



Dom Maklerski BDM S.A.

EUROCASH

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 32,6 PLN

12 GRUDNIA 2017, 11:45 CEST

Tak jak zakładaliśmy w poprzedniej rekomendacji, oczyszczone wyniki 2Q'17 okazały się lepsze r/r. Niestety 3Q'17 przyniósł bardzo duże rozczarowanie, co przełożyło się na gwałtowną przecenę walorów Eurocash. Uważamy jednak, że skala spadku kursu była zbyt mocna, a bieżące poziomy cenowe uwzględniają już płaski odczyt za 4Q'17. Oczekujemy, że dystrybutor FMCG w '18 powróci do wzrostowej ścieżki wynikowej i wykorzysta sprzyjające otoczenie makro. Liczymy również, że spółka będzie w stanie wygenerować szereg oszczędności kosztowych (ograniczenie strat projektu fresh, „wycięcie” części kosztów stałych w C&C, usprawnienie logistyki). Wsparciem dla rezultatów grupy powinien być także Eko Holding. Zwracamy uwagę, że zarząd dostrzega wzrostowy potencjał w segmencie detalicznym i to w tym obszarze zamierza konsolidować rynek w najbliższych latach (prawdopodobnie w końcówce 1Q'18 zostanie sfinalizowany zakup Mili). Dostrzegamy też ostatnie zakupy akcji przez insiderów, które miały miejsce po publikacji raportu za 3Q'17 - prezes Amaral nabył 227,9 tys. walorów po średniej cenie 28,17 PLN, natomiast Pedro Martinho 11,5 tys. akcji po 27,72 PLN (w akcjonariacie dodatkowo ujawnił się Azvalor AM). Zauważamy równocześnie, że podmiot stoi przed szeregiem wyzwań, do których należy zaliczyć m.in. agresywną rywalizację dyskontów, zmiany strukturalne na rynku czy presję ze strony plac. Po korekcie naszych założeń decydujemy się utrzymać zalecenie Akumuluj, wyznaczając jednocześnie cenę docelową dla walorów Eurocash na poziomie 32,6 PLN/akcję.

Rezultaty w 3Q'17 okazały się znacznie słabsze od oczekiwań. W późniejszych wypowiedziach władze spółki wskazywały, że liczą, że 4Q'17 będzie relatywnie płaski r/r. Według naszych założeń dystrybutor FMCG powinien osiągnąć w ostatnim kwartale blisko 5,8 mld PLN przychodów, realizując jednocześnie 11,3% marży brutto. Na poziomie EBITDA estymujemy, że Eurocash osiągnie 154,8 mln PLN, co oznaczałoby spadek o 3% r/r (po fatalnym 3Q'17 taki wynik odbierzemy lekko pozytywnie). Tym samym cały rok dla grupy przyniósłby 23,2 mld PLN przychodów i 414 mln PLN oczyszczonej EBITDA (raportowane ok. 300 mln PLN).

Znacznie optymistycznie zapatrujemy się na perspektywę w 2018 roku. Przede wszystkim liczymy na szereg oszczędności po stronie kosztowej (mniejsza strata w ramach projektu fresh; brak jednorazowych kosztów związanych z zamknięciami hurtowni cash & carry w '17 oraz ograniczenie kosztów stałych w formie, usprawnienie logistyki). „Cegielkę” powinien dokładać również Eko Holding (poprawa efektywności sprzedaży, wyrównanie warunków handlowych u dostawców). Z drugiej strony grupie sprzyja otoczenie makro, ze szczególnym wskazaniem na rozpędzoną konsumpcję i liczymy, że będzie to mocne wsparcie m.in. dla segmentu detalicznego. Tym samym prognozujemy, że przychody wyniosą blisko 24,7 mld PLN, a EBITDA podniesie się do 473,5 mln PLN (+14% r/r w ujęciu oczyszczonym). W naszych szacunkach nie uwzględniamy potencjalnych akwizycji w detalu (m.in. Mili, która może być konsolidowana od 2Q'18), jednak zwracamy uwagę, że zarząd wskazywałby iż ma to być główny kierunek rozwoju w najbliższych latach.

Wycena końcowa [PLN]	32,6
Potencjał do wzrostu / spadku	+15%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	28,3
Kapitalizacja [mln PLN]	3 931,4
Ilość akcji [mln. szt.]	139,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	39,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	26,6
Stopa zwrotu za 3 mc	-27,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-11,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-12,7%
Akcjonariat (% głosów):	
Luis Amaral	43,6%
Azvalor AM	5,4%
Pozostali	51,1%

Adrian Górniak

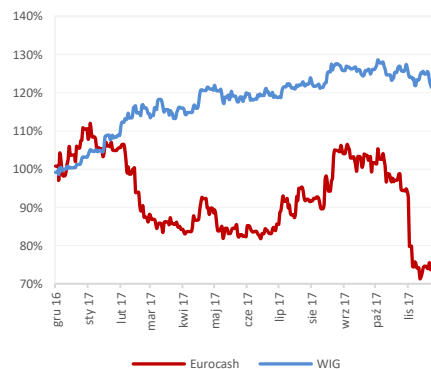
adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	16 963,8	20 318,2	21 206,5	23 227,0	24 678,4	25 838,3
EBITDA [mln PLN]	412,5	475,6	440,5	299,6	473,5	523,5
EBITDA adj. [mln PLN]	412,5	475,6	440,5	414,0	473,5	523,5
EBIT [mln PLN]	287,2	325,1	274,3	123,1	298,3	346,3
Wynik netto [mln PLN]	183,1	230,2	190,0	39,2	202,8	248,1
P/BV	3,8	3,4	3,4	3,6	3,3	3,0
P/E	21,5	17,1	20,7	100,2	19,4	15,8
EV/EBITDA	11,6	8,6	9,7	15,2	9,3	8,2
EV/EBIT	16,7	12,6	15,5	37,1	14,8	12,4
DPS	0,8	0,8	1,1	0,8	0,7	0,9



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
WYNIKI 3Q'17.....	10
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	12
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU.....	14
EUROCASH NA TLE JERONIMO MARTINS.....	15
OTOCZENIE RYNKOWE	18
PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE	21
PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH	21
ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE	22
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	23

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Eurocash dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, z kolei analizie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 32,9 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 31,6 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 4,5 mld PLN, czyli **32,6 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	4 582,6	32,9	16,6%
B	Wycena porównawcza	4 442,4	31,9	13,0%
B1	Podmioty krajowe	4 940,4	35,5	25,7%
B2	Podmioty zagraniczne	3 944,4	28,3	0,3%
C = (70%*A + 30%*B)	Wycena końcowa	4 540,5	32,6	15,5%

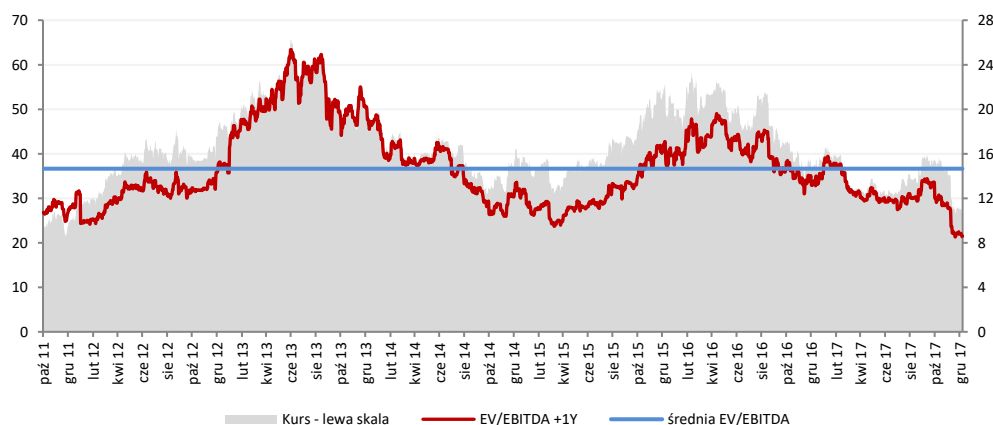
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Rezultaty w 3Q'17 okazały się znacznie słabsze od oczekiwań. W późniejszych wypowiedziach władze spółki wskazywały, że liczą, że 4Q'17 będzie relatywnie płaski r/r. Według naszych założeń dystrybutor FMCG powinien osiągnąć w ostatnim kwartale blisko 5,8 mld PLN przychodów, realizując jednocześnie 11,3% marży brutto. Na poziomie EBITDA estymujemy, że Eurocash osiągnie 154,8 mln PLN, co oznaczałoby spadek o 3% r/r (po fatalnym 3Q'17 taki wynik odbierzemy lekko pozytywnie). Tym samym cały rok dla grupy przyniósłby 23,2 mld PLN przychodów i 414 mln PLN oczyszczonej EBITDA (raportowane ok. 300 mln PLN).

Znacznie optymistyczniej zapatrujemy się na perspektywę w 2018 roku. Przede wszystkim liczymy na szereg oszczędności po stronie kosztowej (mniejsza strata w ramach projektu fresh; brak jednorazowych kosztów związanych z zamknięciami hurtowni cash & carry w '17 oraz ograniczenie kosztów stałych w formacie, usprawnienie logistyki). „Cegiełkę” powinien dokładać również Eko Holding (poprawa efektywności sprzedaży, wyrównanie warunków handlowych u dostawców). Z drugiej strony grupie sprzyja otoczenie makro, ze szczególnym wskazaniem na rozpędzoną konsumpcję i liczymy, że będzie to mocne wsparcie m.in. dla segmentu detalicznego. Tym samym prognozujemy, że przychody wyniosą blisko 24,7 mld PLN, a EBITDA podniesie się do 473,5 mln PLN (+14% r/r w ujęciu oczyszczonym). W naszych szacunkach nie uwzględniamy potencjalnych akwizycji w detalu (m.in. Mili, która może być konsolidowana od 2Q'18), jednak zwracamy uwagę, że zarząd wskazywałby iż ma to być główny kierunek rozwoju w najbliższych latach.

W bieżącym roku Eurocash jest najstabilniej zachowującym się podmiotem z WIG20, co jest odzwierciedleniem rozczarowujących wyników. Uważamy jednak, że obecna skala przeceny jest zbyt duża i w dużej mierze uwzględnia spodziewany przez nas płaski odczyt za 4Q'17. W raporcie akcentujemy szereg oszczędności kosztowych, które powinny być widoczne w '18 (optymalizacja C & C, ograniczenie strat projektu fresh, usprawnienie logistyki). Zakładamy, że wsparciem dla rezultatów spółki będzie także sprzyjające otoczenie makro i prowadzony rozwój w formacie detalicznym. Finalnie liczymy się, że grupa powróci do wzrostowej ścieżki EBITDA w przyszłym roku. Zwracamy uwagę, że spółka jest obecnie handlowana znacznie poniżej historycznej średniej dla EV/EBITDA (+1Y), która wynosi 14,7x (vs estymowane przez nas 9,3x dla '18) oraz jest niżej wyceniana niż podmioty o zbliżonym profilu działalności, które funkcjonują na rynku polskim. Dostrzegamy też zakupy akcji przez insiderów (Luis Amaral oraz Pedro Martinho), które miały miejsce po publikacji raportu za 3Q'17. Równocześnie zauważamy wyzwania przed którymi stoi grupa (silna konkurencja między dyskontami, zmiany na rynku). Mając na względzie wymienione czynniki, wydajemy dla walorów Eurocash zalecenie Akumuluj, wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 32,6 PLN/akcję.

Wskaźnik wyprzedzający EV/EBITDA adj. (+4Q)



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:

- Szacujemy, że przychody ze sprzedaży w '17 wzrosną do 23,2 mld PLN (+9% r/r), co wynika z konsolidacji wyników Eko Holding i PDA oraz wysokich odczytów sprzedaży porównywalnej w Delikatesach Centrum. Z kolei w '18 obroty według naszych założeń podniosą się do 24,7 mld PLN.
- W kolejnych latach w modelu nie zakładamy akwizycji, a jedynie wzrost organiczny.
- Oczekujemy, że prowadzone działania optymalizacyjne będą znacznie mocniej widoczne w '18 i '19. Estymujemy tym samym, że EBITDA grupy podniesie się odpowiednio do 473 – 524 mln PLN.
- Spodziewamy się, że w 2018 roku Eurocash utrzyma dotychczasowy poziom wypłaty dywidendy (ok. 60% wypłaconego zysku netto). 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 19,0% w latach 2018-27 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2027 roku na poziomie 2,5%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2027 roku.
- W wycenie uwzględniamy prognozowany dług netto na koniec 2017 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 139,2 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 03.01.2018 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Eurocash na poziomie 4,6 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 32,9 PLN.

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
-0,3%	-74,0	-77,5	-80,9	-84,3	-87,5	-90,7	-93,8	-96,8	-99,8	-102,7
-0,2%	-49,4	-51,7	-54,0	-56,2	-58,4	-60,5	-62,5	-64,6	-66,5	-68,5
-0,1%	-24,7	-25,8	-27,0	-28,1	-29,2	-30,2	-31,3	-32,3	-33,3	-34,2
0,0%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
0,1%	24,7	25,8	27,0	28,1	29,2	30,2	31,3	32,3	33,3	34,2
0,2%	49,4	51,7	54,0	56,2	58,4	60,5	62,5	64,6	66,5	68,5
0,3%	74,0	77,5	80,9	84,3	87,5	90,7	93,8	96,8	99,8	102,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
-0,3%	-60,0	-62,8	-65,6	-68,3	-70,9	-73,5	-76,0	-78,4	-80,8	-83,2
-0,2%	-40,0	-41,9	-43,7	-45,5	-47,3	-49,0	-50,7	-52,3	-53,9	-55,4
-0,1%	-20,0	-20,9	-21,9	-22,8	-23,6	-24,5	-25,3	-26,1	-26,9	-27,7
0,0%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
0,1%	20,0	20,9	21,9	22,8	23,6	24,5	25,3	26,1	26,9	27,7
0,2%	40,0	41,9	43,7	45,5	47,3	49,0	50,7	52,3	53,9	55,4
0,3%	60,0	62,8	65,6	68,3	70,9	73,5	76,0	78,4	80,8	83,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	24 678,4	25 838,3	26 976,3	28 088,2	29 176,2	30 237,4	31 272,6	32 283,3	33 268,2	34 226,1
EBIT [mln PLN]	298,3	346,3	370,3	400,0	427,7	451,3	474,3	497,8	521,3	544,9
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	56,7	65,8	70,4	76,0	81,3	85,7	90,1	94,6	99,0	103,5
NOPLAT [mln PLN]	241,6	280,5	300,0	324,0	346,4	365,5	384,2	403,3	422,2	441,4
Amortyzacja [mln PLN]	175,2	177,2	181,2	184,7	187,7	190,2	192,0	193,2	193,8	193,7
CAPEX [mln PLN]	-198,6	-200,7	-202,0	-202,4	-202,1	-201,0	-199,1	-196,5	-193,2	-189,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	59,7	17,2	15,3	13,2	11,3	9,4	7,5	5,7	4,0	2,2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	277,9	274,2	294,4	319,5	343,4	364,1	384,6	405,7	426,8	448,1
DFCF [mln PLN]	255,2	232,0	229,3	229,0	226,3	220,5	213,9	207,1	199,9	192,5
Suma DFCF [mln PLN]	2 205,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	6 994,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	3 005,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	5 211,2									
Dług netto 2017P [mln PLN]	628,6									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	4 582,6									
Ilość akcji [tys.]	139,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	32,9									

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

Przychody zmiana r/r	6,2%	4,7%	4,4%	4,1%	3,9%	3,6%	3,4%	3,2%	3,1%	2,9%
EBIT zmiana r/r	142,4%	16,1%	6,9%	8,0%	6,9%	5,5%	5,1%	5,0%	4,7%	4,5%
FCF zmiana r/r	480,2%	-1,3%	7,4%	8,5%	7,5%	6,0%	5,6%	5,5%	5,2%	5,0%
Marża EBITDA	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,2%
Marża EBIT	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%
Marża NOPLAT	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX / Przychody	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX / Amortyzacja	113,4%	113,3%	111,5%	109,6%	107,7%	105,7%	103,7%	101,7%	99,7%	97,7%
Zmiana KO / Przychody	-0,2%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-4,1%	-1,5%	-1,3%	-1,2%	-1,0%	-0,9%	-0,7%	-0,6%	-0,4%	-0,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
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	87,8%	89,7%	91,3%	93,0%	94,6%	96,0%	97,4%	98,7%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	12,2%	10,3%	8,7%	7,0%	5,4%	4,0%	2,6%	1,3%	0,0%	0,0%
WACC	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	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	33,3	34,9	36,8	38,9	41,5	44,5	48,3	52,9	58,9
	0,8	30,8	32,1	33,7	35,4	37,5	40,0	42,9	46,5	51,0
	0,9	28,5	29,7	31,0	32,4	34,2	36,1	38,5	41,3	44,8
	1,0	26,5	27,5	28,6	29,9	31,3	32,9	34,8	37,1	39,8
	1,1	24,8	25,6	26,6	27,6	28,8	30,2	31,8	33,6	35,8
	1,2	23,2	23,9	24,7	25,6	26,6	27,8	29,1	30,6	32,4
	1,3	21,8	22,4	23,1	23,9	24,7	25,7	26,8	28,1	29,5

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%	36,2	38,1	40,4	43,0	46,2	50,1	55,0	61,2	69,5
	4,00%	30,8	32,1	33,7	35,4	37,5	40,0	42,9	46,5	51,0
	5,00%	26,5	27,5	28,6	29,9	31,3	32,9	34,8	37,1	39,8
	6,00%	23,2	23,9	24,7	25,6	26,6	27,8	29,1	30,6	32,4
	7,00%	20,4	21,0	21,6	22,3	23,0	23,9	24,8	25,9	27,1
	8,00%	18,2	18,6	19,1	19,6	20,1	20,8	21,5	22,2	23,1
	9,00%	16,3	16,6	17,0	17,4	17,8	18,3	18,8	19,4	20,0

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%	59,4	55,8	52,8	50,1	47,8	45,7	43,9	42,3	40,8
	4,00%	47,7	44,7	42,1	40,0	38,1	36,4	35,0	33,7	32,5
	5,00%	39,4	36,9	34,7	32,9	31,4	30,0	28,9	27,8	26,9
	6,00%	33,2	31,1	29,3	27,8	26,5	25,4	24,5	23,6	22,9
	7,00%	28,4	26,6	25,1	23,9	22,8	21,9	21,1	20,4	19,8
	8,00%	24,6	23,1	21,8	20,8	19,9	19,1	18,5	17,9	17,4
	9,00%	21,6	20,2	19,2	18,3	17,5	16,9	16,3	15,9	15,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-19 dla wybranych spółek z branży FMCG. W wycenie uwzględniliśmy osobno podmioty zagraniczne oraz Emperię, Jeronimo Martins i Dino (działające na rynku polskim), co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Eurocash. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E 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 **31,9 PLN**.

Podsumowanie wyceny porównawczej

		Wycena [PLN]	Potencjał
A	Podmioty krajowe	35,5	25,7%
B	Podmioty zagraniczne	28,3	0,3%
C = (50% * A + 50% * B)	Wycena porównawcza	31,9	13,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza - podmioty krajowe

	P/E		EV/EBITDA	
	2018	2019	2018	2019
Emperia	26,1	24,1	9,7	9,0
Dino Polska	29,7	24,6	17,9	15,0
Jeronimo Martins	21,1	18,3	9,6	8,5
Mediana	26,1	24,1	9,7	9,0
Eurocash	19,4	15,8	9,3	8,2
Premia/dyskonto	-25,8%	-34,3%	-4,2%	-9,0%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	38,1	43,0	29,6	31,3
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników [PLN]	40,5		30,5	
Waga wskaźnika	50%		50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	35,5			

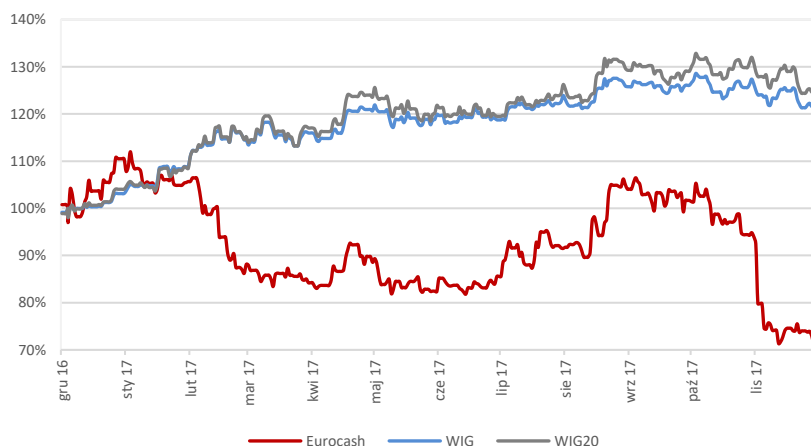
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza - podmioty zagraniczne

	P/E		EV/EBITDA	
	2018	2019	2018	2019
Tesco	13,2	10,4	5,6	5,0
BIM Birlesik	22,9	19,5	14,3	12,1
Bizim Toptan	28,5	23,7	5,0	4,4
Pick'N'Pay Stores	17,5	15,0	8,5	7,4
Migros Ticaret	39,0	19,0	8,0	6,6
Mediana	22,9	19,0	8,0	6,6
Eurocash	19,4	15,8	9,3	8,2
Premia/dyskonto	-15,3%	-16,7%	16,2%	23,9%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	33,3	33,9	23,8	22,3
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników [PLN]	33,6		23,1	
Waga wskaźnika	50%		50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	28,3			

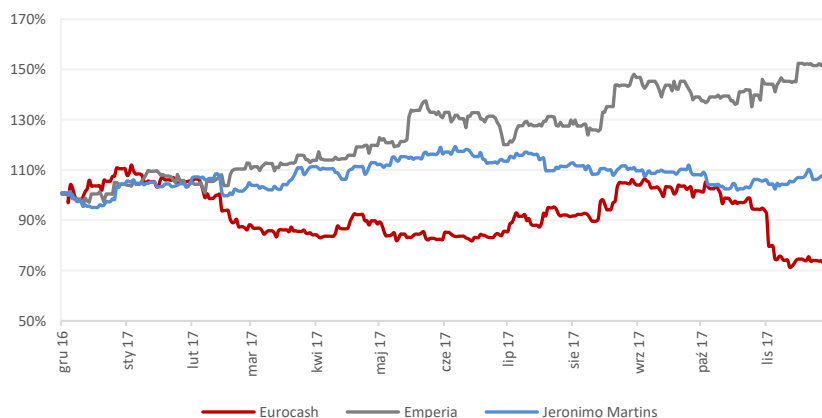
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle WIG



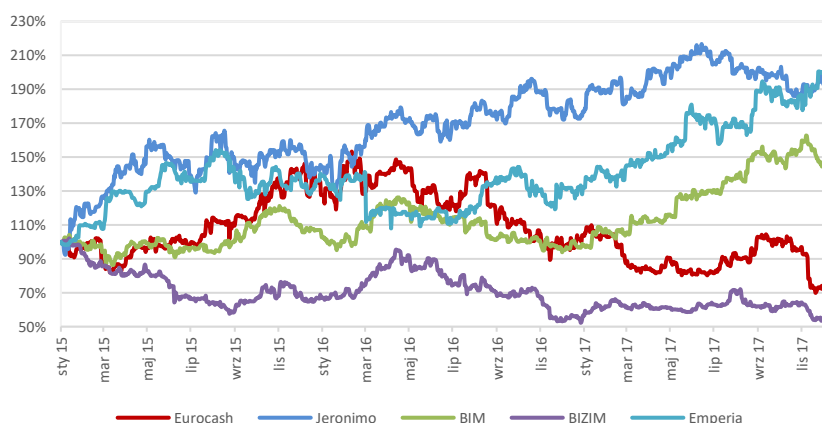
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle Emperii i Jeronimo Martins



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

W ostatnim czasie walory Eurocash zachowywały się znacznie słabiej niż szeroki rynek oraz WIG20, co wynikało m.in. z rozczarowujących wyników grupy.

W rocznej perspektywie akcje Eurocash wypadły zdecydowanie gorzej niż w przypadku Emperii i Jeronimo Martins, na co duży wpływ miała słabość formatu C&C i erozja EBITDA. W naszej ocenie pogorszenie wyników w '17 jest już w dużej mierze uwzględnione w wycenie walorów grupy.

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.
- **Wzrost wynagrodzeń**

W ostatnich miesiącach wysokie dodatnie dynamiki notują wynagrodzenia (wzrosty po 5-6% r/r). Z jednej strony stwarza to ryzyko obciążenia rachunku wyników grupy (koszty wynagrodzeń stanowią ok. 3,1% przychodów). Z drugiej strony zwiększenie płac powoduje silniejszy popyt konsumencki.
- **Konkurencja rynkowa**

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 marże. 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. Zwracamy także uwagę na toczą się silną rywalizację o klienta przez 2 największych graczy na rynku dyskontów, czyli sieci Biedronka i Lidl. Obniżanie cen przez obu graczy może przekładać się na mniejszą atrakcyjność dla klienta przez podmioty zrzeszone w Eurocash.
- **Zmiany legislacyjne**

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. Zwracamy uwagę, że Komisja Europejska zgłosiła szereg zastrzeżeń do założeń daniny i nakazała wstrzymanie jej egzekwowania (zawieszony co najmniej do 1 stycznia 2019 roku). Sejm uchwalił ustawę zgodnie, z którą od 01.03.18 handel będzie możliwy tylko w 2. i 4. niedzielę miesiąca (w następnych latach maja być „dokładane” następne niedziele). Zakaz może negatywnie odbić się na szerokim sektorze handlu (spadek obrotów, przynajmniej w krótkim terminie). Szczegółowe założenia obu ustaw opisujemy na stronach 21-22.
- **Procesy akwizycyjne**

Od kilku lat grupa była głównym podmiotem konsolidującym rynek FMCG. Od 2011 Eurocash nabył m.in. grupę Tradis, Inmedio, PayUp czy Rogala. Na przełomie 2016/17 spółka przejęła również PDA oraz Eko Holding, a w planach na '18 jest konsolidacja Mili. 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).
- **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.

WYNIKI 3Q'17

Wyniki Eurocash w 3Q'17 stanowiły spore rozczarowanie i okazały się istotnie słabsze zarówno od konsensusu, jak i naszych oczekiwań. Grupa osiągnęła niemal 6,2 mld PLN przychodów, co oznacza wzrost r/r o 7,4% i jest gorszym rezultatem niż w 1H'17. Spółka tłumaczy to niesprzyjającą aurą oraz niedopasowanym miksem produktów impulsowych, co odbiło się na sprzedaży w segmencie hurtowym (m.in. format alkoholi oraz papierosów i produktów impulsowych). Wyższe niż wcześniej wskazywał zarząd okazały się również koszty nowych formatów. Finalnie EBITDA dystrybutora FMCG spadła do 101,5 mln PLN (-18% r/r), a zysk netto do 37,5 mln PLN.

Wyniki Eurocash za 3Q'17 [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17
Przychody	4 605,8	5 181,7	5 486,6	5 044,2	4 764,0	5 340,8	5 761,2	5 340,5	5 193,2	6 084,4	6 187,6
Wynik brutto ze sprzedaży	419,3	513,7	530,8	553,1	462,4	558,3	570,0	601,5	546,6	669,9	653,6
EBITDA	41,8	114,0	135,1	184,7	47,3	110,3	123,2	159,6	37,5	5,9	101,5
EBITDA adj.	41,8	114,0	135,1	184,7	47,3	110,3	123,2	159,6	37,5	120,3	101,5
EBIT	6,8	75,3	97,7	145,3	6,6	70,0	81,1	116,5	-7,0	-39,6	58,2
Wynik brutto	-5,5	65,6	88,1	117,4	3,4	63,1	75,9	93,6	-16,2	-47,7	49,4
Wynik netto	-3,1	51,6	72,8	108,8	2,0	53,1	61,7	73,2	-15,0	-61,8	37,5
marża brutto ze sprzedaży	9,1%	9,9%	9,7%	11,0%	9,7%	10,5%	9,9%	11,3%	10,5%	11,0%	10,6%
marża EBITDA	0,9%	2,2%	2,5%	3,7%	1,0%	2,1%	2,1%	3,0%	0,7%	0,1%	1,6%
marża EBITDA adj.	0,9%	2,2%	2,5%	3,7%	1,0%	2,1%	2,1%	3,0%	0,7%	2,0%	1,6%
marża EBIT	0,1%	1,5%	1,8%	2,9%	0,1%	1,3%	1,4%	2,2%	-	-	0,9%
marża netto	-	1,0%	1,3%	2,2%	0,0%	1,0%	1,1%	1,4%	-	-	0,6%

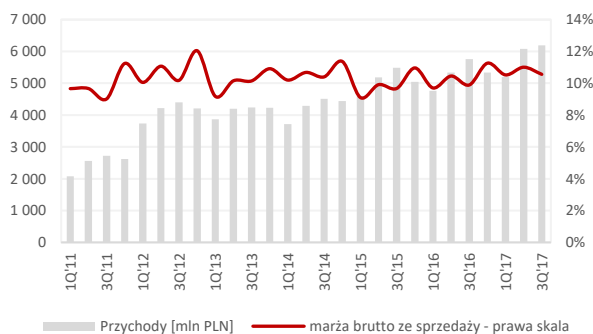
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki w podziale na segmenty [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17
Przychody	4 605,8	5 181,7	5 486,6	5 044,2	4 764,0	5 340,8	5 761,2	5 353,9	5 193,2	6 084,4	6 187,6
Hurt niezależny	2 954,0	3 404,0	3 535,0	3 268,9	3 009,0	3 579,7	3 825,3	3 471,7	3 200,4	3 833,8	3 882,4
Hurt zintegrowany	1 707,8	1 854,3	2 024,9	1 900,0	1 740,5	1 952,3	2 074,2	1 999,0	1 771,3	2 003,3	2 088,2
Detal	132,1	135,0	141,8	146,7	233,7	233,5	254,3	255,0	537,8	573,7	604,6
Nowe Projekty	7,1	7,5	7,0	8,6	43,3	-25,5	9,6	13,1	112,4	137,4	149,5
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
EBIT	6,8	75,3	97,7	145,3	6,6	70,0	81,1	116,5	-7,0	74,8	58,2
Hurt niezależny	3,5	50,0	61,3	89,5	1,2	46,4	53,4	77,7	-4,2	41,1	34,2
Hurt zintegrowany	14,9	34,9	51,7	85,4	30,8	39,8	55,5	83,9	31,9	61,8	54,6
Detal	1,2	1,6	0,9	5,9	1,8	3,0	3,7	7,7	0,8	2,4	-0,5
Nowe Projekty	-3,8	-4,6	-4,7	-6,0	-7,7	-8,7	-11,0	-15,9	-16,4	-11,3	-12,8
Inne	-9,1	-6,7	-11,5	-29,4	-19,6	-10,4	-20,5	-36,8	-19,1	-19,2	-17,3
marża EBIT	0,1%	1,5%	1,8%	2,9%	0,1%	1,3%	1,4%	2,2%	-	1,2%	0,9%
Hurt niezależny	0,1%	1,5%	1,7%	2,7%	0,0%	1,3%	1,4%	2,2%	-	1,1%	0,9%
Hurt zintegrowany	0,9%	1,9%	2,6%	4,5%	1,8%	2,0%	2,7%	4,2%	1,8%	3,1%	2,6%
Detal	0,9%	1,2%	0,6%	4,0%	0,8%	1,3%	1,4%	3,0%	0,2%	0,4%	-
Nowe Projekty	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

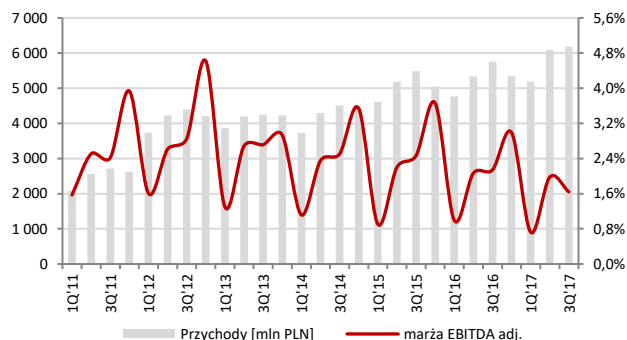
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto ze sprzedaży



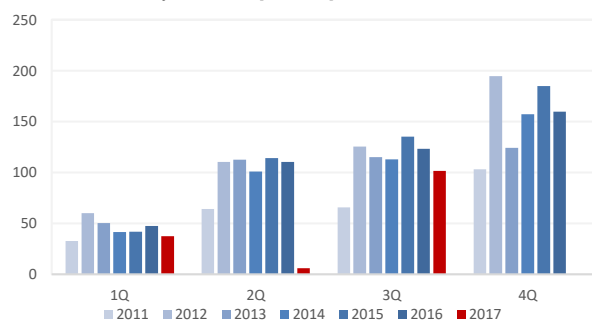
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża EBITDA



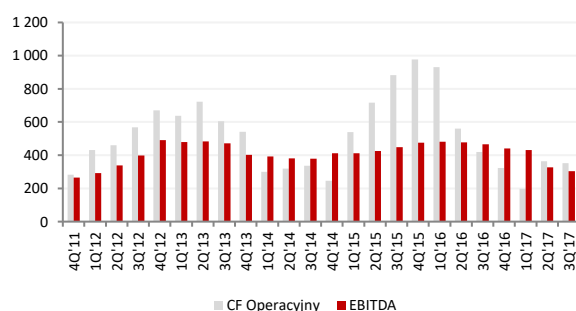
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Porównanie kwartalnej EBITDA r/r [mln PLN]



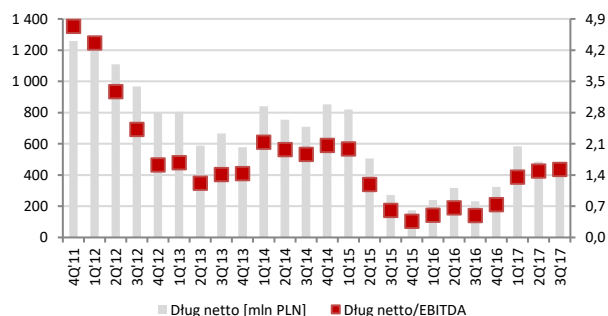
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

CF Operacyjny ltm vs EBITDA ltm [mln PLN]



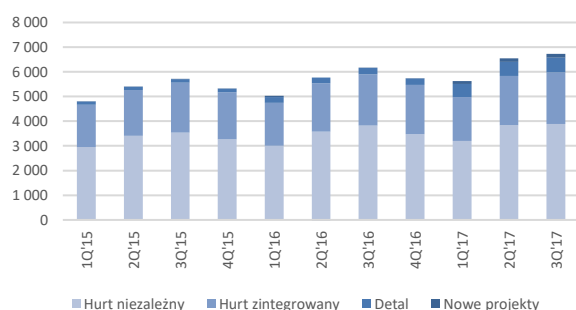
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dług netto/EBITDA ltm [mln PLN]



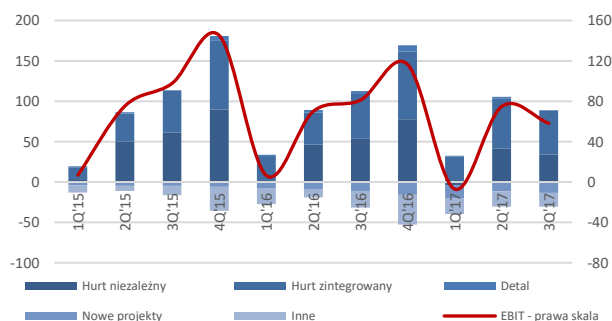
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sprzedaż wg segmentów [mln PLN]



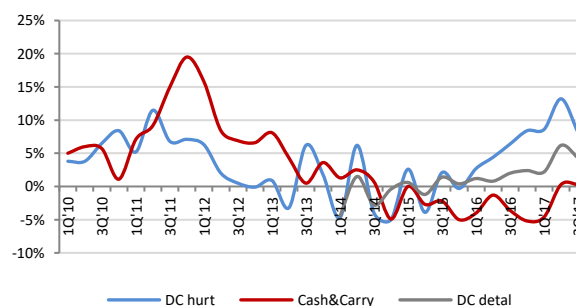
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

EBIT adj. wg segmentów [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Odczyty like-for-like



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Rezultaty w 3Q'17 okazały się znacznie słabsze od oczekiwań. W późniejszych wypowiedziach władze spółki wskazywały, że liczą, że 4Q'17 będzie relatywnie płaski r/r. Według naszych założeń dystrybutor FMCG powinien osiągnąć w ostatnim kwartale blisko 5,8 mld PLN przychodów, realizując jednocześnie 11,3% marży brutto. Na poziomie EBITDA estymujemy, że Eurocash osiągnie 154,8 mln PLN, co oznaczałoby spadek o 3% r/r (po fatalnym 3Q'17 taki wynik odbierzemy lekko pozytywnie). Tym samym cały rok dla grupy przyniosłby 23,2 mld PLN przychodów i 414 mln PLN oczyszczonej EBITDA (raportowane ok. 300 mln PLN).

Znacznie optymistyczniej zapatrujemy się na perspektywę w 2018 roku. Przede wszystkim liczymy na szereg oszczędności po stronie kosztowej (mniejsza strata w ramach projektu fresh; brak jednorazowych kosztów związanych z zamknięciami hurtowni cash & carry w '17 oraz ograniczenie kosztów stałych w formacie, usprawnienie logistyki). „Cegiełkę” powinien dokładać również Eko Holding (poprawa efektywności sprzedaży, wyrównanie warunków handlowych u dostawców). Z drugiej strony grupie sprzyja otoczenie makro, ze szczególnym wskazaniem na rozpędzoną konsumpcję i liczymy, że będzie to mocne wsparcie m.in. dla segmentu detalicznego. Tym samym prognozujemy, że przychody wyniosą blisko 24,7 mld PLN, a EBITDA podniesie się do 473,5 mln PLN (+14% r/r w ujęciu oczyszczonym). W naszych szacunkach nie uwzględniamy potencjalnych akwizycji w detalu (m.in. Mili, która może być konsolidowana od 2Q'18), jednak zwracamy uwagę, że zarząd wskazywałby iż ma to być główny kierunek rozwoju w najbliższych latach.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	4 764,0	5 340,8	5 761,2	5 340,5	5 193,2	6 084,4	6 187,6	5 761,8	5 590,2	6 392,6	6 686,1	6 009,5	20 318,2	21 206,5	23 227,0	24 678,4	25 838,3
Wynik brutto ze sprzedaży	462,4	558,3	570,0	601,5	546,6	669,9	653,6	650,2	589,5	705,1	707,6	679,3	2 016,8	2 192,2	2 520,2	2 681,4	2 806,2
EBITDA	47,3	110,3	123,2	159,6	37,5	5,9	101,5	154,8	37,9	134,5	129,5	171,5	475,6	440,5	299,6	473,5	523,5
EBITDA adj.	47,3	110,3	123,2	159,6	37,5	120,3	101,5	154,8	37,9	134,5	129,5	171,5	475,6	440,5	414,0	473,5	523,5
EBIT	6,6	70,0	81,1	116,5	-7,0	-39,6	58,2	111,5	-5,5	90,9	85,6	127,3	325,1	274,3	123,1	298,3	346,3
Wynik brutto	3,4	63,1	75,9	93,6	-16,2	-47,7	49,4	97,0	-19,4	78,0	73,9	117,9	265,6	235,9	82,5	250,4	306,3
Wynik netto	2,0	53,1	61,7	73,2	-15,0	-61,8	37,5	78,5	-15,7	63,2	59,8	95,5	230,2	190,0	39,2	202,8	248,1
marża brutto ze sprzedaży	9,7%	10,5%	9,9%	11,3%	10,5%	11,0%	10,6%	11,3%	10,5%	11,0%	10,6%	11,3%	9,9%	10,3%	10,9%	10,9%	10,9%
marża EBITDA	1,0%	2,1%	2,1%	3,0%	0,7%	0,1%	1,6%	2,7%	0,7%	2,1%	1,9%	2,9%	2,3%	2,1%	1,3%	1,9%	2,0%
marża EBITDA adj.	1,0%	2,1%	2,1%	3,0%	0,7%	2,0%	1,6%	2,7%	0,7%	2,1%	1,9%	2,9%	2,3%	2,1%	1,8%	1,9%	2,0%
marża EBIT	0,1%	1,3%	1,4%	2,2%	-	-	0,9%	1,9%	-	1,4%	1,3%	2,1%	1,6%	1,3%	0,5%	1,2%	1,3%
marża netto	0,0%	1,0%	1,1%	1,4%	-	-	0,6%	1,4%	-	1,0%	0,9%	1,6%	1,1%	0,9%	0,2%	0,8%	1,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2017-2026 [mln PLN]

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	20 318,2	21 206,5	23 227,0	24 678,4	25 838,3	26 976,3	28 088,2	29 176,2	30 237,4	31 272,6	32 283,3	33 268,2	34 226,1
Wynik brutto ze sprzedaży	2 016,8	2 192,2	2 520,2	2 681,4	2 806,2	2 928,4	3 047,7	3 164,3	3 277,9	3 388,5	3 496,4	3 601,4	3 703,4
EBITDA	475,6	440,5	299,6	473,5	523,5	551,5	584,7	615,4	641,4	666,3	691,0	715,0	738,5
EBITDA adj.	475,6	440,5	414,0	473,5	523,5	551,5	584,7	615,4	641,4	666,3	691,0	715,0	738,5
EBIT	325,1	274,3	123,1	298,3	346,3	370,3	400,0	427,7	451,3	474,3	497,8	521,3	544,9
Wynik brutto	265,6	235,9	82,5	250,4	306,3	339,4	377,0	413,8	444,4	473,2	502,7	532,3	554,5
Wynik netto	230,2	190,0	39,2	202,8	248,1	274,9	305,4	335,1	360,0	383,3	407,2	431,2	449,1
marża brutto ze sprzedaży	9,9%	10,3%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
marża EBITDA	2,3%	2,1%	1,3%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,2%
marża EBITDA adj.	2,3%	2,1%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,2%
marża EBIT	1,6%	1,3%	0,5%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%
marża netto	1,1%	0,9%	0,2%	0,8%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%

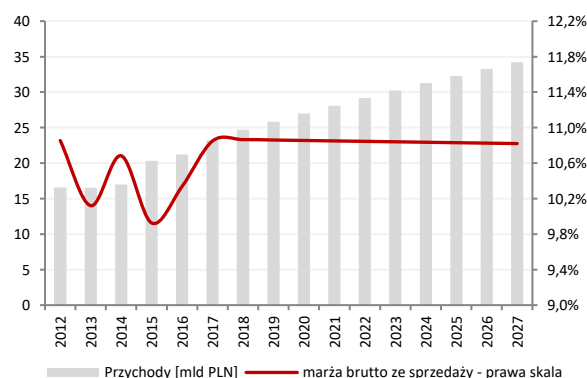
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody wg formatów [mln PLN]

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Cash&Carry	4 353,1	4 342,2	4 304,5	4 252,3	4 422,3	4 577,7	4 718,1	4 843,2	4 952,8	5 046,7	5 124,8	5 187,1	5 233,6
Delikatesy Centrum (franczyza+własne)	1 961,3	2 331,5	2 883,7	3 238,2	3 633,6	4 025,4	4 410,3	4 785,4	5 148,0	5 499,1	5 840,5	6 170,7	6 488,8
Eurocash Dystrybucja	4 346,9	4 286,1	4 424,1	4 596,8	4 781,4	4 966,6	5 152,4	5 338,6	5 524,9	5 711,4	5 897,8	6 084,1	6 270,1
Eurocash Alkohole	2 011,5	2 047,1	2 238,1	2 278,5	2 317,6	2 355,4	2 391,9	2 428,9	2 466,6	2 504,8	2 543,5	2 582,9	2 622,9
Papierosy i produkty impulsowe	5 519,2	5 559,8	5 630,9	5 769,6	5 946,9	6 122,1	6 295,0	6 465,5	6 633,5	6 798,9	6 961,6	7 121,6	7 278,9
Eurocash Gastronomia	353,7	375,4	429,8	442,6	454,6	466,3	477,6	489,3	501,2	513,4	525,9	538,7	551,8
Eko Holding	0,0	0,0	868,3	920,2	963,8	1 009,0	1 055,8	1 104,3	1 154,6	1 206,7	1 260,7	1 316,7	1 374,6
Pozostałe projekty	693,9	1 157,8	1 529,8	1 652,2	1 718,2	1 783,5	1 847,9	1 914,6	1 983,7	2 055,4	2 129,6	2 206,4	2 286,1
Zmiana r/r													
Cash&Carry	-3,3%	-0,2%	-0,9%	-1,2%	4,0%	3,5%	3,1%	2,7%	2,3%	1,9%	1,5%	1,2%	0,9%
Delikatesy Centrum (franczyza+własne)	8,5%	18,9%	23,7%	12,3%	12,2%	10,8%	9,6%	8,5%	7,6%	6,8%	6,2%	5,7%	5,2%
Eurocash Dystrybucja	4,0%	-1,4%	3,2%	3,9%	4,0%	3,9%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%
Eurocash Alkohole	3,1%	1,8%	9,3%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Papierosy i produkty impulsowe	68,5%	0,7%	1,3%	2,5%	3,1%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%
Eurocash Gastronomia	-34,2%	6,1%	14,5%	3,0%	2,7%	2,6%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Eko Holding	-	-	-	6,0%	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%
Pozostałe projekty	234,0%	66,8%	32,1%	8,0%	4,0%	3,8%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%

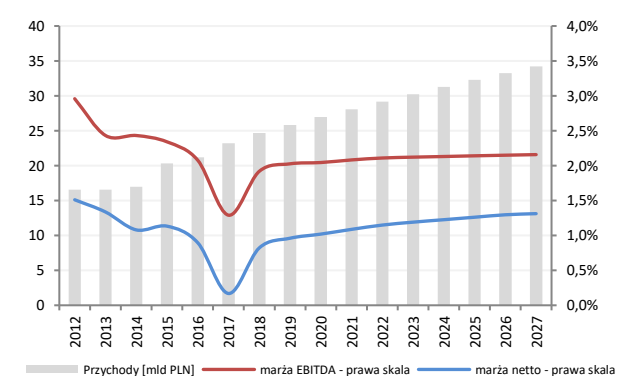
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża brutto ze sprzedaży



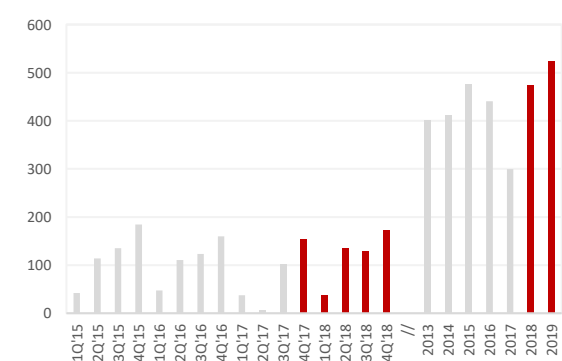
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu rocznym



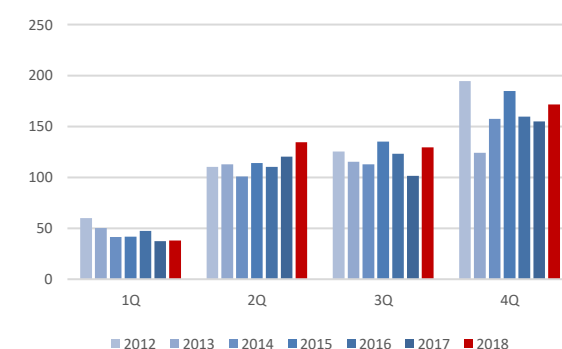
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w kolejnych okresach [mln PLN]



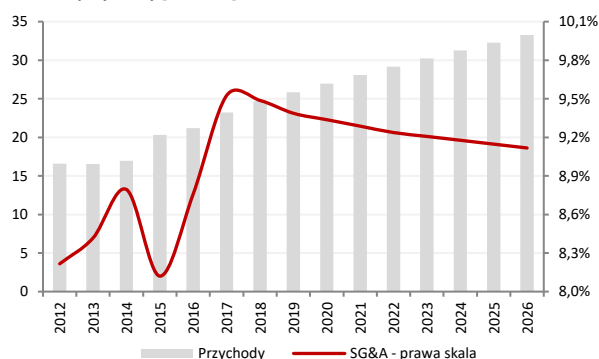
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Porównanie EBITDA adj. w ujęciu kwartalnym



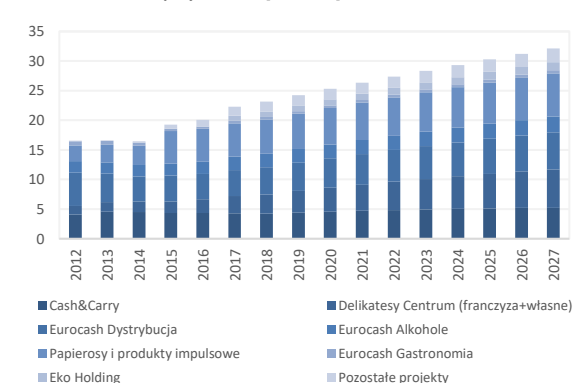
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SG&A vs przychody [mld PLN]



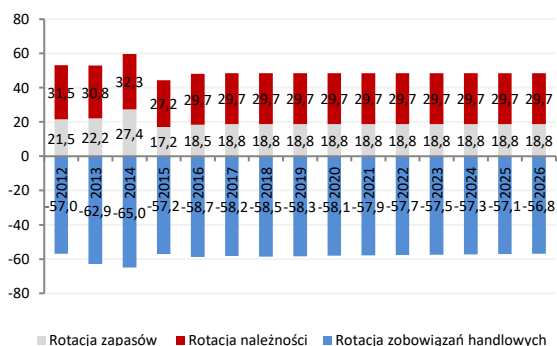
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział formatów w przychodach [mld PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kapitał obrotowy (rotacja w dniach)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CF Operacyjny na tle EBITDA [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem naszej rekomendacji z sierpnia '17 obniżyliśmy założenia na kolejne lata, co w dużej mierze wynika ze słabszych rezultatów w 3Q'17, problemów w formacie cash&carry oraz wyższych kosztów nowych projektów. W bieżącym raporcie spodziewamy się, że w latach 2017-19 Eurocash wypracuje odpowiednio 23,2/24,7/25,8 mld PLN przychodów i 414/474/524 mln PLN oczyszczonej EBITDA.

Zmiany założeń w modelu względem raportu z sierpnia '17

	2017 stara	2017 nowa	zmiana	2018 stara	2018 nowa	zmiana	2019 stara	2019 nowa	zmiana
Przychody	23 031,4	23 227,0	0,8%	24 406,5	24 678,4	1,1%	25 591,4	25 838,3	1,0%
Wynik brutto ze sprzedaży	2 488,6	2 520,2	1,3%	2 637,7	2 681,4	1,7%	2 765,8	2 806,2	1,5%
EBITDA	462,4	299,6	-35,2%	523,7	473,5	-9,6%	583,8	523,5	-10,3%
EBITDA adj	462,4	414,0	-10,5%	523,7	473,5	-9,6%	583,8	523,5	-10,3%
EBIT	278,5	123,1	-55,8%	331,1	298,3	-9,9%	387,0	346,3	-10,5%
Wynik brutto	235,2	82,5	-64,9%	293,0	250,4	-14,6%	358,9	306,3	-14,6%
Wynik netto	188,6	39,2	-79,2%	237,3	202,8	-14,5%	290,7	248,1	-14,6%
marża brutto ze sprzedaży	10,8%	10,9%		10,8%	10,9%		10,8%	10,9%	
marża EBITDA	2,0%	1,3%		2,1%	1,9%		2,3%	2,0%	
marża EBITDA adj..	2,0%	1,8%		2,1%	1,9%		2,3%	2,0%	
marża EBIT	1,2%	0,5%		1,4%	1,2%		1,5%	1,3%	

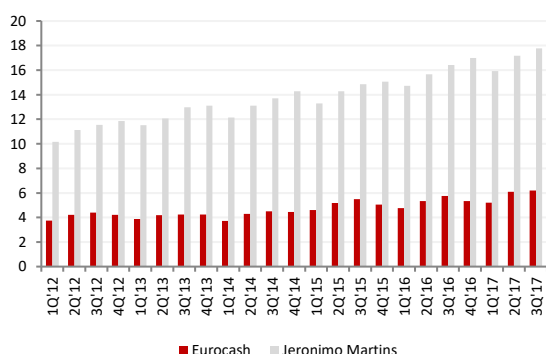
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

EUROCASH NA TLE JERONIMO MARTINS

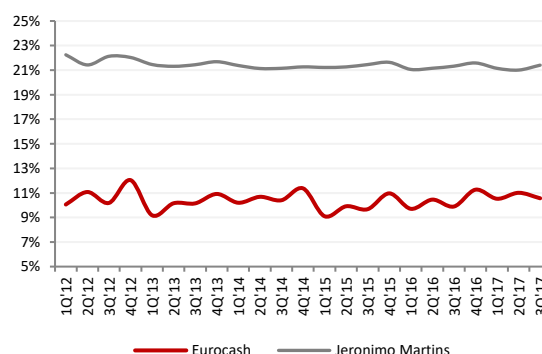
Uważamy, że podmiotem, do którego należy porównywać Eurocash jest przede wszystkim grupa Jeronimo Martins, prowadząca sieci m.in. Biedronka, Pingo Doce i Recheio. Porównując obie spółki widać, że Jeronimo Martins generuje zdecydowanie wyższe marże brutto, EBITDA oraz netto. Średnia marża EBITDA JM wynosi ok. 6,1% (sieć Biedronka ma rentowność na poziomie 7,4%), 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.; efekt działania w segmencie hurtowym). Jeronimo Martins opiera swój model biznesowy na agencjach, format franczyzowy sklepów jest dopiero rozwijany i stanowi poniżej 5% całej sieci. Jeronimo Martins znacznie lepiej radzi sobie również z rotacją zapasów – przeciętny cykl wynosi średnio 16-17 dni, natomiast w przypadku Eurocash jest to aż 22-23 dni.

Porównanie Eurocash na tle Jeronimo Martins

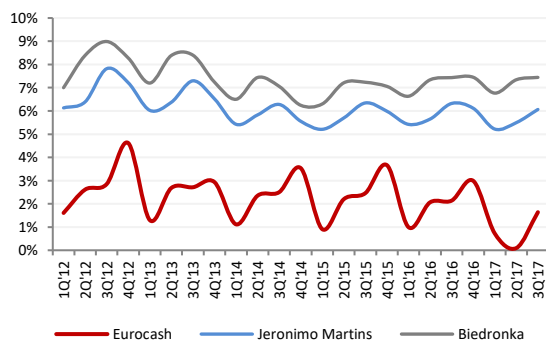
Przychody Eurocash na tle Jeronimo Martins [mld PLN]



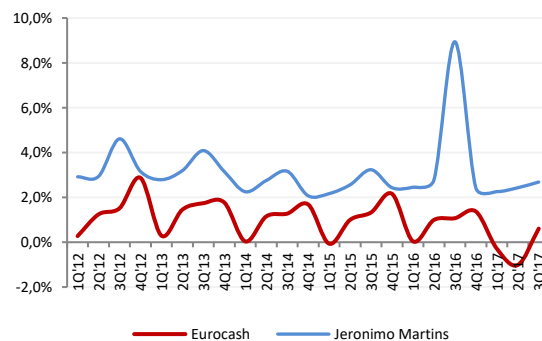
Porównanie marż brutto ze sprzedaży



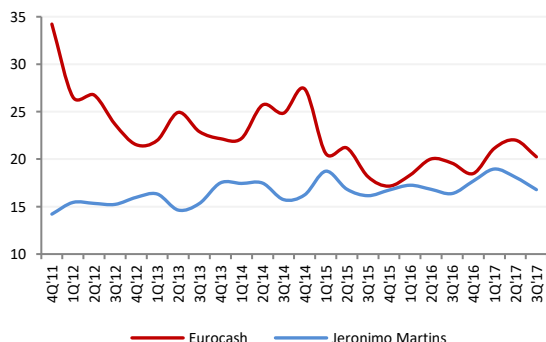
Porównanie marż EBITDA Eurocash, Jeronimo Martins i Biedronki



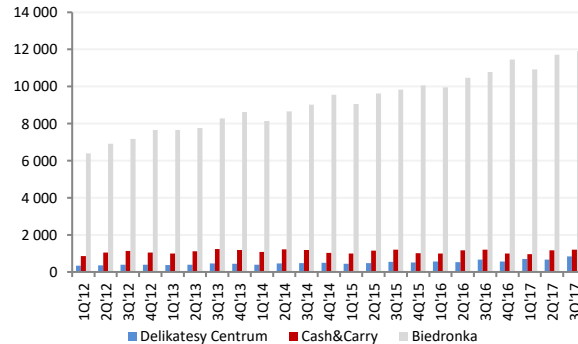
Porównanie marż netto Eurocash i Jeronimo Martins



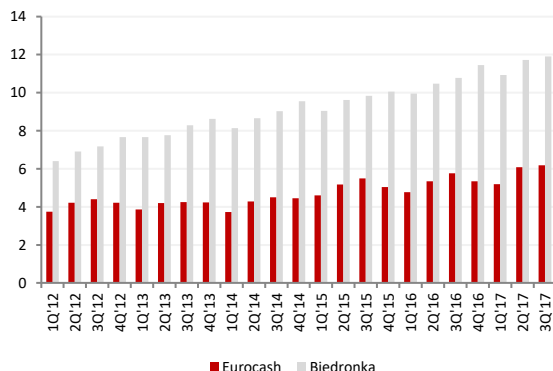
Rotacja zapasów w dniach



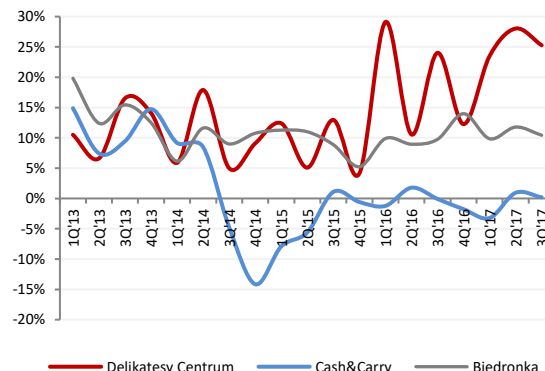
Przychody Delikatesów Centrum i Cash&Carry na tle Biedronki



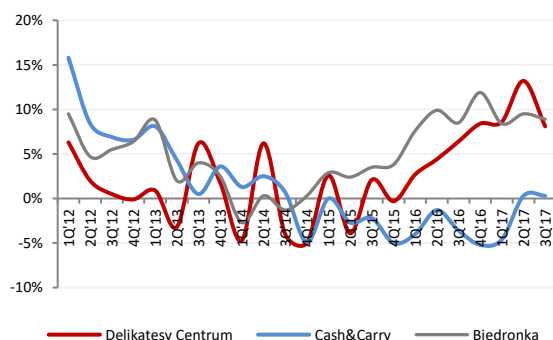
Przychody Eurocash na tle Biedronki



Dynamika przychodów DC, C&C i Biedronki



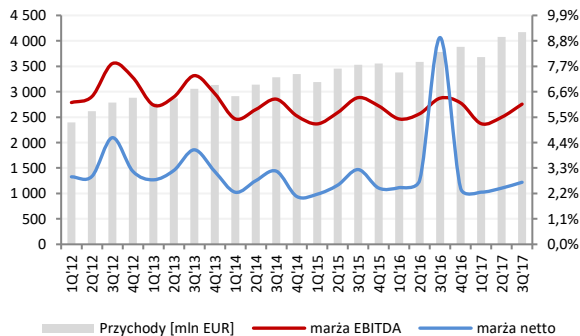
Sprzedaż Ifl DC, C&C i Biedronki



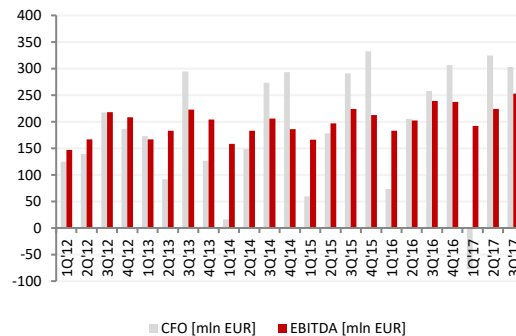
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Ogólne spojrzenie na Jeronimo Martins

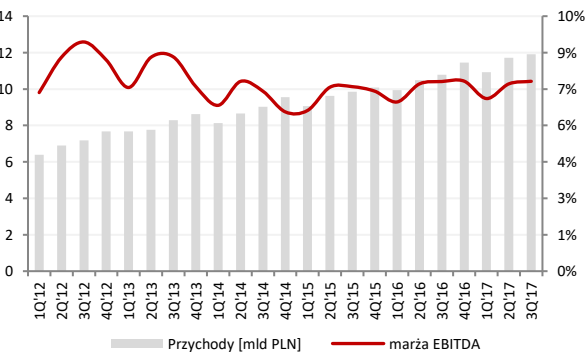
Marża EBITDA i netto Jeronimo Martins



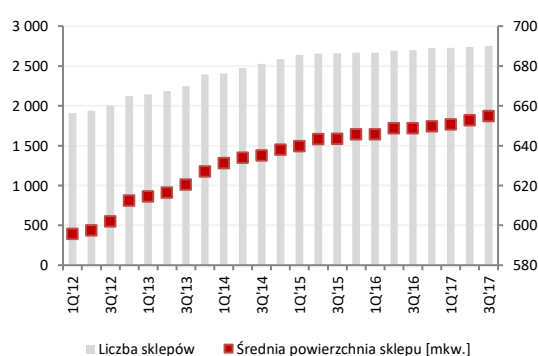
CFO na tle EBITDA (ujęcie kwartalne)



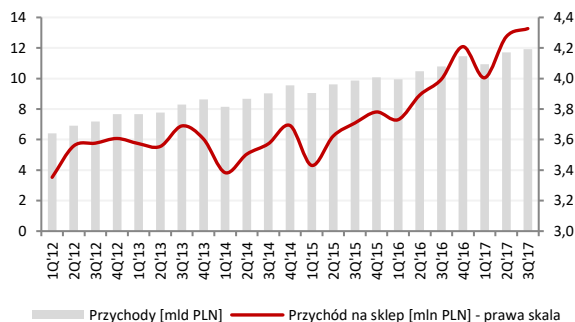
Rentowność EBITDA sieci Biedronka [mld PLN]



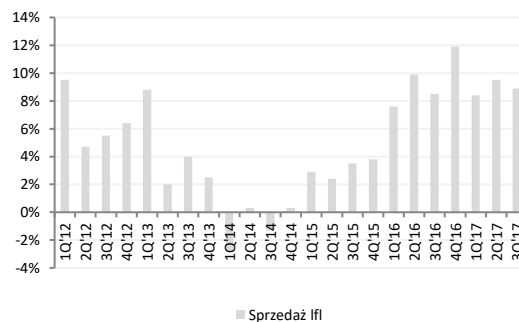
Rozwój sieci Biedronka



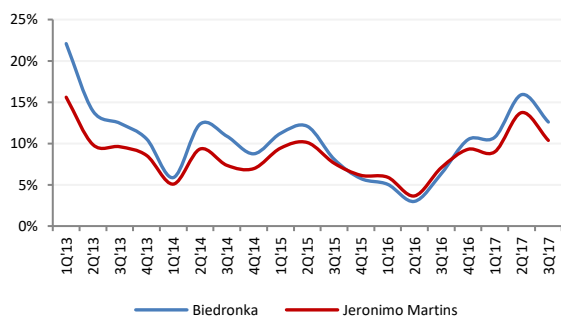
Przychód na sklep sieci



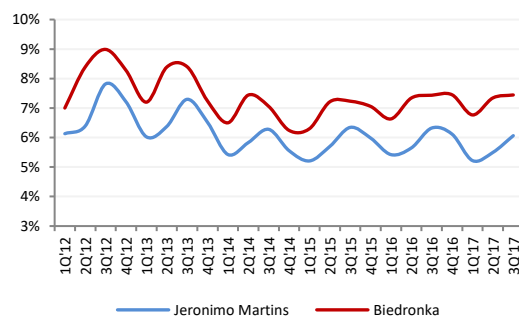
Sprzedaż Ifi Biedronki



Dynamika przychodów Biedronki na tle Jeronimo Martins



Porównanie marż EBITDA Biedronki i Jeronimo Martins

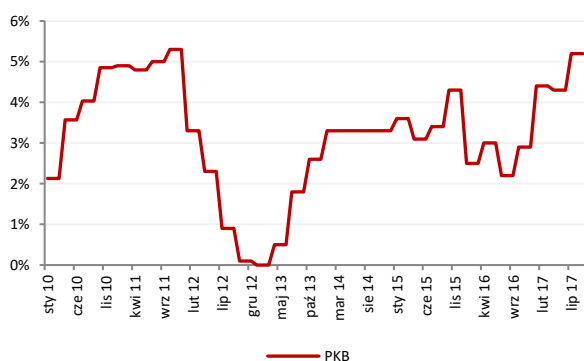


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

OTOCZENIE RYNKOWE

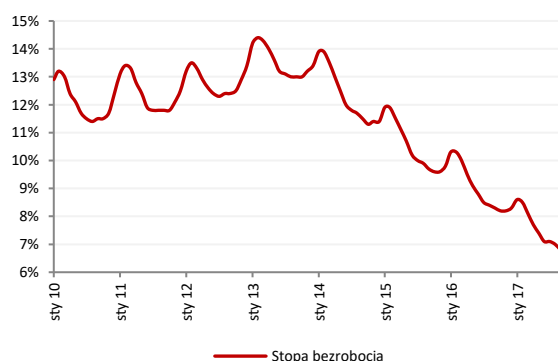
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 8% (we wrześniu wyniosła 8,6% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii żywność i zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 6,3% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą napędza rządowy program 500+. Na trwałe powróciła inflacja – w październiku CPI wyniosła 2,1% (w obszarze żywności i napojów bezalkoholowych +5,4%, a w przypadku napojów alkoholowych i tytoniu +0,9%). Na budżety gospodarstw domowych z pewnością wpływa dobra sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach cały czas się obniża – w październiku wyniosła 6,6%. Według danych GUS, zwiększa się przeciętny poziom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Nieprzerwanie rośnie również średnie wynagrodzenie, które w październiku wyniosło ok. 4,6 tys. PLN (+7,4% r/r i +2,3% 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



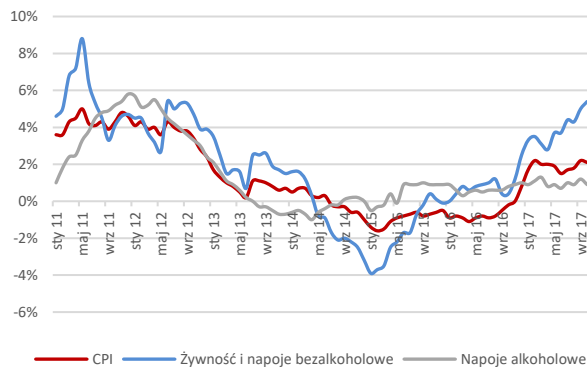
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia



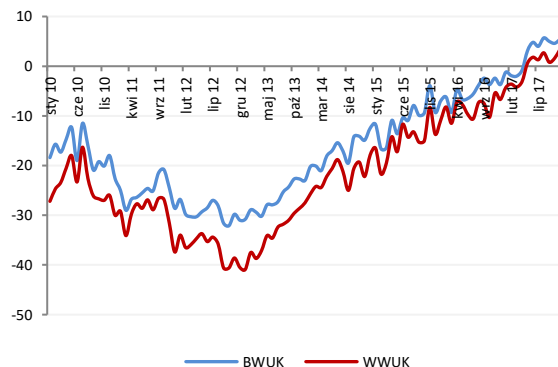
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

CPI, CPI dla artykułów żywnościowych, CPI dla wyrobów tytoniowych



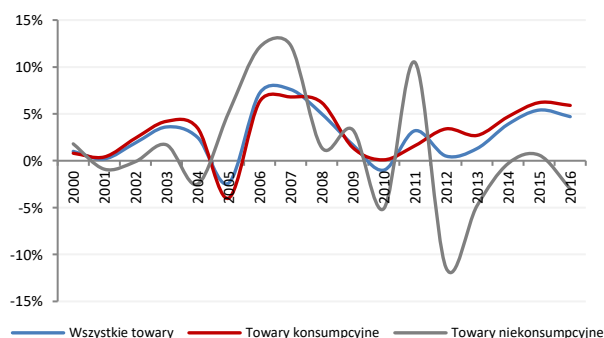
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



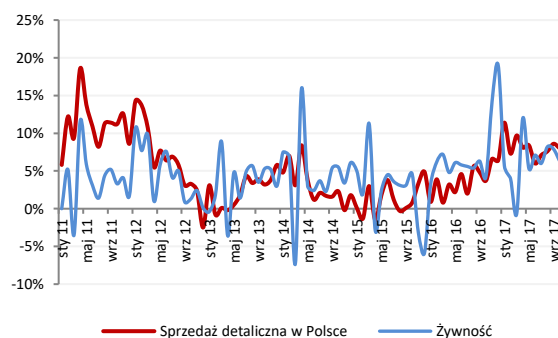
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Sprzedaż towarów w latach 2000-16



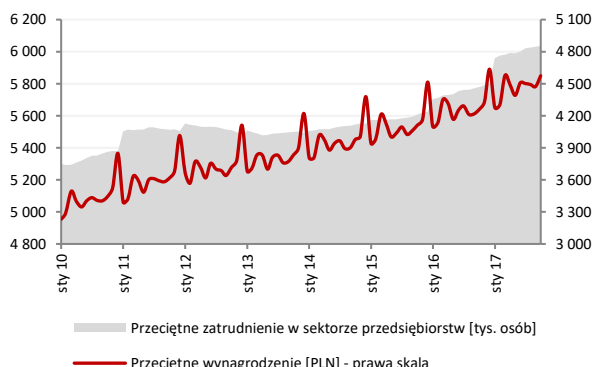
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

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



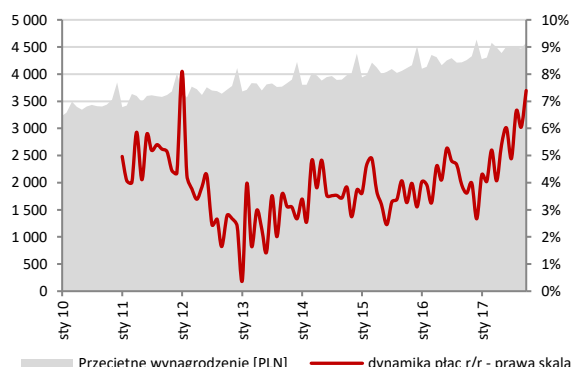
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



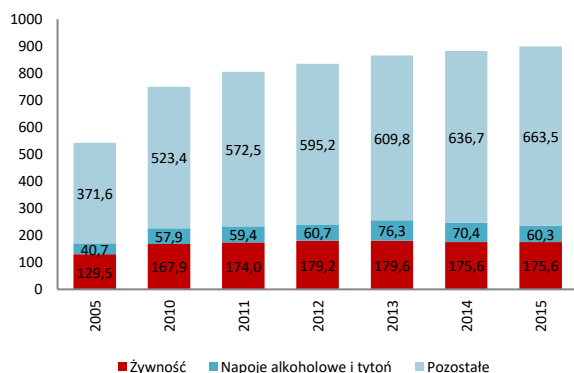
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika płac [%]



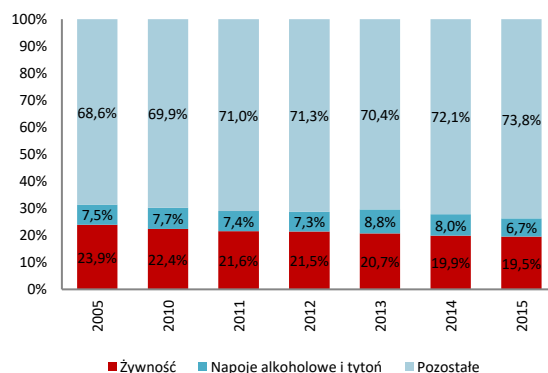
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Konsumpcja gospodarstw domowych [mld PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

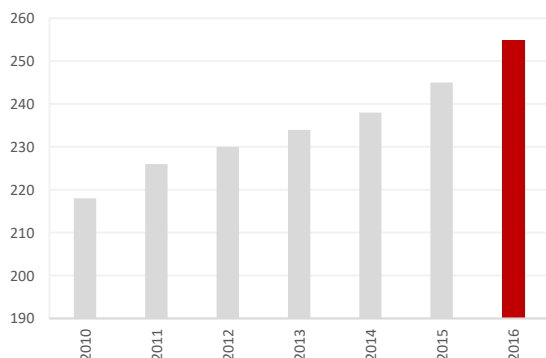
Udział poszczególnych grup w konsumpcji gosp. dom. [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

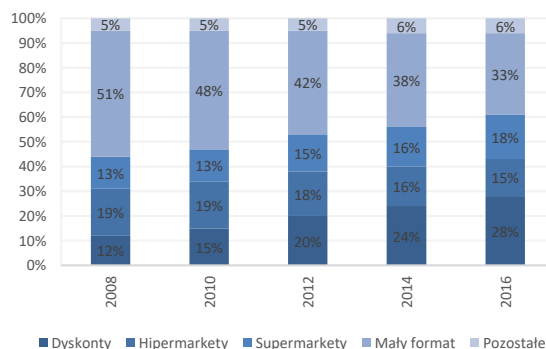
Z raportów GfK Polonia i Nielsen wynika, że krajowy rynek FMCG znajduje się w dobrej kondycji. Jego wartość szacuje się na ok. 250 mld PLN według danych za '16, a w kolejnych latach oczekiwane są wzrosty rzędu 2-3% rocznie. Blisko 87% wartości rynku stanowią sklepy detaliczne, natomiast pozostałe 13% sprzedaży pochodzi z obszaru HoReCa. Z badań Nielsen wynika, że najszybciej rośnie kanał małych supermarketów (100-300 mkw.) oraz dyskonty. Coraz wolniejsze spadki przychodów obserwuje się w grupie małych sklepów (<100 mkw.). GfK Polonia wskazuje, że sklepy wielkoformatowe kontrolują ok. 61% głównych kanałów detalicznych, natomiast sklepy małego formatu ok. 39% (szacuje się, że ok. 29 tys. placówek tego typu zrzeszonych jest w sieciach franczyzowych, co jest formą „obrony” przed rosnącym znaczeniem i agresywną polityką cenową sieci dyskontowych). W obszarze dystrybucji hurtowej głównym graczem jest Eurocash, którego udział w rynku wynosi 26-27%. Niekwestionowanym liderem rynku FMCG od kilku lat pozostaje niezmiennie Biedronka, należąca do grupy Jeronimo Martins. Jej zeszłoroczne obroty były bliskie 43 mld PLN, co stanowi ponad dwukrotność przychodów grupy Eurocash.

Wartość rynku FMCG [mld PLN]



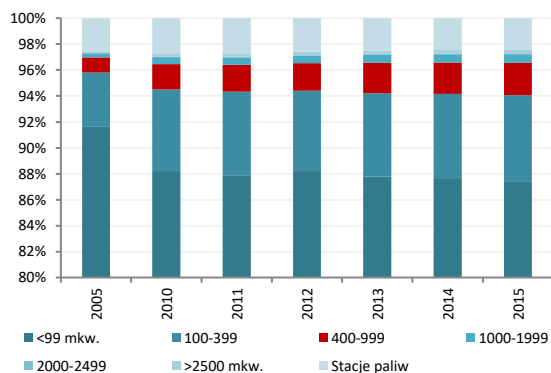
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR, Nielsen

Struktura rynku FMCG



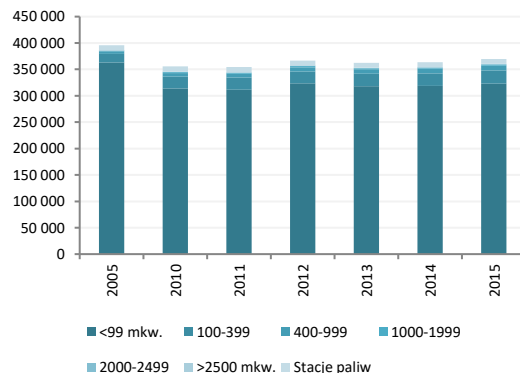
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GfK Polonia, wiadomoscihandlowe.pl

Struktura rynku wg kryterium powierzchni



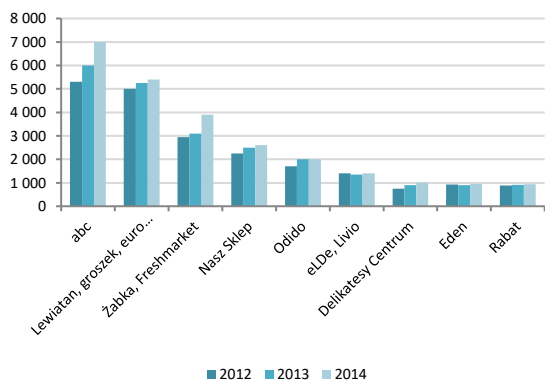
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Liczba sklepów w podziale na powierzchnię



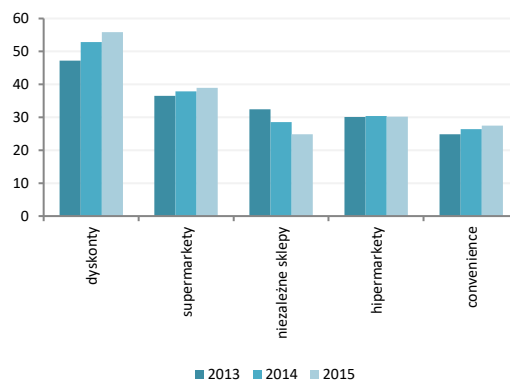
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Najwięksi franczyzobiorcy na krajowym rynku FMCG (wg liczby sklepów)



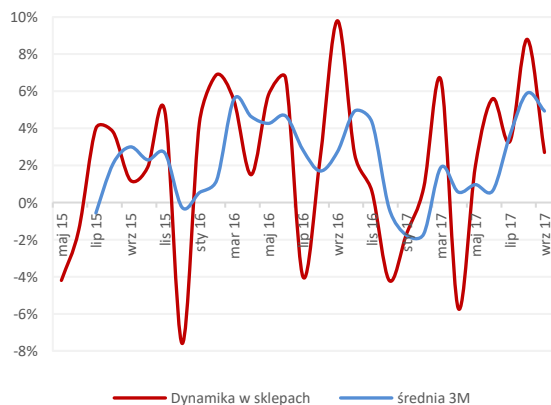
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GfK Polonia, spółka

Główne segmenty handlu spożywczego – obroty [mld PLN]



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

Dynamika sprzedaży w małych sklepach (zmiana r/r)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PIH, CMR

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 zapowiedział prace nad nowym projektem. W dn. 15 listopada '16 sejm przegłosował ustawę o zawieszeniu obowiązywania podatku do 1 stycznia 2018 roku. Obecnie danina jest wstrzymana co najmniej do 1 stycznia '19.

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 chciałoby, aby zmiany były mniejsze i następowały stopniowo. **W ostatnim czasie prace nad ustawą przyspieszyły. Finalnie wybrano koncepcję, w której handel będzie dozwolony w drugą i czwartą niedzielę miesiąca oraz w dwie niedziele poprzedzające Święta Bożego Narodzenia. Zakaz będzie obowiązywał od 1 marca 2018 roku, natomiast w 2019 i 2020 roku ma objąć „brakujące” niedziele.**

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	2 363,0	2 538,3	2 561,7	2 585,2	2 606,0	2 623,7	2 638,1	2 648,9	2 656,0	2 659,3	2 658,7	2 654,2
Wartość firmy	1 254,1	1 402,3	1 402,3	1 402,3	1 402,3	1 402,3	1 402,3	1 402,3	1 402,3	1 402,3	1 402,3	1 402,3
RzAT	358,3	338,2	308,2	286,8	265,7	244,8	224,4	204,5	185,3	166,9	149,6	133,4
Wartości niematerialne i prawne	587,4	681,4	734,8	779,7	821,6	860,2	895,1	925,8	952,1	973,7	990,5	1 002,2
Pozostałe aktywa trwałe	163,2	116,4	116,4	116,4	116,4	116,4	116,4	116,4	116,4	116,4	116,4	116,4
Aktywa obrotowe	3 200,8	3 565,3	3 867,9	4 047,3	4 199,3	4 360,5	4 491,1	4 594,0	4 696,3	4 800,1	4 905,0	5 058,8
Zapasy	1 088,9	1 215,2	1 291,2	1 351,9	1 411,4	1 469,6	1 526,5	1 582,0	1 636,2	1 689,1	1 740,6	1 790,7
Należności z tyt. dostaw	1 748,2	1 914,7	2 034,4	2 130,0	2 223,8	2 315,5	2 405,2	2 492,7	2 578,0	2 661,3	2 742,5	2 821,5
Środki pieniężne	161,9	194,4	301,3	324,4	323,1	334,5	318,5	278,4	241,1	208,7	181,0	205,6
Pozostałe aktywa obrotowe	201,8	241,0	241,0	241,0	241,0	241,0	241,0	241,0	241,0	241,0	241,0	241,0
Kapitał własny	1 155,1	1 084,1	1 194,7	1 321,2	1 422,4	1 535,3	1 626,2	1 684,5	1 743,9	1 806,1	1 870,8	1 888,7
Zobowiązania długoterminowe	335,0	119,3	119,3	119,3	119,3	119,3	112,5	112,5	112,5	112,5	112,5	112,5
Zobowiązania finansowe	154,3	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zob. długoterminowe	180,6	112,5	112,5	112,5	112,5	112,5	112,5	112,5	112,5	112,5	112,5	112,5
Zobowiązania krótkoterminowe	4 073,7	4 900,2	5 115,5	5 191,9	5 263,5	5 329,6	5 390,5	5 445,9	5 495,9	5 540,8	5 580,5	5 711,7
Zobowiązania finansowe	331,7	816,2	776,2	679,2	582,2	485,1	388,1	291,1	194,1	97,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	3 459,3	3 756,6	4 012,0	4 185,4	4 354,0	4 517,1	4 675,1	4 827,5	4 974,5	5 116,4	5 253,1	5 384,4
Pozostałe zob. krótkoterminowe	282,7	327,3	327,3	327,3	327,3	327,3	327,3	327,3	327,3	327,3	327,3	327,3
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	21 206,5	23 227,0	24 678,4	25 838,3	26 976,3	28 088,2	29 176,2	30 237,4	31 272,6	32 283,3	33 268,2	34 226,1
Koszty wytworzenia	19 014,2	20 706,8	21 997,0	23 032,1	24 047,9	25 040,5	26 011,9	26 959,6	27 884,0	28 786,8	29 666,7	30 522,6
Wynik brutto ze sprzedaży	2 192,2	2 520,2	2 681,4	2 806,2	2 928,4	3 047,7	3 164,3	3 277,9	3 388,5	3 496,4	3 601,4	3 703,4
Koszty sprzedaży	1 526,6	1 842,0	1 947,8	2 013,5	2 088,7	2 160,7	2 229,8	2 301,8	2 371,3	2 438,2	2 502,6	2 564,4
Koszty zarządu	331,1	370,4	393,5	412,0	430,2	447,9	465,3	482,2	498,7	514,8	530,5	545,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-60,3	-184,7	-41,9	-34,3	-39,3	-39,1	-41,5	-42,6	-44,3	-45,6	-47,0	-48,3
EBITDA	440,5	299,6	473,5	523,5	551,5	584,7	615,4	641,4	666,3	691,0	715,0	738,5
EBIT	274,3	123,1	298,3	346,3	370,3	400,0	427,7	451,3	474,3	497,8	521,3	544,9
Saldo finansowe	-33,6	-36,8	-47,9	-40,0	-30,9	-23,0	-13,9	-6,9	-1,1	4,9	11,1	9,6
Wynik brutto	235,9	82,5	250,4	306,3	339,4	377,0	413,8	444,4	473,2	502,7	532,3	554,5
Wynik netto	190,0	39,2	202,8	248,1	274,9	305,4	335,1	360,0	383,3	407,2	431,2	449,1
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
CF operacyjny	324,0	182,7	437,7	442,5	471,4	503,3	534,2	559,5	582,8	606,1	628,9	645,0
CF inwestycyjny	-269,9	-331,6	-198,6	-200,7	-202,0	-202,4	-202,1	-201,0	-199,1	-196,5	-193,2	-189,2
CF finansowy	21,6	181,5	-132,2	-218,7	-270,7	-289,5	-348,1	-398,7	-421,0	-442,0	-463,5	-431,2
CF netto	75,7	32,5	106,9	23,1	-1,3	11,4	-16,0	-40,1	-37,3	-32,4	-27,8	24,6
Środki pieniężne na początek okresu	86,2	161,9	194,4	301,3	324,4	323,1	334,5	318,5	278,4	241,1	208,7	181,0
Środki pieniężne na koniec okresu	161,9	194,4	301,3	324,4	323,1	334,5	318,5	278,4	241,1	208,7	181,0	205,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	4,4%	9,5%	6,2%	4,7%	4,4%	4,1%	3,9%	3,6%	3,4%	3,2%	3,1%	2,9%
EBITDA zmiana r/r	-7,4%	-32,0%	58,0%	10,6%	5,3%	6,0%	5,3%	4,2%	3,9%	3,7%	3,5%	3,3%
EBIT zmiana r/r	-15,6%	-55,1%	142,4%	16,1%	6,9%	8,0%	6,9%	5,5%	5,1%	5,0%	4,7%	4,5%
Wynik netto zmiana r/r	-17,5%	-79,4%	416,9%	22,4%	10,8%	11,1%	9,8%	7,4%	6,5%	6,2%	5,9%	4,2%
Marża brutto na sprzedaży	10,3%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Marża EBITDA	2,1%	1,3%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,2%
Marża EBIT	1,3%	0,5%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%
Marża brutto	1,1%	0,4%	1,0%	1,2%	1,3%	1,3%	1,4%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%
Marża netto	0,9%	0,2%	0,8%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%
ROE	16,5%	3,6%	17,0%	18,8%	19,3%	19,9%	20,6%	21,4%	22,0%	22,5%	23,0%	23,8%
ROA	3,4%	0,6%	3,2%	3,7%	4,0%	4,4%	4,7%	5,0%	5,2%	5,5%	5,7%	5,8%
Dług	486,0	823,0	783,0	686,0	589,0	491,9	388,1	291,1	194,1	97,0	0,0	0,0
D/(D+E)	29,6%	43,2%	39,6%	34,2%	29,3%	24,3%	19,3%	14,7%	10,0%	5,1%	0,0%	0,0%
D/E	42,1%	75,9%	65,5%	51,9%	41,4%	32,0%	23,9%	17,3%	11,1%	5,4%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	21,1%	45,3%	21,4%	16,2%	13,0%	10,0%	7,4%	5,3%	3,3%	1,6%	0,0%	0,0%
Dług/Kapitał własny	42,1%	75,9%	65,5%	51,9%	41,4%	32,0%	23,9%	17,3%	11,1%	5,4%	0,0%	0,0%
Dług netto	324,1	628,6	481,7	361,6	265,9	157,4	69,6	12,7	-47,0	-111,7	-181,0	-205,6
Dług netto/Kapitał własny	28,1%	58,0%	40,3%	27,4%	18,7%	10,3%	4,3%	0,8%	-2,7%	-6,2%	-9,7%	-10,9%
Dług netto/EBITDA	73,6%	209,8%	101,7%	69,1%	48,2%	26,9%	11,3%	2,0%	-7,1%	-16,2%	-25,3%	-27,8%
Dług netto/EBIT	118,2%	510,8%	161,5%	104,4%	71,8%	39,4%	16,3%	2,8%	-9,9%	-22,4%	-34,7%	-37,7%
EV	4 255,5	4 560,0	4 413,1	4 292,9	4 197,2	4 088,8	4 001,0	3 944,1	3 884,3	3 819,7	3 750,4	3 725,8
Dług/EV	11,4%	18,0%	17,7%	16,0%	14,0%	12,0%	9,7%	7,4%	5,0%	2,5%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX/Amortyzacja	106,8%	108,5%	113,4%	113,3%	111,5%	109,6%	107,7%	105,7%	103,7%	101,7%	99,7%	97,7%
Amortyzacja/Przychody	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO/Przychody	-0,5%	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-11,4%	0,2%	4,1%	1,5%	1,3%	1,2%	1,0%	0,9%	0,7%	0,6%	0,4%	0,2%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
P/E	20,7	100,2	19,4	15,8	14,3	12,9	11,7	10,9	10,3	9,7	9,1	8,8
P/BV	3,4	3,6	3,3	3,0	2,8	2,6	2,4	2,3	2,3	2,2	2,1	2,1
P/CE	11,2	16,8	7,8	6,9	6,6	6,1	6,0	6,2	6,3	6,4	6,4	6,0
EV/EBITDA	9,7	15,2	9,3	8,2	7,6	7,0	6,5	6,1	5,8	5,5	5,2	5,0
EV/EBIT	15,5	37,1	14,8	12,4	11,3	10,2	9,4	8,7	8,2	7,7	7,2	6,8
EV/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	8,3	7,8	8,6	9,5	10,2	11,0	11,7	12,1	12,5	13,0	13,4	13,6
EPS	1,4	0,3	1,5	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6	2,8	2,9	3,1	3,2
CEPS	2,5	1,7	3,6	4,1	4,3	4,6	4,7	4,6	4,5	4,4	4,4	4,7
Dywidenda [mln PLN]	146,4	111,3	92,2	121,7	173,7	192,5	244,3	301,6	324,0	345,0	366,5	431,2
DPS	1,05	0,80	0,66	0,87	1,25	1,38	1,76	2,17	2,33	2,48	2,63	3,10
Dyield	3,7%	2,8%	2,3%	3,1%	4,4%	4,9%	6,2%	7,7%	8,2%	8,8%	9,3%	11,0%
Payout ratio	63,6%	58,6%	235,0%	60,0%	70,0%	70,0%	80,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 28,3 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdom.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

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

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdom.pl
deweloperzy, handel

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	32,6	Akumuluj	38,2	12.12.2017	11:45 CEST	28,3	61 945
Akumuluj	38,2	Redukuj	38,0	16.08.2017	10:37 CEST	34,6	62 313
Redukuj	38,0	---	---	10.08.2015	---	42,5	52 638

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'17

Kupuj	8	42%
Akumuluj	5	26%
Trzymaj	4	21%
Redukuj	2	11%
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 znacznie niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest 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 w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona 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 portfelową 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 portfelową 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 12.12.2017 roku (11:45 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 15.12.2017 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 rekomendacje 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.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek 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 12.12.2017 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 istotne powiązania, które powinny zostać wymienione lub które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktów interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.