



Dom Maklerski BDM S.A.

## EUROCASH

### RAPORT ANALITYCZNY

Podnosimy wycenę Eurocash do poziomu 23,9 PLN/akcję i wydajemy zalecenie Akumuluj. Wyniki 3Q'19 przyniosły mocniejszą poprawę niż zakładaliśmy po publikacji raportu kwartalnego zarząd podtrzymał, że zakończenie integracji w detalu nastąpi w '19, a pozytywne trendy się utrzymują. Wraz z optymalizacją biznesu w EC Dystrybucja oraz wysoką inflacją powinno to wspierać wyniki w '20 (szacujemy wzrost EBITDA adj. MSR 17 o prawie 9% r/r). Władze spółki zapowiedziały także aktualizację strategii dla części detalicznej na początku '20. Głównymi ryzykami są przede wszystkim wymagający rynek pracy, utrata kontraktu dla PKN Orlen, możliwe wprowadzenie podatku od obrotu oraz zmiany stawki akcyzy.

Rezultaty Eurocash w 3Q'19 okazały się lepsze niż prognozowaliśmy w poprzednim raporcie (wyższe przychody oraz EBITDA adj. MSR 17). W wypowiedziach po publikacji raportu kwartalnego zarząd wskazywał na utrzymanie trendów w 4Q'19 i dobrą sprzedaż. Władze spółki liczą również na dodatnie odczyty sprzedaż Ifl oraz zakończenie integracji detalu w 4Q'19. Cały czas wsparciem jest utrzymująca się na wysokich poziomach inflacja (zwłaszcza w obszarze żywności). Estymujemy, że w 4Q'19 grupa osiągnie 6,06 mld PLN obrotów i 238 mln PLN EBITDA adj. MSSF 16 (wg MSR adj. 17 = 122 mln PLN). Tym samym w ujęciu całorocznym dałoby to 24,65 mld PLN przychodów, ok. 406 mln PLN EBITDA adj. MSR 17 i 87 mln PLN oczyszczonego zysku netto.

Spodziewamy się, że rezultaty spółki w '20 przyniosą dodatnią dynamikę. Na poziomie przychodów oczekujemy 25,7 mld PLN oraz ok. 786 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 prognozujemy 441 mln PLN, +9% r/r). Zysk netto powinien być bliski 110 mln PLN. Oczekujemy, że na wzrost wyników pozytywnie będą wpływały przede wszystkim zakończenie integracji w części detalicznej oraz ekspansja sieci (nasze założenia są konserwatywniejsze od strategii grupy; nowa strategia rozwoju ma być przedstawiona przy okazji publikacji wyników za '19), a także prowadzone działania w formacie EC Dystrybucja i rosnąca inflacja (wsparcie dla odczytów Ifl). Wśród czynników ryzyka dostrzegamy m.in. rynek pracy, utratę kontraktu dla PKN Orlen, ewentualne wprowadzenie podatku od obrotu (szacunkowo ok. 35-40 mln PLN p.a.) oraz zmianę w stawkach akcyzy.

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	21 206	20 849	22 833	24 655	25 754	26 932
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	-	-	-	807	786	822
EBITDA adj. MSSF 16 [mln PLN]	-	-	-	791	786	822
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	440	246	419	423	441	473
EBITDA adj. MSR 17 [mln PLN]	440	361	371	406	441	473
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	-	-	-	270	250	284
Wynik netto adj. [mln PLN]	190	119	77	86	110	135
P/BV	2,7	3,0	3,0	3,1	3,3	3,3
P/E adj.	16,2	26,0	39,9	35,7	28,1	22,9
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	-	6,7	6,7	6,4
EV/EBITDA MSR 17	7,7	14,0	8,3	8,3	8,0	7,3
EV/EBIT MSSF 16	-	-	-	19,6	21,2	18,6
DPS	1,1	0,8	0,8	1,0	1,1	1,1

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

## AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 23,9 PLN

22 LISTOPADA 2019, 14:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	24,0
Wycena porównawcza [PLN]	23,8
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>23,9</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>+7,8%</b>
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	22,2
Kapitalizacja [mln PLN]	3 086,6
Ilość akcji [mln. szt.]	139,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	24,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	17,5
Stopa zwrotu za 3 mc	+25,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	+11,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	+18,1%
Akcjonariat (% głosów):	
Luis Amaral	44,0%
Azvalor AM	9,8%
Pozostali	46,2%

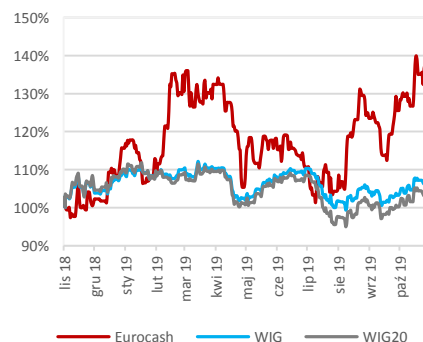
Adrian Górniak

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 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 3Q'19.....	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	8
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	10

EUROCASH		Wskaźniki rynkowe					
Rekomendacja	Akumuluj	P/E	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wycena końcowa [PLN]	23,9	P/BV	-104,4	27,6	31,4	28,1	22,9
Potencjał do wzrostu / spadku	7,8%	EV/EBITDA MSSF 16	3,0	3,0	3,1	3,3	3,3
Cena rynkowa [PLN]	22,2	EV/EBITDA MSR 17	-	-	6,6	6,7	6,4
Ilość akcji [mln. szt.]	139,2	EV/EBIT MSSF 16	14,0	8,3	8,3	8,0	7,3
Kapitalizacja [mln PLN]	3 086,6	EV/EBIT MSR 17	-	-	19,6	21,2	18,6
		EV/S	54,9	16,2	16,9	15,2	13,1
		MC/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
			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	0,7	0,8	1,0
		DPS (w danym roku)	0,8	0,8	1,0	1,1	1,1

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	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>6 438</b>	<b>6 673</b>	<b>6 061</b>	<b>Przychody</b>	<b>20 849</b>	<b>22 833</b>	<b>24 655</b>	<b>25 754</b>	<b>26 932</b>
Hurt	3 983	4 607	4 787	4 349	4 108	4 886	5 087	4 469	Hurt	16 726	17 726	18 551	19 260	19 944
Detal	817	954	1 261	1 286	1 327	1 499	1 523	1 532	Detal	3 436	4 319	5 881	6 261	6 748
Projekty	164	174	168	174	16	23	27	28	Projekty	551	680	94	97	99
Pozostałe	36	41	41	-9	32	30	35	32	Pozostałe	136	108	129	135	141
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>582</b>	<b>706</b>	<b>785</b>	<b>809</b>	<b>712</b>	<b>844</b>	<b>835</b>	<b>870</b>	<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>2 465</b>	<b>2 882</b>	<b>3 261</b>	<b>3 503</b>	<b>3 662</b>
SG&A	583	635	736	780	723	768	765	763	SG&A	2 319	2 735	3 020	3 172	3 297
PPO/PKO	-5	-3	3	73	2	6	14	7	PPO/PKO	-83	67	30	-43	-39
<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>121</b>	<b>216</b>	<b>219</b>	<b>251</b>	<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>807</b>	<b>786</b>	<b>822</b>
<b>EBITDA MSR 17</b>	<b>40</b>	<b>117</b>	<b>105</b>	<b>157</b>	<b>33</b>	<b>126</b>	<b>129</b>	<b>134</b>	<b>EBITDA MSR 17</b>	<b>246</b>	<b>419</b>	<b>423</b>	<b>441</b>	<b>473</b>
<b>EBITDA adj. MSR 17</b>	<b>40</b>	<b>117</b>	<b>105</b>	<b>109</b>	<b>33</b>	<b>126</b>	<b>125</b>	<b>122</b>	<b>EBITDA adj. MSR 17</b>	<b>361</b>	<b>371</b>	<b>406</b>	<b>441</b>	<b>473</b>
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-10	81	84	114	EBIT MSSF 16	-	-	270	250	284
EBIT MSR 17	-7	68	52	102	-19	72	75	80	EBIT MSR 17	63	214	209	231	265
Zysk brutto	-17	59	37	77	-37	56	38	82	Zysk brutto	20	156	139	136	166
<b>Zysk netto</b>	<b>-19</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>56</b>	<b>-40</b>	<b>47</b>	<b>25</b>	<b>67</b>	<b>Zysk netto</b>	<b>-30</b>	<b>112</b>	<b>98</b>	<b>110</b>	<b>135</b>

Wskaźniki	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19P	Wskaźniki	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody zmiana r/r	7,5%	5,6%	11,5%	13,3%	9,7%	11,5%	6,7%	4,5%	Przychody zmiana r/r	-1,7%	9,5%	8,0%	4,5%	4,6%
EBITDA MSR 17 zmiana r/r	5,6%	1894,4%	3,6%	54,6%	-15,5%	8,1%	22,7%	-14,6%	EBITDA MSR 17 zmiana r/r	-44,1%	70,0%	1,0%	4,3%	7,2%
Zysk netto zmiana r/r	23,8%	-158,3%	2,0%	473,6%	116,8%	30,2%	-34,4%	19,0%	Zysk netto zmiana r/r	-115,6%	-477,7%	-11,9%	11,9%	22,4%
Marża brutto na sprzedaży	11,6%	12,2%	12,5%	14,0%	13,0%	13,1%	12,5%	14,4%	Marża brutto na sprzedaży	11,8%	12,6%	13,2%	13,6%	13,6%
Marża EBITDA MSR 17	0,8%	2,0%	1,7%	2,7%	0,6%	2,0%	1,9%	2,2%	Marża EBITDA MSR 17	1,2%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%
Marża netto	-	0,6%	0,6%	1,0%	-	0,7%	0,4%	1,1%	Marża netto	-	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%
									ROE	-2,9%	10,8%	10,0%	11,6%	14,6%
									ROA	-0,5%	1,9%	1,2%	1,4%	1,6%

Konsensus [mln PLN]*	2019P	2020P	2021P
Przychody	24 461,0	25 307,0	26 279,0
EBITDA	415,1	445,2	477,8
EBIT	203,1	222,5	257,3
Zysk netto	92,6	119,9	140,1
Dług netto	361,3	625,9	580,3
marża EBITDA	1,7%	1,8%	1,8%

\*Źródło: Bloomberg

Główne czynniki ryzyka:	
I) Otoczenie makroekonomiczne. II) Wzrost wynagrodzeń. III) Konkurencja rynkowa. IV) Zmiany legislacyjne. V). Procesy akwizycyjne i ich integracja. VI) Sezonowość wyników. VII) Presja produkcyjna. VIII) Utrata kontraktu dla PKN Orlen. IX) Zmiana stawki akcyzy w '20.	

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>2 530</b>	<b>3 006</b>	<b>4 828</b>	<b>4 838</b>	<b>4 852</b>
WNiP	347	328	314	304	297
Rzeczowe aktywa trwałe	679	790	2 533	2 553	2 574
Pozostałe aktywa trwałe	1 504	1 888	1 981	1 981	1 981
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>3 453</b>	<b>3 005</b>	<b>3 180</b>	<b>3 279</b>	<b>3 405</b>
Zapasy	1 320	1 292	1 395	1 457	1 524
Należności krótkoterminowe	1 683	1 343	1 451	1 515	1 585
Środki pieniężne	203	197	140	112	102
Pozostałe aktywa obrotowe	247	173	194	194	194
<b>Aktywa razem</b>	<b>5 983</b>	<b>6 011</b>	<b>8 008</b>	<b>8 117</b>	<b>8 258</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 030</b>	<b>1 036</b>	<b>985</b>	<b>945</b>	<b>923</b>
Udziały mniejszości	64	61	61	61	61
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>4 953</b>	<b>4 974</b>	<b>7 022</b>	<b>7 172</b>	<b>7 335</b>
Rezerwy na zobowiązania	185	242	238	238	238
Oprocentowane zobow. długotermin.	5	3	2 349	2 326	2 305
Zobowiązania długoterminowe inne	58	64	72	72	72
Oprocentowane zobow. krótkoterm.	567	576	0	0	0
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	3 943	3 813	4 107	4 280	4 464
Zobowiązania krótkoterminowe inne	195	277	256	256	256
<b>Pasywa razem</b>	<b>5 983</b>	<b>6 011</b>	<b>8 008</b>	<b>8 117</b>	<b>8 258</b>
<b>Dług netto</b>	<b>370</b>	<b>382</b>	<b>2 209</b>	<b>2 214</b>	<b>2 203</b>
Dług netto / Kapitał własny	0,4	0,4	2,2	2,3	2,4
Dług netto / EBITDA MSSF 16	-	-	2,7	2,8	2,7

Rachunek przepływu [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy z działalności operacyjnej	494	582	724	673	701
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-336	-462	-276	-202	-203
Przepływy z działalności finansowej	-117	-126	-504	-499	-508
Przepływy pieniężne netto	41	-6	-57	-28	-10

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 24,0 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 23,5 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 3,3 mld PLN, czyli **23,9 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mIn PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	3 334,2	24,0	8,0%
B	Wycena porównawcza	3 307,8	23,8	7,2%
<b>C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa</b>		<b>3 326,2</b>	<b>23,9</b>	<b>7,8%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA DCF

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

### Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że przychody ze sprzedaży w '19 wzrosną do 24,7 mld PLN (+8% r/r), co wynika z konsolidacji wyników Eko Holding, Mili oraz pozytywnych lfl w obszarze hurtu. Z kolei w '20 obroty według naszych założeń podniosą się do 25,8 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 zakończy się w bieżącym roku. Dlatego też prognozujemy, że oczyszczona EBITDA w '19 wyniesie ok. 406 mln PLN (wg MSR 17; +9% r/r).
- W wycenie uwzględniamy rozliczenie transakcji sprzedaży udziałów w PayUp w wys. 13 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 22.11.2019 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki Eurocash na poziomie 3,3 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 24,0 PLN.**

**Model DCF**

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	24 655,1	25 753,6	26 932,0	28 118,0	29 310,3	30 501,6	31 684,1	32 855,9	34 015,3	35 160,4
EBIT adj. [mln PLN]	253,5	249,7	284,4	310,7	334,2	358,6	384,2	411,0	438,9	467,8
Stopa podatkowa	29%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	74,0	47,4	54,0	59,0	63,5	68,1	73,0	78,1	83,4	88,9
NOPLAT [mln PLN]	179,5	202,2	230,3	251,6	270,7	290,5	311,2	332,9	355,5	378,9
Amortyzacja, w tym: [mln PLN]	537,1	535,9	537,8	540,1	542,4	544,6	546,5	547,9	548,7	548,9
- prawo do użytkowania	322,7	326,0	329,6	332,9	336,0	338,8	341,3	343,6	345,6	347,4
CAPEX, w tym [mln PLN]	-591,1	-546,2	-552,1	-554,5	-556,2	-556,5	-555,9	-554,3	-551,8	-548,3
- opłaty leasingowe	-384,4	-344,5	-349,2	-351,2	-352,9	-354,2	-355,3	-356,1	-356,8	-357,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	83,7	45,5	48,6	48,0	47,3	46,3	44,8	43,3	41,8	40,1
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-73,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy ze sprzedaży aktywów [mln PLN]*	10,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	146,1	237,4	264,7	285,2	304,3	324,8	346,6	369,7	394,1	419,7
DFCF [mln PLN]	145,0	218,7	226,3	226,3	224,0	221,7	219,3	216,8	214,1	211,2
Suma DFCF [mln PLN]	2 123,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	7 169,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	3 607,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	5 731,0									
Dług netto 2018 [mln PLN]*8	2 192,1									
Dywidenda 2019 [mln PLN]	143,4									
Udziały mniejszości [mln PLN]	61,4									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>3 334,2</b>									
Ilość akcji [tys.]	139,2									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>24,0</b>									

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

Przychody zmiana r/r	8,0%	4,5%	4,6%	4,4%	4,2%	4,1%	3,9%	3,7%	3,5%	3,4%
EBIT zmiana r/r	52,1%	-1,5%	13,9%	9,2%	7,6%	7,3%	7,1%	7,0%	6,8%	6,6%
FCF zmiana r/r	45,9%	62,5%	11,5%	7,8%	6,7%	6,8%	6,7%	6,7%	6,6%	6,5%
Marża EBITDA	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Marża EBIT	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%
Marża NOPLAT	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%
CAPEX / Przychody	2,4%	2,1%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	110,1%	101,9%	102,7%	102,7%	102,5%	102,2%	101,7%	101,2%	100,6%	99,9%
Zmiana KO / Przychody	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-4,6%	-4,1%	-4,1%	-4,0%	-4,0%	-3,9%	-3,8%	-3,7%	-3,6%	-3,5%

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

**Kalkulacja WACC**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	70,7%	71,3%	72,1%	72,9%	73,7%	74,5%	75,2%	75,9%	76,5%	77,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,9%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	29,3%	28,7%	27,9%	27,1%	26,3%	25,5%	24,8%	24,1%	23,5%	22,8%
WACC	7,5%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,9%	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	21,5	23,3	25,4	27,8	30,7	34,2	38,5	43,9	51,0	
	0,8	19,4	21,0	22,8	24,9	27,3	30,3	33,8	38,2	43,8	
	0,9	17,5	18,9	20,5	22,3	24,4	26,9	29,9	33,5	38,0	
	1,0	15,9	17,1	18,4	20,0	21,8	24,0	26,5	29,5	33,2	
	1,1	14,3	15,4	16,6	18,0	19,6	21,4	23,5	26,1	29,1	
	1,2	12,9	13,9	14,9	16,1	17,5	19,1	21,0	23,1	25,7	
	1,3	11,6	12,5	13,4	14,5	15,7	17,1	18,7	20,6	22,7	

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%	23,8	25,9	28,3	31,1	34,5	38,8	44,0	50,9	60,0	
	4,00%	19,4	21,0	22,8	24,9	27,3	30,3	33,8	38,2	43,8	
	5,00%	15,9	17,1	18,4	20,0	21,8	24,0	26,5	29,5	33,2	
	6,00%	12,9	13,9	14,9	16,1	17,5	19,1	21,0	23,1	25,7	
	7,00%	10,4	11,2	12,0	13,0	14,1	15,3	16,7	18,3	20,2	
	8,00%	8,3	8,9	9,6	10,4	11,2	12,2	13,2	14,5	15,9	
	9,00%	6,4	7,0	7,5	8,1	8,8	9,6	10,4	11,4	12,5	

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%	46,2	43,4	41,0	38,8	36,8	35,0	33,4	31,9	30,5	
	4,00%	37,1	34,5	32,3	30,3	28,5	26,9	25,5	24,2	23,0	
	5,00%	30,2	27,8	25,8	24,0	22,4	21,0	19,7	18,6	17,6	
	6,00%	24,7	22,6	20,7	19,1	17,7	16,5	15,4	14,5	13,6	
	7,00%	20,3	18,3	16,7	15,3	14,1	13,0	12,1	11,2	10,5	
	8,00%	16,6	14,9	13,4	12,2	11,1	10,2	9,3	8,6	8,0	
	9,00%	13,6	12,0	10,7	9,6	8,6	7,8	7,1	6,5	5,9	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

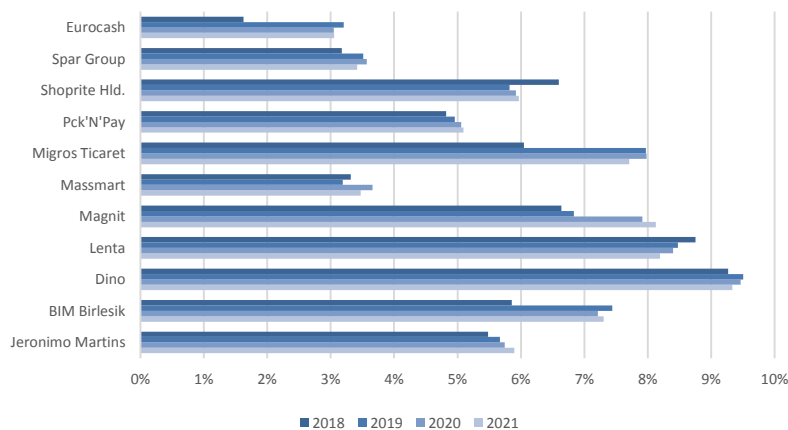
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2019-21 dla wybranych spółek z branży FMCG. W wycenie uwzględniliśmy podmioty zagraniczne oraz Jeronimo Martins i Dino (działające na rynku polskim), co naszym zdaniem nie w pełni oddaje charakter działalności Eurocash (przeważająca 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 **23,8 PLN**.

### Wycena porównawcza [PLN]

	P/E			EV/EBITDA		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Jeronimo Martins	23,5	19,7	17,9	9,7	8,2	7,5
BIM Birlesik	22,7	31,5	26,0	9,9	14,9	12,8
Dino	34,6	26,0	20,7	20,8	15,8	12,7
Lenta	14,9	10,0	9,1	5,7	5,0	4,7
Magnit	14,4	11,9	10,5	7,1	5,8	4,2
Pick'N'Pay	24,4	19,2	17,1	8,5	6,8	6,1
Shoprite Hld.	21,2	20,2	18,1	9,9	9,6	8,8
Spar Group	18,1	14,1	15,2	11,6	9,2	10,4
X5 Retail	17,3	14,2	12,5	6,5	5,6	5,1
<b>Mediana grupy</b>	<b>21,2</b>	<b>19,2</b>	<b>17,1</b>	<b>9,7</b>	<b>8,2</b>	<b>7,5</b>
Eurocash	35,7	28,1	22,9	6,7	6,7	6,4
Premia/dyskonto	68,0%	45,9%	33,7%	-30,9%	-17,2%	-13,9%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>13,2</b>	<b>15,2</b>	<b>16,6</b>	<b>39,2</b>	<b>30,1</b>	<b>28,3</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>		<b>15,0</b>			<b>32,5</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>			<b>23,8</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

## WYNIKI 3Q'19

W 3Q'19 grupa wypracowała 6,67 mld PLN przychodów, co oznacza wzrost o ok. 7% r/r. Marża brutto spółki utrzymała się na poziomie 12,5%, co jest efektem większego udziału sprzedaży papierosów. Na poziomie EBITDA Eurocash zaraportował 219 mln PLN (wg MSR 17 = 129 mln PLN; marża EBITDA MSR 17 = 1,9%). Wynik netto był bliski 25 mln PLN. Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł niemal 263 mln PLN (bez wpływu MSSF 16 = 177 mln PLN; 115 mln PLN przed rokiem).

Segment hurtowy osiągnął 5,1 mld PLN przychodów (+7% r/r) oraz 177 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 = 130 mln PLN, płasko r/r). W podziale na formaty cash&carry wypracowało 1,25 mld PLN przychodów, co oznacza wzrost o 0,7% r/r, z kolei EC Dystrybucja (bez EC Alkohole) zanotowała 1,36 mld PLN sprzedaży (+11,4% r/r). Papierosy i produkty impulsowe zaraportowały wzrost wpływów o 17% r/r do 1,87 mld PLN, a Eurocash Alkohole miał 447 mln PLN przychodów (-22% r/r). EC Gastronomia osiągnęła 147 mln PLN przychodów (+13,9% r/r). W obszarze detalicznym sprzedaż wyniosła ponad 1,5 mld PLN (+8% r/r; zwiększenie udziału w skonsolidowanych obrotach do 23%), z kolei EBITDA zbliżyła się do 74 mln PLN (wg MSR 17 = 33 mln PLN vs niecałe 12 mln PLN przed rokiem). Sprzedaż porównywalna w obszarze hurtu w 3Q'19 wyniosła 0,7%, z kolei w detalu w przypadku sklepów własnych odnotowano +4% (sprzedaż hurtowa lfl do franczyzowych placówek DC wzrosła o 4,1%).

## 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	1-3Q'17	1-3Q'18	1-3Q'19
<b>Przychody</b>	<b>4 651</b>	<b>5 467</b>	<b>5 612</b>	<b>5 120</b>	<b>5 000</b>	<b>5 775</b>	<b>6 256</b>	<b>5 801</b>	<b>5 483</b>	<b>6 438</b>	<b>6 673</b>	<b>15 730</b>	<b>17 032</b>	<b>18 594</b>
Hurt	3 715	4 441	4 515	4 055	3 983	4 607	4 787	4 349	4 108	4 886	5 087	12 671	13 377	14 082
Detal	794	855	915	872	817	954	1 261	1 286	1 327	1 499	1 523	2 564	3 032	4 349
Projekty	112	136	148	156	164	174	168	174	16	23	27	395	506	66
Pozostałe	31	35	34	36	36	41	41	-9	32	30	35	100	117	97
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>531</b>	<b>655</b>	<b>628</b>	<b>651</b>	<b>582</b>	<b>706</b>	<b>785</b>	<b>809</b>	<b>712</b>	<b>844</b>	<b>835</b>	<b>1 814</b>	<b>2 073</b>	<b>2 391</b>
SG&A	553	581	575	610	583	635	736	780	733	778	774	1 709	1 955	2 285
PPO/PKO	15	-113	5	11	-5	-3	3	73	2	6	14	-94	-6	22
<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>37</b>	<b>6</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>40</b>	<b>117</b>	<b>105</b>	<b>157</b>	<b>121</b>	<b>216</b>	<b>219</b>	<b>145</b>	<b>262</b>	<b>557</b>
<b>EBITDA MSR 17</b>	<b>37</b>	<b>6</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>40</b>	<b>117</b>	<b>105</b>	<b>157</b>	<b>33</b>	<b>126</b>	<b>129</b>	<b>145</b>	<b>262</b>	<b>289</b>
<b>EBITDA adj. MSR 17</b>	<b>37</b>	<b>120</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>40</b>	<b>117</b>	<b>105</b>	<b>109</b>	<b>33</b>	<b>126</b>	<b>125</b>	<b>259</b>	<b>262</b>	<b>285</b>
EBIT MSSF 16	-7	-40	58	51	-7	68	52	102	-10	81	84	12	112	156
EBIT MSR 17	-7	-40	58	51	-7	68	52	102	-19	72	75	12	112	128
Zysk brutto	-16	-48	49	35	-17	59	37	77	-37	56	38	-14	79	57
<b>Zysk netto</b>	<b>-15</b>	<b>-62</b>	<b>37</b>	<b>10</b>	<b>-19</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>56</b>	<b>-40</b>	<b>47</b>	<b>25</b>	<b>-39</b>	<b>56</b>	<b>32</b>
<b>Dług (gotówka) netto</b>	<b>584</b>	<b>486</b>	<b>464</b>	<b>370</b>	<b>469</b>	<b>684</b>	<b>609</b>	<b>382</b>	<b>2 554</b>	<b>2 416</b>	<b>2 285</b>	<b>464</b>	<b>609</b>	<b>2 285</b>
Przychody zmiana r/r	-	-	-	-	7,5%	5,6%	11,5%	13,3%	9,7%	11,5%	6,7%	-	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%	-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%	-	-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%	11,5%	12,2%	12,9%
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%	0,9%	1,5%	1,6%
Marża netto	-	-	0,7%	0,2%	-	0,6%	0,6%	1,0%	-	0,7%	0,4%	-	0,3%	0,2%

Źródło: BDM S.A., spółka, PAP

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Rezultaty Eurocash w 3Q'19 okazały się lepsze niż prognozowaliśmy w poprzednim raporcie (wyższe przychody oraz EBITDA adj. MSR 17). W wypowiedziach po publikacji raportu kwartalnego zarząd wskazywał na utrzymanie trendów w 4Q'19 i dobrą sprzedaż. Władze spółki liczą również na dodatnie odczyty sprzedaż lfl oraz zakończenie integracji detalu w 4Q'19. Cały czas wsparciem jest utrzymująca się na wysokich poziomach inflacja (zwłaszcza w obszarze żywności). Estymujemy, że w 4Q'19 grupa osiągnie 6,06 mld PLN obrotów i 238 mln PLN EBITDA adj. MSSF 16 (wg MSR adj. 17 = 122 mln PLN). Tym samym w ujęciu całorocznym dałoby to 24,65 mld PLN przychodów, ok. 406 mln PLN EBITDA adj. MSR 17 i 87 mln PLN oczyszczonego zysku netto.

Spodziewamy się, że rezultaty spółki w '20 przyniosą dodatnią dynamikę. Na poziomie przychodów oczekujemy 25,7 mld PLN oraz ok. 786 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 prognozujemy 441 mln PLN, +9% r/r). Zysk netto powinien być bliski 110 mln PLN. Oczekujemy, że na wzrost wyników pozytywnie będą wpływały przede wszystkim zakończenie integracji w części detalicznej oraz ekspansja sieci (nasze założenia są konserwatywniejsze od strategii grupy; nowa strategia rozwoju ma być przedstawiona przy okazji publikacji wyników za '19), a także prowadzone działania w formacie EC Dystrybucja i rosnąca inflacja (wsparcie dla odczytów lfl). Wśród czynników ryzyka dostrzegamy m.in. rynek pracy, utratę kontraktu dla PKN Orlen, ewentualne wprowadzenie podatku od obrotu (szacunkowo ok. 35-40 mln PLN p.a.) oraz zmianę w stawkach akcyzy.







**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji  
 tel. (032) 20-81-435  
 e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl  
[gry komputerowe](#)

**Adrian Górniak**

Analityk rynku akcji  
 tel. (032) 20-81-438  
 e-mail: adrian.górniak@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
<b>Akumuluj</b>	<b>23,9</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>20,8</b>	<b>22.11.2019*</b>	<b>14:00 CEST</b>	<b>22,2</b>	<b>57 956</b>
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 oprecentowane 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 4Q'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	3	75%	0	0%
Akumuluj	1	25%	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](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 Gieldowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona 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 podejmując 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 portfelow inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelow inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 22.11.2019 roku (14:00 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbliżone z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza do nich stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 22.11.2019 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.