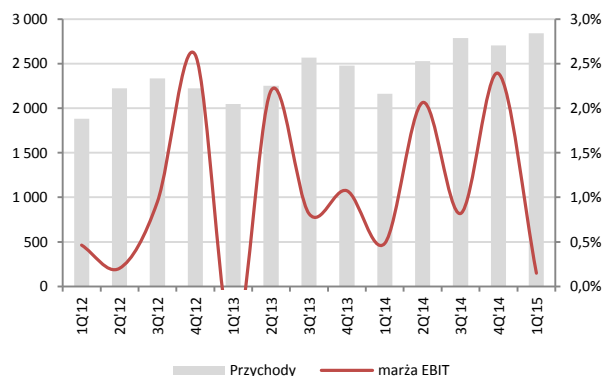
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność operacyjna segmentu klienci zintegrowani



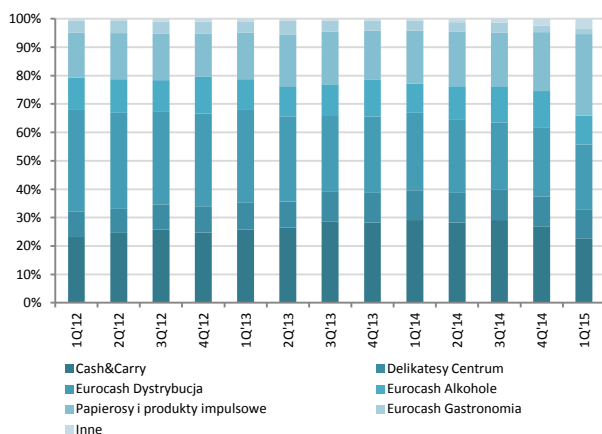
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rentowność operacyjna segmentu klienci niezależni



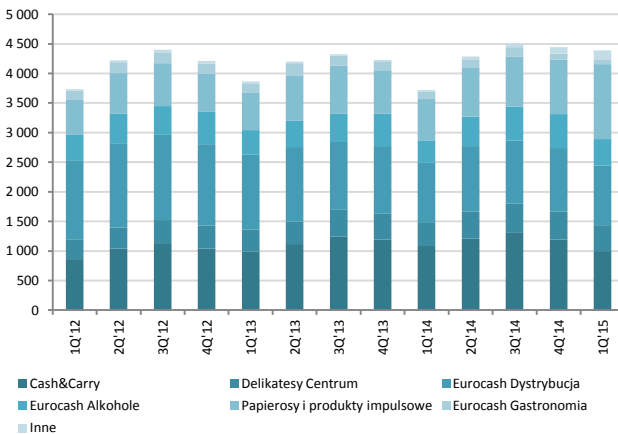
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Udział formatów w przychodach



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sprzedaż wg formatów



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

PROGNOZA NA 2015

Po słabym 1Q'15 nie oczekujemy znaczącej poprawy w ujęciu marżowym. Co prawda Eurocash powinien zaraportować 5,2 mld PLN przychodów, co implikuje dynamikę rzędu 21,5% r/r (pozytywny wpływ akwizycji), jednak słaby mix sprzedażowy oraz utrzymująca się presja producencka powinny dalej negatywnie odbijać się na rentowności brutto ze sprzedaży. Tym samym oczekujemy, że pierwsza marża spadnie o 0,7 p.p. r/r do 10,0%. Według naszych założeń EBITDA grupy wzrośnie do 120,5 mln PLN, co oznacza spadek marży EBITDA do 2,3%. Na poziomie wyniku netto spodziewamy się wypracowania 62,4 mln PLN zysku.

W perspektywie całego roku zakładamy wzrost obrotów spółki do 20,6 mld PLN (+21,9% r/r), przy jednoczesnym spadku marży brutto do 10,1%. W naszych prognozach przyjmujemy, że utrzymująca się presja producencka będzie skutkować spadkiem sprzedaży w przeliczeniu na sklep (w formatach C&C, DC, EC Dystrybucja) w wysokości ok. 2% r/r. Spodziewamy się także, że Eurocash będzie starał się poprawić relację miks sprzedażowego (zmniejszenie udziału wyrobów tytoniowych). Niemniej nie oczekujemy dużego wzrostu rentowności brutto. Zakładamy natomiast, że grupa będzie w stanie ograniczyć koszty SG&A w relacji do przychodów, co pozwoli wypracować ok. 487,5 mln PLN EBITDA oraz ok. 261 mln PLN zysku netto. W perspektywie lat 2016-17 liczymy, że Eurocash nieznacznie odbuduje pierwszą marżę, głównie dzięki lepszemu otoczeniu makro. Spodziewamy się także, że grupa utrzyma koszty sprzedaży i zarządu na pułapie 8,3-8,5% w relacji do przychodów, co pozwoli osiągnąć 550-566 mln PLN EBITDA w kolejnych latach. W modelu zakładamy również obniżenie wysokiego poziomu zadłużenia, z którym spółka „weszła” w '15, co powinno przełożyć się na spadek kosztów finansowych.

Wśród segmentów zakładamy, że największą poprawę marży operacyjnej odnotuje segment dawnego Tradisu (spółki prowadzące aktywną dystrybucję). W modelu przyjmujemy, że w okresie 2015-16 segment poprawi rentowność EBIT odpowiednio do 2,0 i 2,4% (przy jednoczesnym wzroście obrotów do 4,5 mld PLN w '15 i 4,7 mld PLN w '16). Nieznaczna poprawa powinna być również zauważalna w segmencie „Klienci zintegrowani”, gdzie głównymi klientami Eurocash są nabywcy franczyzowi. Szacujemy, że przychody zwiększą się do 2,9 mld PLN w '15 oraz do 3,1 mld PLN w '16. Długoterminowa rentowność EBIT w naszym modelu kształtuje się w przedziale 3,7-4,0%. W przypadku „Klientów zewnętrznych” rok 2015 będzie cechował się wysoką, dwucyfrową dynamiką przychodów, co jest efektem współpracy z Kolporterem. W perspektywie bieżącego roku przyjmujemy, że przełoży się to na wzrost przychodów o blisko 2,4 mld PLN r/r. W kolejnych latach nie uwzględniamy kolejnych procesów akwizycyjnych, co powoduje że CAGR w okresie 2015-24 wynosi w przybliżeniu 4,0%. W segmencie „Inne” przyjmujemy symboliczny wzrost przychodów oraz przekroczenie BEP w okresie 3-4 lat.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody	3 863,8	4 199,0	4 244,6	4 230,2	3 721,4	4 288,7	4 507,9	4 445,8	4 605,8	5 189,0	5 434,8	5 329,6	16 537,5	16 963,8	20 559,1	21 614,1	22 624,9
Wynik brutto ze sprzedaży	354,7	426,5	430,8	461,8	379,6	458,2	469,0	505,6	419,3	518,9	548,9	596,9	1 673,7	1 812,3	2 084,0	2 234,2	2 338,6
EBITDA	50,2	112,7	115,2	124,1	41,6	100,8	112,8	157,3	41,8	120,5	146,2	179,0	402,1	412,5	487,5	547,0	566,0
EBIT	21,2	84,3	85,8	94,4	12,1	69,6	80,5	125,0	6,8	85,3	111,1	143,9	285,7	287,2	347,1	408,1	427,2
Wynik brutto	6,4	71,9	75,5	72,3	0,3	58,9	66,8	92,8	-5,5	74,8	100,6	140,9	226,1	218,8	310,8	393,2	428,7
Wynik netto	11,3	61,0	73,9	74,8	1,3	49,3	57,5	74,9	-3,1	62,4	84,0	117,6	221,0	183,1	261,0	330,2	360,0
marża brutto ze sprzedaży	9,2%	10,2%	10,1%	10,9%	10,2%	10,7%	10,4%	11,4%	9,1%	10,0%	10,1%	11,2%	10,1%	10,7%	10,1%	10,3%	10,3%
marża EBITDA	1,3%	2,7%	2,7%	2,9%	1,1%	2,4%	2,5%	3,5%	0,9%	2,3%	2,7%	3,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,5%	2,5%
marża EBIT	0,5%	2,0%	2,0%	2,2%	0,3%	1,6%	1,8%	2,8%	0,1%	1,6%	2,0%	2,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,9%	1,9%
marża netto	0,3%	1,5%	1,7%	1,8%	0,0%	1,2%	1,3%	1,7%	-	1,2%	1,5%	2,2%	1,3%	1,1%	1,3%	1,5%	1,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2015-2024 [mln PLN]

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	16 570,5	16 537,5	16 963,8	20 559,1	21 614,1	22 624,9	23 617,6	24 591,2	25 545,1	26 478,7	27 391,6	28 283,0	29 152,0
Wynik brutto ze sprzedaży	1 798,7	1 673,7	1 812,3	2 084,0	2 234,2	2 338,6	2 441,2	2 541,9	2 640,5	2 737,0	2 831,4	2 923,5	3 013,3
EBITDA	490,2	402,1	412,5	487,5	547,0	566,0	585,0	603,8	622,3	640,4	657,9	675,0	691,3
EBIT	376,8	285,7	287,2	347,1	408,1	427,2	446,0	464,4	482,4	500,0	517,2	534,1	550,5
Wynik brutto	282,5	226,1	218,8	310,8	393,2	428,7	472,4	493,8	511,6	528,2	544,1	559,4	574,1
Wynik netto	250,4	221,0	183,1	261,0	330,2	360,0	396,7	414,7	429,6	443,6	456,9	469,8	482,1
marża brutto ze sprzedaży	10,9%	10,1%	10,7%	10,1%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
marża EBITDA	3,0%	2,4%	2,4%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
marża EBIT	2,3%	1,7%	1,7%	1,7%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
marża netto	1,5%	1,3%	1,1%	1,3%	1,5%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i wyniki operacyjne wg segmentów [mln PLN]

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody ze sprzedaży	16 609,3	16 537,5	16 963,8	20 559,1	21 614,1	22 624,9	23 617,6	24 591,2	25 545,1	26 478,7	27 391,6	28 283,0	29 152,0
Klienci zewnętrzni	8 666,1	9 348,4	10 178,0	12 582,0	13 227,7	13 846,3	14 453,8	15 049,7	15 633,4	16 204,8	16 763,5	17 309,0	17 840,8
Spółki Tradis prowadzące aktywną dystrybucję	5 262,3	4 524,8	4 020,7	4 493,7	4 724,3	4 945,2	5 162,2	5 375,0	5 583,5	5 787,6	5 987,1	6 181,9	6 371,9
Klienci zintegrowani	2 584,9	2 586,3	2 659,0	2 951,8	3 103,2	3 248,4	3 390,9	3 530,7	3 667,6	3 801,7	3 932,7	4 060,7	4 185,5
Inne	96,0	77,9	106,1	531,6	558,9	585,0	610,7	635,9	660,6	684,7	708,3	731,3	753,8
Wynik EBIT	376,8	285,7	287,2	347,1	408,1	427,2	446,0	464,4	482,4	500,0	517,2	534,1	550,5
Klienci zewnętrzni	93,2	83,8	150,1	188,0	182,5	180,3	189,2	194,9	202,4	209,8	217,1	224,1	231,0
Spółki Tradis prowadzące aktywną dystrybucję	146,9	63,7	48,9	87,7	113,4	118,7	123,9	129,0	134,7	140,4	146,1	151,7	157,2
Klienci zintegrowani	110,3	110,5	88,3	118,9	123,5	128,3	132,9	137,3	141,5	145,6	149,4	153,1	156,5
Inne	26,5	27,8	-0,2	-47,5	-11,2	0,0	0,0	3,2	3,7	4,2	4,7	5,2	5,8
marża operacyjna	2,3%	1,7%	1,7%	1,7%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Klienci zewnętrzni	1,1%	0,9%	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Spółki Tradis prowadzące aktywną dystrybucję	2,8%	1,4%	1,2%	2,0%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,5%	2,5%
Klienci zintegrowani	4,3%	4,3%	3,3%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,7%
Inne	27,6%	35,7%	-	-	-	-	-	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%

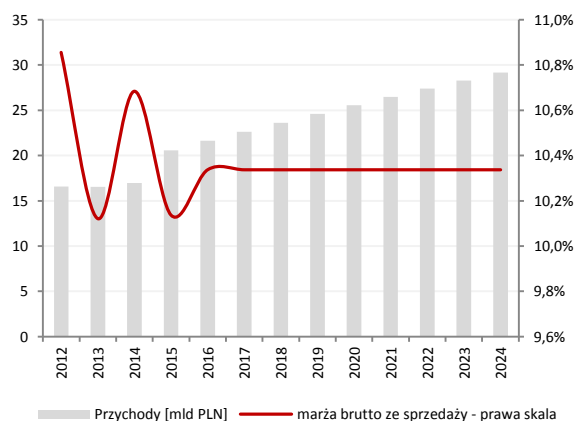
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody wg formatów [mln PLN]

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cash&Carry	4 075,9	4 542,1	4 799,7	4 971,9	5 222,6	5 457,8	5 678,9	5 885,5	6 077,2	6 253,7	6 414,9	6 560,3	6 689,4
Delikatesy Centrum	1 475,6	1 654,2	1 797,6	1 969,0	2 194,2	2 497,6	2 787,1	3 062,5	3 323,0	3 568,3	3 797,7	4 010,8	4 207,0
Eurocash Dystrybucja	5 584,0	4 797,8	4 265,1	4 296,4	4 513,2	4 582,6	4 652,8	4 724,0	4 796,2	4 869,3	4 943,4	5 018,5	5 094,6
Eurocash Alkohole	1 951,8	1 891,5	2 024,9	2 290,3	2 370,5	2 453,4	2 539,3	2 628,2	2 720,2	2 815,4	2 913,9	3 015,9	3 121,4
Papierosy i produkty impulsowe	2 638,4	2 947,0	3 291,0	5 782,2	6 262,0	6 563,3	6 870,0	7 182,1	7 499,8	7 823,2	8 152,3	8 487,1	8 827,9
Eurocash Gastronomia	701,9	663,4	536,0	446,4	453,1	459,9	466,8	473,8	480,9	488,1	495,5	502,9	510,4
Inne	143,0	122,8	249,6	586,7	598,5	610,5	622,7	635,1	647,8	660,8	674,0	687,5	701,2
Zmiana r/r													
Cash&Carry		11,4%	5,7%	3,6%	5,0%	4,5%	4,1%	3,6%	3,3%	2,9%	2,6%	2,3%	2,0%
Delikatesy Centrum		12,1%	8,7%	5,0%	9,5%	11,4%	13,8%	11,6%	9,9%	8,5%	7,4%	6,4%	5,6%
Eurocash Dystrybucja		-14,1%	-11,1%	43,7%	0,7%	5,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Eurocash Alkohole		-3,1%	7,1%	13,1%	13,1%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Papierosy i produkty impulsowe		11,7%	11,7%	21,5%	75,7%	8,3%	4,8%	4,7%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%
Eurocash Gastronomia		-5,5%	-19,2%	-16,7%	-16,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Inne		-14,1%	103,2%	135,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

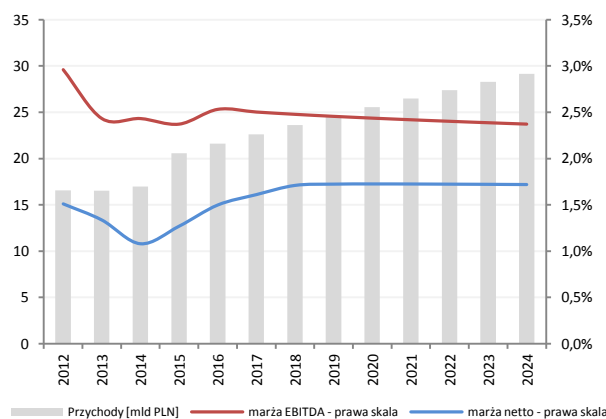
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża brutto ze sprzedaży



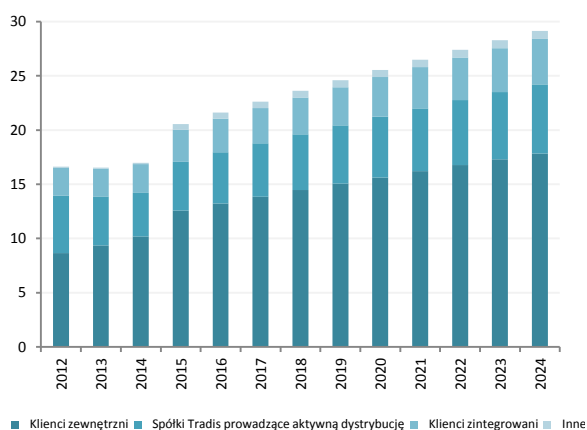
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu rocznym



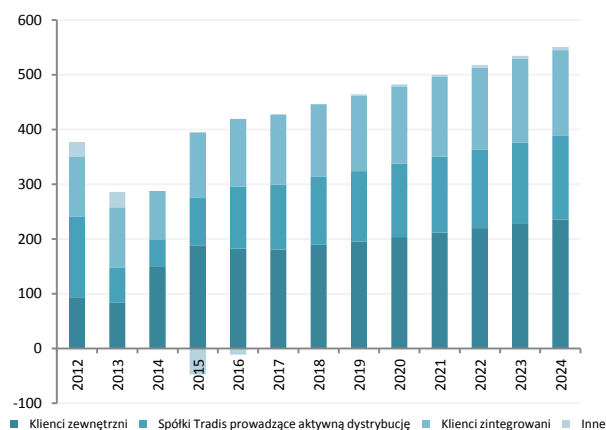
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział segmentów w przychodach [mld PLN]



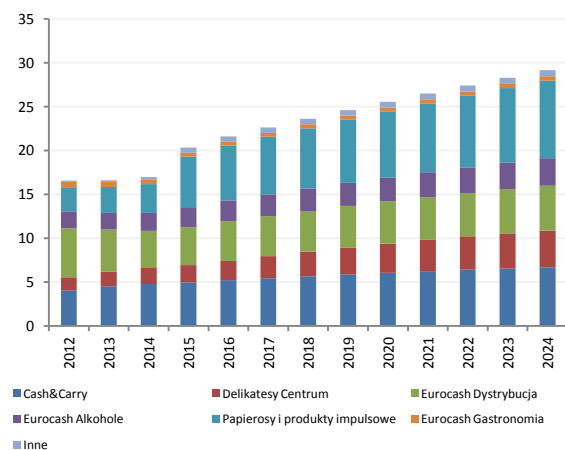
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział segmentów w EBIT [mln PLN]



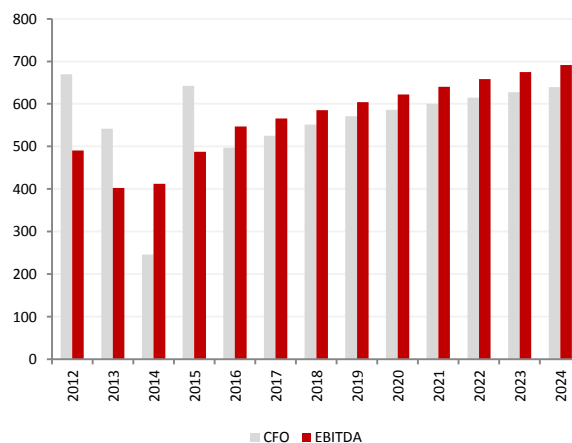
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział formatów w przychodach [mld PLN]



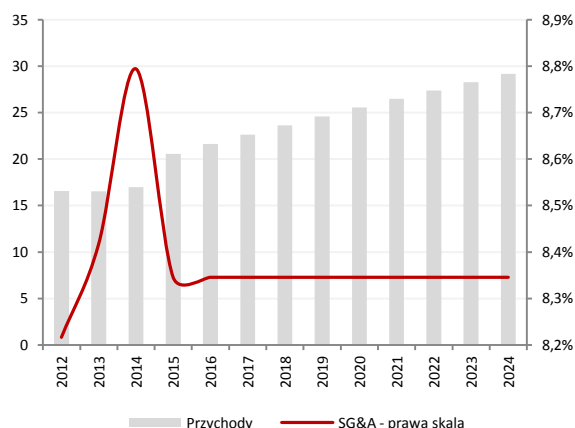
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CF Operacyjny na tle EBITDA [mln PLN]



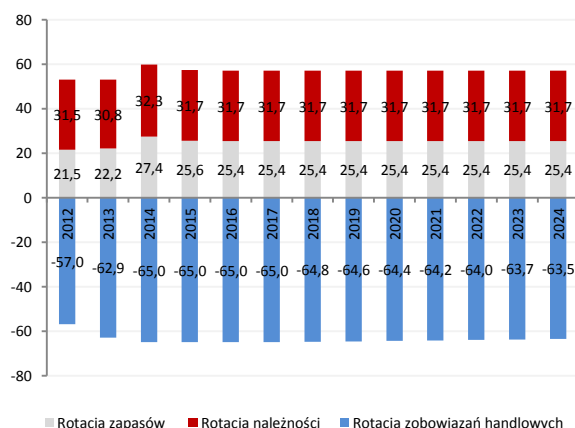
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SG&A vs przychody [mld PLN]



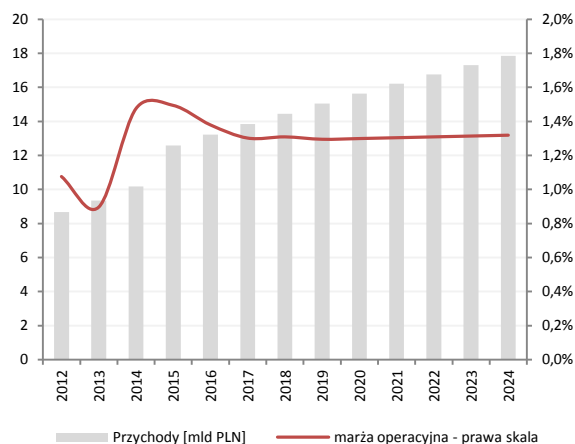
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Cykl konwersji gotówki [rotacja w dniach]



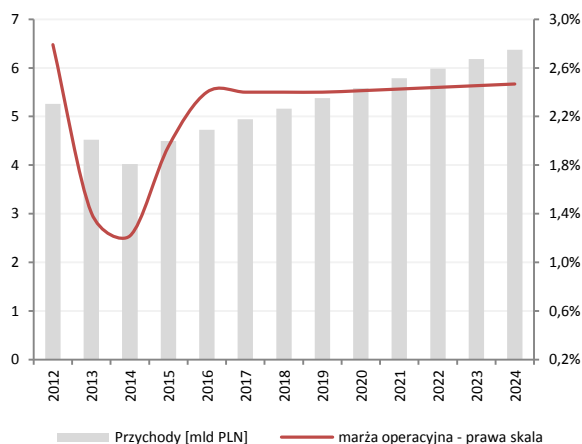
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność operacyjna segmentu „Klienci zewnętrzni”



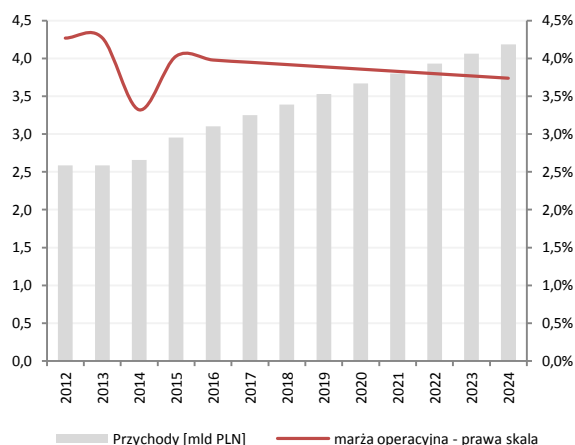
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność operacyjna spółek Tradisu prowadzących aktywną dystrybucję



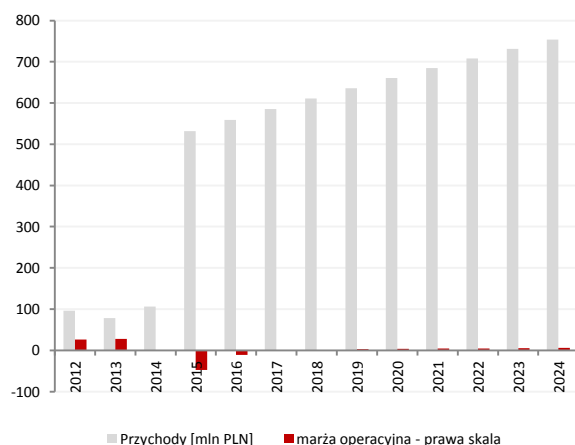
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność operacyjna segmentu „Klienci zintegrowani”



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność operacyjna segmentu „Inne”



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI

Eurocash to największy krajowy dystrybutor w obszarze FMCG, który posiada ok. 26% udziałów w rynku. W ramach podstawowych formatów działalności należy wyróżnić Cash&carry, w skład którego wchodzi sklepy franczyzowe, sklepy sieci abc (ok. 7 tys. punktów) oraz niezależne sklepy (mała powierzchnia, ok. 40 tys. klientów). Drugi formatem są franczyzobiorcy, którzy funkcjonują jako Delikatesy Centrum (ok. 1,0 supermarketów o pow. ok. 300 mkw), a także pod logo Lewiatan, Groszek, Gama i Eurosklep (ok. 4,5 tys. franczyzobiorców). Trzecią „nogą” biznesową jest aktywna dystrybucja, która w dużej mierze jest prowadzona przez spółki z grupy Tradis (zakupiona w '11). W ramach tego formatu należy wydzielić EC Alkohole, EC Gastronomia (obsługuje rynek HoReCa), EC Dystrybucja i EC Serwis (dystrybucja wyrobów tytoniowych i produktów impulsowych za pośrednictwem KDWT). Grupa posiada w swojej strukturze także ok. 4,9 tys. terminali PayUp, które oferują podstawowe usługi finansowe (doładowania telefonów, płatności rachunków) oraz InMedio (salony prasowe). Eurocash prowadzi także sieci Kontigo (drogerie dla kobiet) oraz posiada udziały w sklepie internetowym Frisco.pl (sprzedaż artykułów spożywczych w okolicach Warszawy).

Liczba hurtowni oraz sklepów w poszczególnych formatach

	2011	2012	2013	2014
Hurtownie C&C	137	148	158	168
Delikatesy Centrum	650	773	875	1 003
Sklepy abc	4 114	5 451	6 133	6 997
Sieci franczyzowe (EC Dystrybucja)	4 114	4 140	4 325	4 362

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Głównym udziałowcem jest założyciel i prezes spółki Luis Amaral, który kontroluje 43,7% udziałów grupy. Pozostali akcjonariusze posiadają poniżej 5% akcji Eurocash.

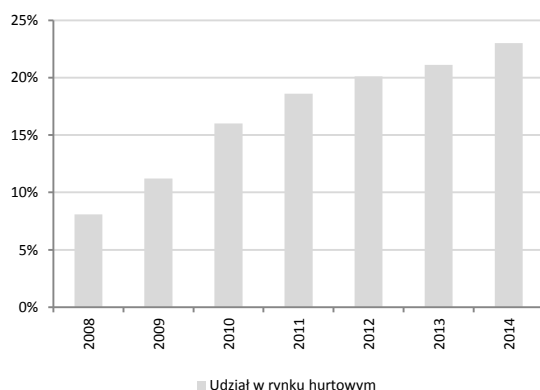
Główni akcjonariusze spółki

	Liczba akcji	% akcji	Liczba głosów	% głosów
Luis Amaral	60,6	43,7%	60,6	43,7%
Pozostali	78,0	56,3%	78,0	56,3%
RAZEM	138,6	100,0%	138,6	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

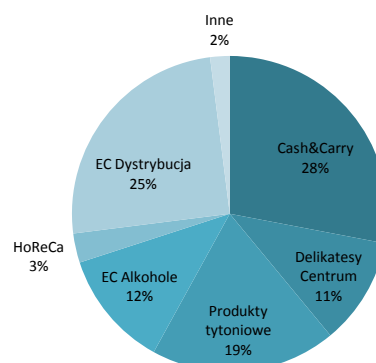
W sprzedaży grupy dominują podstawowe artykuły spożywcze i napoje (w tym alkoholowe). W '14 udział tych produktów wyniósł 77,9% wartości sprzedaży w porównaniu do 78,5% w '13. Drugą pod względem istotności grupą towarową były wyroby tytoniowe, karty telefoniczne i doładowania prepaid, których udział podniósł się do 18,8% w '14 (+0,8 p.p. r/r). Udział pozostałych artykułów nieżywnościowych (kosmetyki, chemia gospodarcza, leki OTC) spadł do 3,3% w '14 (-0,2 p.p. r/r). Uwagę zwraca również mocno zdwyersyfikowana sieć dostawców (ok. 1,5 tys. podmiotów), z których żaden nie ma udziału większego niż 10%. Głównymi dostawcami są Philip Morris, British American Tobacco, Grupa Żywiec i Kompania Piwowarska.

Udział grupy w rynku hurtowym



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sprzedaż w podziale na formaty



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

OPIS FORMATÓW SPRZEDAŻOWYCH**1. Eurocash Cash&Carry**

Jest to jedna z największych sieci hurtowni dyskontowych, funkcjonujących na terenie kraju. Model biznesowy bazuje na obsłudze małych i średnich sklepów spożywczych i chemicznych, które dysponują własnym transportem. Produkty oferowane przez C&C należą do kategorii FMCG i według założeń spółki mają pozwalać na zaspokojenie większości potrzeb asortymentowych klientów (ok. 70-80%). Na koniec 1Q'15 sieć liczyła 170 hurtowni, a wg założeń zarządu na koniec '15 ma wynosić blisko 180 punktów. W ofercie sprzedażowej hurtowni znajduje się ok. 5 tys. produktów, w tym ok. 10% stanowi marka własna Eurocash „Dobry Wybór”. Hurtownie obsługują także sklepy abc.

2. Delikatesy Centrum

Jest to sieć franczyzowe wchodząca w skład grupy, która liczyła ok. 1 tys. placówek w 1Q'15. W ramach podpisanych umów Eurocash współpracuje m.in. ze spółdzielniami GS czy PSS Spółem, szczególnie w mniejszych miejscowościach. W strukturach grupy segment funkcjonuje od 2006 roku. Zarząd zakłada, że w latach '16-'17 zostanie utrzymane tempo 150 otwarć rocznie. Z ciekawych informacji można wyróżnić nabycie 50% udziałów w sieci Rogala (marża EBITDA ok. 4%, reszta DC to ok. 3%). Segment generuje ok. 1,8 mld PLN przychodów, co odpowiada za 10-11% rocznego obrotu.

3. Eurocash Dystrybucja

Segment skupia się na odbiorcach detalicznych FMCG. Główni odbiorcy EC Dystrybucja to super- i hipermarkety, delikatesy oraz sieci franczyzowe i partnerskie (Groszek, Lewiatan, Eurosklep). Do tego należy również uwzględnić stacje benzynowe (m.in. Orlen) oraz Wars, Cinema City czy Supersam.

Segment wywodzi się ze spółki Tradis, która została nabyta przez grupę w '11 od lubelskiej Emperii. Wartość transakcji opiewała na 1,1 mld PLN (ok. 8,8x EV/EBITDA). Kluczowymi odbiorcami były Eurosklep, Groszek i Stokrotka, która pod koniec '13 rozwiązała umowę z Eurocash (spowodowało to ubytek ok. 800 mln PLN).

4. Eurocash Alkohole

Wcześniej spółka działała pod nazwą Premium Distributors. Podmiot został zakupiony od CEDC w '11 za 385,9 mln PLN. Model biznesowy opiera się na sprzedaży alkoholu w Polsce. W ofercie jest ok. 300 produktów, których głównymi nabywcami są sklepy detaliczne oraz rynek HoReCa. Segment odpowiada za ok. 11-12% całkowitego obrotu Eurocash.

5. Eurocash Gastronomia

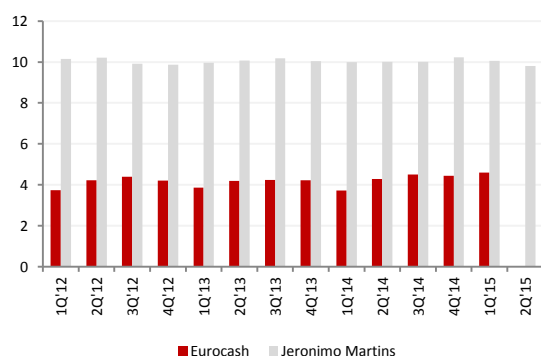
Podstawowymi klientami są podmioty z rynku HoReCa, którzy nabywają dobra FMCG. Działalność została nabyta w '08 od McLane Polska za 79,5 mln PLN. Z istotnych wydarzeń w ostatnim okresie należy wskazać rozwiązanie umowy z AmRestem (szacunkowy ubytek ok. 200-250 mln PLN rocznie) oraz przedłużenie umowy ze Sfinksem na kolejne 5 lat. Udział segmentu w przychodach to ok. 3-4%.

EUROCASH NA TLE JERONIMO MARTINS

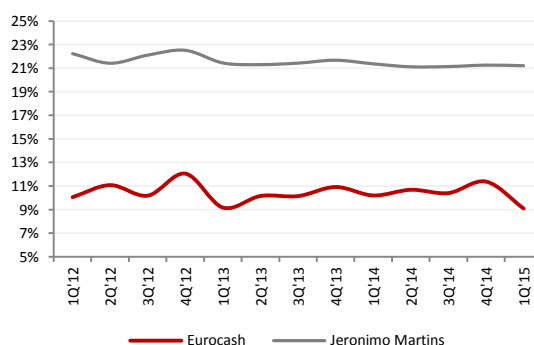
Uważamy, że podmiotem, do którego należy porównywać Eurocash jest przede wszystkim grupa Jeronimo Martins, prowadząca sieci Biedronka, Pingo Doce i Recheio. Porównując obie spółki widać, że Jeronimo Martins generuje zdecydowanie wyższe marże brutto, EBITDA oraz netto. Średnia marża EBITDA JM wynosi ok. 6,3% (sieć Biedronka ma rentowność na poziomie 7,5%), natomiast w przypadku Eurocash jest to poziom ok. 2,4%. Dysproporcja wynika w dużej mierze z prowadzonych akwizycji, które w ostatnich latach obciążały wyniki „polskiego” dystrybutora FMCG, a także znacznie niższej marży brutto ze sprzedaży (ok. 10 p.p.). Jeronimo Martins opiera swój model biznesowy na agencjach, format franczyzowy sklepów jest dopiero rozwijany i stanowi poniżej 5% całej sieci. Mniejszy w przychodach jest również udział segmentu tytoniowego. Jeronimo Martins znacznie lepiej radzi sobie również z rotacją zapasów – przeciętny cykl wynosi średnio 16 dni, natomiast w przypadku Eurocash jest to aż 24-25 dni.

Porównanie Eurocash na tle Jeronimo Martins

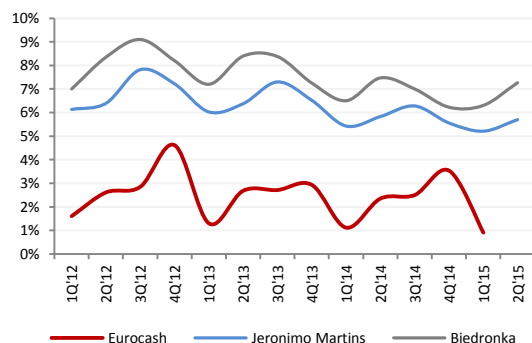
Przychody Eurocash na tle Jeronimo Martins [mld PLN]



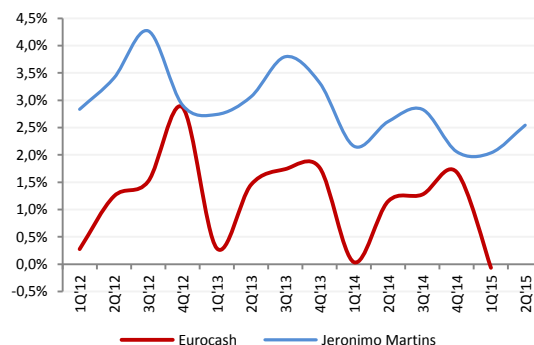
Porównanie marż brutto ze sprzedaży



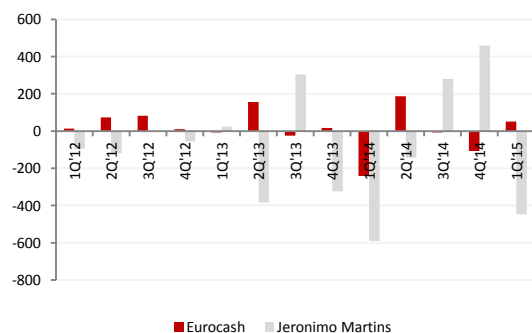
Porównanie marż EBITDA Eurocash, Jeronimo Martins i Biedronki



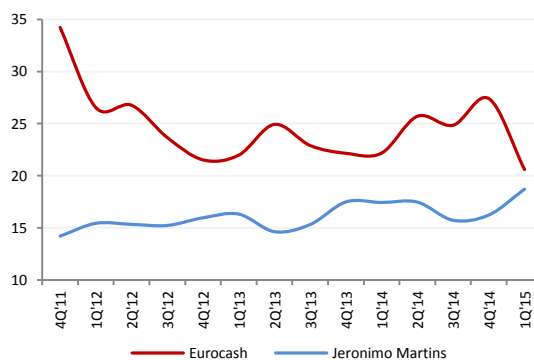
Porównanie marż netto Eurocash i Jeronimo Martins



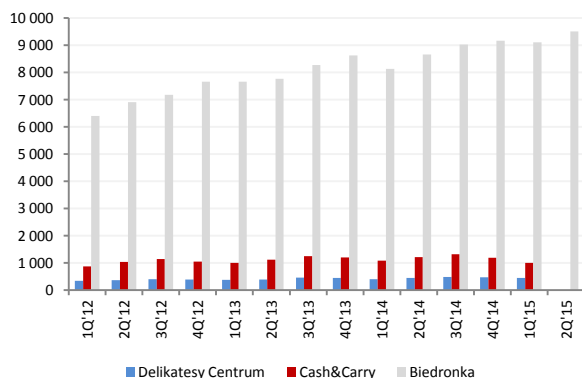
Nadwyżki CFO nad EBITDA dla Jeronimo Martins i Eurocash [mln PLN]



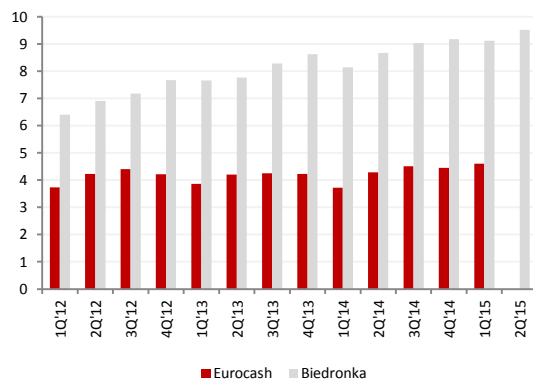
Rotacja zapasów w dniach



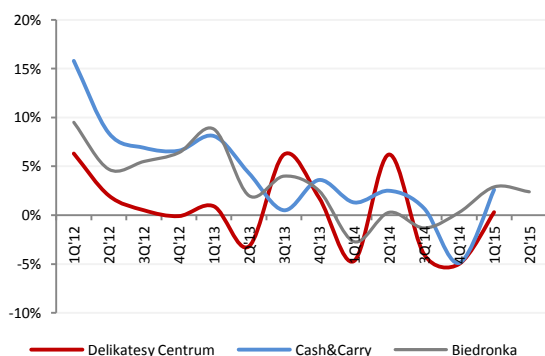
Przychody Delikatesów Centrum i Cash&Carry na tle Biedronki



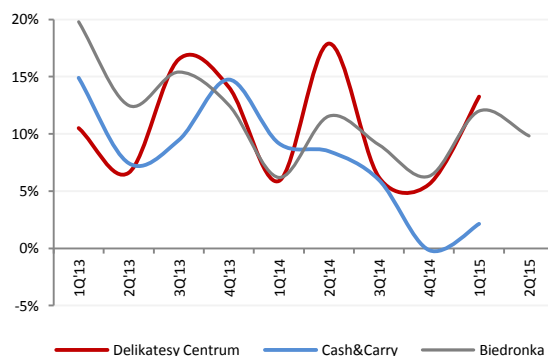
Przychody Eurocash na tle Biedronki



Sprzedaż Ifi DC, C&C i Biedronki



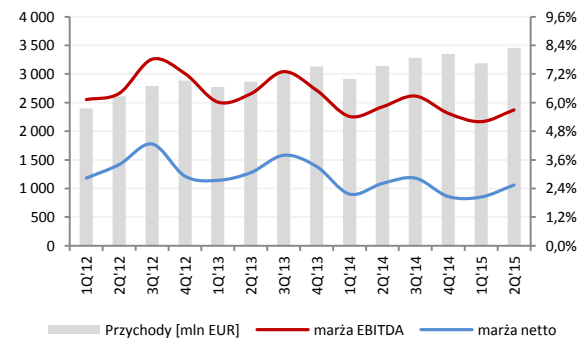
Dynamika przychodów DC, C&C i Biedronki



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Ogólne spojrzenie na Jeronimo Martins

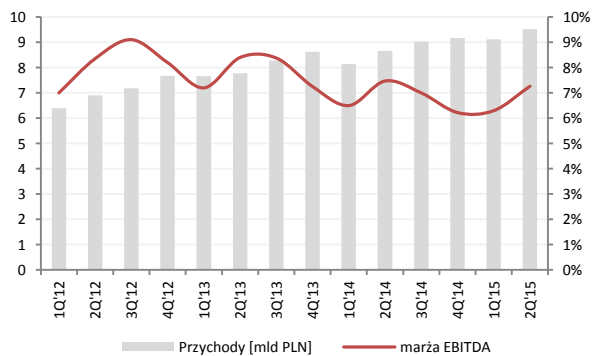
Marże EBITDA i netto Jeronimo Martins



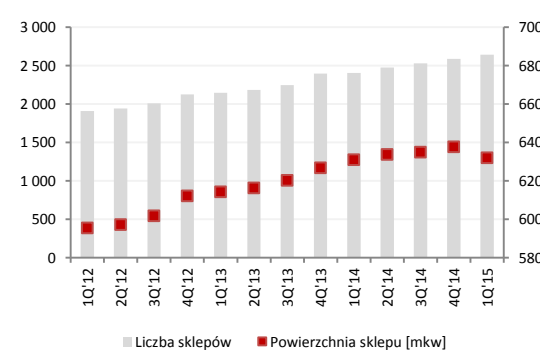
CFO na tle EBITDA (ujęcie kwartalne)



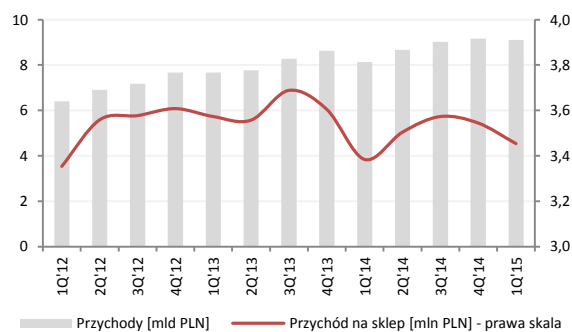
Rentowność EBITDA sieci Biedronka [mld PLN]



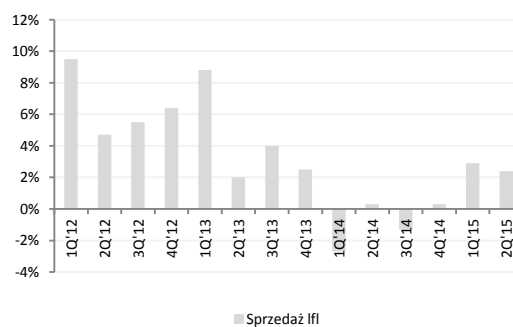
Rozwój sieci Biedronka



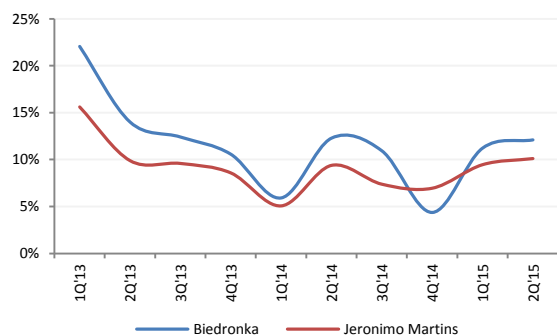
Przychód na sklep sieci



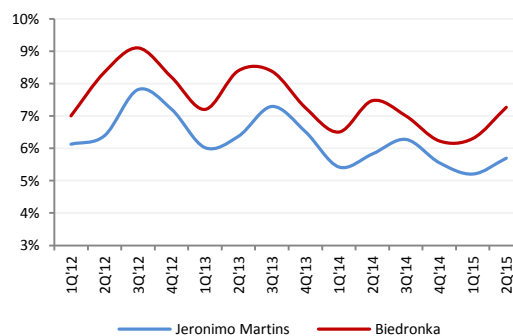
Sprzedaż Ifi Biedronki



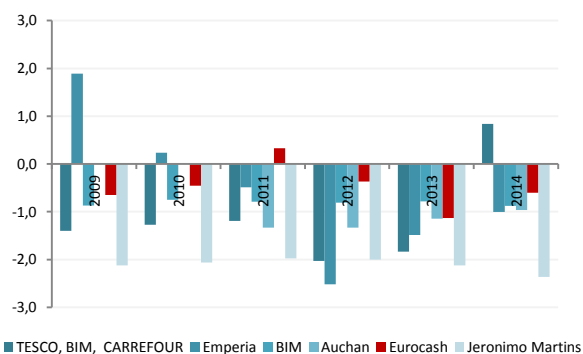
Dynamika przychodów Biedronki na tle Jeronimo Martins



Porównanie marż EBITDA Biedronki i Jeronimo Martins



Kapitał obrotowy na tle EBITDA dla dużych sieci handlowych

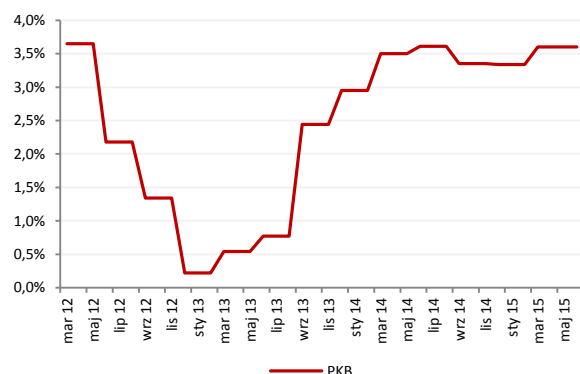


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

OTOCZENIE RYNKOWE

Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Czynniki, które w następnych kwartałach powinny wspierać konsumpcję jest stabilny wzrost PKB (ok. 3%). Coraz słabsza staje się natomiast presja deflacyjna na ceny towarów. W 2Q'15 odnotowano spadek deflacji o ok. 0,3-0,4 p.p. r/r. Spodziewamy się, że presja na ceny może się utrzymywać do końca '15. Mieszane odczucia można mieć obserwując wskaźnik CPI dla produktów żywnościowych oraz dla wyrobów tytoniowych i alkoholu. Ten pierwszy od kilku miesięcy zaczyna rosnąć i obecnie wynosi -1,7% (w styczniu było to aż -3,9%). Z kolei CPI dla produktów tytoniowych spada i obecnie znajduje się na poziomie najniższym od czerwca '14 (0,9%). Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach spada i wynosi obecnie 10,8% (odczyt za maj; poprawa o 0,4 p.p. m/m)

PKB



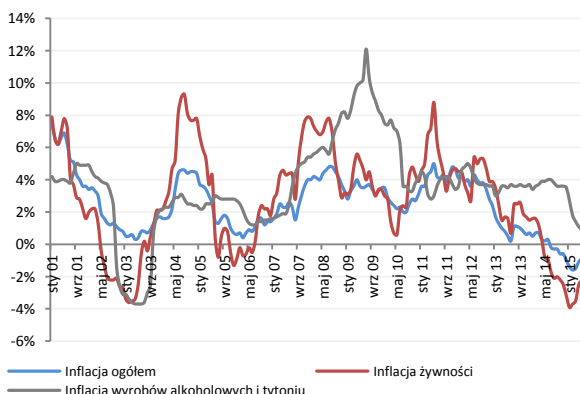
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa bezrobocia



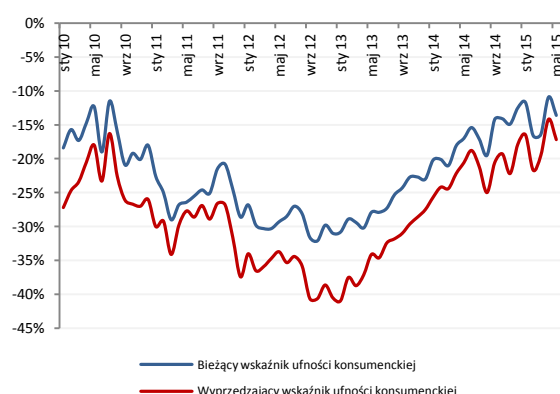
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

CPI, CPI dla artykułów żywnościowych, CPI dla wyrobów tytoniowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

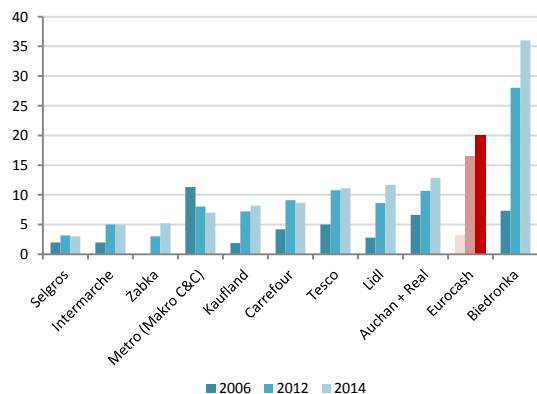
Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

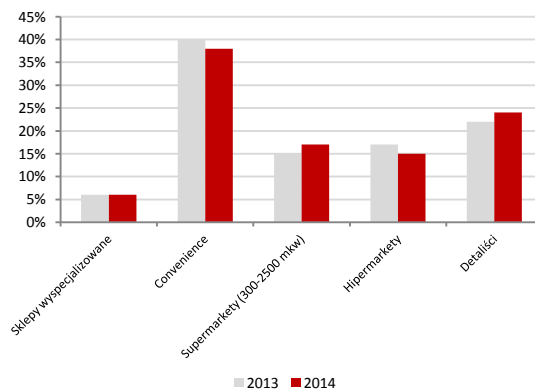
Niekwestionowanym liderem rynku FMCG od kilku lat pozostaje niezmiennie Biedronka, należąca do grupy Jeronimo Martins. Jej zeszłoroczne obroty przekroczyły 35 mld PLN, co stanowi ponad dwukrotność przychodów grupy Eurocash. Kolejnymi graczami są sieci Auchan, Lidl oraz Tesco, których obroty wyniosły w '14 blisko 12 mld PLN. Struktura sprzedawców końcowych na polskim rynku ulega nieznacznym zmianom. W '14 po ok. 2% udziałów w rynku zyskały formaty supermarketów o powierzchni w przedziale 300-2500 mkw oraz dyskonty (24% udziału). Straciły natomiast hipermarkety (15%) oraz mniejsze sklepy (convenience, supermarkety do 300 mkw i sklepiki osiedlowe), które odpowiadają za ok. 38% rynku. Największy ubytek widać w przypadku małych sklepów o powierzchni do 40 mkw – w ciągu roku ich udział zmniejszył się o blisko 7%. Wśród największych dystrybutorów niepodzielnie dominuje Eurocash, który kontroluje ok. 26% rynku. Na następnych miejscach znajdują się Makro (6%) oraz Selgros (4%). Zwracamy uwagę, że rynek dystrybutorów jest bardzo rozdrobniony – podmioty o udziale poniżej 1% kontrolują blisko 57% rynku. Oceniając polski rynek pod względem największych franczyzobiorców widać, że najbardziej rozwinięte są sieci abc (blisko 7 tys. punktów) oraz grupa Lewiatan, Groszek i Eurosklep (5,4 tys. sklepów), które są głównymi klientami Eurocash. Na trzecim miejscu znajdują się sieci Żabka+Freshmarket z 3,9 tys. placówek.

Obroty największych sieci w kraju



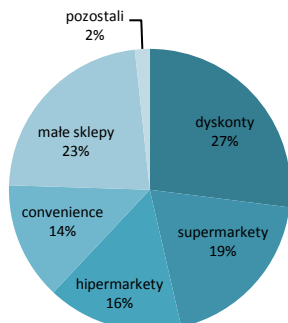
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GfK Polonia, spółka

Struktura rynku FMCG w latach 2013-14 (sprzedawcy końcowi)



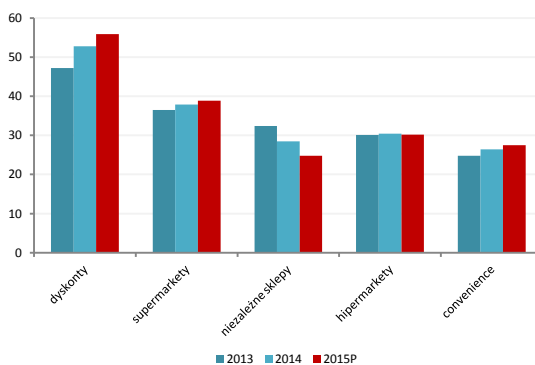
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GfK Polonia, spółka

Struktura rynku w '14



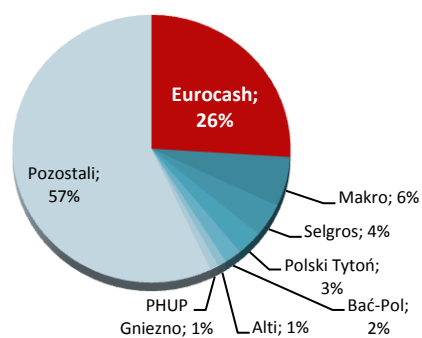
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Rzeczpospolita, Euromonitor Int.

Główne segmenty handlu spożywczego – prognoza obrotów [mld PLN]



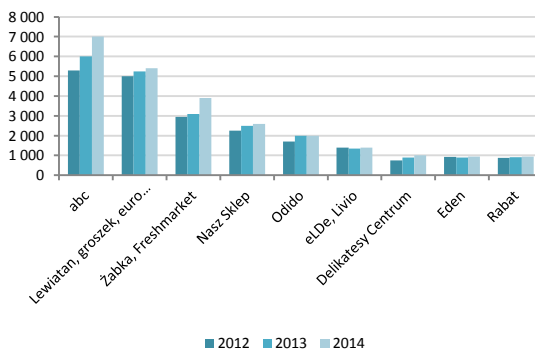
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Rzeczpospolita, Euromonitor Int.

Najwięksi dystrybutorzy rynku FMCG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GfK Polonia, spółka

Najwięksi franczyzobiorcy na krajowym rynku FMCG (wg liczby sklepów)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GfK Polonia, spółka

PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH

Po wyborach parlamentarnych na krajowym rynku handlu może dojść do wielu istotnych decyzji regulacyjnych, które mogą dotknąć z różnymi konsekwencjami poszczególne segmenty Eurocashu. Do tej pory opinia publiczna została poinformowana o planowanym nałożeniu podatku na sklepy wielkopowierzchniowe. Nie znamy jednak konkretnych szczegółów, co powoduje, że ciężko na chwilę obecną jednoznacznie określić wpływ planowanych zmian. Znaczna część reform jest wzorowana na przykładzie Węgier.

W założeniach Wiktora Orbana prowadzona przez niego polityka ma pozwolić na zwiększenie udziału dużych zagranicznych przedsiębiorstw w finansowaniu budżetu państwa oraz osłabienie pozycji konkurencyjnej sieci handlowych z zagranicznym kapitałem względem lokalnych przedsiębiorców, prowadzących własne punkty sprzedażowe. Występują trzy formy opodatkowania, których skala jest uzależniona od poziomu obrotów. Są to:

1. **Podatek kryzysowy** – obowiązywał w latach 2010-13 i obejmował również sektor energetyczny i telekomunikacyjny. Podstawą podatku były przychody netto ze sprzedaży, a stawka podatku była naliczana progresywnie dla czterech progów. W przypadku wprowadzenia go w Polsce w „węgierskiej” formie skutkowałoby nałożeniem opodatkowania w wys. 2,5% dla sieci, których roczne obroty przekraczają 5,6 mld PLN.
2. **Podatek od przychodów z reklam (ATA)** – dotyczy przede wszystkim rynku mediów. Według specjalistów z PWC, nałożenie takiego podatku przełożyłoby się istotnie na podmioty handlowe, które ponoszą duże nakłady na marketing (podniesienie cen przez przedstawicieli mediów). Na Węgrzech podatek uderzył przede wszystkim w stację RTL. Warto zauważyć, że hipermarkety także prowadzą działalność reklamową, drukując gazetki i ulotki promocyjne. Część sieci uzyskuje w ten sposób do 1% przychodów od producentów sprzedawanych towarów.
3. **Opłata za urzędową kontrolę jakości** – zakłada nałożenie progresywnej opłaty, naliczanej od sprzedaży produktów spożywczych. Sieci, których przychody (w przeliczeniu na PLN) przekraczają 16,9 mld PLN płacą opłatę w wys. 6% obrotu.
4. **Wymóg utrzymania rentowności** – dotyczy podmiotów, których przynajmniej połowa przychodów pochodzi z handlu detalicznego (w tym FMCG). W przypadku przekroczenia 50 mld HUF obrotów i niewypracowania zysku w ciągu dwóch sieć ma obowiązek zaprzestania działalności.
5. **Pozostałe ograniczenia** – są to zakazy produkcji i dystrybucji produktów, które mogą pogorszyć sytuację partnerów biznesowych, zakazy wpływania na decyzje partnera czy też wypychania z rynku konkurentów poprzez proponowanie nadmiernie niskich cen.

Drugą grupą wprowadzonych ograniczeń są ograniczenia zależne od powierzchni. Na Węgrzech wprowadzono zakaz handlu w niedzielę (od marca 2015), który obejmuje sklepy o powierzchni powyżej 200 mkw oraz tych o powierzchni mniejszej, jednak nieprowadzonych przez właściciela (lub jego najbliższą rodzinę). Od początku '15 zaczęły także obowiązywać obostrzenia dot. funkcjonowania sklepów wielkopowierzchniowych położonych na obszarach zabytkowych (wymagane są specjalne pozwolenia). Dodatkowo od stycznia funkcjonuje również wymóg uzyskiwania pozwoleń na budowę sklepu o powierzchni przekraczającej 400 mkw.

Potencjalny wpływ na rynek polski

Analitycy PwC szacują, że w przypadku największych podmiotów funkcjonujących na polskim rynku, łączne obciążenie przychodów może wynieść aż 2,6% wielkości sprzedaży (ok. 2,5 mld PLN w skali roku), co stawia w uprzywilejowanej sytuacji małe, rodzinne sklepiki. Według PwC mogłoby to przełożyć się na wyeliminowanie zysków 17 głównych sieci.

Potencjalny wpływ podatku kryzysowego, od przychodów z reklam i opłaty za kontrolę żywności na zyski sieci

Powierzchnia [tys. mkw]	Wynik brutto [mln PLN]	Po odjęciu podatków	Spadek zysku
>5	2132,4	8,3	-99,6%
2-5	26,1	-5,1	-
1-2	33,8	24,1	-28,7%
0,5-1	8,6	3,4	-60,5%
łącznie	2200,9	30,7	-98,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PwC

W przypadku wprowadzenia reform na wzór węgierski, głównymi beneficjentami byłyby niezależne sklepy typu convenience o powierzchni poniżej 200 mkw oraz małe sieci handlowe skupiające kilka punktów sprzedażowych. Zwracamy jednak uwagę, że wprowadzenie całego pakietu może nieść ze sobą szereg negatywnych skutków. Portal dlahandlu.pl, prowadzący badania dla cen koszyka dóbr, oszacował, że wejście w życie wszystkich podatków od wielkości obrotu spowoduje wzrost cen o min. 5% w najbardziej popularnych sieciach, co z kolei może dotknąć najmocniej najbiedniejsze gospodarstwa domowe. Dodatkowo dużym zagrożeniem byłaby możliwa redukcja zatrudnienia, mająca na celu ograniczenie kosztów sklepów wielkopowierzchniowych. PwC szacuje, że zwolnionych mogłoby być blisko 90-100 tys. pracowników (redukcja o ponad 8%), co implikuje wzrost stopy bezrobocia o ok. 0,5 p.p.. Planowane obciążenia międzynarodowych koncernów niesie ze sobą również ubytek wpływów do budżetu państwa z tyt. CIT (min. 400 mln PLN) oraz VAT (ok. 1,5 mld PLN).

Reformy na Węgrzech wzbudziły zaniepokojenie i wątpliwości Komisji Europejskiej. Komisja wskazywała, że wprowadzane zmiany preferowały część podmiotów, nakładając jednocześnie zbyt wysokie obciążenia na duże sieci, a tym samym ograniczając ich konkurencyjność. Część obostrzeń jest również niezgodnych z naszą ustawą o ochronie konkurencji i konsumentów (art. 6 mówiący o eliminowaniu lub ograniczaniu konkurencji), co stawia realizację obietnic przedwyborczych pod dużym znakiem zapytania.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktywa trwałe	2 015,5	2 231,3	2 260,4	2 260,4	2 262,6	2 266,0	2 270,1	2 274,3	2 278,0	2 280,8	2 282,5	2 282,8
Wartość firmy	1 055,5	1 181,2	1 192,4	1 192,4	1 192,4	1 192,4	1 192,4	1 192,4	1 192,4	1 192,4	1 192,4	1 192,4
RzAT	393,6	375,5	340,5	310,1	280,7	252,2	224,5	197,5	171,1	145,5	120,7	96,6
Wartości niematerialne i prawne	417,7	550,4	564,9	595,3	626,9	658,8	690,7	721,8	751,8	780,3	806,9	831,2
Pozostałe aktywa trwałe	148,7	124,1	162,6	162,6	162,6	162,6	162,6	162,6	162,6	162,6	162,6	162,6
Aktywa obrotowe	2 810,0	3 130,2	3 570,2	3 809,2	4 106,5	4 260,7	4 391,1	4 513,7	4 631,2	4 743,5	4 849,8	4 951,9
Zapasy	1 017,8	1 291,1	1 462,0	1 525,0	1 596,3	1 666,4	1 735,0	1 802,3	1 868,2	1 932,6	1 995,5	2 056,8
Należności z tyt. dostaw	1 416,5	1 524,4	1 810,3	1 903,2	1 992,3	2 079,7	2 165,4	2 249,4	2 331,6	2 412,0	2 490,5	2 567,0
Środki pieniężne	102,5	86,9	130,7	213,8	350,7	347,6	323,5	294,8	264,2	231,7	196,6	160,9
Pozostałe aktywa obrotowe	273,2	227,8	167,2	167,2	167,2	167,2	167,2	167,2	167,2	167,2	167,2	167,2
Kapitał własny	884,4	1 037,6	1 186,1	1 359,7	1 521,6	1 558,2	1 576,1	1 590,9	1 604,7	1 618,0	1 630,7	1 642,7
Zobowiązania długoterminowe	295,3	247,8	238,7	238,7	238,7	238,7	238,7	238,7	238,7	208,3	163,3	118,3
Zobowiązania finansowe	240,9	162,6	161,0	161,0	161,0	161,0	161,0	161,0	161,0	130,6	85,6	40,6
Pozostałe zob. długoterminowe	54,4	85,2	77,7	77,7	77,7	77,7	77,7	77,7	77,7	77,7	77,7	77,7
Zobowiązania krótkoterminowe	3 645,9	4 076,1	4 405,7	4 471,2	4 608,7	4 729,9	4 846,5	4 958,4	5 065,8	5 198,0	5 338,4	5 473,6
Zobowiązania finansowe	439,3	776,6	437,0	312,0	267,0	222,0	177,0	132,0	87,0	72,4	72,4	72,4
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	2 889,7	3 063,0	3 712,2	3 902,7	4 085,2	4 251,3	4 412,9	4 569,9	4 722,2	4 869,0	5 009,4	5 144,7
Pozostałe zob. krótkoterminowe	317,0	236,4	256,5	256,5	256,5	256,5	256,5	256,5	256,5	256,5	256,5	256,5
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody ze sprzedaży	16 537,5	16 963,8	20 559,1	21 614,1	22 624,9	23 617,6	24 591,2	25 545,1	26 478,7	27 391,6	28 283,0	29 152,0
Koszty wytworzenia	14 863,8	15 151,6	18 475,1	19 380,0	20 286,3	21 176,3	22 049,3	22 904,6	23 741,7	24 560,3	25 359,5	26 138,7
Wynik brutto ze sprzedaży	1 673,7	1 812,3	2 084,0	2 234,2	2 338,6	2 441,2	2 541,9	2 640,5	2 737,0	2 831,4	2 923,5	3 013,3
Koszty sprzedaży	1 118,6	1 217,3	1 400,0	1 471,8	1 540,7	1 608,3	1 674,6	1 739,5	1 803,1	1 865,3	1 925,9	1 985,1
Koszty zarządu	273,4	274,5	315,8	332,0	347,5	362,8	377,7	392,4	406,7	420,7	434,4	447,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	4,0	-33,3	-21,1	-22,2	-23,2	-24,3	-25,2	-26,2	-27,2	-28,1	-29,0	-29,9
EBITDA	402,1	412,5	487,5	547,0	566,1	585,1	604,0	622,7	641,0	658,8	676,0	692,7
EBIT	285,7	287,2	347,1	408,1	427,2	446,0	464,4	482,4	500,0	517,2	534,1	550,5
Saldo finansowe	-59,0	-68,0	-35,3	-15,0	1,4	26,3	29,2	28,8	27,7	26,2	24,5	22,4
Wynik brutto	226,1	218,8	310,8	393,2	428,7	472,3	493,5	511,2	527,7	543,5	558,6	572,9
Wynik netto	221,0	183,1	261,0	330,2	360,0	396,6	414,5	429,3	443,1	456,4	469,1	481,1
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CF operacyjny	542,0	245,7	642,7	503,6	521,0	544,4	561,3	575,3	588,3	600,0	610,0	620,8
CF inwestycyjny	-152,1	-230,1	-137,6	-138,8	-141,0	-142,6	-143,8	-144,5	-144,6	-144,4	-143,6	-142,5
CF finansowy	-444,8	-31,2	-461,3	-281,6	-243,1	-405,0	-441,6	-459,5	-474,3	-488,1	-501,4	-514,1
CF netto	-54,9	-15,6	43,7	83,2	136,9	-3,2	-24,1	-28,7	-30,6	-32,6	-35,0	-35,8
Środki pieniężne na początek okresu	157,4	102,5	86,9	130,7	213,8	350,7	347,6	323,5	294,8	264,2	231,7	196,6
Środki pieniężne na koniec okresu	102,5	86,9	130,7	213,8	350,7	347,6	323,5	294,8	264,2	231,7	196,6	160,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	-0,2%	2,6%	21,2%	5,1%	4,7%	4,4%	4,1%	3,9%	3,7%	3,4%	3,3%	3,1%
EBITDA zmiana r/r	-18,0%	2,6%	18,2%	12,2%	3,5%	3,4%	3,2%	3,1%	2,9%	2,8%	2,6%	2,5%
EBIT zmiana r/r	-24,2%	0,5%	20,9%	17,6%	4,7%	4,4%	4,1%	3,9%	3,7%	3,4%	3,3%	3,1%
Wynik netto zmiana r/r	-11,7%	-17,1%	42,5%	26,5%	9,0%	10,2%	4,5%	3,6%	3,2%	3,0%	2,8%	2,6%
Marża brutto na sprzedaży	10,1%	10,7%	10,1%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Marża EBITDA	2,4%	2,4%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Marża EBIT	1,7%	1,7%	1,7%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Marża brutto	1,4%	1,3%	1,5%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Marża netto	1,3%	1,1%	1,3%	1,5%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
ROE	25,0%	17,6%	22,0%	24,3%	23,7%	25,5%	26,3%	27,0%	27,6%	28,2%	28,8%	29,3%
ROA	4,6%	3,4%	4,5%	5,4%	5,7%	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,6%	6,6%
Dług	680,2	939,2	598,1	473,1	428,1	383,1	338,1	293,1	248,1	203,1	158,1	113,1
D/(D+E)	43,5%	47,5%	33,5%	25,8%	22,0%	19,7%	17,7%	15,6%	13,4%	11,2%	8,8%	6,4%
D/E	76,9%	90,5%	50,4%	34,8%	28,1%	24,6%	21,5%	18,4%	15,5%	12,6%	9,7%	6,9%
Odsetki/EBIT	25,0%	29,9%	16,1%	8,7%	7,5%	6,4%	5,5%	4,6%	3,7%	2,9%	2,2%	1,5%
Dług/Kapitał własny	76,9%	90,5%	50,4%	34,8%	28,1%	24,6%	21,5%	18,4%	15,5%	12,6%	9,7%	6,9%
Dług netto	577,6	852,3	467,4	259,3	77,3	35,5	14,6	-1,7	-16,1	-28,6	-38,6	-47,8
Dług netto/Kapitał własny	65,3%	82,1%	39,4%	19,1%	5,1%	2,3%	0,9%	-0,1%	-1,0%	-1,8%	-2,4%	-2,9%
Dług netto/EBITDA	143,6%	206,6%	95,9%	47,4%	13,7%	6,1%	2,4%	-0,3%	-2,5%	-4,3%	-5,7%	-6,9%
Dług netto/EBIT	202,2%	296,8%	134,7%	63,5%	18,1%	8,0%	3,1%	-0,4%	-3,2%	-5,5%	-7,2%	-8,7%
EV	6 469,6	6 744,3	6 360,8	6 152,6	5 970,7	5 928,9	5 908,0	5 891,6	5 877,3	5 864,8	5 854,8	5 845,6
Dług/EV	10,5%	13,9%	9,4%	7,7%	7,2%	6,5%	5,7%	5,0%	4,2%	3,5%	2,7%	1,9%
CAPEX/Przychody	0,9%	1,1%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX/Amortyzacja	122,0%	152,1%	96,9%	100,0%	101,5%	102,5%	102,9%	103,0%	102,6%	102,0%	101,2%	100,2%
Amortyzacja/Przychody	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO/Przychody	1,7%	-1,2%	0,9%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-838,7%	-48,7%	5,3%	3,3%	2,2%	0,9%	0,7%	0,6%	0,5%	0,2%	-0,1%	-0,3%
Wskaźniki rynkowe	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E	26,7	32,2	22,6	17,8	16,4	14,9	14,2	13,7	13,3	12,9	12,6	12,3
P/BV	6,7	5,7	5,0	4,3	3,9	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6
P/CE	18,2	21,8	15,0	10,8	8,3	7,9	8,0	8,1	8,3	8,6	8,9	9,2
EV/EBITDA	16,1	16,4	13,0	11,2	10,5	10,1	9,8	9,5	9,2	8,9	8,7	8,4
EV/EBIT	22,7	23,5	18,3	15,1	14,0	13,3	12,7	12,2	11,8	11,3	11,0	10,6
EV/S	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	6,4	7,5	8,6	9,8	11,0	11,2	11,4	11,5	11,6	11,7	11,8	11,9
EPS	1,6	1,3	1,9	2,4	2,6	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5
CEPS	2,3	1,9	2,8	3,9	5,1	5,4	5,3	5,2	5,1	5,0	4,8	4,6
Dywidenda [mln PLN]	124,5	109,5	109,9	156,6	198,1	360,0	396,6	414,5	429,3	443,1	456,4	469,1
DPS	0,90	0,79	0,79	1,13	1,43	2,60	2,86	2,99	3,10	3,20	3,29	3,39
Dyield	2,1%	1,9%	1,9%	2,7%	3,4%	6,1%	6,7%	7,0%	7,3%	7,5%	7,7%	8,0%
Payout ratio	49,7%	49,5%	60,0%	60,0%	60,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 42,5 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media, handel stala

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: brymora@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Redukuj	38,0	---	---	10.08.2015	42,5	52 638

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'15:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	4	50%
Trzymaj	1	13%
Redukuj	3	38%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 EV/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE — wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 10.08.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 13.08.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące sfornulowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 10.08.2015 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.