



Dom Maklerski BDM S.A.

EMPERIA

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 95,4 PLN

19 CZERWCA 2017, 11:26 CEST

Tak jak wskazywaliśmy w naszej rekomendacji ze stycznia, walory Emperii okazały się jednym z lepszych typów z szerokiego sektora handlu. W bieżącym raporcie podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki. Przede wszystkim akcentujemy prowadzony proces poszukiwania inwestora strategicznego, który docelowo może zakończyć się wezwaniem na walory grupy. W naszej ocenie pozyskanie podmiotu, który wesprze finansowo segment detaliczny, zwiększy możliwości akwizycyjne i zapewne pozwoli również na szybszy rozwój organiczny. Z optymizmem podchodzimy do ścieżki wynikowej w kolejnych kwartałach. Po słabszym 1Q'17, Stokrotka powróciła do dodatnich odczytów sprzedaży porównywalnej, co w połączeniu ze sprzyjającym otoczeniem makro (trwały powrót inflacji), zakładanym przyspieszeniem otwarć marketów i odbudową pierwszej marży, powinno przełożyć się na wzrost EBITDA (w '17 szacujemy ponad 114 mln PLN; po oczyszczeniu +20% r/r). Głównym ryzykiem dla naszych założeń jest kwestia wzrostu wynagrodzeń, które stanowią 10% przychodów. Warto zauważyć, że grupa posiada aktywa w postaci segmentów nieruchomościowego oraz IT (ich wartość szacujemy odpowiednio na 490-500 mln PLN i 40 mln PLN). Zwracamy także uwagę na istotne dyskonto z jakim jest notowana Emperia względem dużych detalistów (ok. 20% poniżej mediany EV/EBITDA 2017-18 grupy). Uwzględniając powyższe argumenty inwestycyjne, wydajemy zalecenie Akumuluj i podnosimy cenę docelową dla walorów spółki do 95,4 PLN.

Spodziewamy się, że 2Q'17 okaże się bardziej udany niż 1Q'17 w wykonaniu Emperii. W ujęciu przychodowym liczymy na osiągnięcie ok. 674 mln PLN przychodów, co oznaczałoby wzrost r/r o 11%. Oczekujemy również, że dalszej odbudowie będzie ulegała marża brutto (estymujemy, że wyniesie 28,9%; poprawa o 1,2 p.p. r/r). Na poziomie EBITDA prognozujemy ok. 30,9 mln PLN zysku (+22% r/r; po oczyszczeniu o saldo pozostałej działalności operacyjnej + 27% r/r), z kolei wynik netto powinien być bliski 15,2 mln PLN. W perspektywie kolejnych kwartałów liczymy na silniejszy powrót pozytywnych tendencji i oczekujemy, że grupa osiągnie w '17 ponad 2,7 mld PLN obrotów i 114,4 mln PLN EBITDA.

W segmencie detalicznym z optymizmem podchodzimy do kolejnych okresów. W 1Q'17 grupa zderzyła się z bardzo wysoką bazą sprzedażową z '16, jednak od kwietnia zauważalny był powrót do dynamik obrotów na poziomie ok. 10% r/r. Liczymy także, że Stokrotka przyspieszy tempo otwarć, co finalnie powinno pozwolić na wzrost przychodów do 2,7 mld PLN w '17. Oczekujemy, że dalszej odbudowie będzie ulegała również pierwsza marża. Głównym ryzykiem dla wyników segmentu będzie presja ze strony kosztów wynagrodzeń, która może być niwelowana w obszarach logistyki, marketingu i kosztów centrali. Zwracamy uwagę, że Emperia podtrzymuje plany akwizycyjne na krajowym rynku marketów. W naszej ocenie pozyskanie inwestora strategicznego (proces się toczy) pozwoliłoby na wzmocnienie pozycji negocjacyjnej i przyczyniłoby się do skokowego wzrostu skali działalności grupy.

Wycena końcowa [PLN]	95,4
Potencjał do wzrostu / spadku	+12,3%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	85,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 049,0
Ilość akcji [mln. szt.]	12,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	89,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	63,0
Stopa zwrotu za 3 mc	+15,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	+30,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	+22,4%
Akcjonariat (% głosów):	
Altus TFI	13,3%
Ipopema TFI	11,8%
Axa OFE	7,9%
Aviva OFE	6,8%
NN OFE	6,1%
Metlife OFE	5,1%
Akcje własne	3,5%
Pozostali	45,5%

Adrian Górniak

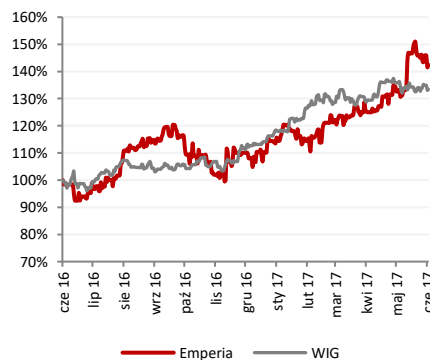
adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	1 978,0	2 094,6	2 466,9	2 737,9	3 198,6	3 637,2
EBITDA [mln PLN]	83,3	98,6	111,5	114,4	125,9	135,9
EBITDA adj. [mln PLN]	84,2	92,1	95,9	114,7	126,5	136,6
EBIT [mln PLN]	39,3	54,1	62,6	64,8	76,0	85,9
Wynik netto [mln PLN]	30,5	48,4	52,4	53,4	63,0	71,9
P/E*	34,4x	21,7x	20,0x	19,6x	16,6x	14,6x
EV/EBITDA*	11,3x	9,6x	8,1x	7,4x	6,3x	5,7x
EV/EBITDA**	11,3x	9,6x	8,1x	9,1x	7,8x	7,1x
EV/EBIT*	23,9x	17,5x	14,4x	13,0x	10,4x	9,0x
DPS [PLN]*	0,98	1,34	0,00	0,00	2,17	5,11

*wskaźniki wyliczony dla 12,3 mln akcji; **symulacja w przypadku zapłacenia 200 mln PLN kary dla US



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF.....	4
ANALIZA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
WYNIKI ZA 1Q'17.....	10
PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY	13
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU	15
EMPERIA NA TLE EUROCASH.....	16
ZALEGŁY PODATEK ZE SPRZEDAŻY TRADISU	19
POZYSKANIE INWESTORA STRATEGICZNEGO.....	19
OTOCZENIE RYNKOWE	20
PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE	23
PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH	23
ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE	24
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	25

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Emperii dokonaliśmy w oparciu o metodę DCF oraz analizę porównawczą. Wycena modelem DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 115,7 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 104,5 PLN. Metodzie DCF przypisaliśmy 60% wagi, natomiast analizie porównawczej 40%. Tak obliczoną wycenę korygujemy o potencjalną zapłatę zaległego podatku na rzecz Urzędu Skarbowego z tyt. transakcji sprzedaży Tradisu w '12 (szacujemy ok. 195 mln PLN, co daje 15,8 PLN/akcję; w poprzednim raporcie przyjmowaliśmy 250 mln PLN). Ostatecznie nasz model sugeruje wartość spółki na poziomie 1 137,4 mln PLN, czyli **95,4 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Wycena	mln PLN	PLN
A	Wycena DCF	1 386,1	115,7
B	Wycena porównawcza	1 251,9	104,5
C	Potencjalna kara od US	-195,0	-15,8
D = 60%*A + 40%*B + C	Wycena końcowa	1 137,4	95,4

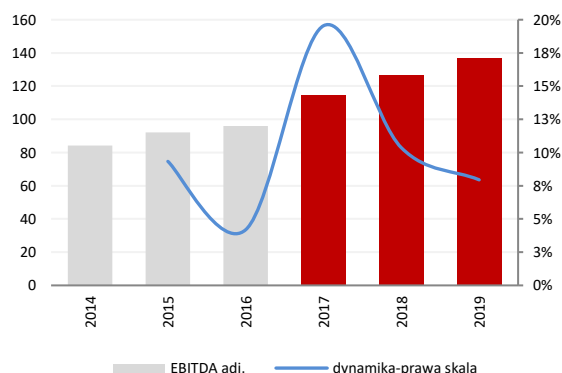
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spodziewamy się, że 2Q'17 okaże się bardziej udany niż 1Q'17 w wykonaniu Emperii. W ujęciu przychodowym liczymy na osiągnięcie ok. 674 mln PLN przychodów, co oznaczałoby wzrost r/r o 11% (wskazujemy na lepsze odczyty sprzedaży miesiecznej w segmencie detalicznym niż miało to miejsce na początku roku). Oczekujemy również, że dalszej odbudowie będzie ulegała marża brutto (estymujemy, że wyniesie 28,9%; poprawa o 1,2 p.p. r/r). Na poziomie EBITDA prognozujemy ok. 30,9 mln PLN zysku (+22% r/r; po oczyszczeniu o saldo pozostałej działalności operacyjnej + 27% r/r), z kolei wynik netto powinien być bliższy 15,2 mln PLN. W perspektywie kolejnych kwartałów liczymy na silniejszy powrót pozytywnych tendencji i oczekujemy, że grupa osiągnie w '17 ponad 2,7 mld PLN obrotów i 114,4 mln PLN EBITDA.

W przypadku segmentu detalicznego pomimo nieco słabszego niż oczekiwaliśmy początku roku, z optymizmem podchodzimy do kolejnych okresów. W 1Q'17 grupa zderzyła się z bardzo wysoką bazą sprzedażową z '16 (zwłaszcza w odniesieniu do odczytów IFl), jednak od kwietnia zauważalny był powrót do dynamik obrotów na poziomie ok. 10% r/r. Liczymy także, że Stokrotka przyspieszy tempo otwarć, co finalnie powinno pozwolić na wzrost przychodów do 2,7 mld PLN w '17. Oczekujemy, że dalszej odbudowie będzie ulegała również pierwsza marża (wskazujemy m.in. na cały czas niską bazę z ubiegłego roku). Głównym ryzykiem dla wyników segmentu będzie presja ze strony kosztów wynagrodzeń, która może być niwelowana w obszarach logistyki, marketingu i kosztów centrali. Zwracamy uwagę, że Emperia podtrzymuje plany akwizycyjne na krajowym rynku marketów. W naszej ocenie pozyskanie inwestora strategicznego (proces się toczy) pozwoliłoby na wzmocnienie pozycji negocjacyjnej i przyczyniłoby się do skokowego wzrostu skali działalności grupy.

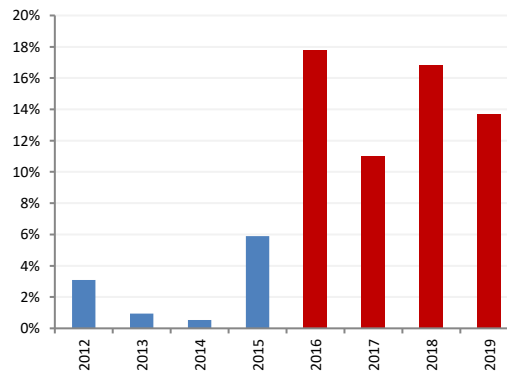
Podsumowując, uważamy że bieżące poziomy cenowe Emperii są ciągle atrakcyjne. W obecnej rekomendacji zwracamy przede wszystkim uwagę na prowadzony proces poszukiwania inwestora strategicznego, który mógłby zakończyć się wezwaniem na akcje spółki. Uważamy, że pozyskanie podmiotu, który wsparłby finansowo segment detaliczny, dodatkowo przyspieszyłoby ekspansję Stokrotki i wzmocniło potencjał akwizycyjny. Pozytywnie podchodzimy do ścieżki wynikowej w perspektywie kolejnych okresów. Po dosyć przeciętnym 1Q'17 (efekt wysokiej bazy), spółka powróciła do dodatnich odczytów sprzedaży porównywalnej, co w połączeniu z dalszą odbudową pierwszej marży powinno przełożyć się na istotny wzrost EBITDA (prognozujemy ponad 114 mln PLN w '17; po oczyszczeniu o saldo pozostałej działalności operacyjnej +20% r/r). Uważamy, że stabilizująco na realizowane wyniki będą wpływały pozostałe obszary działalności, czyli IT oraz biznes nieruchomościowy (ich wartość szacujemy odpowiednio na 40 mln PLN i 490-500 mln PLN). Spółce sprzyja również otoczenie makroekonomiczne – rośnie fundusz płac, utrzymuje się dodatnia inflacja w kategorii produktów żywnościowych, w grudniu zakończył się okres deflacji CPI. Dodatkowo Emperia jest notowana z dużym dyskontem dla wskaźnika EV/EBITDA względem podmiotów o zbliżonym profilu działalności (ok. 20% poniżej mediany EV/EBITDA2017-18 grupy). Mając na względzie wymienione czynniki, decydujemy się wydać zalecenie Akumuluj, podnosząc jednocześnie cenę docelową do 95,4 PLN.

Ścieżka EBITDA w okresie 2014-19



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dynamika przychodów r/r w okresie 2012-19



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:

- Szacujemy, że przychody ze sprzedaży grupy w '17 wzrosną do 2,7-2,8 mld PLN, co implikuje wzrost o blisko 11% r/r (efekt wysokiej bazy w 1H'17). W '18 estymujemy, że obroty grupy zwiększą się ok. 16% r/r do 3,2 mld PLN (w tym w sieci Stokrotka do ponad 3,1 mld PLN).
- W naszym modelu zakładamy dalszą odbudowę pierwszej marży już w kolejnych kwartałach, co powinno być jednym z głównych czynników wzrostu EBITDA. Estymujemy, że w '17 oczyszczona EBITDA będzie bliska 114,7 mln PLN (vs 95,9 mln PLN przed rokiem, natomiast w '18 może zwiększyć się do 126,5 mln PLN).
- Spodziewamy się, że Emperia będzie kontynuować zapowiadany rozwój sieci sprzedaży. W modelu przyjmujemy, że liczba placówek wzrośnie w bieżącym roku o ok. 75-80 sklepów, natomiast w '18 zakładamy uruchomienie kolejnych 65-70 obiektów. Nie uwzględniamy natomiast formatu convenience, który pilotażowo ruszył na początku bieżącego roku.

Założenia dla otwarć sklepów w okresie 2016-19

	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Liczba sklepów [szt.]	327	372	449	518	579
supermarkety własne	241	250	264	278	290
markety własne	56	77	112	141	166
franczyza	30	45	73	99	123
Zmiana r/r [szt.]	75	45	77	69	61
supermarkety własne	20	9	14	14	12
markety własne	28	21	35	29	25
franczyza	27	15	28	26	24

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- W scenariuszu bazowym naszego modelu zakładamy, że Emperia już w '18 powróci do stałej polityki dywidendy (w '17 spółka nie będzie dzielić się zyskiem). Zwracamy jednak uwagę, że grupa ma duży potencjał akwizycyjny i nie jest wykluczone przejście mniejszego gracza na krajowym rynku.
- 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 19,0% w latach 2017-26 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2026 roku na poziomie 1,5%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2026 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 12,0 mln szt. akcji (korygujemy bieżącą liczbę walorów, która wynosi 12,3 mln szt. o 428 tys. akcji własnych, które docelowo mają być umorzone).
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 19.06.2017.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1386,1 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 115,7 PLN.

Model DCF

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 737,9	3 198,6	3 637,2	4 037,6	4 387,8	4 679,9	4 916,3	5 106,4	5 262,3	5 393,0
EBIT [mln PLN]	64,8	76,0	85,9	95,5	103,8	111,0	117,0	122,0	126,2	129,8
Stopa podatkowa	18%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	11,8	14,4	16,3	18,1	19,7	21,1	22,2	23,2	24,0	24,7
NOPLAT [mln PLN]	53,0	61,6	69,6	77,3	84,1	89,9	94,8	98,8	102,2	105,1
Amortyzacja [mln PLN]	49,7	49,8	49,9	50,1	50,1	50,1	49,7	48,9	48,4	48,2
CAPEX [mln PLN]	-51,8	-50,9	-51,4	-50,7	-49,2	-46,1	-41,8	-44,0	-45,8	-47,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	15,9	15,9	14,6	12,7	10,4	8,0	5,7	3,8	2,5	1,4
FCF [mln PLN]	66,7	76,4	82,8	89,4	95,5	101,8	108,3	107,6	107,3	107,3
DFCF [mln PLN]	63,7	66,9	66,5	65,9	64,6	63,2	61,7	56,2	51,4	47,2
Suma DFCF [mln PLN]	607,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 442,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	634,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 241,4									
Dług netto [mln PLN]	-144,7									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	1 386,1									
Ilość akcji [mln]	12,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	115,7									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,5%

Przychody zmiana r/r	11,0%	16,8%	13,7%	11,0%	8,7%	6,7%	5,1%	3,9%	3,1%	2,5%
EBIT zmiana r/r	3,5%	17,4%	13,0%	11,1%	8,8%	6,9%	5,4%	4,3%	3,4%	2,9%
FCF zmiana r/r	92,9%	14,6%	8,3%	8,0%	6,8%	6,6%	6,4%	-0,7%	-0,3%	0,0%
Marża EBITDA	4,2%	3,9%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%
Marża EBIT	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Marża NOPLAT	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
CAPEX / Przychody	1,9%	1,6%	1,4%	1,3%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	104,3%	102,2%	102,8%	101,2%	98,1%	92,2%	84,2%	89,9%	94,6%	98,6%
Zmiana KO / Przychody	-0,6%	-0,5%	-0,4%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-5,9%	-3,5%	-3,3%	-3,2%	-3,0%	-2,7%	-2,4%	-2,0%	-1,6%	-1,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
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	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

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	125,8	130,4	135,6	141,8	149,1	157,8	168,5	181,8	198,9
	0,8	118,5	122,3	126,7	131,8	137,7	144,7	153,1	163,3	176,1
	0,9	112,0	115,2	118,9	123,2	128,0	133,7	140,4	148,5	158,4
	1,0	106,2	109,0	112,2	115,7	119,8	124,5	129,9	136,4	144,1
	1,1	101,1	103,5	106,2	109,2	112,6	116,5	121,0	126,3	132,5
	1,2	96,5	98,6	100,9	103,4	106,3	109,6	113,4	117,7	122,8
	1,3	92,3	94,1	96,1	98,3	100,8	103,6	106,8	110,4	114,5

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%	134,2	139,7	146,1	153,7	162,7	173,8	187,7	205,5	229,3
	4,00%	118,5	122,3	126,7	131,8	137,7	144,7	153,1	163,3	176,1
	5,00%	106,2	109,0	112,2	115,7	119,8	124,5	129,9	136,4	144,1
	6,00%	96,5	98,6	100,9	103,4	106,3	109,6	113,4	117,7	122,8
	7,00%	88,5	90,1	91,8	93,8	95,9	98,3	101,0	104,0	107,5
	8,00%	81,9	83,1	84,5	85,9	87,5	89,3	91,3	93,5	96,0
	9,00%	76,3	77,3	78,3	79,5	80,7	82,1	83,6	85,2	87,0

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%	170,5	164,2	158,6	153,7	149,2	145,2	141,5	138,2	135,2
	4,00%	146,9	141,1	136,1	131,8	127,9	124,5	121,4	118,6	116,1
	5,00%	128,9	123,9	119,5	115,7	112,4	109,5	106,9	104,6	102,5
	6,00%	114,9	110,5	106,7	103,4	100,6	98,1	96,0	94,0	92,3
	7,00%	103,7	99,8	96,6	93,8	91,3	89,2	87,4	85,8	84,3
	8,00%	94,6	91,2	88,3	85,9	83,9	82,1	80,5	79,1	77,9
	9,00%	87,0	84,0	81,5	79,5	77,7	76,2	74,8	73,6	72,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

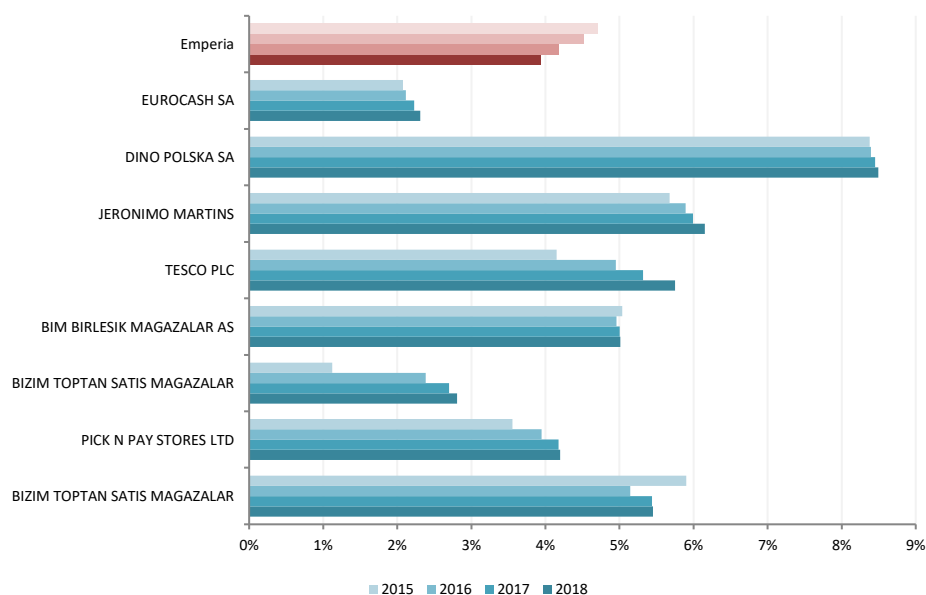
Poniżej prezentujemy analizę porównawczą na lata 2017-19 w oparciu o wybrane zagraniczne podmioty z branży FMCG oraz Eurocash i Dino, które są jedynymi dużymi graczami z tego obszaru notowanymi na GPW. Wycenę oparliśmy o wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA, którym przypisaliśmy jednakową wagę (po 50%). W przypadku obu mnożników przyjęliśmy 33% udział kolejnych lat. **Metoda porównawcza sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 104,5 PLN.** Zwracamy uwagę, że w odniesieniu do obu wskaźników, spółka jest notowana ze znacznym dyskontem do mediany grupy.

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Eurocash	20,5	17,5	15,9	9,5	8,4	7,7
Dino	21,6	17,5	14,5	13,6	11,2	9,4
Jeronimo Martins	26,1	23,6	20,8	11,9	10,8	9,7
Tesco	18,4	14,0	11,2	7,0	6,1	5,3
BIM Birles	25,4	21,5	18,5	16,0	13,5	11,4
Bizim Toptan	39,5	24,9	20,7	5,5	4,2	3,7
Pick'n'Pay	18,8	16,0	13,9	8,7	7,6	6,9
Migros Ticaret	85,1	30,7	17,9	9,2	7,2	6,1
Mediana grupy	23,5	19,5	16,9	9,4	8,0	7,3
Emperia	19,6	16,6	14,6	7,4	6,3	5,7
Premia/dyskonto względem grupy	-16,3%	-14,8%	-13,7%	-21,2%	-21,5%	-22,2%
Premia/dyskonto względem Eurocash	-4,1%	-5,1%	-8,5%	-22,5%	-25,4%	-25,9%
Premia/dyskonto względem Dino	-9,0%	-4,7%	0,9%	-45,8%	-43,6%	-39,4%
Wycena wg wskaźnika	104,7	102,8	101,5	106,5	105,7	105,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		103,0			106,0	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa [PLN]		104,5				

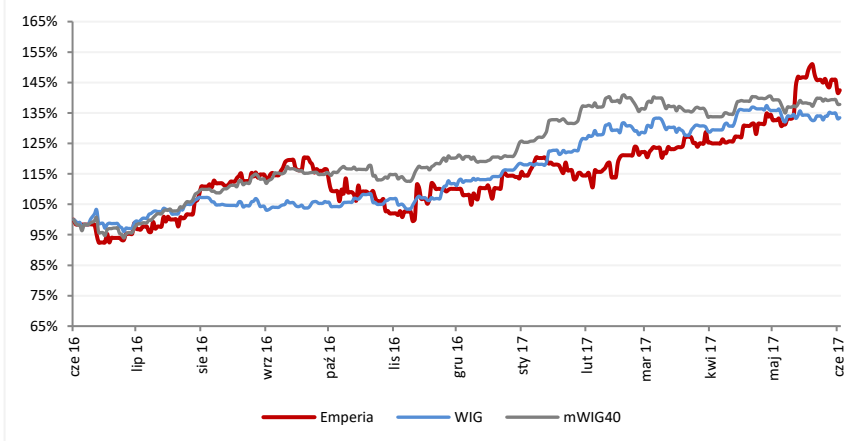
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *prognoza marży dla całej grupy

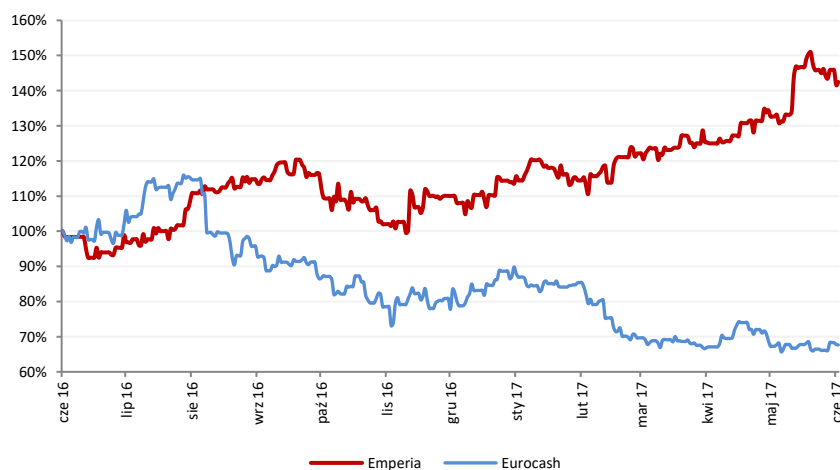
Zachowanie kursu na tle WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Walory Emperii w ostatnim roku zaczęły mocno zyskiwać i nadrobić stracony w lutym dystans do głównych indeksów.

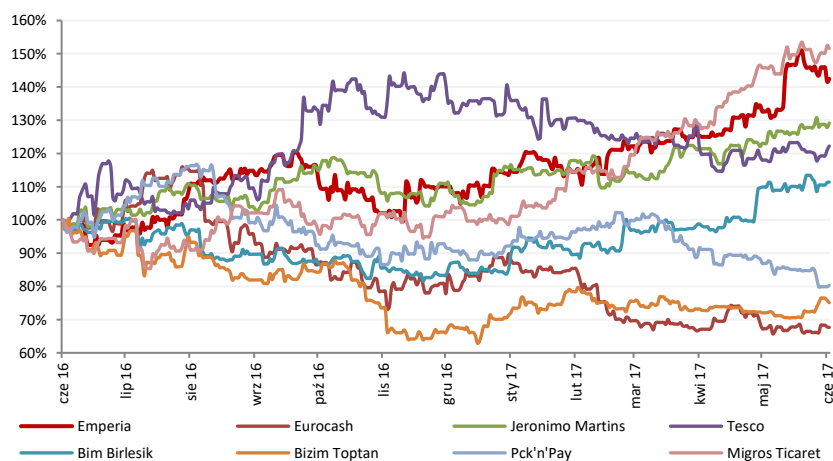
Zachowanie kursu na tle Eurocash



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

W perspektywie rocznej kurs akcji Emperii zachowywał się lepiej od walorów Eurocashu. Złożyły się na to przede wszystkim wysokie dodatnie odczyty IFl oraz szybszy rozwój niż w przypadku głównego dystrybutora.

Zachowanie kursu na tle podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Podatek od transakcji sprzedaży Tradisu**

W marcu spółka otrzymała informację od urzędu skarbowego, zgodnie z którą może być zmuszona do zapłaty zaległości podatkowej w wys. 143 mln PLN + odsetki. Zarząd Emperii szacuje łączną kwotę na max. 200 mln PLN, jednak uważa stanowisko US za bezpodstawne. Szczegółowy opis znajduje się na stronie 19.

- **Wzrost wynagrodzeń**

Jednym z głównych czynników ryzyka jest wzrost wynagrodzeń, związany z jednej strony z podniesieniem minimalnej stawki godzinowej, a z drugiej presja na płace ze strony pracowników. Koszty płac odpowiadają w Emperii za blisko 10% przychodów. Uważamy jednak, że grupa będzie w stanie zneutralizować negatywny wpływ na wyniki m.in. poprzez wzrost skali biznesu, obniżenie kosztów centrali czy ograniczenie strat w sklepach.

- **Podatek od sieci wielkopowierzchniowych**

Jednym z postulatów wyborczych PiS było wprowadzenie podatku od sklepów, który pierwotnie miał być oparty o kryterium powierzchniowe (daniną miały być objęte sklepy o powierzchni przekraczającej 250 mkw., stawka podatkowa miała wynosić 2%). Następny projekt ustawy zakładał jednak, że podatek będzie dotyczył wszystkie podmioty, które przekroczą miesięczny obrót w wys. 1,5 mln PLN. Ostatecznie przyjęto koncepcję z kwotą wolną od podatku w wys. 17 mln PLN/miesięcznie. Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 23.

- **Zakaz handlu w niedzielę**

W sejmie toczą się prace nad zakazem handlu w niedzielę, na bazie zebranych podpisów oraz wniosku NSZZ Solidarność. Póki co nie wiadomo jaki będzie ostateczny kształt ewentualnej ustawy, jednak może on negatywnie odbić się na szerokim sektorze handlu (spadek obrotów, przynajmniej w krótkim terminie). Z drugiej strony detaliści zapewne będą starali się obronić wyniki m.in. poprzez ograniczenie zatrudnienia. Szczegółowe założenia ustawy opisujemy na stronie 24.

- **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 sieci wyraźny efekt wywierają również spowolnienie PKB, spadek siły nabywczej, wzrost bezrobocia oraz zmniejszenie wydatków na konsumpcję.

- **Konkurencja cenowa i rozdrobnienie sektora**

W ostatnich miesiącach widoczna jest nasilona walka o klienta między największymi w Polsce sieciami dyskontowymi (Biedronka oraz Lidl). Obniżanie cen przez tych dwóch graczy powoduje, że pozostałe podmioty z rynku są zmuszone dopasowywać swoje koszyki dóbr. Zwracamy również uwagę, że w kategorii supermarketów dominującą pozycję mają grupy Intermarche i Tesco (obroty powyżej 4 mld PLN w '15), co także skutkuje, że mniejsze sieci muszą obserwować liderów segmentu (Stokrotka, Polo Market i Dino generują po 2,0-2,5 mld PLN przychodów).

- **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).

- **Program 500+**

Rząd wprowadził jedną ze swoich obietnic wyborczych, czyli socjalny program 500+. W naszej ocenie jego głównym beneficjentem powinna być branża spożywcza. Według informacji z MRPIPS w '16 w ramach programu wydano z budżetu ok. 18 mld PLN, natomiast w '17 ma zostać wydane ok. 25 mld PLN.

WYNIKI ZA 1Q'17

Wyniki Emperii okazały się nieco słabsze r/r. Skonsolidowane przychody ze sprzedaży były płaskie w ujęciu r/r i wyniosły ok. 600,4 mln PLN (w dużej mierze taki rezultat należy wiązać z bardzo wysoką bazą z minionego roku, kiedy spółka „inwestowała” w ceny i prowadziła agresywną politykę marketingową). Rentowność brutto podniosła się z kolei do 28,6%, co implikuje wzrost marży o 1,9 p.p. r/r. Na poziomie EBITDA grupa osiągnęła 19,9 mln PLN zysku, z kolei wynik netto był bliski 6,4 mln PLN.

Segment detaliczny wypracował 590,4 mln PLN (utrzymanie poziomów sprzed roku) oraz wygenerował 1,0 mln PLN zysku netto. Płaskie wyniki r/r są efektem bardzo dobrych rezultatów, które osiągnięto w 1Q'16. Było to widoczne m.in. w miesięcznych raportach sprzedażowych i prezentowanych wartościach sprzedaży porównywalnej (ujemne odczyty w całym kwartale). W 1Q'17 Stokrotka musiała również zmierzyć się ze wzrostem kosztów wynagrodzeń (podniesienie płacy minimalnej), co było kompensowane odbudową pierwszej marży. Obszar deweloperski osiągnął 17,5 mln PLN wpływów oraz 7,4 mln PLN EBIT. Średniomiesięczne NOI wyniosło 3,4 mln PLN (efekt osłabienia kursu EUR). Na koniec marca Elpro dysponowało 87 obiektami, o łącznej powierzchni najmu 82,9 tys. mkw. (-4,7 tys. mkw. r/r), z czego blisko 30 tys. mkw. było przypisane dla najemców niepowiązanych. Słabiej niż przed rokiem zaprezentował się segment informatyczny – grupa utraciła dużego klienta, co przełożyło się na spadek przychodów z 10,2 mln PLN przed rokiem do 8,5 mln PLN w 1Q'17, natomiast EBIT spadł z 2 mln PLN do 0 mln PLN.

Wyniki Emperii w 1Q'17 [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	zmiana r/r	2014	2015	2016
Przychody	486,3	496,1	519,5	592,7	605,5	607,2	605,8	648,5	600,4	-0,8%	1 978,0	2 094,6	2 466,9
Wynik brutto ze sprzedaży	140,2	144,6	146,0	164,1	161,4	168,1	168,4	179,8	171,9	6,5%	562,3	595,0	677,8
EBITDA	30,9	24,3	20,4	23,0	21,2	25,3	32,2	32,9	19,9	-6,3%	83,3	98,6	111,5
EBIT	19,9	13,4	9,3	11,5	9,3	13,0	19,8	20,5	7,4	-20,3%	39,3	54,1	62,6
Wynik brutto	20,0	12,4	9,7	11,4	9,4	13,0	20,3	20,4	7,3	-22,5%	40,6	53,5	63,1
Wynik netto	18,8	10,3	8,2	11,1	7,6	10,8	17,0	17,0	6,4	-15,4%	30,5	48,4	52,4
marża brutto ze sprzedaży	28,8%	29,1%	28,1%	27,7%	26,7%	27,7%	27,8%	27,7%	28,6%		28,4%	28,4%	27,5%
marża EBITDA	6,4%	4,9%	3,9%	3,9%	3,5%	4,2%	5,3%	5,1%	3,3%		4,2%	4,7%	4,5%
marża EBIT	4,1%	2,7%	1,8%	1,9%	1,5%	2,1%	3,3%	3,2%	1,2%		2,0%	2,6%	2,5%
marża netto	3,9%	2,1%	1,6%	1,9%	1,3%	1,8%	2,8%	2,6%	1,1%		1,5%	2,3%	2,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki wg segmentów [mln PLN] - cz. 1

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	zmiana r/r
Detal														
Przychody	468,3	490,0	473,7	501,9	472,4	484,8	508,5	581,5	593,3	595,3	594,4	637,6	590,4	-0,5%
Przychody dla zewn.	468,3	489,3	475,1	501,0	472,4	484,8	508,5	581,4	593,3	595,3	594,4	637,6	590,4	-0,5%
Wynik na sprzedaży	-3,9	11,1	-6,7	1,3	1,1	6,3	-1,2	3,7	0,1	3,3	1,3	6,3	0,3	124,2%
EBIT	-4,7	9,3	-7,1	-0,1	2,2	4,8	-0,5	2,9	0,2	4,1	2,0	7,6	0,3	27,5%
Wynik netto	-6,8	7,0	-9,4	-1,7	1,6	3,0	-0,8	3,2	-0,4	2,9	1,7	4,5	1,0	-
marża EBIT	-	1,9%	-	-	0,5%	1,0%	-	0,5%	0,0%	0,7%	0,3%	1,2%	0,1%	
marża netto	-	1,4%	-	-	0,3%	0,6%	-	0,6%	-	0,5%	0,3%	0,7%	0,2%	
Nieruchomości														
Przychody	18,3	16,6	17,5	18,3	17,9	18,0	17,7	17,3	17,7	17,3	17,5	17,2	17,5	-0,7%
Przychody dla zewn.	5,5	7,2	4,1	5,9	5,8	5,8	5,6	5,5	5,6	5,6	5,5	5,4	5,4	-3,1%
Wynik na sprzedaży	7,0	7,0	7,2	7,7	7,8	7,5	7,7	7,4	7,6	7,2	7,3	7,6	7,3	-4,7%
EBIT	6,9	7,6	7,5	9,8	15,3	7,5	7,8	7,4	7,2	7,1	16,1	12,0	7,4	2,7%
Wynik netto	5,7	6,1	6,0	15,1	14,1	5,8	6,7	8,9	6,3	6,3	13,3	11,8	5,7	-9,2%
marża EBIT	37,8%	45,4%	42,6%	53,5%	85,3%	41,7%	43,9%	42,5%	40,8%	41,3%	92,0%	69,6%	42,2%	
marża netto	31,2%	36,5%	34,1%	82,9%	78,4%	32,1%	38,1%	51,6%	35,8%	36,1%	76,0%	68,8%	32,8%	

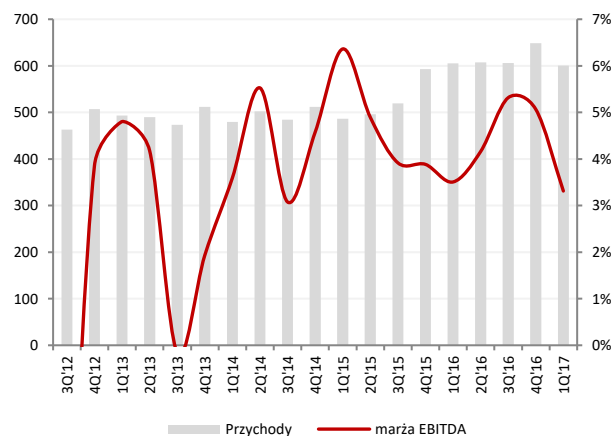
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki wg segmentów [mln PLN] - cz. 2

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	zmiana r/r
Zarządzanie														
Przychody	1,4	0,8	0,9	-1,8	0,5	0,4	0,2	0,5	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	19,3%
Przychody dla zewn.	0,9	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0%
Wynik na sprzedaży	-0,2	-1,5	-0,8	-1,0	-0,6	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-1,1	-0,7	-0,8	-0,9	-
EBIT	1,7	-2,9	-0,7	-0,9	0,0	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-1,1	-0,7	-0,7	-0,8	-
Wynik netto	2,8	6,4	0,9	0,3	1,1	8,6	-0,2	-0,1	-0,4	5,9	-0,5	-1,0	-0,8	-
marża EBIT	122,5%	-	-	50,3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
marża netto	203,9%	834,2%	92,8%	-	224,5%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Informatyka														
Przychody	8,3	9,9	8,4	8,3	11,0	8,0	9,3	9,9	10,2	9,6	8,9	8,9	8,5	-16,5%
Przychody dla zewn.	4,7	6,7	4,9	5,1	8,1	5,5	5,4	5,8	6,5	6,4	5,9	5,5	4,6	-30,1%
Wynik na sprzedaży	2,1	2,5	3,6	2,9	2,4	1,6	2,4	2,1	2,0	2,4	1,9	1,6	0,0	-
EBIT	2,1	2,5	3,6	2,9	2,4	1,6	2,4	1,7	2,0	2,3	1,9	1,6	0,0	-
Wynik netto	1,8	2,1	3,0	2,4	2,0	1,3	2,0	1,4	-0,5	4,1	1,5	1,3	-0,1	-
marża EBIT	25,7%	25,2%	43,1%	34,7%	21,9%	19,5%	25,6%	16,8%	19,6%	24,0%	20,9%	17,6%	0,1%	-
marża netto	22,1%	20,9%	35,6%	29,2%	18,0%	16,5%	21,6%	14,0%	-	42,9%	16,4%	15,0%	-	-

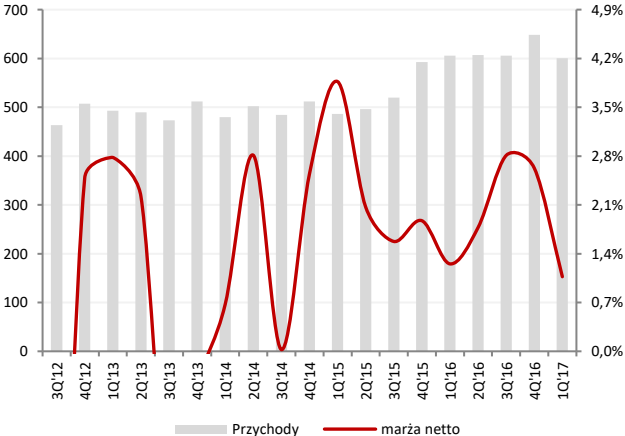
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża EBITDA



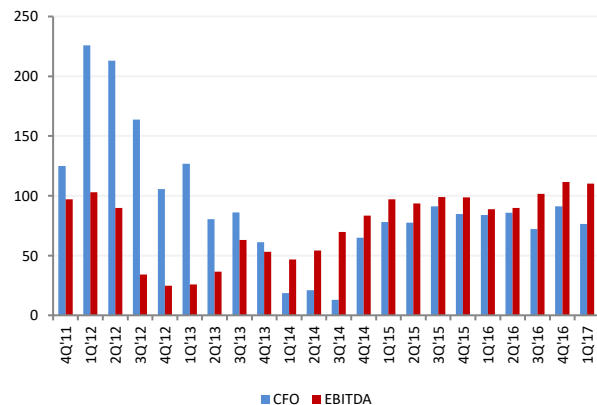
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża netto



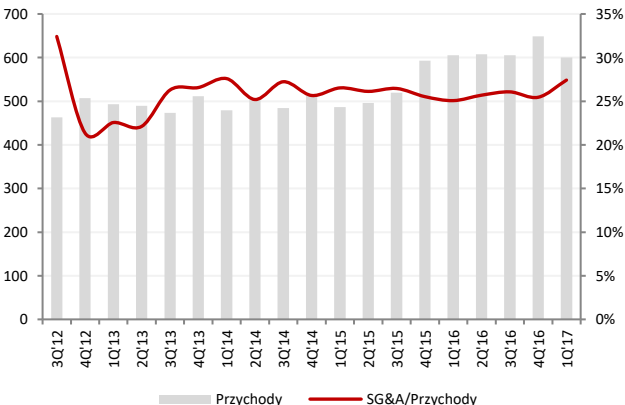
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

CF Operacyjny Itm vs EBITDA Itm [mln PLN]



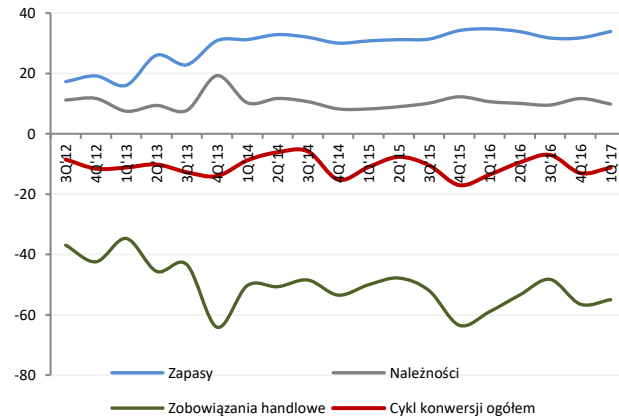
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A na tle przychodów



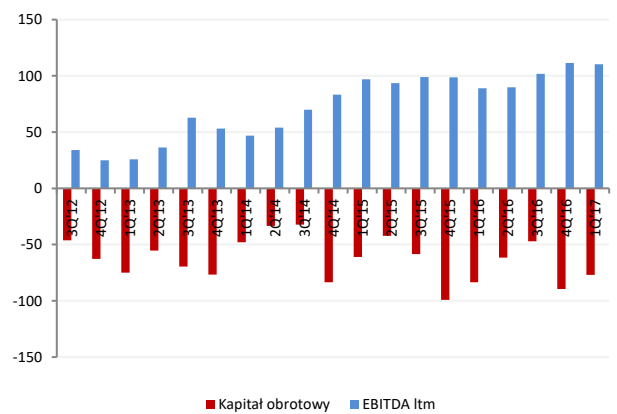
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Rotacja kapitału obrotowego w dniach



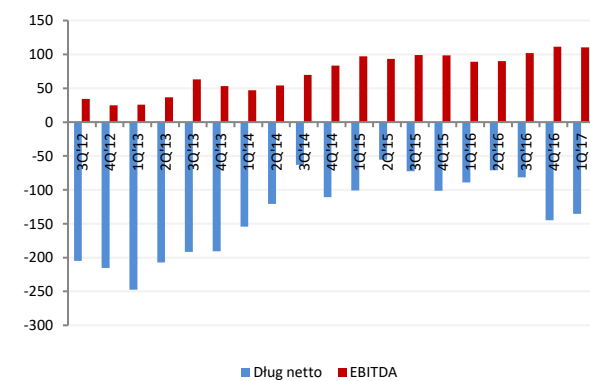
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Kapitał obrotowy na tle EBITDA (ltn) [mln PLN]



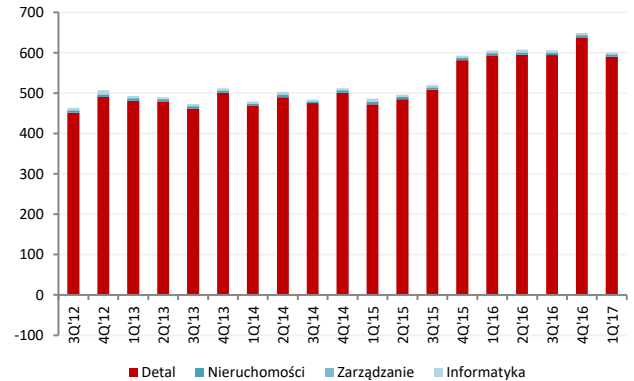
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dług netto na tle EBITDA ltn [mln PLN]



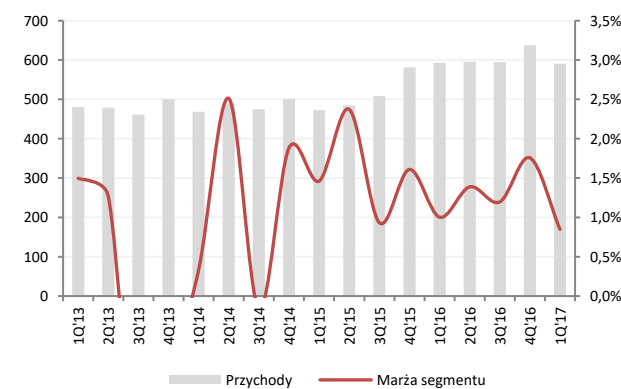
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Struktura przychodów



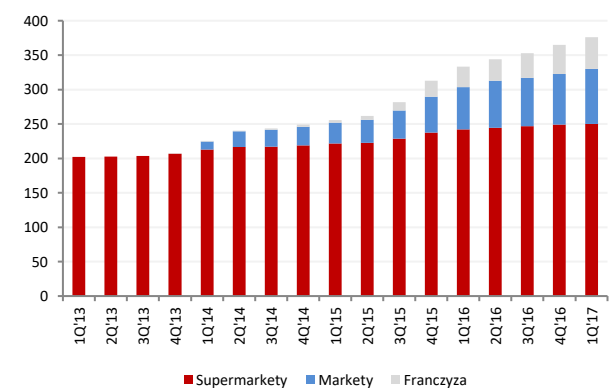
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża segmentu detalicznego



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sklepy w podziale na formaty



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY

Spodziewamy się, że 2Q'17 okaże się bardziej udany niż 1Q'17 w wykonaniu Emperii. W ujęciu przychodowym liczymy na osiągnięcie ok. 674 mln PLN przychodów, co oznaczałoby wzrost r/r o 11% (wskazujemy na lepsze odczyty sprzedaży miesięcznej w segmencie detalicznym niż miało to miejsce na początku roku). Oczekujemy również, że dalszej silnej odbudowie będzie ulegała marża brutto (estymujemy, że wyniesie 28,9%; poprawa o 1,2 p.p. r/r). Na poziomie EBITDA prognozujemy ok. 30,9 mln PLN zysku (+22% r/r; po oczyszczeniu o saldo pozostałej działalności operacyjnej wzrost o 27% r/r), z kolei wynik netto powinien być bliski 15,2 mln PLN. W perspektywie kolejnych kwartałów liczymy na silniejszy powrót pozytywnych tendencji i oczekujemy, że grupa osiągnie w '17 ponad 2,7 mld PLN obrotów i 114,4 mln PLN EBITDA.

W przypadku segmentu detalicznego pomimo nieco słabszego niż oczekiwaliśmy początku roku, z optymizmem podchodzimy do kolejnych okresów. W 1Q'17 grupa zderzyła się z bardzo wysoką bazą sprzedażową z '16 (zwłaszcza w odniesieniu do odczytów lfi), jednak od kwietnia zauważalny jest powrót do dynamik obrotów na poziomie ok. 10% r/r. Liczymy także, że Stokrotka przyspieszy tempo otwarć, co finalnie powinno pozwolić na wzrost przychodów do blisko 2,7 mld PLN w '17. Oczekujemy również, że dalszej odbudowie będzie ulegała również pierwsza marża (wskazujemy m.in. na cały czas niską bazę z ubiegłego roku). Głównym ryzykiem dla wyników segmentu będzie presja ze strony kosztów wynagrodzeń (z jednej strony podniesiono płace, ale z drugiej grupa pracuje m.in. nad efektywnością harmonogramów pracy), która może być niwelowana w obszarach logistyki, marketingu i kosztów centrali. Zwracamy uwagę, że Emperia podtrzymuje plany akwizycyjne na krajowym rynku marketów. W naszej ocenie pozyskanie inwestora strategicznego (proces się toczy) pozwoliłoby na wzmocnienie pozycji negocjacyjnej i mogłoby się przyczynić do skokowego wzrostu skali działalności grupy. Grupa podtrzymała także zapowiedzi dot. testowania i rozwoju formatu convenience (nie uwzględniamy tego w naszym modelu).

W segmencie deweloperskim przyjmujemy utrzymanie dotychczasowej liczby nieruchomości handlowych (bez dalszych inwestycji) i jedynie symboliczny wzrost stawki najmu w kolejnych latach. W pozostałych obszarach (informatyka, zarządzanie) również zakładamy minimalną dynamikę przychodów (w działalności IT przyjmujemy ostrożne założenia, jednak władze Emperii wiążą z tym obszarem duże nadzieje).

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2014	2015	2016	2017P	2018P
Przychody	486,3	496,1	519,5	592,7	605,5	607,2	605,8	648,5	600,4	674,1	699,3	764,2	1 978,0	2 094,6	2 466,9	2 737,9	3 198,6
Wynik brutto ze sprzedaży	140,2	144,6	146,0	164,1	161,4	168,1	168,4	179,8	171,9	195,0	197,4	213,2	562,3	595,0	677,8	777,4	903,3
EBITDA	30,9	24,3	20,4	23,0	21,2	25,3	32,2	32,9	19,9	30,9	30,2	33,5	83,3	98,6	111,5	114,4	125,9
EBITDA adj.*	22,3	25,8	19,6	24,3	21,5	24,4	22,9	27,1	19,7	31,0	30,3	33,6	84,2	92,1	95,9	114,7	126,5
EBIT	19,9	13,4	9,3	11,5	9,3	13,0	19,8	20,5	7,4	18,5	17,7	21,1	39,3	54,1	62,6	64,8	76,0
Wynik brutto	20,0	12,4	9,7	11,4	9,4	13,0	20,3	20,4	7,3	18,8	18,0	21,3	40,6	53,5	63,1	65,4	77,8
Wynik netto	18,8	10,3	8,2	11,1	7,6	10,8	17,0	17,0	6,4	15,2	14,6	17,3	30,5	48,4	52,4	53,4	63,0
marża brutto ze sprzedaży	28,8%	29,1%	28,1%	27,7%	26,7%	27,7%	27,8%	27,7%	28,6%	28,9%	28,2%	27,9%	28,4%	28,4%	27,5%	28,4%	28,2%
marża EBITDA	6,4%	4,9%	3,9%	3,9%	3,5%	4,2%	5,3%	5,1%	3,3%	4,6%	4,3%	4,4%	4,2%	4,7%	4,5%	4,2%	3,9%
marża EBIT	4,1%	2,7%	1,8%	1,9%	1,5%	2,1%	3,3%	3,2%	1,2%	2,7%	2,5%	2,8%	2,0%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%
marża netto	3,9%	2,1%	1,6%	1,9%	1,3%	1,8%	2,8%	2,6%	1,1%	2,3%	2,1%	2,3%	1,5%	2,3%	2,1%	2,0%	2,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *po oczyszczeniu o saldo z pozostałej działalności operacyjnej

Prognoza ogólna na lata 2017-2026 [mln PLN]

	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	1 967,5	1 978,0	2 094,6	2 466,9	2 737,9	3 198,6	3 637,2	4 037,6	4 387,8	4 679,9	4 916,3	5 106,4	5 262,3	5 393,0
Wynik brutto ze sprzedaży	491,1	562,3	595,0	677,8	777,4	903,3	1 022,4	1 130,9	1 225,7	1 304,6	1 368,4	1 419,5	1 461,4	1 496,3
EBITDA	53,3	83,3	98,6	111,5	114,4	125,9	135,9	145,6	154,0	161,1	166,7	170,9	174,6	178,0
EBITDA adj.*	53,1	84,2	92,1	95,9	114,7	126,5	136,6	146,3	154,8	162,0	167,6	171,9	175,7	179,1
EBIT	11,4	39,3	54,1	62,6	64,8	76,0	85,9	95,5	103,8	111,0	117,0	122,0	126,2	129,8
Wynik brutto	16,2	40,6	53,5	63,1	65,4	77,8	88,8	98,5	107,2	114,7	120,9	126,2	130,6	134,3
Wynik netto	11,1	30,5	48,4	52,4	53,4	63,0	71,9	79,8	86,8	92,9	97,9	102,2	105,8	108,8
marża brutto ze sprzedaży	25,0%	28,4%	28,4%	27,5%	28,4%	28,2%	28,1%	28,0%	27,9%	27,9%	27,8%	27,8%	27,8%	27,7%
marża EBITDA	2,7%	4,2%	4,7%	4,5%	4,2%	3,9%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%
marża EBIT	0,6%	2,0%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
marża netto	0,6%	1,5%	2,3%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

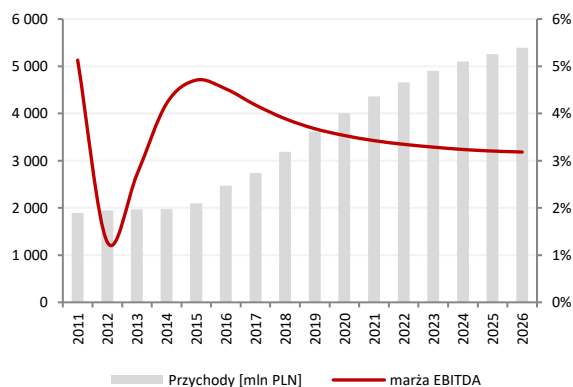
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *po oczyszczeniu o saldo z pozostałej działalności operacyjnej

Główne założenia dla prognoz

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
DETAL													
Przychody [mln PLN]	1 933,8	2 047,0	2 420,6	2 693,0	3 152,2	3 590,3	3 990,3	4 339,9	4 631,5	4 867,5	5 057,1	5 212,5	5 342,7
Liczba sklepów EoP	252	327	372	449	518	579	631	672	703	725	740	749	754
Przychód/sklep [tys. PLN/m-c]	696	589	577	547	543	545	550	555	561	568	575	583	592
NIERUCHOMOŚCI													
Przychody [mln PLN]	22,8	22,7	22,1	21,9	23,0	23,4	23,5	23,9	24,1	24,3	24,6	24,8	25,0
Liczba nieruchomości ogółem*	92	91	86	87	87	87	87	87	87	87	87	87	87
Czynsz śr. [EUR/mkw.]	15,4	16,2	15,6	16,9	17,2	17,4	17,5	17,7	17,9	18,1	18,2	18,4	18,6
Kurs EUR/PLN śr.	4,1945	4,1837	4,3625	4,2390	4,2745	4,3170	4,3170	4,3170	4,3170	4,3170	4,3170	4,3170	4,3170
POZOSTAŁE SEGMENTY													
Przychody [mln PLN]	21,4	24,9	24,2	23,0	23,3	23,6	23,8	24,0	24,3	24,5	24,8	25,0	25,3
dynamika przychodów r/r													
Detal	0,6%	5,9%	18,2%	11,3%	17,1%	13,9%	11,1%	8,8%	6,7%	5,1%	3,9%	3,1%	2,5%
Nieruchomości	3,3%	-0,6%	-2,5%	-0,7%	4,9%	1,5%	0,6%	1,4%	0,9%	1,0%	1,1%	1,0%	1,0%
Pozostałe segmenty	-8,7%	16,3%	-2,8%	-5,1%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%

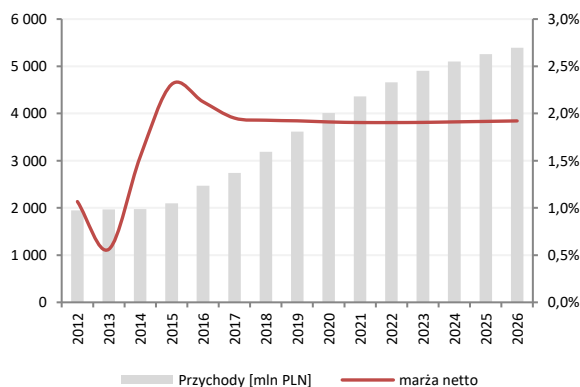
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *łączna liczba obiektów posiadanych przez Emperię (zakładamy utrzymanie udziału przez najem dla podmiotów spoza grupy)

Marża EBITDA



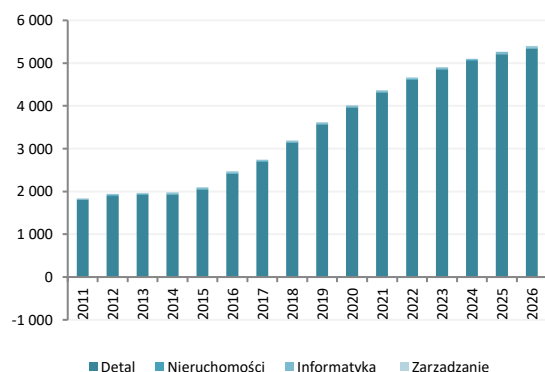
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża netto



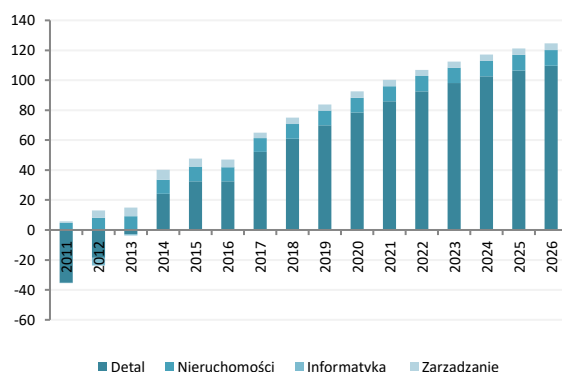
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów [mln PLN]



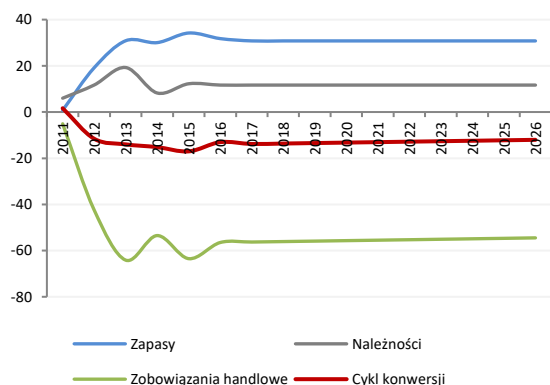
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział segmentów w wyniku netto ze sprzedaży [mln PLN]



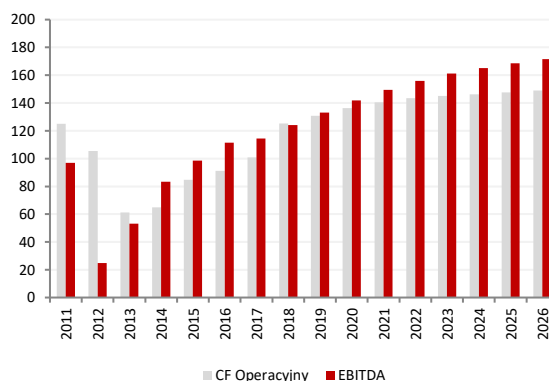
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Cykl konwersji w dniach



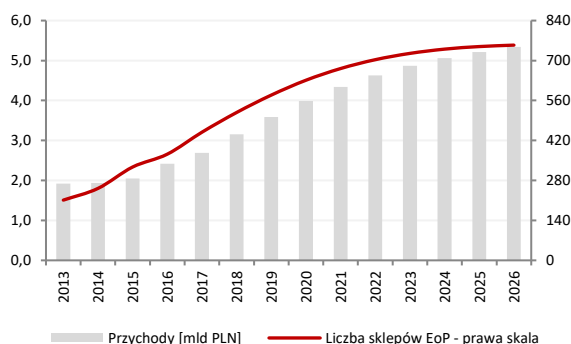
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CF Operacyjny na tle EBITDA [mln PLN]



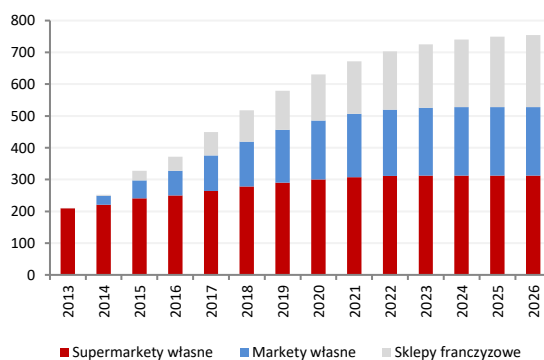
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i rozwój sieci detalicznej



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój formatów sprzedażowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji ze stycznia '17 podnosimy nieznacznie nasze założenia wynikowe na kolejne okresy. Co prawda w przypadku przychodów obniżamy symbolicznie nasze prognozy, jednak istotnie podnosimy oczekiwania względem pierwszej marży. Zaktualizowaliśmy również harmonogram otwarć nowych sklepów Stokrotka (w modelu dalej nie uwzględniamy formatu convenience). Tym samym prognozujemy, że w '17 Emperia wypracuje ponad 2,7 mld PLN przychodów oraz 114,4 mln PLN EBITDA, natomiast w '18 odpowiednio 3,2 mld PLN obrotów i blisko 126 mln PLN EBITDA.

Zmiana założeń względem raportu z 3 stycznia 2017 roku

	2016	2016P BDM	odchylenie	2017 stara	2017 nowa	zmiana	2018 stara	2018 nowa	zmiana
Przychody	2 466,9	2 472,4	-0,2%	2 857,4	2 737,9	-4,2%	3 365,3	3 198,6	-5,0%
Wynik brutto ze sprzedaży	677,8	679,4	-0,2%	798,7	777,4	-2,7%	928,7	903,3	-2,7%
EBITDA	111,5	105,8	5,4%	111,6	114,4	2,5%	124,9	125,9	0,8%
EBIT	62,6	57,1	9,7%	62,7	64,8	3,3%	75,5	76,0	0,7%
Wynik brutto	63,1	57,8	9,1%	63,6	65,4	2,8%	76,9	77,8	1,2%
Wynik netto	52,4	47,6	10,1%	51,5	53,4	3,8%	62,3	63,0	1,2%
marża brutto ze sprzedaży	27,5%	27,5%		28,0%	28,4%		27,6%	28,2%	
marża EBITDA	4,5%	4,3%		3,9%	4,2%		3,7%	3,9%	
marża EBIT	2,5%	2,3%		2,2%	2,4%		2,2%	2,4%	
marża netto	2,1%	1,9%		1,8%	2,0%		1,9%	2,0%	

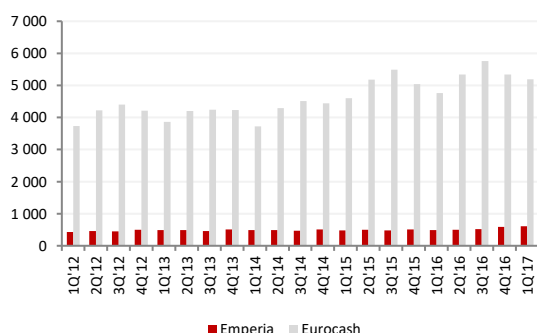
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

EMPERIA NA TLE EUROCASH

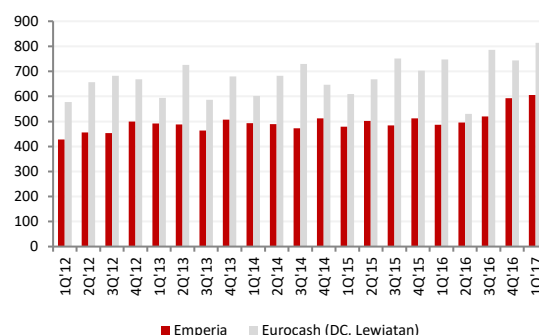
Uważamy, że krajowym podmiotem, do którego należy porównywać Emperię jest przede wszystkim grupa Eurocash, prowadząca sieci Delikatesy Centrum, Lewiatan oraz format cash&carry. Porównując obie spółki widać, że Emperia ma wyższą marżę brutto ze sprzedaży, co wynika z obecności kilku różnych segmentów działalności. Jednocześnie marża netto ze sprzedaży jest zbliżona w obu podmiotach. Warto zwrócić uwagę, że Eurocash ma znacznie szybszy cykl konwersji gotówki (efekt wyższego wskaźnika rotacji zapasów). W 2H'15 tempo ekspansji Stokrotki znacznie przyspieszyło (w ciągu 1tm otwarto 84 placówki, DC otwarły tylko 38 sklepów), co ma wymierne przełożenie na dynamiki generowanych obrotów – na poziomie skonsolidowanym Emperia znacznie przewyższa ostatnie odczyty głównego konkurenta. Należy jednak mieć na względzie, że sieć lubelskiej spółki jest znacznie mniejsza (liczy ok. 380 placówek) niż Delikatesy Centrum, które skupiają ponad 1,0 tys. sklepów. Dlatego też zarząd Emperii postanowił mocniej wejść w segment marketów oraz rozwinąć model franczyzowy.

Porównanie Emperii na tle Eurocash

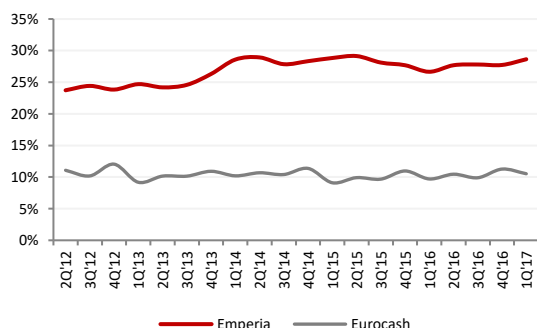
Przychody Emperii na tle Eurocash [mln PLN]



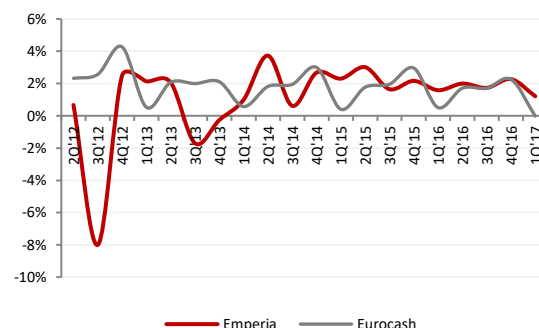
Przychody Emperii na tle sprzedaży Delikatesów Centrum



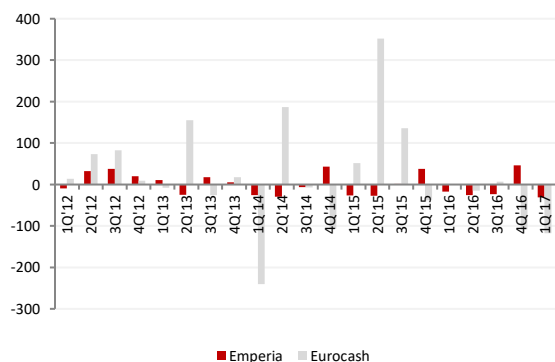
Porównanie marż brutto ze sprzedaży



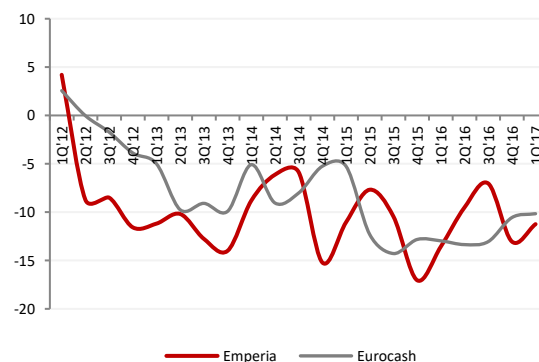
Porównanie marż netto ze sprzedaży Emperii i Eurocash



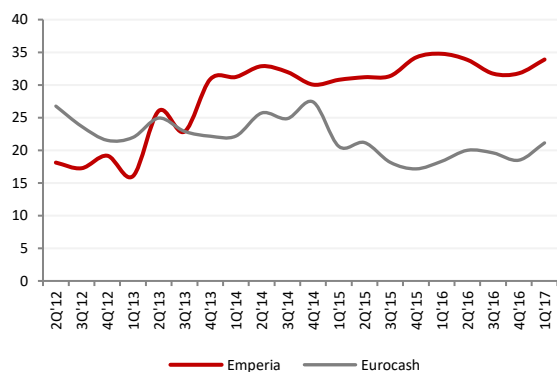
Nadwyżki CFO nad EBITDA dla Emperii i Eurocash [mln PLN]



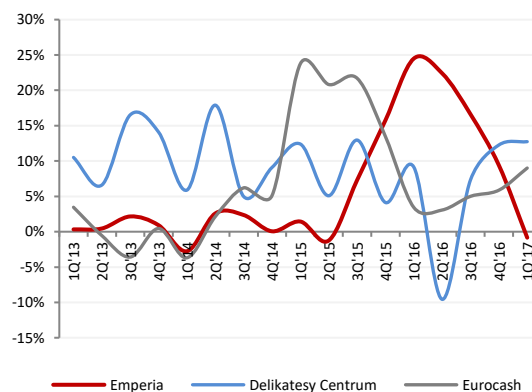
Porównanie cyklu konwersji gotówki



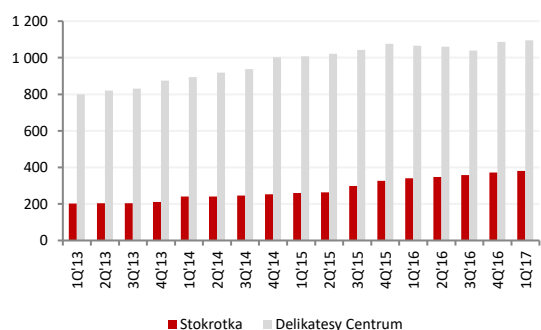
Rotacja zapasów w dniach



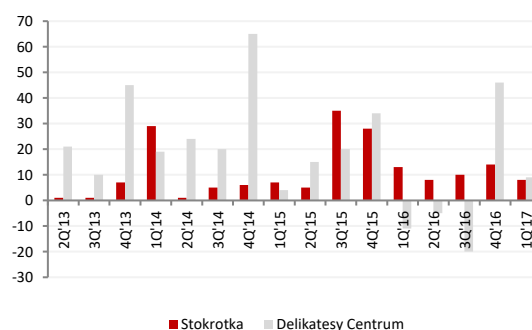
Dynamik przychodów Emperii, Eurocash i Delikatesów Centrum



Wielkość sieci Stokrotka i DC



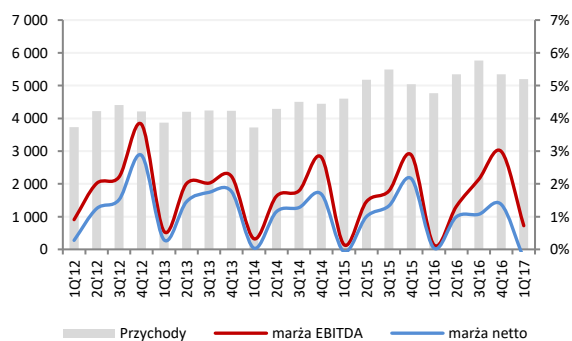
Tempo otwarć nowych sklepów



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Ogólne spojrzenie na Eurocash

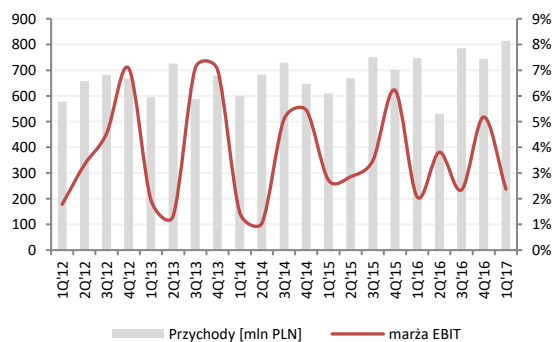
Marże EBITDA i netto Eurocash



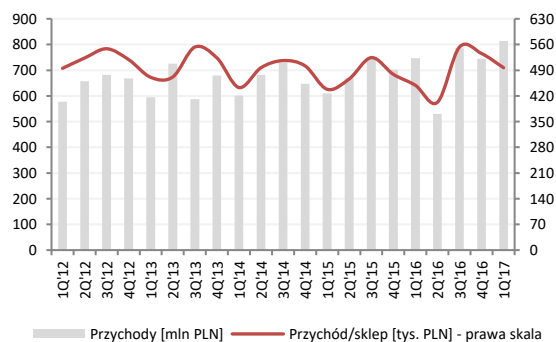
CFO na tle EBITDA (ujęcie kwartalne)



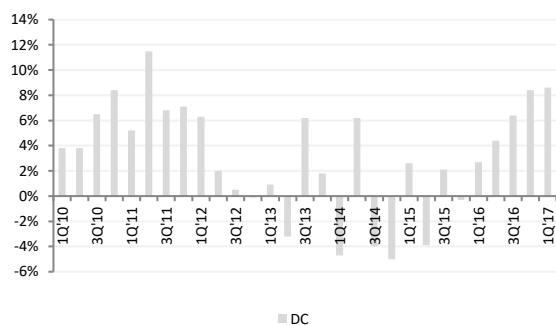
Rentowność EBIT sieci Delikatesy Centrum [mln PLN]



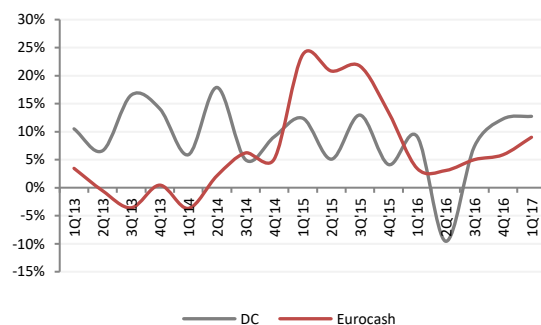
Przychód na sklep sieci



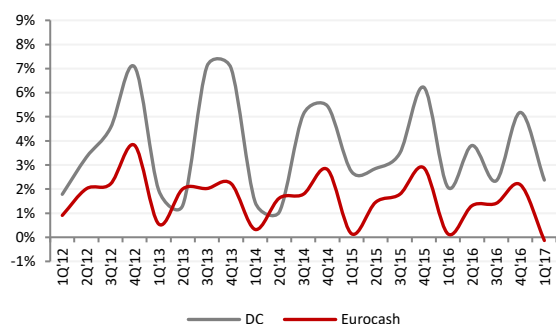
Sprzedaż Ili Delikatesów Centrum



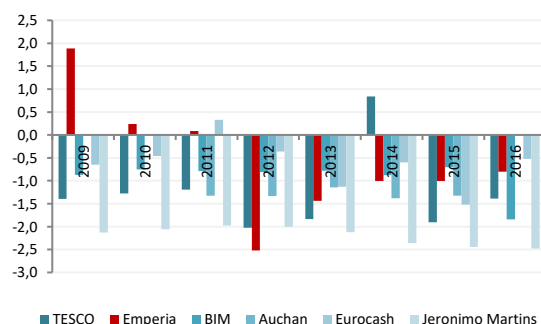
Dynamika przychodów DC na tle Eurocash



Porównanie marż EBIT DC i Eurocash



Kapitał obrotowy na tle EBITDA dla dużych sieci handlowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

ZAŁĘŻY PODATEK ZE SPRZEDAŻY TRADISU

Na początku marca br. Emperia otrzymała pismo z Urzędu Kontroli Skarbowej, w którym zawarto ocenę prawną dotyczącą sprzedaży segmentu dystrybucyjnego (Tradis) w '11. Według urzędu spółka osiągnęła dodatkowy dochód podatkowy w wys. 959,3 mln PLN. Jeżeli decyzja będzie podtrzymana przez organ odwoławczy, grupa będzie zmuszona do zapłaty wraz z odsetkami łącznie ok. 200 mln PLN. Władze Emperii nie zgadzają się z protokołem i zapowiedziały „podjęcie wszystkich możliwych kroków prawnych mających na celu wykazanie braku podstaw do ich podjęcia”. Organ skarbowy zarzuca spółce, że wprowadziła Tradis do podmiotu P1 w celu optymalizacji podatkowej, przed transakcją zbycia podmiotu do Eurocash. Pod koniec lutego grupa uzyskała od konsorcjum banków promesę kredytową na udzielenie finansowania w wys. 160 mln PLN na finansowanie ewentualnej płatności zobowiązania podatkowego.

Zarząd Emperii odniósł się również do planów rozwoju i dywidendy. Władze spółki zarekomendowały niewypłacanie ubiegłorocznego zysku i przeznaczenie go na kapitał rezerwowy. Zdaniem władz grupy plany rozwoju na najbliższe okresy są niezagrażone (nawet w przypadku negatywnej decyzji), a ograniczony może zostać jedynie potencjał do przejęcia dużego podmiotu (po 1Q'17 spółka posiadała ok. 145 mln PLN gotówki netto). Dodatkowo podniesiono wielkość programu skupu akcji własnych (do 110 mln PLN) i wydłużono termin jego obowiązywania.

Sprzedaż Tradisu

Eurocash w 2010 roku był zainteresowany przejęciem Emperii, jednak zarząd odrzucił ofertę. Wkrótce potem zarząd spółki ogłosił strategię, według której planowano wydzielenie 3 dywizji (dystrybucja, handel i nieruchomości) oraz upublicznienie segmentów dystrybucyjnego i detalicznego. Pod koniec '10 Eurocash i Emperia zawarły umowę inwestycyjną, na mocy której Eurocash miał odkupić Tradis. W sierpniu '11 Emperia poinformowała o wygaśnięciu umowy w związku z brakiem płatności za udziały, odstępując jednocześnie od umowy i wzywając Eurocash do zapłaty odszkodowania w wys. 200 mln PLN. We wrześniu '11 zostało wszczęte postępowanie arbitrażowe, które zakończyło się ugodą i sprzedażą biznesu dystrybucyjnego do Eurocashu za 1,1 mld PLN. Spółka kierowana przez Luisa Amaralę przejęła także podmioty zarządzające sieciami franczyzowymi DEF, Ambra, Detal Koncept, Euro Sklep i Lewiatan, w których funkcjonowało ok. 4,5 tys. podmiotów. Jednocześnie Eurocash zobowiązał się do zaopatrywania Stokrotki przez 18 miesięcy od sfinalizowania umowy.

POZYSKANIE INWESTORA STRATEGICZNEGO

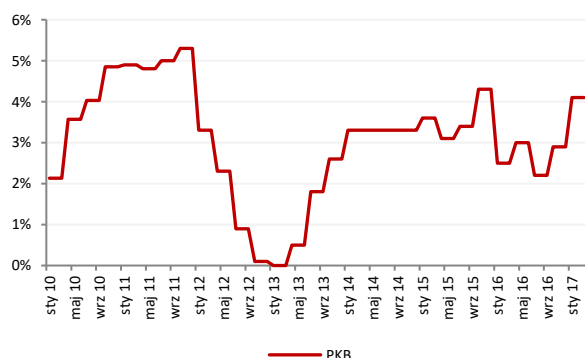
Na początku minionego miesiąca Emperia poinformowała, że rozpoczęła proces poszukiwania inwestora strategicznego, który wsparłby dalszy dynamiczny rozwój spółki. W komunikacie opublikowanym 9 maja podano, że zarząd „planuje zaangażować się w rozmowy z różnymi podmiotami”, które potencjalnie będą zainteresowane taką inwestycją i umożliwią przeprowadzenie due diligence. W komunikacie wskazano również, że „celem zarządu jest zapewnienie wszystkim akcjonariuszom spółki możliwości odsprzedaży akcji w wezwaniu ogłoszonym przez inwestora na jednakowych zasadach dla wszystkich akcjonariuszy”. Doradcą finansowym wybrano Rotschild Global Advisory. Podczas konferencji wynikowej Emperii prezes Kalinowski powiedział, że zakłada iż w 3Q'17 dojdzie do wyboru inwestora, który będzie zainteresowany nabyciem wszystkich akcji spółki i który będzie chciał wesprzeć ją w rozwoju (transakcja ma odbyć się bez dzielenia na segmenty operacyjne). Władze grupy oczekują jednocześnie, że do finalizacji transakcji dojdzie do końca bieżącego roku. Z wypowiedzi zarządu wynika, że preferowani będą inwestorzy finansowi, jednak niewykluczona jest również współpraca z inwestorem branżowym.

W sierpniu'16 Emperia poinformowała o rozpoczęciu przeglądu opcji strategicznych, mających na celu dalszy rozwój działalności grupy. Pod uwagę brane były poszukiwanie inwestora lub emisja akcji. Spółka uwzględniała też partnerstwo strategiczne. Cały proces miałby przełożyć się na „skokowy rozwój w obszarze detalicznym poprzez akwizycje”. W kwietniu'17 NWZ detalisty upoważniło zarząd do podwyższenia kapitału z możliwością wyłączenia prawa poboru. Środki, które byłyby pozyskane z ewentualnej emisji akcji, miały być przeznaczone na akwizycje lub szybszy organiczny rozwój obszaru detalicznego.

OTOCZENIE RYNKOWE

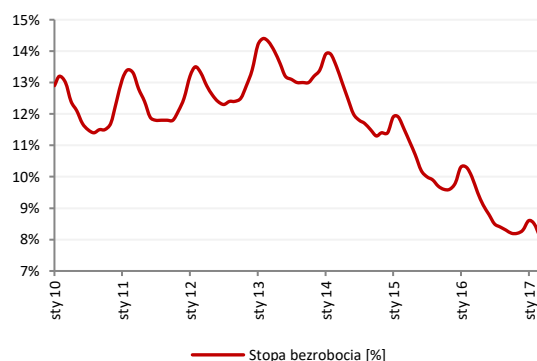
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 8,1% (w marcu wyniosła 9,7% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii żywność i zanutowała w ostatnim miesiącu wzrost o 12,0% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą napędza rządowy program 500+. Według danych GUS zakończył się trwający ponad 2 lata okres deflacji. W kwietniu inflacja wyniosła 2,0% (w obszarze żywności i napojów bezalkoholowych +2,8%). Na budżety gospodarstw domowych z pewnością wpływa dobra sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach cały czas się obniża – w kwietniu wyniosła 7,7%. Według danych GUS, zwiększa się przeciętny poziom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Nieprzerwanie rośnie również średnie wynagrodzenie, które w kwietniu wyniosło ok. 4,5 tys. PLN (wzrost o 4,1% r/r; w relacji do ubiegłego miesiąca spadek o 1,9% m/m). Mając na uwadze wymienione czynniki można oczekiwać zwiększenia konsumpcji gospodarstw domowych. Kategoria „Żywność” odpowiada (wg odczytów GUS) za ok. 20% realizowanych wydatków, ustępując jedynie środkom przeznaczanym na użytkowanie mieszkania.

PKB



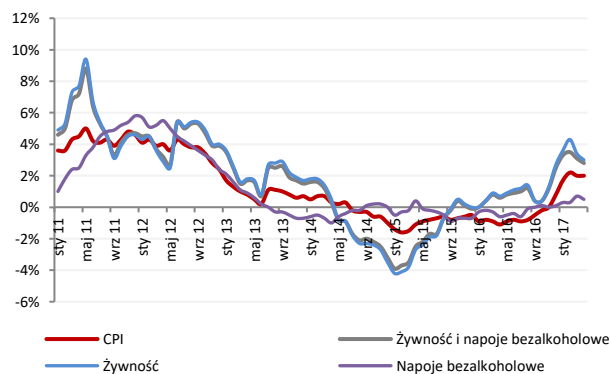
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia



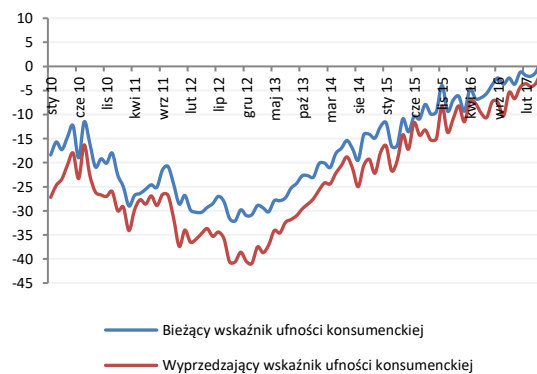
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

CPI, CPI dla artykułów żywnościowych, CPI dla wyrobów tytoniowych



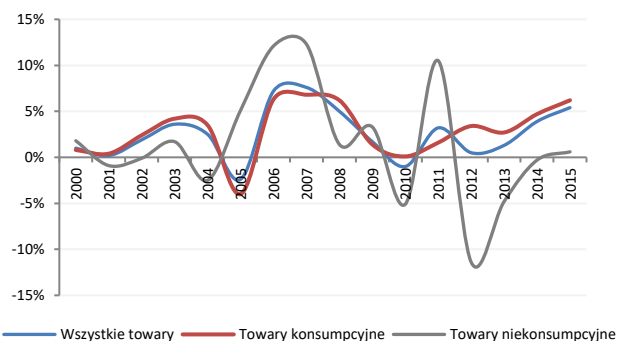
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



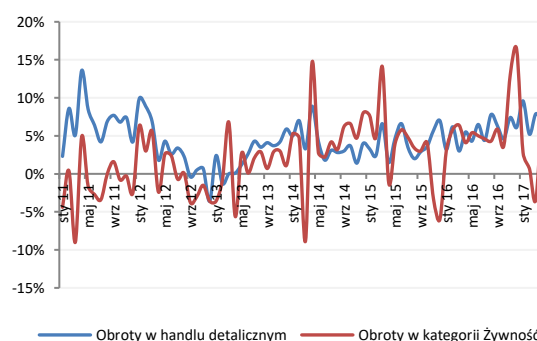
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Sprzedaż towarów w latach 2000-15



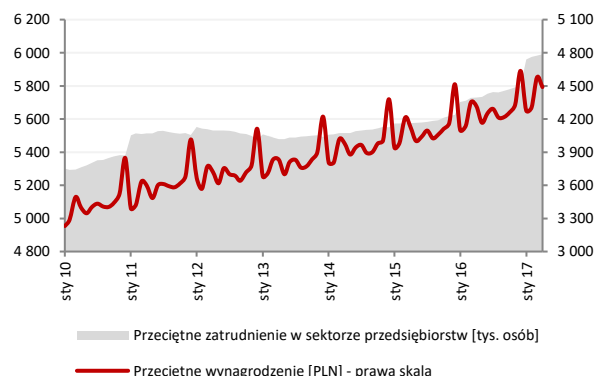
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Sprzedaż detaliczna i sprzedaż w kategorii żywność (zmiana r/r)



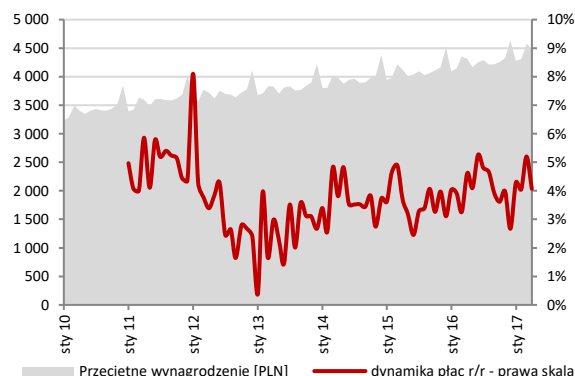
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



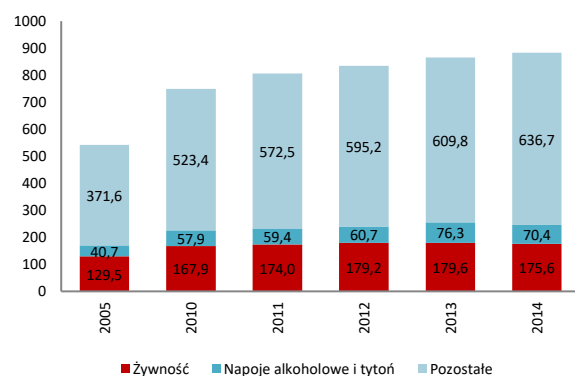
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika płac [%]



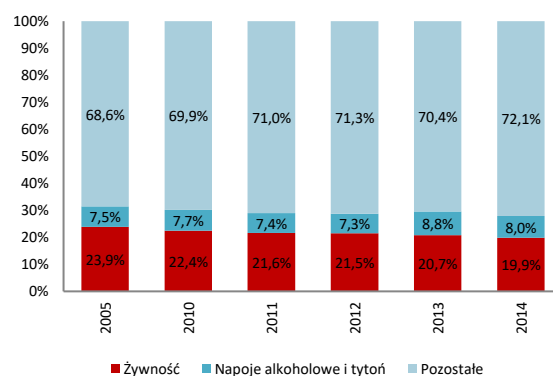
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Konsumpcja gospodarstw domowych [mld PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

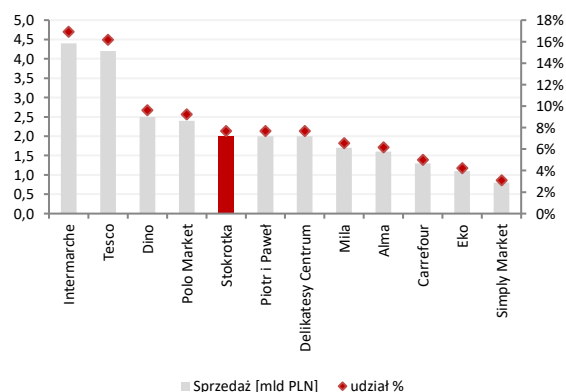
Udział poszczególnych grup w konsumpcji gosp. dom. [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

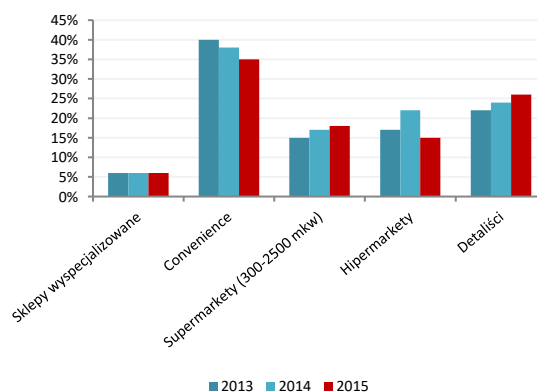
Liderem rynku w kategorii supermarketów jest obecnie Intermarche, które generuje rocznie ok. 4,5 mld PLN przychodów. Tuż za francuską siecią jest Tesco, które w '15 wypracowało blisko 4,2 mld PLN obrotów. Oba podmioty mają niemal 30% rynku. W gronie 10 największych sieci znajdują się grupy z polskim kapitałem: Dino, Polo Market oraz Stokrotka. Należy jednak zwrócić uwagę, że w porównaniu do Intermarche czy Tesco, wymienieni rodzimi detalisci realizują przychody o 50% niższe. Zgodnie z danymi publikowanymi przez GUS w ostatnich latach zauważalna jest tendencja szybkiego wzrostu liczby sklepów o powierzchni 400-999 mkw. (blisko 2,5% ogółu, względem '05 wzrost o 1,4 p.p.). Z drugiej strony kurczy się liczba stacji paliw, a stabilny pozostaje poziom małych sklepów (<99 mkw.). Dane GUS potwierdzają także odczyty Euromonitor International, zgodnie z którymi rosną obroty dyskontów oraz supermarketów, natomiast kurczy się sprzedaż realizowana przez niezależne sklepy. Na tym tle szczególnie pozytywnie prezentuje się Stokrotka, która w ostatnich kwartałach notowała znacznie wyższe dynamiki aniżeli segmenty super- i hipermarketów (odczyty także powyżej danych GUS).

Obroty największych sieci w kategorii supermarkety



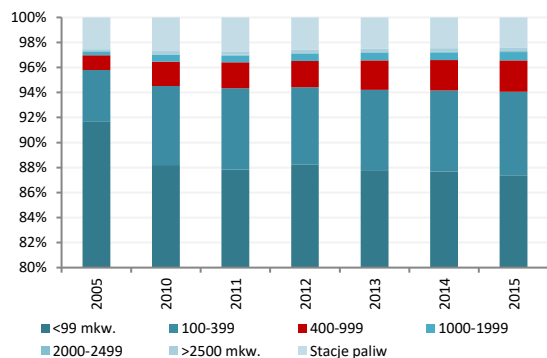
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GfK Polonia, spółka

Struktura rynku FMCG w latach 2013-15 (sprzedawcy końcowi)



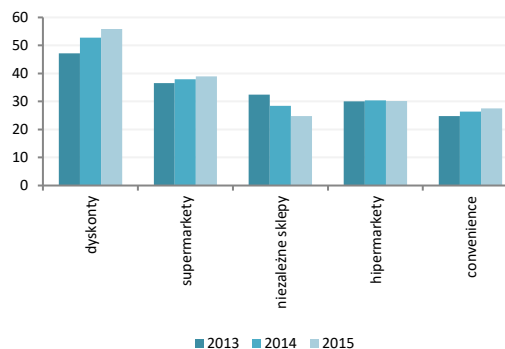
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GfK Polonia, spółka

Struktura rynku wg kryterium powierzchni



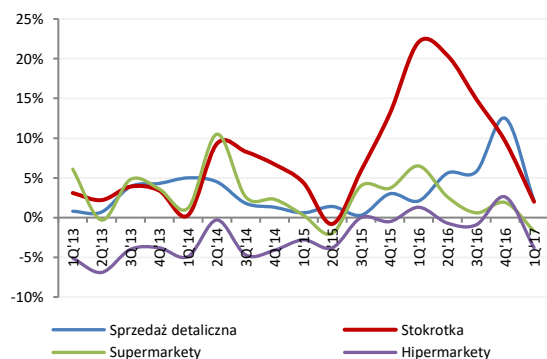
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Główne segmenty handlu spożywczego – obroty [mld PLN]



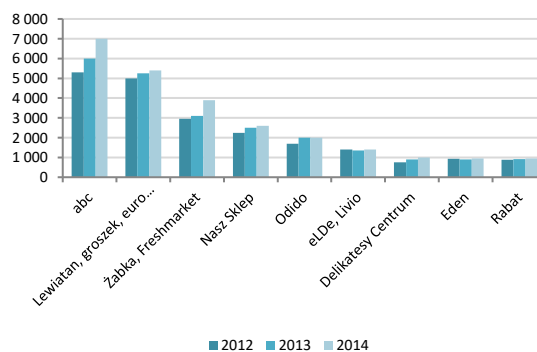
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Rzeczpospolita, Euromonitor Int.

Dynamika sprzedaży sieci Stokrotka na tle super- i hipermarketów



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

Najwięksi franczyzobiorcy na krajowym rynku FMCG (wg liczby sklepów)



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

PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE

PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH

Jednym z postulatów programu wyborczego PiS było wprowadzenie podatku od sklepów wielkopowierzchniowych, który docelowo miał chronić polski handel. Pierwotna konstrukcja daniny miała objąć placówki, których powierzchnia przekraczałaby 250 mkw., a stawka płaconego podatku miała wynosić 2,0%. Taka konstrukcja spotkała się ze zdecydowanym sprzeciwem środowiska handlowego (głównym argumentem przeciw projektowi było nieadekwatne kryterium powierzchniowe – w analizach branżowych sklepy wielkopowierzchniowe mają co najmniej 400 mkw.). W ramach prac nad ustawą, Ministerstwo Finansów zdecydowało się na zmianę koncepcji. Kolejny projekt z początku lutego zakładał zróżnicowanie progów podatkowych w zależności od dnia handlu oraz od wysokości realizowanej sprzedaży w danym miesiącu.

Zróżnicowanie stawek podatku wg projektu z lutego

		Obrót miesięczny		
		<1,5 mln PLN	1,5<x<300	>300 mln PLN
Dzień tygodnia	pon.-pt.	0,0%	0,7%	1,3%
	sob.-ndz.	0,0%	1,3%	1,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

Ministerstwo Finansów zaproponowało także, aby podatkiem zostały objęte sieci franczyzowe (zgodnie z projektem daninę miałyby obliczać, pobierać i wpłacać właściciele marki) oraz segment e-commerce (w przypadku zakupu od podmiotu działającego zagranicą, przewoźnik byłby zobowiązany do uzyskania od wysyłającego oświadczenia o uiszczeniu podatku).

Ostatecznie w wyniku prowadzonych przez kilka miesięcy konsultacji ze środowiskami handlowymi MF przedstawiło projekt z następującymi założeniami:

1. Stawka podatku w przedziale 17-170 mln PLN przychodów miesięcznie ma wynosić 0,8%, natomiast obroty powyżej 170 mln PLN będą objęte stawką 1,4%.
2. Kwota wolna od podatku ma wynosić 204 mln PLN rocznie (w ujęciu miesięcznym 17 mln PLN).
3. Zrezygnowano ze specjalnej stawki weekendowej.
4. Sprzedaż realizowana w internecie nie będzie objęta daniną.
5. Termin wejścia w życie ustalono na 1 września 2016 roku.

Projekt ustawy został przegłosowany przez sejm 6 lipca 2016 roku. Według obliczeń MF podatek ma wygenerować w bieżącym roku wpływy do budżetu państwa na poziomie 630 mln PLN brutto, natomiast w '17 ma to być 1,9 mld PLN brutto.

Zróżnicowanie stawek podatku wg ustawy przyjętej 6 lipca 2016

		Obrót miesięczny [mln PLN]		
		0-17	17-170	>170
Stawka podatku		0,0%	0,8%	1,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

W połowie września '16 Komisja Europejska wszczęła postępowanie w sprawie podatku od obrotu, wzywając jednocześnie do zawieszenia jego stosowania. Zdaniem KE konstrukcja daniny może faworyzować mniejsze sklepy, co może być uznane za pomoc publiczną. Po otrzymaniu decyzji MF zdecydowało się o zawieszeniu poboru podatku i zapowiedziało prace nad nowym projektem. W dn. 15 listopada sejm przegłosował ustawę o zawieszeniu obowiązywania podatku do 1 stycznia 2018 roku.

ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE

Jesienią 2016 roku do sejmu trafił obywatelski projekt ustawy o ograniczeniu handlu w niedziele. Związkowcy „Solidarności” wnioskowali, by zakaz obowiązywał we wszystkie niedziele z nielicznymi wyjątkami w ciągu roku (wyłączone miałyby być okresy przedświąteczne oraz w czasie wyprzedaży sezonowych; przedsiębiorcom, którzy złamaliby zakaz, groziłaby kara dwuletniego więzienia). Z zakazu wyjęte miałyby zostać również stacje benzynowe, apteki, piekarnie, sklepy z dewocjonaliami, kina i restauracje. Zakazem nie byłyby też objęte placówki handlowe, których powierzchnia nie przekracza 25 mkw., usytuowane w obiektach do obsługi pasażerów, kwaciarnie o powierzchni nieprzekraczającej 50 mkw., gdzie sprzedaż kwiatów stanowi minimum 30% miesięcznego obrotu placówki oraz platformy i portale internetowe sprzedające towary, które nie powstały w wyniku działalności produkcyjnej. Przedstawiciele sejmowej komisji zajmujące się projektem komunikowali, że projekt będzie szeroko konsultowany ze środowiskiem handlowym. Proponowane zmiany w przepisach spotkały się jednak z bardzo mocnym sprzeciwem stowarzyszeń handlowych. W przeprowadzonym przez PIH sondażu, ok. 42% przebadanych sklepikarzy stwierdziło, że prezentowane pomysły przełożą się na spadek sprzedaży. Dodatkowo z raportu przygotowanego przez PWC dla PRCH należy liczyć się ze spadkiem obrotów o 9,6 mld PLN i zmniejszeniem zatrudnienia o ok. 36 tys. miejsc pracy. Organizacje handlowe wskazywały także, że część pomysłów związkowców są wbrew niektórym zapisom w konstytucji – m.in. łamią zasadę równości (art. 32) czy zasadę społecznej gospodarki rynkowej i wolności działalności gospodarczej (art. 20 i 22). Podobne obawy ma część polityków obecnego rządu, który z jednej strony popiera projekt „Solidarności”, a z drugiej chcieliby, aby zmiany były mniejsze i następowały stopniowo. Wcześniej przedstawiciele rady ministrów wskazywali, że zakaz handlu mógłby wejść w życie już z początkiem '18.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	579,1	624,1	609,3	615,6	616,7	618,1	618,7	617,8	613,8	606,0	601,0	598,4	597,7
RzAT	495,9	523,0	510,6	514,7	515,8	517,2	517,8	516,9	513,0	505,2	500,3	497,7	497,0
WNIP	3,5	4,6	4,1	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7
Wartość firmy	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0
Pozostałe	27,7	44,5	42,5	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0
Aktywa obrotowe	373,1	393,1	453,2	538,1	643,6	717,4	784,5	844,3	896,7	943,1	978,6	1 005,6	1 026,2
Zapasy	165,1	199,0	217,8	234,1	273,5	311,0	345,3	375,2	400,2	420,4	436,7	450,0	461,2
Należności krótkoterminowe	45,3	71,2	79,9	88,7	103,6	117,9	130,8	142,2	151,6	159,3	165,5	170,5	174,7
Środki pieniężne	114,4	103,8	146,4	205,1	256,3	278,3	298,3	316,7	334,7	353,3	366,3	375,0	380,2
Pozostałe aktywa obrotowe	48,3	19,1	9,0	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
Kapitał własny	607,0	594,9	627,1	675,5	711,8	720,7	728,6	735,6	741,7	746,7	751,0	754,5	757,6
Zobowiązania długoterminowe	26,2	24,1	20,0	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3
Zobowiązania finansowe	2,6	1,7	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zob. długoterminowe	23,6	22,5	19,4	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3
Zobowiązania krótkoterminowe	319,0	398,2	415,4	459,9	530,2	596,5	656,4	708,1	750,6	784,1	810,4	831,2	848,1
Zobowiązania finansowe	0,9	1,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	293,9	369,4	387,1	428,1	498,3	564,7	624,6	676,3	718,7	752,3	778,6	799,4	816,3
Pozostałe zob. krótkoterminowe	24,2	27,8	27,2	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	1 978,0	2 094,6	2 466,9	2 737,9	3 198,6	3 637,2	4 037,6	4 387,8	4 679,9	4 916,3	5 106,4	5 262,3	5 393,0
COGS	1 415,7	1 499,7	1 789,1	1 960,5	2 295,3	2 614,8	2 906,7	3 162,0	3 375,2	3 547,9	3 686,9	3 801,0	3 896,7
Wynik brutto ze sprzedaży	562,3	595,0	677,8	777,4	903,3	1 022,4	1 130,9	1 225,7	1 304,6	1 368,4	1 419,5	1 461,4	1 496,3
Koszty SG&A	522,1	547,4	630,8	712,4	826,6	935,8	1 034,6	1 121,0	1 192,7	1 250,4	1 296,6	1 334,1	1 365,4
Wynik netto ze sprzedaży	40,2	47,6	47,0	65,0	76,7	86,7	96,2	104,7	112,0	118,0	123,0	127,2	130,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,9	6,5	15,6	-0,2	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1
EBITDA	83,3	98,6	111,5	114,4	125,9	135,9	145,6	154,0	161,1	166,7	170,9	174,6	178,0
EBIT	39,3	54,1	62,6	64,8	76,0	85,9	95,5	103,8	111,0	117,0	122,0	126,2	129,8
Saldo finansowe	1,3	-0,6	0,5	0,6	1,8	2,9	3,0	3,3	3,7	3,9	4,2	4,4	4,5
Wynik brutto	40,6	53,5	63,1	65,4	77,8	88,8	98,5	107,2	114,7	120,9	126,2	130,6	134,3
Wynik netto	30,5	48,4	52,4	53,4	63,0	71,9	79,8	86,8	92,9	97,9	102,2	105,8	108,8
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
CF operacyjny	64,9	84,7	91,1	100,9	127,0	133,6	139,5	144,1	147,3	149,4	150,8	152,3	153,9
CF inwestycyjny	-77,0	-33,8	-28,1	-37,0	-50,9	-51,4	-50,7	-49,2	-46,1	-41,8	-44,0	-45,8	-47,5
CF finansowy	-68,5	-61,6	-20,4	-5,3	-24,9	-60,2	-68,9	-76,4	-83,2	-89,0	-93,7	-97,8	-101,2
CF netto	-80,7	-10,6	42,6	58,7	51,2	22,0	19,9	18,4	18,0	18,6	13,1	8,6	5,2
Środki pieniężne na początek okresu	195,2	114,4	103,8	146,4	205,1	256,3	278,3	298,3	316,7	334,7	353,3	366,3	375,0
Środki pieniężne na koniec okresu	114,4	103,8	146,4	205,1	256,3	278,3	298,3	316,7	334,7	353,3	366,3	375,0	380,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	0,5%	5,9%	17,8%	11,0%	16,8%	13,7%	11,0%	8,7%	6,7%	5,1%	3,9%	3,1%	2,5%
EBITDA zmiana r/r	56,4%	18,3%	13,1%	2,6%	10,0%	8,0%	7,1%	5,8%	4,6%	3,5%	2,5%	2,2%	1,9%
EBIT zmiana r/r	244,0%	37,7%	15,7%	3,5%	17,4%	13,0%	11,1%	8,8%	6,9%	5,4%	4,3%	3,4%	2,9%
Wynik netto zmiana r/r	175,9%	58,5%	8,4%	2,0%	18,0%	14,1%	10,9%	8,8%	7,0%	5,4%	4,4%	3,5%	2,9%
Marża netto na sprzedaży	2,0%	2,3%	1,9%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Marża EBITDA	4,2%	4,7%	4,5%	4,2%	3,9%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%
Marża EBIT	2,0%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Marża brutto	2,1%	2,6%	2,6%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Marża netto	1,5%	2,3%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
ROE	5,0%	8,1%	8,4%	7,9%	8,9%	10,0%	11,0%	11,8%	12,5%	13,1%	13,6%	14,0%	14,4%
ROA	3,2%	4,8%	4,9%	4,6%	5,0%	5,4%	5,7%	5,9%	6,2%	6,3%	6,5%	6,6%	6,7%
Dług	3,6	2,6	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	0,6%	0,4%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	0,6%	0,4%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	3,7%	3,9%	0,8%	1,9%	1,7%	1,1%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%
Dług/Kapitał własny	0,6%	0,4%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-110,9	-101,1	-144,7	-205,1	-256,3	-278,3	-298,3	-316,7	-334,7	-353,3	-366,3	-375,0	-380,2
Dług netto/Kapitał własny	-18,3%	-17,0%	-23,1%	-30,4%	-36,0%	-38,6%	-40,9%	-43,1%	-45,1%	-47,3%	-48,8%	-49,7%	-50,2%
Dług netto/EBITDA	-133,1%	-102,6%	-129,7%	-179,3%	-203,6%	-204,9%	-204,9%	-205,7%	-207,8%	-211,9%	-214,4%	-214,7%	-213,6%
Dług netto/EBIT	-282,2%	-187,0%	-231,1%	-316,7%	-337,1%	-323,9%	-312,4%	-305,0%	-301,4%	-301,9%	-300,3%	-297,2%	-292,9%
EV	938,1	947,9	904,3	843,9	792,7	770,7	750,7	732,3	714,3	695,8	682,7	674,1	668,9
Dług/EV	0,4%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	3,2%	3,1%	2,3%	1,9%	1,6%	1,4%	1,3%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX/Amortyzacja	145,3%	147,2%	115,6%	104,3%	102,2%	102,8%	101,2%	98,1%	92,2%	84,2%	89,9%	94,6%	98,6%
Amortyzacja/Przychody	2,2%	2,1%	2,0%	1,8%	1,6%	1,4%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%
Zmiana KO/Przychody	0,4%	0,7%	-0,4%	0,6%	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	66,7%	13,4%	-2,6%	5,9%	3,5%	3,3%	3,2%	3,0%	2,7%	2,4%	2,0%	1,6%	1,1%
Wskaźniki rynkowe*	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E	34,4	21,7	20,0	19,6	16,6	14,6	13,1	12,1	11,3	10,7	10,3	9,9	9,6
P/BV	1,7	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
P/CE	7,2	6,9	5,3	4,1	3,3	3,0	2,8	2,6	2,5	2,3	2,2	2,2	2,1
EV/EBITDA	11,3	9,6	8,1	7,4	6,3	5,7	5,2	4,8	4,4	4,2	4,0	3,9	3,8
EV/EBIT	23,9	17,5	14,4	13,0	10,4	9,0	7,9	7,1	6,4	5,9	5,6	5,3	5,2
EV/S	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	49,2	48,2	50,8	54,7	57,7	58,4	59,0	59,6	60,1	60,5	60,9	61,1	61,4
EPS	2,5	3,9	4,2	4,3	5,1	5,8	6,5	7,0	7,5	7,9	8,3	8,6	8,8
CEPS	11,7	12,3	16,1	21,0	25,9	28,4	30,6	32,7	34,7	36,6	38,0	39,0	39,6
Dywidenda [mln PLN]	12,1	16,5	0,0	0,0	26,7	63,0	71,9	79,8	86,8	92,9	97,9	102,2	105,8
DPS	0,98	1,34	0,00	0,00	2,17	5,11	5,83	6,47	7,04	7,53	7,94	8,28	8,57
Dyield	1,2%	1,6%	0,0%	0,0%	2,5%	6,0%	6,9%	7,6%	8,3%	8,9%	9,3%	9,7%	10,1%
Payout ratio	109,5%	54,2%	0,0%	0,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 85,0 PLN; *obliczenia dla 12,3 mln akcji

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 stała

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	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	95,4	Kupuj	82,0	19.06.2017	11:26 CEST	85,0	60 905
Kupuj	82,0	---	---	03.01.2017	13:33 CEST	65,0	52 250

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'17:

Kupuj	7	35%
Akumuluj	7	35%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	5	25%
Sprzedaj	1	5%

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 19.06.2017 roku 11:26 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.06.2017 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 podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane 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 19.06.2017 roku:

- BDM nie 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.