

poniedziałek, 25 listopada 2019 | aktualizacja raportu

Eurocash: redukuje (podwyższona)

EUR PW; EUR.WA | Handel, Polska

Zmiany księgowe wspierają wynik

Zgodnie z naszymi wyliczeniami od 2018 roku powiększa się różnica pomiędzy EBITDA raportowaną, a EBITDA wyliczoną z przepływów z działalności operacyjnej (Cash EBITDA; szczegółowe wyliczenia w dalszej części raportu). Według naszych szacunków EBITDA była wyższa od Cash EBITDA (obie wartości bez wpływu MSSF 16) o 30/17 mln PLN odpowiednio w okresach 2018/9M'19, a różnica w latach 2016/17 była marginalna. Analogiczne porównanie w innych spółkach z sektora nie wykazuje tak istotnych różnic. Przyjęta zmiana sposobu księgowania wyniku utrudnia porównywalność danych między latami 2017-19 oraz stawia pod znakiem zapytania poprawę wyników spółki w podziale na segmenty w tym okresie. Dynamika wyliczonej Cash EBITDA wyniosła -7,7%/+9,8% r/r odpowiednio w 2018/9M vs. zaraportowana EBITDA +3%/+10% r/r odpowiednio w 2018/9M'19. W celu zachowania porównywalności danych z innymi spółkami z sektora, korygujemy nasz szacunek wyniku EBITDA w wycenie. Po wynikach za 3Q'19 zwracamy uwagę na niską dynamikę sprzedaży w C&C oraz EC Dystrybucja (liczona łącznie z EC Alkohole) oraz relatywnie niską dynamikę sprzedaży/sklep w segmencie detalicznym (pomimo wysokiego odczytu inflacji w kwartale). Biorąc pod uwagę niskie tempo otwarć w sieci Delikatesy Centrum (+8 placówek netto w 3Q'19 LTM), oczekujemy, że sieć powiększy się o 370 sklepów do 2023 roku vs. 900 zapowiadane w strategii. Przeprowadzona restrukturyzacja powinna pozwolić segmentowi detalicznemu na stopniową poprawę rentowności EBITDA do docelowego poziomu 4,4%. Biorąc pod uwagę wyższe założenia dla segmentu detalicznego oraz dokonaną korektę na wyniku EBITDA, podwyższamy naszą cenę docelową do 19,80 PLN oraz podwyższamy rekomendację do redukcji.

Zmiana sposobu księgowania

Od 2018 roku spółka rozpoznaje znacznie wyższe koszty finansowe w rachunku zysków i strat. Korekty dokonywane w przepływach z działalności operacyjnej wskazują, że gotówkowe koszty finansowe są znacznie niższe niż wykazywane w rachunku wyników. Jest to główna przyczyna różnic pomiędzy raportowaną EBITDA oraz Cash EBITDA.

Ambitny cel ekspansji w strategii

Zgodnie z założeniami strategii rozwoju, sieć Delikatesy Centrum powinna zostać powiększona o 900 sklepów do 2023 roku. Do końca 1Q'20 Eurocash będzie koncentrował się na integracji oraz reorganizacji przejętych sieci. Zgodnie z założeniami strategii spółka powinna otwierać średnio po 225 placówek w każdym z lat 2020-23. Biorąc pod uwagę presję konkurencyjną, potencjalne pogorszenie rentowności sklepów (oczekiwana presja na wynagrodzenia), oczekujemy że spółka otworzy 370 sklepów w tym okresie.

Niska efektywność sprzedaży w segmencie hurtu

W 3Q'19 wzrost sprzedaży w segmencie Hurt był napędzany przez wyższy wynik nisko-marżowej sprzedaży papierosów i produktów impulsowych. C&C oraz EC Dystrybucja (liczona z EC Alkohole) zaraportowały odpowiednio +0,7%/+0,9% wzrostu sprzedaży r/r w 3Q'19 pomimo znacznie wyższych odczytów inflacji. Niska efektywność sprzedaży oraz inflacja kosztów pracy w 2020 roku mogą stanowić ryzyko dla wyników segmentu w 2020 roku.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	20 814	22 833	24 581	25 163	25 705
Cash EBITDA	360,7	341,2	379,0	399,1	417,8
marża EBITDA	1,73%	1,49%	1,54%	1,59%	1,63%
EBIT	37,7	214,4	231,7	248,5	262,1
Zysk netto skor.	84,8	66,9	82,9	105,4	136,0
P/E	36,4	46,2	37,3	29,3	22,7
P/CE	11,5	11,4	10,4	9,6	8,6
P/BV	3,2	3,2	3,6	3,6	3,6
EV/Cash EBITDA	9,1	10,3	9,5	8,9	8,4
DPS	0,80	0,76	1,03	0,60	0,76
DYield	3,6%	3,4%	4,6%	2,7%	3,4%

Cena bieżąca	22,22 PLN
Cena docelowa	19,80 PLN
Kapitalizacja	13 235 mln PLN
Free float	9 917 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	15,2 mln PLN

Struktura akcjonariatu

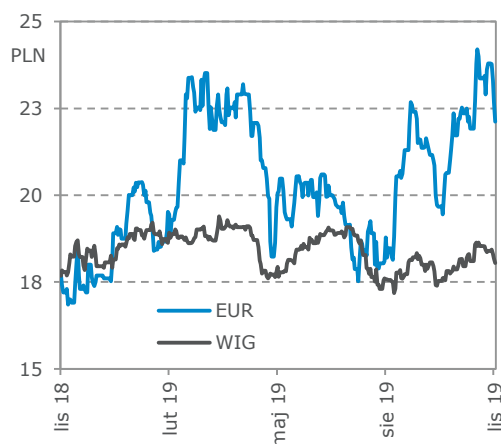
Luis Amaral	44,04%
Azvalor Asset Management	9,20%

Pozostali	64,87%
-----------	--------

Profil spółki

Eurocash jest największym podmiotem w Polsce pod względem wartości sprzedaży oraz liczby placówek zajmujących się dystrybucją FMCG. Działalność ta jest realizowana w kilku segmentach dystrybucji, obejmujące hurtową dystrybucję, zaopatrywanie tradycyjnych sklepów, stacji benzynowych oraz restauracji.

Kurs akcji EUR na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Eurocash	19,80	18,10	redukuje	sprzedaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Eurocash	22,22	19,80	-10,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
Przychody	+4,0%	+6,1%	+6,5%
Cash EBITDA	+1,3%	+6,4%	+4,2%
zysk netto	+15,1%	+3,4%	-5,6%

Analitik:

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl

Zmiana założeń vs. poprzedni raport

Nieznacznie skorygowaliśmy nasze prognozy dla Eurocash ze względu na (1) zakładaną lepszą niż wcześniej oczekiwaną rentowność EBITDA w segmencie detalicznym oraz (2) skorygowanie raportowanego wyniku EBITDA do Cash EBITDA w związku z innym sposobem prezentowania wyniku przez spółkę. W efekcie podnieśliśmy prognozę Cash EBITDA o 1,3%/6,4% odpowiednio dla lat 2019/20. Wzrost zysku brutto oraz zysku netto względem poprzednich szacunków wynika z założenia niższych kosztów na działalności finansowej.

Zmiana szacunków vs. poprzedni raport

(mln PLN)	2019P			2020P		
	stara	nowa	zm.	stara	nowa	zm.
Przychody	23640	24 581	+4,0%	23 711	25 163	+6,1%
EBITDA	374	405	+8,2%	375	429	+14,4%
EBITDA*	374	379	+1,3%	375	399	+6,4%
marża	1,58%	1,54%	-0,04p.p.	1,58%	1,59%	0,01p.p.
EBIT	195	232	+19%	218	248	+14%
Zysk brutto	98	119	+21%	133,3	155	+16%
Zysk netto	72	83	+15%	102	105	+3%

Źródło: Eurocash, Dom Maklerski mBanku; *Cash EBITDA

Wyniki za 3Q'19

Zaraportowane wyniki za 3Q'19 były zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. EBITDA spółki odnotowała wzrost o 23% r/r, co było napędzane przede wszystkim wysoką poprawą EBITDA r/r w segmencie detalicznym (+21 mln PLN r/r) oraz ograniczeniem kosztów w segmencie Inne.

Wyniki kwartalne Eurocash

(mln PLN)	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	zmiana
Sprzedaż	6 201	5 810	5 451	6 408	6 637	7,0%
Hurt	4 772	4 349	4 108	4 886	5 087	6,6%
Detal	1 417	1 445	1 327	1 499	1 523	7,5%
Projekty	12	15	16	23	27	126,0%
EBITDA	105	157	33	126	129	22,7%
Hurt	130	117	53	127	130	0,2%
Detal	12	46	13	39	33	179,5%
Projekty	-8	-9	-12	-10	-11	
Inne	-29	3	-21	-29	-23	
Marża	1,7%	2,7%	0,6%	2,0%	1,9%	0,3p.p.
Hurt	2,7%	2,7%	1,3%	2,6%	2,6%	-0,2p.p.
Detal	0,8%	3,2%	1,0%	2,6%	2,1%	1,3p.p.

Źródło: Eurocash, Dom Maklerski mBanku

Zarząd spółki jest zadowolony z wyniku segmentu hurt, który został utrzymany na takim samym poziomie r/r pomimo efektu wysokiej bazy. Biorąc pod uwagę dynamikę sprzedaży zwracamy uwagę na niski lfl w Cash&Carry (+0,7%; poniżej inflacji cen napojów alkoholowych oraz inflacji cen żywności). Gros wzrostu sprzedaży segmentu hurtowego zostało dostarczone przez nisko-marżową sprzedaż papierosów i produktów impulsowych (+270 mln PLN z 315 mln PLN łącznie). Nominalny wzrost sprzedaży EC Dystrybucja r/r został prawie w całości zniwelowany przez spadek obrotów w EC Alkohole (prowadzone ograniczanie sprzedaży do niektórych klientów ma pozytywnie wpływać na łączną rentowność EC Dystrybucja i EC Alkohole).

Sprzedaż w segmencie hurtu

(PLN mln)	3Q'18	3Q'19	zmiana (%)	zmiana (mln PLN)
Hurt	4 772	5 087	6,6%	315
Cash&Carry	1 245	1 253	0,7%	8
Papierosy i prod. impulsowe	1 601	1 871	16,9%	270
EC Alkohole	572	447	-21,8%	-125
EC Dystrybucja	1 224	1 364	11,4%	140
EC Gastronomia	129	147	13,9%	18
Inne	2	5	178,0%	3

Źródło: Eurocash, Dom Maklerski mBanku

W 4Q'19 oczekujemy, że (1) lfl w C&C będzie pod jeszcze większą presją efektu bazy niż w 3Q'19, (2) wysokie tempo wzrostu sprzedaży papierosów i produktów impulsowych r/r powinno zostać utrzymane (ograniczenie szarej strefy oraz dodatkowo wspierający efekt podwyższenia akcyzy), (3) spadek sprzedaży r/r w EC Alkohole powinien wyhamować względem 3Q'19.

Sprzedaż w segmencie detalu

	3Q'18	3Q'19	zmiana (%)	zmiana (mln PLN)
Sprzedaż (mln PLN)				
Detal	1 417	1 523	7,5%	106
Delikatesy Centrum	554	587	6,0%	33
Inmedio	116	126	8,3%	10
DC własne	197	223	13,3%	26
EKO	204	204	0,0%	0
Mila	345	383	10,9%	38
Szacowana miesięczna sprzedaż/mkw. (PLN)				
DC franczyzowe	842	901	7,0%	59
DC własne	1 476	1 506	2,1%	30
EKO	1 096	1 077	-1,8%	-19
Mila	1 399	1 595	13,9%	195

Źródło: Eurocash, Dom Maklerski mBanku

Zgodnie z komentarzem zarządu wzrost EBITDA r/r w segmencie detalu wynikała przede wszystkim z poprawy warunków zakupowych oraz braku nadzwyczajnych promocji w sieci EKO. Utrzymanie poprawy warunków zakupowych w kolejnych kwartałach oraz efekt niskiej bazy powinny wspierać rentowność segmentu.

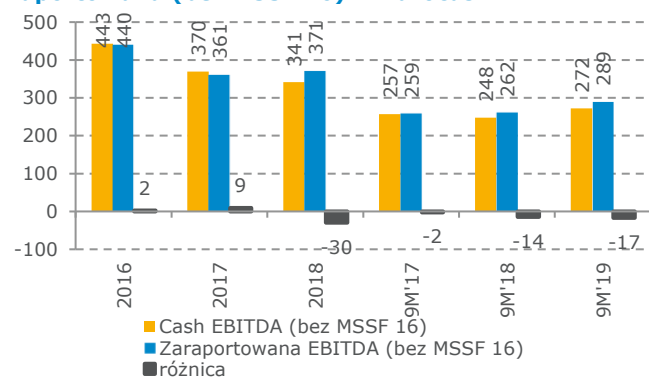
Negatywnie oceniamy niską poprawę r/r wyliczonej przez nas sprzedaży/mkw. w DC własne oraz spadek efektywności r/r w sieci EKO w środowisku wysokiej inflacji cen żywności (wskaźnik sprzedaż/mkw. został wyliczony przez nas na podstawie raportowanej ilości sklepów oraz średniej powierzchni sklepu). Brak poprawy sprzedaży/mkw. w sieci EKO r/r pomimo przeprowadzonego rebrandingu stanowi sygnał ostrzegawczy.

Dobry wynik odnotowały DC franczyzowe, jednak należy podkreślić, że te sklepy generują niższą rentowność niż placówki własne. Wysoką poprawę efektywności sprzedaży odnotowały sklepy Mila, co mogło być związane z lepszym zatowarowaniem sieci.

Niepokojąca tendencja w Cash EBITDA

Zgodnie z naszymi wyliczeniami, od 2018 roku powiększa się różnica pomiędzy EBITDA raportowaną przez spółkę (bez IFRS 16) oraz Cash EBITDA liczoną według wzoru: środki pieniężne z działalności operacyjnej przed uwzględnieniem zmian w kapitale obrotowym + otrzymane/zapłacone odsetki. Obie wartości EBITDA zostały skorygowane o zdarzenia jednorazowe. W efekcie powyższej tendencji raportowany wynik EBITDA jest istotnie wyższy niż Cash EBITDA w latach 2018 i 2019. W latach 2016 oraz 2017 różnica była pomijalna i wyniosła odpowiednio 2/9 mln PLN różnicy Cash EBITDA - EBITDA.

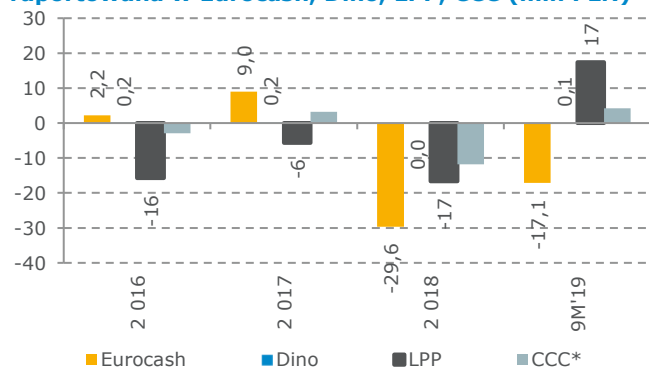
Wyliczona cash EBITDA (bez MSSF) vs EBITDA raportowana (bez MSSF 16) w Eurocash



Źródło: Eurocash, Dom Maklerski mBanku;

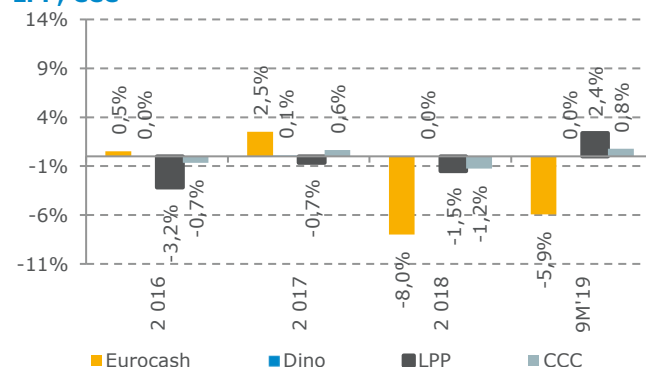
Analogiczne porównania wykonane dla spółek CCC, Dino, LPP nie wykazały tak dużych różnic pomiędzy wyliczoną Cash EBITDA oraz EBITDA.

Różnica między Cash EBITDA oraz EBITDA raportowana w Eurocash, Dino, LPP, CCC (mln PLN)



Źródło: CCC, Dino, Eurocash, LPP, Dom Maklerski mBanku; *wyższa różnica w 2019 roku może wynikać z wyłączenia CCC Niemcy oraz niedoszacowania przez nas wpływu kosztów G&A.

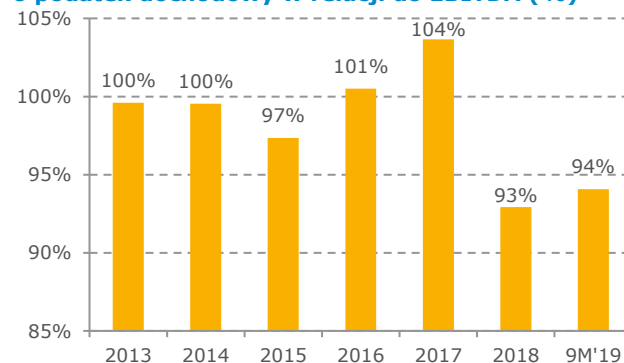
Procentowa różnica między szacunkami Cash EBITDA i EBITDA raportowana w Eurocash, Dino, LPP, CCC



Źródło: CCC, Dino, Eurocash, LPP, Dom Maklerski mBanku;

Opisywana tendencję dobrze obrazuje wskaźnik przepływów z działalności operacyjnej przed zmianami w kapitale obrotowym oraz korektą o podatek dochodowy w relacji do EBITDA. Istotny spadek tego wskaźnika można zaobserwować od 2018 roku.

Wskaźnik przepływów z działalności operacyjnej przed zmianami w kapitale obrotowym oraz korektą o podatek dochodowy w relacji do EBITDA (%)



Źródło: Eurocash, Dom Maklerski mBanku.

Różnica pomiędzy raportowaną EBITDA, a Cash EBITDA wynika przede wszystkim z wykazania znacznie wyższego salda z działalności operacyjnej w rachunku zysków i strat (RZiS) niż faktyczna korekta tej pozycji w przepływach z działalności operacyjnej. W 9M'19 w przepływach z działalności operacyjnej spółka koryguje zysk brutto o koszty/przychody z tytułu odsetek w kwocie 96,7 mln PLN, następnie o otrzymane/zapłacone odsetki w kwocie -42,6 mln PLN, co daje łączną kwotę korekty działalności finansowej w kwocie 54,1 mln PLN vs. -94,9 mln PLN salda na działalności finansowej wykazanego w RZiS za ten okres. Może to oznaczać rozpoznanie dodatkowych kosztów na działalności finansowej w rachunku zysków i strat i w efekcie wyższy wynik operacyjny w związku z potencjalnym rozliczeniem z dostawcami.

Wylczenie Cash EBITDA w 2016, 2017, 2018 oraz 9M'19

	2016	2017	2018	9M'19
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej przed zmianami w kapitale obrotowym	455	255	435	314
w tym:				
Koszty/przychody odsetkowe	45	44	68	51
Korekta o:				
Otrzymane/zapłacone odsetki	-12	0	-46	-43
Zdarzenia jednorazowe	0	114	-48	-4
Wylczona Cash EBITDA	443	370	341	272
Oczyszczona EBITDA (zaraportowana)	440	361	371	289
Różnica	2	9	-30	-17

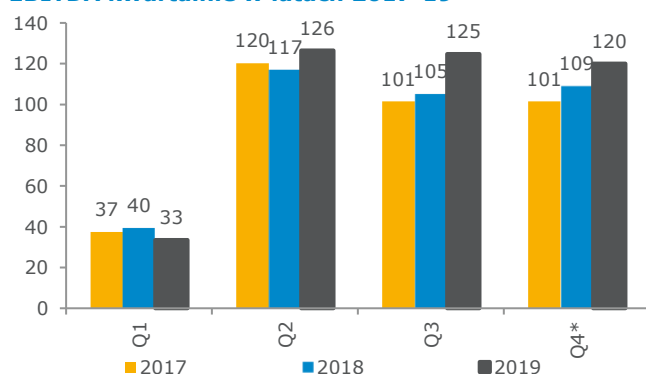
Źródło: Eurocash, Dom Maklerski mBanku

Biorąc pod uwagę dynamikę zmiany wylczonej Cash EBITDA między latami 9M'17/9M'18/9M'19, wynik spółki w 9M'19 jest o 6% wyższy niż w 9M'17 vs. 12% różnicy w raportowanej EBITDA w analogicznym okresie. **Trudno jest odnieść dynamikę wylczonej Cash EBITDA w podziale na segmenty w tych okresach, niemniej nasze wylczenia wskazują na niższe od raportowanego tempo poprawy wyniku między okresami 9M'17 oraz 9M'19.** W celu zachowania porównywalności Eurocash z innymi spółkami, w wycenie DCF uwzględniamy EBITDA skorygowaną o wartość przedstawiającą średnią różnicę między Cash EBITDA w raportowaną EBITDA w latach 2018-19.

Jednocyfrowa poprawa EBITDA w 2019/20

Po 9M'19 spółka zaraportowała 285 mln PLN EBITDA bez MSSF 16 (oczyszczone o wpływ PayUp oraz Sushi 2 Go) vs. 262 mln PLN w analogicznym okresie rok wcześniej. Zgodnie z naszymi szacunkami, EBITDA w 4Q'19 powinna wzrosnąć do 120 mln PLN (+10% r/r).

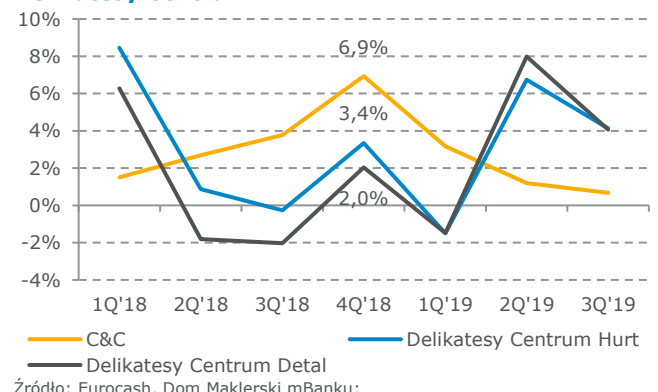
EBITDA kwartalnie w latach 2017-19



Źródło: Eurocash, Dom Maklerski mBanku; 4Q'19 szacunki DM mBanku

W 4Q'19 wyniki nie będą napędzane przez efekt bazy (szczegóły - wykres ze sprzedażą porównywalną), a po oczyszczeniu bazy o zdarzenia jednorazowe (sprzedaż PayUp oraz zawiązanie rezerwy na restrukturyzację systemu IT), EBITDA powinna wzrosnąć o 10% r/r do 409 mln PLN w 2019 roku.

Sprzedaż porównywalna w Cash&Carry oraz Delikatesy Centrum

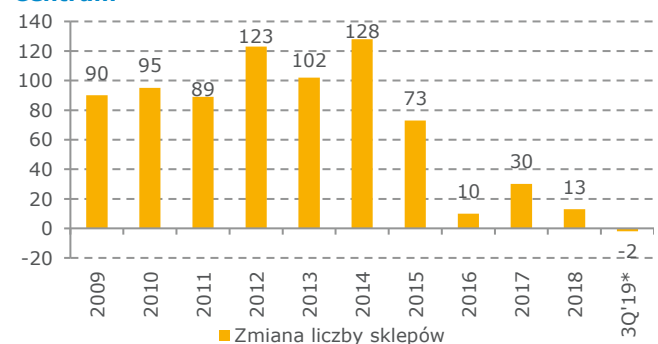


Ambitny cel ekspansji w strategii

Zgodnie z zapowiedziami Zarządu, w 1Q 2020 powinien zostać zakończony proces restrukturyzacji i integracji w segmencie detalicznym. W 2020 spółka powinna się skoncentrować na realizacji celów strategii zakładających powiększenie sieci Delikatesy Centrum o około 900 placówek do roku 2023 na drodze rozwijania franczyzy, akwizycji oraz budowania własnych sklepów. W zależności od wybranej formy ekspansji na ten cel ma zostać przeznaczone 1-2 mld PLN nakładów inwestycyjnych. **Szacowane przez spółkę tempo ekspansji zakłada dodanie do sieci przynajmniej 225 sklepów rocznie w okresie 2020-2023, co wydaje się być ambitnym celem.** Argumentami przemawiającymi za niższym tempem ekspansji są:

1. Rekordowe tempo ekspansji sieci Delikatesy Centrum to 128 placówek osiągnięte w 2014 roku. **Tempo wzrostu sieci w ostatnich latach jest istotnie niższe, co może być tłumaczone skupieniem się na integracji przejętych sieci oraz reorganizacją w segmencie.**

Zmiana netto ilości sklepów w sieci Delikatesy Centrum



Źródło: Eurocash, Dom Maklerski mBanku; *zmiana względem 2018 roku

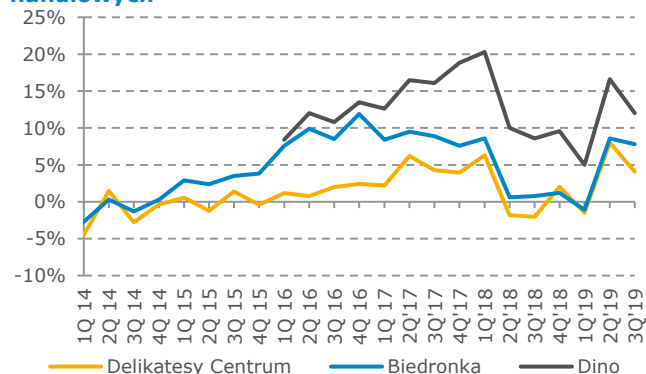
2. Rozwój Delikatesów Centrum oparty jest w głównej mierze na franczyzie. Planowana podwyżka płacy minimalnej o 15% średniorocznie w latach 2020/21, przełoży się negatywnie na rentowność sklepów detalicznych. **W obliczu potencjalnego obniżenia rentowności sklepów spożywczych, naszym zdaniem trudniej będzie znaleźć potencjalnych chętnych franczyzobiorców do rozwijania sklepów.**
3. W związku z dużą koncentracją na rynku, potencjalna akwizycja sieci sklepów może się odwlec w czasie ze względu na oczekiwanie na decyzje UOKiK (na decyzję przy transakcji nabycia sklepów EKO spółka czekała 9 miesięcy). Integracja przejętego biznesu może potrwać nawet 1-1,5 roku.

W naszych założeniach przyjmujemy, że spółka otworzy łącznie 370 sklepów w latach 2020-23, a Capex poniesiony na ekspansję sklepów wyniesie 188 mln PLN (około 0,5 mln PLN na sklep przy założeniu większości otworzyć w systemie franczyzowym).

Jaki jest potencjał do poprawy sprzedaży /mkw. w segmencie detalicznym?

Dynamika sprzedaży porównywalnej w detalu w sieci Delikatesy Centrum była zbliżona do wyniku sieci Biedronka w 2Q'19. W poprzednich kwartałach sprzedaż porównywalna sieci zachowywała się znacznie gorzej niż w Dino czy w sieci Biedronka.

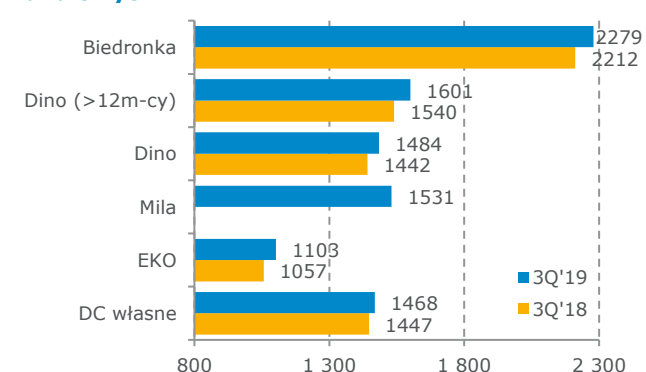
Sprzedaż porównywalna w wybranych sieciach handlowych



Źródło: Eurocash, JMT, Dino, Dom Maklerski mBanku;

Niższa dynamika mogłaby wynikać z wyższego nominalnie wskaźnika sprzedaży/mkw. w sklepach prowadzonych przez Eurocash, jednak wskaźnik sprzedaży/mkw. w sieci Delikatesy Centrum własne (zakupione od Firma Rogala oraz Stodółka) jest niższa niż w sieci Dino, czy w sieci Biedronka. Relatywnie gorsza historycznie dynamika Ifl może wskazywać na niższy potencjał tego formatu do poprawy efektywności sprzedaży, a przyspieszenie wzrostu w 2-3Q'19 r/r może wynikać z efektu niskiej bazy oraz przyspieszenia inflacji.

Miesięczna sprzedaż/mkw. w wybranych sieciach handlowych LTM



Źródło: Eurocash, JMT, Dino, Dom Maklerski mBanku;

Wskaźnik miesięcznej sprzedaży/mkw. LTM w sieci Dino w sklepach powyżej 12 miesięcy wzrósł z 1468 PLN na koniec 4Q'17 do 1601 na koniec 3Q'19. W okresie 2Q'18-2Q'19, analogiczny wskaźnik dla sklepów Delikatesy Centrum własne (DC własne) uległ nieznacznej zmianie. Biorąc pod uwagę poziom wskaźnika wyliczonego dla DC własne oraz Mila, widzimy ograniczony potencjał do organicznego wzrostu efektywności sprzedaży w tych conceptach (może być on napędzany przez wzrost inflacji).

Widzimy natomiast potencjał do poprawy sprzedaży porównywalnej w sieci EKO przekształconej na Delikatesy Centrum. Na koniec 2Q'19 sieć ta składała się z 224 sklepów które wypracowały 831 mln PLN LTM na koniec 2Q'19. Zakładając około 40% potencjał do wzrostu Ifl dla tych sklepów w średnim terminie, potencjalny wzrost przychodów z tego tytułu wyniósłby około 332 mln PLN, a EBITDA wzrosłaby o 17 mln PLN (przy założeniu marży EBITDA na poziomie 5%).

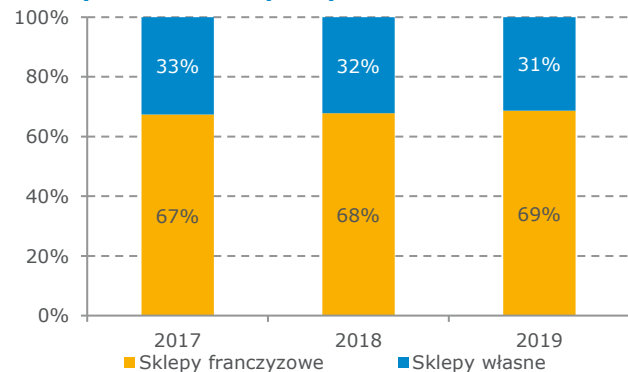
Naszym scenariuszem bazowym jest stopniowe zamykanie luki między wartością wskaźnika miesięcznej sprzedaży/mkw. sklepów EKO względem sklepów własnych Delikatesy Centrum. W 3Q'19 liczony przez nas wskaźnik sprzedaży/placówkę dla sklepów EKO został obniżony o 1,8% r/r, pomimo przeprowadzonej modernizacji placówek i poprawienia oferty. **Nie można wykluczyć, że powodem niskiej efektywności sprzedaży tych sklepów są gorsze lokalizacje, co stanowiłoby ryzyko dla naszych szacunków.**

Jaka może być docelowa marża EBITDA w segmencie detalicznym?

Prowadzona reorganizacja segmentu detalicznego oraz integracja przejętych biznesów powinny przełożyć się na wzrost efektywności sprzedaży oraz oszczędności kosztowe. Niemniej widzimy szereg czynników wpływających na rentowność tego segmentu w średnim terminie:

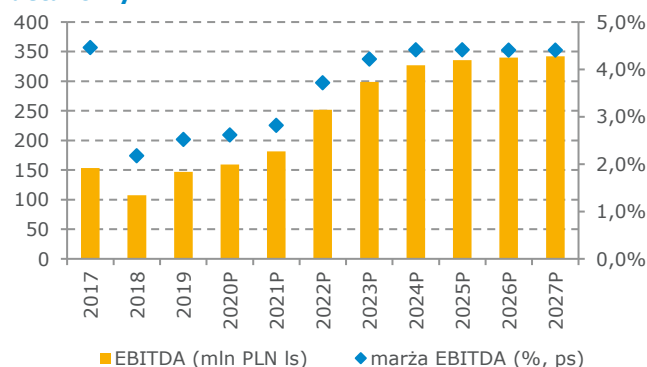
1. **Pomimo prowadzonej optymalizacji operacyjnej, wzrost kosztów pracy** (średnioroczny wzrost płacy minimalnej o 15% w latach 2020-21) oraz potencjalne przyspieszenie tempa otwarcia **obciążą rentowność sieci.**
2. Wzrost sprzedaży porównywalnej powinien ograniczyć presję kosztów na marżę EBITDA segmentu. **Zakładamy nieznaczną poprawę marży EBITDA w latach 2020/21.**
3. W sieci EKO spółka przejęła 248 placówek, zamknęła około 26 placówek. Przed przejęciem sieć sklepów była nierentowna, co mogło wynikać z lokalizacji o niższym potencjale sprzedażowym. Powstaje ryzyko, że **w przypadku potencjalnego pogorszenia rentowności starych sklepów EKO w związku z presją płacową, niektóre placówki mogą zostać wytypowane do zamknięcia.**
4. **Dynamiczny rozwój konkurencyjnych sieci może spowodować jeszcze mocniejszą walkę o klienta.** Najszybciej rozwijającą się siecią z placówkami własnymi jest Dino, które stopniowo będzie zwiększało swoją ekspozycję na regiony istotne dla działalności sieci Delikatesy Centrum.
5. **Wysoki udział w sprzedaży segmentu detalicznego stanowią placówki franczyzowe** (67% LTM liczone na koniec 3Q'19). Rentowność na franczyzie jest niższa niż rentowność EBITDA osiągnięta przez konkurencyjne sieci. W związku z powyższym oczekujemy, że docelowa rentowność segmentu detalicznego wyniesie 4.4% i zostanie osiągnięta w 2024 roku.

Udział w sprzedaży segmentu detalicznego placówek własnych oraz franczyzowych



Źródło: Eurocash, Dom Maklerski mBanku; *szacunki DM mBanku

EBITDA oraz marża EBITDA w segmencie detalicznym

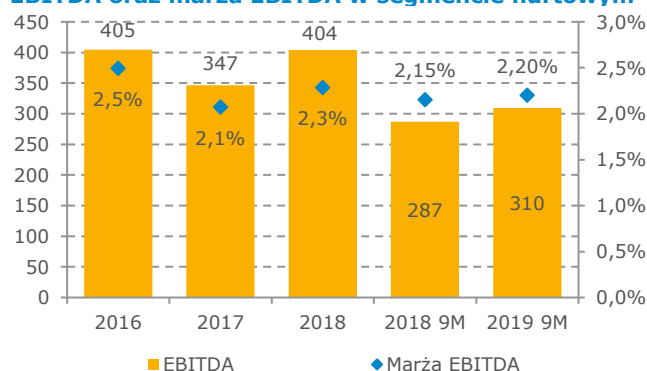


Źródło: Eurocash, Dom Maklerski mBanku;

Stabilizacja wyniku EBITDA w segmencie hurtu

Przez ostatnie lata spółka prowadziła działania mające na celu optymalizację bazy kosztowej, co pozytywnie przełożyło się na rentowność oraz wynik segmentu hurt. **Naszym zdaniem potencjał do dalszego wzrostu wyniku w spółce w kolejnych latach jest ograniczony.**

EBITDA oraz marża EBITDA w segmencie hurtowym

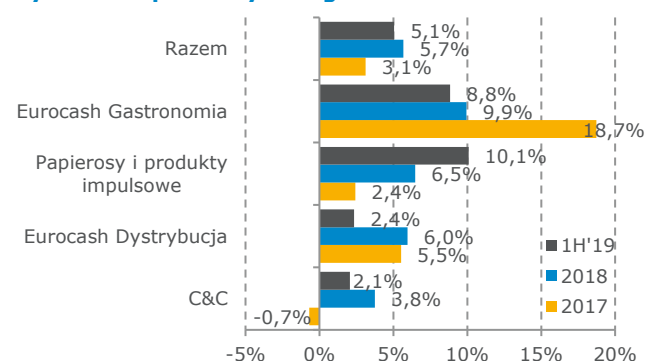


Źródło: Eurocash, Dom Maklerski mBanku;

Zwracamy uwagę, że poprawa wyniku w 2019 roku była przede wszystkim efektem prowadzonej restrukturyzacji. **Częściowo za wzrost wyniku r/r w latach 2018-19 może odpowiadać zaobserwowana różnica między wyliczoną z przepływów pieniężnych Cash EBITDA oraz raportowaną EBITDA.** Sprzedaż spółki w podstawowych sub-segmentach Eurocash C&C oraz Eurocash Dystrybucja (liczona razem z Eurocash Alkohole)

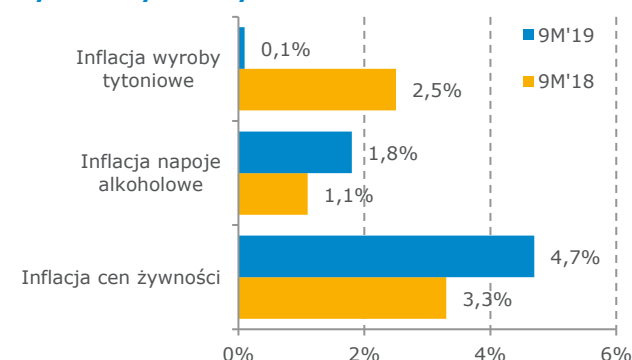
wzrosła jedynie o 1,8% r/r w 9M'19 vs. 4,7% inflacji cen żywności oraz 1,8% inflacji cen napojów alkoholowych. Przy założeniu, że 50% sprzedaży sub-segmentów stanowią alkohole, to wyliczony zblendowany wskaźnik inflacji wyniósłby 3,3% w 9M'19, co jest powyżej dynamiki sprzedaży zaraportowanej przez Eurocash C&C oraz Eurocash Dystrybucja (liczona z Eurocash Alkohole, gdzie w wyniku reorganizacji spadła sprzedaż r/r).

Dynamika sprzedaży w segmencie hurt



Źródło: Eurocash, Dom Maklerski mBanku;

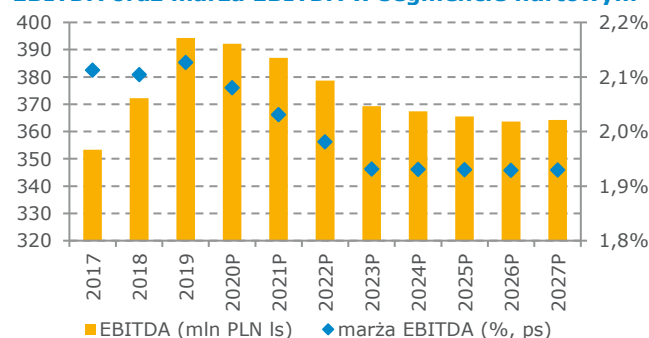
Inflacja cen żywności, napojów alkoholowych oraz wyrobów tytoniowych



Źródło: GUS, Dom Maklerski mBanku;

Jedynym segmentem, w którym dynamika sprzedaży r/r rośnie szybciej niż dynamika inflacji są papierosy i produkty impulsowe (działalność o niskiej rentowności), gdzie dynamika sprzedaży r/r wspierana była przez ograniczenie szarej strefy. Dodatkowo na dynamikę sprzedaży w kolejnych kwartałach może wpływać zakończenie współpracy z PKN Orlen. Naszym zdaniem, oczekiwany negatywny wpływ podwyższenia płacy minimalnej na rentowność biznesu w latach 2020-21 zostanie tylko częściowo skompensowany przez podniesienie cen. W efekcie oczekujemy spadku wyniku EBITDA w latach 2020-21.

EBITDA oraz marża EBITDA w segmencie hurtowym



Źródło: Eurocash, Dom Maklerski mBank

Nasze prognozy vs. konsensus

Nasze szacunki przychodów dla lat 2019-21 nie różnią się istotnie od oczekiwań rynkowych. **W latach 2019-21 nasze założenia EBITDA są zbliżone do oczekiwań rynkowych. Zwracamy jednak uwagę, że aby zachować porównywalność danych z innymi**

spółkami, korygujemy EBITDA do Cash EBITDA. Po korekcie Cash EBITDA jest niższa od konsensusu o 9-13% w latach 2019-21. Wynik netto nie odbiega istotnie od oczekiwań rynkowych.

Oczekiwania Domu Maklerskiego mBanku w porównaniu z konsensem

(mln PLN)	2019P			2020P			2021P		
	mDM	konsensus	różnica	mDM	konsensus	różnica	mDM	konsensus	różnica
Przychody	24 580,7	24 460,6	0%	25 162,7	25 306,9	-1%	25 704,8	26 278,5	-2%
EBIT	194,9	203,1	-4%	211,8	222,5	-5%	225,4	241,3	-7%
EBITDA	409,0	415,1	-1%	429,1	445,2	-4%	447,8	477,8	-6%
Cash EBITDA	376,0	415,1	-9%	396,1	445,2	-11%	414,8	477,8	-13%
Zysk netto	82,9	92,6	-11%	105,4	119,9	-12%	136,0	140,1	-3%

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena

Wartość spółki Eurocash szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Implikowana cena z metody zdyskontowanych przepływów to 21,43 PLN/akcję, a wartość oszacowana na bazie porównywalnych spółek to 16,05 PLN/akcję. W związku z powyższym naszą 9-miesięczną cenę docelową wyznaczamy na 19,80 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	16,05
Wycena DCF	50%	21,43
cena wynikowa		18,74
cena docelowa za 9 m-cy		19,80

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec października. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec 2018 roku.
- Zakładamy średnie wydatki inwestycyjne na poziomie 212 mln PLN w latach 2020-23 (częściowa realizacja strategii).
- Oczekujemy stopniowego obniżania wskaźnika DN/EBITDA (oczyszczonego o MSSF 16) z poziomu 1,1x na koniec 2019 roku do -0,1 w 2024 roku.

- W wycenie DCF uwzględniamy Cash EBITDA oraz dług oczyszczone o wpływ standardu MSSF 16.
- Do obliczeń podatku przyjmujemy stopę opodatkowania na poziomie 19% w okresie prognozy.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5% (rentowność 10-letnich obligacji w Polsce).
- Po roku 2028 zakładamy wzrost FCF na poziomie 0,5%.
- Przyjmujemy wartość beta na poziomie 1,0x w okresie prognozy.

Wyniki poszczególnych segmentów

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Hurt								
Sprzedaż	16 217	16 726	17 683	18 539	18 850	19 055	19 109	19 122
EBIT	292	239	298	323	319	313	301	292
marża (%)	1,8%	1,4%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,5%
EBITDA	405	347	404	422	420	415	407	397
marża (%)	2,5%	2,1%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%
Detal								
Sprzedaż	2 396,7	3 436,1	4 947,1	5 829,1	6 104,6	6 441,5	6 771,2	7 092,2
EBIT	111,0	92,3	26,3	49,6	60,5	78,4	143,4	185,6
marża (%)	4,6%	2,7%	0,5%	0,9%	1,0%	1,2%	2,1%	2,6%
EBITDA	151,4	153,3	107,4	146,8	159,6	181,5	251,7	299,1
marża (%)	6,3%	4,5%	2,2%	2,5%	2,6%	2,8%	3,7%	4,2%
Projekty								
Sprzedaż	271,4	551,4	50,9	81,2	81,2	81,2	81,2	81,2
EBIT	-41,5	-53,1	-40,0	-48,7	-45,9	-45,1	-44,3	-44,3
marża (%)	-15,3%	-9,6%	-78,5%	-59,9%	-56,6%	-55,6%	-54,6%	-54,6%
EBITDA	-39,8	-52,1	-36,5	-44,1	-41,8	-41,0	-40,2	-40,2
marża (%)	-14,7%	-9,4%	-71,7%	-54,3%	-51,5%	-50,5%	-49,5%	-49,5%
Inne								
Sprzedaż	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-87,3	-101,0	-70,3	-129,3	-122,1	-121,0	-119,9	-118,9
EBITDA	-75,9	-87,1	-56,4	-115,9	-108,7	-107,6	-106,5	-105,4
Zdarzenia jednorazowe								
EBITDA	0,0	-114,4	45,0	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0

Model DCF

(mln PLN)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2028P+
Przychody ze sprzedaży	24 581	25 163	25 705	26 089	26 422	26 643	26 763	26 769	26 845	26 921	
zmiana	7,7%	2,4%	2,2%	1,5%	1,3%	0,8%	0,4%	0,0%	0,3%	0,3%	
Cash EBITDA	379	399	418	482	521	548	556	559	563	566	
marża EBITDA	1,5%	1,6%	1,6%	1,8%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	
Amortyzacja	214,2	217,3	222,4	231,0	236,2	240,7	243,5	244,5	245,5	246,4	
EBIT	181	197	211	266	300	322	327	329	351	354	
marża EBIT	0,7%	0,8%	0,8%	1,0%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	
Opodatkowanie EBIT	51,0	83,9	83,2	95,4	98,7	103,7	102,0	102,5	109,2	110,0	
NOPLAT	130	114	128	170	201	218	225	226	242	244	

CAPEX	283,1	196,3	214,7	217,5	220,4	222,1	191,7	197,1	207,0	246,4	
Kapitał obrotowy	94,5	28,0	42,1	34,4	32,1	26,4	21,1	15,0	18,9	19,0	

FCF	155	163	177	218	249	263	298	289	299	263	264
WACC	7,6%	7,5%	7,7%	7,7%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	
współczynnik dyskonta	99,3%	92,4%	85,8%	79,7%	73,7%	68,2%	63,1%	58,4%	54,1%	50,0%	
PV FCF	154,3	150,2	152,2	173,9	183,5	179,6	188,1	168,8	161,7	131,4	

WACC	7,6%	7,5%	7,7%	7,7%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Efektywna stopa podatkowa	28,2%	42,5%	39,5%	35,9%	32,9%	32,2%	31,2%	31,2%	31,1%	31,1%	
Dług netto / EV	17,7%	17,7%	14,5%	14,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
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	

Wzrost FCF po okresie prognozy	0,50%
Wartość rezydualna (TV)	3 489
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 746
Zdyskontowane FCF w okresie prognozy	1 644
Wartość firmy (EV)	3 389
Dług netto	346
Udziałowcy mniejszościowi	61,4
Wartość firmy	2 982
Liczba akcji (mln)	139,16
Wartość firmy na akcje (PLN)	21,43
9-miesięczny koszt kapitału własnego	5,7%
Cena docelowa (PLN)	22,60
EV/EBITDA('20) dla ceny docelowej	8,9
P/E('20) dla ceny docelowej	29,9
Udział TV w EV	52%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF po okresie prognozy				
	0,0%	0,25%	0,5%	1,0%	1,5%
WACC -1,0 p.p.	24,2	24,7	25,2	26,4	27,7
WACC -0,5 p.p.	22,5	23,0	23,4	24,5	25,7
WACC	21,7	22,2	22,6	23,6	24,8
WACC +0,5 p.p.	21,0	21,4	21,8	22,8	23,9
WACC +1,0 p.p.	19,5	19,9	20,3	21,2	22,2

Wycena porównawcza

Wycenę wskaźnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2019-21P. Grupa porównawcza składa się z największych podmiotów działających w branży dystrybucji żywności w Europie. Spółka wyceniana jest z premią do swojej grupy porównawczej na wskaźniku P/E oraz EV/EBITDA w latach 2019-21. W wycenie porównawczej wyliczamy wartość

spółki uwzględniając Cash EBITDA, Dług oraz zysk netto z wyłączeniem standardu MSSF 16. Przyjmujemy wagi 50%/50% odpowiednio dla wskaźników P/E oraz EV/EBITDA. Biorąc powyższe pod uwagę wyceniamy akcję Eurocash metodą porównawczą na 16,05 PLN.

Analiza porównawcza

	cena	2019P	P/E 2020P	2021P	2019P	EV/EBITDA 2020P	2021P
Grupa porównawcza:							
Tesco	232,6	16,4	13,7	12,6	10,8	7,6	7,3
Carrefour	15,4	13,5	11,8	10,9	8,4	7,7	7,2
X5	33,6	15,1	13,4	11,9	9,9	9,0	8,3
Metro	21,8	17,0	15,9	15,1	b.d.	b.d.	b.d.
O'Key Group	1,5	13,4	10,4	11,4	8,2	7,1	7,1
Magnit	11,6	16,6	11,6	9,8	9,7	7,6	6,8
Dixy Group	134,0	31,8	24,2	19,8	19,5	15,1	12,3
Jeronimo Martins	14,6	21,7	19,8	18,0	11,1	10,3	9,5
Minimum		13,4	10,4	9,8	8,2	7,1	6,8
Maksimum		31,8	24,2	19,8	19,5	15,1	12,3
Mediana		16,5	13,6	12,3	9,9	7,7	7,3
Eurocash	22,22	28,2	72,3	41,1	9,2	9,5	8,3
(premia / dyskonto)		71%	434%	234%	-7%	22%	14%
Implikowana wycena							
Mediana		28,2	72,3	41,1	9,2	9,5	8,3
Waga wskaźnika			50%			50%	
Waga roku		17%	17%	17%	17%	17%	17%
Premia do wyceny		0%					
Wartość firmy na akcję (PLN)		16,05					

Rachunek wyników

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	21 206	20 814	22 833	24 581	25 163	25 705	26 089	26 422	26 643
zmiana	4,4%	-1,9%	9,7%	7,7%	2,4%	2,2%	1,5%	1,3%	0,8%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-19 014	-18 349	-19 951	-21 327	-21 751	-22 222	-22 556	-22 846	-23 038
Zysk brutto na sprzedaży	2 192	2 465	2 882	3 254	3 411	3 483	3 533	3 577	3 606
marża brutto na sprzedaży	10,34%	11,84%	12,62%	13,24%	13,56%	13,55%	13,54%	13,54%	13,53%
Koszty sprzedaży	-1 530	-1 939	-2 347	-2 632	-2 701	-2 749	-2 721	-2 726	-2 729
Koszty ogólnego zarządu	-328	-373	-388	-393	-401	-410	-416	-421	-425
Poz. przychody/koszty operacyjne	-60	-115	67	3	-60	-62	-78	-78	-78
EBIT	274,3	37,7	214,4	231,7	248,5	262,1	317,3	351,2	373,7
zmiana	-15,6%	-86,3%	468,8%	8,1%	7,2%	5,5%	21,0%	10,7%	6,4%
marża EBIT	1,29%	0,18%	0,94%	0,94%	0,99%	1,02%	1,22%	1,33%	1,40%
Wynik na działalności finansowej	-38,4	-42,7	-58,8	-151,5	-126,0	-99,0	-91,3	-79,5	-60,3
Zysk brutto	235,9	-5,0	155,6	80,2	122,5	163,1	226,0	271,7	313,4
Podatek dochodowy	-45,9	-49,9	-43,9	-34,1	-48,4	-58,6	-74,4	-87,5	-97,8
Udziałowcy mniejszościowi	-10,8	-3,8	-2,0	-5,1	-5,2	-5,3	-5,3	-5,4	-5,5
Zysk netto	179,2	-58,6	109,6	41,0	69,0	99,3	146,2	178,8	210,1
zmiana	-15,6%	-	-	-62,6%	68,1%	44,0%	47,2%	22,3%	17,5%
marża	0,8%	-0,3%	0,5%	0,2%	0,3%	0,4%	0,6%	0,7%	0,8%
Amortyzacja	166,2	183,3	204,2	214,2	217,3	222,4	231,0	236,2	240,7
EBITDA (bez MSSF 16)	440,5	221,0	418,6	409,0	429,1	447,8	511,6	550,7	577,7
EBITDA (oczyszczona)	440,5	360,7	370,8	404,8	429,1	447,8	511,6	550,7	577,7
Cash EBITDA	440,5	360,7	341,2	379,0	399,1	417,8	481,6	520,7	547,7
zmiana	-7,4%	-18,1%	-5,4%	11,1%	5,3%	4,7%	15,3%	8,1%	5,2%
marża	2,08%	1,73%	1,49%	1,54%	1,59%	1,63%	1,85%	1,97%	2,06%
Zysk netto (bez MSSF16)	179,2	84,8	66,9	82,9	105,4	136,0	183,0	215,8	247,2
Liczba akcji na koniec roku (mln)	138,9	139,2	139,2	139,2	139,2	139,2	139,2	139,2	139,2
EPS	1,3	-0,4	0,8	0,3	0,5	0,7	1,1	1,3	1,5
ROA	3,4%	1,4%	1,1%	1,0%	1,3%	1,7%	2,3%	2,7%	3,1%
ROE	15,4%	8,8%	6,9%	9,5%	12,3%	16,0%	19,7%	21,3%	22,2%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2020P	2022P	2023P	2024P
AKTYWA	5 563,8	5 983,4	6 010,9	7 914,0	7 956,6	7 914,1	8 030,1	7 947,3	8 061,3
Majątek trwały	2 363,0	2 530,4	3 006,0	4 789,8	4 744,2	4 710,2	4 670,7	4 629,4	4 585,9
Rzeczowe aktywa trwałe	587,4	679,0	790,2	744,7	723,8	716,1	702,6	686,8	668,3
Prawo do użytkowania aktywa	0,0	0,0	0,0	1 742,0	1 717,3	1 690,9	1 665,0	1 639,5	1 614,5
Wartość firmy	1 254,1	1 401,3	1 783,6	1 849,3	1 849,3	1 849,3	1 849,3	1 849,3	1 849,3
Wartości niematerialne	358,3	347,1	327,7	322,6	322,6	322,6	322,6	322,6	322,6
Pozostałe	163,2	103,0	104,4	131,3	131,3	131,3	131,3	131,3	131,3
Majątek obrotowy	3 200,8	3 453,0	3 004,9	3 124,2	3 212,3	3 203,9	3 359,3	3 317,9	3 475,4
Zapasy	1 088,9	1 320,3	1 292,0	1 390,9	1 423,8	1 454,5	1 476,2	1 495,1	1 507,6
Należności	1 748,2	1 682,8	1 343,4	1 432,8	1 452,9	1 470,1	1 477,8	1 482,2	1 480,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	161,9	202,6	196,6	106,0	141,1	84,8	210,8	146,1	293,2
Pozostałe	201,8	247,3	172,9	194,5	194,5	194,5	194,5	194,5	194,5

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
PASYWA	5 563,8	5 983,4	6 010,9	7 914,0	7 956,6	7 914,1	8 030,1	7 947,3	8 061,3
Kapitał własny	1 085,7	966,3	975,0	868,4	854,5	848,4	926,6	1 013,9	1 116,2
Udziały mniejszościowe	69,5	63,7	61,4	61,1	61,1	61,1	61,1	61,1	61,1

Zobowiązania długoterminowe	335,0	99,6	79,5	1 582,7	1 558,1	1 531,7	1 505,8	1 480,3	1 455,3
Kredyty i pożyczki	154,3	4,9	3,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,0	0,0	0,0	1 486,8	1 462,2	1 435,8	1 409,8	1 384,4	1 359,4
Pozostałe	180,6	94,6	76,5	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0

Zobowiązania krótkoterminowe	4 073,7	4 853,8	4 895,0	5 401,8	5 482,9	5 472,9	5 536,6	5 392,0	5 428,7
Kredyty i pożyczki	275,1	317,8	542,8	547,5	547,5	447,5	447,5	247,5	247,5
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	3 459,3	3 942,9	3 813,4	4 076,4	4 157,5	4 247,5	4 311,2	4 366,7	4 403,4
Pozostałe	339,3	593,1	538,8	777,8	777,8	777,8	777,8	777,8	777,8

Dług (bez MSSF 16)	429,4	322,7	545,8	548,5	548,5	448,5	448,5	248,5	248,5
Dług netto (bez MSSF16)	267,5	120,1	349,2	442,5	407,4	363,7	237,7	102,5	-44,7
(Dług netto / kapitał własny)	24,6%	12,4%	35,8%	51,0%	47,7%	42,9%	25,6%	10,1%	-4,0%
(Dług netto / EBITDA)	0,6	0,5	0,8	1,1	0,9	0,8	0,5	0,2	-0,1

BVPS	7,8	6,9	7,0	6,2	6,1	6,1	6,7	7,3	8,0
-------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy operacyjne	324,8	493,6	582,1	745,0	763,2	779,9	814,3	832,6	838,1
Zysk brutto	235,9	20,3	155,6	80,2	122,5	163,1	226,0	271,7	313,4
Amortyzacja	166,2	183,3	204,2	214,2	217,3	222,4	231,0	236,2	240,7
Amortyzacja (MSSF 16)	0,0	0,0	0,0	322,5	326,8	320,9	315,1	309,4	303,8
Kapitał obrotowy	-99,4	247,1	195,6	94,5	28,0	42,1	34,4	32,1	26,4
Pozostałe	22,1	42,9	26,7	33,6	68,5	31,4	8,0	-16,8	-46,1
Przepływy inwestycyjne	-269,9	-335,7	-462,2	-272,1	-196,3	-214,7	-217,5	-220,4	-222,1
CAPEX	-177,5	-205,2	-179,1	-202,4	-196,3	-214,7	-217,5	-220,4	-222,1
Nabycie jednostek zależnych	-82,9	-145,0	-297,3	-80,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-9,5	14,5	14,3	11,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	21,6	-117,2	-125,9	-563,5	-531,7	-621,6	-470,8	-677,0	-468,8
Kredyty i pożyczki	226,5	-15,1	224,8	4,7	0,0	-100,0	0,0	-200,0	0,0
Dywidenda	-146,4	-111,3	-105,9	-143,4	-82,9	-105,4	-68,0	-91,5	-107,9
Leasing finansowy	-7,2	-7,1	-5,7	-302,1	-326,8	-320,9	-315,1	-309,4	-303,8
Pozostałe	-51,3	16,4	-239,1	-122,7	-122,1	-95,3	-87,8	-76,1	-57,1
Zmiana stanu środków na koniec okresu	76,4	40,7	-6,0	-90,6	35,1	-56,3	126,1	-64,8	147,2
Środki pieniężne na koniec okresu	161,9	202,6	196,6	106,0	141,1	84,8	210,8	146,1	293,2
DPS (PLN)	1,05	0,80	0,76	1,03	0,60	0,76	0,49	0,66	0,78
FCF	414,5	-64,0	82,7	155,5	162,6	177,4	218,3	248,8	263,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,8%	1,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

Wskaźniki rynkowe (bez MSSF16)

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
P/E	17,2	36,4	46,2	37,3	29,3	22,7	16,9	14,3	12,5
P/CE	8,9	11,5	11,4	10,4	9,6	8,6	7,5	6,8	6,3
P/BV	2,8	3,2	3,2	3,6	3,6	3,6	3,3	3,0	2,8
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
FCF/EV	12,1%	-2,0%	2,4%	4,3%	4,6%	5,0%	6,4%	7,6%	8,5%
EV/Cash EBITDA	7,8	9,1	10,3	9,5	8,9	8,4	7,0	6,3	5,7
EV/EBIT	12,5	86,9	16,3	18,5	16,8	15,6	12,1	10,4	9,2
EV/S	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DYield	4,7%	3,6%	3,4%	4,6%	2,7%	3,4%	2,2%	3,0%	3,5%
Cena (PLN)	22,22	22,22	22,22	22,22	22,22	22,22	22,22	22,22	22,22
Liczba akcji na koniec roku (mln)	138,9	139,2	139,2	139,2	139,2	139,2	139,2	139,2	139,2
MC (mln PLN)	3 087	3 092	3 092	3 092	3 092	3 092	3 092	3 092	3 092
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	69,5	63,7	61,4	61,1	61,1	61,1	61,1	61,1	61,1
EV (mln PLN)	3 424	3 276	3 503	3 596	3 561	3 517	3 391	3 256	3 109

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAGA (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAGA (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynnek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawieniem wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może 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 materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 25 listopada 2019 o godzinie 08:37.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 listopada 2019 o godzinie 08:37.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynnek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.
Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.
Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Eurocach wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2019-11-06	2019-09-05	2019-08-02	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	18,10	18,10	18,10	18,10	18,90	18,90	17,90	18,20
kurs z dnia rekomendacji	23,80	20,62	18,60	19,31	21,00	22,58	20,13	18,00

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak

+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski

+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk

+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski

+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk

+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron

dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek

+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec

+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop

+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik

+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski

+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski

+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski

+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański

dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak

wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl