



Dom Maklerski BDM S.A.

EUROCASH

RAPORT ANALITYCZNY

Kurs akcji Eurocash uległ w ostatnich miesiącach mocnej korekcie, co uznajemy za okazję do zbudowania pozycji. Wydajemy zalecenie Kupuj z ceną docelową 20,1 PLN/akcję. Oczekujemy, że kolejne kwartały '20 przyniosą poprawę oczyszczonych wyników (w 2H'20 powinien być widoczny efekt optymalizacji EC Dystrybucji/EC Alkohole oraz zakończenie integracji w segmencie detalicznym). Liczymy, że grupa przedstawi pod koniec roku zaktualizowaną strategię w detalu i że w '21 skoncentruje się na rozwoju sieci Delikatesów Centrum. W przypadku realizacji naszych założeń, spółka byłaby handlowana z dyskontem względem podmiotów o zbliżonym profilu działalności i EV/EBITDA MSSF 16 2020/21 na poziomie 5,8-5,5x. Zwracamy uwagę na ostatnie zakupy akcji przez członków zarządu (po 15-16 PLN).

Oczekujemy, że 3Q'20 przyniesie stabilizację odczytów sprzedażowych i raportowanych wyników. Prognozujemy, że w grupa osiągnie 6,75 mld PLN przychodów, realizując marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 12,9% (+0,4 p.p. r/r). EBITDA MSSF 16 powinna wynieść 217 mln PLN (-1% r/r; wg MSR 17 = 125 mln PLN; wynik netto ze sprzedaży = 86 mln PLN, +23% r/r), a zysk netto ok. 33 mln PLN.

W ujęciu całorocznym spodziewamy się, że Eurocash osiągnie 25,3 mld PLN przychodów, przy uwzględnieniu konsolidacji Frisco (od 3Q'20) i zakładanego przez nas wpływu zakazu sprzedaży papierosów mentolowych (wszedł w życie w maju'20; liczymy się z ubytkiem części obrotów w tej kategorii). Szacujemy, że EBITDA MSSF 16 wyniesie 793 mln PLN (wg MSR 17 = 423 mln PLN), a zysk netto ok. 70 mln PLN. Liczymy, że w '21 sprzedaż spółki wzrośnie do 26,5 mld PLN, EBITDA MSSF 16 do 829 mln PLN, a wynik netto do 121 mln PLN (uwzględniając wpływ podatku od obrotu w wys. 40-45 mln PLN). Wśród głównych ryzyk dla wyników wskazujemy na możliwą kolejną falę COVID-19 (i ew. obostrzenia) czy większy ubytek sprzedaży w formacie papierosów (oraz związane z tym zmiany w kapitale obrotowym), natomiast dla samego kursu ew. negatywne rozstrzygnięcia w postępowaniu UOKiK dot. wykorzystywania przewagi kontraktowej.

Odnosząc się do COVID-19, zarząd podkreślił, że spółka nie miała (i nie ma) problemów z utrzymaniem ciągłości dostaw, jednak rezultaty 1H'20 były obciążone kosztami związanymi z obostrzeniami (łącznie 17 mln PLN; wpływ na kolejne kwartały powinien być coraz mniejszy). Część biznesów, które zostały dotknięte ograniczeniami w związku z pandemią (np. HoReca, Inmedio, Kontigo), odbudowują swoją sprzedaż, a trendy w małych sklepach powróciły do tendencji sprzed COVID-19 (w marcu i kwietniu notowano picki sprzedażowe, a następnie ubytek wolumenów).

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	20 849	22 833	24 852	25 277	26 536	27 716
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	-	-	794	793	829	847
EBITDA adj. MSSF 16 [mln PLN]	-	-	777	793	829	847
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	69	151	430	423	460	482
EBITDA adj. MSR 17 [mln PLN]	183	103	413	423	460	482
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-	-	245	236	274	292
Wynik netto adj. [mln PLN]	119	77	67	70	121	140
P/BV	2,0	2,0	2,2	2,1	2,1	2,2
P/E adj.	17,8	27,3	31,3	30,3	17,4	15,0
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	5,7	5,8	5,5	5,3
EV/EBITDA MSR 17	36,1	16,5	6,1	6,4	5,8	5,4
EV/EBIT MSSF 16	-	-	18,2	19,4	16,6	15,4
DPS	0,8	0,8	1,0	0,0	1,0	1,1

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

KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 20,1 PLN

7 WRZEŚNIA 2020, 07:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	21,6
Wycena porównawcza [PLN]	16,5
Wycena końcowa [PLN]	20,1
Potencjał do wzrostu / spadku	32,5%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	15,2
Kapitalizacja [mln PLN]	2 109,7
Ilość akcji [mln. szt.]	139,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	21,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	14,9
Stopa zwrotu za 3 mc	-20,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-20,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	-30,9%
Akcjonariat (% głosów):	
Luis Amaral	44,0%
Pozostali	56,0%

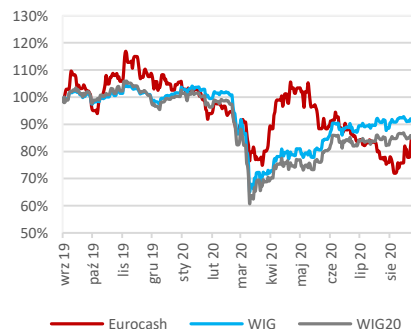
Adrian Górniak

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 sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI 2Q'20.....	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	9
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	11

EUROCASH		Wskaźniki rynkowe					
Rekomendacja	Kupuj	P/E	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wycena końcowa [PLN]	20,1	P/BV	18,9	26,7	30,3	17,4	15,0
Potencjał do wzrostu / spadku	32,5%	EV/EBITDA MSSF 16	2,0	2,2	2,1	2,1	2,2
Cena rynkowa [PLN]	15,2	EV/EBITDA MSR 16	-	5,6	5,8	5,5	5,3
Ilość akcji [mln. szt.]	139,2	EV/EBITDA MSR 17	16,5	6,1	6,4	5,8	5,4
Kapitalizacja [mln PLN]	2 109,7	EV/EBIT MSSF 16	-	18,2	19,4	16,6	15,4
		EV/EBIT MSR 17	-	12,6	14,4	11,1	9,9
		EV/S	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
		MC/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
		BVPS	7,4	6,9	7,2	7,1	7,0
		EPS	0,8	0,6	0,5	0,9	1,0
		DPS (w danym roku)	0,8	1,0	0,0	1,0	1,1

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20P	4Q'20P	Wyniki roczne [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	5 483	6 438	6 673	6 258	5 919	6 196	6 753	6 409	Przychody	22 833	24 852	25 277	26 536	27 716
Hurt	4 108	4 886	5 087	4 629	4 362	4 657	5 075	4 665	Hurt	17 726	18 710	18 760	19 426	20 041
Detal	1 327	1 499	1 523	1 556	1 486	1 477	1 631	1 688	Detal	4 319	5 905	6 282	6 877	7 435
Projekty	16	23	27	38	38	44	27	38	Projekty	680	105	148	158	161
Pozostałe	32	30	35	35	32	18	19	18	Pozostałe	108	132	88	76	79
Zysk brutto ze sprzedaży	712	844	835	852	788	843	871	895	Zysk brutto ze sprzedaży	2 882	3 243	3 396	3 694	3 857
SG&A	723	768	765	772	796	783	785	785	SG&A	2 735	3 029	3 148	3 276	3 452
PPO/PKO	2	6	14	8	-2	13	-11	-11	PPO/PKO	67	30	-12	-50	-64
EBITDA MSSF 16	121	216	219	237	126	210	217	240	EBITDA MSSF 16	-	794	793	829	847
EBITDA MSR 17	33	126	129	141	34	117	125	148	EBITDA MSR 17	151	430	423	460	482
EBITDA adj. MSR 17	33	126	125	129	34	117	125	148	EBITDA adj. MSR 17	103	413	423	460	482
EBIT MSSF 16	-10	81	84	88	-10	72	75	99	EBIT MSSF 16	-	245	236	274	292
EBIT MSR 17	-19	72	75	80	-26	58	66	91	EBIT MSR 17	-53	208	189	239	263
Zysk brutto	-37	56	38	57	-66	54	41	70	Zysk brutto	156	113	99	149	173
Zysk netto	-40	47	25	47	-62	42	33	57	Zysk netto	112	79	70	121	140

Wskaźniki	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20P	4Q'20P	Wskaźniki	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody zmiana r/r	9,7%	11,5%	6,7%	7,9%	8,0%	-3,8%	1,2%	2,4%	Przychody zmiana r/r	9,5%	8,8%	1,7%	5,0%	4,4%
EBITDA MSR 17 zmiana r/r	-15,5%	8,1%	22,7%	-10,1%	0,1%	-7,5%	-3,5%	5,2%	EBITDA MSR 17 zmiana r/r	119,5%	185,1%	-1,5%	8,7%	4,7%
Zysk netto zmiana r/r	116,8%	30,2%	-34,4%	-15,4%	54,4%	-10,8%	32,8%	19,6%	Zysk netto zmiana r/r	-477,7%	-29,1%	-11,9%	73,4%	16,0%
Marża brutto na sprzedaży	13,0%	13,1%	12,5%	13,6%	13,3%	13,6%	12,9%	14,0%	Marża brutto na sprzedaży	12,6%	13,0%	13,4%	13,9%	13,9%
Marża EBITDA MSR 17	0,6%	2,0%	1,9%	2,3%	0,6%	1,9%	1,8%	2,3%	Marża EBITDA MSR 17	0,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Marża netto	-	0,7%	0,4%	0,8%	-	0,7%	0,5%	0,9%	Marża netto	0,5%	0,3%	0,3%	0,5%	0,5%
									ROE	10,8%	8,2%	6,9%	12,3%	14,3%
									ROA	1,9%	1,0%	0,8%	1,4%	1,6%

Konsensus [mln PLN]*	2020P	2021P
Przychody	25 944,0	26 927,0
EBITDA	765,8	750,4
EBIT	228,2	259,6
Zysk netto	79,2	100,1
Dług netto	2 403,0	1 866,0
marża EBITDA	3,0%	2,8%

*Źródło: Bloomberg

Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa trwałe	3 006	4 913	5 073	5 075	5 070
WNiP	328	324	317	289	266
Rzeczowe aktywa trwałe	790	2 567	2 573	2 602	2 620
Pozostałe aktywa trwałe	1 888	2 021	2 184	2 184	2 184
Aktywa obrotowe	3 005	2 972	3 275	3 433	3 500
Zapasy	1 292	1 271	1 293	1 357	1 418
Należności krótkoterminowe	1 343	1 405	1 429	1 500	1 567
Środki pieniężne	197	147	351	374	313
Pozostałe aktywa obrotowe	173	150	202	202	202
Aktywa razem	6 011	7 885	8 348	8 508	8 570
Kapitał własny	1 036	963	1 004	986	980
Udziały mniejszości	61	66	61	61	61
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	4 974	6 922	7 344	7 522	7 590
Rezerwy na zobowiązania	242	240	229	229	229
Oprocentowane zobow. długoterm.	3	1 527	2 834	2 816	2 713
Zobowiązania długoterminowe inne	64	4	3	3	3
Oprocentowane zobow. krótkoterm.	576	968	0	0	0
Zobowiązania z tyt.dostaw i usług	3 813	3 795	3 930	4 126	4 297
Zobowiązania krótkoterminowe inne	277	388	348	348	348
Pasywa razem	6 011	7 885	8 348	8 508	8 570
Dług netto	382	2 348	2 483	2 443	2 399
Dług netto / Kapitał własny	0,4	2,4	2,5	2,5	2,4
Dług netto / EBITDA MSSF 16	-	3,0	3,1	2,9	2,8

Rachunek przepływu [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy z działalności operacyjnej	582	683	597	712	727
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-462	-300	-285	-199	-201
Przepływy z działalności finansowej	-126	-433	-107	-490	-586
Przepływy pieniężne netto	-6	-50	204	23	-61

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 21,6 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 16,5 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 2,8 mld PLN, czyli **20,1 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	3 010,3	21,6	42,7%
B	Wycena porównawcza	2 297,1	16,5	8,9%
C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa		2 796,4	20,1	32,5%

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 '20 wzrosną do 25,3 mld PLN (+2% r/r). W segmencie detalicznym oczekujemy wypracowania ok. 6,3 mld PLN (uwzględniając konsolidację Frisco od 3Q'20, wpływ na sprzedaż ok. 75 mln PLN). W obszarze hurtu spodziewamy się podtrzymania pozytywnych trendów i osiągnięcia ok. 18,8 mld PLN obrotów. Zwracamy uwagę, że w 2Q'20 obroty segmentu były negatywnie obciążone m.in. zatowarowaniem klientów w 1Q'20 oraz brakiem części kontraktu realizowanego dla PKN Orlen. W '21 estymujemy ok. 26,5 mld PLN przychodów.
- Prognozujemy, że EBITDA MSSF 16 w latach 2020-21 wyniesie odpowiednio 793-829 mln 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).
- Integracja w dywizji detalicznej zakończyła się finalnie w 1Q'20 (podmioty działają w obrębie jednej spółki zależnej, zuniifikowano systemy IT; w '21 oczekujemy przyspieszenia rozwoju).
- W wycenie uwzględniamy rozliczenie transakcji zakupu 56% udziałów we Frisco.pl, która ma być sfinalizowana do końca 2Q'20 (ok. 129 mln PLN). Tym samym Eurocash stanie się jedynym udziałowcem podmiotu. Szacujemy, że roczne przychody spółki w '19 wyniosły ok. 120 mln PLN. Podmiot działa w obszarze e-grocery na terenie Warszawy i okolic.
- 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 2020-29 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2029 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 2029 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2019 roku (zgodnie z MSSF 16 uwzględniamy wartość zadłużenia z tyt. prawa do użytkowania budynku w wys. 1,9 mld PLN wg stanu na 31.12.2019).
- Do obliczeń przyjęliśmy 139,2 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 07.09.2020 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Eurocash na poziomie 3,0 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 21,6 PLN.

Model DCF

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	25 277,2	26 535,8	27 715,9	28 887,9	30 046,5	31 185,0	32 303,3	33 400,6	34 476,2	35 531,7
EBIT adj. [mln PLN]	236,3	273,9	292,1	313,5	335,7	355,8	378,3	401,6	426,6	451,5
Stopa podatkowa	30%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	70,3	52,0	55,5	59,6	63,8	67,6	71,9	76,3	81,0	85,8
NOPLAT [mln PLN]	166,0	221,9	236,6	254,0	272,0	288,2	306,4	325,3	345,5	365,7
Amortyzacja, w tym: [mln PLN]	556,6	554,8	554,7	552,9	552,1	551,7	551,6	551,4	551,0	550,3
- prawo do użytkowania	322,7	334,0	336,2	338,2	339,8	341,1	342,1	342,9	343,4	343,6
CAPEX, w tym [mln PLN]	-536,8	-567,6	-566,4	-567,8	-568,1	-567,6	-566,2	-564,1	-561,1	-557,5
- opłaty leasingowe	-369,9	-368,6	-364,9	-364,5	-363,5	-362,4	-361,1	-359,6	-358,1	-356,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	89,3	60,1	44,8	43,5	41,9	40,0	38,1	36,2	34,3	32,6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-128,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy ze sprzedaży aktywów [mln PLN]*	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	146,4	269,2	269,7	282,5	297,8	312,3	329,9	348,8	369,7	391,1
DFCF [mln PLN]	143,2	244,9	228,1	222,1	217,3	211,5	207,1	203,0	199,3	195,1
Suma DFCF [mln PLN]	2 071,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	6 721,7									
										wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	3 353,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	5 424,7									
Dług netto 2019 [mln PLN]	2 347,9									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]	66,4									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	3 010,3									
Ilość akcji [tys.]	139,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	21,6									

Przychody zmiana r/r	1,7%	5,0%	4,4%	4,2%	4,0%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%	3,1%
EBIT zmiana r/r	3,7%	15,9%	6,6%	7,4%	7,1%	6,0%	6,3%	6,2%	6,2%	5,8%
FCF zmiana r/r	-743,5%	83,9%	0,2%	4,8%	5,4%	4,9%	5,6%	5,8%	6,0%	5,8%
Marża EBITDA	3,1%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%
Marża EBIT	0,9%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,3%
Marża NOPLAT	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,6%	1,5%
CAPEX / Przychody	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	96,4%	102,3%	102,1%	102,7%	102,9%	102,9%	102,7%	102,3%	101,8%	101,3%
Zmiana KO / Przychody	-0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-21,0%	-4,8%	-3,8%	-3,7%	-3,6%	-3,5%	-3,4%	-3,3%	-3,2%	-3,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
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	66,1%	66,9%	68,3%	69,8%	71,3%	72,8%	74,3%	75,9%	77,4%	79,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,9%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	33,9%	33,1%	31,7%	30,2%	28,7%	27,2%	25,7%	24,1%	22,6%	21,0%
WACC	7,3%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	8,0%	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	19,5	21,1	23,1	25,3	28,0	31,2	35,2	40,2	46,6
	0,8	17,5	19,0	20,6	22,6	24,8	27,5	30,8	34,8	39,9
	0,9	15,8	17,0	18,5	20,2	22,1	24,4	27,1	30,4	34,5
	1,0	14,2	15,3	16,6	18,0	19,7	21,6	23,9	26,7	30,1
	1,1	12,7	13,7	14,8	16,1	17,5	19,2	21,2	23,5	26,3
	1,2	11,4	12,3	13,3	14,4	15,6	17,1	18,8	20,8	23,1
	1,3	10,2	10,9	11,8	12,8	13,9	15,2	16,7	18,4	20,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
premia za ryzyko	3,00%	21,7	23,6	25,8	28,5	31,6	35,5	40,4	46,7	55,1
	4,00%	17,5	19,0	20,6	22,6	24,8	27,5	30,8	34,8	39,9
	5,00%	14,2	15,3	16,6	18,0	19,7	21,6	23,9	26,7	30,1
	6,00%	11,4	12,3	13,3	14,4	15,6	17,1	18,8	20,8	23,1
	7,00%	9,0	9,7	10,5	11,4	12,4	13,5	14,8	16,2	17,9
	8,00%	7,0	7,6	8,2	8,9	9,7	10,6	11,6	12,7	14,0
	9,00%	5,3	5,8	6,3	6,9	7,5	8,2	9,0	9,8	10,8

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%	42,5	39,9	37,6	35,5	33,7	32,0	30,5	29,1	27,8
	4,00%	34,0	31,6	29,4	27,5	25,9	24,4	23,0	21,8	20,7
	5,00%	27,5	25,3	23,3	21,6	20,2	18,8	17,7	16,6	15,7
	6,00%	22,4	20,3	18,6	17,1	15,8	14,7	13,7	12,8	11,9
	7,00%	18,2	16,4	14,8	13,5	12,4	11,4	10,5	9,7	9,0
	8,00%	14,8	13,1	11,8	10,6	9,6	8,7	8,0	7,3	6,7
	9,00%	11,9	10,4	9,2	8,2	7,3	6,5	5,9	5,3	4,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

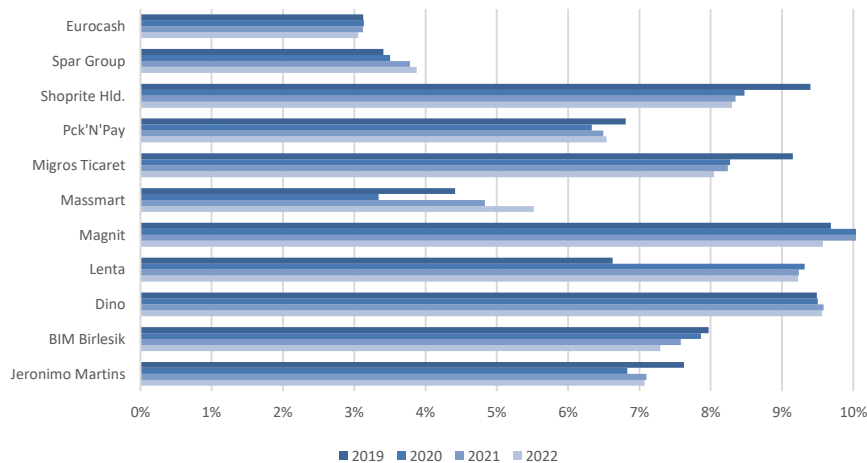
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2020-22 dla wybranych spółek z branży FMCG. W wycenie uwzględniliśmy podmioty zagraniczne oraz Jeronimo Martins i Dino (działające na rynku polskim), co naszym zdaniem nie w pełni oddaje charakter działalności Eurocash (przeważająca 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 **16,5 PLN**.

Wycena porównawcza [PLN]

	P/E			EV/EBITDA		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Jeronimo Martins	23,3	19,7	17,9	6,9	6,1	5,6
BIM Birlesik	23,5	20,8	17,6	11,2	9,7	8,7
Dino	39,5	31,2	24,8	23,6	18,5	14,9
Lenta	33,0	7,6	6,9	5,5	3,7	3,2
Magnit	16,8	13,9	12,0	5,1	4,7	4,8
Pick'N'Pay	21,1	16,5	14,6	6,8	6,2	5,9
Shoprite Hld.	19,3	19,9	18,6	7,3	7,1	6,7
Spar Group	18,8	14,9	13,3	10,7	9,3	8,6
X5 Retail	19,6	16,3	14,2	5,4	4,4	4,1
Mediana grupy	21,1	16,5	14,6	6,9	6,2	5,9
Eurocash	30,3	17,4	15,0	5,8	5,5	5,3
Premia/dyskonto	43,5%	5,9%	3,2%	-15,7%	-12,0%	-9,5%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	10,6	14,3	14,7	21,3	19,6	18,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		13,2			19,8	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		16,5				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI 2Q'20

W 2Q'20 grupa wypracowała 6,2 mld PLN przychodów, co oznacza spadek o ok. 4% r/r. Marża brutto spółki wyniosła 13,6% (+0,5 p.p. r/r), co jest efektem większego udziału segmentu detalicznego. Na poziomie EBITDA Eurocash zaraportował 210 mln PLN (marża EBITDA = 3,4%). Zysk netto był bliski 42 mln PLN. Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł niemal 260 mln PLN (uwzględniając wpływ MSSF 16; 399 mln PLN przed rokiem, słabszy odczyt w obszarze zob.handlowych).

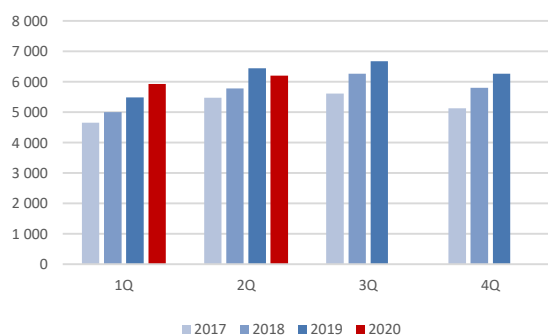
Segment hurtowy osiągnął 4,66 mld PLN przychodów (-4,7% r/r) oraz 169 mln PLN EBITDA (vs 172 mln PLN przed rokiem). W podziale na formaty cash&carry wypracowało 1,22 mld PLN przychodów, co oznacza wzrost o 0,3% r/r, z kolei EC Dystrybucja (w tym EC Alkohole) zanotowała 1,66 mld PLN sprzedaży (-8,1% r/r). Papierosy i produkty impulsowe zaraportowały wzrost wpływów o 0,7% r/r do 1,74 mld PLN, a EC Gastronomia osiągnęła 31 mln PLN przychodów (-76,5% r/r). W obszarze detalicznym sprzedaż wyniosła ok. 1,48 mld PLN (przed rokiem 1,50 mld PLN), z kolei EBITDA zbliżyła się do 81,7 mln PLN (przed rokiem ok. 81,9 mln PLN). Część detaliczna zwiększyła udział w skonsolidowanych obrotach do 24% (+1 p.p. r/r; organiczny wzrost biznesu). Sprzedaż porównywalna w obszarze hurtu w 2Q'20 wyniosła 0,3%, z kolei w detalu w przypadku sklepów własnych odnotowano +1,1% (sprzedaż hurtowa lfl do franczyzowych placówek DC wzrosła o 7,5%). W 2Q'20 sfinalizowano nabycie 56% udziałów we Frisco (za ok. 129 mln PLN).

Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	2017	2018	2019
Przychody	5 000	5 775	6 256	5 801	5 483	6 438	6 673	6 258	5 919	6 196	20 849	22 833	24 852
Hurt	3 983	4 607	4 787	4 349	4 108	4 886	5 087	4 629	4 362	4 657	16 726	17 726	18 710
Detal	817	954	1 261	1 286	1 327	1 499	1 523	1 556	1 486	1 477	3 436	4 319	5 905
Projekty	164	174	168	174	16	23	27	38	38	44	551	680	105
Pozostałe	36	41	41	-9	32	30	35	35	32	18	136	108	132
Zysk brutto ze sprzedaży	582	706	785	809	712	844	835	852	788	843	2 465	2 882	3 243
SG&A	583	635	736	780	723	768	765	772	796	783	2 319	2 735	3 029
PPO/PKO	-5	-3	3	73	2	6	14	8	-2	13	-83	67	30
EBITDA MSSF 16*	40	117	105	157	121	216	219	237	126	210	246	419	794
EBIT MSSF 16*	-7	68	52	102	-10	81	84	88	-10	72	63	214	245
Zysk brutto	-17	59	37	77	-37	56	38	57	-66	54	20	156	113
Zysk netto	-19	36	38	56	-40	47	25	47	-62	42	-30	112	79
Dług (gotówka) netto	469	684	609	382	2 554	2 416	2 285	2 348	2 538	2 634	370	382	2 348
Przychody zmiana r/r	7,5%	5,6%	11,5%	13,3%	9,7%	11,5%	6,7%	7,9%	8,0%	-3,8%	-	6,5%	10,6%
Zysk netto zmiana r/r	-	-158,3%	2,0%	473,6%	-	30,2%	-34,4%	-	-	-	-	-	-61,5%
Marża brutto na sprzedaży	11,6%	12,2%	12,5%	14,0%	13,0%	13,1%	12,5%	13,6%	13,3%	13,6%	11,8%	12,2%	13,0%
Marża EBITDA*	0,8%	2,0%	1,7%	2,7%	2,2%	3,4%	3,3%	3,8%	2,1%	3,4%	1,2%	1,8%	3,2%
Marża netto	-	0,6%	0,6%	1,0%	-	0,7%	0,4%	0,8%	-	0,7%	-	0,5%	0,3%

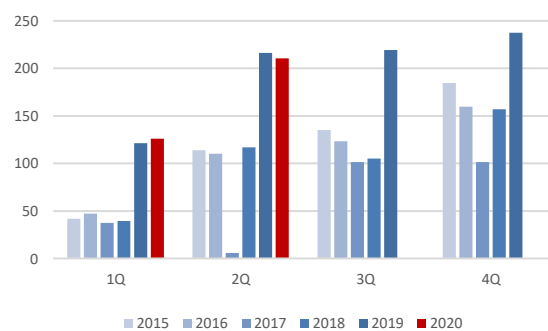
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, PAP; od 1Q'19 wg MSSF 16

Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w ujęciu kwartalnym [mln PLN]*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka*od 1Q'19 wg MSSF 16

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Rezultaty Eurocash w 1H'20 były pod wpływem COVID-19. Po pierwsze, pandemia wpłynęła na kształtowanie obrotów w poszczególnych miesiącach – w marcu część klientów się zatowarowała z wyprzedzeniem, co wpłynęło na piki sprzedażowe oraz miało negatywne przełożenie na odczyty w kwietniu i maju (najmocniej obciążone były obszary gastronomii czy Inmedio). Po drugie, grupa wykazała ok. 17 mln PLN bezpośrednich kosztów związanych z dostosowaniem do wprowadzanych obostrzeń (w 2Q'20 niecałe 7 mln PLN), co dodatkowo dociążyło EBITDA. Z powodzeniem udało się natomiast utrzymać ciągłość dostaw. Na ostatniej telekonferencji zarząd wskazał, że sytuacja w 3Q'20 wraca do normy w przypadku zachowań klientów i nie spodziewa się kolejnych znaczących kosztów covid-owych.

Podtrzymujemy tezy z poprzedniej rekomendacji i spodziewamy się, że okres 3Q'20 będzie spokojny w wykonaniu grupy, tj. sprzedaż porównywalna wykaże jednocyfrowe niskie wzrosty, a koszty będą pod kontrolą (podobne stwierdzenia padły ze strony J. Owczarka w niedawnym wywiadzie; wskazał on również na poprawę przychodów w lipcu, co potwierdzają dane GUS, i lekkie pogorszenie w sierpniu). Dlatego też prognozujemy, że raportowane wyniki spółki będą zbliżone r/r. Estymujemy ok. 6,75 mld PLN przychodów, poprawę marży brutto do 12,9% (+0,4 p.p., gł. poprawa miksu sprzedażowego), EBITDA MSSF 16 na poziomie 217 mln PLN (płasko r/r, jednak zwracamy, że w 3Q'19 grupa wykazała ok. 14 mln PLN dodatniego salda z pozostałej działalności operacyjnej; wg MSR 17 = 125 mln PLN) i 33 mln PLN zysku netto. Lepszych rezultatów oczekujemy względem 4Q'20, gdzie zakładamy poprawę sprzedaży lfl oraz solidną poprawę wyniku netto ze sprzedaży (110 mln PLN vs 81 mln PLN przed rokiem; saldo poz. dz. operacyjnej w 4Q'19 również było dodatnie, czego nie zakładamy w 4Q'20). EBITDA MSSF 16 powinna wynieść ok. 240 mln PLN, a wg MSR 17 ok. 148 mln PLN (+5% r/r).

W perspektywie całego roku szacujemy, że dystrybutor FMCG wypracuje ok. 25,3 mld PLN przychodów i 793 mln PLN EBITDA adj. MSSF 16 (wynik netto ze sprzedaży zwiększy się z 214 mln PLN w '19 do 245 mln PLN). Prognozujemy, że przy uwzględnieniu konsolidacji Frisco, część detaliczna zwiększy obroty do 6,3 mld PLN, co oznacza wzrost o 6,4% r/r. W segmencie hurtowym zakładamy utrzymanie sprzedaży na zbliżonym poziomie do rezultatów z '19, tj. ok. 18,7-18,8 mld PLN. Zwracamy uwagę, że w maju'20 wszedł w życie unijny nakaz wycofania z obrotu papierosów mentolowych, które odpowiadają za ok. 1/3 rynku wyrobów tytoniowych (w 2Q'20 dynamika obszaru zmalała do +1% r/r, co po części można również wytłumaczyć mniejszymi zakupami części klientów w związku z COVID-19; w modelu przyjmujemy, że z tego tytułu w kolejnych kwartałach ubędzie ok. 25% tej wartości; reszta klientów powinna przetrzymać się na zwykłe papierosy; wg naszych założeń wpływ z tyt. ubytku na wyniki nie powinien być znaczący, ponieważ są to produkty z bardzo niską marżą). Przyjmujemy, że dzięki rosnącemu detalowi i mniejszemu udziałowi wyrobów tytoniowych, marża brutto podniesie się do 13,4%. EBITDA adj. MSSF 16 może zwiększyć się do 793 mln PLN (wg MSR 17 = 423 mln PLN). W przyszłym roku oczekujemy zwiększenia sprzedaży do 26,5 mld PLN, ok. 829 mln PLN EBITDA MSSF 16 i 121 mln PLN zysku netto. W prognozach od '21 uwzględniamy wpływ podatku od sprzedaży detalicznej (w ujęciu całorocznym ok. 40-45 mln PLN). Cały czas konserwatywnie podchodzimy do tempa realizacji strategii w segmencie detalicznym (spodziewamy się, że zostanie zaktualizowana w końcówce'20, a do pierwszych otwarć sklepów dojdzie w '21).

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20P	4Q'20P	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	5 482,9	6 438,2	6 672,9	6 258,2	5 919,1	6 196,3	6 752,6	6 409,2	6 017,5	6 686,2	7 100,2	6 732,0	22 832,9	24 852,2	25 277,2	26 535,8	27 715,9
Wynik brutto ze sprzedaży	711,5	844,1	835,4	852,0	787,6	842,5	871,0	895,1	830,7	959,8	939,9	963,5	2 881,9	3 243,0	3 396,2	3 693,9	3 856,8
Wynik netto ze sprzedaży	-11,9	75,7	70,1	80,5	-8,2	59,4	86,4	110,2	15,5	100,9	112,9	138,2	146,9	214,3	247,8	367,5	404,3
EBITDA MSSF 16	121,4	216,2	219,2	237,4	126,2	210,5	216,5	239,7	133,4	216,2	226,7	252,4	-	794,1	792,9	828,8	846,7
EBITDA adj. MSSF 16	121,4	216,2	214,9	224,9	126,2	210,5	216,5	239,7	133,4	216,2	226,7	252,4	-	777,3	792,9	828,8	846,7
EBITDA MSR 17	33,5	126,5	129,0	141,1	33,5	117,0	124,5	148,4	41,0	123,3	135,2	160,6	150,8	430,0	423,4	460,1	481,8
EBITDA adj. MSR 17	33,5	126,5	124,7	128,6	33,5	117,0	124,5	148,4	41,0	123,3	135,2	160,6	103,1	413,3	423,4	460,1	481,8
EBIT MSSF 16	-9,7	81,4	84,3	88,5	-10,4	72,2	75,0	99,4	-5,4	77,7	88,1	113,6	-	244,5	236,3	273,9	292,1
EBIT MSR 17	-19,1	72,2	75,2	80,0	-25,5	57,9	65,6	91,1	-14,7	68,1	80,3	105,7	-53,4	208,4	189,1	239,3	263,4
Wynik brutto	-37,5	56,4	37,9	56,7	-65,6	53,8	41,1	69,9	-35,5	42,7	57,1	85,0	155,6	113,4	99,2	149,3	173,1
Wynik netto	-40,2	46,9	25,1	47,3	-62,0	41,8	33,3	56,6	-28,7	34,6	46,2	68,8	111,7	79,1	69,7	120,9	140,2
Wynik netto adj.	-40,2	46,9	22,2	36,9	-62,0	41,8	33,3	56,6	-28,7	34,6	46,2	68,8	77,4	67,4	69,7	120,9	140,2
marża brutto	13,0%	13,1%	12,5%	13,6%	13,3%	13,6%	12,9%	14,0%	13,8%	14,4%	13,2%	14,3%	12,6%	13,0%	13,4%	13,9%	13,9%
marża EBITDA MSSF 16	2,2%	3,4%	3,3%	3,8%	2,1%	3,4%	3,2%	3,7%	2,2%	3,2%	3,2%	3,7%	-	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%
marża EBITDA adj. MSSF 16	2,2%	3,4%	3,2%	3,6%	2,1%	3,4%	3,2%	3,7%	2,2%	3,2%	3,2%	3,7%	-	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
marża EBITDA MSR 17	0,6%	2,0%	1,9%	2,3%	0,6%	1,9%	1,8%	2,3%	0,7%	1,8%	1,9%	2,4%	0,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
marża EBIT MSSF 16	-	1,3%	1,3%	1,4%	-	1,2%	1,1%	1,6%	-	1,2%	1,2%	1,7%	-	1,0%	0,9%	1,0%	1,1%
marża netto adj.	-	0,7%	0,3%	0,6%	-	0,7%	0,5%	0,9%	-	0,5%	0,7%	1,0%	0,3%	0,3%	0,3%	0,5%	0,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (+48) 516 086 705
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
gry komputerowe

Michał Fidelus

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl
banki, finanse

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel, media

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (+48) 516 086 705
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
gry komputerowe

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

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

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	20,1	Akumuluj	21,0	07.09.2020*	07:00 CEST	15,2	50 522
Akumuluj	21,0	Kupuj	21,3	03.06.2020*	08:00 CEST	18,5	48 879
Kupuj	21,3	Akumuluj	23,9	03.04.2020*	08:00 CEST	18,5	41 220
Akumuluj	23,9	Trzymaj	20,8	22.11.2019*	14:00 CEST	22,2	57 956
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'20*:	, 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	50%	0	0%
Akumuluj	1	25%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	25%	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 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 uwzględnia 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 oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregami 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 pojędynczą 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 (bazując 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 portfelow 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 portfelow 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 07.09.2020 roku (07:00 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 wycytane 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 są sprawdane.

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 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 04.09.2020 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 zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.