



Dom Maklerski BDM S.A.

## EUROCASH

### RAPORT ANALITYCZNY

Decydujemy się na wydanie zalecenia Redukuj z ceną docelową na poziomie 18,1 PLN/akcję. Zwracamy uwagę na nieatrakcyjną z naszego punktu widzenia ścieżkę wynikową w kolejnych kwartałach (EBITDA'19 wg MSR płaska r/r). Spodziewamy się, że prowadzona integracja segmentu detalicznego będzie konsumowała wzrosty w obszarze hurtu, który w nadchodzących okresach będzie się mierzył z wysoką bazą. Sądzymy, że w dłuższym terminie wolniej może być realizowana strategia rozwoju części detalicznej. Wśród ryzyk dla wyników dostrzegamy wymagający rynek pracy, utratę kontraktu dla PKN Orlen i bardzo prawdopodobne wprowadzenie podatku od sprzedaży detalicznej.

W perspektywie 2Q'19 nie liczymy na istotną poprawę wyników. Pomimo wsparcia ze strony przesuniętych Świąt Wielkanocnych na kwiecień, obawiamy się że negatywnie na prowadzony biznes wpłynęła niesprzyjająca w maju aura. Prognozujemy, że w minionym kwartale Eurocash wypracował ok. 6,1 mln PLN przychodów, ok. 123 mln PLN EBITDA (wg MSR; wg MSSF 16 ok. 210 mln PLN) oraz 39 mln PLN zysku netto.

W kolejnych kwartałach kluczowa będzie finalizacja integracji segmentu detalicznego, która ma zakończyć się w '19, oraz rebranding Mili. Istotna jest także wysoka baza w hurcie, co może przekładać się na spowolnienie dynamik przychodów w tym obszarze. Szacujemy, że dystrybutor FMCG osiągnie w '19 ok. 23,7 mld PLN obrotów (+4% r/r), poprawiając równocześnie marżę brutto do 13,4% (efekt podnoszenia cen i zwiększenia detalu w miksie). Raportowana EBITDA'19 powinna wynieść 411 mln PLN (wg MSR 17; po oczyszczeniu ok. 381 mln PLN; wg MSSF 16 ok. 762 mln PLN). W perspektywie przyszłego roku zakładamy 24,6 mld PLN sprzedaży, 423 mln PLN EBITDA (wg MSR 17; wg MSSF 763 mln PLN) oraz 94 mln PLN zysku netto.

Za główne ryzyka dla naszych założeń uważamy wymagający rynek pracy, utratę kontraktu dla PKN Orlen i bardzo prawdopodobne wprowadzenie podatku od sprzedaży detalicznej (szacunkowo ok. 30 mln PLN p.a.).

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	21 206	20 849	22 833	23 744	24 665	25 638
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	-	-	-	762	763	788
EBITDA adj. MSSF 16 [mln PLN]	-	-	-	732	763	788
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	440	246	419	411	423	447
EBITDA adj. MSR 17 [mln PLN]	440	361	371	381	423	447
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-	-	-	237	237	263
Wynik netto adj. [mln PLN]	190	119	77	61	94	114
P/BV	2,3	2,6	2,6	2,7	2,9	3,0
P/E adj.	14,2	22,8	34,9	44,2	28,7	23,7
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	-	6,8	6,6	6,3
EV/EBITDA MSR 17	6,9	12,5	7,4	7,7	7,5	7,0
EV/EBIT MSSF 16	-	-	-	21,0	21,1	19,0
DPS	1,1	0,8	0,8	1,0	1,0	1,1

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

## REDUKUJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 18,1 PLN

22 LIPCA 2019, 11:15 CEST

Wycena końcowa [PLN]	18,1
Potencjał do wzrostu / spadku	-6,5%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	19,4
Kapitalizacja [mln PLN]	2 699,8
Ilość akcji [mln. szt.]	139,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	23,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	18,2
Stopa zwrotu za 3 mc	-15,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	-3,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-10,7%
Akcjonariat (% głosów):	
Luis Amaral	44,0%
Azvalor AM	9,8%
Pozostali	46,2%

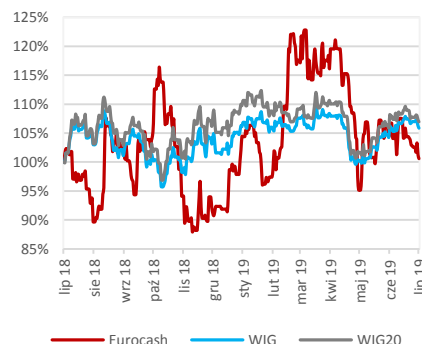
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadzoru 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:**

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA .....	4
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	5
WYCENA DCF .....	6
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	9
MODEL BIZNESOWY .....	11
STRATEGIA NA LATA 2018-23 .....	12
OTOCZENIE RYNKOWE .....	13
PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH .....	16
ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE .....	16
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY .....	17
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	20

EUROCASH		Wskaźniki rynkowe					
Rekomendacja	Redukuj	P/E	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wycena końcowa [PLN]	18,1	-	-	24,2	32,6	28,7	23,7
Potencjał do wzrostu / spadku	-6,5%	P/BV	2,6	2,6	2,7	2,9	3,0
Cena rynkowa [PLN]	19,4	EV/EBITDA MSSF 16	-	-	6,5	6,6	6,3
Ilość akcji [mln. szt.]	139,2	EV/EBITDA MSR 17	12,5	7,4	7,7	7,5	7,0
Kapitalizacja [mln PLN]	2 699,8	EV/EBIT MSSF 16	-	-	21,0	21,1	19,0
		EV/EBIT MSR 17	48,7	14,4	15,6	14,6	12,9
		EV/S	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
		MC/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
		BVPS	7,4	7,4	7,1	6,8	6,6
		EPS	-0,2	0,8	0,6	0,7	0,8
		DPS (w danym roku)	0,8	0,8	1,0	1,0	1,1

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	Wyniki roczne [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Przychody</b>	<b>5 000</b>	<b>5 775</b>	<b>6 256</b>	<b>5 801</b>	<b>5 483</b>	<b>6 133</b>	<b>6 309</b>	<b>5 819</b>	<b>Przychody</b>	<b>20 849</b>	<b>22 833</b>	<b>23 744</b>	<b>24 665</b>	<b>25 638</b>
Hurt	3 983	4 607	4 787	4 349	4 108	4 808	4 944	4 433	Hurt	16 726	17 726	18 293	18 840	19 385
Detal	817	954	1 261	1 286	1 327	1 273	1 313	1 336	Detal	3 436	4 319	5 250	5 617	6 037
Projekty	164	174	168	174	16	16	16	16	Projekty	551	680	64	66	68
Pozostałe	36	41	41	-9	32	35	36	34	Pozostałe	136	108	137	142	148
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>582</b>	<b>706</b>	<b>785</b>	<b>809</b>	<b>712</b>	<b>811</b>	<b>817</b>	<b>835</b>	<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>2 465</b>	<b>2 882</b>	<b>3 174</b>	<b>3 367</b>	<b>3 499</b>
SG&A	583	635	736	780	723	726	745	758	SG&A	2 319	2 735	2 952	3 056	3 165
PPO/PKO	-5	-3	3	73	2	-6	-6	24	PPO/PKO	-83	67	15	-42	-35
<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>121</b>	<b>210</b>	<b>197</b>	<b>233</b>	<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>762</b>	<b>763</b>	<b>788</b>
<b>EBITDA MSR 17</b>	<b>40</b>	<b>117</b>	<b>105</b>	<b>157</b>	<b>33</b>	<b>123</b>	<b>110</b>	<b>145</b>	<b>EBITDA MSR 17</b>	<b>246</b>	<b>419</b>	<b>411</b>	<b>423</b>	<b>447</b>
<b>EBITDA adj. MSR 17</b>	<b>40</b>	<b>117</b>	<b>105</b>	<b>109</b>	<b>33</b>	<b>123</b>	<b>110</b>	<b>115</b>	<b>EBITDA adj. MSR 17</b>	<b>361</b>	<b>371</b>	<b>381</b>	<b>423</b>	<b>447</b>
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-10	79	66	102	EBIT MSSF 16	-	-	237	237	263
EBIT MSR 17	-7	68	52	102	-19	71	57	93	EBIT MSR 17	63	214	202	216	244
Zysk brutto	-17	59	37	77	-37	48	34	70	Zysk brutto	20	156	114	116	140
<b>Zysk netto</b>	<b>-19</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>56</b>	<b>-40</b>	<b>39</b>	<b>28</b>	<b>57</b>	<b>Zysk netto</b>	<b>-30</b>	<b>112</b>	<b>83</b>	<b>94</b>	<b>114</b>

Wskaźniki	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	Wskaźniki	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody zmiana r/r	7,5%	5,6%	11,5%	13,3%	9,7%	6,2%	0,8%	0,3%	Przychody zmiana r/r	-1,7%	9,5%	4,0%	3,9%	3,9%
EBITDA MSR 17 zmiana r/r	5,6%	1894,4%	3,6%	54,6%	-15,5%	5,3%	4,2%	-7,5%	EBITDA MSR 17 zmiana r/r	-44,1%	70,0%	-1,8%	2,8%	5,8%
Zysk netto zmiana r/r	23,8%	-158,3%	2,0%	473,6%	116,8%	7,0%	-27,8%	1,7%	Zysk netto zmiana r/r	-115,6%	-477,7%	-25,8%	13,6%	20,8%
Marża brutto na sprzedaży	11,6%	12,2%	12,5%	14,0%	13,0%	13,2%	12,9%	14,4%	Marża brutto na sprzedaży	11,8%	12,6%	13,4%	13,7%	13,6%
Marża EBITDA MSR 17	0,8%	2,0%	1,7%	2,7%	0,6%	2,0%	1,7%	2,5%	Marża EBITDA MSR 17	1,2%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%
Marża netto	-	0,6%	0,6%	1,0%	-	0,6%	0,4%	1,0%	Marża netto	-	0,5%	0,3%	0,4%	0,4%
									ROE	-2,9%	10,8%	8,4%	9,9%	12,4%
									ROA	-0,5%	1,9%	1,0%	1,2%	1,4%

Konsensus [mln PLN]*	2019P	2020P	2021P
Przychody	24 166,9	24 993,2	25 852,3
EBITDA	398,6	447,7	479,5
EBIT	187,4	219,8	241,9
Zysk netto	86,7	121,1	149,2
Gotówka netto	389,4	341,5	257,4
marża EBITDA	1,6%	1,8%	1,9%

Źródło: Blloomberg, \*na dzień 19.07.2019

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>2 530</b>	<b>3 006</b>	<b>4 874</b>	<b>4 878</b>	<b>4 886</b>
WNIPI	347	328	300	278	258
Rzeczowe aktywa trwałe	679	790	2 621	2 648	2 676
Pozostałe aktywa trwałe	1 504	1 888	1 952	1 952	1 952
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>3 453</b>	<b>3 005</b>	<b>3 200</b>	<b>3 262</b>	<b>3 339</b>
Zapasy	1 320	1 292	1 344	1 396	1 451
Należności krótkoterminowe	1 683	1 343	1 397	1 451	1 508
Środki pieniężne	203	197	219	175	140
Pozostałe aktywa obrotowe	247	173	240	240	240
<b>Aktywa razem</b>	<b>5 983</b>	<b>6 011</b>	<b>8 074</b>	<b>8 140</b>	<b>8 225</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 030</b>	<b>1 036</b>	<b>992</b>	<b>947</b>	<b>914</b>
Udziały mniejszości	64	61	61	61	61
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>4 953</b>	<b>4 974</b>	<b>7 083</b>	<b>7 194</b>	<b>7 311</b>
Rezerwy na zobowiązania	185	242	260	260	260
Oprocentowane zobow. długoterm.	5	3	2 505	2 474	2 441
Zobowiązania długoterminowe inne	58	64	55	55	55
Oprocentowane zobow. krótkoterm.	567	576	0	0	0
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	3 943	3 813	3 956	4 098	4 248
Zobowiązania krótkoterminowe inne	195	277	306	306	306
<b>Pasywa razem</b>	<b>5 983</b>	<b>6 011</b>	<b>8 074</b>	<b>8 140</b>	<b>8 225</b>
<b>Dług netto</b>	<b>370</b>	<b>382</b>	<b>2 286</b>	<b>2 299</b>	<b>2 301</b>
Dług netto / Kapitał własny	0,4	0,4	2,3	2,4	2,5
Dług netto / EBITDA MSSF 16	-	-	3,0	3,0	2,9

Rachunek przepływu [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy z działalności operacyjnej	494	582	642	635	658
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-336	-462	-255	-190	-192
Przepływy z działalności finansowej	-117	-126	-364	-489	-501
Przepływy pieniężne netto	41	-6	23	-44	-35

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Otoczenie makroekonomiczne:** Branża FMCG jest szczególnie wrażliwa na czynniki gospodarcze. Presja deflacyjna odbija się na cenach sprzedawanych produktów, co bardzo mocno przekłada się na realizowaną marżę brutto. Na wyniki dystrybutorów wyraźny efekt wywierają również spowolnienie PKB, spadek siły nabywczej, wzrost bezrobocia oraz zmniejszenie wydatków na konsumpcję.
- **Wzrost wynagrodzeń:** W ostatnich miesiącach wysokie dodatnie dynamiki notują wynagrodzenia (wzrosty po ok. 7% r/r). Z jednej strony stwarza to ryzyko obciążenia rachunku wyników grupy (koszty wynagrodzeń stanowią ok. 3,1% przychodów). Z drugiej strony zwiększenie płac powoduje silniejszy popyt konsumencki.
- **Konkurencja rynkowa:** Polski rynek dystrybutorów jest bardzo rozdrobniony. Funkcjonuje na nim ok. 4 tys. podmiotów, co powoduje, że dystrybutorzy mocno konkurują o potencjalnego klienta, zaniżając tym samym ceny i obniżając marże. Z drugiej strony pojawienie się podmiotu chcącego skonsolidować rynek może spowodować zachwianie obecnej struktury (Eurocash ma ok. 26% udziałów w rynku) i wzmocnić konkurencję cenową. Zwracamy także uwagę na toczą się silną rywalizację o klienta przez 2 największych graczy na rynku dyskontów, czyli sieci Biedronka i Lidl. Obniżanie cen przez obu graczy może przekładać się na mniejszą atrakcyjność dla klienta przez podmioty zrzeszone w Eurocash.
- **Zmiany legislacyjne:** Jednym z poprzednich postulatów wyborczych PiS było wprowadzenie podatku od sprzedaży sklepów. Przez kilka lat jego pobór był zawieszony (zgodnie z zaleceniem KE), jednak w maju '19 TSUE unieważnił zakaz jego wprowadzenia i tym samym od '20 najprawdopodobniej najwięksi detaliści będą zmuszeni do odprowadzania daniny (szacunkowo ok. 30 mln PLN p.a.). Na rynek oddziałuje także zakaz handlu w niedziele, który został wprowadzony od marca '18. Obecnie handel może być prowadzony tylko w jedną niedzielę, jednak od '20 zakazem będą wszystkie niedziele w miesiącu.
- **Procesy akwizycyjne i ich integracja:** Od kilku lat grupa była głównym podmiotem konsolidującym rynek FMCG. Od 2011 Eurocash nabył m.in. grupę Tradis, Inmedio, PayUp czy Rogala. Na przełomie 2016/17 spółka przejęła również PDA oraz Eko Holding, a od końca 1H'18 konsolidowana jest Miła. Zwracamy uwagę, że problemy z integracją przejmowanych podmiotów mogą mocno obciążać wyniki finansowe spółki.
- **Sezonowość wyników:** Branża dóbr szybko zbywalnych cechuje się silną sezonowością. Z reguły sprzedaż w 1Q jest niższa niż w pozostałej części roku (o ile nie występują one-off'y w postaci świąt wielkanocnych). Najwyższa sprzedaż jest realizowana w okresie lata (zwiększona sprzedaż wyrobów alkoholowych i tytoniowych), natomiast zwiększone marże są realizowane w 4Q (święta Bożego Narodzenia, bonusy od dostawców).
- **Presja producencka:** W środowisku deflacyjnym spółce jest ciężko reagować na podwyżki cen prowadzone przez producentów. W efekcie rentowność brutto ze sprzedaży, którą jest w stanie osiągać Eurocash, ulega dużym spadkom.
- **Utrata kontraktu dla PKN Orlen:** W maju '19 poinformowano, że prawdopodobnie od września '19 grupa utraci kontrakt dla PKN Orlen (koncern był największym klientem spółki), którego roczna wartość odpowiada za ok. 2-3% skonsolidowanych przychodów grupy (ok. 600 mln PLN). W naszej ocenie większym problemem niż odbudowanie utraconych obrotów, może okazać się dostosowanie infrastruktury logistycznej.

## 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 17,8 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 18,8 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 2,5 mld PLN, czyli **18,1 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	2 483,2	17,8	-8,0%
B	Wycena porównawcza	2 617,8	18,8	-3,0%
<b>C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa</b>		<b>2 523,6</b>	<b>18,1</b>	<b>-6,5%</b>

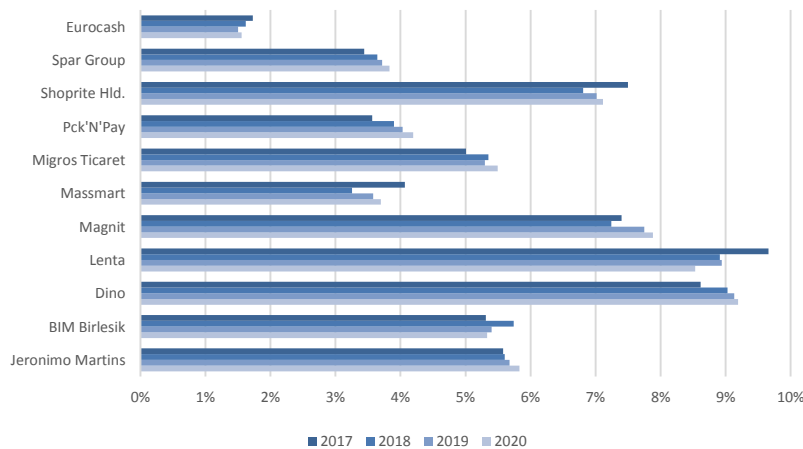
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Rezultaty grupy (wg MSR 17) w 1Q'19 były słabsze r/r, co było pochodną gorszego zachowania w obszarach detalu i projektów. W perspektywie 2Q'19 nie liczymy na istotną poprawę wyników. Pomimo wsparcia ze strony przesuniętych Świąt Wielkanocnych na kwiecień, obawiamy się że negatywnie na prowadzony biznes wpłynęła niesprzyjająca w maju aura (szczególnie w obszarze sprzedaży piwa i lodów). Tym samym prognozujemy, że w minionym kwartale Eurocash wypracował ok. 6,1 mln PLN przychodów, ok. 123 mln PLN EBITDA (wg MSR; wg MSSF 16 ok. 210 mln PLN) oraz 39 mln PLN zysku netto.

W kolejnych kwartałach kluczowa dla wyników spółki będzie finalizacja integracji segmentu detalicznego, która docelowo ma zakończyć się w '19, oraz rebranding Mili. Istotna jest także wysoka baza (szczególnie z 2H'18) w hurcie, co może przekładać się na spowolnienie dynamik przychodów w tym obszarze. Finalnie prognozujemy, że dystrybutor FMCG zwiększy w '19 obroty do 23,7 mld PLN (+4% r/r; +3% w hurcie i +5% w detalu), poprawiając równocześnie marżę brutto do 13,4% (efekt podnoszenia cen i zwiększenia detalu w miksie). Raportowana EBITDA '19 powinna wynieść 411 mln PLN (wg MSR 17; po oczyszczeniu ok. 381 mln PLN; wg MSSF 16 ok. 762 mln PLN). W perspektywie przyszłego roku zakładamy 24,6 mld PLN sprzedaży, 423 mln PLN EBITDA (wg MSR 17; wg MSSF 763 mln PLN) oraz 94 mln PLN zysku netto. Wśród głównych ryzyk wyróżniamy przede wszystkim wymagającą sytuację na rynku pracy, zmiany strukturalne w obszarze małych sklepów i prawdopodobne wprowadzenie podatku od obrotu.

**Wydajemy zalecenie Redukuj dla walorów dystrybutora FMCG i ustalamy cenę docelową na poziomie 18,1 PLN/akcję. Bieżące pułapy cenowe uznajemy za mało atrakcyjne, zakładając oczekiwaną przez nas ścieżkę wynikową (kosztowny proces integracji detalu; podwyższona baza w hurcie od 2Q'19). Zwracamy także uwagę na możliwe opóźnienia w realizacji strategii dla segmentu detalicznego (zapowiedziane otwarcie 900 sklepów do końca '23 wydaje nam się z bieżącej perspektywy mało realne), wymagający rynek pracy, utratę części kontraktu dla PKN Orlen (stanowi ok. 3% rocznych obrotów) oraz bardzo prawdopodobne wejście w życie podatku od sprzedaży detalicznej.**

### Porównanie marż EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 4%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,0x.

### Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że przychody ze sprzedaży w '19 wzrosną do 23,7 mld PLN (+4% r/r), co wynika z konsolidacji wyników Eko Holding, Mili oraz pozytywnych lfl w obszarze hurtu. Z kolei w '20 obroty według naszych założeń podniosą się do 24,7 mld PLN.
- W kolejnych latach w modelu nie zakładamy akwizycji, a jedynie wzrost organiczny (grupa ma ok. 30% udział w rynku hurtowym; potencjalne akwizycje – na które pozwala mocny bilans – powinny być dokonywane wyłącznie w obszarze detalicznym, jednak można się ich spodziewać najwcześniej po zakończeniu procesu integracji Eko i Mila, czyli po '19).
- Oczekujemy, że prowadzona integracja w dywizji detalicznej będzie obciążać wyniki grupy do końca br. Dlatego też prognozujemy, że oczyszczona EBITDA w '19 wyniesie ok. 381 mln PLN (wg MSR 17; +3% r/r).
- W wycenie uwzględniamy rozliczenie transakcji sprzedaży udziałów w PayUp w wys. 30 mln PLN brutto (przyjmujemy finalne rozliczenie w 4Q'19).
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19,0% w latach 2019-28 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2028 roku na poziomie 2,0% (utrzymanie względem poprzednich rekomendacji; rynek hurtu jest mocno nasycony i dostrzegamy trend spadku małych sklepów).
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2028 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2018 roku, który korygujemy zgodnie z MSSF 16 o wartość zadłużenia z tyt. prawa do użytkowania budynku w wys. 1,8 mld PLN (wg stanu na 01.01.2019).
- Do obliczeń przyjęliśmy 139,2 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 22.07.2019 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki Eurocash na poziomie 2,5 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 17,8 PLN.**

## Model DCF

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	23 743,7	24 664,9	25 637,8	26 597,9	27 545,1	28 473,8	29 378,4	30 257,9	31 111,9	31 939,0
EBIT adj. [mln PLN]	207,3	236,8	262,7	276,7	298,1	316,6	337,5	358,3	380,1	402,3
Stopa podatkowa	28%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	57,2	45,0	49,9	52,6	56,6	60,2	64,1	68,1	72,2	76,4
NOPLAT [mln PLN]	150,1	191,8	212,8	224,1	241,5	256,4	273,4	290,2	307,9	325,9
Amortyzacja, w tym: [mln PLN]	524,4	525,7	525,8	526,7	528,1	529,7	531,3	532,9	534,2	535,2
- prawo do użytkowania	315,4	318,9	322,2	325,2	328,0	330,4	332,6	334,4	336,1	337,4
CAPEX, w tym [mln PLN]	-538,1	-529,8	-533,7	-536,9	-539,6	-541,2	-542,0	-542,2	-541,6	-540,3
- opłaty leasingowe	-350,4	-339,7	-341,3	-342,6	-343,9	-344,5	-345,0	-345,3	-345,4	-345,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	37,1	36,2	38,0	36,5	35,0	33,2	31,2	29,2	27,2	25,2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy ze sprzedaży aktywów [mln PLN]*	21,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	195,2	223,9	242,9	250,3	264,9	278,2	294,0	310,2	327,7	345,9
DFCF [mln PLN]	189,0	201,5	203,0	194,3	190,9	186,1	182,4	178,5	174,9	171,1
Suma DFCF [mln PLN]	1 871,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	6 075,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	3 004,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	4 876,2									
Dług netto 2018 [mln PLN]*8	2 192,1									
Dywidenda 2019 [mln PLN]	139,6									
Udziały mniejszości [mln PLN]	61,4									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>2 483,2</b>									
Ilość akcji [tys.]	139,2									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>17,8</b>									

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

Przychody zmiana r/r	4,0%	3,9%	3,9%	3,7%	3,6%	3,4%	3,2%	3,0%	2,8%	2,7%
EBIT zmiana r/r	24,4%	14,2%	10,9%	5,3%	7,7%	6,2%	6,6%	6,1%	6,1%	5,8%
FCF zmiana r/r	94,9%	14,7%	8,5%	3,1%	5,8%	5,0%	5,7%	5,5%	5,7%	5,6%
Marża EBITDA	3,1%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%
Marża EBIT	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%
Marża NOPLAT	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%
CAPEX / Przychody	2,3%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%
CAPEX / Amortyzacja	102,6%	100,8%	101,5%	101,9%	102,2%	102,2%	102,0%	101,7%	101,4%	101,0%
Zmiana KO / Przychody	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-4,1%	-3,9%	-3,9%	-3,8%	-3,7%	-3,6%	-3,5%	-3,3%	-3,2%	-3,0%

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

## Kalkulacja WACC

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	69,0%	69,6%	70,3%	71,0%	71,8%	72,5%	73,3%	74,1%	74,9%	75,7%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	31,0%	30,4%	29,7%	29,0%	28,2%	27,5%	26,7%	25,9%	25,1%	24,3%
WACC	7,4%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
beta	0,7	15,7	17,2	19,0	21,0	23,4	26,3	30,0	34,5	40,5
	0,8	14,0	15,3	16,8	18,6	20,6	23,1	26,1	29,8	34,5
	0,9	12,5	13,6	14,9	16,4	18,2	20,3	22,8	25,8	29,7
	1,0	11,0	12,1	13,2	14,5	16,1	17,8	20,0	22,5	25,6
	1,1	9,8	10,7	11,7	12,8	14,2	15,7	17,5	19,7	22,3
	1,2	8,6	9,4	10,3	11,3	12,5	13,8	15,4	17,2	19,4
	1,3	7,5	8,2	9,0	9,9	10,9	12,1	13,4	15,0	16,9

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%	17,7	19,4	21,4	23,8	26,6	30,2	34,6	40,3	48,1
	4,00%	14,0	15,3	16,8	18,6	20,6	23,1	26,1	29,8	34,5
	5,00%	11,0	12,1	13,2	14,5	16,1	17,8	20,0	22,5	25,6
	6,00%	8,6	9,4	10,3	11,3	12,5	13,8	15,4	17,2	19,4
	7,00%	6,5	7,1	7,8	8,6	9,6	10,6	11,8	13,1	14,7
	8,00%	4,7	5,2	5,8	6,4	7,2	8,0	8,9	9,9	11,1
	9,00%	3,2	3,6	4,1	4,6	5,2	5,8	6,5	7,3	8,2

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.



## WYCENA PORÓWNAWCZA

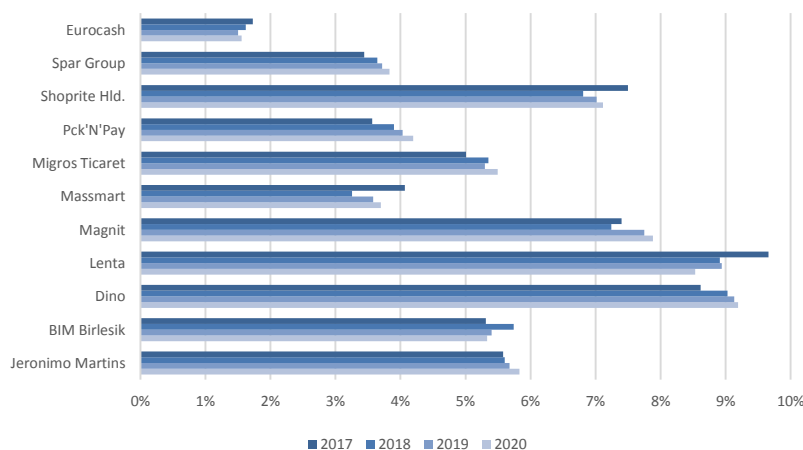
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2019-21 dla wybranych spółek z branży FMCG. W wycenie uwzględniliśmy podmioty zagraniczne oraz Jeronimo Martins i Dino (działające na rynku polskim), co naszym zdaniem nie w pełni oddaje charakter działalności Eurocash (przeważająca część hurtu w wynikach). Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Eurocash metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **18,8 PLN**.

### Wycena porównawcza [PLN]

	P/E			EV/EBITDA		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Jeronimo Martins	20,4	19,5	17,7	8,6	8,3	7,6
BIM Birlesik	19,2	15,8	13,0	11,4	9,4	8,5
Dino	33,2	26,7	21,3	19,9	16,2	13,0
Lenta	6,7	8,4	7,3	5,1	5,2	4,6
Magnit	11,4	9,6	8,6	5,1	5,1	4,6
Massmart	14,5	12,5	10,0	4,7	4,4	3,7
Migros Ticaret	-	-	6,9	4,7	3,8	3,5
Pick'N'Pay	18,5	17,0	15,6	9,1	8,5	7,7
Shoprite Hld.	19,7	18,1	16,2	9,8	9,1	8,2
Spar Group	16,3	15,4	14,0	10,2	9,6	8,8
X5 Retail	15,4	13,9	12,4	6,1	5,7	5,3
<b>Mediana grupy</b>	<b>17,4</b>	<b>15,6</b>	<b>13,0</b>	<b>8,6</b>	<b>8,3</b>	<b>7,6</b>
Eurocash	44,2	28,7	23,7	6,8	6,6	6,3
Premia/dyskonto	153,8%	84,0%	83,2%	-20,8%	-20,8%	-16,4%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>7,6</b>	<b>10,5</b>	<b>10,6</b>	<b>28,8</b>	<b>28,8</b>	<b>26,5</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>		<b>9,6</b>			<b>28,0</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>			<b>18,8</b>			

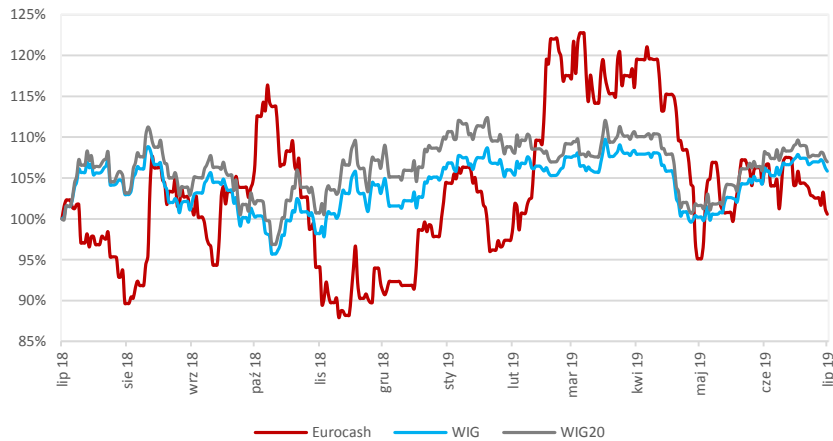
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; \*wskaźniki oczyszczone o one-off dot. sprzedaży PayUp w '19

### Porównanie marż EBITDA [%]



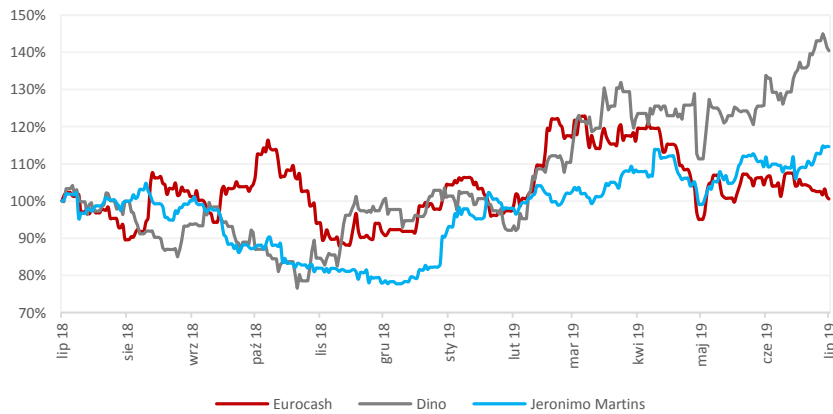
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Zachowanie kursu na tle WIG**



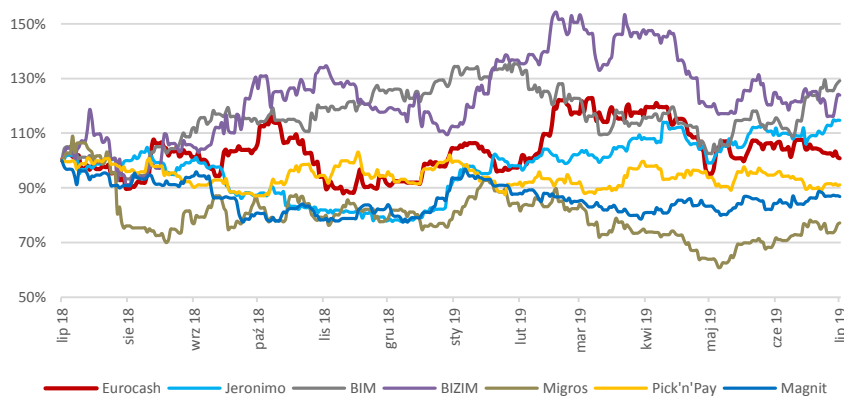
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Zachowanie kursu na tle Dino i Jeronimo Martins**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Zachowanie kursu na tle podmiotów zagranicznych**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

*W perspektywie roku walory Eurocash zachowywały się znacznie słabiej niż szeroki rynek oraz WIG20, co wynikało m.in. z rozczarowujących wyników grupy.*

*W rocznej perspektywie akcje Eurocash wypadł zdecydowanie gorzej niż w przypadku Jeronimo Martins i Dino. Uważamy, że w przypadku Eurocash powodem była słabość części detalicznej, co w dużej mierze konsumowało wzrosty wyników segmentu hurtowego..*

## MODEL BIZNESOWY

Eurocash jest największym krajowym dystrybutorem w obszarze FMCG i posiada ok. 27% udziałów w rynku. Grupa operuje w segmentach hurtowym i detalicznym. W ramach obszaru hurtu funkcjonują następujące formaty:

- Eurocash Cash&Carry**  
 Jest to jedna z największych sieci hurtowni dyskontowych, funkcjonujących na terenie kraju. Model biznesowy bazuje na obsłudze małych i średnich sklepów spożywczych i chemicznych, które dysponują własnym transportem. Produkty oferowane przez C&C należą do kategorii FMCG i według założeń spółki mają pozwalać na zaspokojenie większości potrzeb asortymentowych klientów (ok. 70-80%). Na koniec 1Q'19 sieć liczyła 180 hurtowni. W ofercie sprzedażowej hurtowni znajduje się ok. 5 tys. produktów, w tym ok. 10% stanowi marka własna Eurocash „Dobry Wybór”. Hurtownie obsługują także sklepy abc, których liczba w marcu'19 osiągnęła 8,6 tys. placówek.
- Eurocash Dystrybucja**  
 Segment skupia się na odbiorcach detalicznych FMCG. Główni odbiorcy EC Dystrybucja to super- i hipermarkety, delikatesy oraz sieci franczyzowe i partnerskie (Groszek, Lewiatan, Eurosklep, PSD). Liczba sklepów partnerskich na koniec 1Q'19 wynosiła ok. 5,06 tys. placówek. Do tego należy również uwzględnić stacje benzynowe (m.in. Orlen) oraz Wars, Cinema City czy Supersam. Segment wywodzi się ze spółki Tradis, która została nabyta przez grupę w '11 od lubelskiej Emperii. Wartość transakcji opiewała na 1,1 mld PLN (ok. 8,8x EV/EBITDA). Kluczowymi odbiorcami były Eurosklep, Groszek i Stokrotka, która pod koniec '13 rozwiązała umowę z Eurocash (spowodowało to ubytek ok. 800 mln PLN sprzedaży).
- Eurocash Alkohole**  
 Historycznie podmiot działał również pod nazwą Premium Distributors. Spółka została zakupiona od CEDC w '11 za 385,9 mln PLN. Model biznesowy opiera się na sprzedaży alkoholu w Polsce. W ofercie jest ok. 300 produktów, których głównymi nabywcami są sklepy detaliczne oraz rynek HoReCa. Obecnie format wchodzi w skład EC Dystrybucja.
- Eurocash Gastronomia**  
 Podstawowymi klientami są podmioty z rynku HoReCa, którzy nabywają dobra FMCG. Działalność została nabyta w '08 od McLane Polska za 79,5 mln PLN. Udział formatu w przychodach skonsolidowanych to ok. 2-3% (dla danych za '18).
- Papierosy i produkty impulsowe**  
 Format skupia się na aktywnej dystrybucji wyrobów tytoniowych i produktów impulsowych za pośrednictwem Eurocash Serwis. Według danych za '18 obszar wygenerował ok. 26% przychodów grupy.

Drugim głównym segmentem w strukturach Eurocash jest część detaliczna, która prowadzi sprzedaż detaliczną i hurtową do sieci franczyzowej Delikatesy Centrum. W ramach obszaru działają sklepy franczyzowe DC, sklepy własne DC, które są zarządzane w ramach spółek Rogala, FHC-2, Madas i Eurocash Detal, a także placówki pod markami EKO i Mila, które zostały nabyte w poprzednich latach. Dodatkowo funkcjonują również kioski z prasą pod nazwą Inmedio. Na koniec 1Q'19 grupa zarządzała 1,56 tys. sklepów, w tym ponad 1,3 tys. lokali pod logo Delikatesy Centrum. Sieć Inmedio liczyła 450 placówek.

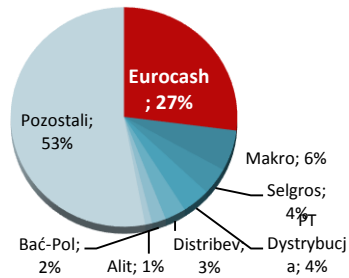
Trzecim obszarem działalności spółki są projekty, które obejmują takie pomysły inwestycyjne jak m.in. ABC na kołach, Duży Ben, Kontigo czy Sushi2go. W '18 obszar odpowiadał za ok. 3% sprzedaży grupy, jednak od początku '19 nie obejmuje on już sprzedaży produktów świeżych (przeniesione do detalu).

### Liczba placówek w poszczególnych formatach

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19
Cash & Carry	8 145	8 182	8 614	8 795	8 777	8 846	8 844	8 711	8 548	8 633	8 739	8 888	8 812
Hurtownie	188	189	189	190	188	187	185	180	180	180	180	180	180
abc	7 957	7 993	8 425	8 605	8 589	8 659	8 659	8 531	8 368	8 453	8 559	8 708	8 632
Eurocash Dystrybucja	4 551	4 632	4 659	4 750	4 768	4 789	4 830	4 905	4 907	4 902	4 943	5 024	5 055
Detal	1 065	1 060	1 040	1 086	1 343	1 350	1 354	1 344	1 348	1 493	1 529	1 539	1 563
Inmedio	465	465	465	465	465	452	452	452	454	450	452	448	450

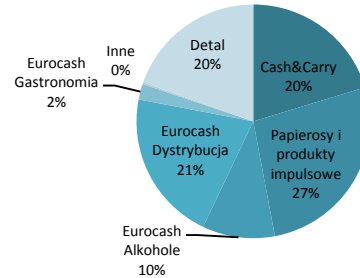
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Udział grupy w rynku hurtowym [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Sprzedaż w podziale na formaty w '18 [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Głównym udziałowcem jest założyciel i prezes spółki Luis Amaral, który kontroluje 44% udziałów grupy. Powyżej 5% akcji posiada jeszcze fundusz Azvalor AM, który dysponuje 9,6% walorów grupy. Pozostali akcjonariusze posiadają poniżej 5% akcji Eurocash.

#### Główni akcjonariusze spółki

	Liczba akcji	% akcji	Liczba głosów	% głosów
Luis Amaral	61,3	44,0%	61,3	44,0%
Azvalor AM	13,4	9,6%	13,4	9,6%
Pozostali	64,5	46,3%	64,5	46,3%
<b>RAZEM</b>	<b>139,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>139,2</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

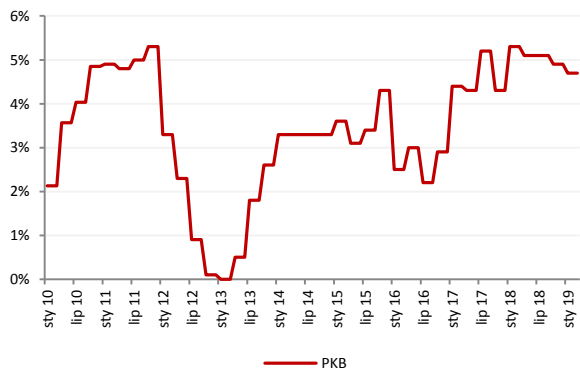
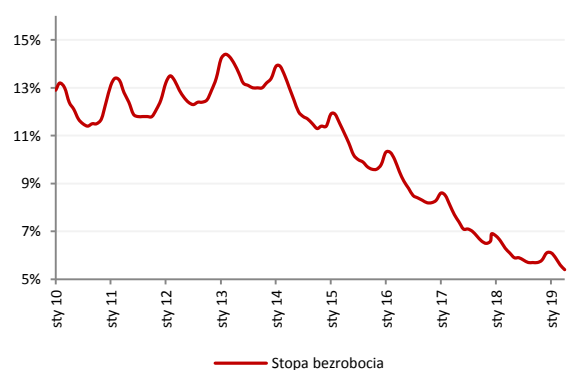
## STRATEGIA NA LATA 2018-23

Na początku '18 grupa przedstawiła strategię na lata 2018-23. Zakłada ona skupienie się na 3 obszarach:

- Rozwój segmentu Eurocash Detal**  
 Grupa zamierza rozbudować sieć Delikatesy Centrum do końca '23 o ok. 900 nowych sklepów. Tak intensywny rozwój ma wynikać z przejęć regionalnych sieci supermarketów, otwarć przez franczyzobiorców oraz rozwoju sieci własnej. Szacowany przez spółkę CAPEX ma mieścić się w przedziale 1,0-2,0 mld PLN w zależności od wybranego scenariusza ekspansji. Docelowo, placówki po 5 latach działalności mają generować średnią marżę EBITDA w wys. 6,4% oraz osiągać roczną sprzedaż z mkw. na poziomie 15,6 tys. PLN.
- Program optymalizacji kosztów**  
 Program ma na celu zwiększenie efektywności kosztowej w obszarach sprzedaży, ogólnego zarządu oraz pozostałych kosztów operacyjnych. Spółka szacuje, że całkowity potencjał redukcji może wynieść 150 mln PLN do '20 (40 mln PLN kosztów centrali detalu; w segmencie hurtu 60 mln PLN kosztów centrali, 10 mln PLN z tyt. restrukturyzacji formatu cash & carry i ok. 40 mln PLN korzyści z tyt. połączenia logistyki w EC Dystrybucja i EC Alkohole). Do końca '18 grupa ograniczyła koszty o ok. 70 mln PLN, które w całości zostały zrekompensowane przez wzrost kosztów pracy.
- Inwestycje w projekty rozwojowe**  
 Eurocash kontynuuje inwestycje w takie projekty jak Duży Ben, abc na kołach czy Kontigo. Zarząd grupy uznał, że pomimo negatywnej kontrybucji do wyników, nowe projekty są istotne pod względem wzmocnienia pozycji rynkowej, konkurencyjności oraz wzrostu w długim terminie. Obecnie Duży Ben i Kontigo są rozwijane również przez franczyzobiorców Eurocash (podobnie jak Faktoria Win czy projekt fresh).

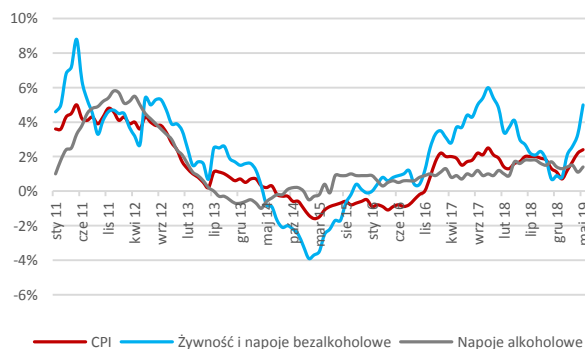
## OTOCZENIE RYNKOWE

Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Pozytywne odczucia można mieć obserwując wyniki sprzedaży detalicznej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 7,3% (w kwietniu wyniosła 13,6% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii żywność zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 5,2% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą napędza rządowy program 500+. W ostatnich miesiącach inflacja CPI zaczęła przyspieszać i powróciła powyżej 2% (w maju 2,4%; w obszarze żywności i napojów bezalkoholowych +5,0%, a w przypadku napojów alkoholowych i tytoniu +1,4%). Na budżety gospodarstw domowych z pewnością wpływa dobra sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach cały czas się utrzymuje się na rekordowo niskich poziomach – w maju wyniosła 5,4%. Według danych GUS, zwiększa się przeciętny poziom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Nieprzerwanie rośnie również średnie wynagrodzenie, które w maju wyniosło ok. 5,1 tys. PLN (+7,7% r/r i -2,5% m/m). Mając na uwadze wymienione czynniki można oczekiwać zwiększenia konsumpcji gospodarstw domowych. Kategoria „Żywność” odpowiada (wg odczytów GUS) za ok. 20% realizowanych wydatków, ustępując jedynie środkom przeznaczanym na użytkowanie mieszkania.

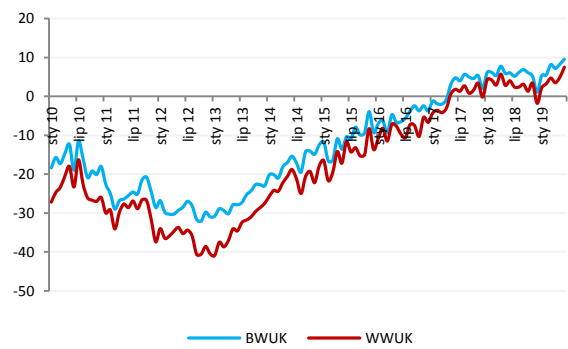
**PKB**

**Stopa bezrobocia**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

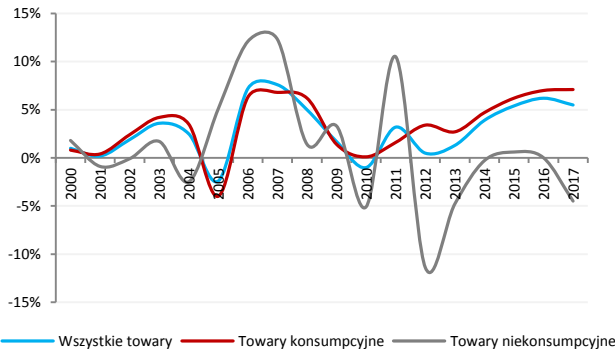
**CPI, CPI dla artykułów żywnościowych, CPI dla wyrobów tytoniowych**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

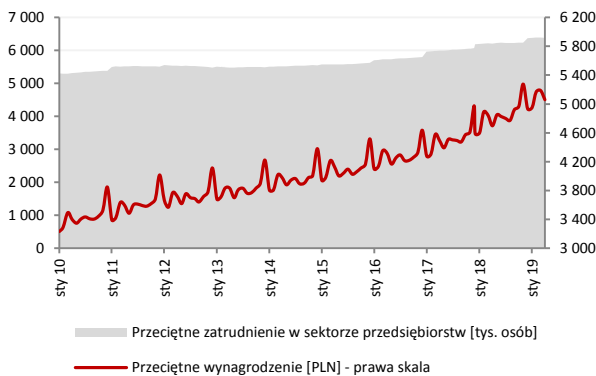
**Wskaźniki koniunktury konsumenckiej**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

**Sprzedaż towarów w latach 2000-17**

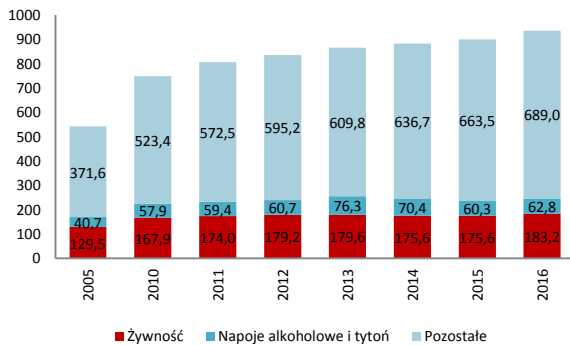


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS  
**Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw**



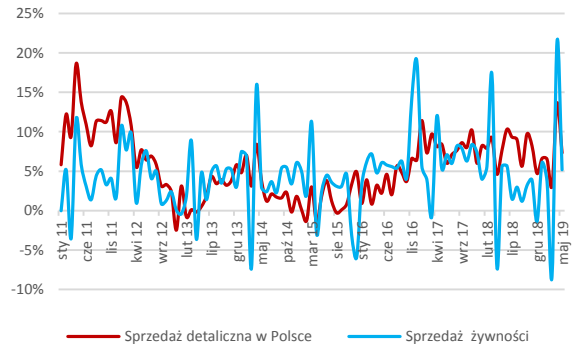
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

**Konsumpcja gospodarstw domowych [mld PLN]**

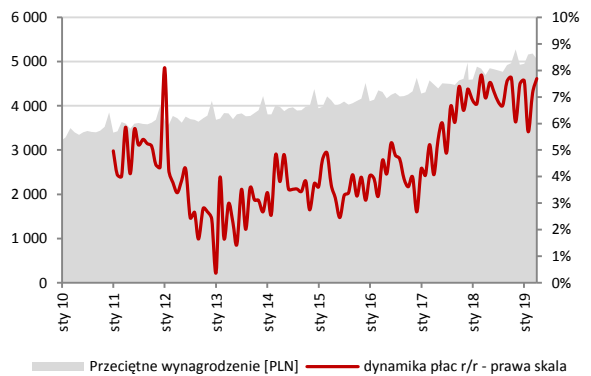


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

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

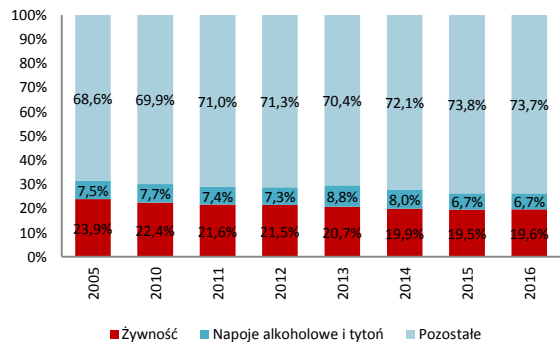


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS  
**Dynamika płac [%]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

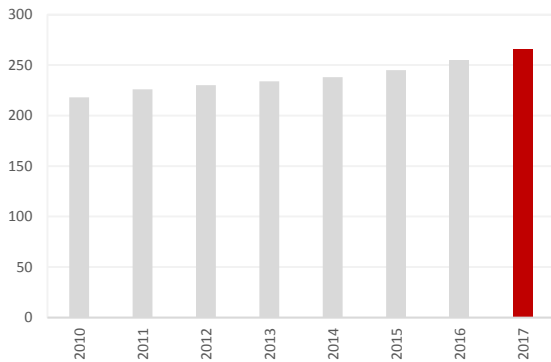
**Udział poszczególnych grup w konsumpcji gosp. dom. [%]**



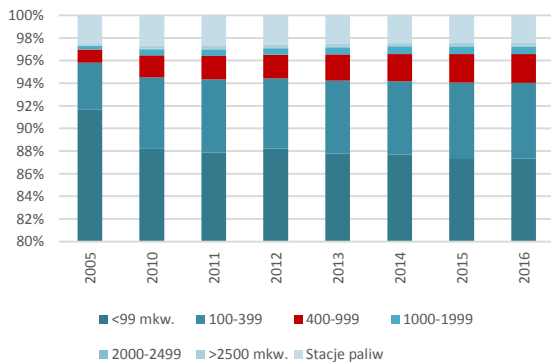
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Z raportów GfK Polonia i Nielsen wynika, że krajowy rynek FMCG znajduje się w dobrej kondycji. Jego wartość szacuje się na ok. 270mld PLN według danych za '17, a w kolejnych latach oczekiwane są wzrosty rzędu 2-3% rocznie. Według danych retailytics.com w '18 dyskonty kontrolowały ponad 30% rynku FMCG, a na drugim miejscu znalazły się małe markety. Według prognoz rynkowych, do '23 znaczenie dyskontów ma zwiększyć się o 2,8 p.p. (do ponad 33%). W obszarze dystrybucji hurtowej głównym graczem jest Eurocash, którego udziały w rynku wynoszą 26-27%. Niekwestionowanym liderem rynku FMCG od kilku lat pozostaje niezmiennie Biedronka, należąca do grupy Jeronimo Martins. Jej obroty w '17 były bliskie 43 mld PLN, co stanowi ponad dwukrotność przychodów grupy Eurocash.

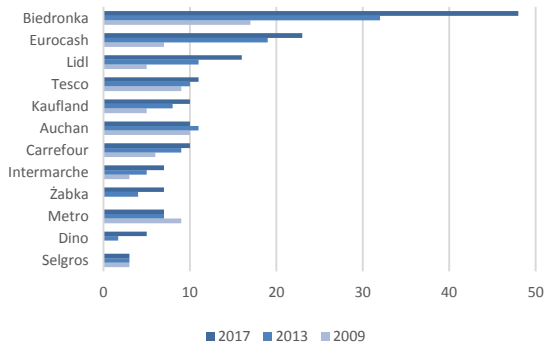
**Wartość rynku FMCG [mld PLN]**



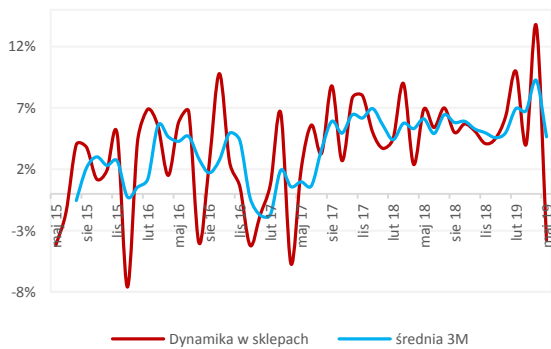
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR, Nielsen  
**Struktura rynku wg kryterium powierzchni**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS  
**Obroty największych sieci [mld PLN]**

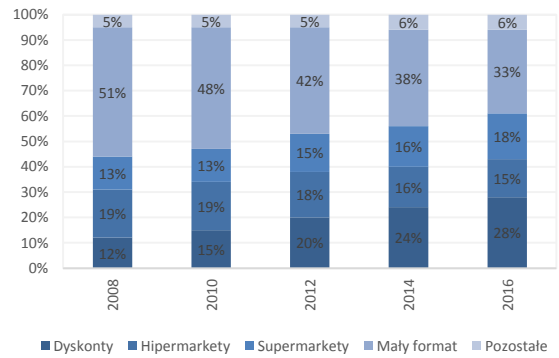


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GfK Polonia, spółka  
**Dynamika sprzedaży w małych sklepach (zmiana r/r)**

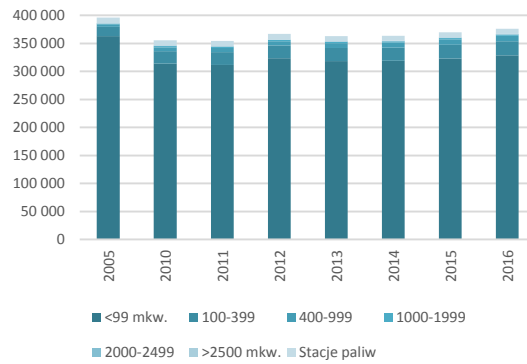


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PIH, CMR

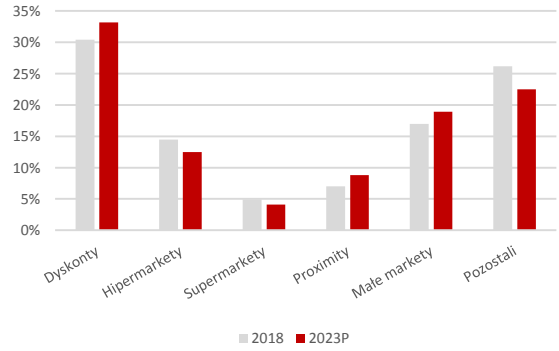
**Struktura rynku FMCG**



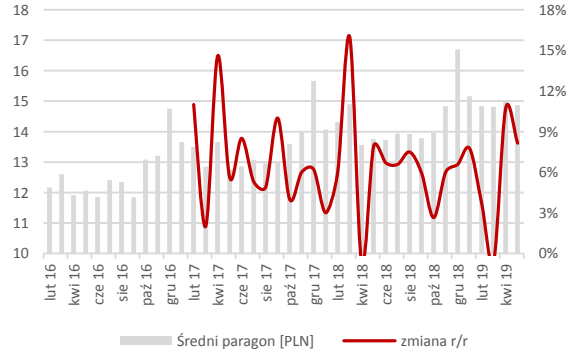
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GfK Polonia, wiadomoscihandlowe.pl  
**Liczba sklepów w podziale na powierzchnię**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS  
**Główne segmenty handlu spożywczego – obroty [mld PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, retailytics.com  
**Przeciętna wartość transakcji w sklepach małych formatowych [PLN]**



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

## PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH

Jednym z postulatów poprzedniego programu wyborczego PiS było wprowadzenie podatku od sklepów wielkopowierzchniowych, który docelowo miał chronić polski handel. Pierwotna konstrukcja daniny miała objąć placówki, których powierzchnia przekraczałyby 250 mkw., a stawka płaconego podatku miała wynosić 2,0%. Po wielu sprzeciwach środowiska oraz prowadzonych konsultacjach MF przedstawiło projekt z następującymi założeniami:

1. Stawka podatku w przedziale 17-170 mln PLN przychodów miesięcznie ma wynosić 0,8%, natomiast obroty powyżej 170 mln PLN będą objęte stawką 1,4%.
2. Kwota wolna od podatku ma wynosić 204 mln PLN rocznie (w ujęciu miesięcznym 17 mln PLN).
3. Zrezygnowano ze specjalnej stawki weekendowej.
4. Sprzedaż realizowana w internecie nie będzie objęta daniną.
5. Termin wejścia w życie ustalono na 1 września 2016 roku.

Projekt ustawy został przegłosowany przez sejm 6 lipca 2016 roku.

### Zróżnicowanie stawek podatku wg ustawy przyjętej 6 lipca 2016

Stawka podatku	Obrót miesięczny [mln PLN]		
	0-17	17-170	>170
	0,0%	0,8%	1,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

W połowie września '16 Komisja Europejska wszczęła postępowanie w sprawie podatku od obrotu, wzywając jednocześnie do zawieszenia jego stosowania. Zdaniem KE konstrukcja daniny może faworyzować mniejsze sklepy, co może być uznane za pomoc publiczną. Po otrzymaniu decyzji MF zdecydowało się o zawieszeniu poboru podatku i zapowiedział prace nad nowym projektem. W dn. 15 listopada '16 sejm przegłosował ustawę o zawieszeniu obowiązywania podatku do 1 stycznia 2018 roku, a rok później wstrzymał pobór daniny do 1 stycznia '20.

W połowie maja '19 TSUE uznał, że decyzja KE ws. zakazu wprowadzenia podatku w Polsce była niesłuszna (wyrok nie jest prawomocny), co oznacza, że jego pobór rozpocznie się prawdopodobnie już w '20. Według szacunków Eurocash, grupa może być zobowiązana do zapłaty w przyszłym roku ok. 30 mln PLN daniny.

## ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE

Jesienią 2016 roku do sejmu trafił obywatelski projekt ustawy o ograniczeniu handlu w niedziele. Związkowcy „Solidarności” wnioskowali, by zakaz obowiązywał we wszystkie niedziele z nielicznymi wyjątkami w ciągu roku (wyłączone miałyby być okresy przedświąteczne oraz w czasie wyprzedaży sezonowych; przedsiębiorcom, którzy złamaliby zakaz, groziłaby kara dwuletniego więzienia). Z zakazu wyjęte miałyby zostać również stacje benzynowe, apteki, piekarnie, sklepy z dewocjonaliami, kina i restauracje. Zakazem nie byłyby też objęte placówki handlowe, których powierzchnia nie przekracza 25 mkw., usytuowane w obiektach do obsługi pasażerów, kwiatarnie o powierzchni nieprzekraczającej 50 mkw., gdzie sprzedaż kwiatów stanowi minimum 30% miesięcznego obrotu placówki oraz platformy i portale internetowe sprzedające towary, które nie powstały w wyniku działalności produkcyjnej. Przedstawiciele sejmowej komisji zajmujące się projektem komunikowali, że projekt będzie szeroko konsultowany ze środowiskiem handlowym. Proponowane zmiany w przepisach spotkały się jednak z bardzo mocnym sprzeciwem stowarzyszeń handlowych. W przeprowadzonym przez PIH sondażu, ok. 42% przebadanych sklepikarzy stwierdziło, że prezentowane pomysły przełożą się na spadek sprzedaży. Dodatkowo z raportu przygotowanego przez PWC dla PRCH należy liczyć się ze spadkiem obrotów o 9,6 mld PLN i zmniejszeniem zatrudnienia o ok. 36 tys. miejsc pracy. Organizacje handlowe wskazywały także, że część pomysłów związkowców są wbrew niektórym zapisom w konstytucji – m.in. łamią zasadę równości (art. 32) czy zasadę społecznej gospodarki rynkowej i wolności działalności gospodarczej (art. 20 i 22). Podobne obawy ma część polityków obecnego rządu, który z jednej strony popiera projekt „Solidarności”, a z drugiej chciałoby, aby zmiany były mniejsze i następowały stopniowo. **Finalnie wybrano koncepcję, w której handel będzie dozwolony w pierwszej i ostatnią niedzielę miesiąca oraz w dwie niedziele poprzedzające Święta Bożego Narodzenia. Zakaz obowiązuje od 1 marca 2018 roku, natomiast w 2019 i 2020 roku ma objąć „brakujące” niedziele.**

### Niedziele wyłączone z handlu w 2019 roku

Miesiąc	Dzień	Liczba w m-cu	Miesiąc	Dzień	Liczba w m-cu
Lipiec	7 lip	3	Październik	6 paź	3
	14 lip			13 paź	
	21 lip			20 paź	
Sierpień	4 sie	3	Listopad	3 lis	3
	11 sie			10 lis	
	18 sie			17 lis	
Wrzesień	1 wrz	4	Grudzień	1 gru	2
	8 wrz			8 gru	
	15 wrz			-	
	22 wrz			-	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W lutym pojawiły się wypowiedzi premiera Morawieckiego, który wskazał, że rząd dokonuje przeglądu działania ustawy o ograniczeniu handlu w niedziele i że „w najbliższym czasie zapadną decyzje w tej sprawie”.



## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Rezultaty grupy (wg MSR 17) w 1Q'19 były słabsze r/r, co było pochodną gorszego zachowania w obszarach detalu i projektów. W perspektywie 2Q'19 nie liczymy na istotną poprawę wyników. Pomimo wsparcia ze strony przesuniętych Świąt Wielkanocnych na kwiecień, obawiamy się że negatywnie na prowadzony biznes wpłynęła niesprzyjająca w maju aura (szczególnie w obszarze sprzedaży piwa i lodów). Tym samym prognozujemy, że w minionym kwartale Eurocash wypracował ok. 6,1 mln PLN przychodów, ok. 123 mln PLN EBITDA (wg MSR; wg MSSF 16 ok. 210 mln PLN) oraz 39 mln PLN zysku netto.

W kolejnych kwartałach kluczowa dla wyników spółki będzie finalizacja integracji segmentu detalicznego, która docelowo ma zakończyć się w '19, oraz rebranding Mili. Istotna jest także wysoka baza (szczególnie z 2H'18) w hurcie, co może przekładać się na spowolnienie dynamik przychodów w tym obszarze. Finalnie prognozujemy, że dystrybutor FMCG zwiększy w '19 obroty do 23,7 mld PLN (+4% r/r; +3% w hurcie i +5% w detalu), poprawiając równocześnie marżę brutto do 13,4% (efekt podnoszenia cen i zwiększenia detalu w miksie). Raportowana EBITDA '19 powinna wynieść 411 mln PLN (wg MSR 17; po oczyszczeniu ok. 381 mln PLN; wg MSSF 16 ok. 762 mln PLN). W perspektywie przyszłego roku zakładamy 24,6 mld PLN sprzedaży, 423 mln PLN EBITDA (wg MSR 17; wg MSSF 763 mln PLN) oraz 94 mln PLN zysku netto. Wśród głównych ryzyk wyróżniamy przede wszystkim wymagającą sytuację na rynku pracy, zmiany strukturalne w obszarze małych sklepów i prawdopodobne wprowadzenie podatku od obrotu (szacunkowo ok. 30 mln PLN p.a.).

Zwracamy uwagę, że przedstawione prognozy dla obszaru detalicznego są konserwatywniejsze od założeń strategii, którą rok temu przedstawił Eurocash (w perspektywie 5 lat spółka chce otworzyć 900 sklepów, uwzględniając w tym potencjalne akwizycje; nowym szefem segmentu będzie Noel Collett). Uważamy, że docelowe mocniejsze wejście w obszar detalu jest dobrym posunięciem ze strony spółki (tym bardziej, że udziały rynkowe w hurcie przekraczają 30%).

### Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]\*

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18P	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 651,1	5 466,7	5 611,9	5 119,7	5 000,3	5 775,4	6 256,2	5 801,0	5 482,9	6 133,3	6 308,7	5 818,8	20 849,5	22 832,9	23 743,7	24 664,9	25 637,8
Wynik brutto ze sprzedaży	531,2	655,0	628,3	650,8	581,6	706,0	785,1	809,2	711,5	811,1	816,9	835,0	2 465,3	2 881,9	3 174,5	3 367,2	3 498,8
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	121,4	210,4	197,1	232,8	-	-	761,7	762,5	788,5
EBITDA adj. MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	121,4	210,4	197,1	202,8	-	-	731,7	762,5	788,5
EBITDA MSR 17	37,5	5,9	101,5	101,5	39,6	117,0	105,1	156,8	33,5	123,3	109,5	145,0	246,3	418,6	411,3	422,8	447,2
EBITDA adj. MSR 17	37,5	120,3	101,5	101,5	39,6	117,0	105,1	109,1	33,5	123,3	109,5	115,0	360,7	370,9	381,3	422,8	447,2
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-9,7	79,3	66,1	101,7	-	-	237,3	236,8	262,7
EBIT MSR 17	-7,0	-39,6	58,2	51,4	-7,1	67,6	51,5	102,3	-19,1	70,7	57,4	93,2	63,0	214,4	202,2	216,1	243,7
Wynik brutto	-16,2	-47,7	49,4	34,8	-17,3	59,0	37,2	76,6	-37,5	47,6	34,1	70,2	20,3	155,6	114,4	116,2	140,4
Wynik netto	-15,0	-61,8	37,5	9,8	-18,5	36,0	38,2	55,9	-40,2	38,5	27,6	56,9	-29,6	111,7	82,9	94,1	113,7
Wynik netto adj.	-15,0	86,3	37,5	9,8	-18,5	36,0	38,2	21,1	-40,2	38,5	27,6	32,6	118,6	77,4	61,1	94,1	113,7
marża brutto	11,4%	12,0%	11,2%	12,7%	11,6%	12,2%	12,5%	14,0%	13,0%	13,2%	12,9%	14,4%	11,8%	12,6%	13,4%	13,7%	13,6%
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	2,2%	3,4%	3,1%	4,0%	-	-	3,2%	3,1%	3,1%
marża EBITDA adj. MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	2,2%	3,4%	3,1%	3,5%	-	-	3,1%	3,1%	3,1%
marża EBITDA MSR 17	0,8%	0,1%	1,8%	2,0%	0,8%	2,0%	1,7%	2,7%	0,6%	2,0%	1,7%	2,5%	1,2%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%
marża EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,3%	1,0%	1,7%	-	-	1,0%	1,0%	1,0%
marża netto adj.	-	1,6%	0,7%	0,2%	-	0,6%	0,6%	0,4%	-	0,6%	0,4%	0,6%	0,6%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%

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

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

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	21 206,5	20 849,5	22 832,9	23 743,7	24 664,9	25 637,8	26 597,9	27 545,1	28 473,8	29 378,4	30 257,9	31 111,9	31 939,0
Wynik brutto ze sprzedaży	2 192,2	2 465,3	2 881,9	3 174,5	3 367,2	3 498,8	3 628,5	3 756,3	3 881,5	4 003,3	4 121,7	4 236,5	4 347,5
EBITDA MSSF 16	-	-	-	761,7	762,5	788,5	803,4	826,2	846,3	868,9	891,2	914,3	937,5
EBITDA adj. MSSF 16	-	-	-	731,7	762,5	788,5	803,4	826,2	846,3	868,9	891,2	914,3	937,5
EBITDA MSR 17	440,5	246,3	418,6	411,3	422,8	447,2	460,8	482,3	501,7	523,9	545,8	568,9	592,2
EBITDA adj. MSR 17	440,5	360,7	370,9	381,3	422,8	447,2	460,8	482,3	501,7	523,9	545,8	568,9	592,2
EBIT MSSF 16	-	-	-	237,3	236,8	262,7	276,7	298,1	316,6	337,5	358,3	380,1	402,3
EBIT MSR 17	274,3	63,0	214,4	202,2	216,1	243,7	259,3	282,2	302,5	325,1	347,4	370,8	394,4
Wynik brutto	235,9	20,3	155,6	114,4	116,2	140,4	153,5	174,0	192,1	213,1	234,5	257,8	282,3
Wynik netto	190,0	-29,6	111,7	82,9	94,1	113,7	124,4	141,0	155,6	172,6	190,0	208,8	228,7
Wynik netto adj.	190,0	118,6	77,4	61,1	94,1	113,7	124,4	141,0	155,6	172,6	190,0	208,8	228,7
marża brutto	10,3%	11,8%	12,6%	13,4%	13,7%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%
marża EBITDA MSR 17	2,1%	1,2%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%
marża EBIT MSSF 16	-	-	-	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%
marża netto adj.	0,9%	0,6%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%

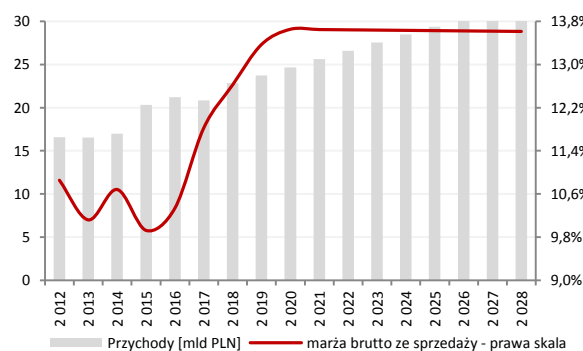
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*od '17 dane prezentowane zgodnie z MSSF'15

**Przychody wg formatów [mln PLN]\***

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Grupa Eurocash</b>	<b>18 885,4</b>	<b>20 713,0</b>	<b>22 724,7</b>	<b>23 606,7</b>	<b>24 522,5</b>	<b>25 489,9</b>	<b>26 444,4</b>	<b>27 386,1</b>	<b>28 309,5</b>	<b>29 208,8</b>	<b>30 083,3</b>	<b>30 932,4</b>	<b>31 754,7</b>
<b>Hurt</b>	<b>16 217,3</b>	<b>16 725,6</b>	<b>17 725,7</b>	<b>18 292,8</b>	<b>18 839,8</b>	<b>19 384,9</b>	<b>19 907,4</b>	<b>20 407,7</b>	<b>20 886,3</b>	<b>21 343,6</b>	<b>21 780,2</b>	<b>22 196,8</b>	<b>22 593,0</b>
Cash&Carry	4 342,2	4 312,6	4 474,7	4 627,9	4 738,3	4 858,8	4 969,5	5 070,5	5 162,2	5 244,8	5 318,6	5 384,0	5 441,2
Papierosy i produkty impulsowe	5 404,2	5 532,4	5 893,4	6 075,2	6 272,1	6 466,9	6 659,3	6 849,2	7 036,5	7 221,1	7 402,8	7 581,6	7 757,5
Eurocash Alkohole	2 027,1	2 266,3	2 212,4	2 219,3	2 234,4	2 248,9	2 263,5	2 278,2	2 292,9	2 307,8	2 322,8	2 337,8	2 353,0
Eurocash Dystrybucja	4 078,9	4 181,1	4 615,8	4 821,6	5 017,5	5 204,1	5 381,9	5 551,1	5 711,9	5 864,9	6 010,1	6 148,0	6 279,0
Eurocash Gastronomia	364,9	433,3	476,4	507,3	534,6	562,0	587,9	612,3	635,2	656,5	676,4	694,8	711,8
Inne	0,0	0,0	53,0	41,5	42,8	44,1	45,3	46,5	47,6	48,6	49,6	50,5	50,5
<b>Detal</b>	<b>2 396,7</b>	<b>3 436,1</b>	<b>4 318,7</b>	<b>5 250,2</b>	<b>5 616,8</b>	<b>6 037,4</b>	<b>6 468,1</b>	<b>6 908,2</b>	<b>7 351,9</b>	<b>7 792,9</b>	<b>8 229,8</b>	<b>8 661,5</b>	<b>9 086,7</b>
DC + Eko + Mila	2 007,6	3 011,1	3 872,9	4 791,4	5 141,7	5 547,8	5 964,6	6 391,5	6 822,5	7 251,4	7 676,8	8 097,4	8 512,1
Inmedio	389,1	424,9	445,8	458,8	475,0	489,6	503,5	516,7	529,4	541,5	553,0	564,1	574,6
<b>Projekty</b>	<b>271,3</b>	<b>551,3</b>	<b>680,3</b>	<b>63,7</b>	<b>65,9</b>	<b>67,6</b>	<b>68,9</b>	<b>70,1</b>	<b>71,3</b>	<b>72,3</b>	<b>73,3</b>	<b>74,1</b>	<b>74,9</b>
<b>zmiana r/r [%]</b>													
<b>Grupa Eurocash</b>	-	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,7%</b>
<b>Hurt</b>	-	<b>3,1%</b>	<b>6,0%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,8%</b>
Cash&Carry	-	-0,7%	3,8%	3,4%	2,4%	2,5%	2,3%	2,0%	1,8%	1,6%	1,4%	1,2%	1,1%
Papierosy i produkty impulsowe	-	2,4%	6,5%	3,1%	3,2%	3,1%	3,0%	2,9%	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%
Eurocash Alkohole	-	11,8%	-2,4%	0,3%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Eurocash Dystrybucja	-	2,5%	10,4%	4,5%	4,1%	3,7%	3,4%	3,1%	2,9%	2,7%	2,5%	2,3%	2,1%
Eurocash Gastronomia	-	18,7%	9,9%	6,5%	5,4%	5,1%	4,6%	4,1%	3,7%	3,4%	3,0%	2,7%	2,4%
Inne	-	-	-	-21,6%	3,2%	3,0%	2,7%	2,5%	2,3%	2,2%	2,0%	1,9%	0,0%
<b>Detal</b>	-	<b>43,4%</b>	<b>25,7%</b>	<b>21,6%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,0%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,2%</b>	<b>4,9%</b>
DC + Eko + Mila	-	50,0%	28,6%	23,7%	7,3%	7,9%	7,5%	7,2%	6,7%	6,3%	5,9%	5,5%	5,1%
Inmedio	-	9,2%	4,9%	2,9%	3,5%	3,1%	2,8%	2,6%	2,4%	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%
<b>Projekty</b>	-	<b>103,2%</b>	<b>23,4%</b>	<b>-90,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,1%</b>

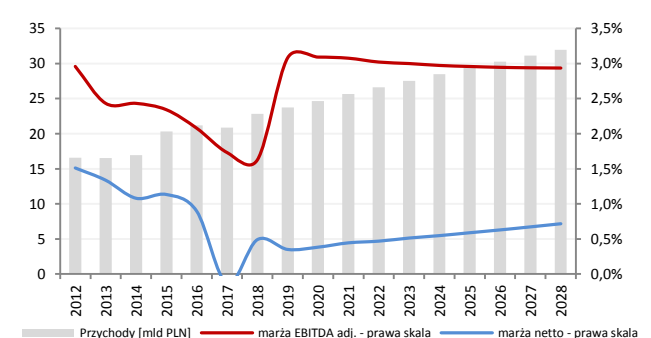
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*przychody zgodnie z MSSF'15 od '16

**Przychody i marża brutto ze sprzedaży**



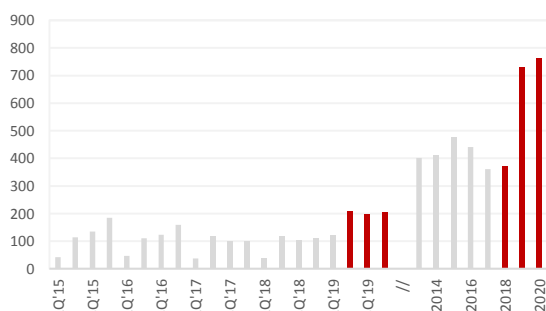
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marże EBITDA\* i netto w ujęciu rocznym**



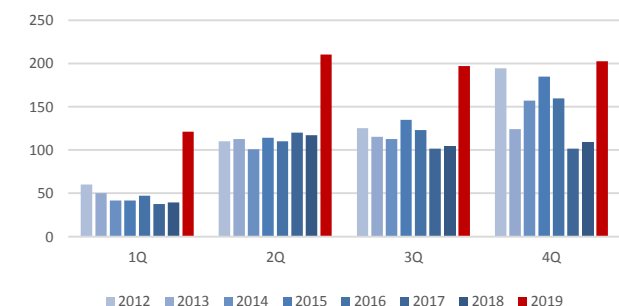
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \* MSSF 16 od '19

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



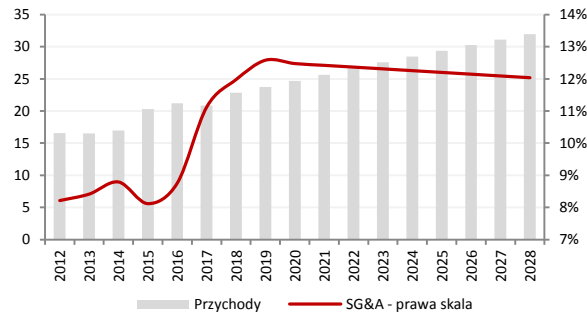
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*MSSF 16 od 1Q'19

**Porównanie EBITDA adj. w ujęciu kwartalnym\***



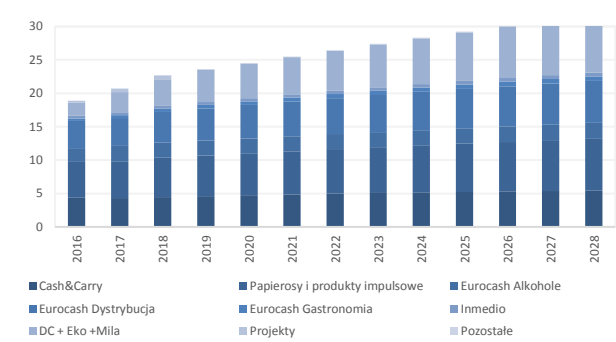
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*MSSF 16 od 1Q'19

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



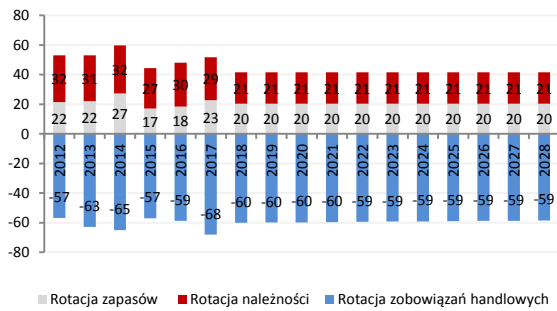
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



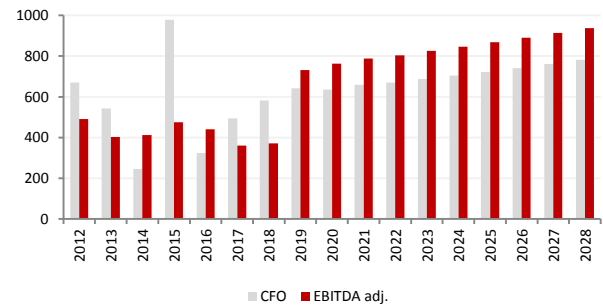
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Kapitał obrotowy (rotacja w dniach)**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka



**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:****Krzysztof Pado**

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

**Krzystian Brymora**

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

**Adrian Górniak**

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

**Krzysztof Tkocz**

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:****Leszek Mackiewicz**

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

**Bartosz Zieliński**

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

**Maciej Bąk**

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

**Historia rekomendacji na temat spółki:**

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

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

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**System rekomendacji:**

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'19*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	33%	0	0%
Akumuluj	1	33%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	33%	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](http://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 reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowo inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura 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 22.07.2019 roku (11:15 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 zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 22.07.2019 roku:

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

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