



Dom Maklerski BDM S.A.

EUROCASH

RAPORT ANALITYCZNY

Kurs akcji Eurocash ustabilizował się w ostatnich miesiącach w okolicy 13-14 PLN/akcję. Utrzymujemy pozytywne nastawienie do walorów spółki i wydajemy zalecenie Kupuj z ceną docelową 25,2 PLN/akcję. Co prawda 1Q'21 powinien przynieść płaskie rezultaty r/r, jednak kolejne kwartały powinny wykazać wzrost wyników. Spółka zakończyła integrację w segmencie detalicznym i zapowiedziała rozwój sieci Delikatesy Centrum w bieżącym roku o 80 placówek oraz nabycie Arhelan (ok. 500 mln PLN przychodów). Do odbudowy sprzedaży powinno dojść też w biznesach hurtowych, które w '20 uciarıpały przez COVID. Zwracamy uwagę na zapowiedź powrotu do wypłaty dywidendy (szacujemy, że DPS'21 = 0,8 PLN, przez co stopa dywidendy wyniesie ok. 6%). Głównymi ryzykami są w naszej ocenie COVID-19 oraz postępowanie UOKiK.

Powrót do wzrostowej ścieżki wynikowej (oprócz 1Q'21): Początek roku powinien przynieść płaski odczyt wynikowy (wysoka baza lfl z '20 równoważona efektywnością kosztową), ale liczymy że kolejne kwartały zaprezentują wzrost EBITDA (całorocznie ok. 819 mln PLN). Wyższej dynamiki spodziewamy się w '21 (wzrost do 864 mln PLN). Wsparciem dla wyników powinno być spodziewane w kolejnych kwartałach przyspieszenie inflacji (CPI i w kategorii żywności).

Rozwój detalu: Ostatnie lata upłynęły na integracji sieci Miła i Eko, co hamowało rozwój segmentu. Na ostatniej konferencji zarząd spółki zapowiedział otwarcie 80 placówek w '21 (w modelu przyjmujemy 60 nowych sklepów) i akwizycję Arhelan, które posiada 100 sklepów i generuje ok. 0,5 mld PLN przychodów. Uważamy, że rozpoczęcie rozwoju sieci przełoży się na poprawę wyników grupy i sentymentu do walorów Eurocash.

Atrakcyjna wycena EV/EBITDA: Kurs akcji spółki od listopada znajduje się w trendzie bocznym (13-14 PLN), po wcześniejszych spadkach (w perspektywie całorocznej najsłabsze zachowanie z grupy porównawczej). W przypadku realizacji naszych prognoz, które są niższe niż bieżący konsensus Bloomberg, spółka jest handlowana przy atrakcyjnych poziomach mnożnika EV/EBITDA na poziomie 5,0-5,6x, czyli z ok. 20% dyskontem względem mediany podmiotów z branży FMCG.

Powrót do dywidendy: W '20 Eurocash nie zdecydował się na podział zysku. Z wypowiedzi członków zarządu wynika, że w '21 grupa planuje wypłatę dywidendy. W modelu założyliśmy DPS = 0,8 PLN, co przy bieżącym kursie akcji daje stopę dywidendy = 6%.

Ryzyka: Głównymi ryzykami pozostają w naszej ocenie COVID-19 (kształtowanie zachowań konsumenckich, obostrzenia) oraz ewentualna kara w związku z postępowaniem UOKiK dot wykorzystywania przewagi kontraktowej (max. kara. 3% rocznych przychodów; gdyby odnieść tę wartość do wyceny Eurocash, miałyby to negatywny wpływ w wys. 5,5 PLN/akcję; obowiązek zapłaty powstaje po uprawomocnieniu wyroku).

Uwaga: W modelu DCF obniżyliśmy stopę wolną od ryzyka z 4% do 3%.

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody [mln PLN]	22 833	24 852	25 411	26 147	27 808	29 131
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	-	794	804	820	864	884
EBITDA adj. MSSF 16 [mln PLN]	-	777	804	820	864	884
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	151	430	428	438	472	505
EBITDA adj. MSR 17 [mln PLN]	103	413	428	438	472	505
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-	245	250	256	287	311
Wynik netto adj. [mln PLN]	77	67	68	92	136	164
P/BV	1,9	2,0	1,9	2,0	2,0	1,9
P/E adj.	25,2	28,9	28,6	21,1	14,4	11,9
EV/EBITDA MSSF 16	-	5,5	5,7	5,6	5,2	5,0
EV/EBITDA MSR 17	15,4	5,7	6,3	6,1	5,5	4,9
EV/EBIT MSSF 16	-	17,6	18,2	17,9	15,7	14,2
DPS	0,8	1,0	0,0	0,8	0,9	1,0

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

KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 25,2 PLN

23 MARCA 2021, 07:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	28,4
Wycena porównawcza [PLN]	17,9
Wycena końcowa [PLN]	25,2
Potencjał do wzrostu / spadku	80,4%
Koszt kapitału	8,0%
Cena rynkowa [PLN]	14,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 946,9
Ilość akcji [mln. szt.]	139,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	15,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	11,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-1,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	-6,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-26,2%
Akcjonariat (% głosów):	
Luis Amaral	44,0%
Pozostali	56,0%

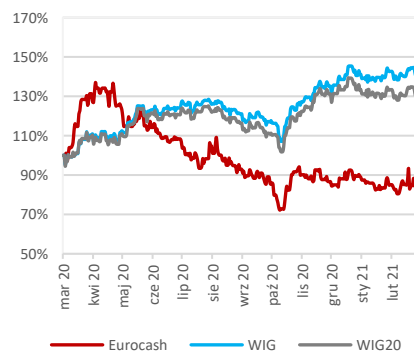
Adrian Górniak

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

EUROCASH		Wskaźniki rynkowe					
Rekomendacja	Kupuj	P/E	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wycena końcowa [PLN]	25,2	P/BV	24,6	28,6	21,1	14,4	11,9
Potencjał do wzrostu / spadku	80,4%	EV/EBITDA MSSF 16	2,0	1,9	2,0	2,0	1,9
Cena rynkowa [PLN]	14,0	EV/EBITDA MSR 17	5,4	5,7	5,6	5,2	5,0
Ilość akcji [mln. szt.]	139,2	EV/EBIT MSSF 16	5,7	6,3	6,1	5,5	4,9
Kapitalizacja [mln PLN]	1 946,9	EV/EBIT MSR 17	17,6	18,2	17,9	15,7	14,2
		EV/S	11,9	14,0	12,9	11,1	9,2
		MC/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
			0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
		BVPS	6,9	7,2	7,1	7,1	7,3
		EPS	0,6	0,5	0,7	1,0	1,2
		DPS (w danym roku)	1,0	0,0	0,8	0,9	1,0

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P	Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	5 919	6 196	7 006	6 290	5 769	6 664	7 093	6 621	Przychody	24 852	25 411	26 147	27 808	29 131
Hurt	4 362	4 657	5 259	4 614	4 221	4 939	5 314	4 784	Hurt	18 710	18 893	19 258	19 931	20 457
Detal	1 486	1 477	1 628	1 611	1 503	1 666	1 719	1 768	Detal	5 905	6 203	6 656	7 637	8 429
Projekty	38	44	49	57	38	51	52	61	Projekty	105	189	202	206	210
Pozostałe	32	18	69	8	7	8	9	8	Pozostałe	132	127	32	34	36
Zysk brutto ze sprzedaży	788	843	886	850	787	952	952	936	Zysk brutto ze sprzedaży	3 243	3 367	3 627	3 856	4 038
SG&A	796	783	793	793	784	834	835	827	SG&A	3 029	3 165	3 280	3 454	3 603
PPO/PKO	-2	13	-5	43	-11	-13	-13	-13	PPO/PKO	30	49	-49	-64	-67
EBITDA MSSF 16	126	210	225	242	124	236	233	227	EBITDA MSSF 16	794	804	820	864	884
EBITDA MSR 17	34	117	132	146	28	141	137	131	EBITDA MSR 17	430	428	438	472	505
EBITDA adj. MSR 17	34	117	132	146	28	141	137	131	EBITDA adj. MSR 17	413	428	438	472	505
EBIT MSSF 16	-10	72	88	101	-17	95	92	86	EBIT MSSF 16	245	250	256	287	311
EBIT MSR 17	-26	58	73	87	-30	83	80	74	EBIT MSR 17	208	192	207	233	271
Zysk brutto	-66	54	54	66	-53	59	57	51	Zysk brutto	113	108	114	167	202
Zysk netto	-62	42	34	55	-43	48	46	41	Zysk netto	79	68	92	136	164

Wskaźniki	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P	Wskaźniki	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	8,0%	-3,8%	5,0%	0,5%	-2,5%	7,5%	1,2%	5,3%	Przychody zmiana r/r	8,8%	2,2%	2,9%	6,4%	4,8%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	4,0%	-2,6%	2,7%	2,1%	-1,4%	12,0%	3,5%	-6,4%	EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-	1,2%	2,0%	5,4%	2,4%
Zysk netto zmiana r/r	-	-10,8%	34,3%	15,3%	-	14,4%	36,8%	-24,5%	Zysk netto zmiana r/r	-29,1%	-14,0%	35,4%	47,2%	20,8%
Marża brutto na sprzedaży	13,3%	13,6%	12,6%	13,5%	13,6%	14,3%	13,4%	14,1%	Marża brutto na sprzedaży	13,0%	13,2%	13,9%	13,9%	13,9%
Marża EBITDA MSR 17	0,6%	1,9%	1,9%	2,3%	0,5%	2,1%	1,9%	2,0%	Marża EBITDA MSR 17	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Marża netto	-	0,7%	0,5%	0,9%	-	0,7%	0,6%	0,6%	Marża netto	0,3%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%
									ROE	8,2%	6,8%	9,4%	13,6%	16,1%
									ROA	1,0%	0,8%	1,1%	1,6%	1,9%

Konsensus [mln PLN]*	2021P	2022P
Przychody	26 611,0	27 638,0
EBITDA	837,2	876,4
EBIT	253,3	279,8
Zysk netto	87,2	114,7
Dług netto	2 418,8	2 355,0
marża EBITDA	3,1%	3,2%

*Źródło: Bloomberg

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	4 913	5 088	5 187	5 185	5 179
WNIP	324	350	324	309	296
Rzeczowe aktywa trwałe	2 567	2 517	2 641	2 654	2 661
Pozostałe aktywa trwałe	2 021	2 221	2 221	2 221	2 221
Aktywa obrotowe	2 972	2 978	3 020	3 204	3 343
Zapasy	1 271	1 363	1 403	1 492	1 563
Należności krótkoterminowe	1 405	1 309	1 347	1 433	1 501
Środki pieniężne	147	117	82	92	92
Pozostałe aktywa obrotowe	150	188	188	188	188
Aktywa razem	7 885	8 066	8 207	8 389	8 522
Kapitał własny	963	1 003	984	994	1 019
Udziały mniejszości	66	68	68	68	68
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	6 922	7 063	7 223	7 395	7 503
Rezerwy na zobowiązania	240	275	275	275	275
Oprocentowane zobow. długoterm.	1 527	2 118	2 714	2 647	2 567
Zobowiązania długoterminowe inne	4	4	4	4	4
Oprocentowane zobow. krótkoterm.	968	615	0	0	0
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	3 795	3 701	3 881	4 120	4 308
Zobowiązania krótkoterminowe inne	388	350	350	350	350
Pasywa razem	7 885	8 066	8 207	8 389	8 522
Dług netto	2 348	2 616	2 632	2 555	2 475
Dług netto / Kapitał własny	2,4	2,6	2,7	2,6	2,4
Dług netto / EBITDA MSSF 16	3,0	3,3	3,2	3,0	2,8

Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	683	557	738	753	775
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-300	-301	-310	-214	-217
Przepływy z działalności finansowej	-433	-285	-464	-529	-558
Przepływy pieniężne netto	-50	-29	-36	10	0

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 28,4 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 17,9 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 3,5 mld PLN, czyli **25,2 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	3 947,1	28,4	102,7%
B	Wycena porównawcza	2 497,2	17,9	28,3%
C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa		3 512,1	25,2	80,4%

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 3%; modelowa zmiana z 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 '21 wzrosną do 26,1 mld PLN (+3% r/r). W segmencie detalicznym oczekujemy wypracowania ok. 6,7 mld PLN. W obszarze hurtu spodziewamy się podtrzymania pozytywnych trendów i osiągnięcia ok. 19,3 mld PLN obrotów. W '22 estymujemy ok. 27,8 mld PLN przychodów, uwzględniając konsolidację 100 sklepów Arhelan (w modelu finalizacja akwizycji w 4Q'21).
- Prognozujemy, że EBITDA MSSF 16 w latach 2021-22 wyniesie odpowiednio 820-864 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 '20 (podmioty działają w obrębie jednej spółki zależnej, zuniifikowano systemy IT; w '21 oczekujemy przyspieszenia rozwoju i zakładamy otwarcie 60 placówek Delikatesów Centrum).
- 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 2021-30 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2030 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 2030 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2020 roku (zgodnie z MSSF 16 uwzględniamy wartość zadłużenia z tyt. prawa do użytkowania budynku w wys. 1,9 mld PLN wg stanu na 31.12.2020).
- Do obliczeń przyjęliśmy 139,2 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 23.03.2021 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Eurocash na poziomie 3,9 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 28,4 PLN.

Model DCF

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	26 147,4	27 808,4	29 131,2	30 237,7	31 321,4	32 381,7	33 417,9	34 428,2	35 414,8	36 376,3
EBIT adj. [mln PLN]	255,6	287,2	311,0	337,8	359,6	382,4	406,1	432,4	458,7	485,6
Stoпа podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	48,6	54,6	59,1	64,2	68,3	72,6	77,2	82,1	87,2	92,3
NOPLAT [mln PLN]	207,1	232,6	251,9	273,6	291,3	309,7	328,9	350,2	371,6	393,3
Amortyzacja, w tym: [mln PLN]	564,3	576,7	573,3	571,4	570,2	569,4	568,7	567,9	566,8	565,4
- <i>prawo do użytkowania</i>	332,9	337,2	339,1	340,7	342,1	343,1	343,8	344,3	344,5	344,6
CAPEX, w tym [mln PLN]	-588,7	-605,8	-596,9	-596,6	-595,4	-593,5	-590,7	-587,2	-583,0	-578,8
- <i>opłaty leasingowe</i>	-381,6	-391,9	-379,6	-377,9	-376,1	-374,2	-372,1	-369,9	-367,6	-366,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	102,5	64,2	48,8	38,9	37,3	35,7	34,1	32,5	30,9	29,4
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]*	-102,4	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]	182,6	267,7	277,0	287,3	303,4	321,4	341,0	363,3	386,2	409,3
DFCF [mln PLN]	173,8	239,0	231,8	225,2	222,6	220,7	219,0	218,2	216,7	214,5
Suma DFCF [mln PLN]	2 181,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	8 490,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	4 449,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	6 630,6									
Dług netto 2019 [mln PLN]	2 615,8									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]	67,7									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	3 947,1									
Ilość akcji [tys.]	139,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	28,4									

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

Przychody zmiana r/r	2,9%	6,4%	4,8%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%	3,0%	2,9%	2,7%
EBIT zmiana r/r	2,1%	12,4%	8,3%	8,6%	6,5%	6,3%	6,2%	6,5%	6,1%	5,9%
FCF zmiana r/r	-357,7%	46,6%	3,5%	3,7%	5,6%	5,9%	6,1%	6,5%	6,3%	6,0%
Marża EBITDA	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Marża EBIT	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%
Marża NOPLAT	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%
CAPEX / Przychody	2,3%	2,2%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	104,3%	105,0%	104,1%	104,4%	104,4%	104,2%	103,9%	103,4%	102,9%	102,4%
Zmiana KO / Przychody	-0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-13,9%	-3,9%	-3,7%	-3,5%	-3,4%	-3,4%	-3,3%	-3,2%	-3,1%	-3,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *akwizycja Arhelan (szacunek własny na bazie mediany EV/przychody spółek z grupy porównawczej)

Kalkulacja WACC

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stoпа wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
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	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Udział kapitału własnego	66,9%	68,5%	69,9%	71,2%	72,5%	73,8%	75,1%	76,3%	77,6%	78,8%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Udział kapitału obcego	33,1%	31,5%	30,1%	28,8%	27,5%	26,2%	24,9%	23,7%	22,4%	21,2%
WACC	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%

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	24,7	27,1	30,1	33,6	37,9	43,4	50,4	59,9	73,3
	0,8	21,9	24,0	26,5	29,5	33,0	37,4	43,0	50,3	60,1
	0,9	19,5	21,3	23,4	25,9	28,9	32,5	37,0	42,7	50,2
	1,0	17,3	18,9	20,7	22,8	25,4	28,4	32,0	36,6	42,4
	1,1	15,3	16,7	18,3	20,1	22,3	24,8	27,9	31,6	36,2
	1,2	13,6	14,8	16,2	17,8	19,6	21,7	24,3	27,4	31,1
	1,3	11,9	13,0	14,2	15,6	17,2	19,1	21,2	23,8	26,9

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%	27,8	30,7	34,2	38,4	43,8	50,6	59,8	72,6	91,8
	4,00%	21,9	24,0	26,5	29,5	33,0	37,4	43,0	50,3	60,1
	5,00%	17,3	18,9	20,7	22,8	25,4	28,4	32,0	36,6	42,4
	6,00%	13,6	14,8	16,2	17,8	19,6	21,7	24,3	27,4	31,1
	7,00%	10,5	11,4	12,5	13,7	15,1	16,7	18,5	20,7	23,3
	8,00%	7,9	8,7	9,5	10,5	11,5	12,7	14,1	15,7	17,6
	9,00%	5,7	6,3	7,0	7,8	8,6	9,5	10,6	11,8	13,2

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%	64,1	58,9	54,5	50,6	47,3	44,3	41,7	39,3	37,2
	4,00%	48,9	44,4	40,7	37,4	34,7	32,3	30,1	28,2	26,6
	5,00%	38,1	34,2	31,1	28,4	26,1	24,1	22,3	20,8	19,4
	6,00%	30,0	26,7	24,0	21,7	19,8	18,1	16,7	15,4	14,3
	7,00%	23,8	20,9	18,6	16,7	15,1	13,7	12,4	11,4	10,4
	8,00%	18,8	16,4	14,4	12,7	11,3	10,1	9,1	8,2	7,4
	9,00%	14,8	12,7	11,0	9,5	8,3	7,3	6,4	5,6	5,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2021-23 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 **17,9 PLN**.

Wycena porównawcza [PLN]

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Dino	30,9	23,7	18,6	19,1	14,9	12,1
Jeronimo Martins	19,7	17,3	15,6	6,3	5,5	5,5
BIM Birlesik	16,6	13,8	11,3	8,5	6,8	6,1
Lenta	8,7	8,5	6,7	4,4	4,2	3,9
Magnit	12,8	12,2	11,0	4,6	4,2	4,7
Pick'N'Pay	22,6	17,2	15,3	7,2	6,6	6,2
Shoprite Hld.	19,9	18,1	16,7	8,2	7,6	7,1
Spar Group	14,6	13,4	12,4	8,8	8,1	7,5
X5 Retail	14,7	12,3	13,9	5,4	5,0	5,4
Mediana grupy	16,6	13,8	13,9	7,2	6,6	6,1
Eurocash	21,1	14,4	11,9	5,6	5,2	5,0
Premia/dyskonto	27,2%	3,7%	-14,7%	-22,8%	-20,6%	-17,4%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	11,0	13,5	16,4	23,7	22,4	20,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		13,6			22,3	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		17,9				
Wycena końcowa spółki [mld PLN]		2,5				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie Eurocash na tle grupy porównawczej

	Stopa dywidendy				Marża EBITDA				Stopa zwrotu akcji			
	2020	2021P	2022P	2023P	2020	2021P	2022P	2023P	MTD	QTD	YTD	1R
Eurocash	0,2%	5,7%	6,4%	7,1%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	5,8%	-3,2%	-3,2%	-15,8%
Dino	0,0%	0,0%	0,7%	3,2%	10,1%	10,1%	10,2%	10,3%	0,9%	-14,2%	-14,2%	66,2%
Jeronimo Martins	2,2%	2,6%	2,9%	3,3%	7,4%	7,1%	7,6%	6,8%	2,9%	-4,3%	-4,3%	-9,8%
BIM Birlesik	5,2%	4,5%	5,5%	6,8%	8,8%	8,1%	8,2%	7,4%	8,9%	-4,6%	-4,6%	42,9%
Lenta	1,4%	2,1%	4,3%	-	10,1%	9,6%	9,3%	9,1%	-3,8%	-3,3%	-3,3%	69,1%
Magnit	6,8%	9,8%	9,1%	9,8%	11,5%	10,8%	11,0%	9,2%	10,5%	-4,0%	-4,0%	100,5%
Pick'N'Pay	4,1%	4,8%	4,5%	5,1%	6,8%	6,5%	6,7%	6,8%	4,0%	7,0%	7,0%	-4,2%
Shoprite Hld.	2,0%	2,9%	3,2%	3,6%	8,3%	8,7%	8,7%	8,7%	18,2%	12,4%	12,4%	41,5%
Spar Group	3,1%	4,9%	5,2%	5,6%	3,6%	4,4%	4,5%	4,5%	2,7%	3,2%	3,2%	14,0%
X5 Retail	7,2%	8,1%	8,8%	8,8%	12,6%	12,4%	12,4%	12,4%	3,7%	-7,6%	-7,6%	58,2%
Mediana grupy (bez Eurocash)	3,1%	4,5%	4,5%	5,4%	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%	-	-	-	-
Różnica Eurocash - Mediana	-3,0%	1,2%	1,9%	1,8%	-5,7%	-5,6%	-5,6%	-5,6%	-	-	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI 4Q'20

W 4Q'20 grupa wypracowała 6,3 mld PLN przychodów, co oznacza wzrost o ok. 1% r/r. Marża brutto spółki wyniosła 13,5% (-0,1 p.p. r/r). Na poziomie EBITDA Eurocash zaraportował 242 mln PLN (marża EBITDA = 3,9%; dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej = 43 mln PLN vs 8 mln PLN przed rokiem). Zysk netto był bliski 55 mln PLN. Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł niemal 117 mln PLN (uwzględniając wpływ MSSF 16; 155 mln PLN przed rokiem, słabszy odczyt w obszarze zapasów).

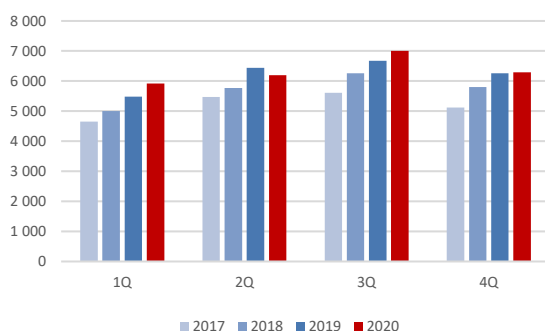
Segment hurtowy osiągnął 4,6 mld PLN przychodów (bez zmian r/r) oraz 170 mln PLN EBITDA (vs 180 mln PLN przed rokiem). W podziale na formaty cash&carry wypracowało 1,0 mld PLN przychodów, co oznacza spadek o 1,6% r/r, z kolei EC Dystrybucja (w tym EC Alkohole) zanotowała 1,67 mld PLN sprzedaży (-2% r/r). Papierosy i produkty impulsowe zaraportowały wzrost wpływów o 4% r/r do 1,77 mld PLN, a EC Gastronomia osiągnęła 35 mln PLN przychodów (-61% r/r). W obszarze detalicznym sprzedaż wyniosła ok. 1,55 mld PLN (podobnie jak przed rokiem), z kolei EBITDA zbliżyła się do 97,2 mln PLN (przed rokiem ok. 93,8 mln PLN). Część detaliczna utrzymała 25% udział w skonsolidowanych obrotach. Sprzedaż porównywalna w obszarze hurtu w 4Q'20 wyniosła 1,6%, z kolei w detalu w przypadku sklepów własnych odnotowano +3,3% (sprzedaż hurtowa IFl do franczyzowych placówek DC wzrosła o 7,1%). W 2Q'20 sfinalizowano nabycie 56% udziałów we Frisco (za ok. 129 mln PLN, osiągnięto próg rentowności). Z tyt. COVID-19 spółka obserwuje wzrost zamówień w segmencie detalicznym i hurtowym. Jednocześnie zanotowano spadek sprzedaży w Horeca, Kontigo i Inmedio. Grupa wykazała dodatkowe koszty w obszarze wynagrodzeń i z tyt. zakupów środków ochrony osobistej dla pracowników.

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	3Q'20	4Q'20	2017	2018	2019	2020
Przychody	5 000	5 775	6 256	5 801	5 483	6 438	6 673	6 258	5 919	6 196	7 006	6 290	20 849	22 833	24 852	25 411
Hurt	3 983	4 607	4 787	4 349	4 108	4 886	5 087	4 629	4 362	4 657	5 259	4 614	16 726	17 726	18 710	18 893
Detal	817	954	1 261	1 286	1 327	1 499	1 523	1 556	1 486	1 477	1 628	1 602	3 436	4 319	5 905	6 193
Projekty	164	174	168	174	16	23	27	38	38	44	49	67	551	680	105	198
Pozostałe	36	41	41	-9	32	30	35	35	32	18	69	8	136	108	132	127
Zysk brutto ze sprzedaży	582	706	785	809	712	844	835	852	788	843	886	850	2 465	2 882	3 243	3 367
SG&A	583	635	736	780	723	768	765	772	796	783	793	793	2 319	2 735	3 029	3 165
PPO/PKO	-5	-3	3	73	2	6	14	8	-2	13	-5	43	-83	67	30	49
EBITDA MSSF 16*	40	117	105	157	121	216	219	237	126	210	225	242	246	419	794	804
EBIT MSSF 16*	-7	68	52	102	-10	81	84	88	-10	72	88	101	63	214	245	250
Zysk brutto	-17	59	37	77	-37	56	38	57	-66	54	54	66	20	156	113	108
Zysk netto	-19	36	38	56	-40	47	25	47	-62	42	34	55	-30	112	79	68
Dług (gotówka) netto	469	684	609	382	2 554	2 416	2 285	2 348	2 538	2 634	2 517	2 616	370	382	2 348	2 616
Przychody zmiana r/r	7,5%	5,6%	11,5%	13,3%	9,7%	11,5%	6,7%	7,9%	8,0%	-3,8%	5,0%	0,5%	-	6,5%	10,6%	1,6%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	2,0%	473,6	-	30,2%	-34,4%	-15,4%	54,4%	-10,8%	34,3%	15,3%	-	-	-61,5%	-
Marża brutto na	11,6%	12,2%	12,5%	14,0%	13,0%	13,1%	12,5%	13,6%	13,3%	13,6%	12,6%	13,5%	11,8%	12,6%	13,0%	13,2%
Marża EBITDA*	0,8%	2,0%	1,7%	2,7%	2,2%	3,4%	3,3%	3,8%	2,1%	3,4%	3,2%	3,9%	1,2%	1,8%	3,2%	3,2%
Marża netto	-	0,6%	0,6%	1,0%	-	0,7%	0,4%	0,8%	-	0,7%	0,5%	0,9%	-	0,5%	0,3%	0,3%

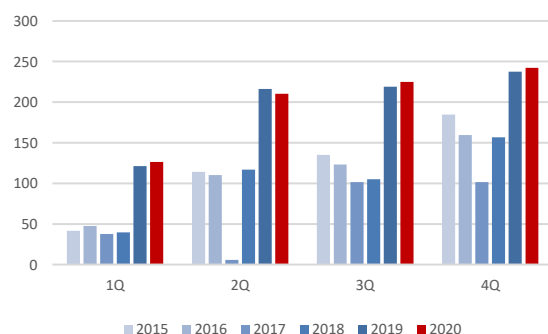
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, PAP; od 1Q'19 wg MSSF 16

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

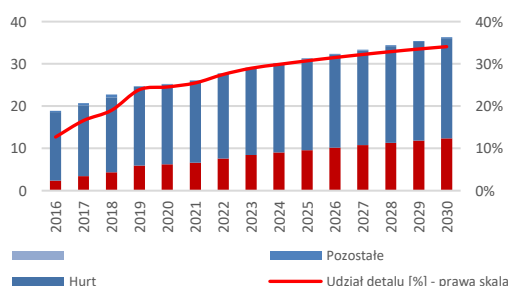
Ubiegłoroczne rezultaty Eurocash znajdowały się pod wpływem COVID-19. W pierwszej fazie pandemii klienci dokonywali zakupów na zapas, co przełożyło się na odczyty sprzedaży porównywalnej w 1-2Q'20. Następnie niektóre obszary biznesowe zostały dotknięte wprowadzaniem obostrzeń (np. HoReCa, Inmedio, Kontigo). Dodatkowo grupa szacuje, że wpływ netto na koszty związane z pandemią wyniósł ok. 15 mln PLN.

W perspektywie 1Q'21 spodziewamy się lekkiego spadku przychodów w ujęciu skonsolidowanym (-3% r/r, do 5,77 mld PLN). Nieznacznej erozji oczekujemy w obu segmentach, ponieważ baza sprzedaży porównywalnej z ubiegłego roku jest wymagająca, ale z drugiej strony „podbudowująco” może zadziałać kalendarzowy efekt Świąt Wielkanocnych. Dodatkowo konsolidowane będzie dobrze radzące sobie Frisco. W przypadku hurtu estymujemy 4,2 mld PLN obrotów, natomiast w detalu 1,4 mld PLN (DC + Inmedio). Na poziomie EBITDA spodziewamy się płaskich rezultatów i wypracowania 124 mln PLN (wg MSSF 16; poprawa efektywności w detalu po sfinalizowaniu integracji i stabilne koszty w hurcie). Strata netto może osiągnąć 43 mln PLN.

W perspektywie całego roku zakładamy, że dystrybutor FMCG wypracuje 26,1 mld PLN przychodów, ok. 820 mln PLN EBITDA MSSF 16 (+2% r/r; uwzględniając podatek od obrotu) i 92 mln PLN zysku netto. W przyszłym roku prognozujemy wzrost sprzedaży do 27,8 mld PLN i EBITDA MSSF 16 do 864 mln PLN (5% r/r). Liczymy także na powrót do wypłaty dywidendy, co w niedawnym wywiadzie sugerował J. Owczarek (przyjeliśmy, że w '21 DPS wyniesie 0,8 PLN).

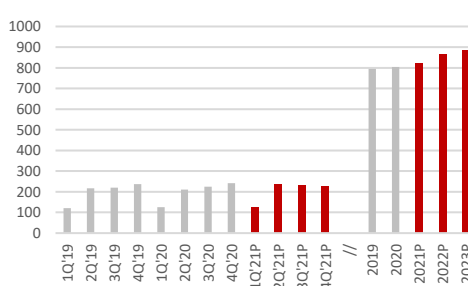
W szacunkach dla '22 uwzględniamy konsolidację spółki Arhelan, która generuje ok. 0,5 mld PLN przychodów i wysoką rentowność EBITDA. Zarząd Eurocash zasugerował także na ostatniej konferencji wynikowej, że w '21 ma być otwarte ok. 80 sklepów pod szyldem Delikatesy Centrum (w modelu przyjmujemy otwarcie 60 placówek). Z naszej perspektywy ww. akwizycja oraz rozpoczęcie rozwoju sieci DC po dłuższym okresie stagnacji, może być głównym katalizatorem dla przyszłych wyników grupy oraz zachowania kursu akcji.

Struktura przychodów wg segmentów [mld PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozowana EBITDA MSSF 16 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	5 482,9	6 438,2	6 672,9	6 258,2	5 919,1	6 196,3	7 005,9	6 289,8	5 769,3	6 663,7	7 093,3	6 621,1	24 852,2	25 411,0	26 147,4	27 808,4	29 131,2
Wynik brutto ze sprzedaży	711,5	844,1	835,4	852,0	787,6	842,5	886,1	850,3	786,9	952,0	951,5	936,2	3 243,0	3 366,6	3 626,7	3 855,7	4 037,6
Wynik netto ze sprzedaży	-11,9	75,7	70,1	80,5	-8,2	59,4	93,2	57,3	-6,0	107,5	105,5	98,1	214,3	201,6	305,0	351,4	378,3
EBITDA MSSF 16	121,4	216,2	219,2	237,4	126,2	210,5	225,1	242,2	124,4	235,7	233,0	226,8	794,1	803,9	819,9	863,9	884,3
EBITDA adj. MSSF 16	121,4	216,2	214,9	224,9	126,2	210,5	225,1	242,2	124,4	235,7	233,0	226,8	777,3	803,9	819,9	863,9	884,3
EBITDA MSR 17	33,5	126,5	129,0	141,1	33,5	117,0	131,7	145,6	28,4	141,3	137,4	131,3	430,0	427,8	438,3	472,0	504,7
EBITDA adj. MSR 17	33,5	126,5	124,7	128,6	33,5	117,0	131,7	145,6	28,4	141,3	137,4	131,3	413,3	427,8	438,3	472,0	504,7
EBIT MSSF 16	-9,7	81,4	84,3	88,5	-10,4	72,2	87,9	100,8	-16,9	94,9	92,1	85,6	244,5	250,4	255,6	287,2	311,0
EBIT MSR 17	-19,1	72,2	75,2	80,0	-25,5	57,9	72,8	86,9	-30,1	83,4	79,8	73,8	208,4	192,1	206,9	232,5	270,6
Wynik brutto	-37,5	56,4	37,9	56,7	-65,6	53,8	54,1	65,6	-53,1	59,1	56,9	50,9	113,4	107,9	113,8	167,5	202,3
Wynik netto	-40,2	46,9	25,1	47,3	-62,0	41,8	33,7	54,5	-43,0	47,9	46,1	41,2	79,1	68,1	92,2	135,6	163,8
Wynik netto adj.	-40,2	46,9	22,2	36,9	-62,0	41,8	33,7	54,5	-43,0	47,9	46,1	41,2	67,4	68,1	92,2	135,6	163,8
marża brutto	13,0%	13,1%	12,5%	13,6%	13,3%	13,6%	12,6%	13,5%	13,6%	14,3%	13,4%	14,1%	13,0%	13,2%	13,9%	13,9%	13,9%
marża EBITDA MSSF 16	2,2%	3,4%	3,3%	3,8%	2,1%	3,4%	3,2%	3,9%	2,2%	3,5%	3,3%	3,4%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%
marża EBITDA adj. MSSF 16	2,2%	3,4%	3,2%	3,6%	2,1%	3,4%	3,2%	3,9%	2,2%	3,5%	3,3%	3,4%	3,1%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%
marża EBITDA MSR 17	0,6%	2,0%	1,9%	2,3%	0,6%	1,9%	1,9%	2,3%	0,5%	2,1%	1,9%	2,0%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
marża EBIT MSSF 16	-	1,3%	1,3%	1,4%	-	1,2%	1,3%	1,6%	-	1,4%	1,3%	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%
marża netto adj.	-	0,7%	0,3%	0,6%	-	0,7%	0,5%	0,9%	-	0,7%	0,6%	0,6%	0,3%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2021-2030 [mln PLN]*

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	22 832,9	24 852,2	25 411,0	26 147,4	27 808,4	29 131,2	30 237,7	31 321,4	32 381,7	33 417,9	34 428,2	35 414,8	36 376,3
Wynik brutto ze sprzedaży	2 881,9	3 243,0	3 366,6	3 626,7	3 855,7	4 037,6	4 189,5	4 338,0	4 483,3	4 625,1	4 763,2	4 897,9	5 029,0
Wynik netto ze sprzedaży	146,9	214,3	201,6	305,0	351,4	378,3	407,6	431,9	457,2	483,2	511,9	540,5	569,6
EBITDA MSSF 16	-	794,1	803,9	819,9	863,9	884,3	909,2	929,8	951,8	974,7	1 000,2	1 025,5	1 051,1
EBITDA adj. MSSF 16	-	777,3	803,9	819,9	863,9	884,3	909,2	929,8	951,8	974,7	1 000,2	1 025,5	1 051,1
EBITDA MSR 17	150,8	430,0	427,8	438,3	472,0	504,7	531,3	553,7	577,6	602,6	630,3	657,8	685,1
EBITDA adj. MSR 17	103,1	413,3	427,8	438,3	472,0	504,7	531,3	553,7	577,6	602,6	630,3	657,8	685,1
EBIT MSSF 16	-	244,5	250,4	255,6	287,2	311,0	337,8	359,6	382,4	406,1	432,4	458,7	485,6
EBIT MSR 17	-53,4	208,4	192,1	206,9	232,5	270,6	300,6	325,5	351,3	377,8	406,7	435,6	464,3
Wynik brutto	155,6	113,4	107,9	113,8	167,5	202,3	234,2	259,6	278,5	297,8	320,1	351,8	387,4
Wynik netto	111,7	79,1	68,1	92,2	135,6	163,8	189,7	210,3	225,6	241,2	259,3	285,0	313,8
Wynik netto adj.	77,4	67,4	68,1	92,2	135,6	163,8	189,7	210,3	225,6	241,2	259,3	285,0	313,8
marża brutto	12,6%	13,0%	13,2%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
marża EBITDA MSSF 16	-	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
marża EBITDA MSR 17	0,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%
marża EBIT MSSF 16	-	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%
marża netto adj.	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%

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

Przychody wg formatów [mln PLN]

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Grupa Eurocash	22 724,7	24 719,8	25 284,1	26 115,5	27 774,4	29 095,6	30 200,8	31 283,1	32 342,2	33 377,1	34 386,2	35 371,6	36 331,9
Hurt	17 725,7	18 710,4	18 892,6	19 258,0	19 931,1	20 456,5	20 964,4	21 456,4	21 934,1	22 398,7	22 850,4	23 291,1	23 723,0
Cash&Carry	4 474,7	4 592,1	4 666,9	4 885,1	5 007,7	5 085,4	5 149,2	5 201,1	5 242,7	5 275,5	5 300,4	5 318,5	5 331,9
Papierosy i produkty impulsowe	5 893,4	6 756,4	7 328,4	6 825,8	6 962,3	7 101,6	7 243,6	7 388,5	7 536,3	7 687,0	7 840,7	7 997,5	8 157,5
EC Alkohole + EC Dystrybucja	6 828,2	6 869,5	6 679,8	7 216,6	7 571,8	7 875,0	8 172,2	8 462,9	8 747,1	9 024,5	9 294,9	9 558,4	9 814,8
Eurocash Gastronomia	476,4	478,3	176,8	288,4	346,0	350,3	354,1	357,6	360,7	363,6	366,2	368,6	370,7
Inne	53,0	14,2	40,7	42,0	43,2	44,3	45,3	46,3	47,3	48,1	48,1	48,1	48,1
Detal	4 318,7	5 904,8	6 202,9	6 655,6	7 637,4	8 429,5	9 023,4	9 610,6	10 189,1	10 756,8	11 311,8	11 854,4	12 380,9
DC + Eko + Miła	3 872,9	5 421,9	5 643,6	5 940,5	6 896,0	7 663,3	8 234,0	8 799,6	9 357,8	9 906,3	10 443,1	10 968,5	11 478,9
Inmedio	445,8	482,9	447,5	472,5	487,8	502,5	516,5	529,9	542,6	554,8	566,5	577,7	588,4
Frisco	0,0	0,0	111,8	242,6	253,5	263,7	272,9	281,1	288,7	295,7	302,2	308,1	313,6
Projekty	680,3	104,6	188,6	201,9	205,9	209,6	213,0	216,1	219,0	221,6	223,9	226,1	228,0
zmiana r/r [%]	9,7%	8,8%	2,3%	3,3%	6,4%	4,8%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%	3,0%	2,9%	2,7%
Grupa Eurocash	9,7%	8,8%	2,3%	3,3%	6,4%	4,8%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%	3,0%	2,9%	2,7%
Hurt	6,0%	5,6%	1,0%	1,9%	3,5%	2,6%	2,5%	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%
Cash&Carry	3,8%	2,6%	1,6%	4,7%	2,5%	1,6%	1,3%	1,0%	0,8%	0,6%	0,5%	0,3%	0,3%
Papierosy i produkty impulsowe	6,5%	14,6%	8,5%	-6,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EC Alkohole + EC Dystrybucja	5,9%	0,6%	-2,8%	8,0%	4,9%	4,0%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%	3,0%	2,8%	2,7%
Eurocash Gastronomia	9,9%	0,4%	-63,0%	63,1%	20,0%	1,2%	1,1%	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%
Inne	-	-	187,5%	3,2%	2,7%	2,5%	2,3%	2,2%	2,0%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Detal	25,7%	36,7%	5,0%	7,3%	14,8%	10,4%	7,0%	6,5%	6,0%	5,6%	5,2%	4,8%	4,4%
DC + Eko + Miła	28,6%	40,0%	4,1%	5,3%	16,1%	11,1%	7,4%	6,9%	6,3%	5,9%	5,4%	5,0%	4,7%
Inmedio	4,9%	8,3%	-7,3%	5,6%	3,2%	3,0%	2,8%	2,6%	2,4%	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%
Frisco	-	-	-	117,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%	2,7%	2,4%	2,2%	2,0%	1,8%
Projekty	23,4%	-84,6%	80,4%	7,0%	2,0%	1,8%	1,6%	1,5%	1,3%	1,2%	1,1%	1,0%	0,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 07.09.2020 [mln PLN]

	2021P			2022P			2023P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	26 535,8	26 147,4	-1,5%	27 715,9	27 808,4	0,3%	28 887,9	29 131,2	0,8%
Wynik brutto ze sprzedaży	3 693,9	3 626,7	-1,8%	3 856,8	3 855,7	0,0%	4 018,4	4 037,6	0,5%
Wynik netto ze sprzedaży	367,5	346,6	-5,7%	404,3	401,4	-0,7%	433,4	435,1	0,4%
EBITDA MSSF 16	828,8	819,9	-1,1%	846,7	863,9	2,0%	866,5	884,3	2,1%
EBITDA adj. MSSF 16	828,8	819,9	-1,1%	846,7	863,9	2,0%	866,5	884,3	2,1%
EBITDA MSR 17	460,1	438,3	-4,7%	481,8	472,0	-2,0%	502,0	504,7	0,5%
EBITDA adj. MSR 17	460,1	438,3	-4,7%	481,8	472,0	-2,0%	502,0	504,7	0,5%
EBIT MSSF 16	273,9	255,6	-6,7%	292,1	287,2	-1,7%	313,5	311,0	-0,8%
EBIT MSR 17	239,3	206,9	-13,5%	263,4	232,5	-11,7%	287,3	270,6	-5,8%
Wynik brutto	149,3	112,7	-24,5%	173,1	148,0	-14,5%	195,5	180,1	-7,9%
Wynik netto	120,9	91,3	-24,5%	140,2	119,8	-14,5%	158,3	145,9	-7,8%
Wynik netto adj.	120,9	91,3	-24,5%	140,2	119,8	-14,5%	158,3	145,9	-7,8%
marża brutto	13,9%	13,9%		13,9%	13,9%		13,9%	13,9%	
marża EBITDA MSSF 16	3,1%	3,1%		3,1%	3,1%		3,0%	3,0%	
marża EBITDA MSR 17	1,7%	1,7%		1,7%	1,7%		1,7%	1,7%	
marża EBIT MSSF 16	1,0%	1,0%		1,1%	1,0%		1,1%	1,1%	
marża netto adj.	0,5%	0,3%		0,5%	0,4%		0,5%	0,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Aktywa trwałe	4 912,6	5 087,7	5 187,0	5 184,8	5 178,6	5 175,5	5 173,8	5 172,3	5 170,1	5 166,5	5 160,8	5 153,4
Wartość firmy	1 850,0	2 045,0	2 045,0	2 045,0	2 045,0	2 045,0	2 045,0	2 045,0	2 045,0	2 045,0	2 045,0	2 045,0
Wartości niematerialne i prawne	323,9	349,7	324,4	308,8	295,8	284,2	273,7	264,0	254,7	245,7	236,9	228,1
RzAT	2 567,2	2 516,5	2 641,2	2 654,5	2 661,4	2 669,8	2 678,6	2 686,9	2 694,0	2 699,3	2 702,5	2 703,9
Pozostałe aktywa trwałe	171,5	176,4	176,4	176,4	176,4	176,4	176,4	176,4	176,4	176,4	176,4	176,4
Aktywa obrotowe	2 972,4	2 978,1	3 019,8	3 204,3	3 343,4	3 457,0	3 570,1	3 678,8	3 784,2	3 889,4	4 003,0	4 128,4
Zapasy	1 271,3	1 363,0	1 402,5	1 491,6	1 562,6	1 621,9	1 680,0	1 736,9	1 792,5	1 846,7	1 899,6	1 951,2
Należności z tyt. dostaw	1 404,9	1 309,2	1 347,2	1 432,8	1 500,9	1 557,9	1 613,8	1 668,4	1 721,8	1 773,8	1 824,7	1 874,2
Środki pieniężne	146,7	117,5	81,7	91,6	91,6	88,8	87,9	85,1	81,6	80,5	90,4	114,7
Pozostałe aktywa obrotowe	149,6	188,4	188,4	188,4	188,4	188,4	188,4	188,4	188,4	188,4	188,4	188,4
Kapitał własny	963,4	1 002,8	983,7	994,1	1 018,8	1 055,4	1 098,7	1 143,4	1 189,8	1 240,3	1 302,7	1 379,9
Zobowiązania długoterminowe	1 560,4	2 137,2	2 732,3	2 665,4	2 585,8	2 504,4	2 421,2	2 336,5	2 250,3	2 162,6	2 073,5	1 983,8
Zobowiązania finansowe	1 527,1	2 118,4	2 713,5	2 646,6	2 567,0	2 485,6	2 402,4	2 317,7	2 231,5	2 143,8	2 054,7	1 965,0
Pozostałe zob. długoterminowe	33,3	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8
Zobowiązania krótkoterminowe	5 361,3	4 925,8	4 490,8	4 729,6	4 917,5	5 072,7	5 224,0	5 371,2	5 514,3	5 653,0	5 787,7	5 918,2
Zobowiązania finansowe	967,5	614,9	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	3 794,8	3 701,3	3 881,1	4 120,0	4 307,9	4 463,1	4 614,3	4 761,6	4 904,6	5 043,4	5 178,0	5 308,5
Pozostałe zob. krótkoterminowe	598,9	609,6	609,6	609,6	609,6	609,6	609,6	609,6	609,6	609,6	609,6	609,6
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży	24 852,2	25 411,0	26 147,4	27 808,4	29 131,2	30 237,7	31 321,4	32 381,7	33 417,9	34 428,2	35 414,8	36 376,3
Koszty wytworzenia	21 609,3	22 044,5	22 520,8	23 952,7	25 093,6	26 048,3	26 983,3	27 898,4	28 792,8	29 665,0	30 516,9	31 347,3
Wynik brutto ze sprzedaży	3 243,0	3 366,6	3 626,7	3 855,7	4 037,6	4 189,5	4 338,0	4 483,3	4 625,1	4 763,2	4 897,9	5 029,0
Koszty SG&A	3 028,6	3 164,9	3 280,1	3 454,2	3 602,5	3 719,9	3 839,1	3 954,2	4 065,0	4 169,7	4 271,1	4 368,6
Saldo pozostałe działalności operacyjnej	30,2	48,8	-49,4	-64,2	-67,3	-69,8	-72,3	-74,8	-77,2	-79,5	-81,8	-84,0
EBITDA MSSF 16	794,1	803,9	819,9	863,9	884,3	909,2	929,8	951,8	974,7	1 000,2	1 025,5	1 051,1
EBITDA MSR 17	430,0	427,8	438,3	472,0	504,7	531,3	553,7	577,6	602,6	630,3	657,8	685,1
EBIT MSSF 16	244,5	250,4	255,6	287,2	311,0	337,8	359,6	382,4	406,1	432,4	458,7	485,6
Saldo finansowe	-126,0	-143,1	-141,8	-119,7	-108,7	-103,6	-99,9	-103,8	-108,3	-112,2	-106,9	-98,2
Wynik brutto	113,4	107,9	113,8	127,5	136,3	147,5	159,9	172,6	185,9	199,2	212,6	226,1
Wynik netto	79,1	68,1	92,2	135,6	163,8	189,7	210,3	225,6	241,2	259,3	285,0	313,8
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
CF operacyjny	683,1	556,7	737,7	753,1	775,3	791,1	810,7	825,2	840,0	857,0	881,5	908,1
CF inwestycyjny	-299,9	-300,7	-309,5	-213,9	-217,4	-218,7	-219,3	-219,3	-218,6	-217,3	-215,4	-212,9
CF finansowy	-433,2	-285,1	-463,9	-529,4	-557,9	-575,2	-592,2	-608,7	-624,9	-640,7	-656,2	-670,9
CF netto	-49,9	-29,2	-35,8	9,9	0,0	-2,8	-0,8	-2,8	-3,5	-1,0	9,8	24,3
Środki pieniężne na początek okresu	196,6	146,7	117,5	81,7	91,6	91,6	88,8	87,9	85,1	81,6	80,5	90,4
Środki pieniężne na koniec okresu	146,7	117,5	81,7	91,6	91,6	88,8	87,9	85,1	81,6	80,5	90,4	114,7
Dynamiki / marże / wskaźniki	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody zmiana r/r	8,8%	2,2%	2,9%	6,4%	4,8%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%	3,0%	2,9%	2,7%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-	1,2%	2,0%	5,4%	2,4%	2,8%	2,3%	2,4%	2,4%	2,6%	2,5%	2,5%
Wynik netto zmiana r/r	-29,1%	-14,0%	35,4%	47,2%	20,8%	15,8%	10,9%	7,3%	6,9%	7,5%	9,9%	10,1%
Marża brutto na sprzedaży	13,0%	13,2%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Marża EBITDA MSSF 16	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Marża EBITDA MSR 17	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%
Marża netto	0,3%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%
ROE	8,2%	6,8%	9,4%	13,6%	16,1%	18,0%	19,1%	19,7%	20,3%	20,9%	21,9%	22,7%
ROA	1,0%	0,8%	1,1%	1,6%	1,9%	2,2%	2,4%	2,5%	2,7%	2,9%	3,1%	3,4%
Odsetki/EBIT	66,4%	69,6%	67,7%	58,8%	52,6%	46,9%	42,6%	38,7%	35,0%	31,6%	28,6%	25,8%
Dług netto MSSF 16 [mln PLN]	2 347,9	2 615,8	2 631,8	2 555,0	2 475,4	2 396,8	2 314,5	2 232,6	2 149,9	2 063,2	1 964,3	1 850,3
Dług netto MSR 17 [mln PLN]	523,3	736,0	730,8	630,7	540,4	452,9	363,5	276,0	189,3	100,0	-0,1	-114,7
Dług netto/Kapitał własny	243,7%	260,8%	267,5%	257,0%	243,0%	227,1%	210,7%	195,3%	180,7%	166,3%	150,8%	134,1%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	295,7%	325,4%	321,0%	295,8%	279,9%	263,6%	248,9%	234,6%	220,6%	206,3%	191,6%	176,0%
EV [mln PLN]	4 294,8	4 562,6	4 578,7	4 501,9	4 422,3	4 343,7	4 261,4	4 179,5	4 096,8	4 010,1	3 911,2	3 797,2
Dług/EV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
CAPEX/Przychody	0,9%	0,7%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX/Amortyzacja	108,7%	102,0%	104,3%	105,0%	104,1%	104,4%	104,4%	104,2%	103,9%	103,4%	102,9%	102,4%
Amortyzacja/Przychody	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%
Zmiana KO/Przychody	-0,2%	-0,4%	0,4%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-2,9%	-16,0%	13,9%	3,9%	3,7%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,1%
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	24,6	28,6	21,1	14,4	11,9	10,3	9,3	8,6	8,1	7,5	6,8	6,2
P/BV	2,0	1,9	2,0	2,0	1,9	1,8	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA MSSF 6	5,4	5,7	5,6	5,2	5,0	4,8	4,6	4,4	4,2	4,0	3,8	3,6
EV/EBITDA MSR 17	5,7	6,3	6,1	5,5	4,9	4,5	4,2	3,8	3,5	3,2	3,0	2,7
EV/EBIT MSSF 16	17,6	18,2	17,9	15,7	14,2	12,9	11,9	10,9	10,1	9,3	8,5	7,8
EV/EBIT MSR 17	11,9	14,0	12,9	11,1	9,2	8,0	7,1	6,3	5,7	5,0	4,5	3,9
EV/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Dywidenda [mln PLN]	143,4	3,3	111,3	125,2	139,2	153,1	167,0	180,9	194,8	208,7	222,7	236,6
DPS	1,0	0,0	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
Dywid	7,4%	0,2%	5,7%	6,4%	7,1%	7,9%	8,6%	9,3%	10,0%	10,7%	11,4%	12,2%
Payout ratio	128,4%	4,2%	163,5%	135,9%	102,6%	93,4%	88,0%	86,0%	86,4%	86,5%	85,9%	83,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 14,0 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Tkocz
 Dyrektor Wydziału
 tel. (+48) 501 238 443
 e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

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	25,2	Kupuj	20,1	23.03.2021*	07:00 CEST	14,0	57 789
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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (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 zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'21*:

, 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	8	80%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	10%	0	0%
Sprzedaj	1	10%	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 otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

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

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

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi 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 własną analizę (bazującą 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 portfelowo inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszące 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 portfelowo 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 23.03.2021 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 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 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 22.03.2021 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 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.