



Dom Maklerski BDM S.A.

EUROCASH

RAPORT ANALITYCZNY

Wydajemy zalecenie Kupuj i wyznaczamy cenę docelową dla Eurocash na poziomie 21,3 PLN/akcję. Liczymy, że kolejnych kwartałach spółka będzie kontynuowała trend poprawy wyników w kolejnych kwartałach. Integracja w segmencie detalicznym została praktycznie ukończona, a pozytywne efekty powinna dać także optymalizacja EC Dystrybucja/EC Alkohole. W przypadku realizacji naszych założeń grupa byłaby handlowana przy EV/EBITDA MSSF 16 w latach 2020-21 na poziomie 6,1-5,8X. Wpływ epidemii COVID-19 na gospodarkę będzie znaczący, jednak w naszej ocenie spółki FMCG mogą prezentować najlepsze rezultaty finansowe z obszaru handlu. Kluczowe w bieżącej sytuacji będzie utrzymanie ciągłości dostaw (zarząd spółki podkreślał, że póki co nie jest to problematyczne) oraz dostępność pracowników. Podkreślamy także solidny bilans grupy (dług netto/EBITDA MSR 17 po 4Q'19 = 1,3x).

Po publikacji wyników za 4Q'19 zarząd wskazał, że początek roku przyniósł kontynuację trendów z końcówki '19 i wśród celów na bieżący rok jest m.in. osiągnięcie pozytywnych odczytów sprzedaży porównywalnej oraz poprawa wyników grupy. Sądzymy, że wyniki 1Q'20 mogą być wsparte przez masowe zakupy robione na zapas (potwierdzają to dane Nielsen – w dn. 9-15.03. odnotowano wzrost koszyka zakupowego o 57% r/r). Szacujemy, że marża brutto podniosła się do 13,1%, co wraz z prowadzonymi działaniami integracyjnymi w detalu oraz hurcie przełoży się na osiągnięcie ok. 136 mln PLN EBITDA MSSF 16 (+12% r/r; wg MSR 17 = 39 mln PLN, +15% r/r).

Na chwilę obecną spodziewamy się, że rezultaty spółki przyniosą dodatnią dynamikę. Na poziomie przychodów oczekujemy 25,6 mld PLN (uwzględniając konsolidację Frisco i ubytek sprzedaży z tyt. zakazu sprzedaży papierosów mentolowych; pozytywny wpływ zmiany miksu produktowego dla marży brutto) oraz ok. 824 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = 432 mln PLN). Zysk netto powinien być bliski 55 mln PLN. W '21 oczekujemy ok. 26,8 mld PLN przychodów, ok. 854 mln PLN EBITDA MSSF 16 (MSR 17 = 473 mln PLN) i 81 mln PLN zysku netto. W prognozach od '21 uwzględniamy wpływ podatku od sprzedaży detalicznej (w ujęciu całorocznym ok. 40-45 mln PLN). Wśród ryzyk poza wpływem COVID-19 na gospodarkę wymieniamy m.in. ciągle wymagającą sytuację na rynku pracy czy większy ubytek sprzedaży w formacie papierosów (oraz związane z tym zmiany w kapitale obrotowym).

Do tej pory przedstawiciele spółki wskazywali w wywiadach, że grupa nie ma problemów z zatarowaniem i ciągłością dostaw (zamówienia realizowane w ciągu 2 dni). W naszej ocenie większym wyzwaniem może być (w zależności od rozwoju sytuacji epidemiologicznej) dostępność pracowników w sklepach i na magazynach. Część podmiotów na rynku skraca z tego powodu godziny otwarcia (np. Biedronka). Zauważalne były z kolei „picki” sprzedażowe (zakupy na zapas), co potwierdzają dane rynkowe. Na chwilę obecną rząd nie wprowadził zakazu prowadzenia sprzedaży w sklepach spożywczych.

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	20 849	22 833	24 852	25 649	26 764	27 995
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	-	-	794	824	854	876
EBITDA adj. MSSF 16 [mln PLN]	-	-	777	824	854	876
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	246	419	430	432	473	495
EBITDA adj. MSR 17 [mln PLN]	361	371	413	432	473	495
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-	-	245	228	257	284
Wynik netto adj. [mln PLN]	119	77	67	55	81	101
P/BV	2,5	2,5	2,7	2,8	3,0	3,1
P/E adj.	21,7	33,3	38,2	46,7	31,8	25,4
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	6,3	6,1	5,8	5,7
EV/EBITDA MSR 17	12,0	7,1	7,2	7,1	6,5	6,1
EV/EBIT MSSF 16	-	-	20,1	21,9	19,4	17,6
DPS	0,8	0,8	1,0	0,7	1,0	1,1

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

KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 21,3 PLN

3 KWIETNIA 2020, 08:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	22,2
Wycena porównawcza [PLN]	19,1
Wycena końcowa [PLN]	21,3
Potencjał do wzrostu / spadku	15,1%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	18,5
Kapitalizacja [mln PLN]	2 574,5
Ilość akcji [mln. szt.]	139,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	24,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	15,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-13,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	-5,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	-7,5%
Akcjonariat (% głosów):	
Luis Amaral	44,0%
Azvalor AM	9,2%
Pozostali	46,8%

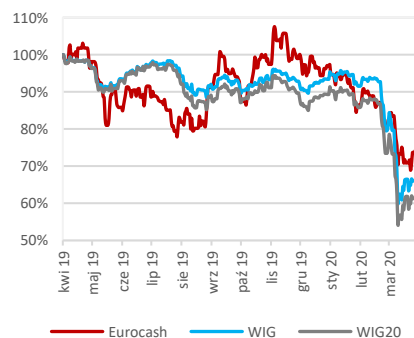
Adrian Górniak

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'19.....	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	9
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	11

EUROCASH		Wskaźniki rynkowe					
Rekomendacja	Kupuj	P/E	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wycena końcowa [PLN]	21,3	P/BV	23,1	32,5	46,7	31,8	25,4
Potencjał do wzrostu / spadku	15,1%	EV/EBITDA MSSF 16	2,5	2,7	2,8	3,0	3,1
Cena rynkowa [PLN]	18,5	EV/EBITDA MSR 17	-	6,2	6,1	5,8	5,7
Ilość akcji [mln. szt.]	139,2	EV/EBIT MSSF 16	7,1	7,2	7,1	6,5	6,1
Kapitalizacja [mln PLN]	2 574,5	EV/EBIT MSR 17	-	20,1	21,9	19,4	17,6
		EV/S	13,8	14,9	15,9	12,8	11,4
		MC/S	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
			0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
		BVPS	7,4	6,9	6,7	6,3	5,9
		EPS	0,8	0,6	0,4	0,6	0,7
		DPS (w danym roku)	0,8	1,0	0,7	1,0	1,1

Wyniki Q [mln PLN]									Wyniki roczne [mln PLN]					
	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20P	2Q'20P	3Q'20P	4Q'20P		2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	5 483	6 438	6 673	6 258	5 793	6 555	6 817	6 484	Przychody	22 833	24 852	25 649	26 764	27 995
Hurt	4 108	4 886	5 087	4 629	4 333	4 956	5 101	4 696	Hurt	17 726	18 710	19 086	19 645	20 379
Detal	1 327	1 499	1 523	1 556	1 410	1 537	1 649	1 711	Detal	4 319	5 905	6 307	6 854	7 342
Projekty	16	23	27	38	17	25	29	41	Projekty	680	105	111	114	116
Pozostałe	32	30	35	35	33	37	38	37	Pozostałe	108	132	145	151	158
Zysk brutto ze sprzedaży	712	844	835	852	759	865	882	908	Zysk brutto ze sprzedaży	2 882	3 243	3 414	3 672	3 839
SG&A	723	768	765	772	763	786	796	799	SG&A	2 735	3 029	3 143	3 315	3 449
PPO/PKO	2	6	14	8	-10	-11	-11	-11	PPO/PKO	67	30	-43	-57	-59
EBITDA MSSF 16	121	216	219	237	136	217	224	247	EBITDA MSSF 16	-	794	824	854	876
EBITDA MSR 17	33	126	129	141	39	118	125	150	EBITDA MSR 17	419	430	432	473	495
EBITDA adj. MSR 17	33	126	125	129	39	118	125	150	EBITDA adj. MSR 17	371	413	432	473	495
EBIT MSSF 16	-10	81	84	88	-14	68	75	99	EBIT MSSF 16	-	245	228	257	284
EBIT MSR 17	-19	72	75	80	-22	58	66	92	EBIT MSR 17	214	208	193	238	267
Zysk brutto	-37	56	38	57	-53	28	34	59	Zysk brutto	156	113	68	100	125
Zysk netto	-40	47	25	47	-43	23	27	48	Zysk netto	112	79	55	81	101

Wskaźniki									Wskaźniki					
	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20P	2Q'20P	3Q'20P	4Q'20P		2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody zmiana r/r	9,7%	11,5%	6,7%	7,9%	5,7%	1,8%	2,2%	3,6%	Przychody zmiana r/r	9,5%	8,8%	3,2%	4,3%	4,6%
EBITDA MSR 17 zmiana r/r	-15,5%	8,1%	22,7%	-10,1%	15,5%	-6,4%	-3,4%	6,7%	EBITDA MSR 17 zmiana r/r	70,0%	2,7%	0,5%	9,5%	4,6%
Zysk netto zmiana r/r	116,8%	30,2%	-34,4%	-15,4%	7,4%	-51,4%	9,5%	1,7%	Zysk netto zmiana r/r	-477,7%	-29,1%	-30,3%	46,6%	25,2%
Marża brutto na sprzedaży	13,0%	13,1%	12,5%	13,6%	13,1%	13,2%	12,9%	14,0%	Marża brutto na sprzedaży	12,6%	13,0%	13,3%	13,7%	13,7%
Marża EBITDA MSR 17	0,6%	2,0%	1,9%	2,3%	0,7%	1,8%	1,8%	2,3%	Marża EBITDA MSR 17	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%
Marża netto	-	0,7%	0,4%	0,8%	-	0,3%	0,4%	0,7%	Marża netto	0,5%	0,3%	0,2%	0,3%	0,4%
									ROE	10,8%	8,2%	5,9%	9,3%	12,3%
									ROA	1,9%	1,0%	0,7%	1,0%	1,2%

Konsensus [mln PLN]*		
	2020P	2021P
Przychody	25 687,0	26 643,0
EBITDA	727,4	834,2
EBIT	233,8	255,6
Zysk netto	84,6	111,2
Dług netto	2 227,0	2 168,0
marża EBITDA	2,8%	3,1%

*Źródło: Bloomberg

Bilans [mln PLN]					
	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa trwałe	3 006	4 913	5 064	5 053	5 048
WNIp	328	324	329	335	347
Rzeczowe aktywa trwałe	790	2 567	2 677	2 660	2 643
Pozostałe aktywa trwałe	1 888	2 021	2 058	2 058	2 058
Aktywa obrotowe	3 005	2 972	3 158	3 253	3 361
Zapasy	1 292	1 271	1 373	1 433	1 498
Należności krótkoterminowe	1 343	1 405	1 512	1 577	1 650
Środki pieniężne	197	147	124	94	63
Pozostałe aktywa obrotowe	173	150	150	150	150
Aktywa razem	6 011	7 885	8 222	8 306	8 408
Kapitał własny	1 036	963	928	870	825
Udziały mniejszości	61	66	66	66	66
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	4 974	6 922	7 294	7 436	7 583
Rezerwy na zobowiązania	242	240	240	240	240
Oprocentowane zobow. długoterm.	3	1 527	2 548	2 511	2 473
Zobowiązania długoterminowe inne	64	4	4	4	4
Oprocentowane zobow. krótkoterm.	576	968	0	0	0
Zobowiązania z tyt.dostaw i usług	3 813	3 795	4 114	4 292	4 478
Zobowiązania krótkoterminowe inne	277	388	388	388	388
Pasywa razem	6 011	7 885	8 222	8 306	8 408
Dług netto	382	2 348	2 424	2 418	2 410
Dług netto / Kapitał własny	0,4	2,4	2,6	2,8	2,9
Dług netto / EBITDA MSSF 16	-	3,0	2,9	2,8	2,7

Rachunek przepływu [mln PLN]					
	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy z działalności operacyjnej	582	683	781	712	725
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-462	-300	-333	-205	-206
Przepływy z działalności finansowej	-126	-433	-470	-537	-549
Przepływy pieniężne netto	-6	-50	-22	-31	-31

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Eurocash dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, z kolei analizie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 22,2 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 19,1 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 2,96 mld PLN, czyli **21,3 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	3 095,0	22,2	20,2%
B	Wycena porównawcza	2 658,5	19,1	3,3%
C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa		2 964,0	21,3	15,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

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

Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że przychody ze sprzedaży w '20 wzrosną do 25,6 mld PLN (+3% r/r). W segmencie detalicznym oczekujemy wypracowania ok. 6,3 mld PLN (uwzględniając konsolidację Frisco od 3Q'20, wpływ na sprzedaż ok. 75 mln PLN). W obszarze hurtu spodziewamy się podtrzymania pozytywnych trendów i osiągnięcia ok. 19,1 mld PLN obrotów. Zwracamy uwagę, że w maju wchodzi w życie unijny nakaz wycofania ze sprzedaży papierosów mentolowych, które stanowią ok. 1/3 całkowitego wolumenu sprzedawanych papierosów (w modelu przyjmujemy, że z obrotów „zniknie” ok. 25% tej wartości; reszta palaczy powinna przerzucić się na zwykłe papierosy). W '21 estymujemy prawie 26,8 mld PLN przychodów.
- Prognozujemy, że EBITDA MSSF 16 w latach 2020-21 wyniesie odpowiednio 825-854 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).
- Oczekujemy, że prowadzona integracja w dywizji detalicznej zakończy się finalnie w 1Q'20 (rebranding sklepów; podmioty działają w obrębie jednej spółki zależnej).
- W wycenie uwzględniamy rozliczenie transakcji zakupu 56% udziałów we Frisco.pl, która ma być sfinalizowana do końca 2Q'20 (ok. 129 mln PLN). Tym samym Eurocash stanie się jedynym udziałowcem podmiotu. Szacujemy, że roczne przychody spółki w '19 wyniosły ok. 120 mln PLN. Podmiot działa w obszarze e-grocery na terenie Warszawy i okolic.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19,0% w latach 2020-29 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2029 roku na poziomie 2,0% (utrzymanie względem poprzednich rekomendacji; rynek hurtu jest mocno nasycony i dostrzegamy trend spadku małych sklepów).
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2029 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2019 roku (zgodnie z MSSF 16 uwzględniamy wartość zadłużenia z tyt. prawa do użytkowania budynku w wys. 1,9 mld PLN wg stanu na 31.12.2019).
- Do obliczeń przyjęliśmy 139,2 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 03.04.2020 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Eurocash na poziomie 3,1 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 22,2 PLN.

Model DCF

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	25 649,0	26 763,5	27 995,5	29 211,1	30 407,3	31 580,1	32 731,2	33 861,7	34 972,2	36 065,5
EBIT adj. [mln PLN]	228,0	257,3	283,5	306,9	331,0	356,2	382,4	409,5	437,6	466,5
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	43,3	48,9	53,9	58,3	62,9	67,7	72,6	77,8	83,1	88,6
NOPLAT [mln PLN]	184,7	208,4	229,7	248,6	268,1	288,5	309,7	331,7	354,4	377,9
Amortyzacja, w tym: [mln PLN]	596,4	596,3	592,9	590,9	589,7	588,9	588,1	587,9	587,9	588,0
- prawo do użytkowania	357,5	361,2	364,5	367,4	370,0	372,3	374,3	376,1	377,5	378,8
CAPEX, w tym [mln PLN]	-596,6	-585,3	-587,7	-589,1	-589,2	-588,3	-589,7	-590,3	-590,3	-589,6
- opłaty leasingowe	-392,3	-380,2	-381,5	-382,7	-383,5	-384,1	-384,6	-385,0	-385,2	-385,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	110,5	53,4	47,4	45,6	43,7	41,6	39,6	37,7	35,9	34,2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-128,6	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]	166,5	272,7	282,3	296,0	312,3	330,7	347,7	366,9	387,9	410,5
DFCF [mln PLN]	157,6	239,9	230,6	224,5	219,9	216,0	210,7	206,1	201,9	197,9
Suma DFCF [mln PLN]	2 105,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	7 059,9									
										wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	3 404,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	5 509,4									
Dług netto 2019 [mln PLN]	2 347,9									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]	66,4									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	3 095,0									
Ilość akcji [tys.]	139,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	22,2									

Przychody zmiana r/r	3,2%	4,3%	4,6%	4,3%	4,1%	3,9%	3,6%	3,5%	3,3%	3,1%
EBIT zmiana r/r	0,1%	12,8%	10,2%	8,2%	7,9%	7,6%	7,3%	7,1%	6,9%	6,6%
FCF zmiana r/r	-831,8%	63,8%	3,5%	4,9%	5,5%	5,9%	5,2%	5,5%	5,7%	5,8%
Marża EBITDA	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%
Marża EBIT	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%
Marża NOPLAT	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,6%
CAPEX / Przychody	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	100,0%	98,2%	99,1%	99,7%	99,9%	99,9%	100,3%	100,4%	100,4%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	-0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-13,9%	-4,8%	-3,8%	-3,7%	-3,6%	-3,5%	-3,4%	-3,3%	-3,2%	-3,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
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%	69,8%	70,6%	71,4%	72,3%	73,2%	74,1%	75,0%	76,0%	77,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	31,0%	30,2%	29,4%	28,6%	27,7%	26,8%	25,9%	25,0%	24,0%	23,0%
WACC	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	8,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
beta	0,7	20,1	21,8	23,8	26,1	28,8	32,1	36,2	41,4	48,1
	0,8	18,1	19,6	21,3	23,2	25,6	28,3	31,7	35,9	41,2
	0,9	16,2	17,5	19,0	20,7	22,7	25,1	27,9	31,3	35,6
	1,0	14,6	15,7	17,0	18,5	20,2	22,2	24,6	27,5	31,0
	1,1	13,1	14,1	15,2	16,5	18,0	19,8	21,8	24,2	27,1
	1,2	11,7	12,6	13,6	14,7	16,1	17,5	19,3	21,3	23,8
	1,3	10,4	11,2	12,1	13,1	14,3	15,6	17,1	18,8	20,9

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%	22,4	24,3	26,6	29,3	32,6	36,6	41,6	48,1	56,8
	4,00%	18,1	19,6	21,3	23,2	25,6	28,3	31,7	35,9	41,2
	5,00%	14,6	15,7	17,0	18,5	20,2	22,2	24,6	27,5	31,0
	6,00%	11,7	12,6	13,6	14,7	16,1	17,5	19,3	21,3	23,8
	7,00%	9,2	10,0	10,8	11,7	12,7	13,8	15,1	16,6	18,4
	8,00%	7,2	7,8	8,4	9,1	9,9	10,8	11,8	13,0	14,3
	9,00%	5,4	5,9	6,4	7,0	7,6	8,3	9,1	10,0	11,0

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%	43,6	41,0	38,6	36,6	34,7	33,0	31,5	30,0	28,8
	4,00%	34,8	32,4	30,2	28,3	26,7	25,1	23,8	22,6	21,5
	5,00%	28,1	25,9	23,9	22,2	20,8	19,4	18,3	17,2	16,3
	6,00%	22,8	20,8	19,0	17,5	16,2	15,1	14,1	13,2	12,4
	7,00%	18,5	16,7	15,1	13,8	12,7	11,7	10,8	10,0	9,3
	8,00%	15,0	13,3	12,0	10,8	9,8	8,9	8,2	7,5	6,9
	9,00%	12,0	10,6	9,3	8,3	7,4	6,6	6,0	5,4	4,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

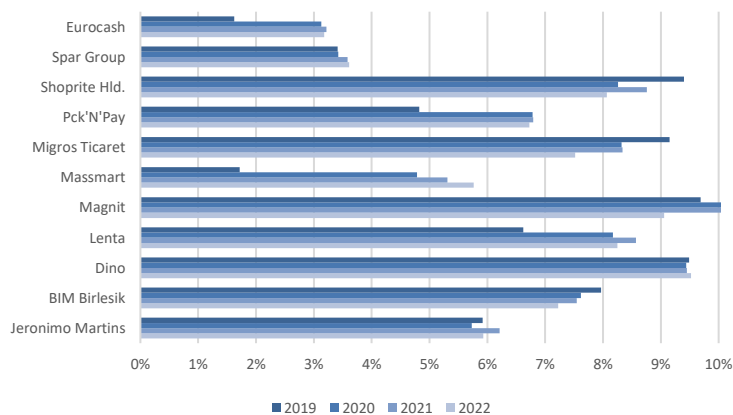
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2020-22 dla wybranych spółek z branży FMCG. W wycenie uwzględniliśmy podmioty zagraniczne oraz Jeronimo Martins i Dino (działające na rynku polskim), co naszym zdaniem nie w pełni oddaje charakter działalności Eurocash (przeważająca część hurtu w wynikach). Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Eurocash metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **19,1 PLN**.

Wycena porównawcza [PLN]

	P/E			EV/EBITDA		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Jeronimo Martins	21,1	17,9	16,3	9,0	7,2	7,2
BIM Birlesik	21,5	28,9	24,0	8,9	12,5	11,1
Dino	29,2	20,7	16,5	17,4	12,6	10,0
Lenta	30,0	11,6	10,7	5,5	4,9	4,6
Magnit	17,0	16,1	15,5	4,2	4,3	4,6
Pick'N'Pay	20,1	21,2	19,4	7,3	7,5	7,0
Shoprite Hld.	20,0	23,3	22,2	7,6	8,1	8,2
Spar Group	14,8	14,3	13,3	10,2	9,7	9,0
X5 Retail	18,0	13,9	12,1	5,6	4,9	4,1
Mediana grupy	20,1	17,9	16,3	7,6	7,5	7,2
Eurocash	46,7	31,8	25,4	6,1	5,8	5,7
Premia/dyskonto	131,7%	77,9%	55,6%	-20,0%	-22,0%	-21,4%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	8,0	10,4	11,9	27,5	28,6	28,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		10,1			28,1	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		19,1				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI 4Q'19

W 4Q'19 grupa wypracowała 6,26 mld PLN przychodów, co oznacza wzrost o ok. 8% r/r. Marża brutto spółki wyniosła 13,6% (-0,4 p.p. r/r), co jest efektem większego udziału sprzedaży papierosów. Na poziomie EBITDA Eurocash zaraportował 237 mln PLN (wg MSR 17 = 141 mln PLN; marża EBITDA MSR 17 = 2,3%; EBITDA adj. MSR 17 zwiększyła się do 129 mln PLN vs 109 mln PLN w 4Q'18). Wynik netto był bliski 47 mln PLN. Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł niemal 155 mln PLN (uwzględniając wpływ MSSF 16; 281 mln PLN przed rokiem).

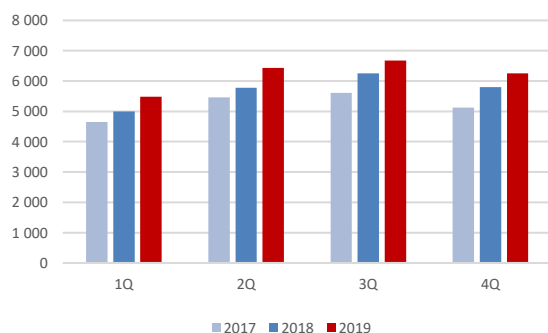
Segment hurtowy osiągnął 4,6 mld PLN przychodów (+6% r/r) oraz 212 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 = 132 mln PLN). W podziale na formaty cash&carry wypracowało 1,12 mld PLN przychodów, co oznacza wzrost o 6% r/r, z kolei EC Dystrybucja (w tym EC Alkohole) zanotowała 1,70 mld PLN sprzedaży (-3% r/r). Papierosy i produkty impulsowe zaraportowały wzrost wpływów o 21% r/r do 1,71 mld PLN, a EC Gastronomia osiągnęła 88 mln PLN przychodów (-28,9% r/r). W obszarze detalicznym sprzedaż wyniosła ok. 1,56 mld PLN, z kolei EBITDA zbliżyła się do 62 mln PLN (wg MSR 17 = 47 mln PLN). Część detaliczna zwiększyła udział w skonsolidowanych obrotach do 25% (+3 p.p. r/r; organiczny wzrost biznesu). Sprzedaż porównywalna w obszarze hurtu w 4Q'19 wyniosła 6,0%, z kolei w detalu w przypadku sklepów własnych odnotowano +3,5% (sprzedaż hurtowa Ił do franczyzowych placówek DC wzrosła o 5,0%).

Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	2017	2018	2019
Przychody	4 651	5 467	5 612	5 120	5 000	5 775	6 256	5 801	5 483	6 438	6 673	6 258	20 849	22 833	24 852
Hurt	3 715	4 441	4 515	4 055	3 983	4 607	4 787	4 349	4 108	4 886	5 087	4 629	16 726	17 726	18 710
Detal	794	855	915	872	817	954	1 261	1 286	1 327	1 499	1 523	1 556	3 436	4 319	5 905
Projekty	112	136	148	156	164	174	168	174	16	23	27	38	551	680	105
Pozostałe	31	35	34	36	36	41	41	-9	32	30	35	35	136	108	132
Zysk brutto ze sprzedaży	531	655	628	651	582	706	785	809	712	844	835	852	2 465	2 882	3 243
SG&A	553	581	575	610	583	635	736	780	733	778	774	772	2 319	2 735	3 056
PPO/PKO	15	-113	5	11	-5	-3	3	73	2	6	14	8	-83	67	30
EBITDA MSSF 16	37	6	101	101	40	117	105	157	121	216	219	237	246	419	794
EBITDA MSR 17	37	6	101	101	40	117	105	157	33	126	129	141	246	419	430
EBITDA adj. MSR 17	37	120	101	101	40	117	105	109	33	126	125	129	361	371	413
EBIT MSSF 16	-7	-40	58	51	-7	68	52	102	-10	81	84	88	63	214	245
EBIT MSR 17	-7	-40	58	51	-7	68	52	102	-19	72	75	80	63	214	208
Zysk brutto	-16	-48	49	35	-17	59	37	77	-37	56	38	57	20	156	113
Zysk netto	-15	-62	37	10	-19	36	38	56	-40	47	25	47	-30	112	79
Dług (gotówka) netto	584	486	464	370	469	684	609	382	2 554	2 416	2 285	2 348	370	382	2 348
Przychody zmiana r/r	-	-	-	-	7,5%	5,6%	11,5%	13,3%	9,7%	11,5%	6,7%	7,9%	-	6,5%	10,6%
EBITDA MSR 17 zmiana r/r	-20,8%	-94,7%	-17,7%	-36,4%	5,6%	1894,4%	3,6%	54,6%	-15,5%	8,1%	22,7%	-10,1%	-72,5%	261,2%	2,1%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	-39,3%	-86,7%	-	-158,3%	2,0%	473,6%	-	30,2%	-34,4%	-15,4%	-	-122,8%	-61,5%
Marża brutto na sprzedaży	11,4%	12,0%	11,2%	12,7%	11,6%	12,2%	12,5%	14,0%	13,0%	13,1%	12,5%	13,6%	11,8%	12,6%	13,0%
Marża EBITDA MSR 17	0,8%	0,1%	1,8%	2,0%	0,8%	2,0%	1,7%	2,7%	0,6%	2,0%	1,9%	2,3%	1,2%	1,8%	1,7%
Marża netto	-	-	0,7%	0,2%	-	0,6%	0,6%	1,0%	-	0,7%	0,4%	0,8%	-	0,5%	0,3%

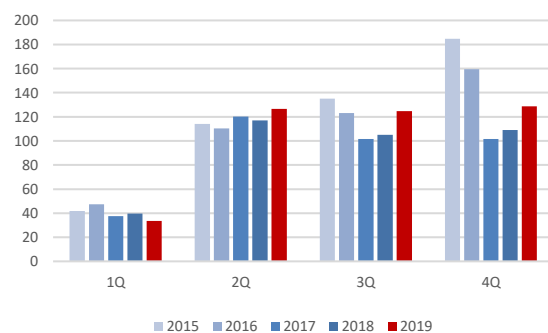
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA adj. MSR 17 w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Podobnie jak w przypadku bardzo wielu podmiotów, przyszłe odczyty finansowe Eurocash mogą być pod wpływem koronawirusa. Do tej pory przedstawiciele spółki wskazywali w wywiadach, że grupa nie ma problemów z zatarowaniem i ciągłością dostaw. Prezes Jacek Owczarek stwierdził, że dystrybutor nie napotkał na braki dostępności w żadnej z kategorii produktowych oraz że zamówienia są realizowane w ciągu dwóch dni (inaczej wygląda sytuacja we Frisco, które działa w formacie e-grocery, gdzie termin dostaw zwiększył się do 9 dni). W naszej ocenie większym wyzwaniem może być (w zależności od rozwoju sytuacji epidemiologicznej) dostępność pracowników w sklepach i na magazynach. Część podmiotów na rynku skraca z tego powodu godziny otwarcia (np. Biedronka). Zauważalne były z kolei „picki” sprzedażowe (zakupy na zapas), co potwierdzają dane rynkowe. Na chwilę obecną rząd nie wprowadził zakazu prowadzenia sprzedaży w sklepach spożywczych.

Rezultaty za 4Q'19 okazały się lepsze niż zakładaliśmy w poprzedniej rekomendacji (wyższe przychody oraz EBITDA adj. MSR 17). Zarząd wskazał, że początek roku przyniósł kontynuację trendów z końcówki '19 i wśród celów na bieżący rok jest m.in. osiągnięcie pozytywnych odczytów sprzedaży porównywalnej oraz poprawa wyników grupy. Sądymy, że wyniki 1Q'20 mogą być wsparte przez masowe zakupy robione na zapas (potwierdzają to dane Nielsen – w dn. 9-15.03. odnotowano wzrost koszyka zakupowego o 57% r/r). Szacujemy, że marża brutto podniosła się do 13,1%, co wraz z prowadzonymi działaniami integracyjnymi w detalu oraz hurcie przełoży się na osiągnięcie ok. 136 mln PLN EBITDA MSSF 16 (+12% r/r; wg MSR 17 = 39 mln PLN, +15% r/r).

W ujęciu całorocznym prognozujemy, że Eurocash osiągnie 25,6 mld PLN przychodów oraz ok. 825 mln PLN EBITDA adj. MSSF 16 (wg MSR 17 = 432 mln PLN; +5% r/r). W segmencie detalicznym zakładamy osiągnięcie ok. 6,3 mld PLN obrotów (uwzględniając konsolidację Frisco od 3Q'20), co da wzrost o 6,8% r/r. W obszarze hurtu liczymy na utrzymanie solidnego wzrostu, głównie w cash & carry oraz EC Dystrybucja, i przyrost sprzedaży do 19,1 mld PLN. Zwracamy uwagę, że w maju'20 wchodzi unijny nakaz wycofania z obrotu papierosów mentolowych, które odpowiadają za ok. 1/3 rynku wyrobów tytoniowych (w modelu przyjmujemy, że z tego tytułu ubędzie ok. 25% tej wartości; reszta klientów powinna przenieść się na zwykłe papierosy; wg naszych założeń wpływ z tyt. ubytku na wyniki nie powinien być znaczący, ponieważ są to produkty z bardzo niską marżą). Estymujemy, że marża brutto podniesie się do 13,3% (zmiana struktury mixu; spadek udziału papierosów, wzrost detalu), a EBITDA MSSF 16 zwiększy się do 825 mln PLN (wg MSR 17 = 432 mln PLN). W przyszłym roku oczekujemy, że dystrybutor FMCG wypracuje prawie 26,8 mld PLN przychodów, ok. 854 mln PLN EBITDA MSSF 16 (MSR 17 = 473 mln PLN) i 81 mln PLN zysku netto. W prognozach od '21 uwzględniamy wpływ podatku od sprzedaży detalicznej (w ujęciu całorocznym ok. 40-45 mln PLN). Cały czas konserwatywnie podchodzimy do tempa realizacji strategii w segmencie detalicznym (spodziewamy się, że zostanie zaktualizowana w 2H'20).

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20P	2Q'20P	3Q'20P	4Q'20P	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	5 000,3	5 775,4	6 256,2	5 801,0	5 482,9	6 438,2	6 672,9	6 258,2	5 793,0	6 555,4	6 817,0	6 483,6	22 832,9	24 852,2	25 649,0	26 763,5	27 995,5
Wynik brutto ze sprzedaży	581,6	706,0	785,1	809,2	711,5	844,1	835,4	852,0	758,6	865,1	881,9	908,2	2 881,9	3 243,0	3 413,8	3 671,8	3 839,4
Wynik netto ze sprzedaży	-1,9	70,6	48,8	29,4	-11,9	75,7	70,1	80,5	-4,2	79,3	86,4	109,6	146,9	214,3	271,1	357,2	390,3
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	121,4	216,2	219,2	237,4	136,1	217,4	223,6	247,5	-	794,1	824,5	853,6	876,4
EBITDA adj. MSSF 16	-	-	-	-	121,4	216,2	214,9	224,9	136,1	217,4	223,6	247,5	-	777,3	824,5	853,6	876,4
EBITDA MSR 17	39,6	117,0	105,1	156,8	33,5	126,5	129,0	141,1	38,7	118,3	124,7	150,5	418,6	430,0	432,2	473,3	494,9
EBITDA adj. MSR 17	39,6	117,0	105,1	109,1	33,5	126,5	124,7	128,6	38,7	118,3	124,7	150,5	370,9	413,3	432,2	473,3	494,9
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-9,7	81,4	84,3	88,5	-14,0	68,3	75,0	98,7	-	244,5	228,0	257,3	283,5
EBIT MSR 17	-7,1	67,6	51,5	102,3	-19,1	72,2	75,2	80,0	-22,5	58,4	65,6	91,7	214,4	208,4	193,2	238,2	266,5
Wynik brutto	-17,3	59,0	37,2	76,6	-37,5	56,4	37,9	56,7	-53,3	28,1	33,9	59,4	155,6	113,4	68,1	99,9	125,0
Wynik netto	-18,5	36,0	38,2	55,9	-40,2	46,9	25,1	47,3	-43,1	22,8	27,5	48,1	111,7	79,1	55,2	80,9	101,3
Wynik netto adj.	-18,5	36,0	38,2	21,1	-40,2	46,9	22,2	36,9	-43,1	22,8	27,5	48,1	77,4	67,4	55,2	80,9	101,3
marża brutto	11,6%	12,2%	12,5%	14,0%	13,0%	13,1%	12,5%	13,6%	13,1%	13,2%	12,9%	14,0%	12,6%	13,0%	13,3%	13,7%	13,7%
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	2,2%	3,4%	3,3%	3,8%	2,3%	3,3%	3,3%	3,8%	-	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%
marża EBITDA adj. MSSF 16	-	-	-	-	2,2%	3,4%	3,2%	3,6%	2,3%	3,3%	3,3%	3,8%	-	3,1%	3,2%	3,2%	3,1%
marża EBITDA MSR 17	0,8%	2,0%	1,7%	2,7%	0,6%	2,0%	1,9%	2,3%	0,7%	1,8%	1,8%	2,3%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%
marża EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-	1,3%	1,3%	1,4%	-	1,0%	1,1%	1,5%	-	1,0%	0,9%	1,0%	1,0%
marża netto adj.	-	0,6%	0,6%	0,4%	-	0,7%	0,3%	0,6%	-	0,3%	0,4%	0,7%	0,3%	0,3%	0,2%	0,3%	0,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2020-2029 [mln PLN]*

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	20 849,5	22 832,9	24 852,2	25 649,0	26 763,5	27 995,5	29 211,1	30 407,3	31 580,1	32 731,2	33 861,7	34 972,2	36 065,5
Wynik brutto ze sprzedaży	2 465,3	2 881,9	3 243,0	3 413,8	3 671,8	3 839,4	4 004,7	4 167,2	4 326,3	4 482,4	4 635,5	4 785,8	4 933,6
Wynik netto ze sprzedaży	146,2	146,9	214,3	271,1	357,2	390,3	420,5	451,5	483,4	516,3	550,0	584,5	619,9
EBITDA MSSF 16	-	-	794,1	824,5	853,6	876,4	897,8	920,7	945,1	970,5	997,4	1 025,5	1 054,5
EBITDA adj. MSSF 16	-	-	777,3	824,5	853,6	876,4	897,8	920,7	945,1	970,5	997,4	1 025,5	1 054,5
EBITDA MSR 17	246,3	418,6	430,0	432,2	473,3	494,9	515,1	537,2	560,9	585,8	612,4	640,3	669,3
EBITDA adj. MSR 17	360,7	370,9	413,3	432,2	473,3	494,9	515,1	537,2	560,9	585,8	612,4	640,3	669,3
EBIT MSSF 16	-	-	244,5	228,0	257,3	283,5	306,9	331,0	356,2	382,4	409,5	437,6	466,5
EBIT MSR 17	63,0	214,4	208,4	193,2	238,2	266,5	291,6	317,6	344,4	372,0	400,5	429,9	460,1
Wynik brutto	20,3	155,6	113,4	68,1	99,9	125,0	147,3	171,1	196,8	224,9	255,4	288,6	324,8
Wynik netto	-29,6	111,7	79,1	55,2	80,9	101,3	119,3	138,6	159,4	182,2	206,9	233,7	263,1
Wynik netto adj.	118,6	77,4	67,4	55,2	80,9	101,3	119,3	138,6	159,4	182,2	206,9	233,7	263,1
marża brutto	11,8%	12,6%	13,0%	13,3%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
marża EBITDA MSSF 16	-	-	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%
marża EBITDA MSR 17	1,2%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%
marża EBIT MSSF 16	-	-	1,0%	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%
marża netto adj.	0,6%	0,3%	0,3%	0,2%	0,3%	0,4%	0,4%	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]

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Grupa Eurocash	20 713,0	22 724,7	24 719,8	25 504,1	26 612,4	27 837,4	29 046,1	30 235,6	31 401,7	32 546,3	33 670,5	34 774,7	35 861,8
Hurt	16 725,6	17 725,7	18 710,4	19 086,0	19 645,2	20 379,4	21 087,1	21 772,0	22 437,4	23 086,1	23 720,6	24 342,8	24 954,7
Cash&Carry	4 312,6	4 474,7	4 592,1	4 833,8	4 988,0	5 130,7	5 249,3	5 347,2	5 427,2	5 491,8	5 543,2	5 583,1	5 613,1
Papierosy i produkty impulsowe	5 532,4	5 893,4	6 756,4	6 636,4	6 624,5	6 818,8	7 018,8	7 224,7	7 436,6	7 654,7	7 879,3	8 110,4	8 348,3
EC Alkohole + EC Dystrybucja	6 447,4	6 828,2	6 869,5	7 283,4	7 684,0	8 076,3	8 460,9	8 837,9	9 207,6	9 570,2	9 925,7	10 274,3	10 615,9
Eurocash Gastronomia	433,3	476,4	478,3	317,7	333,6	338,1	342,2	346,0	349,4	352,5	355,3	357,8	360,1
Inne	0,0	53,0	14,2	14,6	15,1	15,5	15,9	16,2	16,6	16,9	17,2	17,2	17,2
Detal	3 436,1	4 318,7	5 904,8	6 307,2	6 853,6	7 342,0	7 841,0	8 343,6	8 842,6	9 336,9	9 825,1	10 305,8	10 779,9
DC + Eko + Mila	3 011,1	3 872,9	5 421,9	5 773,8	6 232,9	6 704,0	7 186,6	7 673,8	8 158,5	8 639,2	9 114,5	9 583,0	10 045,5
Inmedio	424,9	445,8	482,9	458,5	469,5	480,0	490,1	499,7	508,9	517,8	526,3	534,5	542,4
Frisco	0,0	0,0	0,0	74,9	151,2	158,0	164,3	170,1	175,2	179,9	184,3	188,3	192,0
Projekty	551,3	680,3	104,6	110,9	113,7	115,9	118,0	119,9	121,7	123,3	124,7	126,0	127,3
zmiana r/r [%]													
Grupa Eurocash	9,7%	9,7%	8,8%	3,2%	4,3%	4,6%	4,3%	4,1%	3,9%	3,6%	3,5%	3,3%	3,1%
Hurt	3,1%	6,0%	5,6%	2,0%	2,9%	3,7%	3,5%	3,2%	3,1%	2,9%	2,7%	2,6%	2,5%
Cash&Carry	-0,7%	3,8%	2,6%	5,3%	3,2%	2,9%	2,3%	1,9%	1,5%	1,2%	0,9%	0,7%	0,5%
Papierosy i produkty impulsowe	2,4%	6,5%	14,6%	-1,8%	-0,2%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
EC Alkohole + EC Dystrybucja	5,6%	5,9%	0,6%	6,0%	5,5%	5,1%	4,8%	4,5%	4,2%	3,9%	3,7%	3,5%	3,3%
Eurocash Gastronomia	18,7%	9,9%	0,4%	-33,6%	5,0%	1,4%	1,2%	1,1%	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%
Inne	-	-	-	3,2%	3,0%	2,7%	2,5%	2,3%	2,2%	2,0%	1,9%	0,0%	0,0%
Detal	43,4%	25,7%	36,7%	6,8%	8,7%	7,1%	6,8%	6,4%	6,0%	5,6%	5,2%	4,9%	4,6%
DC + Eko + Mila	50,0%	28,6%	40,0%	6,5%	8,0%	7,6%	7,2%	6,8%	6,3%	5,9%	5,5%	5,1%	4,8%
Inmedio	9,2%	4,9%	8,3%	-5,1%	2,4%	2,2%	2,1%	2,0%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%	1,5%
Frisco	-	-	-	-	101,8%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%	2,7%	2,4%	2,2%	2,0%
Projekty	103,2%	23,4%	-84,6%	6,0%	2,5%	2,0%	1,8%	1,6%	1,5%	1,3%	1,2%	1,1%	1,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 22.11.2019 [mln PLN]

	2020P			2021P			2022P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	25 753,6	25 649,0	-0,4%	26 932,0	26 763,5	-0,6%	28 118,0	27 995,5	-0,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	3 503,3	3 413,8	-2,6%	3 662,4	3 671,8	0,3%	3 822,4	3 839,4	0,4%
EBITDA MSSF 16	785,5	824,5	5,0%	822,2	853,6	3,8%	850,8	876,4	3,0%
EBITDA adj. MSSF 16	785,5	824,5	5,0%	822,2	853,6	3,8%	850,8	876,4	3,0%
EBITDA MSR 17	441,1	432,2	-2,0%	473,0	473,3	0,1%	499,6	494,9	-0,9%
EBITDA adj. MSR 17	441,1	432,2	-2,0%	473,0	473,3	0,1%	499,6	494,9	-0,9%
EBIT MSSF 16	249,7	228,0	-8,7%	284,4	257,3	-9,5%	310,7	283,5	-8,7%
EBIT MSR 17	231,2	193,2	-16,4%	264,7	238,2	-10,0%	292,4	266,5	-8,9%
Wynik brutto	135,8	68,1	-49,8%	166,3	99,9	-39,9%	192,0	125,0	-34,9%
Wynik netto	110,0	55,2	-49,8%	134,7	80,9	-39,9%	155,6	101,3	-34,9%
Wynik netto adj.	110,0	55,2	-49,8%	134,7	80,9	-39,9%	155,6	101,3	-34,9%
marża brutto	13,6%	13,3%		13,6%	13,7%		13,6%	13,7%	
marża EBITDA MSSF 16	3,1%	3,2%		3,1%	3,2%		3,0%	3,1%	
marża EBITDA MSR 17	1,7%	1,7%		1,8%	1,8%		1,8%	1,8%	
marża EBIT MSSF 16	1,0%	0,9%		1,1%	1,0%		1,1%	1,0%	
marża netto adj.	0,4%	0,2%		0,5%	0,3%		0,6%	0,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Bilans [mln PLN]												
Aktywa trwałe	3 006,0	4 912,6	5 063,7	5 052,8	5 047,6	5 045,7	5 045,2	5 044,6	5 046,2	5 048,6	5 051,0	5 052,6
Wartość firmy	1 783,6	1 850,0	1 910,9	1 910,9	1 910,9	1 910,9	1 910,9	1 910,9	1 910,9	1 910,9	1 910,9	1 910,9
Wartości niematerialne i prawne	327,7	323,9	328,9	335,0	346,8	363,7	385,4	411,5	441,9	476,3	514,3	556,1
RzAT	790,2	2 567,2	2 677,0	2 660,0	2 643,0	2 624,2	2 602,0	2 575,3	2 546,5	2 514,6	2 478,9	2 438,7
Pozostałe aktywa trwałe	104,4	171,5	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8
Aktywa obrotowe	3 004,9	2 972,4	3 158,4	3 253,1	3 360,6	3 470,4	3 585,3	3 707,8	3 838,0	3 979,5	4 135,5	4 310,0
Zapasy	1 292,0	1 271,3	1 372,9	1 432,5	1 498,5	1 563,6	1 627,6	1 690,4	1 752,0	1 812,5	1 871,9	1 930,4
Należności z tyt. dostaw	1 343,4	1 404,9	1 511,6	1 577,3	1 649,9	1 721,5	1 792,0	1 861,2	1 929,0	1 995,6	2 061,1	2 125,5
Środki pieniężne	196,6	146,7	124,3	93,7	62,6	35,8	16,1	6,7	7,4	21,8	53,0	104,5
Pozostałe aktywa obrotowe	172,9	149,6	149,6	149,6	149,6	149,6	149,6	149,6	149,6	149,6	149,6	149,6
Kapitał własny	1 036,4	963,4	928,1	869,9	825,1	791,3	769,8	762,3	770,5	796,5	842,3	910,6
Zobowiązania długoterminowe	79,5	1 560,4	2 581,4	2 544,6	2 505,8	2 465,3	2 422,9	2 378,9	2 333,4	2 286,5	2 238,3	2 189,0
Zobowiązania finansowe	3,0	1 527,1	2 548,1	2 511,3	2 472,5	2 432,0	2 389,6	2 346,5	2 300,1	2 253,2	2 205,1	2 155,7
Pozostałe zob. długoterminowe	76,5	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3
Zobowiązania krótkoterminowe	4 895,0	5 361,3	4 712,6	4 891,4	5 077,3	5 259,6	5 437,7	5 611,2	5 780,3	5 945,1	6 105,9	6 263,0
Zobowiązania finansowe	575,5	967,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	3 813,4	3 794,8	4 113,6	4 292,4	4 478,3	4 660,6	4 838,8	5 012,3	5 181,3	5 346,2	5 506,9	5 664,1
Pozostałe zob. krótkoterminowe	506,1	598,9	598,9	598,9	598,9	598,9	598,9	598,9	598,9	598,9	598,9	598,9
Rachunek zysków i strat [mln PLN]												
Przychody ze sprzedaży	22 832,9	24 852,2	25 649,0	26 763,5	27 995,5	29 211,1	30 407,3	31 580,1	32 731,2	33 861,7	34 972,2	36 065,5
Koszty wytworzenia	19 951,0	21 609,3	22 235,1	23 091,7	24 156,1	25 206,4	26 240,1	27 253,8	28 248,8	29 226,2	30 186,4	31 131,9
Wynik brutto ze sprzedaży	2 881,9	3 243,0	3 413,8	3 671,8	3 839,4	4 004,7	4 167,2	4 326,3	4 482,4	4 635,5	4 785,8	4 933,6
Koszty SG&A	2 734,9	3 028,6	3 142,7	3 314,6	3 449,1	3 584,2	3 715,7	3 842,9	3 966,1	4 085,5	4 201,2	4 313,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	67,4	30,2	-43,1	-56,7	-59,3	-61,9	-64,4	-66,9	-69,3	-71,7	-74,1	-76,4
EBITDA MSSF 16	-	794,1	824,5	853,6	876,4	897,8	920,7	945,1	970,5	997,4	1 025,5	1 054,5
EBITDA MSR 17	418,6	430,0	432,2	473,3	494,9	515,1	537,2	560,9	585,8	612,4	640,3	669,3
EBIT MSSF 16	-	244,5	228,0	257,3	283,5	306,9	331,0	356,2	382,4	409,5	437,6	466,5
Saldo finansowe	-53,9	-126,0	-159,9	-157,4	-158,5	-159,6	-160,0	-159,4	-157,4	-154,1	-149,0	-141,7
Wynik brutto	155,6	113,4	68,1	99,9	125,0	147,3	171,1	196,8	224,9	255,4	288,6	324,8
Wynik netto	111,7	79,1	55,2	80,9	101,3	119,3	138,6	159,4	182,2	206,9	233,7	263,1
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]												
CF operacyjny	582,1	683,1	780,7	711,5	724,5	740,5	758,5	778,1	799,6	823,5	849,9	878,8
CF inwestycyjny	-462,2	-299,9	-332,9	-205,1	-206,2	-206,4	-205,7	-204,1	-205,0	-205,3	-205,1	-204,3
CF finansowy	-125,9	-433,2	-470,1	-537,1	-549,4	-561,0	-572,4	-583,3	-593,8	-603,9	-613,6	-623,0
CF netto	-6,0	-49,9	-22,3	-30,7	-31,0	-26,9	-19,7	-9,4	0,8	14,3	31,2	51,5
Środki pieniężne na początek okresu	202,6	196,6	146,7	124,3	93,7	62,6	35,8	16,1	6,7	7,4	21,8	53,0
Środki pieniężne na koniec okresu	196,6	146,7	124,3	93,7	62,6	35,8	16,1	6,7	7,4	21,8	53,0	104,5
Dynamiki / marże / wskaźniki												
Przychody zmiana r/r	9,5%	8,8%	3,2%	4,3%	4,6%	4,3%	4,1%	3,9%	3,6%	3,5%	3,3%	3,1%
EBITDA MSSF 16 zmiana r/r	-	-	3,8%	3,5%	2,7%	2,4%	2,6%	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%
Wynik netto zmiana r/r	-477,7%	-29,1%	-30,3%	46,6%	25,2%	17,8%	16,1%	15,1%	14,3%	13,5%	13,0%	12,6%
Marża brutto na sprzedaży	12,6%	13,0%	13,3%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
Marża EBITDA MSSF 16	-	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%
Marża EBITDA MSR 17	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%
Marża netto	0,5%	0,3%	0,2%	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%
ROE	10,8%	8,2%	5,9%	9,3%	12,3%	15,1%	18,0%	20,9%	23,6%	26,0%	27,7%	28,9%
ROA	1,9%	1,0%	0,7%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,1%	2,3%	2,5%	2,8%
Odsetki/EBIT	41,9%	66,4%	76,9%	67,2%	60,0%	54,5%	49,7%	45,3%	41,4%	37,9%	34,7%	31,8%
Dług netto MSSF 16 [mln PLN]	-	2347,9	2423,8	2417,7	2409,9	2396,2	2373,5	2338,9	2292,7	2231,4	2152,1	2051,2
Dług netto MSR 17 [mln PLN]	382,0	523,3	504,7	479,6	454,7	425,8	389,6	343,2	286,6	216,4	129,4	22,1
Dług netto/Kapitał własny	-	243,7%	261,1%	277,9%	292,1%	302,8%	308,3%	306,8%	297,5%	280,2%	255,5%	225,3%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	-	295,7%	294,0%	283,3%	275,0%	266,9%	257,8%	247,5%	236,2%	223,7%	209,9%	194,5%
EV [mln PLN]	2 956,5	4 922,5	4 998,3	4 992,2	4 984,4	4 970,8	4 948,1	4 913,5	4 867,2	4 806,0	4 726,6	4 625,7
Dług/EV	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
CAPEX/Przychody	0,8%	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX/Amortyzacja	87,7%	108,7%	100,0%	98,2%	99,1%	99,7%	99,9%	99,9%	100,3%	100,4%	100,4%	100,3%
Amortyzacja/Przychody	0,9%	2,2%	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,6%
Zmiana KO/Przychody	1,0%	-0,2%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	12,0%	-2,9%	13,9%	4,8%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	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	23,1	32,5	46,7	31,8	25,4	21,6	18,6	16,1	14,1	12,4	11,0	9,8
P/BV	2,5	2,7	2,8	3,0	3,1	3,3	3,3	3,4	3,3	3,2	3,1	2,8
EV/EBITDA MSSF 6	-	6,2	6,1	5,8	5,7	5,5	5,4	5,2	5,0	4,8	4,6	4,4
EV/EBITDA MSR 17	7,1	7,2	7,1	6,5	6,1	5,8	5,5	5,2	4,9	4,6	4,2	3,9
EV/EBIT MSSF 16	-	20,1	21,9	19,4	17,6	16,2	14,9	13,8	12,7	11,7	10,8	9,9
EV/EBIT MSR 17	13,8	14,9	15,9	12,8	11,4	10,3	9,3	8,5	7,7	7,0	6,3	5,6
EV/S	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Dywidenda [mln PLN]												
DPS	0,8	1,0	0,7	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4
Dywidend	4,1%	5,6%	3,5%	5,4%	5,7%	5,9%	6,2%	6,5%	6,8%	7,0%	7,3%	7,6%
Payout ratio	124,8%	128,4%	114,3%	252,2%	180,6%	151,1%	134,1%	120,5%	109,1%	99,3%	90,8%	83,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 18,5 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Tkocz
Dyrektor Wydziału
tel. (032) 20-81-435
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. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel, media

Krzysztof Tkocz
Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
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	21,3	Akumuluj	23,9	03.04.2020*	08:00 CEST	18,5	41 220
Akumuluj	23,9	Trzymaj	20,8	22.11.2019*	14:00 CEST	22,2	57 956
Trzymaj	20,8	Redukuj	18,1	03.09.2019*	14:00 CEST	20,2	56 247
Redukuj	18,1	Redukuj	17,9	22.07.2019*	11:15 CEST	19,4	60 851
Redukuj	17,9	Trzymaj	18,3	06.02.2019	10:55 CEST	19,4	61 147
Trzymaj	18,3	Akumuluj	22,5	07.12.2018	12:10 CEST	17,9	58 787
Akumuluj	22,5	Akumuluj	32,6	19.10.2018	13:50 CEST	20,9	56 561
Akumuluj	32,6	Akumuluj	38,2	12.12.2017	11:45	28,3	62 001
Akumuluj	38,2	Redukuj	38,0	16.08.2017	10:37	34,6	62 313
Redukuj	38,0	---	---	10.08.2015	---	42,5	52 638

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania 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 2Q'20*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
liczba	%	liczba	%
Kupuj	1 100%	0	0%
Akumuluj	0 0%	0	0%
Trzymaj	0 0%	0	0%
Redukuj	0 0%	0	0%
Sprzedaj	0 0%	0	0%

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

Nota prawna:

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

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

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

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

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

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi 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 (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelow inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelow inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 03.04.2020 roku (08:00 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy 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 restrykcji 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 02.04.2020 roku:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.