



Dom Maklerski BDM S.A.

# EUROCASH

## RAPORT ANALITYCZNY

### AKUMULUJ

(POPZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 38,2 PLN

16 SIERPIEŃ 2017, 10:37 CEST

Walory Eurocash od początku roku były jednym z najgorzej zachowujących się podmiotów z WIG20 (-13% YTD), na co złożyły się słabsze od oczekiwań raportowane wyniki grupy. Liczymy jednak, że 2Q'17 przyniesie przełamanie negatywnych tendencji i spółka zaprezentuje przyrost rezultatów (w naszej ocenie może przełożyć się to na poprawę sentymentu rynkowego do akcji podmiotu). Dystrybutor FMCG powinien być jednym z beneficjentów sprzyjającego otoczenia makro (inflacja, wzrost płać), co jest widoczne po odczytach sprzedażowych w formacie Delikatesów Centrum. Oczekujemy również, że konsolidacja Eko Holdingu oraz prowadzone działania optymalizujące w części cash & carry zaczną przynosić powoli widoczne korzyści, co przełoży się na rosnącą EBITDA (w latach 2017-18 oczekujemy odpowiednio 462-524 mln PLN). Dostrzegamy jednocześnie, że Eurocash stoi przed szeregiem wyzwań, do których należy zaliczyć m.in. agresywną rywalizację dyskontów, zmiany strukturalne na rynku czy presję ze strony płać. Uważamy jednak, że wachlarz negatywnych czynników jest ograniczony i w dużej mierze uwzględniony w obecnej wycenie grupy. Uwzględniając wymienione argumenty ustalamy cenę docelową dla akcji Eurocash na poziomie 38,2 PLN/walor, wydając jednocześnie zalecenie Akumuluj.

Liczymy, że wyniki 2Q'17 przyniosą długo oczekiwaną poprawę rezultatów. Spodziewamy się, że przychody dystrybutora FMCG wzrosły do 5,8 mld PLN (+9% r/r; wpływ akwizycji Eko Holdingu oraz utrzymania dodatnich odczytów lfi w sieci DC). Zakładamy także, że wyższa powinna być też pierwsza marża (wzrost udziału segmentu handlu w miksie sprzedażowym). Według naszych założeń skonsolidowana EBITDA mogła podnieść się do 119 mln PLN (+8% r/r; dodatnia dynamika po raz pierwszy od 1Q'16), a zysk netto powinien być bliski 47,4 mln PLN (przyjęliśmy stawkę podatkową na poziomie 19%; rok wcześniej wyniosła 15,8%).

Z lekkim optymizmem patrzymy również na perspektywę kolejnych okresów. W naszym modelu przyjmujemy przede wszystkim utrzymanie wysokich, dodatnich odczytów sprzedażowych w formacie Delikatesów Centrum. Zakładamy również, że prowadzone działania restrukturyzacyjne w formacie cash & carry będą przynosiły pierwsze widoczne efekty (zamknięcie kilku hurtowni powinno ograniczać powoli kanibalizację sprzedaży oraz zmniejszyć część kosztów stałych). W ujęciu sprzedażowym wsparciem będzie też konsolidowany od początku '17 Eko Holding. Z większym optymizmem podchodzimy do perspektyw 2018 roku. Mocniej widoczne powinny być m.in. prowadzone działania restrukturyzacyjnego w formacie cash & carry oraz optymalizacja sieci Eko Holding. Tym samym, szacujemy, że spółka osiągnie w latach 2017-18 odpowiednio 23,0-24,4 mld PLN przychodów i 462-524 mln PLN EBITDA.

|                               |         |
|-------------------------------|---------|
| Wycena końcowa [PLN]          | 38,2    |
| Potencjał do wzrostu / spadku | +11%    |
| Koszt kapitału                | 9,0%    |
| Cena rynkowa [PLN]            | 34,6    |
| Kapitałizacja [mln PLN]       | 4 809,5 |
| Ilość akcji [mln. szt.]       | 139,2   |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 37,5    |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN]  | 30,5    |
| Stopa zwrotu za 3 mc          | +10,3%  |
| Stopa zwrotu za 6 mc          | -13,1%  |
| Stopa zwrotu za 9 mc          | +1,4%   |
| Akcjonariat (% głosów):       |         |
| Luis Amaral                   | 43,6%   |
| Pozostali                     | 56,4%   |

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 | 23 031,4 | 24 406,5 | 25 591,4 |
| EBITDA [mln PLN]      | 412,5    | 475,6    | 440,5    | 462,4    | 523,7    | 583,8    |
| EBIT [mln PLN]        | 287,2    | 325,1    | 274,3    | 278,5    | 331,1    | 387,0    |
| Wynik netto [mln PLN] | 183,1    | 230,2    | 190,0    | 188,6    | 237,3    | 290,7    |
| P/BV                  | 4,6      | 4,1      | 4,2      | 3,9      | 3,5      | 3,4      |
| P/E                   | 26,3     | 20,9     | 25,3     | 25,5     | 20,3     | 16,5     |
| EV/EBITDA             | 13,7     | 10,5     | 11,7     | 11,3     | 9,7      | 8,6      |
| EV/EBIT               | 19,7     | 15,3     | 18,7     | 18,7     | 15,3     | 12,9     |
| DPS [PLN]             | 0,8      | 0,8      | 1,1      | 0,7      | 0,8      | 1,7      |



**SPIS TREŚCI:**

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE .....                     | 3  |
| WYCENA DCF.....                                 | 4  |
| WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....           | 7  |
| WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....                    | 9  |
| PROGNOZY WYNIKÓW ZA 2Q'17 .....                 | 10 |
| PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....                 | 11 |
| EUROCASH NA TLE JERONIMO MARTINS.....           | 14 |
| OTOCZENIE RYNKOWE .....                         | 17 |
| PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE .....             | 20 |
| PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH ..... | 20 |
| ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE .....                  | 21 |
| DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....             | 22 |

## 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 39,6 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 34,7 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 5 312,6 mln PLN, czyli **38,2 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

|                            |                       | mln PLN        | PLN         | Potencjał    |
|----------------------------|-----------------------|----------------|-------------|--------------|
| A                          | Wycena DCF            | 5 517,8        | 39,6        | 14,7%        |
| B                          | Wycena porównawcza    | 4 834,0        | 34,7        | 0,5%         |
| B1                         | Podmioty krajowe      | 5 046,5        | 36,3        | 4,9%         |
| B2                         | Podmioty zagraniczne  | 4 621,6        | 33,2        | -3,9%        |
| <b>C = (70%*A + 30%*B)</b> | <b>Wycena końcowa</b> | <b>5 312,6</b> | <b>38,2</b> | <b>10,5%</b> |

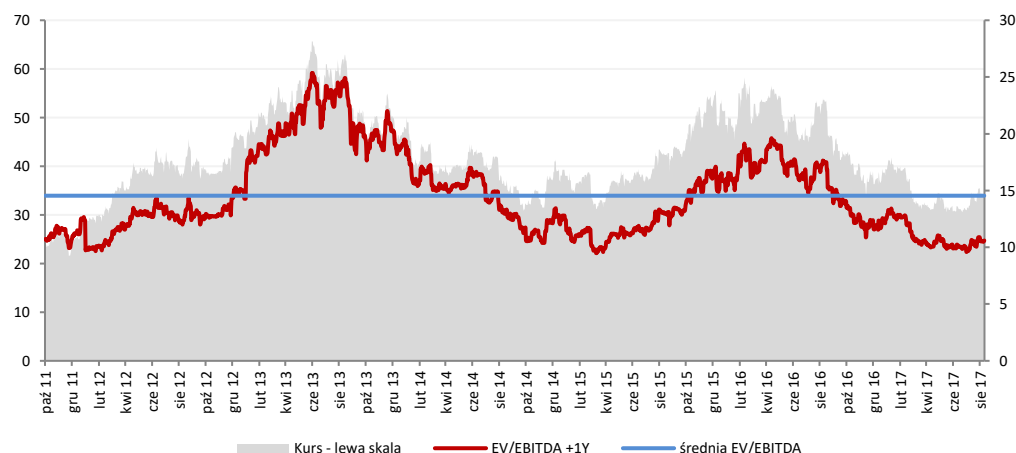
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki Eurocash w minionych kwartałach były sporym rozczarowaniem, co miało kilka powodów: słabość formatu cash & carry (ujemne Ifl), niskie dynamiki sprzedaży, koszty związane z nowymi projektami czy też zmniejszenie wielkości sieci Delikatesy Centrum. Liczymy jednak, że 2Q'17 mógł przynieść długo oczekiwaną poprawę rezultatów. Spodziewamy się, że przychody dystrybutora FMCG podniosły się do 5,8 mld PLN (+9% r/r; wpływ akwizycji Eko Holdingu oraz utrzymania dodatnich odczytów Ifl w sieci DC). Zakładamy także, że wyższa powinna być też pierwsza marża (wzrost udziału segmentu handlu w miksie sprzedażowym). Tym samym estymujemy, że skonsolidowana EBITDA mogła podnieść się do 119 mln PLN (+8% r/r; dodatnia dynamika po raz pierwszy od 1Q'16), a zysk netto powinien być bliski 47,4 mln PLN (przyjęliśmy stawkę podatkową na poziomie 19%; rok wcześniej wyniosła 15,8%).

Z lekkim optymizmem patrzymy również na perspektywę kolejnych kwartałów. W naszym modelu przyjmujemy przede wszystkim utrzymanie wysokich, dodatnich odczytów sprzedażowych w formacie Delikatesów Centrum. Zakładamy również, że prowadzone działania restrukturyzacyjne w formacie cash & carry będą przynosiły pierwsze widoczne efekty (zamknięcie kilku hurtowni powinno ograniczać powoli kanibalizację sprzedaży oraz zmniejszyć część kosztów stałych). W ujęciu sprzedażowym wsparciem będzie też konsolidowany od początku '17 Eko Holding. Z większym optymizmem podchodzimy do perspektyw 2018 roku. Mocniej widoczne powinny być m.in. prowadzone działania restrukturyzacyjnego w formacie cash & carry oraz optymalizacja sieci Eko Holding. Tym samym, szacujemy, że spółka osiągnie w latach 2017-18 odpowiednio 23,0-24,4 mld PLN przychodów i 462-524 mln PLN EBITDA.

Z bieżącej perspektywy walory Eurocash wydają się nam ciekawą propozycją inwestycyjną. W raporcie zwracamy uwagę na momentum wynikowe dla 2Q'17, które może przynieść przełamanie erozji EBITDA z ostatnich 4 kwartałów. Liczymy, że połączenie sprzyjającego otoczenia makroekonomicznego, wysokie odczyty sprzedażowe w formacie Delikatesów Centrum oraz prowadzone działania optymalizujące w segmencie cash & carry przełożą się na trwały powrót wzrostowej ścieżki wyników w kolejnych okresach. Wsparciem dla rezultatów w dłuższym terminie powinien być również Eko Holding, który został nabyty pod koniec '16. Uważamy także, że wachlarz negatywnych czynników (takich jak np. dotychczasowa słabość c & c oraz wymagające otoczenie rynkowe) jest już w dużej mierze uwzględniony w cenach akcji spółki. Zwracamy uwagę, że spółka jest obecnie handlowana znacznie poniżej historycznej średniej dla EV/EBITDA (+1Y), która wynosi 14,5x (vs estymowane przez nas 9,7x dla '18) oraz jest niżej wyceniana niż podmioty o zbliżonym profilu działalności, które funkcjonują na rynku polskim (10,1x dla '18). Mając na względzie wymienione czynniki, decydujemy się wydać zalecenie Akumuluj dla walorów Eurocash, wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 38,2 PLN/akcję.

### Wskaźnik wyprzedzający EV/EBITDA (+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 23,0 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 24,4 mld PLN.
- W kolejnych latach w modelu nie zakładamy akwizycji, a jedynie wzrost organiczny.
- Oczekujemy, że grupa będzie kontynuować program kontroli kosztów stałych, który powinien pozwolić na obniżenie relacji kosztów SG&A vs przychody. Liczymy, że przełoży się to na poprawę EBITDA w kolejnych okresach (efekty widoczne jeszcze w '17). Prognozujemy, że w latach 2017-18 EBITDA wyniesie odpowiednio 462,4 mln PLN i 523,7 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 2017-26 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2026 roku na poziomie 2,5%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2026 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 139,2 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 16.08.2017 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Eurocash na poziomie 5,5 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 39,6 PLN.

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

|       | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| -0,3% | -69,1 | -73,2 | -76,8 | -80,3 | -83,7 | -87,0 | -90,2 | -93,4 | -96,5 | -99,6 |
| -0,2% | -46,1 | -48,8 | -51,2 | -53,5 | -55,8 | -58,0 | -60,2 | -62,3 | -64,3 | -66,4 |
| -0,1% | -23,0 | -24,4 | -25,6 | -26,8 | -27,9 | -29,0 | -30,1 | -31,1 | -32,2 | -33,2 |
| 0,0%  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| 0,1%  | 23,0  | 24,4  | 25,6  | 26,8  | 27,9  | 29,0  | 30,1  | 31,1  | 32,2  | 33,2  |
| 0,2%  | 46,1  | 48,8  | 51,2  | 53,5  | 55,8  | 58,0  | 60,2  | 62,3  | 64,3  | 66,4  |
| 0,3%  | 69,1  | 73,2  | 76,8  | 80,3  | 83,7  | 87,0  | 90,2  | 93,4  | 96,5  | 99,6  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

|       | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| -0,3% | -53,9 | -59,3 | -62,2 | -65,0 | -67,8 | -70,5 | -73,1 | -75,7 | -78,2 | -80,6 |
| -0,2% | -35,4 | -39,5 | -41,5 | -43,3 | -45,2 | -47,0 | -48,7 | -50,4 | -52,1 | -53,8 |
| -0,1% | -16,9 | -19,8 | -20,7 | -21,7 | -22,6 | -23,5 | -24,4 | -25,2 | -26,1 | -26,9 |
| 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  | 19,8  | 20,7  | 21,7  | 22,6  | 23,5  | 24,4  | 25,2  | 26,1  | 26,9  |
| 0,2%  | 38,5  | 39,5  | 41,5  | 43,3  | 45,2  | 47,0  | 48,7  | 50,4  | 52,1  | 53,8  |
| 0,3%  | 57,0  | 59,3  | 62,2  | 65,0  | 67,8  | 70,5  | 73,1  | 75,7  | 78,2  | 80,6  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Model DCF

|                                            | 2017           | 2018     | 2019     | 2020     | 2021     | 2022     | 2023     | 2024     | 2025     | 2026     |
|--------------------------------------------|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN]           | 23 031,4       | 24 406,5 | 25 591,4 | 26 751,7 | 27 883,9 | 28 993,3 | 30 077,5 | 31 137,3 | 32 174,5 | 33 187,8 |
| EBIT [mln PLN]                             | 278,5          | 331,1    | 387,0    | 419,3    | 450,3    | 483,1    | 510,0    | 537,4    | 564,9    | 592,6    |
| Stopa podatkowa                            | 19%            | 19%      | 19%      | 19%      | 19%      | 19%      | 19%      | 19%      | 19%      | 19%      |
| Podatek od EBIT [mln PLN]                  | 52,9           | 62,9     | 73,5     | 79,7     | 85,6     | 91,8     | 96,9     | 102,1    | 107,3    | 112,6    |
| NOPLAT [mln PLN]                           | 225,6          | 268,2    | 313,5    | 339,6    | 364,7    | 391,3    | 413,1    | 435,3    | 457,5    | 480,0    |
| Amortyzacja [mln PLN]                      | 183,9          | 192,7    | 196,8    | 200,5    | 203,8    | 206,5    | 208,6    | 210,1    | 210,8    | 210,9    |
| CAPEX [mln PLN]                            | -210,0         | -214,7   | -216,9   | -218,2   | -218,5   | -218,0   | -216,5   | -214,1   | -211,0   | -207,0   |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]    | 95,1           | 42,8     | 20,2     | 17,9     | 15,6     | 13,5     | 11,3     | 9,2      | 7,2      | 5,3      |
| Inwestycje kapitałowe [mln PLN]            | -92,7          | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      |
| FCF [mln PLN]                              | 201,9          | 288,9    | 313,5    | 339,8    | 365,6    | 393,3    | 416,5    | 440,4    | 464,6    | 489,2    |
| DFCF [mln PLN]                             | 195,8          | 258,2    | 258,0    | 257,5    | 254,9    | 252,1    | 245,3    | 238,3    | 230,8    | 223,1    |
| Suma DFCF [mln PLN]                        | 2 413,8        |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Wartość rezydualna [mln PLN]               | 7 737,9        |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]   | 3 528,8        |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Wartość firmy EV [mln PLN]                 | 5 942,6        |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Dług netto [mln PLN]                       | 324,1          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Dywidenda [mln PLN]                        | 100,7          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| <b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b> | <b>5 517,8</b> |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Ilość akcji [tys.]                         | 139,2          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>     | <b>39,6</b>    |          |          |          |          |          |          |          |          |          |

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

|                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Przychody zmiana r/r          | 8,6%   | 6,0%   | 4,9%   | 4,5%   | 4,2%   | 4,0%   | 3,7%   | 3,5%   | 3,3%   | 3,1%  |
| EBIT zmiana r/r               | 1,5%   | 18,9%  | 16,9%  | 8,3%   | 7,4%   | 7,3%   | 5,6%   | 5,4%   | 5,1%   | 4,9%  |
| FCF zmiana r/r                | 87,1%  | 43,1%  | 8,5%   | 8,4%   | 7,6%   | 7,6%   | 5,9%   | 5,7%   | 5,5%   | 5,3%  |
| Marża EBITDA                  | 2,0%   | 2,1%   | 2,3%   | 2,3%   | 2,3%   | 2,4%   | 2,4%   | 2,4%   | 2,4%   | 2,4%  |
| Marża EBIT                    | 1,2%   | 1,4%   | 1,5%   | 1,6%   | 1,6%   | 1,7%   | 1,7%   | 1,7%   | 1,8%   | 1,8%  |
| Marża NOPLAT                  | 0,8%   | 0,8%   | 0,8%   | 0,7%   | 0,7%   | 0,7%   | 0,7%   | 0,7%   | 0,7%   | 0,6%  |
| CAPEX / Przychody             | 0,9%   | 0,9%   | 0,8%   | 0,8%   | 0,8%   | 0,8%   | 0,7%   | 0,7%   | 0,7%   | 0,6%  |
| CAPEX / Amortyzacja           | 114,2% | 111,4% | 110,3% | 108,8% | 107,2% | 105,5% | 103,8% | 101,9% | 100,1% | 98,2% |
| Zmiana KO / Przychody         | -0,4%  | -0,2%  | -0,1%  | -0,1%  | -0,1%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%  |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -5,2%  | -3,1%  | -1,7%  | -1,5%  | -1,4%  | -1,2%  | -1,0%  | -0,9%  | -0,7%  | -0,5% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Kalkulacja WACC

|                                        | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Stopa wolna od ryzyka                  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  |
| Premia za ryzyko                       | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  |
| Beta                                   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   |
| Premia kredytowa                       | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  |
| Koszt kapitału własnego                | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  |
| Udział kapitału własnego               | 88,3% | 89,7% | 90,7% | 91,6% | 92,5% | 95,5% | 96,2% | 97,0% | 97,7% | 98,4% |
| 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                 | 11,7% | 10,3% | 9,3%  | 8,4%  | 7,5%  | 4,5%  | 3,8%  | 3,0%  | 2,3%  | 1,6%  |
| WACC                                   | 8,5%  | 8,5%  | 8,6%  | 8,6%  | 8,7%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,9%  | 8,9%  | 8,9%  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

|      |     | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym |       |       |       |       |       |       |       |       |
|------|-----|-------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |     | 0,00%                                     | 0,50% | 1,00% | 1,50% | 2,00% | 2,50% | 3,00% | 3,50% | 4,00% |
| beta | 0,7 | 39,5                                      | 41,4  | 43,6  | 46,1  | 49,1  | 52,6  | 57,0  | 62,5  | 69,6  |
|      | 0,8 | 36,8                                      | 38,3  | 40,1  | 42,2  | 44,6  | 47,5  | 51,0  | 55,2  | 60,5  |
|      | 0,9 | 34,3                                      | 35,6  | 37,2  | 38,9  | 40,9  | 43,3  | 46,0  | 49,4  | 53,5  |
|      | 1,0 | 32,1                                      | 33,3  | 34,6  | 36,0  | 37,7  | 39,6  | 41,9  | 44,6  | 47,9  |
|      | 1,1 | 30,2                                      | 31,1  | 32,3  | 33,5  | 34,9  | 36,6  | 38,4  | 40,6  | 43,2  |
|      | 1,2 | 28,4                                      | 29,3  | 30,2  | 31,3  | 32,5  | 33,9  | 35,5  | 37,3  | 39,4  |
|      | 1,3 | 26,8                                      | 27,6  | 28,4  | 29,3  | 30,4  | 31,5  | 32,9  | 34,4  | 36,1  |

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% | 42,7                                      | 45,0  | 47,6  | 50,6  | 54,3  | 58,9  | 64,5  | 71,9  | 81,6  |
|                  | 4,00% | 36,8                                      | 38,3  | 40,1  | 42,2  | 44,6  | 47,5  | 51,0  | 55,2  | 60,5  |
|                  | 5,00% | 32,1                                      | 33,3  | 34,6  | 36,0  | 37,7  | 39,6  | 41,9  | 44,6  | 47,9  |
|                  | 6,00% | 28,4                                      | 29,3  | 30,2  | 31,3  | 32,5  | 33,9  | 35,5  | 37,3  | 39,4  |
|                  | 7,00% | 25,4                                      | 26,0  | 26,8  | 27,6  | 28,5  | 29,5  | 30,6  | 31,9  | 33,4  |
|                  | 8,00% | 22,9                                      | 23,4  | 23,9  | 24,6  | 25,2  | 26,0  | 26,8  | 27,8  | 28,8  |
|                  | 9,00% | 20,7                                      | 21,2  | 21,6  | 22,1  | 22,6  | 23,2  | 23,8  | 24,5  | 25,3  |

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% | 69,5 | 65,4 | 61,9 | 58,9 | 56,2 | 53,8 | 51,7 | 49,9 | 48,2 |
|                  | 4,00% | 56,5 | 53,0 | 50,1 | 47,5 | 45,3 | 43,4 | 41,7 | 40,2 | 38,9 |
|                  | 5,00% | 47,2 | 44,2 | 41,8 | 39,6 | 37,8 | 36,3 | 34,9 | 33,7 | 32,6 |
|                  | 6,00% | 40,3 | 37,7 | 35,6 | 33,9 | 32,4 | 31,1 | 30,0 | 29,0 | 28,1 |
|                  | 7,00% | 34,9 | 32,7 | 30,9 | 29,5 | 28,2 | 27,1 | 26,2 | 25,4 | 24,7 |
|                  | 8,00% | 30,6 | 28,8 | 27,2 | 26,0 | 24,9 | 24,0 | 23,2 | 22,6 | 22,0 |
|                  | 9,00% | 27,1 | 25,5 | 24,3 | 23,2 | 22,3 | 21,5 | 20,9 | 20,3 | 19,8 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-19 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 **34,7 PLN**.

### Podsumowanie wyceny porównawczej

|                         |                      | Wycena [PLN]       | Potencjał |      |
|-------------------------|----------------------|--------------------|-----------|------|
| A                       | Podmioty krajowe     | 36,3               | 4,9%      |      |
| B                       | Podmioty zagraniczne | 33,2               | -3,9%     |      |
| C = (50% * A + 50% * B) |                      | Wycena porównawcza | 34,7      | 0,5% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Wycena porównawcza - podmioty krajowe

|                                     | P/E          |              |              | EV/EBITDA    |              |              |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                     | 2017         | 2018         | 2019         | 2017         | 2018         | 2019         |
| Emperia                             | 23,5         | 22,7         | 20,9         | 9,4          | 8,3          | 7,7          |
| Dino                                | 26,0         | 20,9         | 17,3         | 16,0         | 13,0         | 10,9         |
| Jeronimo Martins                    | 24,4         | 22,1         | 19,2         | 11,1         | 10,1         | 9,0          |
| <b>Mediana</b>                      | <b>24,4</b>  | <b>22,1</b>  | <b>19,2</b>  | <b>11,1</b>  | <b>10,1</b>  | <b>9,0</b>   |
| Eurocash                            | 25,5         | 20,3         | 16,5         | 11,3         | 9,7          | 8,6          |
| Premia/dyskonto                     | 4,6%         | -8,4%        | -14,1%       | 1,6%         | -4,6%        | -4,7%        |
| <b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>    | <b>33,05</b> | <b>37,74</b> | <b>40,21</b> | <b>33,95</b> | <b>36,30</b> | <b>36,32</b> |
| Waga roku                           | 33%          | 33%          | 33%          | 33%          | 33%          | 33%          |
| <b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>   |              | <b>37,00</b> |              |              | <b>35,53</b> |              |
| Waga wskaźnika                      |              | 50%          |              |              | 50%          |              |
| <b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b> |              | <b>36,26</b> |              |              |              |              |

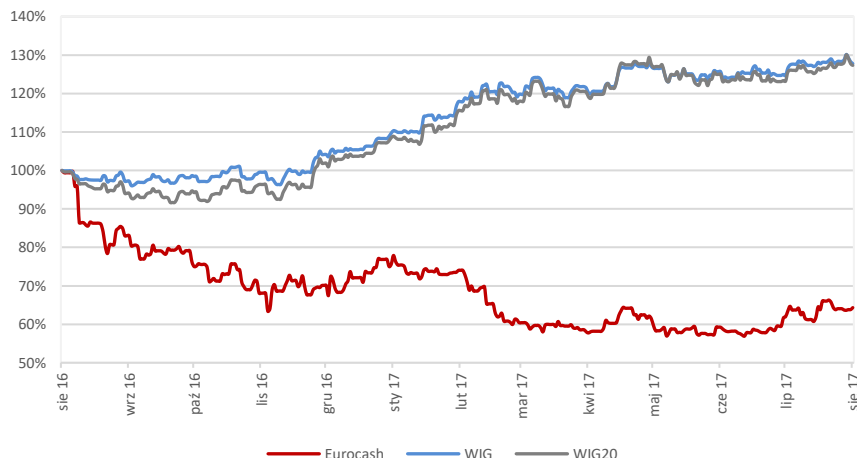
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Wycena porównawcza - podmioty zagraniczne

|                                     | P/E          |              |              | EV/EBITDA    |              |              |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                     | 2017         | 2018         | 2019         | 2017         | 2018         | 2019         |
| Tesco                               | 17,4         | 13,2         | 10,4         | 6,5          | 5,6          | 5,0          |
| BIM Birlesik                        | 26,9         | 22,9         | 19,5         | 17,1         | 14,3         | 12,1         |
| Bizim Toptan                        | 45,2         | 28,5         | 23,7         | 6,5          | 5,0          | 4,4          |
| Pick'N'Pay Stores                   | 20,4         | 17,5         | 15,0         | 9,7          | 8,5          | 7,4          |
| Migros Ticaret                      | 32,4         | 39,0         | 19,0         | 10,4         | 8,0          | 6,6          |
| <b>Mediana</b>                      | <b>26,9</b>  | <b>22,9</b>  | <b>19,0</b>  | <b>9,7</b>   | <b>8,0</b>   | <b>6,6</b>   |
| Eurocash                            | 25,5         | 20,3         | 16,5         | 11,3         | 9,7          | 8,6          |
| Premia/dyskonto                     | -5,3%        | -11,4%       | -13,0%       | 16,4%        | 20,4%        | 29,6%        |
| <b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>    | <b>36,48</b> | <b>39,02</b> | <b>39,72</b> | <b>29,30</b> | <b>28,39</b> | <b>26,35</b> |
| Waga roku                           | 33%          | 33%          | 33%          | 33%          | 33%          | 33%          |
| <b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>   |              | <b>38,41</b> |              |              | <b>28,01</b> |              |
| Waga wskaźnika                      |              | 50%          |              |              | 50%          |              |
| <b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b> |              | <b>33,21</b> |              |              |              |              |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

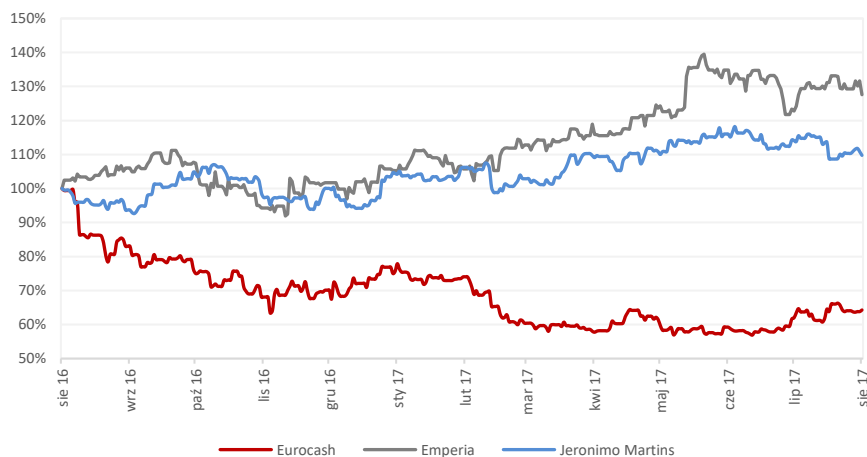
## Zachowanie kursu na tle WIG



W ostatnich miesiącach walory Eurocash zachowywały się znacznie słabiej niż szeroki rynek oraz WIG20.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

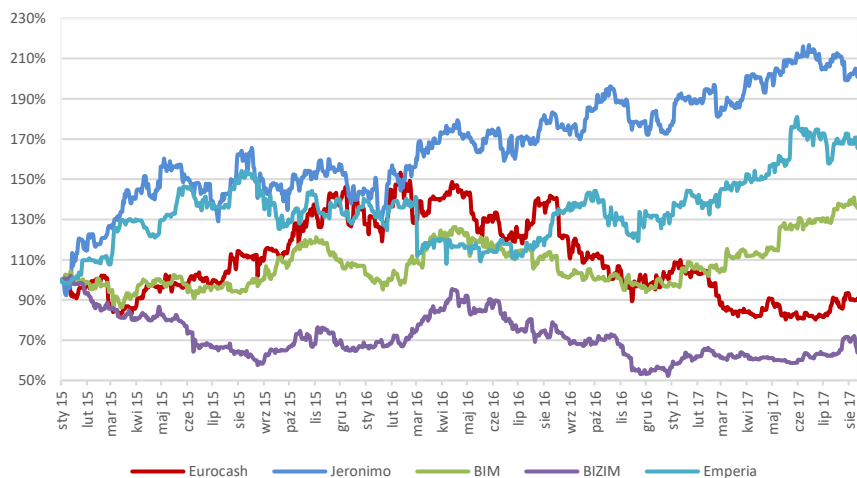
## Zachowanie kursu na tle Emperii i Jeronimo Martins



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. Liczymy jednak, że już od 2Q'17 spółka powróci do dodatniej ścieżki wynikowej.

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 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. Obecnie kwestia daniny pozostaje w zawieszeniu.

W sejmie toczą się prace nad zakazem handlu w niedzielę, na bazie zebranych podpisów oraz wniosku NSZZ Solidarność. Póki co nie wiadomo jaki będzie ostateczny kształt ewentualnej ustawy, jednak może on negatywnie odbić się na szerokim sektorze handlu (spadek obrotów, przynajmniej w krótkim terminie). Szczegółowe założenia obu projektów opisujemy na stronach 20-21.
- **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. 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.

## PROGNOZY WYNIKÓW ZA 2Q'17

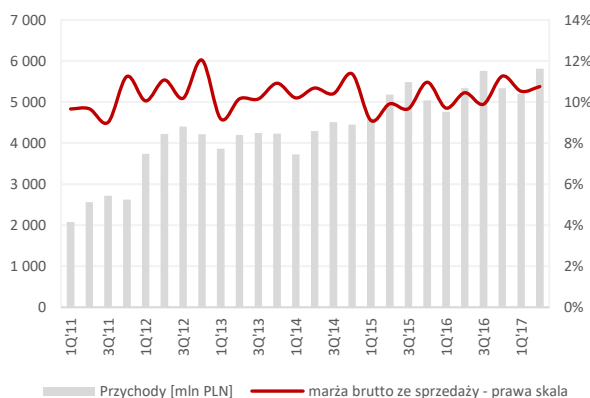
Wyniki Eurocash w minionych kwartałach były sporym rozczarowaniem, co miało kilka powodów: słabość formatu cash & carry (ujemne lfi), niskie dynamiki sprzedaży, koszty związane z nowymi projektami czy też zmniejszenie wielkości sieci Delikatesy Centrum. Liczymy jednak, że 2Q'17 mógł przynieść długo oczekiwaną poprawę rezultatów. Spodziewamy się, że przychody dystrybutora FMCG podniosły się do 5,8 mld PLN (+9% r/r; wpływ akwizycji Eko Holdingu oraz utrzymania dodatnich odczytów lfi w sieci DC). Zakładamy także, że wyższa powinna być też pierwsza marża (wzrost udziału segmentu handlu w miksie sprzedażowym). Tym samym estymujemy, że skonsolidowana EBITDA mogła podnieść się do 119 mln PLN (+8% r/r; dodatnia dynamika po raz pierwszy od 1Q'16), a zysk netto powinien być bliski 47,4 mln PLN (przyjęliśmy stawkę podatkową na poziomie 19%; rok wcześniej wyniosła 15,8%).

Prognozy wyników Eurocash za 2Q'17 [mln PLN]

|                           | 1Q'14   | 2Q'14   | 3Q'14   | 4Q'14   | 1Q'15   | 2Q'15   | 3Q'15   | 4Q'15   | 1Q'16   | 2Q'16   | 3Q'16   | 4Q'16   | 1Q'17   | 2Q'17P  |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody                 | 3 721,4 | 4 288,7 | 4 507,9 | 4 445,8 | 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 | 5 813,8 |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 379,6   | 458,2   | 469,0   | 505,6   | 419,3   | 513,7   | 530,8   | 553,1   | 462,4   | 558,3   | 570,0   | 601,5   | 546,6   | 625,2   |
| EBITDA                    | 41,6    | 100,8   | 112,8   | 157,3   | 41,8    | 114,0   | 135,1   | 184,7   | 47,3    | 110,3   | 123,2   | 159,6   | 37,5    | 119,0   |
| EBIT                      | 12,1    | 69,6    | 80,5    | 125,0   | 6,8     | 75,3    | 97,7    | 145,3   | 6,6     | 70,0    | 81,1    | 116,5   | -7,0    | 72,9    |
| Wynik brutto              | 0,3     | 58,9    | 66,8    | 92,8    | -5,5    | 65,6    | 88,1    | 117,4   | 3,4     | 63,1    | 75,9    | 93,6    | -16,2   | 58,5    |
| Wynik netto               | 1,3     | 49,3    | 57,5    | 74,9    | -3,1    | 51,6    | 72,8    | 108,8   | 2,0     | 53,1    | 61,7    | 73,2    | -15,0   | 47,4    |
| marża brutto ze sprzedaży | 10,2%   | 10,7%   | 10,4%   | 11,4%   | 9,1%    | 9,9%    | 9,7%    | 11,0%   | 9,7%    | 10,5%   | 9,9%    | 11,3%   | 10,5%   | 10,8%   |
| marża EBITDA              | 1,1%    | 2,4%    | 2,5%    | 3,5%    | 0,9%    | 2,2%    | 2,5%    | 3,7%    | 1,0%    | 2,1%    | 2,1%    | 3,0%    | 0,7%    | 2,0%    |
| marża EBIT                | 0,3%    | 1,6%    | 1,8%    | 2,8%    | 0,1%    | 1,5%    | 1,8%    | 2,9%    | 0,1%    | 1,3%    | 1,4%    | 2,2%    | -       | 1,3%    |
| marża netto               | 0,0%    | 1,2%    | 1,3%    | 1,7%    | -       | 1,0%    | 1,3%    | 2,2%    | 0,0%    | 1,0%    | 1,1%    | 1,4%    | -       | 0,8%    |

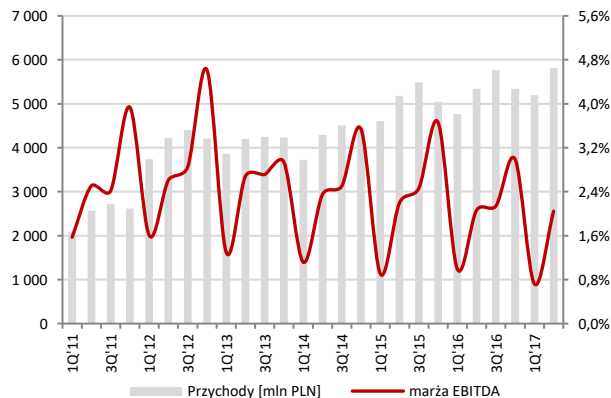
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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



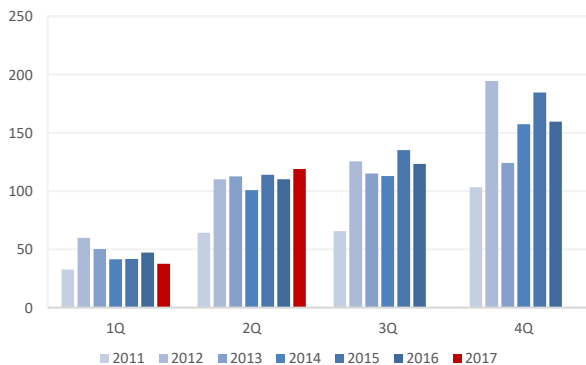
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża EBITDA



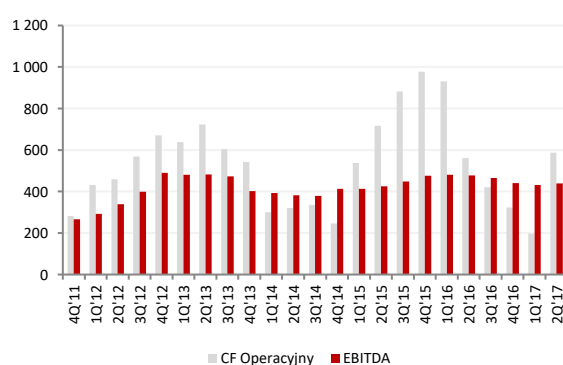
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki z 2016 roku oraz 1Q'17 stanowiły spore rozczarowanie, bowiem mieliśmy do czynienia z erozją EBITDA. Tak jak pisaliśmy powyżej, oczekujemy, że 2Q'17 przyniesie przełamanie negatywnych tendencji. Z lekkim optymizmem patrzymy również na perspektywy kolejnych kwartałów. W naszym modelu przyjmujemy przede wszystkim utrzymanie wysokich, dodatnich odczytów sprzedażowych w formacie Delikatesów Centrum. Zakładamy również, że prowadzone działania restrukturyzacyjne w formacie cash & carry będą przynosiły pierwsze widoczne efekty (zamknięcie kilku hurtowni powinno ograniczać powoli kanibalizację sprzedaży oraz zmniejszyć część kosztów stałych). W ujęciu sprzedażowym wsparciem będzie też konsolidowany od początku '17 Eko Holding. Podsumowując, estymujemy, że Eurocash wypracuje w bieżącym roku ok. 23,0 mld PLN przychodów oraz 462,4 mln PLN EBITDA (+5% r/r). Na poziomie netto oczekujemy 189 mln PLN zysku.

Z większym optymizmem podchodzimy do perspektyw 2018 roku. Mocniej widoczne powinny być m.in. prowadzone działania restrukturyzacyjnego w formacie cash & carry oraz optymalizacja sieci Eko Holding. Mniejsze powinny być także koszty nowych projektów (m.in. fresh, który dotyczy świeżych produktów). Tym samym szacujemy, że lider rynku FMCG zwiększy w '18 przychody do 24,4 mld PLN i wypracuje 524 mln PLN EBITDA. W dłuższej perspektywie nie wykluczamy akwizycji grupy w sektorze detalicznym. Władze spółki już wcześniej wskazywały, że będą się mocniej skupiały na tym obszarze biznesu. Na chwilę obecną nie uwzględniamy wpływu potencjalnych akwizycji na wyniki grupy.

### Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

|                           | 1Q'15   | 2Q'15   | 3Q'15   | 4Q'15   | 1Q'16   | 2Q'16   | 3Q'16   | 4Q'16   | 1Q'17   | 2Q'17P  | 3Q'17P  | 4Q'17P  | 2015     | 2016     | 2017P    | 2018P    | 2019P    |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 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 | 5 813,8 | 6 247,6 | 5 776,9 | 20 318,2 | 21 206,5 | 23 031,4 | 24 406,5 | 25 591,4 |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 419,3   | 513,7   | 530,8   | 553,1   | 462,4   | 558,3   | 570,0   | 601,5   | 546,6   | 625,2   | 664,9   | 651,9   | 2 016,8  | 2 192,2  | 2 488,6  | 2 637,7  | 2 765,8  |
| EBITDA                    | 41,8    | 114,0   | 135,1   | 184,7   | 47,3    | 110,3   | 123,2   | 159,6   | 37,5    | 119,0   | 136,3   | 169,6   | 475,6    | 440,5    | 462,4    | 523,7    | 583,8    |
| EBIT                      | 6,8     | 75,3    | 97,7    | 145,3   | 6,6     | 70,0    | 81,1    | 116,5   | -7,0    | 72,9    | 89,9    | 122,7   | 325,1    | 274,3    | 278,5    | 331,1    | 387,0    |
| Wynik brutto              | -5,5    | 65,6    | 88,1    | 117,4   | 3,4     | 63,1    | 75,9    | 93,6    | -16,2   | 58,5    | 79,6    | 113,3   | 265,6    | 235,9    | 235,2    | 293,0    | 358,9    |
| Wynik netto               | -3,1    | 51,6    | 72,8    | 108,8   | 2,0     | 53,1    | 61,7    | 73,2    | -15,0   | 47,4    | 64,5    | 91,7    | 230,2    | 190,0    | 188,6    | 237,3    | 290,7    |
| marża brutto ze sprzedaży | 9,1%    | 9,9%    | 9,7%    | 11,0%   | 9,7%    | 10,5%   | 9,9%    | 11,3%   | 10,5%   | 10,8%   | 10,6%   | 11,3%   | 9,9%     | 10,3%    | 10,8%    | 10,8%    | 10,8%    |
| marża EBITDA              | 0,9%    | 2,2%    | 2,5%    | 3,7%    | 1,0%    | 2,1%    | 2,1%    | 3,0%    | 0,7%    | 2,0%    | 2,2%    | 2,9%    | 2,3%     | 2,1%     | 2,0%     | 2,1%     | 2,3%     |
| marża EBIT                | 0,1%    | 1,5%    | 1,8%    | 2,9%    | 0,1%    | 1,3%    | 1,4%    | 2,2%    | -       | 1,3%    | 1,4%    | 2,1%    | 1,6%     | 1,3%     | 1,2%     | 1,4%     | 1,5%     |
| marża netto               | -       | 1,0%    | 1,3%    | 2,2%    | 0,0%    | 1,0%    | 1,1%    | 1,4%    | -       | 0,8%    | 1,0%    | 1,6%    | 1,1%     | 0,9%     | 0,8%     | 1,0%     | 1,1%     |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Prognoza ogólna na lata 2017-2026 [mln PLN]

|                           | 2014     | 2015     | 2016     | 2017P    | 2018P    | 2019P    | 2020P    | 2021P    | 2022P    | 2023P    | 2024P    | 2025P    | 2026P    |
|---------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Przychody                 | 16 963,8 | 20 318,2 | 21 206,5 | 23 031,4 | 24 406,5 | 25 591,4 | 26 751,7 | 27 883,9 | 28 993,3 | 30 077,5 | 31 137,3 | 32 174,5 | 33 187,8 |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 1 812,3  | 2 016,8  | 2 192,2  | 2 488,6  | 2 637,7  | 2 765,8  | 2 891,2  | 3 013,5  | 3 133,4  | 3 250,6  | 3 365,1  | 3 477,2  | 3 586,7  |
| EBITDA                    | 412,5    | 475,6    | 440,5    | 462,4    | 523,7    | 583,8    | 619,8    | 654,1    | 689,6    | 718,6    | 747,4    | 775,7    | 803,5    |
| EBIT                      | 287,2    | 325,1    | 274,3    | 278,5    | 331,1    | 387,0    | 419,3    | 450,3    | 483,1    | 510,0    | 537,4    | 564,9    | 592,6    |
| Wynik brutto              | 218,8    | 265,6    | 235,9    | 235,2    | 293,0    | 358,9    | 395,7    | 429,7    | 479,0    | 500,3    | 530,2    | 560,7    | 591,7    |
| Wynik netto               | 183,1    | 230,2    | 190,0    | 188,6    | 237,3    | 290,7    | 320,5    | 348,1    | 388,0    | 405,2    | 429,5    | 454,2    | 479,3    |
| marża brutto ze sprzedaży | 10,7%    | 9,9%     | 10,3%    | 10,8%    | 10,8%    | 10,8%    | 10,8%    | 10,8%    | 10,8%    | 10,8%    | 10,8%    | 10,8%    | 10,8%    |
| marża EBITDA              | 2,4%     | 2,3%     | 2,1%     | 2,0%     | 2,1%     | 2,3%     | 2,3%     | 2,3%     | 2,4%     | 2,4%     | 2,4%     | 2,4%     | 2,4%     |
| marża EBIT                | 1,7%     | 1,6%     | 1,3%     | 1,2%     | 1,4%     | 1,5%     | 1,6%     | 1,6%     | 1,7%     | 1,7%     | 1,7%     | 1,8%     | 1,8%     |
| marża netto               | 1,1%     | 1,1%     | 0,9%     | 0,8%     | 1,0%     | 1,1%     | 1,2%     | 1,2%     | 1,3%     | 1,3%     | 1,4%     | 1,4%     | 1,4%     |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Przychody wg formatów [mln PLN]**

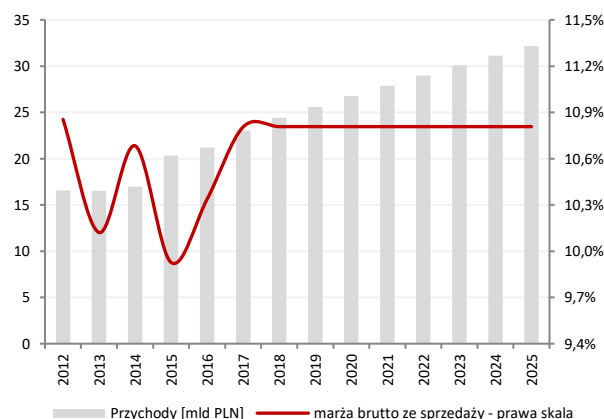
|                                       | 2014    | 2015    | 2016    | 2017P   | 2018P   | 2019P   | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   | 2026P   |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Cash&Carry                            | 4 499,8 | 4 353,1 | 4 342,5 | 4 251,3 | 4 484,3 | 4 728,5 | 4 956,8 | 5 168,2 | 5 362,2 | 5 538,2 | 5 695,6 | 5 834,2 | 5 953,6 |
| Delikatesy Centrum (franczyza+własne) | 1 807,6 | 1 961,3 | 2 146,0 | 2 759,7 | 3 086,4 | 3 412,6 | 3 733,9 | 4 048,4 | 4 354,2 | 4 649,9 | 4 936,8 | 5 216,6 | 5 488,5 |
| Eurocash Dystrybucja                  | 4 179,2 | 4 346,9 | 4 286,1 | 4 487,7 | 4 667,8 | 4 854,7 | 5 042,5 | 5 230,8 | 5 419,7 | 5 608,8 | 5 798,1 | 5 987,5 | 6 176,8 |
| Eurocash Alkohole                     | 1 950,4 | 2 011,5 | 2 029,1 | 2 128,0 | 2 202,5 | 2 279,6 | 2 355,4 | 2 429,8 | 2 506,5 | 2 585,7 | 2 667,4 | 2 751,6 | 2 838,5 |
| Papierosy i produkty impulsowe        | 3 275,3 | 5 519,2 | 5 570,5 | 5 514,5 | 5 661,4 | 5 828,0 | 5 992,5 | 6 154,6 | 6 314,4 | 6 471,7 | 6 626,4 | 6 778,6 | 6 928,2 |
| Eurocash Gastronomia                  | 537,7   | 353,7   | 375,4   | 398,6   | 410,5   | 421,6   | 432,4   | 443,0   | 453,8   | 464,8   | 476,2   | 487,8   | 499,6   |
| Eko Holding                           | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 850,0   | 877,4   | 917,3   | 958,7   | 1 001,5 | 1 045,9 | 1 091,8 | 1 139,4 | 1 188,7 | 1 239,8 |
| Pozostałe projekty                    | 207,8   | 693,9   | 1 262,0 | 1 472,1 | 1 589,9 | 1 653,4 | 1 716,3 | 1 778,2 | 1 842,4 | 1 908,9 | 1 977,9 | 2 049,3 | 2 123,2 |

| Zmiana r/r                            | 2014   | 2015   | 2016  | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P |
|---------------------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cash&Carry                            | -0,9%  | -3,3%  | -0,2% | -2,1% | 5,5%  | 5,4%  | 4,8%  | 4,3%  | 3,8%  | 3,3%  | 2,8%  | 2,4%  | 2,0%  |
| Delikatesy Centrum (franczyza+własne) | 9,3%   | 8,5%   | 9,4%  | 28,6% | 11,8% | 10,6% | 9,4%  | 8,4%  | 7,6%  | 6,8%  | 6,2%  | 5,7%  | 5,2%  |
| Eurocash Dystrybucja                  | -12,9% | 4,0%   | -1,4% | 4,7%  | 4,0%  | 4,0%  | 3,9%  | 3,7%  | 3,6%  | 3,5%  | 3,4%  | 3,3%  | 3,2%  |
| Eurocash Alkohole                     | 3,1%   | 3,1%   | 0,9%  | 4,9%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,3%  | 3,2%  | 3,2%  | 3,2%  | 3,2%  | 3,2%  | 3,2%  |
| Papierosy i produkty impulsowe        | 11,1%  | 68,5%  | 0,9%  | -1,0% | 2,7%  | 2,9%  | 2,8%  | 2,7%  | 2,6%  | 2,5%  | 2,4%  | 2,3%  | 2,2%  |
| Eurocash Gastronomia                  | -19,0% | -34,2% | 6,1%  | 6,2%  | 3,0%  | 2,7%  | 2,6%  | 2,4%  | 2,4%  | 2,4%  | 2,4%  | 2,4%  | 2,4%  |
| Eko Holding                           | -      | -      | -     | -     | 3,2%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,4%  | 4,4%  | 4,4%  | 4,3%  | 4,3%  |
| Pozostałe projekty                    | 69,2%  | 234,0% | 81,9% | 16,6% | 8,0%  | 4,0%  | 3,8%  | 3,6%  | 3,6%  | 3,6%  | 3,6%  | 3,6%  | 3,6%  |

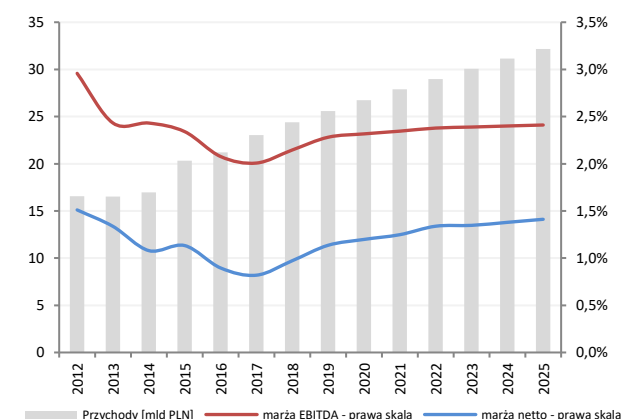
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Przychody i marża brutto ze sprzedaży**



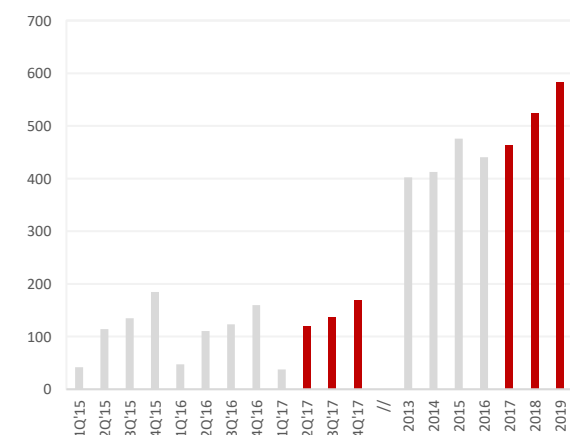
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marże EBITDA i netto w ujęciu rocznym**



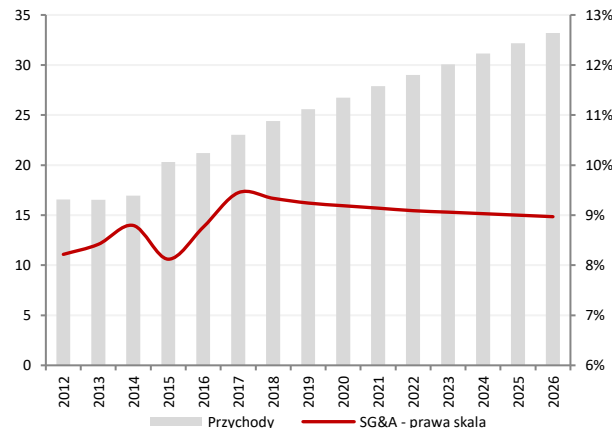
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**EBITDA w kolejnych okresach [mln PLN]**

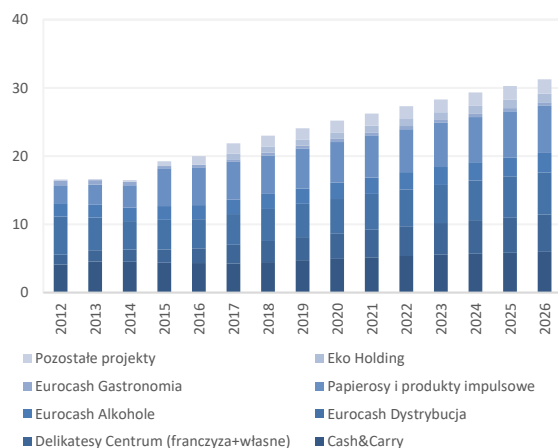


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

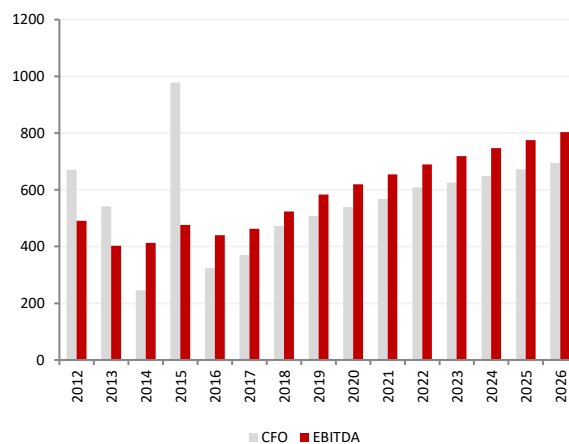
**SG&A vs przychody [mld PLN]**



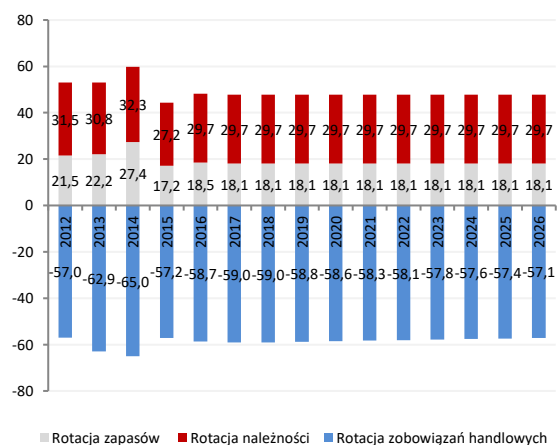
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Udział formatów w przychodach [mld PLN]**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**CF Operacyjny na tle EBITDA [mln PLN]**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Kapitał obrotowy (rotacja w dniach)**


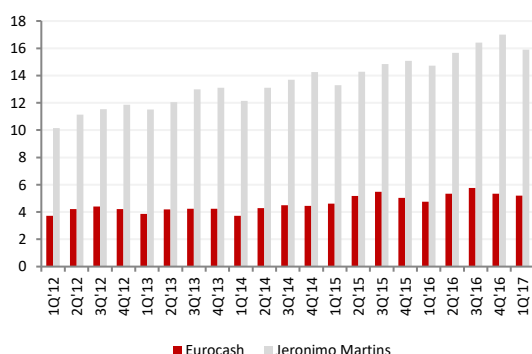
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## EUROCASH NA TLE JERONIMO MARTINS

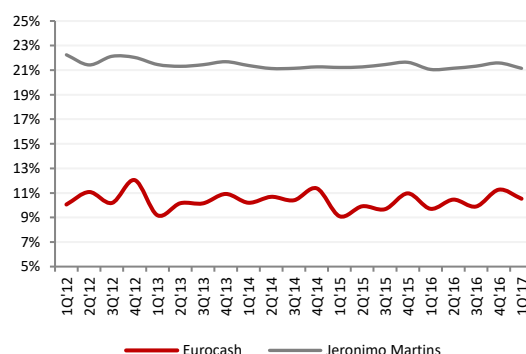
Uważamy, że podmiotem, do którego należy porównywać Eurocash jest przede wszystkim grupa Jeronimo Martins, prowadząca sieci m.in. Biedronka, Pingo Doce i Recheio. Porównując obie spółki widać, że Jeronimo Martins generuje zdecydowanie wyższe marże brutto, EBITDA oraz netto. Średnia marża EBITDA JM wynosi 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

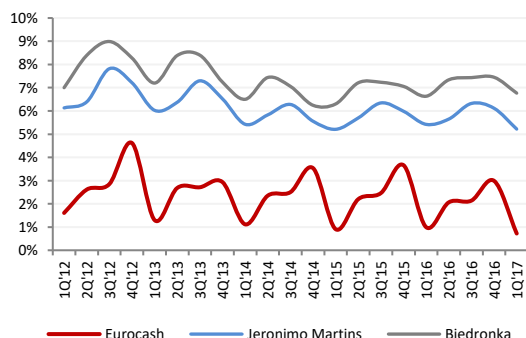
Przychody Eurocash na tle Jeronimo Martins [mld PLN]



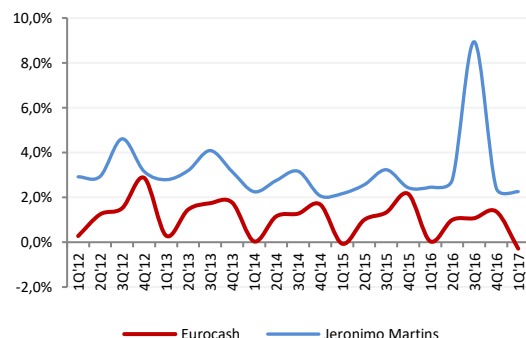
Porównanie marż brutto ze sprzedaży



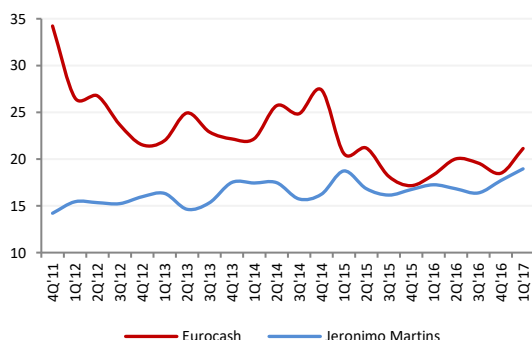
Porównanie marż EBITDA Eurocash, Jeronimo Martins i Biedronki



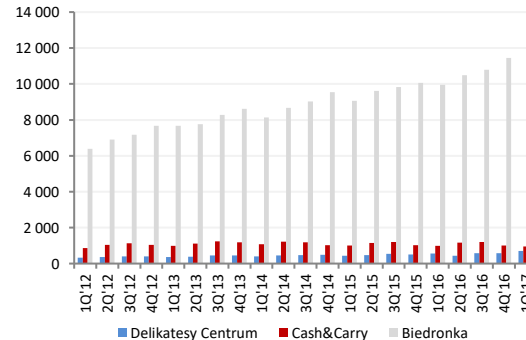
Porównanie marż netto Eurocash i Jeronimo Martins



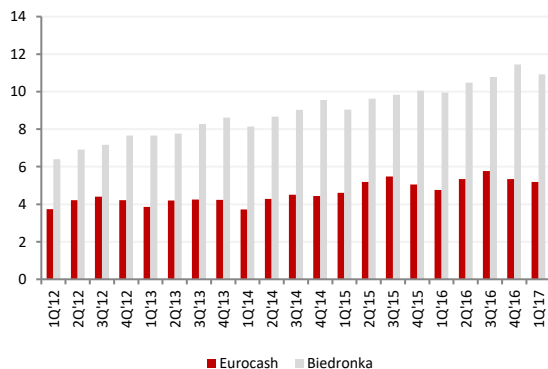
Rotacja zapasów w dniach



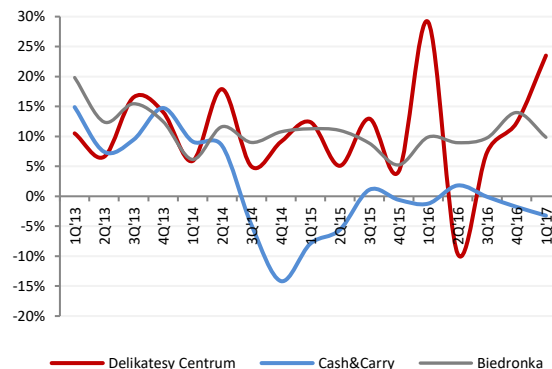
Przychody Delikatesów Centrum i Cash&Carry na tle Biedronki



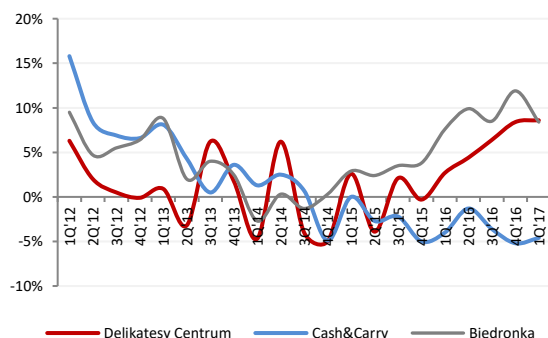
Przychody Eurocash na tle Biedronki



Dynamika przychodów DC, C&C i Biedronki



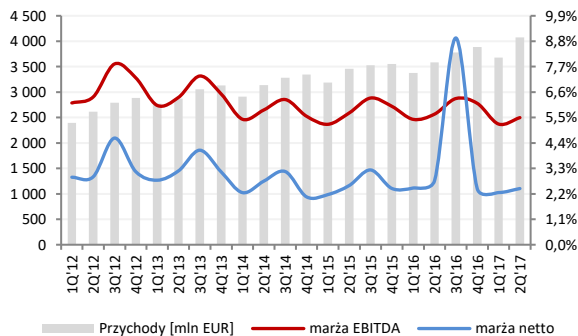
Sprzedaż Ifl DC, C&C i Biedronki



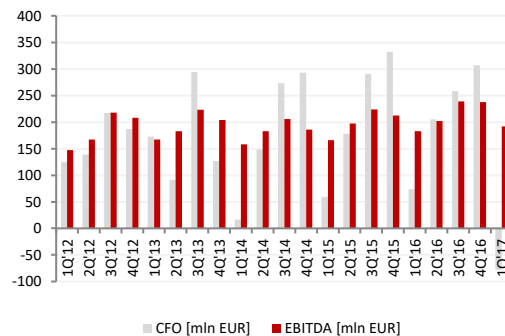
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

## Ogólne spojrzenie na Jeronimo Martins

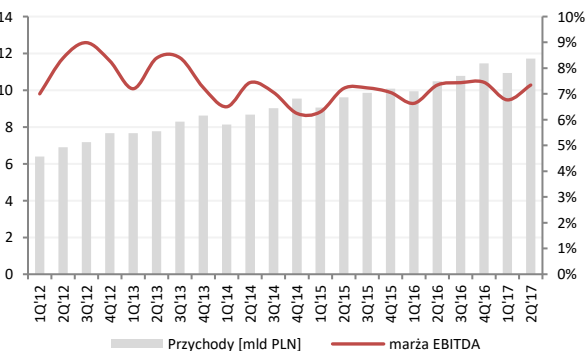
Marże EBITDA i netto Jeronimo Martins



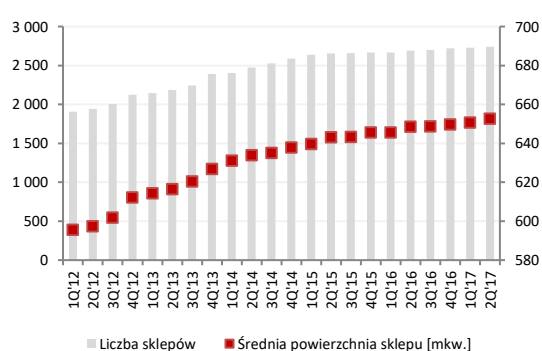
CFO na tle EBITDA (ujęcie kwartalne)



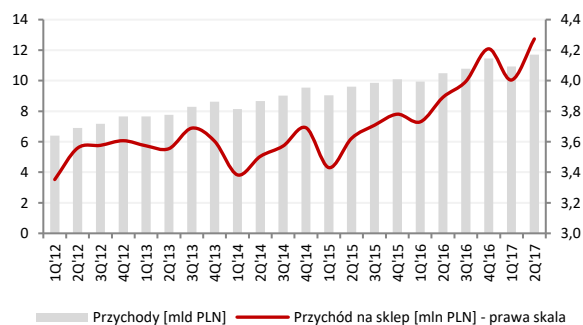
Rentowność EBITDA sieci Biedronka [mld PLN]



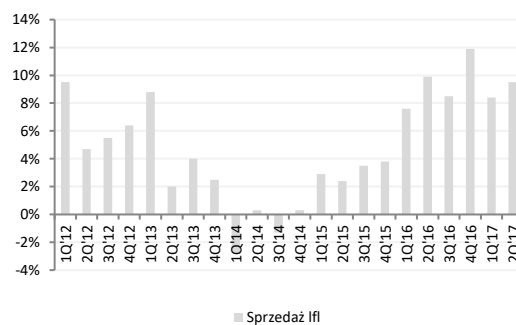
Rozwój sieci Biedronka



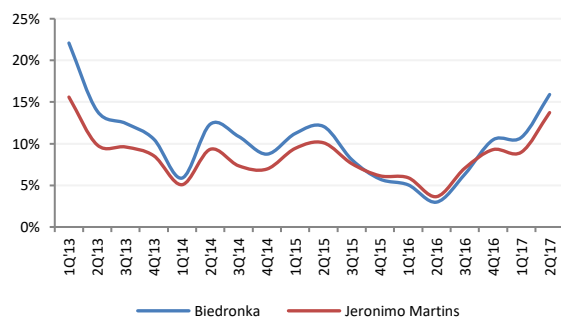
**Przychód na sklep sieci**



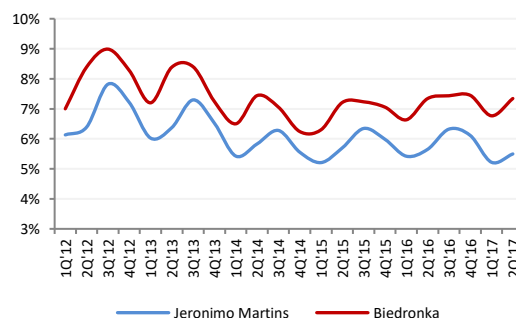
**Sprzedaż Ifi Biedronki**



**Dynamika przychodów Biedronki na tle Jeronimo Martins**



**Porównanie marż EBITDA Biedronki i Jeronimo Martins**



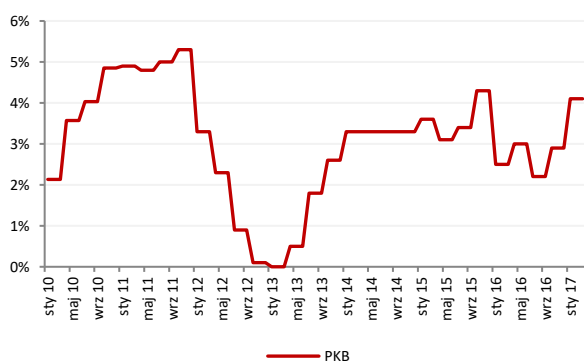
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki



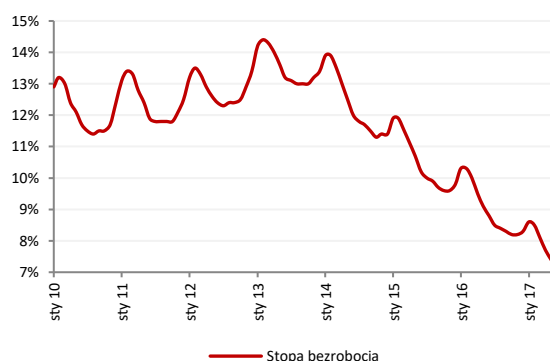
## OTOCZENIE RYNKOWE

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 6% (w maju wyniosła 8,4% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii żywność i zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 7,1% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą napędza rządowy program 500+. Wydaje się, że na trwałe powróciła inflacja – w czerwcu CPI wyniosła 1,5% (w obszarze żywności i napojów bezalkoholowych +3,7%, a w przypadku napojów alkoholowych i tytoniu +0,7%). Na budżety gospodarstw domowych z pewnością wpływa dobra sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach cały czas się obniża – w czerwcu wyniosła 7,1%. Według danych GUS, zwiększa się przeciętny poziom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Nieprzerwanie rośnie również średnie wynagrodzenie, które w czerwcu wyniosło ok. 4,5 tys. PLN (+6,0% r/r i +2,7% 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**



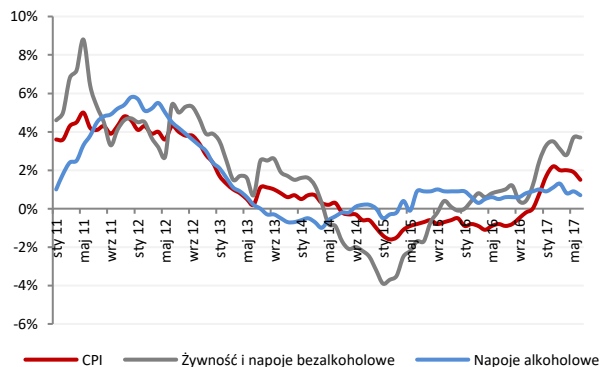
**Stopa bezrobocia**



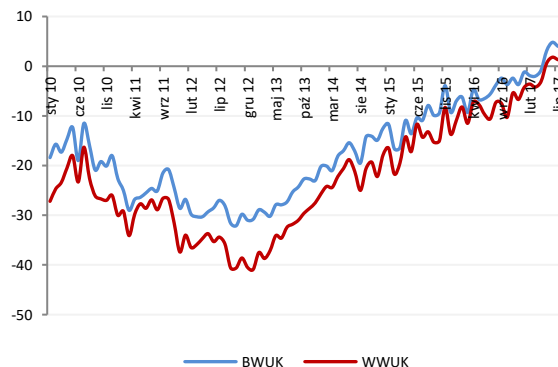
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

**CPI, CPI dla artykułów żywnościowych, CPI dla wyrobów tytoniowych**



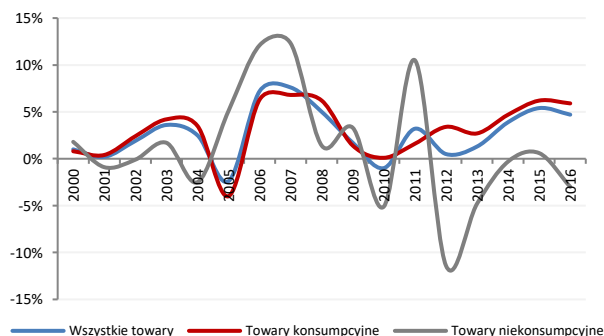
**Wskaźniki koniunktury konsumenckiej**



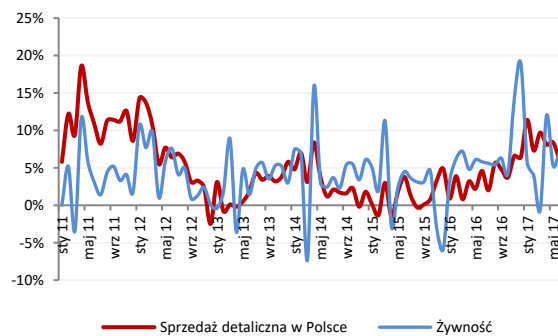
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

**Sprzedaż towarów w latach 2000-16**



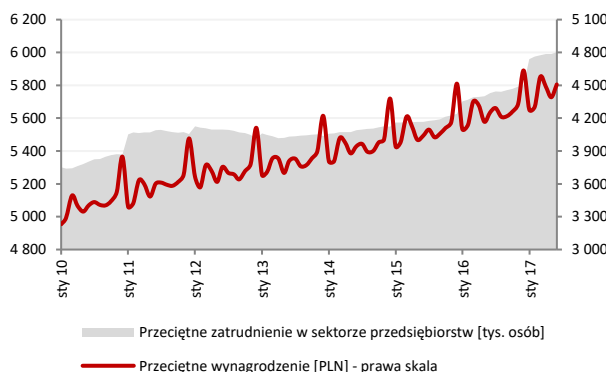
**Sprzedaż detaliczna i sprzedaż w kategorii żywność (zmiana r/r)**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

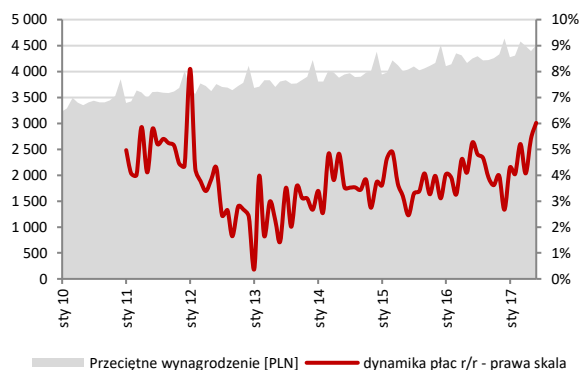
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

**Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw**



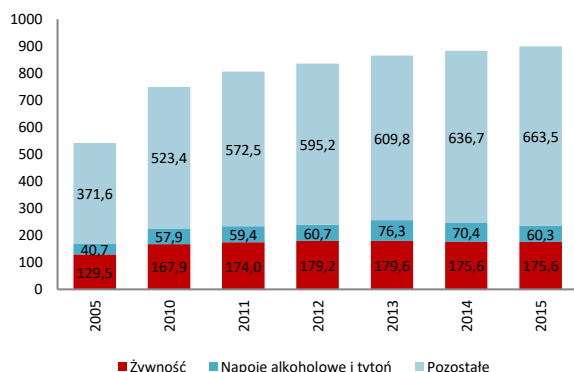
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

**Dynamika płac [%]**



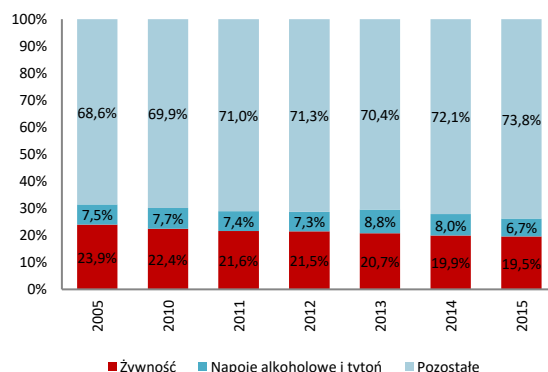
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

**Konsumpcja gospodarstw domowych [mld PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

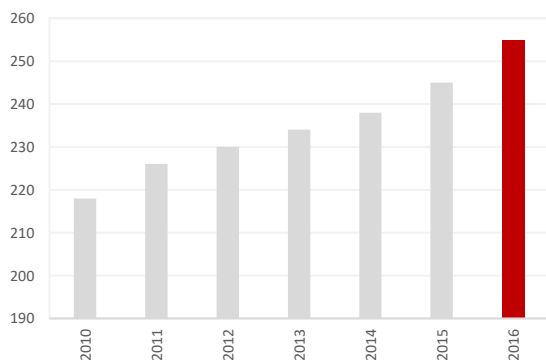
**Udział poszczególnych grup w konsumpcji gosp. dom. [%]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

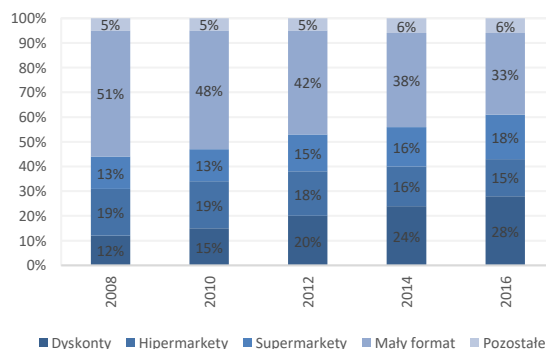
Z raportów GfK Polonia i Nielsen wynika, że krajowy rynek FMCG znajduje się w dobrej kondycji. Jego wartość szacuje się na ok. 250 mld PLN według danych za '16, a w kolejnych latach oczekiwane są wzrosty rzędu 2-3% rocznie. Blisko 87% wartości rynku stanowią sklepy detaliczne, natomiast pozostałe 13%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



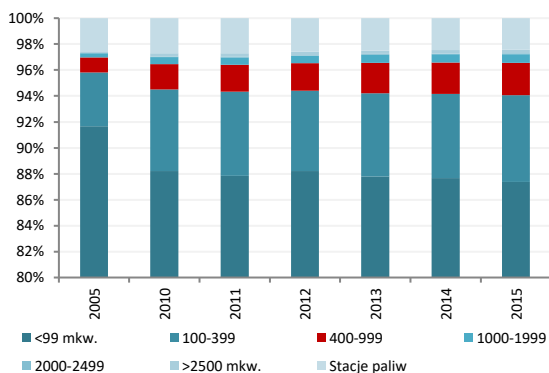
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR, Nielsen

**Struktura rynku FMCG**



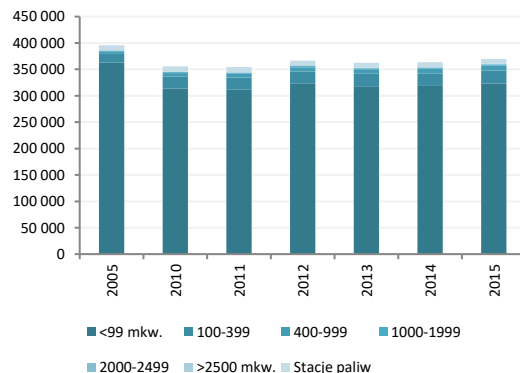
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GfK Polonia, wiadomoscihandlowe.pl

#### Struktura rynku wg kryterium powierzchni



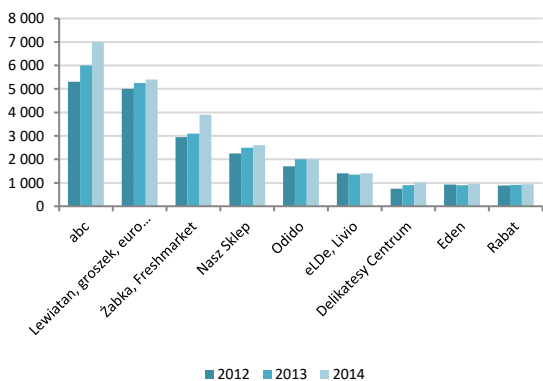
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

#### Liczba sklepów w podziale na powierzchnię



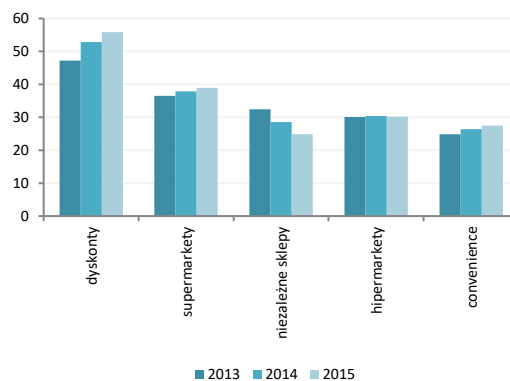
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

#### Najwięksi franczyzobiorcy na krajowym rynku FMCG (wg liczby sklepów)



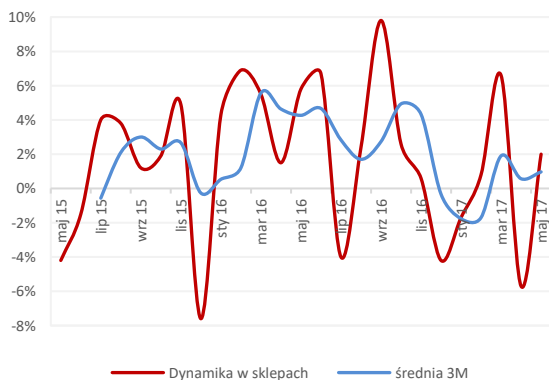
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GfK Polonia, spółka

#### 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

## 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 miał wygenerować w '16 wpływy do budżetu państwa na poziomie 630 mln PLN brutto, natomiast w '17 ok. 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 zapowiedziało prace nad nowym projektem. W dn. 15 listopada '16 sejm przegłosował ustawę o zawieszeniu obowiązywania podatku do 1 stycznia 2018 roku. Obecnie planowane jest przesunięcie wejścia w życie daniny na 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. Wcześniej przedstawiciele rady ministrów wskazywali, że zakaz handlu mógłby wejść w życie już z początkiem '18.

## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

| Bilans [mln PLN]                          | 2015           | 2016           | 2017P          | 2018P          | 2019P          | 2020P          | 2021P          | 2022P          | 2023P          | 2024P          | 2025P          | 2026P          |
|-------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>                      | <b>2 288,1</b> | <b>2 363,0</b> | <b>2 572,4</b> | <b>2 594,4</b> | <b>2 614,6</b> | <b>2 632,3</b> | <b>2 647,1</b> | <b>2 658,6</b> | <b>2 666,4</b> | <b>2 670,5</b> | <b>2 670,6</b> | <b>2 666,8</b> |
| Wartość firmy                             | 1 172,3        | 1 254,1        | 1 401,9        | 1 401,9        | 1 401,9        | 1 401,9        | 1 401,9        | 1 401,9        | 1 401,9        | 1 401,9        | 1 401,9        | 1 401,9        |
| RzAT                                      | 378,6          | 358,3          | 326,8          | 298,5          | 270,4          | 242,7          | 215,4          | 188,8          | 162,9          | 138,0          | 114,1          | 91,7           |
| Wartości niematerialne i prawne           | 569,3          | 587,4          | 713,7          | 764,0          | 812,3          | 857,7          | 899,8          | 937,8          | 971,6          | 1 000,6        | 1 024,5        | 1 043,2        |
| Pozostałe aktywa trwałe                   | 167,9          | 163,2          | 130,0          | 130,0          | 130,0          | 130,0          | 130,0          | 130,0          | 130,0          | 130,0          | 130,0          | 130,0          |
| <b>Aktywa obrotowe</b>                    | <b>2 736,4</b> | <b>3 200,8</b> | <b>3 624,5</b> | <b>3 902,3</b> | <b>4 063,3</b> | <b>4 197,6</b> | <b>4 326,7</b> | <b>4 308,8</b> | <b>4 423,7</b> | <b>4 544,1</b> | <b>4 664,0</b> | <b>4 783,0</b> |
| Zapasy                                    | 968,3          | 1 088,9        | 1 160,2        | 1 229,5        | 1 289,2        | 1 347,6        | 1 404,7        | 1 460,6        | 1 515,2        | 1 568,6        | 1 620,8        | 1 671,9        |
| Należności z tyt. dostaw                  | 1 533,3        | 1 748,2        | 1 898,6        | 2 012,0        | 2 109,7        | 2 205,3        | 2 298,6        | 2 390,1        | 2 479,5        | 2 566,8        | 2 652,3        | 2 735,9        |
| Środki pieniężne                          | 86,2           | 161,9          | 326,6          | 421,8          | 425,5          | 405,7          | 384,4          | 219,1          | 190,1          | 169,7          | 151,8          | 136,3          |
| Pozostałe aktywa obrotowe                 | 148,6          | 201,8          | 239,0          | 239,0          | 239,0          | 239,0          | 239,0          | 239,0          | 239,0          | 239,0          | 239,0          | 239,0          |
| <b>Kapitał własny</b>                     | <b>1 168,1</b> | <b>1 155,1</b> | <b>1 244,5</b> | <b>1 368,6</b> | <b>1 422,1</b> | <b>1 451,8</b> | <b>1 479,4</b> | <b>1 519,3</b> | <b>1 536,5</b> | <b>1 560,8</b> | <b>1 585,5</b> | <b>1 610,6</b> |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>        | <b>262,8</b>   | <b>335,0</b>   | <b>294,2</b>   | <b>294,2</b>   | <b>294,2</b>   | <b>294,2</b>   | <b>294,2</b>   | <b>136,9</b>   | <b>136,9</b>   | <b>136,9</b>   | <b>136,9</b>   | <b>136,9</b>   |
| Zobowiązania finansowe                    | 159,0          | 154,3          | 157,4          | 157,4          | 157,4          | 157,4          | 157,4          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Pozostałe zob. długoterminowe             | 103,9          | 180,6          | 136,9          | 136,9          | 136,9          | 136,9          | 136,9          | 136,9          | 136,9          | 136,9          | 136,9          | 136,9          |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>       | <b>3 593,6</b> | <b>4 073,7</b> | <b>4 658,2</b> | <b>4 833,8</b> | <b>4 961,7</b> | <b>5 083,9</b> | <b>5 200,1</b> | <b>5 311,2</b> | <b>5 416,7</b> | <b>5 517,0</b> | <b>5 612,2</b> | <b>5 702,3</b> |
| Zobowiązania finansowe                    | 101,8          | 331,7          | 564,8          | 515,0          | 465,3          | 415,5          | 365,8          | 316,0          | 266,3          | 216,5          | 166,8          | 117,0          |
| Zobowiązania z tyt. dostaw i usług        | 3 225,5        | 3 459,3        | 3 776,2        | 4 001,6        | 4 179,2        | 4 351,2        | 4 517,2        | 4 678,0        | 4 833,3        | 4 983,3        | 5 128,2        | 5 268,1        |
| Pozostałe zob. krótkoterminowe            | 266,3          | 282,7          | 317,2          | 317,2          | 317,2          | 317,2          | 317,2          | 317,2          | 317,2          | 317,2          | 317,2          | 317,2          |
|                                           |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Rachunek zysków i strat [mln PLN]         | 2015           | 2016           | 2017P          | 2018P          | 2019P          | 2020P          | 2021P          | 2022P          | 2023P          | 2024P          | 2025P          | 2026P          |
| Przychody ze sprzedaży                    | 20 318,2       | 21 206,5       | 23 031,4       | 24 406,5       | 25 591,4       | 26 751,7       | 27 883,9       | 28 993,3       | 30 077,5       | 31 137,3       | 32 174,5       | 33 187,8       |
| Koszty wytworzenia                        | 18 301,4       | 19 014,2       | 20 542,8       | 21 768,8       | 22 825,7       | 23 860,5       | 24 870,4       | 25 859,9       | 26 826,9       | 27 772,2       | 28 697,3       | 29 601,1       |
| Wynik brutto ze sprzedaży                 | 2 016,8        | 2 192,2        | 2 488,6        | 2 637,7        | 2 765,8        | 2 891,2        | 3 013,5        | 3 133,4        | 3 250,6        | 3 365,1        | 3 477,2        | 3 586,7        |
| Koszty sprzedaży                          | 1 351,4        | 1 526,6        | 1 810,7        | 1 894,4        | 1 960,7        | 2 036,3        | 2 108,5        | 2 177,9        | 2 250,3        | 2 320,3        | 2 387,9        | 2 453,1        |
| Koszty zarządu                            | 298,6          | 331,1          | 365,4          | 384,2          | 404,4          | 421,9          | 440,2          | 457,5          | 474,7          | 491,4          | 507,8          | 523,8          |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej | -41,8          | -60,3          | -34,1          | -28,1          | -13,6          | -13,7          | -14,5          | -15,0          | -15,6          | -16,1          | -16,7          | -17,2          |
| EBITDA                                    | 475,6          | 440,5          | 462,4          | 523,7          | 583,8          | 619,8          | 654,1          | 689,6          | 718,6          | 747,4          | 775,7          | 803,5          |
| EBIT                                      | 325,1          | 274,3          | 278,5          | 331,1          | 387,0          | 419,3          | 450,3          | 483,1          | 510,0          | 537,4          | 564,9          | 592,6          |
| Saldo finansowe                           | -55,6          | -33,6          | -42,3          | -38,1          | -28,1          | -23,6          | -20,5          | -4,1           | -9,7           | -7,2           | -4,1           | -0,9           |
| Wynik brutto                              | 265,6          | 235,9          | 235,2          | 293,0          | 358,9          | 395,7          | 429,7          | 479,0          | 500,3          | 530,2          | 560,7          | 591,7          |
| Wynik netto                               | 230,2          | 190,0          | 188,6          | 237,3          | 290,7          | 320,5          | 348,1          | 388,0          | 405,2          | 429,5          | 454,2          | 479,3          |
|                                           |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN] | 2015           | 2016           | 2017P          | 2018P          | 2019P          | 2020P          | 2021P          | 2022P          | 2023P          | 2024P          | 2025P          | 2026P          |
| CF operacyjny                             | 978,0          | 324,0          | 370,0          | 472,8          | 507,7          | 538,9          | 567,5          | 607,9          | 625,1          | 648,8          | 672,3          | 695,4          |
| CF inwestycyjny                           | -153,3         | -269,9         | -299,6         | -214,7         | -216,9         | -218,2         | -218,5         | -218,0         | -216,5         | -214,1         | -211,0         | -207,0         |
| CF finansowy                              | -825,5         | 21,6           | 94,4           | -162,9         | -287,1         | -340,5         | -370,2         | -555,2         | -437,7         | -455,0         | -479,2         | -503,9         |
| CF netto                                  | -0,7           | 75,7           | 164,8          | 95,2           | 3,7            | -19,8          | -21,3          | -165,2         | -29,1          | -20,3          | -17,9          | -15,5          |
| Środki pieniężne na początek okresu       | 86,9           | 86,2           | 161,9          | 326,6          | 421,8          | 425,5          | 405,7          | 384,4          | 219,1          | 190,1          | 169,7          | 151,8          |
| Środki pieniężne na koniec okresu         | 86,2           | 161,9          | 326,6          | 421,8          | 425,5          | 405,7          | 384,4          | 219,1          | 190,1          | 169,7          | 151,8          | 136,3          |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Wskaźniki rynkowe

| Dane finansowe              | 2015        | 2016        | 2017P        | 2018P        | 2019P        | 2020P        | 2021P        | 2022P        | 2023P        | 2024P        | 2025P        | 2026P        |
|-----------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody zmiana r/r        | 19,8%       | 4,4%        | 8,6%         | 6,0%         | 4,9%         | 4,5%         | 4,2%         | 4,0%         | 3,7%         | 3,5%         | 3,3%         | 3,1%         |
| EBITDA zmiana r/r           | 15,3%       | -7,4%       | 5,0%         | 13,3%        | 11,5%        | 6,2%         | 5,5%         | 5,4%         | 4,2%         | 4,0%         | 3,8%         | 3,6%         |
| EBIT zmiana r/r             | 13,2%       | -15,6%      | 1,5%         | 18,9%        | 16,9%        | 8,3%         | 7,4%         | 7,3%         | 5,6%         | 5,4%         | 5,1%         | 4,9%         |
| Wynik netto zmiana r/r      | 25,7%       | -17,5%      | -0,7%        | 25,8%        | 22,5%        | 10,2%        | 8,6%         | 11,5%        | 4,4%         | 6,0%         | 5,8%         | 5,5%         |
| Marża brutto na sprzedaży   | 9,9%        | 10,3%       | 10,8%        | 10,8%        | 10,8%        | 10,8%        | 10,8%        | 10,8%        | 10,8%        | 10,8%        | 10,8%        | 10,8%        |
| Marża EBITDA                | 2,3%        | 2,1%        | 2,0%         | 2,1%         | 2,3%         | 2,3%         | 2,3%         | 2,4%         | 2,4%         | 2,4%         | 2,4%         | 2,4%         |
| Marża EBIT                  | 1,6%        | 1,3%        | 1,2%         | 1,4%         | 1,5%         | 1,6%         | 1,6%         | 1,7%         | 1,7%         | 1,7%         | 1,8%         | 1,8%         |
| Marża brutto                | 1,3%        | 1,1%        | 1,0%         | 1,2%         | 1,4%         | 1,5%         | 1,5%         | 1,7%         | 1,7%         | 1,7%         | 1,7%         | 1,8%         |
| Marża netto                 | 1,1%        | 0,9%        | 0,8%         | 1,0%         | 1,1%         | 1,2%         | 1,2%         | 1,3%         | 1,3%         | 1,4%         | 1,4%         | 1,4%         |
| ROE                         | 19,7%       | 16,5%       | 15,2%        | 17,3%        | 20,4%        | 22,1%        | 23,5%        | 25,5%        | 26,4%        | 27,5%        | 28,6%        | 29,8%        |
| ROA                         | 4,6%        | 3,4%        | 3,0%         | 3,7%         | 4,4%         | 4,7%         | 5,0%         | 5,6%         | 5,7%         | 6,0%         | 6,2%         | 6,4%         |
| Dług                        | 260,7       | 486,0       | 722,2        | 672,4        | 622,7        | 572,9        | 523,2        | 316,0        | 266,3        | 216,5        | 166,8        | 117,0        |
| D/(D+E)                     | 18,2%       | 29,6%       | 36,7%        | 32,9%        | 30,5%        | 28,3%        | 26,1%        | 17,2%        | 14,8%        | 12,2%        | 9,5%         | 6,8%         |
| D/E                         | 22,3%       | 42,1%       | 58,0%        | 49,1%        | 43,8%        | 39,5%        | 35,4%        | 20,8%        | 17,3%        | 13,9%        | 10,5%        | 7,3%         |
| Odsetki/EBIT                | 22,4%       | 21,1%       | 22,2%        | 17,4%        | 13,8%        | 11,7%        | 10,0%        | 5,6%         | 4,5%         | 3,5%         | 2,5%         | 1,7%         |
| Dług/Kapitał własny         | 22,3%       | 42,1%       | 58,0%        | 49,1%        | 43,8%        | 39,5%        | 35,4%        | 20,8%        | 17,3%        | 13,9%        | 10,5%        | 7,3%         |
| Dług netto                  | 174,6       | 324,1       | 395,5        | 250,6        | 197,2        | 167,2        | 138,8        | 96,9         | 76,2         | 46,8         | 15,0         | -19,2        |
| Dług netto/Kapitał własny   | 14,9%       | 28,1%       | 31,8%        | 18,3%        | 13,9%        | 11,5%        | 9,4%         | 6,4%         | 5,0%         | 3,0%         | 0,9%         | -1,2%        |
| Dług netto/EBITDA           | 36,7%       | 73,6%       | 85,5%        | 47,8%        | 33,8%        | 27,0%        | 21,2%        | 14,1%        | 10,6%        | 6,3%         | 1,9%         | -2,4%        |
| Dług netto/EBIT             | 53,7%       | 118,2%      | 142,0%       | 75,7%        | 50,9%        | 39,9%        | 30,8%        | 20,1%        | 14,9%        | 8,7%         | 2,7%         | -3,2%        |
| EV                          | 4 984,0     | 5 133,6     | 5 205,0      | 5 060,1      | 5 006,6      | 4 976,7      | 4 948,3      | 4 906,4      | 4 885,7      | 4 856,3      | 4 824,5      | 4 790,3      |
| Dług/EV                     | 5,2%        | 9,5%        | 13,9%        | 13,3%        | 12,4%        | 11,5%        | 10,6%        | 6,4%         | 5,5%         | 4,5%         | 3,5%         | 2,4%         |
| CAPEX/Przychody             | 0,8%        | 0,8%        | 0,9%         | 0,9%         | 0,8%         | 0,8%         | 0,8%         | 0,8%         | 0,7%         | 0,7%         | 0,7%         | 0,6%         |
| CAPEX/Amortyzacja           | 111,3%      | 106,8%      | 114,2%       | 111,4%       | 110,3%       | 108,8%       | 107,2%       | 105,5%       | 103,8%       | 101,9%       | 100,1%       | 98,2%        |
| Amortyzacja/Przychody       | 0,7%        | 0,8%        | 0,8%         | 0,8%         | 0,8%         | 0,7%         | 0,7%         | 0,7%         | 0,7%         | 0,7%         | 0,7%         | 0,6%         |
| Zmiana KO/Przychody         | 2,3%        | -0,5%       | 0,4%         | 0,2%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Zmiana KO/Zmiana przychodów | 14,2%       | -11,4%      | 5,2%         | 3,1%         | 1,7%         | 1,5%         | 1,4%         | 1,2%         | 1,0%         | 0,9%         | 0,7%         | 0,5%         |
| <b>Wskaźniki rynkowe</b>    | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017P</b> | <b>2018P</b> | <b>2019P</b> | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> | <b>2025P</b> | <b>2026P</b> |
| MC/S                        | 0,2         | 0,2         | 0,2          | 0,2          | 0,2          | 0,2          | 0,2          | 0,2          | 0,2          | 0,2          | 0,1          | 0,1          |
| P/E                         | 20,9        | 25,3        | 25,5         | 20,3         | 16,5         | 15,0         | 13,8         | 12,4         | 11,9         | 11,2         | 10,6         | 10,0         |
| P/BV                        | 4,1         | 4,2         | 3,9          | 3,5          | 3,4          | 3,3          | 3,3          | 3,2          | 3,1          | 3,1          | 3,0          | 3,0          |
| P/CE                        | 15,2        | 13,7        | 9,3          | 7,3          | 6,7          | 6,6          | 6,6          | 7,9          | 8,1          | 8,0          | 7,9          | 7,8          |
| EV/EBITDA                   | 10,5        | 11,7        | 11,3         | 9,7          | 8,6          | 8,0          | 7,6          | 7,1          | 6,8          | 6,5          | 6,2          | 6,0          |
| EV/EBIT                     | 15,3        | 18,7        | 18,7         | 15,3         | 12,9         | 11,9         | 11,0         | 10,2         | 9,6          | 9,0          | 8,5          | 8,1          |
| EV/S                        | 0,2         | 0,2         | 0,2          | 0,2          | 0,2          | 0,2          | 0,2          | 0,2          | 0,2          | 0,2          | 0,1          | 0,1          |
| BVPS                        | 8,4         | 8,3         | 8,9          | 9,8          | 10,2         | 10,4         | 10,6         | 10,9         | 11,0         | 11,2         | 11,4         | 11,6         |
| EPS                         | 1,7         | 1,4         | 1,4          | 1,7          | 2,1          | 2,3          | 2,5          | 2,8          | 2,9          | 3,1          | 3,3          | 3,4          |
| CEPS                        | 2,3         | 2,5         | 3,7          | 4,7          | 5,1          | 5,2          | 5,3          | 4,4          | 4,3          | 4,3          | 4,4          | 4,4          |
| Dywidenda [mln PLN]         | 111,1       | 146,4       | 100,7        | 113,2        | 237,3        | 290,7        | 320,5        | 348,1        | 388,0        | 405,2        | 429,5        | 454,2        |
| DPS                         | 0,80        | 1,05        | 0,72         | 0,81         | 1,71         | 2,09         | 2,30         | 2,50         | 2,79         | 2,91         | 3,09         | 3,26         |
| Dywid                       | 2,3%        | 3,0%        | 2,1%         | 2,4%         | 4,9%         | 6,0%         | 6,7%         | 7,2%         | 8,1%         | 8,4%         | 8,9%         | 9,4%         |
| Payout ratio                | 60,7%       | 63,6%       | 53,0%        | 60,0%        | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 34,6 PLN.

## WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

**Maciek Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-412  
e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora Wydziału  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 20-81-432  
e-mail: pado@bdm.pl

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

**Krzysztof Brymora**

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

**Adrian Górniak**

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

**Marek Jurzec**

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

## WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

**Dariusz Wareluk**

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

**Leszek Mackiewicz**

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

**Bartosz Zieliński**

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

**Maciej Bąk**

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

## Historia rekomendacji spółki:

| zalecenie | cena docelowa | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa | data       | godzina publikacji | kurs | WIG    |
|-----------|---------------|-------------------------|--------------------------|------------|--------------------|------|--------|
| Akumuluj  | 38,2          | Redukuj                 | 38,0                     | 16.08.2017 | 10:37              | 34,6 | 62 313 |
| Redukuj   | 38,0          | ---                     | ---                      | 10.08.2015 | ---                | 42,5 | 52 638 |

## Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'17

|          |   |     |
|----------|---|-----|
| Kupuj    | 2 | 25% |
| Akumuluj | 4 | 50% |
| Trzymaj  | 1 | 13% |
| Redukuj  | 1 | 13% |
| 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

#### 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.

#### 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).

**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 portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 16.08.2017 roku (10:37 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 18.08.2017 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 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 16.08.2017 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.

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.