



Dom Maklerski BDM S.A.

EUROCASH

RAPORT ANALITYCZNY

Podnosimy wycenę Eurocash do poziomu 20,8 PLN/akcję i zmieniamy zalecenie na Trzymaj. Rezultaty 2Q'19 były nieco lepsze niż zakładaliśmy, a zarząd podtrzymał plan zakończenia integracji części detalicznej w '19, co powinno pozytywnie przekładać się na wyniki w '20. Prowadzone będą także dalsze działania optymalizacyjne w EC Dystrybucja. Z drugiej strony dynamika wyników w '20 może być hamowana przez wymagający rynek pracy, utratę kontraktu dla PKN Orlen oraz prawdopodobne wprowadzenie podatku od obrotu. Ostrożnie podchodzimy także do tempa realizacji rozwoju w obszarze detalicznym.

Wyniki grupy za 2Q'19 okazały się nieco lepsze niż sądziliśmy. Dodatkowo spółka wskazała, że proces integracji segmentu detalicznego przebiega zgodnie z planem i ma być zakończony jeszcze w tym roku. Zarząd dystrybutora FMCG zasygnalizował także, że tegorocznym celem jest zaraportowanie dodatnich odczytów sprzedaży porównywalnej w obu głównych segmentach (odczyty za 2Q'19 były finalnie lepsze niż sądziliśmy). Spodziewamy się, że wsparciem dla rezultatów finansowych będzie również utrzymująca się na wysokich poziomach inflacja (zwłaszcza w obszarze żywności). Zakładamy, że kolejne kwartały przyniosą lekką poprawę skonsolidowanej EBITDA MSR 17 (pozytywne czynniki negowane przez koszty integracji i wzrost płac). Szacujemy, że Eurocash w '19 osiągnie ok. 24,0 mld PLN przychodów, poprawiając równocześnie marżę brutto do poziomu 13,3%. Estymujemy, że EBITDA wyniesie 784,6 mln PLN (MSR 17 rap. = 421 mln PLN; MSR 17 adj. = 396 mln PLN; +7% r/r), a zysk netto będzie bliski 98,2 mln PLN (po oczyszczeniu o wpływ finalnego rozliczenia sprzedaży udziałów w PayUp ok. 79,6 mln PLN).

Według naszych założeń, wyniki grupy w '20 wykażą pozytywną dynamikę. Prognozujemy, że Eurocash zwiększy obroty do 25,1 mld PLN oraz EBITDA do 778 mln PLN. Zysk netto może wynieść 106 mln PLN. Na oczekiwaną poprawę powinny wpływać zakończenie integracji Mili z Delikatesami Centrum i Eko (w dłuższym terminie prognozy dla obszaru detalicznego są konserwatywniejsze od założeń strategii, którą przedstawił Eurocash), a także prowadzone działania w formacie EC Dystrybucja. Z drugiej strony presję będzie zapewne wywierał rynek pracy, utrata kontraktu dla PKN Orlen i prawdopodobne wprowadzenie podatku od obrotu (szacunkowo ok. 30 mln PLN p.a.).

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	21 206	20 849	22 833	24 028	25 129	26 288
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	-	-	-	785	778	810
EBITDA adj. MSSF 16 [mln PLN]	-	-	-	760	778	810
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	440	246	419	421	434	464
EBITDA adj. MSR 17 [mln PLN]	440	361	371	396	434	464
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-	-	-	249	244	275
Wynik netto adj. [mln PLN]	190	119	77	80	106	130
P/BV	2,4	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0
P/E adj.	14,8	23,8	36,4	35,4	26,6	21,6
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	-	6,7	6,5	6,3
EV/EBITDA MSR 17	7,1	12,9	7,6	7,8	7,5	6,9
EV/EBIT MSSF 16	-	-	-	20,4	20,9	18,4
DPS	1,1	0,8	0,8	1,0	1,0	1,1

Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 20,8 PLN

3 WRZEŚNIA 2019, 14:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	20,9
Wycena porównawcza [PLN]	20,4
Wycena końcowa [PLN]	20,8
Potencjał do wzrostu / spadku	2,6%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	20,2
Kapitalizacja [mln PLN]	2 816,7
Ilość akcji [mln. szt.]	139,2
Cena maksymalna na 6 mc [PLN]	23,5
Cena minimalna na 6 mc [PLN]	17,5
Stopa zwrotu za 3 mc	+2,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-11,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	+16,9%
Akcjonariat (% głosów):	
Luis Amaral	44,0%
Azvalor AM	9,8%
Pozostali	46,2%

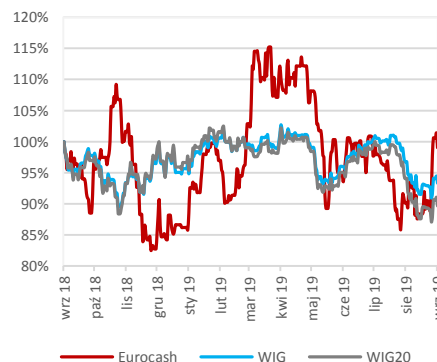
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w spra 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnim stronie raportu.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI 2Q'19.....	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	8
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	10

EUROCASH		Wskaźniki rynkowe					
Rekomendacja	Redukuj	P/E	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wycena końcowa [PLN]	20,8	P/BV	-95,3	25,2	28,7	26,6	21,6
Potencjał do wzrostu / spadku	2,6%	EV/EBITDA MSSF 16	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0
Cena rynkowa [PLN]	20,2	EV/EBITDA MSR 17	-	-	6,5	6,5	6,3
Ilość akcji [mln. szt.]	139,2	EV/EBIT MSSF 16	12,9	7,6	7,8	7,5	6,9
Kapitalizacja [mln PLN]	2 816,7	EV/EBIT MSR 17	-	-	20,4	20,9	18,4
		EV/S	50,6	14,9	15,8	14,5	12,5
		EV/S	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
		MC/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
		BVPS	7,4	7,4	7,1	6,9	6,8
		EPS	-0,2	0,8	0,7	0,8	0,9
		DPS (w danym roku)	0,8	0,8	1,0	1,0	1,1

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19P	4Q'19P	Wyniki roczne [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	5 000	5 775	6 256	5 801	5 483	6 438	6 298	5 809	Przychody	20 849	22 833	24 028	25 129	26 288
Hurt	3 983	4 607	4 787	4 349	4 108	4 886	4 932	4 422	Hurt	16 726	17 726	18 348	19 056	19 756
Detal	817	954	1 261	1 286	1 327	1 499	1 314	1 338	Detal	3 436	4 319	5 477	5 862	6 313
Projekty	164	174	168	174	16	23	22	23	Projekty	551	680	84	87	90
Pozostałe	36	41	41	-9	32	30	29	27	Pozostałe	136	108	118	123	129
Zysk brutto ze sprzedaży	582	706	785	809	712	844	815	834	Zysk brutto ze sprzedaży	2 465	2 882	3 205	3 430	3 587
SG&A	583	635	736	780	723	768	737	757	SG&A	2 319	2 735	2 986	3 115	3 246
PPO/PKO	-5	-3	3	73	2	6	-1	24	PPO/PKO	-83	67	31	-37	-27
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	121	216	212	235	EBITDA MSSF 16	-	-	785	778	810
EBITDA MSR 17	40	117	105	157	33	126	116	146	EBITDA MSR 17	246	419	421	434	464
EBITDA adj. MSR 17	40	117	105	109	33	126	116	121	EBITDA adj. MSR 17	361	371	396	434	464
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-10	81	77	101	EBIT MSSF 16	-	-	249	244	275
EBIT MSR 17	-7	68	52	102	-19	72	62	92	EBIT MSR 17	63	214	208	225	258
Zysk brutto	-17	59	37	77	-37	56	44	69	Zysk brutto	20	156	132	131	161
Zysk netto	-19	36	38	56	-40	47	35	56	Zysk netto	-30	112	98	106	130

Wskaźniki	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	Wskaźniki	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody zmiana r/r	7,5%	5,6%	11,5%	13,3%	9,7%	11,5%	0,7%	0,1%	Przychody zmiana r/r	-1,7%	9,5%	5,2%	4,6%	4,6%
EBITDA MSR 17 zmiana r/r	5,6%	1894,4%	3,6%	54,6%	-15,5%	8,1%	10,0%	-7,1%	EBITDA MSR 17 zmiana r/r	-44,1%	70,0%	0,6%	3,0%	7,0%
Zysk netto zmiana r/r	-	-158,3%	2,0%	473,6%	-	30,2%	-7,7%	0,5%	Zysk netto zmiana r/r	-	-	-12,0%	7,7%	23,1%
Marża brutto na sprzedaży	11,6%	12,2%	12,5%	14,0%	13,0%	13,1%	12,9%	14,4%	Marża brutto na sprzedaży	11,8%	12,6%	13,3%	13,7%	13,6%
Marża EBITDA MSR 17	0,8%	2,0%	1,7%	2,7%	0,6%	2,0%	1,8%	2,5%	Marża EBITDA MSR 17	1,2%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%
Marża netto	-	0,6%	0,6%	1,0%	-	0,7%	0,6%	1,0%	Marża netto	-	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%
									ROE	-2,9%	10,8%	9,9%	11,0%	13,8%
									ROA	-0,5%	1,9%	1,2%	1,3%	1,6%

Konsensus [mln PLN]*	2019P	2020P	2021P
Przychody	24 258,0	25 149,0	26 125,0
EBITDA	392,0	402,0	442,0
EBIT	185,6	216,6	245,1
Zysk netto	90,6	128,5	152,1
Dług netto	387,4	316,2	194,4
marża EBITDA	1,6%	1,6%	1,7%

*Źródło: Bloomberg

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa trwałe	2 530	3 006	4 861	4 868	4 879
WNIP	347	328	309	287	268
Rzeczowe aktywa trwałe	679	790	2 573	2 602	2 632
Pozostałe aktywa trwałe	1 504	1 888	1 980	1 980	1 980
Aktywa obrotowe	3 453	3 005	3 276	3 368	3 481
Zapasy	1 320	1 292	1 360	1 422	1 488
Należności krótkoterminowe	1 683	1 343	1 414	1 478	1 547
Środki pieniężne	203	197	299	264	243
Pozostałe aktywa obrotowe	247	173	204	204	204
Aktywa razem	5 983	6 011	8 137	8 236	8 360
Kapitał własny	1 030	1 036	991	958	942
Udziały mniejszości	64	61	57	57	57
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	4 953	4 974	7 147	7 279	7 418
Rezerwy na zobowiązania	185	242	227	227	227
Oprocentowane zobow. długoterm.	5	3	2 575	2 535	2 494
Zobowiązania długoterminowe inne	58	64	65	65	65
Oprocentowane zobow. krótkoterm.	567	576	0	0	0
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	3 943	3 813	4 003	4 175	4 356
Zobowiązania krótkoterminowe inne	195	277	276	276	276
Pasywa razem	5 983	6 011	8 137	8 236	8 360
Dług netto	370	382	2 276	2 272	2 251
Dług netto / Kapitał własny	0,4	0,4	2,3	2,4	2,4
Dług netto / EBITDA MSSF 16	-	-	2,9	2,9	2,8

Rachunek przepływu [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy z działalności operacyjnej	494	582	655	666	695
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-336	-462	-267	-197	-200
Przepływy z działalności finansowej	-117	-126	-285	-504	-516
Przepływy pieniężne netto	41	-6	103	-35	-21

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Eurocash dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, z kolei analizie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 20,9 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 20,4 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 2,9 mld PLN, czyli **20,8 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	2 912,7	20,9	3,4%
B	Wycena porównawcza	2 832,2	20,4	0,6%
C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa		2 888,6	20,8	2,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 1,0x.

Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że przychody ze sprzedaży w '19 wzrosną do 24,0 mld PLN (+5% r/r), co wynika z konsolidacji wyników Eko Holding, Mili oraz pozytywnych lfl w obszarze hurtu. Z kolei w '20 obroty według naszych założeń podniosą się do 25,1 mld PLN.
- W kolejnych latach w modelu nie zakładamy akwizycji, a jedynie wzrost organiczny (grupa ma ok. 30% udział w rynku hurtowym; potencjalne akwizycje – na które pozwala mocny bilans – powinny być dokonywane wyłącznie w obszarze detalicznym, jednak można się ich spodziewać najwcześniej po zakończeniu procesu integracji Eko i Mila, czyli po '19).
- Oczekujemy, że prowadzona integracja w dywizji detalicznej będzie obciążać wyniki grupy do końca br. Dlatego też prognozujemy, że oczyszczona EBITDA w '19 wyniesie ok. 396 mln PLN (wg MSR 17; +7% r/r).
- W wycenie uwzględniamy rozliczenie transakcji sprzedaży udziałów w PayUp w wys. 30 mln PLN brutto (przyjmujemy finalne rozliczenie w 4Q'19).
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19,0% w latach 2019-28 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2028 roku na poziomie 2,0% (utrzymanie względem poprzednich rekomendacji; rynek hurtu jest mocno nasycony i dostrzegamy trend spadku małych sklepów).
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2028 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2018 roku, który korygujemy zgodnie z MSSF 16 o wartość zadłużenia z tyt. prawa do użytkowania budynku w wys. 1,8 mld PLN (wg stanu na 01.01.2019).
- Do obliczeń przyjęliśmy 139,2 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 03.09.2019 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Eurocash na poziomie 2,9 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 20,9 PLN.

Model DCF

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	24 028,1	25 128,6	26 288,0	27 442,8	28 592,1	29 729,1	30 846,8	31 943,5	33 017,7	34 067,4
EBIT adj. [mln PLN]	224,4	243,9	275,2	290,5	315,8	337,2	361,9	386,4	412,4	438,9
Stopa podatkowa	26%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	57,2	46,3	52,3	55,2	60,0	64,1	68,8	73,4	78,4	83,4
NOPLAT [mln PLN]	167,1	197,6	222,9	235,3	255,8	273,1	293,2	313,0	334,1	355,5
Amortyzacja, w tym: [mln PLN]	535,2	534,0	534,8	536,3	538,2	540,2	542,1	543,7	545,0	545,8
- prawo do użytkowania	321,7	325,1	328,2	331,0	333,6	335,9	337,9	339,7	341,2	342,4
CAPEX, w tym [mln PLN]	-558,0	-541,3	-545,3	-548,6	-551,1	-552,5	-552,9	-552,4	-551,1	-548,9
- opłaty leasingowe	-363,4	-344,0	-345,5	-346,9	-348,1	-348,8	-349,3	-349,6	-349,7	-349,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	51,6	45,2	47,1	45,9	44,6	43,0	41,0	39,0	37,0	34,8
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-72,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy ze sprzedaży aktywów [mln PLN]*	18,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	141,7	235,5	259,5	268,9	287,4	303,8	323,4	343,3	364,9	387,3
DFCF [mln PLN]	138,4	213,7	218,8	210,5	208,9	204,8	202,2	199,0	196,0	192,7
Suma DFCF [mln PLN]	1 985,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	6 681,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	3 324,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	5 309,6									
Dług netto 2018 [mln PLN]*8	2 192,1									
Dywidenda 2019 [mln PLN]	143,4									
Udziały mniejszości [mln PLN]	61,4									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	2 912,7									
Ilość akcji [tys.]	139,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	20,9									

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

Przychody zmiana r/r	5,2%	4,6%	4,6%	4,4%	4,2%	4,0%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%
EBIT zmiana r/r	34,7%	8,7%	12,8%	5,5%	8,7%	6,8%	7,4%	6,8%	6,7%	6,4%
FCF zmiana r/r	41,5%	66,2%	10,2%	3,6%	6,9%	5,7%	6,5%	6,2%	6,3%	6,1%
Marża EBITDA	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Marża EBIT	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,3%
Marża NOPLAT	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,6%
CAPEX / Przychody	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	104,3%	101,4%	102,0%	102,3%	102,4%	102,3%	102,0%	101,6%	101,1%	100,6%
Zmiana KO / Przychody	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-4,3%	-4,1%	-4,1%	-4,0%	-3,9%	-3,8%	-3,7%	-3,6%	-3,4%	-3,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *wpływy ze sprzedaży PayUp w wys. 30 mln PLN skorygowane o podatek; **zakłada dług netto wg MSSF 16

Kalkulacja WACC

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
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	68,4%	69,2%	70,2%	71,1%	72,1%	73,1%	74,1%	75,1%	76,1%	77,1%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,1%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	31,6%	30,8%	29,8%	28,9%	27,9%	26,9%	25,9%	24,9%	23,9%	22,9%
WACC	7,4%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	8,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
beta	0,7	18,7	20,3	22,2	24,5	27,1	30,4	34,3	39,3	45,9
	0,8	16,8	18,2	19,9	21,8	24,1	26,8	30,0	34,1	39,2
	0,9	15,0	16,3	17,7	19,4	21,3	23,6	26,4	29,7	33,9
	1,0	13,5	14,6	15,8	17,3	19,0	20,9	23,2	26,0	29,4
	1,1	12,0	13,0	14,1	15,4	16,9	18,6	20,5	22,9	25,7
	1,2	10,7	11,6	12,6	13,7	15,0	16,5	18,1	20,1	22,5
	1,3	9,5	10,3	11,2	12,2	13,3	14,6	16,0	17,8	19,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
premia za ryzyko	3,00%	20,8	22,7	24,9	27,6	30,7	34,6	39,5	45,8	54,2
	4,00%	16,8	18,2	19,9	21,8	24,1	26,8	30,0	34,1	39,2
	5,00%	13,5	14,6	15,8	17,3	19,0	20,9	23,2	26,0	29,4
	6,00%	10,7	11,6	12,6	13,7	15,0	16,5	18,1	20,1	22,5
	7,00%	8,4	9,1	9,9	10,8	11,8	12,9	14,2	15,7	17,4
	8,00%	6,4	7,0	7,6	8,4	9,1	10,0	11,0	12,1	13,4
	9,00%	4,7	5,2	5,7	6,3	6,9	7,6	8,4	9,3	10,3

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%	41,4	38,9	36,6	34,6	32,8	31,1	29,6	28,3	27,0
	4,00%	33,1	30,7	28,6	26,8	25,1	23,6	22,3	21,1	20,1
	5,00%	26,7	24,5	22,6	20,9	19,5	18,2	17,0	16,0	15,1
	6,00%	21,6	19,6	17,9	16,5	15,2	14,1	13,1	12,2	11,4
	7,00%	17,5	15,7	14,2	12,9	11,8	10,8	9,9	9,2	8,5
	8,00%	14,1	12,5	11,2	10,0	9,0	8,2	7,4	6,7	6,1
	9,00%	11,3	9,9	8,6	7,6	6,8	6,0	5,3	4,7	4,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

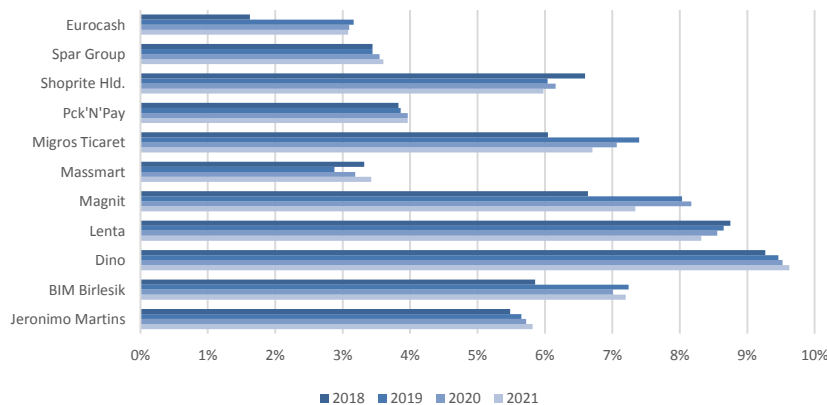
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2019-21 dla wybranych spółek z branży FMCG. W wycenie uwzględniliśmy podmioty zagraniczne oraz Jeronimo Martins i Dino (działające na rynku polskim), co naszym zdaniem nie w pełni oddaje charakter działalności Eurocash (przeważająca część hurtu w wynikach). Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Eurocash metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **20,4 PLN**.

Wycena porównawcza [PLN]

	P/E			EV/EBITDA		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Jeronimo Martins	21,1	19,7	17,9	8,8	8,3	7,7
BIM Birlesik	21,2	31,1	25,7	9,3	14,9	12,4
Dino	34,8	26,1	20,6	20,9	16,0	12,7
Lenta	9,4	8,3	7,6	5,2	4,7	4,2
Magnit	12,3	10,5	9,2	4,7	5,2	5,3
Massmart	16,8	16,2	11,7	3,5	4,6	3,8
Pick'N'Pay	16,3	17,3	15,8	8,1	8,8	8,0
Shoprite Hld.	15,2	18,7	18,1	7,3	9,0	8,9
Spar Group	15,2	15,5	14,1	9,5	9,6	8,9
X5 Retail	15,3	14,0	12,4	6,1	5,7	5,3
Mediana grupy	15,8	16,7	14,9	7,7	8,5	7,8
Eurocash	36,1	27,2	22,1	6,8	6,6	6,3
Premia/dyskonto	128,7%	62,5%	47,8%	-11,7%	-22,5%	-19,2%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	9,0	12,7	14,0	25,6	31,4	29,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		11,9			28,8	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	20,4					

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

Porównanie marż EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI 2Q'19

Rezultaty Eurocash w poprzednim kwartale były lekko powyżej naszych oczekiwań oraz konsensusu. W 2Q'19 grupa wypracowała 6,44 mld PLN przychodów, co oznacza wzrost o ok. 12% r/r. Marża brutto spółki zwiększyła się do 13,1% (+0,9 p.p. r/r), co jest efektem większego udziału segmentu detalicznego w sprzedaży. Na poziomie EBITDA dystrybutor FMCG zaraportował 216 mln PLN (wg MSR 17 = 126 mln PLN; marża EBITDA MSR 17 = 2,0%). Wynik netto był bliski 47 mln PLN. Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł niemal 399 mln PLN (vs 233 mln PLN przed rokiem).

Segment hurtowy osiągnął 4,9 mld PLN przychodów (+6% r/r) oraz 177 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 = 127 mln PLN). W podziale na formaty cash&carry wypracowało 1,22 mld PLN przychodów, co oznacza wzrost o 1,2% r/r, z kolei EC Dystrybucja (bez EC Alkohole) zanotowała 1,3 mld PLN sprzedaży (+12,2% r/r). Papierosy i produkty impulsowe zaraportowały wzrost wpływów o 11% r/r do 1,72 mld PLN, a Eurocash Alkohole miał 501 mln PLN przychodów (-8,8% r/r). EC Gastronomia osiągnęła 133 mln PLN przychodów (+12,6% r/r). W obszarze detalicznym sprzedaż wyniosła prawie 1,5 mld PLN (+34% r/r; wzrost dywizji w skonsolidowanych obrotach do 23%; efekt pełnej konsolidacji sieci Miła), z kolei EBITDA zbliżyła się do 77 mln PLN (wg MSR 17 = 39 mln PLN). Sprzedaż porównywalna w obszarze hurtu w 2Q'19 wyniosła 1,2%, z kolei w detalu w przypadku sklepów własnych odnotowano +8% (sprzedaż hurtowa Ił do franczyzowych placówek DC wzrosła o 6,7%).

Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	1H'17	1H'18	1H'19
Przychody	4 651	5 467	5 612	5 120	5 000	5 775	6 256	5 801	5 483	6 438	10	10 776	11
Hurt	3 715	4 441	4 515	4 055	3 983	4 607	4 787	4 349	4 108	4 886	8 155	8 590	8 995
Detal	794	855	915	872	817	954	1 261	1 286	1 327	1 499	1 649	1 771	2 826
Projekty	112	136	148	156	164	174	168	174	16	23	247	338	39
Pozostałe	31	35	34	36	36	41	41	-9	32	30	66	76	62
Zysk brutto ze sprzedaży	531	655	628	651	582	706	785	809	712	844	1 186	1 288	1 556
SG&A	553	581	575	610	583	635	736	780	733	778	1 134	1 219	1 510
PPO/PKO	15	-113	5	11	-5	-3	3	73	2	6	-98	-8	8
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	121	216	-	-	338
EBITDA MSR 17	37	6	101	101	40	117	105	157	33	126	43	157	160
EBITDA adj. MSR 17	37	120	101	101	40	117	105	109	33	126	158	157	160
EBIT MSSF 16	-7	-40	58	51	-7	68	52	102	-10	81	-47	61	72
EBIT MSR 17	-7	-40	58	51	-7	68	52	102	-19	72	-47	61	53
Zysk brutto	-16	-48	49	35	-17	59	37	77	-37	56	-64	42	19
Zysk netto	-15	-62	37	10	-19	36	38	56	-40	47	-77	18	7
Dług (gotówka) netto	584	486	464	370	469	684	609	382	2554	2416	486	684	2416
Przychody zmiana r/r	-	-	-	-	7,5%	5,6%	11,5%	13,3%	9,7%	11,5%	-	6,5%	10,6%
EBITDA MSR 17 zmiana r/r	-20,8%	-94,7%	-17,7%	-36,4%	5,6%	1894,4%	3,6%	54,6%	-15,5%	8,1%	-	261,2%	2,1%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	-39,3%	-86,7%	-	-158,3%	2,0%	473,6%	-	30,2%	-	-	-
Marża brutto na sprzedaży	11,4%	12,0%	11,2%	12,7%	11,6%	12,2%	12,5%	14,0%	13,0%	13,1%	11,7%	11,9%	13,0%
Marża EBITDA MSR 17	0,8%	0,1%	1,8%	2,0%	0,8%	2,0%	1,7%	2,7%	0,6%	2,0%	0,4%	1,5%	1,3%
Marża netto	-	-	0,7%	0,2%	-	0,6%	0,6%	1,0%	-	0,7%	-	0,2%	0,1%

Źródło: BDM S.A., spółka, PAP

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki grupy za 2Q'19 okazały się nieco lepsze niż sądziliśmy. Dodatkowo spółka wskazała, że proces integracji segmentu detalicznego przebiega zgodnie z planem i ma być zakończony jeszcze w tym roku. Zarząd dystrybutora FMCG zasygnalizował także, że tegorocznym celem jest zaraportowanie dodatnich odczytów sprzedaży porównywalnej w obu głównych segmentach (odczyty za 2Q'19 były finalnie lepsze niż sądziliśmy). Spodziewamy się, że wsparciem dla rezultatów finansowych będzie również utrzymująca się na wysokich poziomach inflacja (zwłaszcza w obszarze żywności). Zakładamy, że kolejne kwartały przyniosą lekką poprawę skonsolidowanej EBITDA MSR 17 (pozytywne czynniki negowane przez koszty integracji i wzrost płac). Podsumowując, w '19 szacujemy, że Eurocash osiągnie ok. 24,0 mld PLN przychodów, poprawiając równocześnie marżę brutto do poziomu 13,3%. Estymujemy, że EBITDA wyniesie 784,6 mln PLN (MSR 17 rap. = 421 mln PLN; MSR 17 adj. = 396 mln PLN; +7% r/r), a zysk netto będzie bliski 98,2 mln PLN (po oczyszczeniu o wpływ finalnego rozliczenia sprzedaży udziałów w PayUp ok. 79,6 mln PLN).

Według naszych założeń, wyniki grupy w '20 wykażą pozytywną dynamikę. Prognozujemy, że Eurocash zwiększy obroty do 25,1 mld PLN oraz EBITDA do 778 mln PLN. Zysk netto może wynieść 106 mln PLN. Na oczekiwaną poprawę pozytywnie powinny wpływać zakończenie integracji Mili z Delikatesami Centrum i Eko (nasze prognozy dla obszaru detalicznego są konserwatywniejsze od założeń strategii, którą rok temu przedstawił Eurocash), a także prowadzone działania w formacie EC Dystrybucja. Z drugiej strony presję będzie zapewne wywierał rynek pracy, utrata kontraktu dla PKN Orlen i prawdopodobne wprowadzenie podatku od obrotu (szacunkowo ok. 30 mln PLN p.a.).

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]*

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18P	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 651,1	5 466,7	5 611,9	5 119,7	5 000,3	5 775,4	6 256,2	5 801,0	5 482,9	6 438,2	6 297,7	5 809,2	20 849,5	22 832,9	24 028,1	25 128,6	26 288,0
Wynik brutto ze sprzedaży	531,2	655,0	628,3	650,8	581,6	706,0	785,1	809,2	711,5	844,1	815,5	833,6	2 465,3	2 881,9	3 204,7	3 430,1	3 587,0
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	121,4	216,2	211,6	235,5	-	-	784,6	777,9	810,0
EBITDA adj. MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	121,4	216,2	211,6	210,5	-	-	759,6	777,9	810,0
EBITDA MSR 17	37,5	5,9	101,5	101,5	39,6	117,0	105,1	156,8	33,5	126,5	115,6	145,6	246,3	418,6	421,2	433,9	464,5
EBITDA adj. MSR 17	37,5	120,3	101,5	101,5	39,6	117,0	105,1	109,1	33,5	126,5	115,6	120,6	360,7	370,9	396,2	433,9	464,5
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-9,7	81,4	76,8	100,8	-	-	249,4	243,9	275,2
EBIT MSR 17	-7,0	-39,6	58,2	51,4	-7,1	67,6	51,5	102,3	-19,1	72,2	62,0	92,5	63,0	214,4	207,6	225,0	257,8
Wynik brutto	-16,2	-47,7	49,4	34,8	-17,3	59,0	37,2	76,6	-37,5	56,4	43,5	69,4	20,3	155,6	131,8	130,5	160,7
Wynik netto	-15,0	-61,8	37,5	9,8	-18,5	36,0	38,2	55,9	-40,2	46,9	35,3	56,2	-29,6	111,7	98,2	105,7	130,2
Wynik netto adj.	-15,0	86,3	37,5	9,8	-18,5	36,0	38,2	21,1	-40,2	46,9	35,3	36,0	118,6	77,4	79,6	105,7	130,2
marża brutto	11,4%	12,0%	11,2%	12,7%	11,6%	12,2%	12,5%	14,0%	13,0%	13,1%	12,9%	14,4%	11,8%	12,6%	13,3%	13,7%	13,6%
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	2,2%	3,4%	3,4%	4,1%	-	-	3,3%	3,1%	3,1%
marża EBITDA adj. MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	2,2%	3,4%	3,4%	3,6%	-	-	3,2%	3,1%	3,1%
marża EBITDA MSR 17	0,8%	0,1%	1,8%	2,0%	0,8%	2,0%	1,7%	2,7%	0,6%	2,0%	1,8%	2,5%	1,2%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%
marża EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,3%	1,2%	1,7%	-	-	1,0%	1,0%	1,0%
marża netto adj.	-	1,6%	0,7%	0,2%	-	0,6%	0,6%	0,4%	-	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,3%	0,3%	0,4%	0,5%

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

Prognoza ogólna na lata 2019-2028 [mln PLN]*

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	21 206,5	20 849,5	22 832,9	24 028,1	25 128,6	26 288,0	27 442,8	28 592,1	29 729,1	30 846,8	31 943,5	33 017,7	34 067,4
Wynik brutto ze sprzedaży	2 192,2	2 465,3	2 881,9	3 204,7	3 430,1	3 587,0	3 743,3	3 898,6	4 052,1	4 202,9	4 350,8	4 495,4	4 636,6
EBITDA MSSF 16	-	-	-	784,6	777,9	810,0	826,8	854,0	877,3	904,0	930,1	957,4	984,7
EBITDA adj. MSSF 16	-	-	-	759,6	777,9	810,0	826,8	854,0	877,3	904,0	930,1	957,4	984,7
EBITDA MSR 17	440,5	246,3	418,6	421,2	433,9	464,5	479,9	505,9	528,5	554,7	580,5	607,7	635,1
EBITDA adj. MSR 17	440,5	360,7	370,9	396,2	433,9	464,5	479,9	505,9	528,5	554,7	580,5	607,7	635,1
EBIT MSSF 16	-	-	-	249,4	243,9	275,2	290,5	315,8	337,2	361,9	386,4	412,4	438,9
EBIT MSR 17	274,3	63,0	214,4	207,6	225,0	257,8	274,5	301,2	324,2	350,5	376,5	403,9	431,8
Wynik brutto	235,9	20,3	155,6	131,8	130,5	160,7	176,3	202,2	225,3	252,8	281,3	313,0	346,9
Wynik netto	190,0	-29,6	111,7	98,2	105,7	130,2	142,8	163,8	182,5	204,8	227,9	253,5	281,0
Wynik netto adj.	190,0	118,6	77,4	79,6	105,7	130,2	142,8	163,8	182,5	204,8	227,9	253,5	281,0
marża brutto	10,3%	11,8%	12,6%	13,3%	13,7%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	3,3%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
marża EBITDA MSR 17	2,1%	1,2%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%
marża EBIT MSSF 16	-	-	-	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,3%
marża netto adj.	0,9%	0,6%	0,3%	0,3%	0,4%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%

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

Przychody wg formatów [mln PLN]*

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Grupa Eurocash	18 885,4	20 713,0	22 724,7	23 910,1	25 005,3	26 158,9	27 308,1	28 451,7	29 583,2	30 695,4	31 786,7	32 855,6	33 900,2
Hurt	16 217,3	16 725,6	17 725,7	18 348,2	19 055,7	19 756,4	20 442,7	21 114,1	21 770,1	22 410,2	23 034,1	23 641,7	24 232,3
Cash&Carry	4 342,2	4 312,6	4 474,7	4 617,6	4 721,2	4 805,0	4 881,3	4 950,2	5 012,1	5 067,2	5 115,6	5 157,8	5 193,9
Papierosy i produkty impulsowe	5 404,2	5 532,4	5 893,4	6 192,0	6 509,0	6 846,1	7 184,7	7 524,1	7 863,7	8 202,8	8 540,9	8 877,5	9 212,0
Eurocash Alkohole	2 027,1	2 266,3	2 212,4	2 128,1	2 142,6	2 156,5	2 170,5	2 184,5	2 198,7	2 213,0	2 227,3	2 241,8	2 256,3
Eurocash Dystrybucja	4 078,9	4 181,1	4 615,8	4 874,5	5 118,6	5 356,1	5 586,7	5 810,5	6 027,2	6 236,7	6 439,1	6 634,4	6 822,7
Eurocash Gastronomia	364,9	433,3	476,4	510,6	538,1	565,6	591,7	616,3	639,3	660,8	680,8	699,3	716,4
Inne	0,0	0,0	53,0	25,4	26,3	27,0	27,8	28,5	29,1	29,8	30,4	31,0	31,0
Detal	2 396,7	3 436,1	4 318,7	5 477,4	5 862,2	6 313,0	6 774,0	7 244,6	7 718,6	8 189,3	8 655,3	9 115,5	9 568,5
DC + Eko + Mila	2 007,6	3 011,1	3 872,9	5 008,2	5 366,5	5 791,2	6 227,1	6 673,5	7 124,3	7 572,9	8 017,8	8 457,8	8 891,6
Inmedio	389,1	424,9	445,8	469,2	495,7	521,8	546,9	571,1	594,2	616,3	637,5	657,7	676,9
Projekty	271,3	551,3	680,3	84,5	87,4	89,6	91,4	93,0	94,5	95,9	97,2	98,3	99,4
zmiana r/r [%]													
Grupa Eurocash	-	9,7%	9,7%	5,2%	4,6%	4,6%	4,4%	4,2%	4,0%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%
Hurt	-	3,1%	6,0%	3,5%	3,9%	3,7%	3,5%	3,3%	3,1%	2,9%	2,8%	2,6%	2,5%
Cash&Carry	-	-0,7%	3,8%	3,2%	2,2%	1,8%	1,6%	1,4%	1,2%	1,1%	1,0%	0,8%	0,7%
Papierosy i produkty impulsowe	-	2,4%	6,5%	5,1%	5,1%	5,2%	4,9%	4,7%	4,5%	4,3%	4,1%	3,9%	3,8%
Eurocash Alkohole	-	11,8%	-2,4%	-3,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Eurocash Dystrybucja	-	2,5%	10,4%	5,6%	5,0%	4,6%	4,3%	4,0%	3,7%	3,5%	3,2%	3,0%	2,8%
Eurocash Gastronomia	-	18,7%	9,9%	7,2%	5,4%	5,1%	4,6%	4,1%	3,7%	3,4%	3,0%	2,7%	2,4%
Inne	-	-	-	-52,0%	3,2%	3,0%	2,7%	2,5%	2,3%	2,2%	2,0%	1,9%	0,0%
Detal	-	43,4%	25,7%	26,8%	7,0%	7,7%	7,3%	6,9%	6,5%	6,1%	5,7%	5,3%	5,0%
DC + Eko + Mila	-	50,0%	28,6%	29,3%	7,2%	7,9%	7,5%	7,2%	6,8%	6,3%	5,9%	5,5%	5,1%
Inmedio	-	9,2%	4,9%	5,2%	5,6%	5,3%	4,8%	4,4%	4,1%	3,7%	3,4%	3,2%	2,9%
Projekty	-	103,2%	23,4%	-87,6%	3,5%	2,5%	2,0%	1,8%	1,6%	1,5%	1,3%	1,2%	1,1%

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

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	2 530,4	3 006,0	4 861,2	4 868,5	4 879,0	4 891,3	4 904,2	4 916,5	4 927,3	4 936,0	4 942,1	4 945,2
Wartość firmy	1 401,3	1 783,6	1 846,0	1 846,0	1 846,0	1 846,0	1 846,0	1 846,0	1 846,0	1 846,0	1 846,0	1 846,0
Wartości niematerialne i prawne	347,1	327,7	309,0	287,0	267,5	250,1	234,7	221,1	209,2	199,0	190,6	183,8
RzAT	679,0	790,2	2 572,6	2 601,8	2 631,8	2 661,5	2 689,9	2 715,8	2 738,5	2 757,3	2 771,9	2 781,7
Pozostałe aktywa trwałe	103,0	104,4	133,6	133,6	133,6	133,6	133,6	133,6	133,6	133,6	133,6	133,6
Aktywa obrotowe	3 453,0	3 004,9	3 276,3	3 367,9	3 480,9	3 594,7	3 718,4	3 849,9	3 992,5	4 147,5	4 317,6	4 505,1
Zapasy	1 320,3	1 292,0	1 359,6	1 421,9	1 487,5	1 552,9	1 617,9	1 682,2	1 745,5	1 807,5	1 868,3	1 927,7
Należności z tyt. dostaw	1 682,8	1 343,4	1 413,7	1 478,5	1 546,7	1 614,7	1 682,3	1 749,2	1 814,9	1 879,5	1 942,7	2 004,4
Środki pieniężne	202,6	196,6	299,2	263,8	243,0	223,4	214,5	214,8	228,4	256,8	302,9	369,2
Pozostałe aktywa obrotowe	247,3	172,9	203,7	203,7	203,7	203,7	203,7	203,7	203,7	203,7	203,7	203,7
Kapitał własny	884,4	1 037,6	1 168,1	1 155,1	1 030,0	1 036,4	990,9	957,5	941,5	931,3	935,1	950,6
Zobowiązania długoterminowe	99,6	79,5	2 661,5	2 621,7	2 580,2	2 537,3	2 493,0	2 447,1	2 399,7	2 350,8	2 300,5	2 248,8
Zobowiązania finansowe	4,9	3,0	2 575,3	2 535,4	2 493,9	2 451,0	2 406,7	2 360,8	2 313,4	2 264,5	2 214,2	2 162,5
Pozostałe zob. długoterminowe	94,6	76,5	86,3	86,3	86,3	86,3	86,3	86,3	86,3	86,3	86,3	86,3
Zobowiązania krótkoterminowe	4 853,8	4 895,0	4 485,0	4 657,2	4 838,1	5 017,3	5 194,5	5 368,7	5 538,7	5 704,3	5 865,3	6 021,3
Zobowiązania finansowe	567,2	575,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	3 942,9	3 813,4	4 003,0	4 175,2	4 356,1	4 535,3	4 712,5	4 886,7	5 056,7	5 222,3	5 383,2	5 539,2
Pozostałe zob. krótkoterminowe	343,7	506,1	482,0	482,0	482,0	482,0	482,0	482,0	482,0	482,0	482,0	482,0
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	20 849,5	22 832,9	24 028,1	25 128,6	26 288,0	27 442,8	28 592,1	29 729,1	30 846,8	31 943,5	33 017,7	34 067,4
Koszty wytworzenia	18 384,1	19 951,0	20 823,4	21 698,5	22 700,9	23 699,6	24 693,5	25 677,0	26 643,8	27 592,7	28 522,2	29 430,8
Wynik brutto ze sprzedaży	2 465,3	2 881,9	3 204,7	3 430,1	3 587,0	3 743,3	3 898,6	4 052,1	4 202,9	4 350,8	4 495,4	4 636,6
Saldo pozostałe SG&A	2 319,1	2 734,9	2 985,8	3 114,6	3 246,3	3 376,0	3 503,7	3 628,9	3 750,4	3 868,0	3 981,7	4 091,1
Saldo pozostałe działalności operacyjnej	-83,2	67,4	30,5	-36,9	-27,0	-34,3	-32,6	-35,5	-36,0	-37,7	-38,7	-40,1
EBITDA MSSF 16	-	-	784,6	777,9	810,0	826,8	854,0	877,3	904,0	930,1	957,4	984,7
EBITDA MSR 17	246,3	418,6	421,2	433,9	464,5	479,9	505,9	528,5	554,7	580,5	607,7	635,1
EBIT MSSF 16	-	-	249,4	243,9	275,2	290,5	315,8	337,2	361,9	386,4	412,4	438,9
Saldo finansowe	-37,9	-53,9	-115,6	-113,4	-114,5	-114,1	-113,6	-111,9	-109,2	-105,1	-99,4	-92,0
Wynik brutto	20,3	155,6	131,8	130,5	160,7	176,3	202,2	225,3	252,8	281,3	313,0	346,9
Wynik netto	-29,6	111,7	98,2	105,7	130,2	142,8	163,8	182,5	204,8	227,9	253,5	281,0
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
CF operacyjny	493,6	582,1	654,6	666,0	694,7	709,1	732,0	752,7	776,4	800,7	827,0	854,5
CF inwestycyjny	-335,7	-462,2	-266,9	-197,3	-199,8	-201,7	-203,0	-203,6	-203,6	-202,8	-201,4	-199,3
CF finansowy	-117,2	-125,9	-285,0	-504,1	-515,7	-527,0	-537,9	-548,8	-559,3	-569,5	-579,4	-588,9
CF netto	40,7	-6,0	102,6	-60,4	-20,8	-19,6	-8,9	0,3	13,6	28,4	46,2	66,3
Środki pieniężne na początek okresu	161,9	202,6	196,6	299,2	263,8	243,0	223,4	214,5	214,8	228,4	256,8	302,9
Środki pieniężne na koniec okresu	202,6	196,6	299,2	263,8	243,0	223,4	214,5	214,8	228,4	256,8	302,9	369,2
Dynamiki / marże / wskaźniki	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	-1,7%	9,5%	5,2%	4,6%	4,6%	4,4%	4,2%	4,0%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-	-	-	-0,8%	4,1%	2,1%	3,3%	2,7%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%
Wynik netto zmiana r/r	-115,6%	-477,7%	-12,0%	7,7%	23,1%	9,7%	14,7%	11,4%	12,2%	11,3%	11,2%	10,9%
Marża brutto na sprzedaży	11,8%	12,6%	13,3%	13,7%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
Marża EBITDA MSSF 16	-	-	3,3%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Marża EBITDA MSR 17	1,2%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%
Marża netto	-0,1%	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%
ROE	-2,9%	10,8%	9,9%	11,0%	13,8%	15,3%	17,5%	19,2%	20,9%	22,2%	23,2%	23,8%
ROA	-0,5%	1,9%	1,2%	1,3%	1,6%	1,7%	1,9%	2,1%	2,3%	2,5%	2,7%	3,0%
Odsetki/EBIT	106,3%	41,9%	58,2%	58,5%	51,0%	47,5%	42,9%	39,4%	36,0%	33,0%	30,2%	27,7%
Dług netto MSSF 16 [mln PLN]	-	-	2 276,1	2 271,6	2 250,9	2 227,6	2 192,2	2 146,0	2 085,0	2 007,7	1 911,2	1 793,3
Dług netto MSR 17 [mln PLN]	369,6	382,0	465,6	442,1	404,1	364,8	314,9	255,8	183,4	96,2	-8,8	-133,9
Dług netto/Kapitał własny	-	-	229,7%	237,2%	239,1%	239,2%	234,4%	225,8%	212,5%	195,2%	174,7%	152,0%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	-	-	290,1%	292,0%	277,9%	269,4%	256,7%	244,6%	230,6%	215,9%	199,6%	182,1%
EV [mln PLN]	3 186,2	3 198,6	5 092,7	5 088,2	5 067,6	5 044,3	5 008,9	4 962,7	4 901,7	4 824,4	4 727,9	4 610,0
Dług/EV	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
CAPEX/Przychody	1,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX/Amortyzacja	111,9%	87,7%	104,3%	101,4%	102,0%	102,3%	102,4%	102,3%	102,0%	101,6%	101,1%	100,6%
Amortyzacja/Przychody	0,9%	0,9%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,6%
Zmiana KO/Przychody	1,5%	1,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-89,0%	12,0%	4,3%	4,1%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%
MC/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
P/E	-95,3	25,2	28,7	26,6	21,6	19,7	17,2	15,4	13,8	12,4	11,1	10,0
P/BV	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9	2,7	2,6	2,4
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	6,5	6,5	6,3	6,1	5,9	5,7	5,4	5,2	4,9	4,7
EV/EBITDA MSR 17	12,9	7,6	7,8	7,5	6,9	6,6	6,2	5,8	5,4	5,0	4,6	4,2
EV/EBIT MSSF 16	-	-	20,4	20,9	18,4	17,4	15,9	14,7	13,5	12,5	11,5	10,5
EV/EBIT MSR 17	50,6	14,9	15,8	14,5	12,5	11,6	10,4	9,5	8,6	7,7	7,0	6,2
EV/S	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Dywidenda [mln PLN]	111,3	105,9	143,4	139,2	146,1	153,1	160,0	167,0	174,0	180,9	187,9	194,8
DPS	0,8	0,8	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4
Dywidend	4,0%	3,8%	5,1%	4,9%	5,2%	5,4%	5,7%	5,9%	6,2%	6,4%	6,7%	6,9%
Payout ratio	58,6%	124,8%	128,4%	141,7%	138,2%	117,6%	112,0%	102,0%	95,3%	88,4%	82,4%	76,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 20,2 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Krzysztof Pado

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

Krzystian Brymora

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

Adrian Górniak

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

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	20,8	Redukuj	18,1	03.09.2019*	14:00 CEST	20,2	56 247
Redukuj	18,1	Redukuj	17,9	22.07.2019*	11:15 CEST	19,4	60 851
Redukuj	17,9	Trzymaj	18,3	06.02.2019	10:55 CEST	19,4	61 147
Trzymaj	18,3	Akumuluj	22,5	07.12.2018	12:10 CEST	17,9	58 787
Akumuluj	22,5	Akumuluj	32,6	19.10.2018	13:50 CEST	20,9	56 561
Akumuluj	32,6	Akumuluj	38,2	12.12.2017	11:45	28,3	62 001
Akumuluj	38,2	Redukuj	38,0	16.08.2017	10:37	34,6	62 313
Redukuj	38,0	---	---	10.08.2015	---	42,5	52 638

*Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'19*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	18%	0	0%
Akumuluj	5	45%	0	0%
Trzymaj	2	18%	0	0%
Redukuj	2	18%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM.

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

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

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

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 03.09.2019 roku (14:00 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto 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 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/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 częstotliwości 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 03.09.2019 roku:

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

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