



Dom Maklerski BDM S.A.

EUROCASH

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ
(POPRIEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 18,3 PLN

7 GRUDNIA 2018, 12:10 CEST

Wyniki 3Q'18 były zarówno dla nas, jak i dla rynku sporym rozczarowaniem, co przełożyło się na bardzo mocną przecenę papierów spółki. W dodatku prowadzona integracja Mili, Eko i Delikatesów Centrum ma obciążać rezultaty przez minimum 3 kwartały. Zakładając, że w segmencie hurtu utrzymają się pozytywne trendy, oznacza to, że oczyszczona ścieżka wynikowa w najbliższym czasie pozostanie relatywnie płaska w ujęciu r/r, a widocznej poprawy rezultatów można się spodziewać najwcześniej pod koniec '19. Wśród czynników ryzyka dostrzegamy wymagającą sytuację na rynku pracy (utrzymująca się presja na wynagrodzenia, brak pracowników). Niemniej obecnie spółka jest handlowana przy niskich historycznie wskaźnikach EV/EBITDA. Dlatego wydajemy zalecenie Trzymaj i obniżamy cenę docelową do 18,3 PLN/akcję.

Pomimo, że wyniki Eurocash w 3Q'18 były lepsze r/r, stanowiły bardzo duże rozczarowanie, zwłaszcza w segmencie detalicznym (spadek EBITDA r/r o 22 mln PLN). W wypowiedziach zarządu po opublikowaniu sprawozdania finansowego padły wskazania, że integracja Mili, Eko i Delikatesów Centrum potrwa „co najmniej 3 kwartały” i że rezultaty „będą pod presją przez kilka kwartałów”. Dodatkowo pozostaje kwestia rebrandingu Mili, która ma trwać w okresie 2Q-4Q'19. W obszarze hurtu liczymy na podtrzymanie pozytywnych trendów z minionych okresów. Podsumowując, obniżamy nasze prognozy i w 4Q'18 spodziewamy się, że grupa wypracuje 5,64 mld PLN przychodów, ok. 105 mln PLN EBITDA oraz 34 mln PLN zysku netto (całorocznie odpowiednio 22,7 mld PLN/367 mln PLN/90 mln PLN).

Patrząc na ścieżkę wynikową w '19 oczekujemy, że oczyszczone rezultaty w okresie 1-3Q'19 będą relatywnie płaskie r/r i dopiero w końcówce roku dojdzie do mocniejszej poprawy. Zwracamy uwagę, że w 1Q'19 powinna zostać sfinalizowana transakcja sprzedaży udziałów w PayUp (ok. 100 mln PLN zysku), dzięki czemu znacznie wzmocniona będzie pozycja gotówkowa (wpływ brutto w wys. ok. 110 mln PLN). W perspektywie całorocznej zakładamy, że spółka osiągnie 24,1 mld PLN przychodów, ok. 362 mln PLN EBITDA oraz 103 mln PLN oczyszczonego zysku netto. Wśród głównych ryzyk wyróżniamy przede wszystkim wymagającą sytuację na rynku pracy (problem braku pracowników dotyka całej branży handlu, wyzwaniem może też być presja płacowa). Z obecnej perspektywy uważamy, że Eurocashowi może być ciężko zrealizować założenia strategii dla obszaru detalicznego (w perspektywie 5 lat spółka chce otworzyć 900 sklepów, uwzględniając w tym potencjalne akwizycje; obecnie grupa poszukuje osoby, która zastąpi na stanowisku Pawła Musiała).

Wycena końcowa [PLN]	18,3
Potencjał do wzrostu / spadku	+2%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	17,9
Kapitalizacja [mln PLN]	2 493,8
Ilość akcji [mln. szt.]	139,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	23,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	16,9
Stopa zwrotu za 3 mc	-10,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-26,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-23,8%
Akcjonariat (% głosów):	
Luis Amaral	44,0%
Azvalor AM	8,8%
Pozostali	47,1%

Adrian Górniak

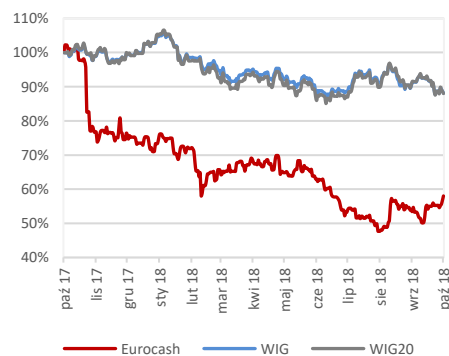
adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	20 318,2	21 206,5	20 849,5	22 673,3	24 057,4	24 821,8
EBITDA [mln PLN]	475,6	440,5	246,3	367,1	461,7	386,2
EBITDA adj. [mln PLN]	475,6	440,5	360,7	367,1	361,7	386,2
EBIT [mln PLN]	325,1	274,3	63,0	164,4	255,9	184,4
Wynik netto adj. [mln PLN]	230,2	190,0	118,6	89,9	102,8	132,5
P/BV	2,1	2,2	2,4	2,5	2,2	2,2
P/E adj.	10,8	13,1	21,0	27,7	24,2	18,8
EV/EBITDA adj.	5,6	6,4	7,9	7,6	7,1	6,4
EV/EBIT	8,2	10,3	45,5	17,1	10,0	13,5
DPS	0,8	1,1	0,8	0,8	0,4	0,9



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
WYNIKI 3Q'18.....	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 19,8 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 14,9 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 2,5 mld PLN, czyli **18,3 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	2 752,7	19,8	10,4%
B	Wycena porównawcza	2 075,1	14,9	-16,8%
C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa		2 549,4	18,3	2,2%

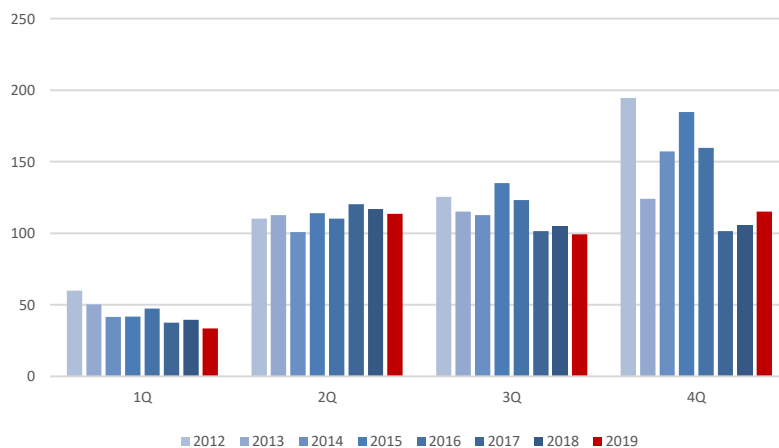
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Pomimo, że wyniki Eurocash w 3Q'18 były lepsze r/r, stanowiły bardzo duże rozczarowanie, zwłaszcza w segmencie detalicznym (spadek EBITDA r/r o 22 mln PLN). W wypowiedziach zarządu po opublikowaniu sprawozdania finansowego padły wskazania, że integracja Mili, Eko i Delikatesów Centrum potrwa „co najmniej 3 kwartały” i że rezultaty „będą pod presją przez kilka kwartałów”. Dodatkowo pozostaje kwestia rebrandingu Mili, która ma trwać w okresie 2Q-4Q'19. W obszarze hurtu liczymy na podtrzymanie pozytywnych trendów z minionych okresów. Podsumowując, obniżamy nasze prognozy i w 4Q'18 spodziewamy się, że grupa wypracuje 5,64 mld PLN przychodów, ok. 105 mln PLN EBITDA oraz 34 mln PLN zysku netto (całorocznie odpowiednio 22,7 mld PLN/367 mln PLN/90 mln PLN).

Patrząc na ścieżkę wynikową w '19 oczekujemy, że oczyszczone rezultaty w okresie 1-3Q'19 będą relatywnie płaskie r/r i dopiero w końcówce roku dojdzie do mocniejszej poprawy. Zwracamy uwagę, że w 1Q'19 powinna zostać sfinalizowana transakcja sprzedaży udziałów w PayUp (ok. 100 mln PLN zysku), dzięki czemu znacznie wzmocniona będzie pozycja gotówkowa (wpływ w wys. ok. 110 mln PLN). W perspektywie całorocznej zakładamy, że spółka osiągnie 24,1 mld PLN przychodów, ok. 362 mln PLN EBITDA oraz 103 mln PLN oczyszczonego zysku netto. Wśród głównych ryzyk wyróżniamy przede wszystkim wymagającą sytuację na rynku pracy (problem braku pracowników dotyka całej branży handlu, wyzwaniem może też być presja płacowa). Zwracamy uwagę, że przedstawione prognozy dla obszaru detalicznego są konserwatywne i nie uwzględniają założeń strategii, którą rok temu przedstawił Eurocash (w perspektywie 5 lat spółka chce otworzyć 900 sklepów, uwzględniając w tym potencjalne akwizycje; obecnie grupa poszukuje osoby, która zastąpi na stanowisku Pawła Musiała).

Względem poprzedniej rekomendacji obniżamy cenę docelową dla walerów Eurocash do 18,3 PLN/akcję i wydajemy zalecenie Trzymaj. Kurs spółki doświadczył bardzo mocnej korekty, co było efektem rozczarujących rezultatów za 3Q'18 oraz przekazu zarządu dotyczącego segmentu detalicznego. W bieżącym raporcie zaktualizowaliśmy ścieżkę wynikową grupy w kolejnych kwartałach i z naszych symulacji wynika, że przynajmniej przez 3-4 kwartały należy spodziewać się relatywnie płaskich odczytów EBITDA (naszym zdaniem mocniejszą poprawę można zakładać dopiero w 4Q'19). Wśród potencjalnych ryzyk wymieniamy m.in. sytuację na rynku pracy oraz przedłużenie procesu integracji poszczególnych sieci (zwracamy uwagę, że przedłuża się proces wyboru nowej osoby odpowiedzialnej za ten segment; tymczasowo zarządza nim Rui Amaral). Z drugiej strony Eurocash jest handlowany przy niskich wartościach EV/EBITDA +1Y.

Kwartalna ścieżka EBITDA [mln PLN]



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 '18 wzrosną do 22,7 mld PLN (+9% r/r; uwzględniając MSSF 15), co wynika z konsolidacji wyników Eko Holding, Mili oraz pozytywnych lfl w obszarze hurtu. Z kolei w '19 obroty według naszych założeń podniosą się do 24,1 mld PLN.
- W kolejnych latach w modelu nie zakładamy akwizycji, a jedynie wzrost organiczny (grupa ma ponad 30% udział w rynku hurtowym; potencjalne akwizycje – na które pozwala mocny bilans – powinny być dokonywane wyłącznie w obszarze detalicznym, jednak można się ich spodziewać najwcześniej po zakończeniu procesu integracji Eko i Mila, czyli po '19).
- Oczekujemy, że prowadzona integracja w dywizji detalicznej będzie obciążać wyniki grupy przez 3-4 kwartały. Dlatego też prognozujemy, że oczyszczona EBITDA w latach 2018-19 będzie w przedziale 360-370 mln PLN.
- W wycenie uwzględniamy wartość brutto transakcji sprzedaży udziałów w PayUp w wys. 110 mln PLN (najprawdopodobniej dojdzie do skutku w 1Q'19).
- Spodziewamy się, że w 2019 roku Eurocash wypłaci ok. 60% dywidendy, a w długim terminie przyjmujemy, że 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 2019-27 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2027 roku na poziomie 2,0% (utrzymanie względem poprzedniej rekomendacji; rynek hurtu jest mocno nasycony i dostrzegamy trend spadku małych sklepów).
- 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 07.12.2018 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Eurocash na poziomie 2,8 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 19,8 PLN.

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
-0,3%	-72,2	-74,5	-76,6	-78,7	-80,7	-82,5	-84,3	-85,9	-87,5
-0,2%	-48,1	-49,6	-51,1	-52,5	-53,8	-55,0	-56,2	-57,3	-58,3
-0,1%	-24,1	-24,8	-25,5	-26,2	-26,9	-27,5	-28,1	-28,6	-29,2
0,0%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
0,1%	24,1	24,8	25,5	26,2	26,9	27,5	28,1	28,6	29,2
0,2%	48,1	49,6	51,1	52,5	53,8	55,0	56,2	57,3	58,3
0,3%	72,2	74,5	76,6	78,7	80,7	82,5	84,3	85,9	87,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
-0,3%	-47,7	-60,3	-62,1	-63,8	-65,3	-66,8	-68,3	-69,6	-70,9
-0,2%	-31,8	-40,2	-41,4	-42,5	-43,6	-44,6	-45,5	-46,4	-47,2
-0,1%	-15,9	-20,1	-20,7	-21,3	-21,8	-22,3	-22,8	-23,2	-23,6
0,0%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
0,1%	15,9	20,1	20,7	21,3	21,8	22,3	22,8	23,2	23,6
0,2%	31,8	40,2	41,4	42,5	43,6	44,6	45,5	46,4	47,2
0,3%	47,7	60,3	62,1	63,8	65,3	66,8	68,3	69,6	70,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	22 673,3	24 057,4	24 821,8	25 546,0	26 234,7	26 889,5	27 510,0	28 096,0	28 647,5	29 164,5
EBIT adj. [mln PLN]	164,4	155,9	184,4	199,3	212,4	226,6	240,5	254,7	268,8	283,0
Stopa podatkowa	26%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	42,4	29,6	35,0	37,9	40,4	43,1	45,7	48,4	51,1	53,8
NOPLAT [mln PLN]	122,0	126,3	149,4	161,4	172,0	183,6	194,8	206,3	217,7	229,3
Amortyzacja [mln PLN]	202,7	205,8	201,8	195,1	191,5	190,5	190,1	190,0	190,2	190,6
CAPEX [mln PLN]	-171,3	-163,9	-166,7	-176,3	-186,3	-188,2	-189,8	-191,1	-191,9	-192,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	353,0	68,9	32,9	30,0	27,5	25,0	22,6	20,2	17,9	15,6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-340,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy ze sprzedaży aktywów [mln PLN]*	0,0	91,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	166,4	328,0	217,4	210,3	204,8	210,9	217,7	225,5	233,9	242,9
DFCF [mln PLN]	165,5	300,0	182,8	162,5	145,3	137,4	130,1	123,7	117,7	112,1
Suma DFCF [mln PLN]	1 577,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	3 568,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 646,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	3 223,8									
Dług netto 2017 [mln PLN]	369,6									
Dywidenda [mln PLN]	101,6									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	2 752,7									
Ilość akcji [tys.]	139,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	19,8									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%

Przychody zmiana r/r	8,7%	6,1%	3,2%	2,9%	2,7%	2,5%	2,3%	2,1%	2,0%	1,8%
EBIT zmiana r/r	-7,3%	-5,2%	18,3%	8,1%	6,6%	6,7%	6,1%	5,9%	5,5%	5,3%
FCF zmiana r/r	-401,9%	97,1%	-33,7%	-3,3%	-2,6%	3,0%	3,2%	3,6%	3,7%	3,8%
Marża EBITDA	1,6%	1,5%	1,6%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Marża EBIT	0,7%	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%
Marża NOPLAT	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX / Przychody	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX / Amortyzacja	84,5%	79,7%	82,6%	90,3%	97,2%	98,8%	99,9%	100,5%	100,9%	101,0%
Zmiana KO / Przychody	-1,6%	-0,3%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-19,4%	-5,0%	-4,3%	-4,1%	-4,0%	-3,8%	-3,6%	-3,5%	-3,2%	-3,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *wpływy ze sprzedaży PayUp w wys. 110 mln PLN skorygowane o podatek

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	90,1%	94,3%	95,3%	96,3%	97,3%	98,2%	99,1%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,1%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	9,9%	5,7%	4,7%	3,7%	2,7%	1,8%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,5%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	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								
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
beta	0,7	20,0	20,8	21,7	22,8	24,1	25,6	27,4	29,6	32,3
	0,8	18,7	19,4	20,2	21,1	22,1	23,3	24,8	26,5	28,6
	0,9	17,5	18,1	18,8	19,5	20,4	21,4	22,6	24,0	25,7
	1,0	16,5	17,0	17,5	18,2	18,9	19,8	20,8	21,9	23,2
	1,1	15,5	16,0	16,5	17,0	17,6	18,4	19,2	20,1	21,2
	1,2	14,7	15,1	15,5	16,0	16,5	17,1	17,8	18,6	19,5
	1,3	13,9	14,2	14,6	15,0	15,5	16,0	16,6	17,3	18,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
premia za ryzyko	3,00%	21,5	22,5	23,6	24,9	26,4	28,3	30,6	33,4	37,1
	4,00%	18,7	19,4	20,2	21,1	22,1	23,3	24,8	26,5	28,6
	5,00%	16,5	17,0	17,5	18,2	18,9	19,8	20,8	21,9	23,2
	6,00%	14,7	15,1	15,5	16,0	16,5	17,1	17,8	18,6	19,5
	7,00%	13,2	13,5	13,8	14,2	14,6	15,0	15,5	16,1	16,7
	8,00%	12,0	12,2	12,5	12,7	13,0	13,4	13,8	14,2	14,6
	9,00%	10,9	11,1	11,3	11,5	11,8	12,0	12,3	12,6	13,0

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%	32,6	31,0	29,6	28,3	27,2	26,2	25,3	24,5	23,8
	4,00%	27,1	25,6	24,4	23,3	22,4	21,6	20,8	20,2	19,6
	5,00%	23,0	21,8	20,7	19,8	19,0	18,3	17,7	17,2	16,7
	6,00%	19,9	18,8	17,9	17,1	16,4	15,9	15,4	14,9	14,5
	7,00%	17,4	16,5	15,7	15,0	14,5	14,0	13,6	13,2	12,9
	8,00%	15,4	14,6	14,0	13,4	12,9	12,5	12,1	11,8	11,5
	9,00%	13,8	13,1	12,5	12,0	11,6	11,3	11,0	10,7	10,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

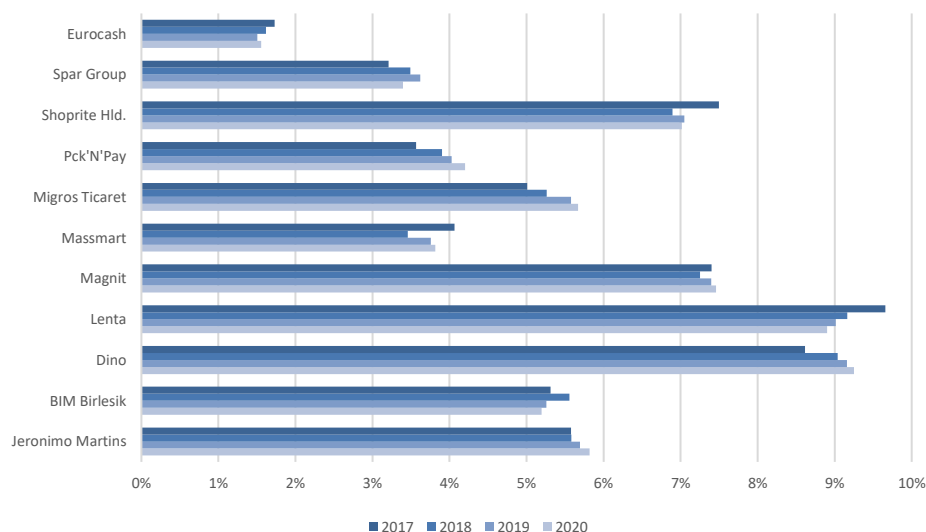
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-20 dla wybranych spółek z branży FMCG. W wycenie uwzględniliśmy osobno podmioty zagraniczne oraz Jeronimo Martins i Dino (działające na rynku polskim), co naszym zdaniem nie w pełni oddaje charakter działalności Eurocash (przeważająca część hurtu w wynikach). 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 (20/40/40%). Ostateczna wycena Eurocash metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **14,9 PLN**.

Wycena porównawcza [PLN]

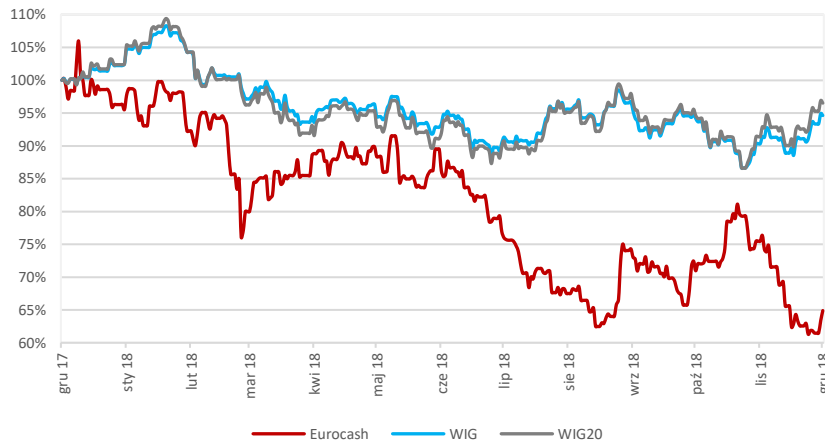
	P/E			EV/EBITDA		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Jeronimo Martins	16,3	14,9	13,6	7,0	6,5	6,0
BIM Birlesik	21,9	18,4	15,2	13,7	11,5	9,4
Dino	32,0	24,2	19,1	19,4	14,9	11,8
Lenta	7,9	7,0	6,3	5,5	4,9	4,3
Magnit	10,2	8,9	7,8	5,3	4,7	4,0
Massmart	18,4	15,4	13,5	7,8	6,8	6,4
Migros Ticaret	-	-	12,9	5,8	4,7	3,8
Pick'N'Pay	23,4	20,3	17,7	11,4	10,4	9,3
Shoprite Hld.	20,6	18,4	17,3	11,4	10,2	9,6
Spar Group	17,5	15,9	15,5	11,1	10,0	10,2
X5 Retail	14,3	11,9	10,3	6,1	5,3	4,7
Mediana grupy	17,9	15,6	13,6	7,8	6,8	6,4
Eurocash*	27,7	24,2	18,8	7,6	7,1	6,4
Premia/dyskonto	54,6%	55,2%	38,0%	-2,0%	4,3%	0,1%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	11,6	11,5	13,0	18,3	17,2	17,9
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników [PLN]		12,1			17,7	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		14,9				
Wycena końcowa spółki [mld PLN]		2,1				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *wskaźniki oczyszczone o one-off dot. sprzedaży PayUp w '19

Porównanie marż EBITDA [%]

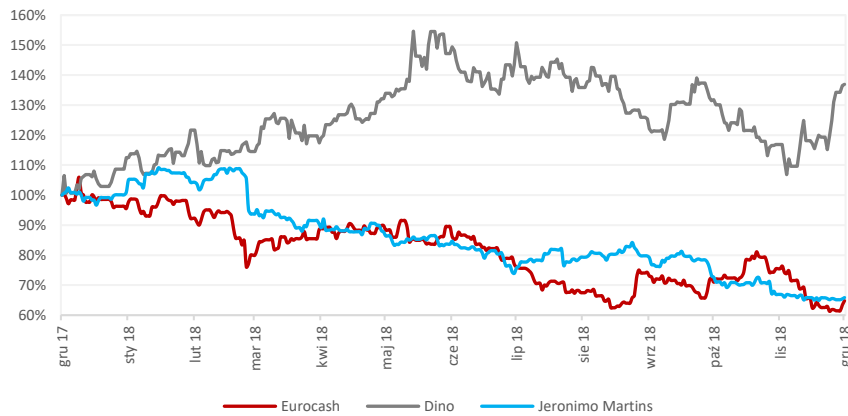


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle WIG


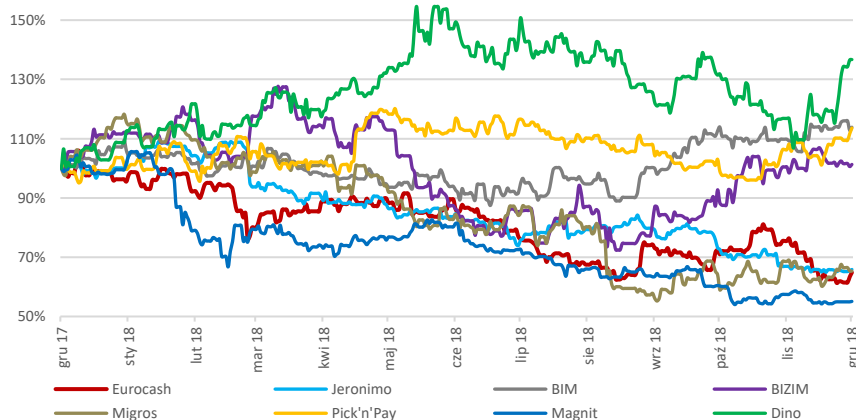
Od dłuższego czasu walory Eurocash zachowywały się znacznie słabiej niż szeroki rynek oraz WIG20, co wynikało m.in. z rozczarowujących wyników grupy.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle Dino i Jeronimo Martins


W rocznej perspektywie akcje Eurocash i Jeronimo Martins wypadły zdecydowanie gorzej niż w przypadku Dino. W przypadku Eurocash powodem była słabość części detalicznej, z kolei Jeronimo Martins zaczęło wykazywać niskie dynamiki sprzedaży lfl.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle podmiotów zagranicznych


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Otoczenie makroekonomiczne**

Branża FMCG jest szczególnie wrażliwa na czynniki gospodarcze. Presja deflacyjna odbija się na cenach sprzedawanych produktów, co bardzo mocno przekłada się na realizowaną marżę brutto. Na wyniki dystrybutorów wyraźny efekt wywierają również spowolnienie PKB, spadek siły nabywczej, wzrost bezrobocia oraz zmniejszenie wydatków na konsumpcję.
- **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 marżę. Z drugiej strony pojawienie się podmiotu chcącego skonsolidować rynek może spowodować zachwianie obecnej struktury (Eurocash ma ok. 26% udziałów w rynku) i wzmocnić konkurencję cenową. 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 przekroczyły 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 od końca 1H'18 konsolidowana jest Mila. 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 producentcka**

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'18

Wyniki Eurocash w 3Q'18 okazały się słabsze zarówno względem naszych oczekiwań, jak i konsensusu. Grupa wypracowała ok. 6,26 mld PLN przychodów, czyli o 11% więcej r/r. Jednocześnie marża brutto wyniosła 12,5%. Na poziomie EBITDA dystrybutor FMCG osiągnął 105,1 mln PLN (+3,5% r/r; -6,4% vs konsensus), z kolei wynik netto był bliski 38,2 mln PLN. W ujęciu segmentowym ponownie pozytywnie zaprezentowała się dywizja Hurtu – format C&C zanotował lfl w wys. +3,8% (najwyżej od '14), z kolei EBITDA wzrosła do 131 mln PLN (vs 97,4 mln PLN przed rokiem). Znacznie gorzej wypadła część detaliczna, gdzie grupa ponosi wysokie koszty związane z integracją sieci Eko i Mila (EBITDA obszaru skurczyła się z 31,4 mln PLN w 3Q'17 do 9,3 mln PLN w 3Q'18). W segmencie Projekty bardzo dobrze radzi sobie Fresh, dzięki czemu udało się zmniejszyć stratę EBITDA do 6,2 mln PLN.

Wyniki Eurocash za 3Q'18 [mln PLN]*

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18
Przychody	4 764,0	5 340,8	5 761,2	5 340,5	4 651,1	5 466,7	5 611,9	5 119,7	5 000,3	5 775,4	6 256,2
Wynik brutto ze sprzedaży	462,4	558,3	570,0	601,5	531,2	655,0	628,3	650,8	581,6	706,0	785,1
EBITDA	47,3	110,3	123,2	159,6	37,5	5,9	101,5	101,5	39,6	117,0	105,1
EBITDA adj.	47,3	110,3	123,2	159,6	37,5	120,3	101,5	101,5	39,6	117,0	105,1
EBIT	6,6	70,0	81,1	116,5	-7,0	-39,6	58,2	51,4	-7,1	67,6	51,5
Wynik brutto	3,4	63,1	75,9	93,6	-16,2	-47,7	49,4	34,8	-17,3	59,0	37,2
Wynik netto	2,0	53,1	61,7	73,2	-15,0	-61,8	37,5	9,8	-18,5	36,0	38,2
marża brutto ze sprzedaży	9,7%	10,5%	9,9%	11,3%	11,4%	12,0%	11,2%	12,7%	11,6%	12,2%	12,5%
marża EBITDA	1,0%	2,1%	2,1%	3,0%	0,8%	0,1%	1,8%	2,0%	0,8%	2,0%	1,7%
marża EBITDA adj.	1,0%	2,1%	2,1%	3,0%	0,8%	2,2%	1,8%	2,0%	0,8%	2,0%	1,7%
marża EBIT	0,1%	1,3%	1,4%	2,2%	-	-	1,0%	1,0%	-	1,2%	0,8%
marża netto	0,0%	1,0%	1,1%	1,4%	-	-	0,7%	0,2%	-	0,6%	0,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *dane od 1Q'17 przekształcone zgodnie z MSSF 15

Wyniki w podziale na segmenty [mln PLN]*

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18
Przychody	4 303,8	4 825,3	5 166,2	4 590,1	4 619,7	5 431,6	5 578,3	5 083,3	4 964,8	5 734,7	6 215,7
Hurt	3 662,9	4 222,0	4 445,2	3 887,1	3 714,7	4 440,7	4 515,4	4 054,8	3 982,9	4 607,0	4 786,7
Detal	598,1	544,1	653,2	601,3	793,5	855,1	915,0	872,4	817,4	953,9	1 261,1
Projekty	42,9	59,1	67,7	101,6	111,5	135,8	147,9	156,1	164,5	173,8	167,9
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	47,3	110,3	123,2	159,6	37,5	120,3	101,5	101,5	39,6	117,0	105,1
Hurt	41,9	100,9	114,4	147,5	36,7	105,4	97,4	107,1	47,4	112,8	131,0
Detal	29,5	24,4	37,5	60,0	33,0	41,2	31,4	47,6	21,5	32,1	9,3
Projekty	-7,0	-8,4	-10,5	-13,9	-16,0	-10,4	-12,9	-12,8	-14,3	-12,0	-6,2
Inne	-17,0	-6,7	-18,2	-34,0	-16,2	-15,9	-14,4	-40,5	-15,0	-15,9	-28,9
marża EBITDA	1,1%	2,3%	2,4%	3,5%	0,8%	2,2%	1,8%	2,0%	0,8%	2,0%	1,7%
Hurt	1,1%	2,4%	2,6%	3,8%	1,0%	2,4%	2,2%	2,6%	1,2%	2,4%	2,7%
Detal	4,9%	4,5%	5,7%	10,0%	4,2%	4,8%	3,4%	5,5%	2,6%	3,4%	0,7%
Projekty	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

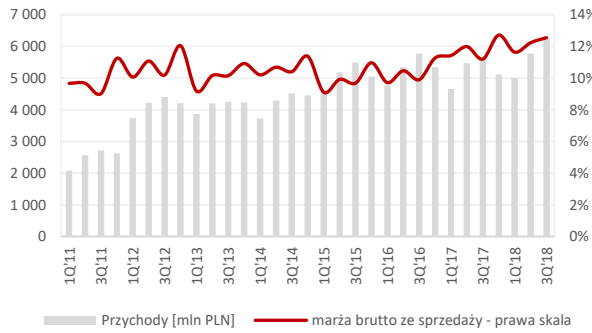
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *dane przekształcone zgodnie z MSSF 15

Sprzedaż w podziale na formaty [mln PLN]*

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18
Grupa Eurocash	4 303,8	4 825,3	5 166,2	4 590,1	4 619,7	5 431,6	5 578,3	5 083,3	4 964,8	5 734,7	6 215,7
Hurt	3 662,9	4 222,0	4 445,2	3 887,1	3 714,7	4 440,7	4 515,4	4 054,8	3 982,9	4 607,0	4 786,7
Cash&Carry	985,6	1 162,9	1 194,5	999,3	954,0	1 173,7	1 196,0	988,9	964,5	1 207,0	1 244,9
Papierosy i produkty impulsowe	1 203,8	1 431,3	1 540,4	1 228,7	1 257,9	1 484,2	1 528,2	1 262,0	1 330,8	1 552,2	1 600,7
Eurocash Alkohole	421,7	505,4	543,5	556,5	466,4	600,0	579,6	620,4	508,1	549,5	571,8
Eurocash Dystrybucja	972,6	1 030,5	1 064,1	1 011,7	948,9	1 071,0	1 089,7	1 071,4	1 058,6	1 162,8	1 224,2
Eurocash Gastronomia	79,2	91,9	102,8	90,9	87,4	111,8	121,9	112,2	105,6	117,9	128,9
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	15,2	17,5	16,2
Detal	598,1	544,1	653,2	601,3	793,5	855,1	915,0	872,4	817,4	953,9	1 261,1
Delikatesy Centrum	425,7	358,1	451,0	402,9	333,4	359,2	398,7	373,5	342,6	352,8	402,9
Inmedio	86,5	93,0	103,5	106,1	98,8	102,6	110,9	112,6	102,9	107,8	116,4
Delikatesy Centrum Własne	85,8	93,1	98,7	92,3	160,0	172,3	188,0	184,6	175,5	178,9	191,9
EKO	0,0	0,0	0,0	0,0	201,4	221,1	217,4	201,6	196,4	194,0	204,4
Mila	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	120,4	345,4
Projekty	42,9	59,1	67,7	101,6	111,5	135,8	147,9	156,1	164,5	173,8	167,9

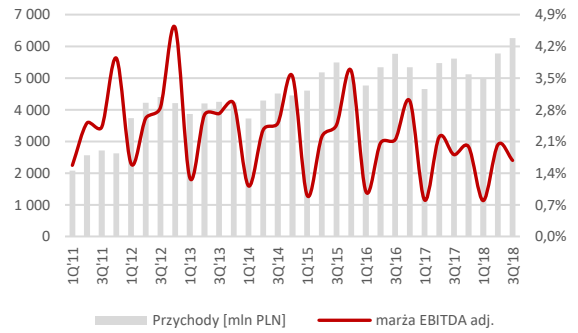
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *dane przekształcone zgodnie z MSSF 15

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



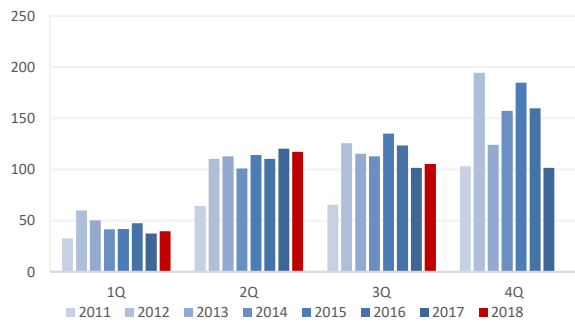
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *od '17 zgodnie z MSSF 15

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża EBITDA adj.*



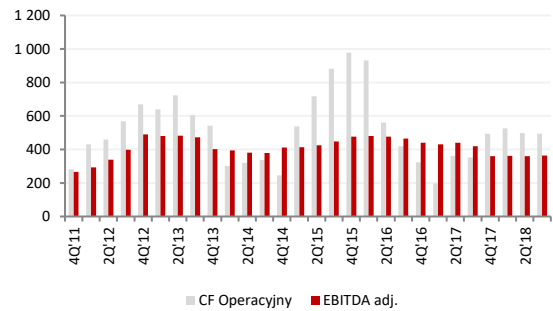
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *od '17 zgodnie z MSSF 15

Porównanie kwartalnej EBITDA adj. [mln PLN]



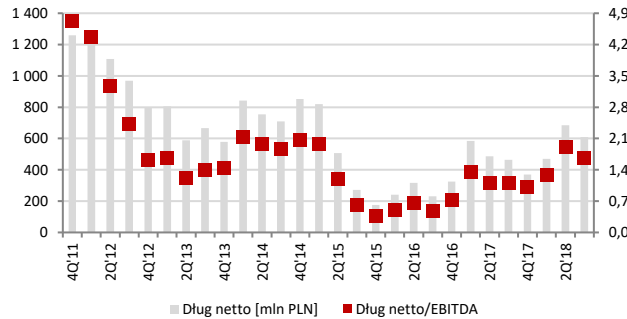
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

CF Operacyjny ltm vs EBITDA ltm [mln PLN]



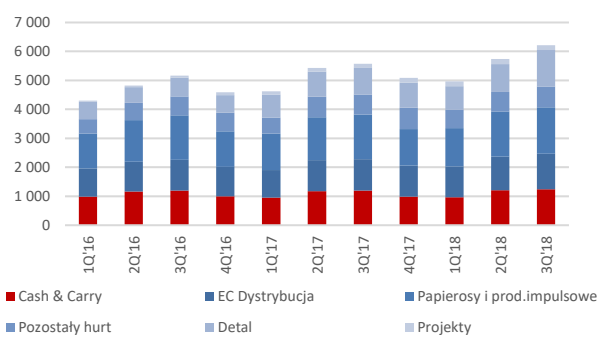
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dług netto/EBITDA ltm [mln PLN]



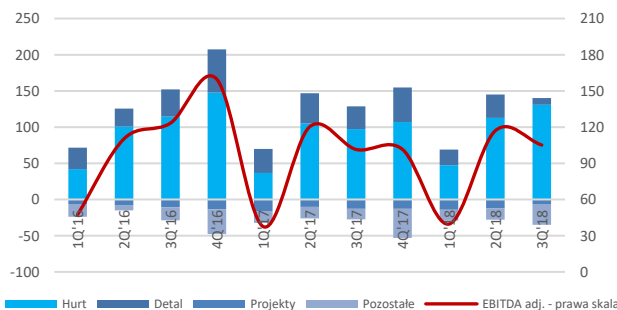
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sprzedaż wg segmentów [mln PLN]*



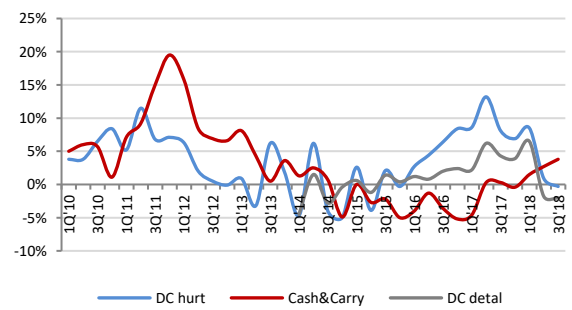
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *od '17 zgodnie z MSSF 15

EBITDA 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

Pomimo, że wyniki Eurocash w 3Q'18 były lepsze r/r, stanowiły bardzo duże rozczarowanie, zwłaszcza w segmencie detalicznym (spadek EBITDA r/r o 22 mln PLN). W wypowiedziach zarządu po opublikowaniu sprawozdania finansowego padły wskazania, że integracja Mili, Eko i Delikatesów Centrum potrwa „co najmniej 3 kwartały” i że rezultaty „będą pod presją przez kilka kwartałów”. Dodatkowo pozostaje kwestia rebrandingu Mili, która ma trwać w okresie 2Q-4Q'19. W obszarze hurtu liczymy na podtrzymanie pozytywnych trendów z minionych okresów. Podsumowując, obniżamy nasze prognozy i w 4Q'18 spodziewamy się, że grupa wypracuje 5,64 mld PLN przychodów, ok. 105 mln PLN EBITDA oraz 34 mln PLN zysku netto (całorocznie odpowiednio 22,7 mld PLN/367 mln PLN/90 mln PLN).

Patrząc na ścieżkę wynikową w '19 oczekujemy, że oczyszczone rezultaty w okresie 1-3Q'19 będą relatywnie płaskie r/r i dopiero w końcówce roku dojdzie do mocniejszej poprawy. Zwracamy uwagę, że w 1Q'19 powinna zostać sfinalizowana transakcja sprzedaży udziałów w PayUp (ok. 100 mln PLN zysku), dzięki czemu znacznie wzmocniona będzie pozycja gotówkowa (wpływ w wys. ok. 110 mln PLN). W perspektywie całorocznej zakładamy, że spółka osiągnie 24,1 mld PLN przychodów, ok. 362 mln PLN EBITDA oraz 103 mln PLN oczyszczonego zysku netto. Wśród głównych ryzyk wyróżniamy przede wszystkim wymagającą sytuację na rynku pracy (problem braku pracowników dotyka całej branży handlu, wyzwaniem może też być presja płacowa).

Zwracamy uwagę, że przedstawione prognozy dla obszaru detalicznego nie uwzględniają założeń strategii, którą rok temu przedstawił Eurocash (w perspektywie 5 lat spółka chce otworzyć 900 sklepów, uwzględniając w tym potencjalne akwizycje; obecnie grupa poszukuje osoby, która zastąpi na stanowisku Pawła Musiała). Uważamy, że docelowe mocniejsze wejście w obszar detalu jest dobrym posunięciem ze strony spółki (tym bardziej, że udziały rynkowe w hurcie przekraczają 30%).

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]*

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18P	4Q'18P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	4 651,1	5 466,7	5 611,9	5 119,7	5 000,3	5 775,4	6 256,2	5 641,4	5 452,9	6 279,4	6 478,5	5 846,5	21 206,5	20 849,5	22 673,3	24 057,4	24 821,8
Wynik brutto ze sprzedaży	531,2	655,0	628,3	650,8	581,6	706,0	785,1	767,6	634,9	768,4	813,8	796,2	2 192,2	2 465,3	2 840,2	3 013,4	3 107,9
EBITDA	37,5	5,9	101,5	101,5	39,6	117,0	105,1	105,4	133,5	113,6	99,3	115,2	440,5	246,3	367,1	461,7	386,2
EBITDA adj.	37,5	120,3	101,5	101,5	39,6	117,0	105,1	105,4	33,5	113,6	99,3	115,2	440,5	360,7	367,1	361,7	386,2
EBIT	-7,0	-39,6	58,2	51,4	-7,1	67,6	51,5	52,4	81,3	62,0	48,2	64,4	274,3	63,0	164,4	255,9	184,4
Wynik ze sprzedaży PayUp	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0
Wynik brutto	-16,2	-47,7	49,4	34,8	-17,3	59,0	37,2	42,2	72,0	52,4	41,0	61,6	235,9	20,3	121,2	227,0	163,6
Wynik netto	-15,0	-61,8	37,5	9,8	-18,5	36,0	38,2	34,2	58,3	42,5	33,2	49,9	190,0	-29,6	89,9	183,8	132,5
Wynik netto adj.	-15,0	86,3	37,5	9,8	-18,5	36,0	38,2	34,2	-22,7	42,5	33,2	49,9	190,0	118,6	89,9	102,8	132,5
marża brutto ze sprzedaży	11,4%	12,0%	11,2%	12,7%	11,6%	12,2%	12,5%	13,6%	11,6%	12,2%	12,6%	13,6%	10,3%	11,8%	12,5%	12,5%	12,5%
marża EBITDA	0,8%	0,1%	1,8%	2,0%	0,8%	2,0%	1,7%	1,9%	2,4%	1,8%	1,5%	2,0%	2,1%	1,2%	1,6%	1,9%	1,6%
marża EBITDA adj.	0,8%	2,2%	1,8%	2,0%	0,8%	2,0%	1,7%	1,9%	0,6%	1,8%	1,5%	2,0%	2,1%	1,7%	1,6%	1,5%	1,6%
marża EBIT	-	-	1,0%	1,0%	-	1,2%	0,8%	0,9%	1,5%	1,0%	0,7%	1,1%	1,3%	0,3%	0,7%	1,1%	0,7%
marża netto adj.	-	1,6%	0,7%	0,2%	-	0,6%	0,6%	0,6%	-	0,7%	0,5%	0,9%	0,9%	0,6%	0,4%	0,4%	0,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *od '17 dane prezentowane zgodnie z MSSF'15

Prognoza ogólna na lata 2018-2027 [mln PLN]*

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	20 318,2	21 206,5	20 849,5	22 673,3	24 057,4	24 821,8	25 546,0	26 234,7	26 889,5	27 510,0	28 096,0	28 647,5	29 164,5
Wynik brutto ze sprzedaży	2 016,8	2 192,2	2 465,3	2 840,2	3 013,4	3 107,9	3 197,3	3 282,2	3 362,7	3 438,9	3 510,8	3 578,3	3 641,4
EBITDA	475,6	440,5	246,3	367,1	461,7	386,2	394,4	403,9	417,2	430,6	444,7	459,1	473,6
EBITDA adj.	475,6	440,5	360,7	367,1	361,7	386,2	394,4	403,9	417,2	430,6	444,7	459,1	473,6
EBIT	325,1	274,3	63,0	164,4	255,9	184,4	199,3	212,4	226,6	240,5	254,7	268,8	283,0
Wynik ze sprzedaży PayUp	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto	265,6	235,9	20,3	121,2	227,0	163,6	187,0	211,3	234,6	255,5	276,3	288,7	304,5
Wynik netto	230,2	190,0	-29,6	89,9	183,8	132,5	151,5	171,2	190,0	206,9	223,8	233,8	246,7
Wynik netto adj.	230,2	190,0	118,6	89,9	102,8	132,5	151,5	171,2	190,0	206,9	223,8	233,8	246,7
marża brutto	9,9%	10,3%	11,8%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
marża EBITDA	2,3%	2,1%	1,2%	1,6%	1,9%	1,6%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
marża EBITDA adj.	2,3%	2,1%	1,7%	1,6%	1,5%	1,6%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
marża EBIT	1,6%	1,3%	0,3%	0,7%	1,1%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%
marża netto adj.	1,1%	0,9%	0,6%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

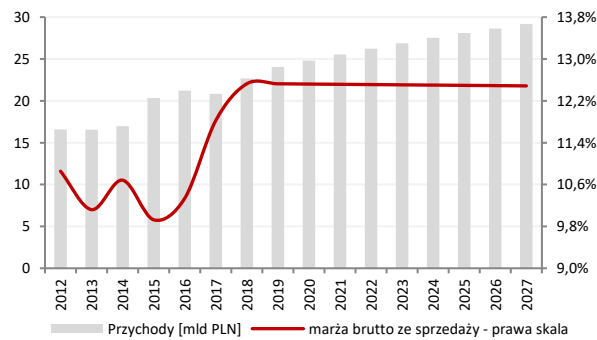
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *od '17 dane prezentowane zgodnie z MSSF'15

Przychody wg formatów [mln PLN]*

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Grupa Eurocash	18 885,4	20 713,0	22 520,0	23 901,6	24 661,1	25 380,6	26 064,8	26 715,4	27 331,8	27 914,1	28 462,0	28 975,7
Hurt	16 217,3	16 725,6	17 624,2	18 227,4	18 738,6	19 227,5	19 693,5	20 137,2	20 559,0	20 959,4	21 339,2	21 698,9
Cash&Carry	4 342,2	4 312,6	4 460,1	4 650,5	4 820,6	4 978,9	5 125,5	5 260,5	5 383,9	5 496,2	5 597,5	5 688,3
Papierosy i produkty impulsowe	5 404,2	5 532,4	5 765,2	5 909,6	6 068,4	6 224,9	6 379,0	6 530,7	6 679,8	6 826,4	6 970,4	7 111,8
Eurocash Alkohole	2 027,1	2 266,3	2 293,0	2 393,4	2 409,8	2 425,4	2 441,1	2 457,0	2 472,9	2 488,9	2 505,1	2 521,3
Eurocash Dystrybucja	4 078,9	4 181,1	4 561,8	4 696,1	4 832,3	4 961,2	5 082,9	5 197,8	5 306,4	5 408,9	5 505,6	5 596,9
Eurocash Gastronomia	364,9	433,3	475,2	506,0	533,3	560,6	586,4	610,8	633,6	654,9	674,7	693,0
Inne	0,0	0,0	69,0	71,9	74,2	76,4	78,5	80,5	82,4	84,2	85,9	87,5
Detal	2 396,7	3 436,1	4 203,2	4 948,4	5 171,3	5 383,2	5 585,9	5 778,6	5 960,4	6 130,3	6 287,7	6 431,8
DC + Eko + Mila	2 007,6	3 011,1	3 763,4	4 499,7	4 713,1	4 915,9	5 110,0	5 294,4	5 468,1	5 630,3	5 780,3	5 917,2
Inmedio	389,1	424,9	439,8	448,7	458,2	467,2	475,9	484,2	492,3	500,0	507,4	514,6
Projekty	271,3	551,3	692,6	725,8	751,2	770,0	785,4	799,5	812,5	824,3	835,1	845,0
zmiana r/r [%]												
Grupa Eurocash	-	9,7%	8,7%	6,1%	3,2%	2,9%	2,7%	2,5%	2,3%	2,1%	2,0%	1,8%
Hurt	-	3,1%	5,4%	3,4%	2,8%	2,6%	2,4%	2,3%	2,1%	1,9%	1,8%	1,7%
Cash&Carry	-	-0,7%	3,4%	4,3%	3,7%	3,3%	2,9%	2,6%	2,3%	2,1%	1,8%	1,6%
Papierosy i produkty impulsowe	-	2,4%	4,2%	2,5%	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%
Eurocash Alkohole	-	11,8%	1,2%	4,4%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Eurocash Dystrybucja	-	2,5%	9,1%	2,9%	2,9%	2,7%	2,5%	2,3%	2,1%	1,9%	1,8%	1,7%
Eurocash Gastronomia	-	18,7%	9,7%	6,5%	5,4%	5,1%	4,6%	4,1%	3,7%	3,4%	3,0%	2,7%
Inne	-	-	-	4,3%	3,2%	3,0%	2,7%	2,5%	2,3%	2,2%	2,0%	1,9%
Detal	-	43,4%	22,3%	17,7%	4,5%	4,1%	3,8%	3,4%	3,1%	2,9%	2,6%	2,3%
DC + Eko + Mila	-	50,0%	25,0%	19,6%	4,7%	4,3%	3,9%	3,6%	3,3%	3,0%	2,7%	2,4%
Inmedio	-	9,2%	3,5%	2,0%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%
Projekty	-	103,2%	25,6%	4,8%	3,5%	2,5%	2,0%	1,8%	1,6%	1,5%	1,3%	1,2%

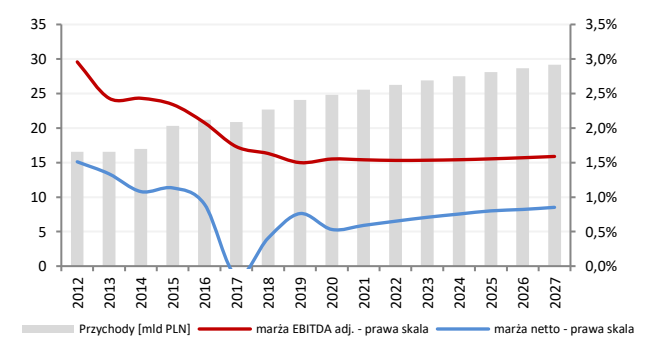
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *przychody zgodnie z MSSF'15 od '16

Przychody i marża brutto ze sprzedaży



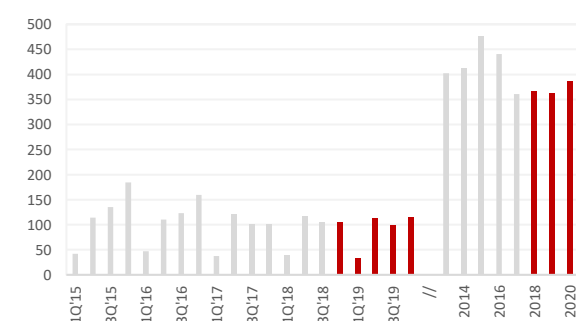
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu rocznym



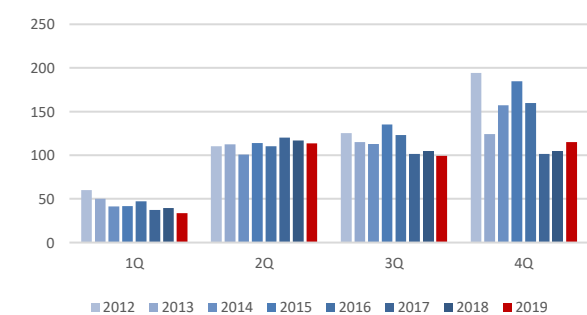
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w kolejnych okresach [mln PLN]



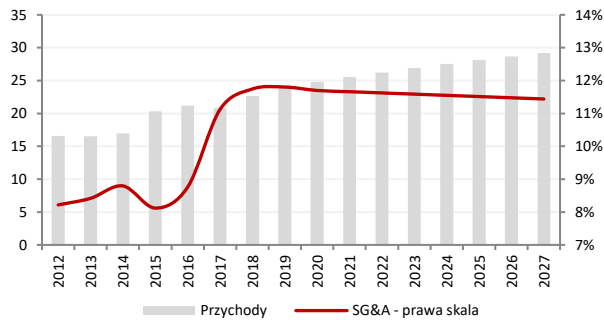
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Porównanie EBITDA adj. w ujęciu kwartalnym



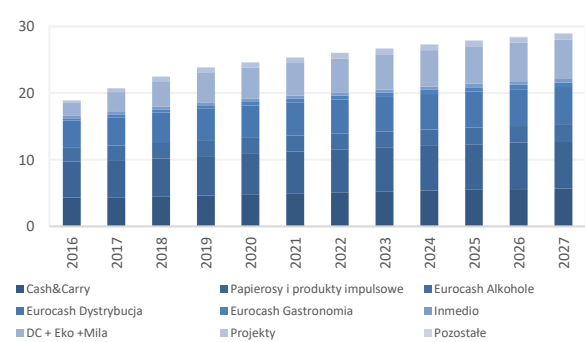
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SG&A vs przychody [mld PLN]



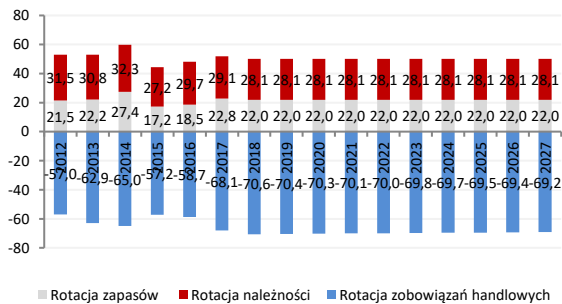
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział formatów w przychodach [mld PLN]



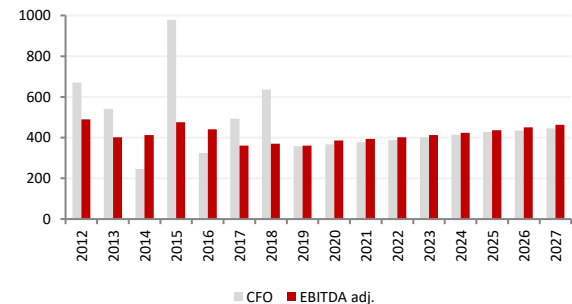
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 października '18 obniżyliśmy założenia na kolejne lata, co w dużej mierze jest efektem ze słabszych rezultatów w poprzednich okresach, obciążenia wyników restrukturyzacją detalu oraz wyższych kosztów nowych projektów. W bieżącym raporcie spodziewamy się, że w latach 2018-20 Eurocash wypracuje odpowiednio 22,7/24,1/24,8 mld PLN przychodów i 367/362/386 mln PLN EBITDA adj.

Zmiany założeń w modelu względem raportu z października '18

	2018 stara	2018 nowa	zmiana	2019 stara	2019 nowa	zmiana	2020 stara	2020 nowa	zmiana
Przychody	22 287,8	22 673,3	1,7%	23 247,2	24 057,4	3,5%	23 995,6	24 821,8	3,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	2 756,5	2 840,2	3,0%	2 877,6	3 013,4	4,7%	2 969,1	3 107,9	4,7%
EBITDA adj.	394,6	367,1	-7,0%	434,9	361,7	-16,8%	452,5	386,2	-14,6%
EBIT	194,0	164,4	-15,2%	230,1	255,9	11,2%	249,9	184,4	-26,2%
Wynik brutto adj.	157,5	121,2	-23,1%	196,1	127,0	-35,3%	220,8	163,6	-25,9%
Wynik netto adj.	113,3	89,9	-20,6%	158,9	102,8	-35,3%	178,9	132,5	-25,9%
marża brutto ze sprzedaży	12,4%	12,5%		12,4%	12,5%		12,4%	12,5%	
marża EBITDA	1,8%	1,6%		1,9%	1,5%		1,9%	1,6%	
marża EBIT	0,9%	0,7%		1,0%	1,1%		1,0%	0,7%	
marża netto	0,5%	0,4%		0,7%	0,4%		0,7%	0,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie założeń DM BDM z konsensem

	2018 BDM	2018 kons.	różnica	2019 BDM	2019 kons.	różnica	2020 BDM	2020 kons.	różnica
Przychody	22 673,3	23 196,0	-2%	24 057,4	25 020,0	-4%	24 821,8	26 012,0	-5%
EBITDA adj.	367,1	-	-	361,7	-	-	386,2	-	-
EBITDA	367,1	395,5	-7%	461,7	473,9	-3%	386,2	510,3	-24%
EBIT	164,4	196,2	-16%	255,9	260,3	-2%	184,4	293,1	-37%
Wynik netto adj.	89,9	110,2	-18%	102,8	159,4	-35%	132,5	187,5	-29%

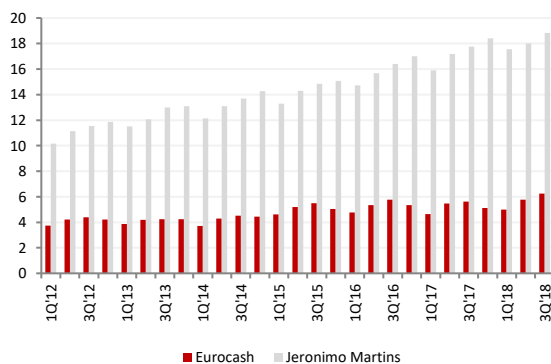
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

EUROCASH NA TLE JERONIMO MARTINS

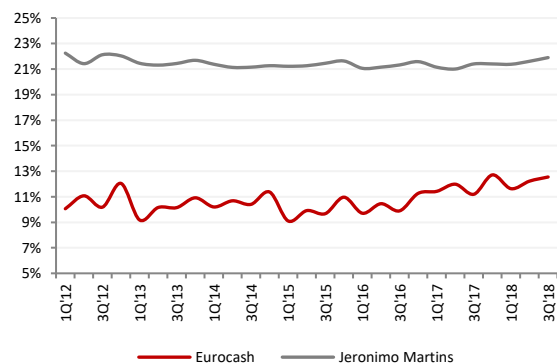
Uważamy, że podmiotem, do którego należy porównywać Eurocash jest przede wszystkim grupa Jeronimo Martins, prowadząca sieci m.in. Biedronka, Pingo Doce i Recheio. Porównując obie spółki widać, że Jeronimo Martins generuje zdecydowanie wyższe marże brutto, EBITDA oraz netto. Średnia marża EBITDA JM wynosi ok. 6,0% (sieć Biedronka ma rentowność na poziomie 7,3%), natomiast w przypadku Eurocash jest to poziom ok. 2,1%. 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

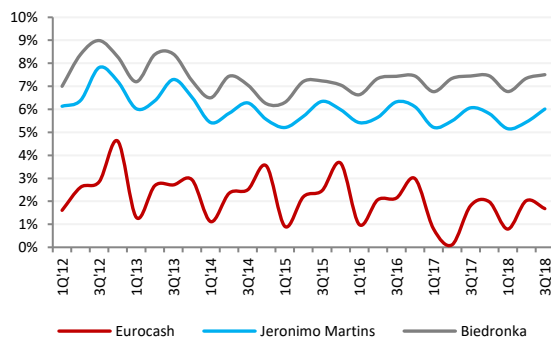
Przychody Eurocash na tle Jeronimo Martins [mld PLN]



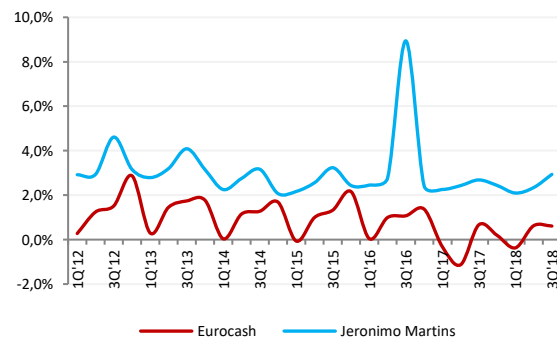
Porównanie marż brutto ze sprzedaży



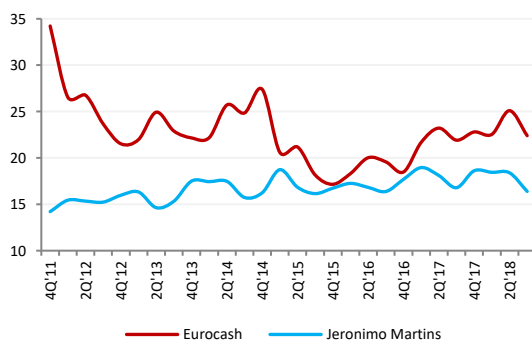
Porównanie marż EBITDA Eurocash, Jeronimo Martins i Biedronki



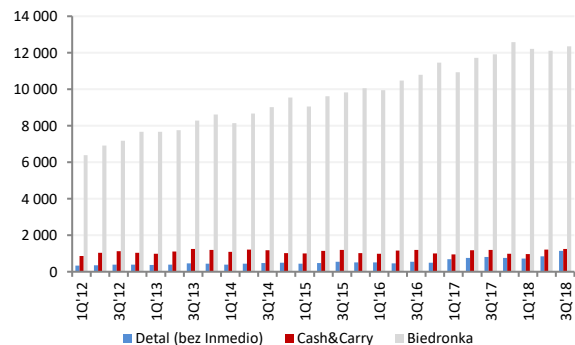
Porównanie marż netto Eurocash i Jeronimo Martins

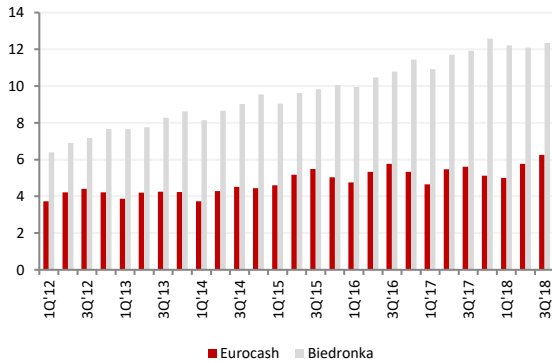
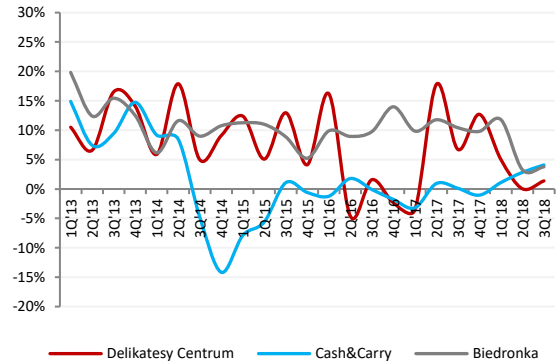
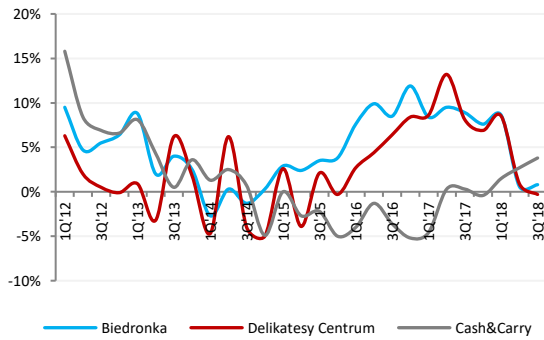


Rotacja zapasów w dniach

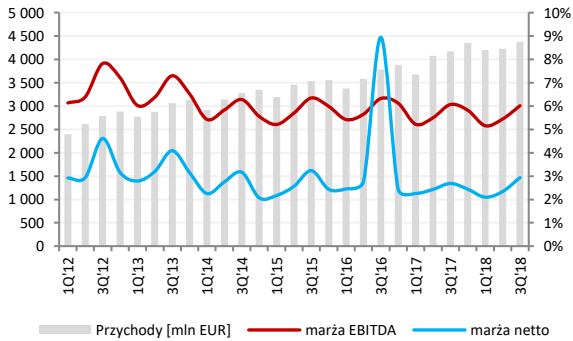
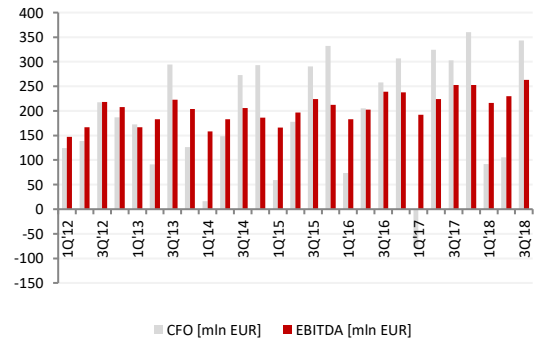
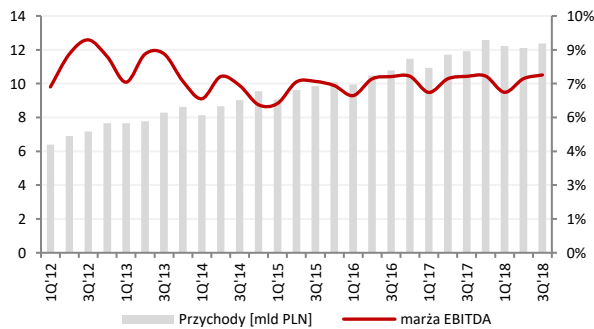
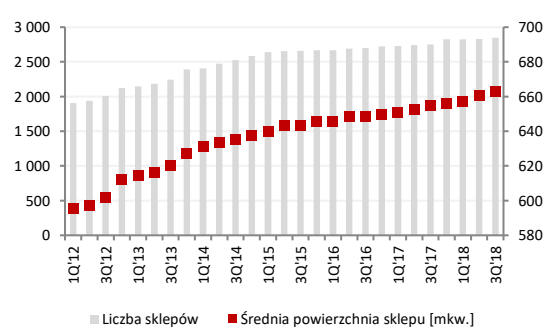


Przychody segmentu detalicznego i Cash&Carry na tle Biedronki

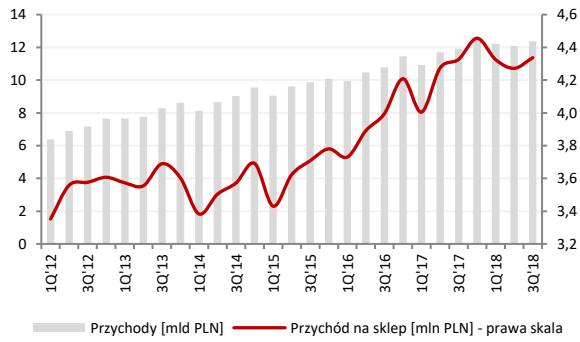


Przychody Eurocash na tle Biedronki

Dynamika przychodów DC, C&C i Biedronki

Sprzedaż lfl DC, C&C i Biedronki


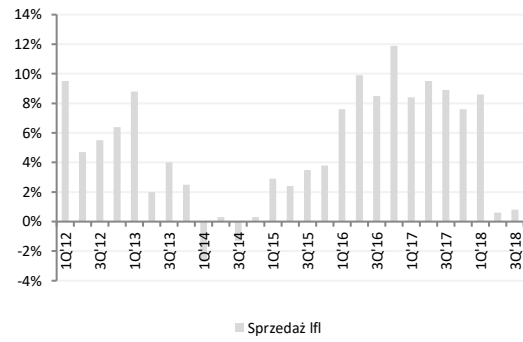
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

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


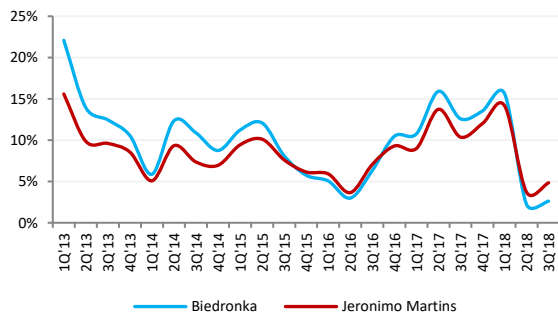
Przychód na sklep sieci



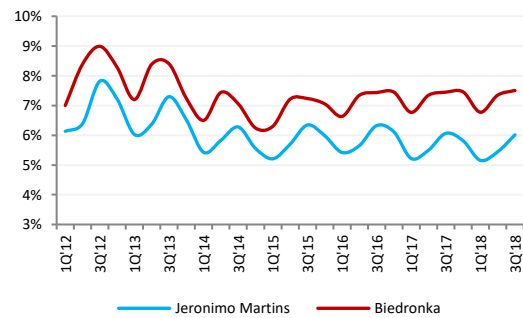
Sprzedaż lfi Biedronki



Dynamika przychodów Biedronki na tle Jeronimo Martins



Porównanie marż EBITDA Biedronki i Jeronimo Martins

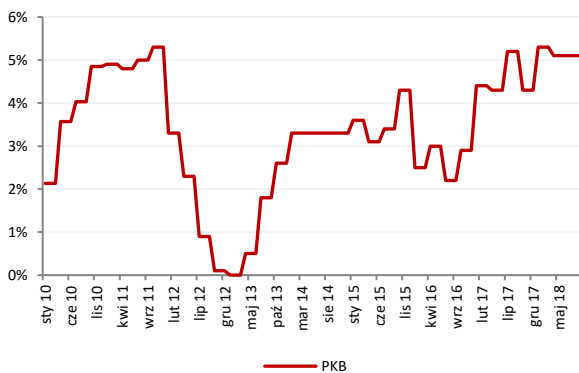


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

OTOCZENIE RYNKOWE

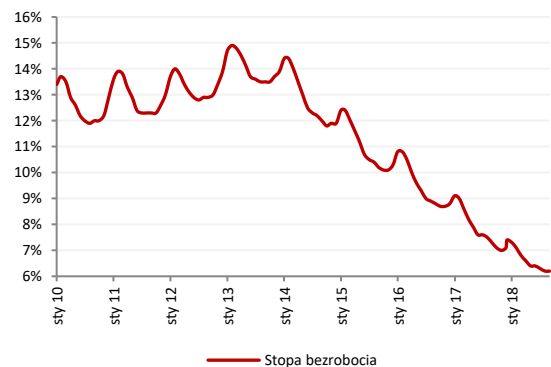
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 9,7% (we wrześniu wyniosła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

PKB



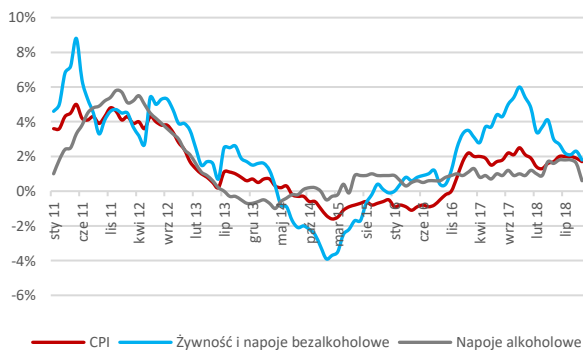
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia



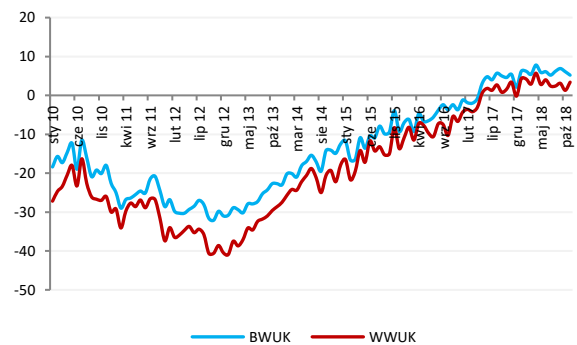
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

CPI, CPI dla artykułów żywnościowych, CPI dla wyrobów tytoniowych



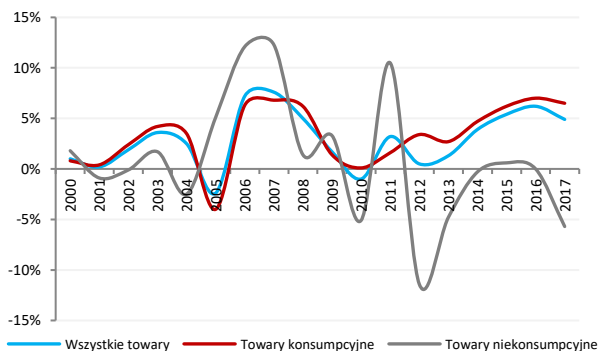
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



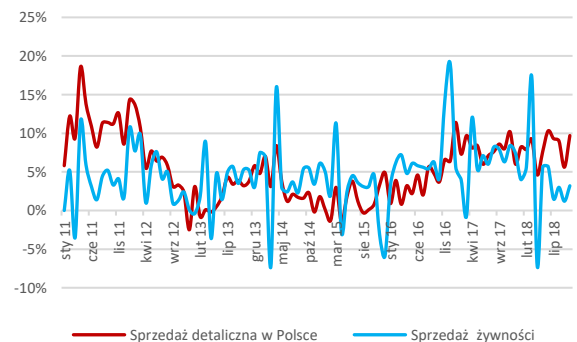
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Sprzedaż towarów w latach 2000-17



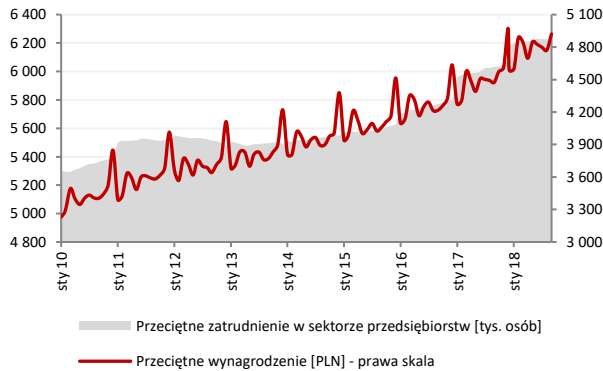
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

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



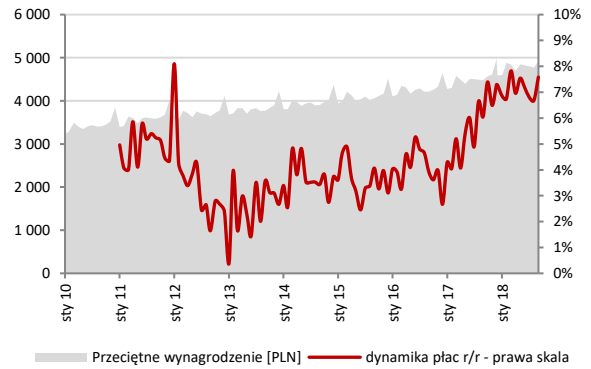
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



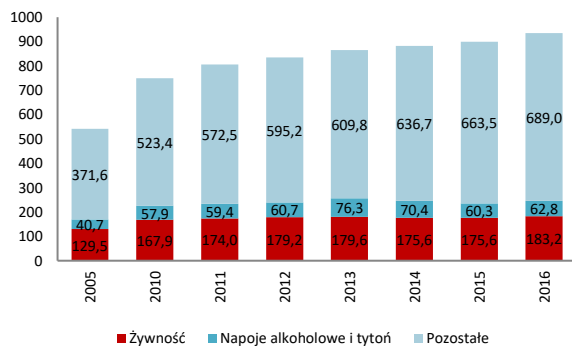
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika płac [%]



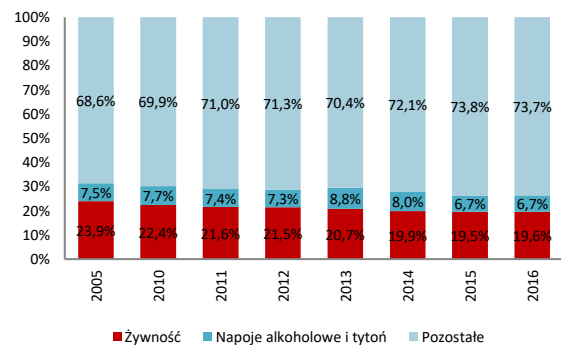
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Konsumpcja gospodarstw domowych [mld PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

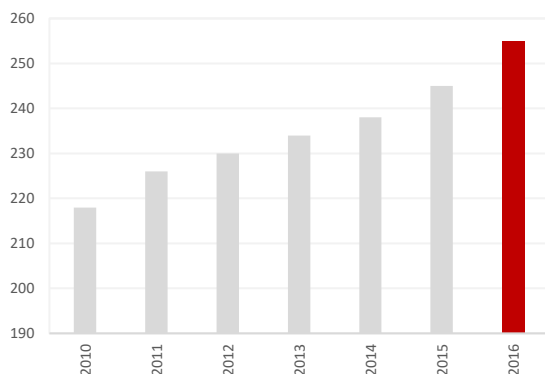
Udział poszczególnych grup w konsumpcji gosp. dom. [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

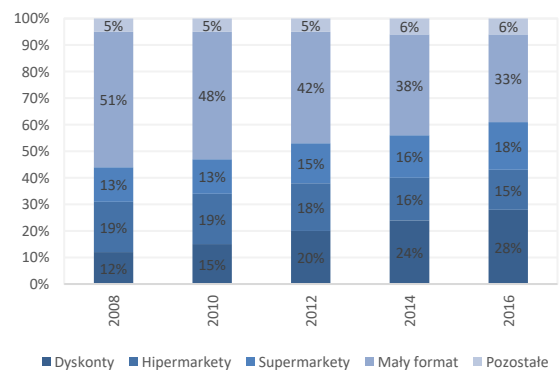
Z raportów GfK Polonia i Nielsen wynika, że krajowy rynek FMCG znajduje się w dobrej kondycji. Jego wartość szacuje się na ok. 250 mld PLN według danych za '16, a w kolejnych latach oczekiwane są wzrosty rzędu 2-3% rocznie. Blisko 87% wartości rynku stanowią sklepy detaliczne, natomiast pozostałe 13% 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 małoformatowe 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 udziały w rynku wynoszą 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]



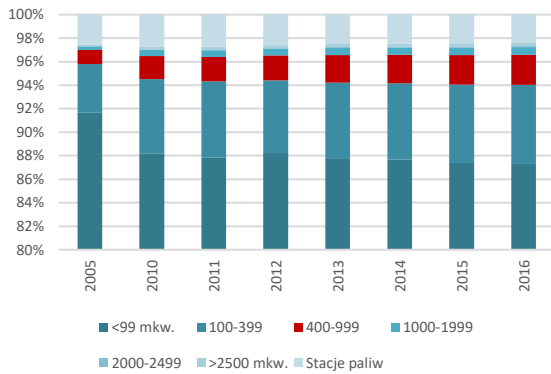
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR, Nielsen

Struktura rynku FMCG



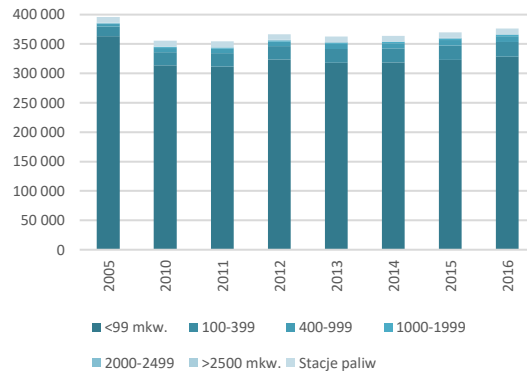
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GfK Polonia, wiadomoscihandlowe.pl

Struktura rynku wg kryterium powierzchni



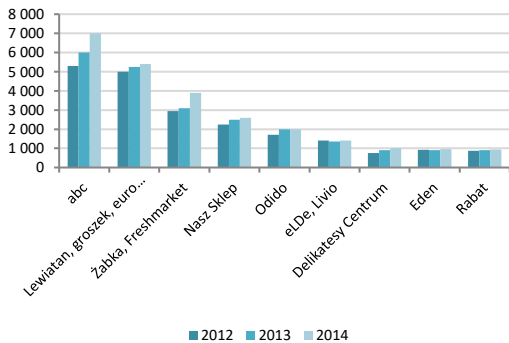
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Liczba sklepów w podziale na powierzchnię



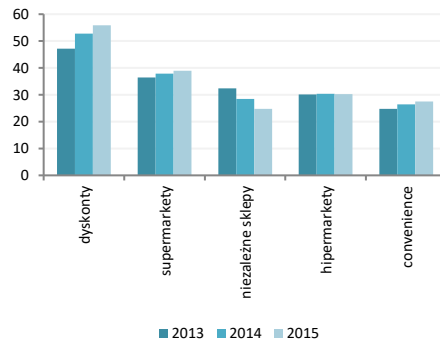
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Najwięksi franczyzobiorcy na krajowym rynku FMCG (wg liczby sklepów)



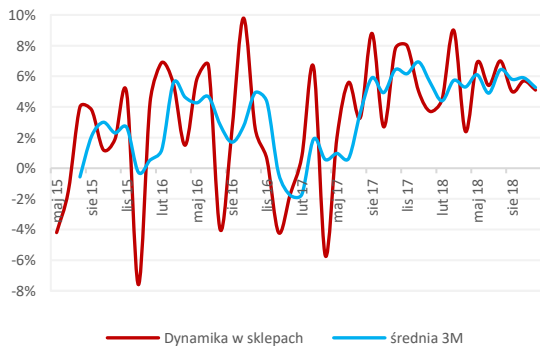
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GfK Polonia, spółka

Główne segmenty handlu spożywczego – obroty [mld PLN]



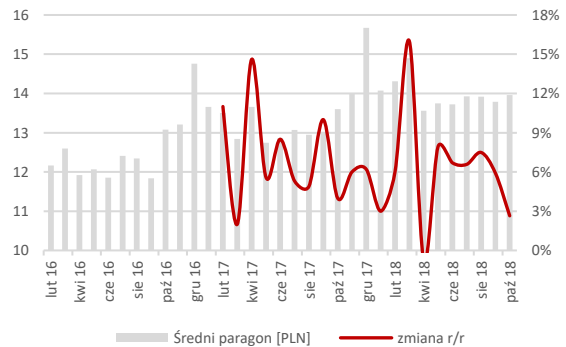
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Rzeczpospolita, Euromonitor Int.

Dynamika sprzedaży w małych sklepach (zmiana r/r)



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

Przeciętna wartość transakcji w sklepach małowartościowych [PLN]



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 właściciel 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

Stawka podatku	Obrót miesięczny [mln PLN]		
	0-17	17-170	>170
	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 związanych 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 chciałby, aby zmiany były mniejsze i następowały stopniowo. **Finalnie wybrano koncepcję, w której handel będzie dozwolony w pierwszą i ostatnią niedzielę miesiąca oraz w dwie niedziele poprzedzające Święta Bożego Narodzenia. Zakaz obowiązuje od 1 marca 2018 roku, natomiast w 2019 i 2020 roku ma objąć „brakujące” niedziele.**

Niedziele wyłączone z handlu

Miesiąc	Dzień	Liczba w m-cu	Miesiąc	Dzień	Liczba w m-cu
Maj	13.05.2018	2	Wrzesień	09.09.2018	3
	20.05.2018			16.09.2018	
Czerwiec	10.06.2018	2		23.09.2018	
	17.06.2018			Październik	14.10.2018
Lipiec	08.07.2018	3			21.10.2018
	15.07.2018			Listopad	11.11.2018
	22.07.2018		18.11.2018		
Sierpień	12.08.2018	2	Grudzień	09.12.2018	1
	19.08.2018			-	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	2 363,0	2 530,4	2 971,1	2 919,3	2 884,2	2 865,3	2 860,1	2 857,8	2 857,5	2 858,5	2 860,2	2 862,1
Wartość firmy	1 254,1	1 401,3	1 776,7	1 766,7	1 766,7	1 766,7	1 766,7	1 766,7	1 766,7	1 766,7	1 766,7	1 766,7
RzAT	358,3	347,1	322,6	290,4	265,0	242,3	221,3	201,5	182,5	164,2	146,5	129,4
Wartości niematerialne i prawne	587,4	679,0	780,8	771,1	761,4	765,3	780,9	798,5	817,2	836,5	855,8	874,9
Pozostałe aktywa trwałe	163,2	103,0	91,1	91,1	91,1	91,1	91,1	91,1	91,1	91,1	91,1	91,1
Aktywa obrotowe	3 200,8	3 453,0	3 716,7	3 883,9	3 998,3	4 143,0	4 254,6	4 328,2	4 390,6	4 444,4	4 547,4	4 645,7
Zapasy	1 088,9	1 320,3	1 385,4	1 469,9	1 516,6	1 560,9	1 603,0	1 643,0	1 680,9	1 716,7	1 750,4	1 782,0
Należności z tyt. dostaw	1 748,2	1 682,8	1 767,1	1 874,9	1 934,5	1 991,0	2 044,6	2 095,7	2 144,0	2 189,7	2 232,7	2 273,0
Środki pieniężne	161,9	202,6	347,1	321,9	330,1	374,0	389,9	372,4	348,5	320,9	347,2	373,7
Pozostałe aktywa obrotowe	201,8	247,3	217,1	217,1	217,1	217,1	217,1	217,1	217,1	217,1	217,1	217,1
Kapitał własny	1 155,1	1 030,0	1 016,1	1 145,9	1 149,7	1 208,5	1 258,5	1 277,3	1 294,2	1 311,1	1 321,1	1 334,0
Zobowiązania długoterminowe	335,0	99,6	106,0	106,0	106,0	106,0	102,9	102,9	102,9	102,9	102,9	102,9
Zobowiązania finansowe	154,3	4,9	3,1	3,1	3,1	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zob. długoterminowe	180,6	94,6	102,9	102,9	102,9	102,9	102,9	102,9	102,9	102,9	102,9	102,9
Zobowiązania krótkoterminowe	4 073,7	4 853,8	5 565,8	5 551,2	5 626,8	5 693,8	5 753,3	5 805,7	5 850,9	5 889,0	5 983,6	6 071,0
Zobowiązania finansowe	331,7	567,2	658,0	382,2	318,5	254,8	191,1	127,4	63,7	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	3 459,3	3 942,9	4 445,3	4 706,6	4 845,8	4 976,6	5 099,8	5 215,9	5 324,8	5 426,5	5 521,1	5 608,6
Pozostałe zob. krótkoterminowe	282,7	343,7	462,4	462,4	462,4	462,4	462,4	462,4	462,4	462,4	462,4	462,4
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	21 206,5	20 849,5	22 673,3	24 057,4	24 821,8	25 546,0	26 234,7	26 889,5	27 510,0	28 096,0	28 647,5	29 164,5
Koszty wytworzenia	19 014,2	18 384,1	19 833,1	21 044,0	21 713,9	22 348,7	22 952,5	23 526,7	24 071,0	24 585,2	25 069,2	25 523,1
Wynik brutto ze sprzedaży	2 192,2	2 465,3	2 840,2	3 013,4	3 107,9	3 197,3	3 282,2	3 362,7	3 438,9	3 510,8	3 578,3	3 641,4
Koszty sprzedaży	1 526,6	1 945,6	2 258,8	2 409,5	2 461,2	2 524,9	2 584,5	2 640,4	2 692,6	2 740,9	2 785,6	2 826,5
Koszty zarządu	331,1	373,5	407,0	429,1	441,4	453,0	464,0	474,2	483,8	492,7	500,9	508,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-60,3	-83,2	-9,9	81,1	-20,8	-20,1	-21,3	-21,5	-22,1	-22,5	-23,0	-23,4
EBITDA	440,5	246,3	367,1	461,7	386,2	394,4	403,9	417,2	430,6	444,7	459,1	473,6
EBIT	274,3	63,0	164,4	255,9	184,4	199,3	212,4	226,6	240,5	254,7	268,8	283,0
Saldo finansowe	-33,6	-37,9	-38,1	-28,9	-20,9	-12,3	-1,1	8,0	15,0	21,6	19,9	21,5
Wynik brutto	235,9	20,3	121,2	227,0	163,6	187,0	211,3	234,6	255,5	276,3	288,7	304,5
Wynik netto	190,0	-29,6	89,9	183,8	132,5	151,5	171,2	190,0	206,9	223,8	233,8	246,7
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
CF operacyjny	324,0	493,6	634,1	358,5	367,2	376,7	390,2	405,6	419,7	434,1	442,0	452,8
CF inwestycyjny	-269,9	-335,7	-453,0	-53,9	-166,7	-176,3	-186,3	-188,2	-189,8	-191,1	-191,9	-192,5
CF finansowy	21,6	-117,2	-36,5	-329,8	-192,4	-156,4	-188,0	-234,9	-253,7	-270,6	-223,8	-233,8
CF netto	75,7	40,7	144,5	-25,3	8,2	43,9	15,9	-17,5	-23,9	-27,6	26,3	26,5
Środki pieniężne na początek okresu	86,2	161,9	202,6	347,1	321,9	330,1	374,0	389,9	372,4	348,5	320,9	347,2
Środki pieniężne na koniec okresu	161,9	202,6	347,1	321,9	330,1	374,0	389,9	372,4	348,5	320,9	347,2	373,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	4,4%	-1,7%	8,7%	6,1%	3,2%	2,9%	2,7%	2,5%	2,3%	2,1%	2,0%	1,8%
EBITDA zmiana r/r	-7,4%	-44,1%	49,1%	25,8%	-16,3%	2,1%	2,4%	3,3%	3,2%	3,3%	3,2%	3,2%
EBIT zmiana r/r	-15,6%	-77,0%	161,0%	55,6%	-27,9%	8,1%	6,6%	6,7%	6,1%	5,9%	5,5%	5,3%
Wynik netto zmiana r/r	-17,5%	-115,6%	-404,3%	104,4%	-27,9%	14,3%	13,0%	11,0%	8,9%	8,1%	4,5%	5,5%
Marża brutto na sprzedaży	10,3%	11,8%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Marża EBITDA	2,1%	1,2%	1,6%	1,9%	1,6%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Marża EBIT	1,3%	0,3%	0,7%	1,1%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%
Marża brutto	1,1%	0,1%	0,5%	0,9%	0,7%	0,7%	0,8%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%
Marża netto	0,9%	-0,1%	0,4%	0,8%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
ROE	16,5%	-2,9%	8,9%	16,0%	11,5%	12,5%	13,6%	14,9%	16,0%	17,1%	17,7%	18,5%
ROA	3,4%	-0,5%	1,3%	2,7%	1,9%	2,2%	2,4%	2,6%	2,9%	3,1%	3,2%	3,3%
Dług	486,0	572,2	661,2	385,3	321,6	257,9	191,1	127,4	63,7	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	29,6%	35,7%	39,4%	25,2%	21,9%	17,6%	13,2%	9,1%	4,7%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	42,1%	55,5%	65,1%	33,6%	28,0%	21,3%	15,2%	10,0%	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Odstetki/EBIT	21,1%	106,3%	41,9%	19,1%	22,1%	16,4%	11,4%	7,1%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług/Kapitał własny	42,1%	55,5%	65,1%	33,6%	28,0%	21,3%	15,2%	10,0%	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	324,1	369,6	314,0	63,4	-8,5	-116,1	-198,8	-245,0	-284,8	-320,9	-347,2	-373,7
Dług netto/Kapitał własny	28,1%	35,9%	30,9%	5,5%	-0,7%	-9,6%	-15,8%	-19,2%	-22,0%	-24,5%	-26,3%	-28,0%
Dług netto/EBITDA	73,6%	150,0%	85,5%	13,7%	-2,2%	-29,4%	-49,2%	-58,7%	-66,1%	-72,2%	-75,6%	-78,9%
Dług netto/EBIT	118,2%	586,6%	191,0%	24,8%	-4,6%	-58,3%	-93,6%	-108,1%	-118,4%	-126,0%	-129,1%	-132,0%
EV	2 817,9	2 863,4	2 807,8	2 557,2	2 485,3	2 377,7	2 295,0	2 248,8	2 209,0	2 172,9	2 146,6	2 120,1
Dług/EV	17,2%	20,0%	23,5%	15,1%	12,9%	10,8%	8,3%	5,7%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	0,8%	1,0%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX/Amortyzacja	106,8%	111,9%	84,5%	79,7%	82,6%	90,3%	97,2%	98,8%	99,9%	100,5%	100,9%	101,0%
Amortyzacja/Przychody	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Zmiana KO/Przychody	-0,5%	1,5%	1,6%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-11,4%	-89,0%	19,4%	5,0%	4,3%	4,1%	4,0%	3,8%	3,6%	3,5%	3,2%	3,0%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
P/E	13,1	-84,4	27,7	13,6	18,8	16,5	14,6	13,1	12,1	11,1	10,7	10,1
P/BV	2,2	2,4	2,5	2,2	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
P/CE	7,1	14,4	5,7	4,9	5,4	4,7	4,4	4,4	4,5	4,6	4,3	4,0
EV/EBITDA	6,4	11,6	7,6	5,5	6,4	6,0	5,7	5,4	5,1	4,9	4,7	4,5
EV/EBIT	10,3	45,5	17,1	10,0	13,5	11,9	10,8	9,9	9,2	8,5	8,0	7,5
EV/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	8,3	7,4	7,3	8,2	8,3	8,7	9,0	9,2	9,3	9,4	9,5	9,6
EPS	1,4	-0,2	0,6	1,3	1,0	1,1	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8
CEPS	2,5	1,2	3,1	3,6	3,3	3,8	4,0	4,0	4,0	3,9	4,2	4,5
Dywidenda [mln PLN]	146,4	111,3	105,2	54,0	128,7	92,7	121,2	171,2	190,0	206,9	223,8	233,8
DPS	1,05	0,80	0,76	0,39	0,92	0,67	0,87	1,23	1,37	1,49	1,61	1,68
Dyyield	5,9%	4,5%	4,2%	2,2%	5,2%	3,7%	4,9%	6,9%	7,6%	8,3%	9,0%	9,4%
Payout ratio	63,6%	58,6%	123,9%	60,0%	70,0%	70,0%	80,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 17,9 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Krzysztof Pado**

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
Strategia, materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzystian Brymora

Analitik rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak

Analitik rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału
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 na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	18,3	Akumuluj	22,5	07.12.2018	12:10 CEST	17,9	58 787
Akumuluj	22,5	Akumuluj	32,6	19.10.2018	13:50 CEST	20,9	56 561
Akumuluj	32,6	Akumuluj	38,2	12.12.2017	11:45	28,3	62 001
Akumuluj	38,2	Redukuj	38,0	16.08.2017	10:37	34,6	62 313
Redukuj	38,0	---	---	10.08.2015	---	42,5	52 638

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
 P/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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'18*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	25%	1	50%
Akumuluj	2	25%	0	0%
Trzymaj	2	25%	1	50%
Redukuj	2	25%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

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 został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom 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 redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynosząc 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 jakkolwiek strategia 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 07.12.2018 roku (12:10 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 12.12.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać zaktualizowane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 12 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/analitików 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 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.

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 07.12.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- 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.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniu organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.